

锆业景气度上升，继续看好锆业龙头

——云南锆业（002428）年报点评

报告日期：2010年3月25日

分析师

耿诺

☎ 010-88366060-8786

✉ gengen@cgws.com

执业证书编号：S1070210080003

投资评级：推荐(维持)

要点：

- **公司业绩略低于预期。**2010年共实现营业收入1.76亿元，同比减少6.69%；归属上市公司股东净利润0.625亿元，同比增长9.32%，基本每股收益0.70元，略低于我们的预期。
- **盈利微降源于锆价上涨迟缓。**公司2010年综合毛利率为54.48%，较09微幅下滑0.34个百分点。收入及盈利下滑的主因是公司产品售价有不同程度的下滑，且销售量也出现一定的变动。整体来看，2010年全年锆价上涨迟缓，公司各锆产品售价呈现不同程度下滑，其中氧化锆、区熔锆锭、红外锆单晶售价分别下滑11%、5%和23%。但由于受国家将锆纳入战略收储品种政策的影响，锆价在四季度上升较快，公司毛利率在四季度也得到较大的提升，由三季度50.26%上升至58.37%，提升8.1个百分点，每股收益0.22元，环比增长67%。
- **公司产品结构不断优化。**公司锆产业链一体，具备资源、成本优势，再加上高附加值产品的高垄断性是其主产品高毛利率的主因，2010年各主产品毛利率均在50%以上。并且公司定位锆高端深加工的发展战略在2010年已有所体现，目前公司主营构成中区熔锆锭比例由2009年72.5%下滑至67.64%，而红外锆单晶、高纯二氧化锆、太阳能锆单晶片、红外锆镜头以及有机锆等高附加值产品收入占比相应的提升，我们认为公司产品结构优化将随着募投项目的投产得以更充分体现。
- **我们继续看好锆行业的发展。**理由：一、锆为稀有分散金属，全球锆资源分布集中度高，锆价相对供应国的政策变动敏感度较高；二、供需弱平衡的行业格局将由需求高速增长所打破，锆在红外光学及太阳能电池领域的需求前景已得到市场认可；三、中国是锆资源优势国，国家层面的锆战略收储政策及其他行业保护政策将继续推升锆价步入上升通道。
- **公司看点：**第一，随着收购三个锆矿、参股中科镓英公司以及光线四氯化锆募投项目的开展，公司向上收购资源，向下继续拓展深加工的产业链发展战略进一步清晰，公司产业链优势进一步增强；第二，公司致力于高端锆产品的研发及生产，高毛利率、需求前景广阔以及技术优势明显；第三，成长性突出，募投项目将于明年集中投产，业绩实现大幅增长也将随着产能的逐步释放得到实现。
- **投资建议。**我们维持公司“推荐”的投资评级，调高公司盈利预测，预计2011-2013年EPS分别为0.98元、1.36元和1.82元，对应目前股价市盈率分别为83倍和60倍和44倍，估值偏高，但鉴于公司良好的业绩成长性以及由需求前景和保护政策将共同推动锆价上行的行业判断，我们仍建议投资者继续重点关注。
- **风险提示：**锆价大幅下滑的风险，经济放缓导致锆需求不确定性。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

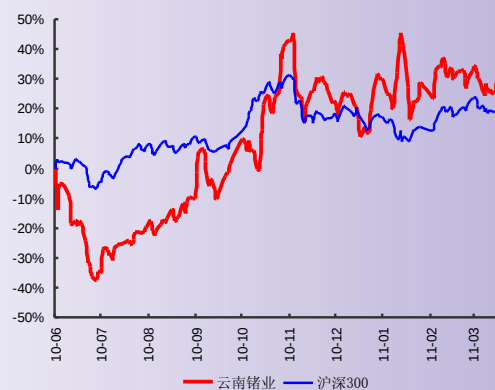
市场数据

总市值(亿元)	101.74
流通市值(亿元)	25.92
总股本(亿股)	1.25
流通股本(亿股)	0.32
12个月最高/最低股价(元)	92.20/54.90
十大流通股东持股比例	4.81%
股东户数	12248

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入(亿元)	1.76	2.61	3.34
营业利润(亿元)	0.73	1.43	2.00
净利润(亿元)	0.79	1.23	1.70
EPS(元)	0.63	0.98	1.36
PE	128.6	82.8	59.7

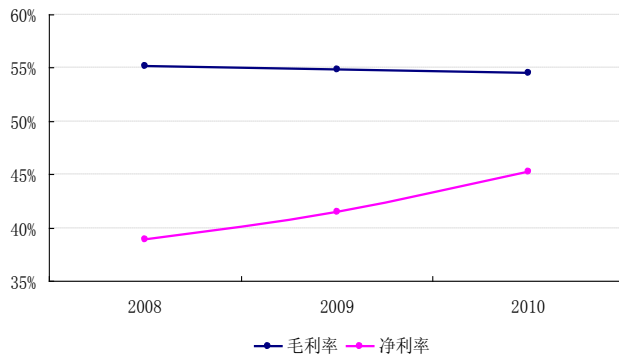
公司股价表现



相关报告

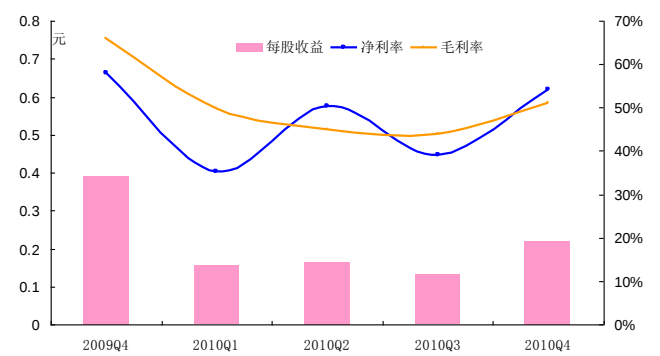
- 《锆业龙头，前景光明》 “推荐” 2010年8月
- 《即将跻身高端市场的锆业龙头》 “推荐” 2010年10月

图 1： 公司综合毛利率及净利率变动



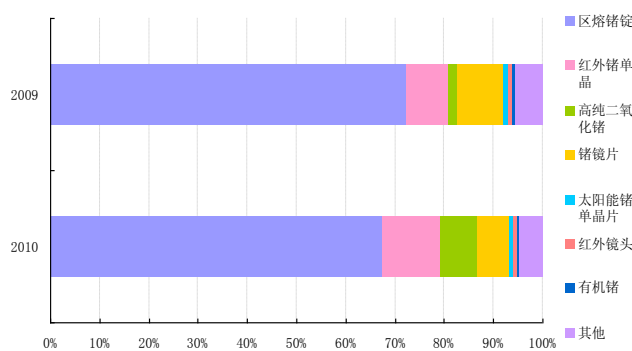
数据来源：WIND, 长城证券研究所

图 2： 单季度公司盈利变动状况



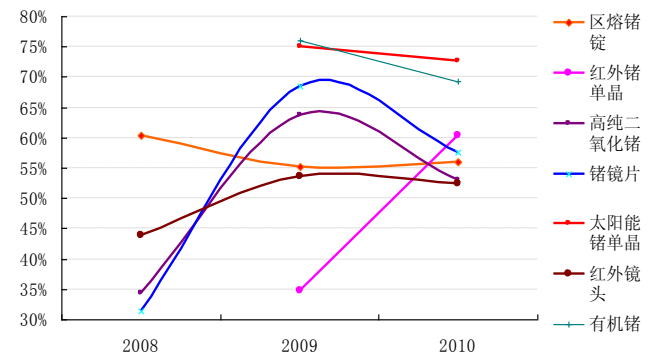
数据来源：WIND, 长城证券研究所

图 3： 公司产品结构不断优化



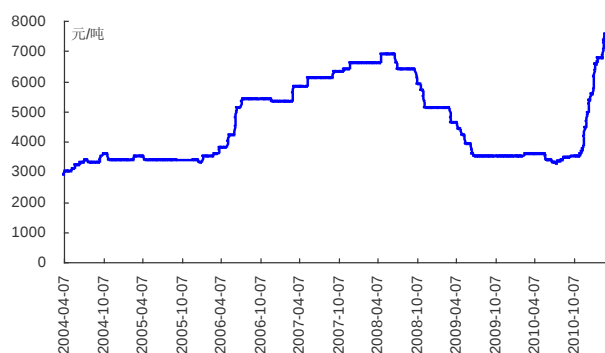
数据来源：Wind, 长城证券研究所

图 4： 主营均为高毛利率产品



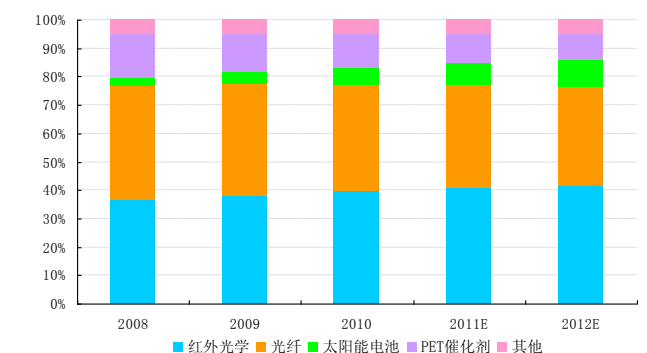
数据来源：WIND, 长城证券研究所

图 5： 二氧化锗价格涨幅明显



数据来源：Bloomberg, 百川资讯, 长城证券研究所

图 6： 锗消费领域预期



数据来源：WIND, 长城证券研究所

盈利预测

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	17619	26150	33387	37501	成长性				
营业成本	8020	8786	9711	7154	营业收入增长	-6.7%	48.4%	27.7%	12.3%
销售费用	231	314	334	413	营业成本增长	-6.0%	9.6%	10.5%	-26.3%
管理费用	2442	3138	3673	3750	营业利润增长	5.5%	96.8%	40.3%	32.7%
财务费用	-457	-758	-842	-967	利润总额增长	0.8%	53.4%	40.3%	32.7%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	1.4%	55.3%	38.7%	34.3%
营业利润	7258	14282	20045	26601	盈利能力				
营业外收支	2053	0	0	0	毛利率	54.5%	66.4%	70.9%	80.9%
利润总额	9310	14282	20045	26601	销售净利率	44.9%	47.0%	51.0%	61.0%
所得税	1343	1999	3007	3724	ROE	6.4%	9.0%	11.1%	13.0%
少数股东损益	57	0	0	0	ROIC	18.8%	33.3%	41.1%	49.6%
净利润	7911	12283	17038	22877	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	1.3%	1.2%	1.0%	1.1%
流动资产	101095	111940	126503	144639	管理费用/营业收入	13.9%	12.0%	11.0%	10.0%
货币资金	92942	102081	114615	134068	财务费用/营业收入	-2.6%	-2.9%	-2.5%	-2.6%
应收账款	1955	2876	4006	4500	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	120	131	167	188	所得税/利润总额	14.4%	14.0%	15.0%	14.0%
存货	4781	5272	5924	4435	应收账款周转率	7.29	7.60	7.85	8.38
非流动资产	24714	26074	28745	32966	存货周转率	1.60	1.57	1.87	1.44
固定资产	19343	20968	23904	28390	流动资产周转率	0.17	0.22	0.25	0.24
资产总计	125809	138013	155248	177605	总资产周转率	0.13	0.18	0.20	0.20
流动负债	1903	1824	2021	1502	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	1.5%	1.3%	1.3%	0.8%
应付款项	778	920	1016	749	流动比率	53.13	61.35	62.60	96.32
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	50.61	58.47	59.67	93.36
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	1903	1824	2021	1502	EPS	0.630	0.978	1.357	1.821
股东权益	123906	136189	153227	176104	每股净资产	9.87	10.84	12.20	14.02
股本	12560	12560	12560	12560	每股经营现金流	0.87	1.01	1.41	2.13
留存收益	110435	122717	139755	162632	每股经营现金/EPS	1.4	1.0	1.0	1.2
少数股东权益	912	912	912	912	估值				
负债和权益总计	125809	138013	155248	177605	PE	128.6	82.8	59.7	44.5
现金流量表（万元）					PEG	3.03	2.27	1.74	
经营活动现金流	10882	12663	17764	26798	PB	8.2	7.5	6.6	5.8
其中营运资本减少	-1761	-1784	-1832	797	EV/EBITDA	116.70	64.44	46.54	35.25
投资活动现金流	-4678	-3524	-5230	-7345	EV/SALES	57.74	38.91	30.47	27.13
其中资本支出	-4396	-3524	-5230	-7345	EV/IC	30.76	27.31	23.87	21.86
融资活动现金流	74503	0	0	0	ROIC/WACC	1.14	2.02	2.49	3.01
净现金总变化	80687	9139	12534	19453	REP	26.96	13.54	9.60	7.27

资料来源：wind，长城证券研究所，注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

耿诺: 中国地质科学院矿产学硕士，2008年加入长城证券，任有色金属行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>