

受益于产品价格大涨和毛利率提升

事件：

东方锆业发布2011年中期报告：实现营业收入2.7亿元，同比增长89.6%；营业利润6829万元，同比增长193.35%；净利润5870万元，同比增长185%；实现EPS0.33元，较上年同期0.115元增长185%。

研究结论：

- **业绩大幅增长符合我们之前预期，原因主要有三点：**（1）锆产业链上的产品价格全线上涨。以我们监测的上游矿产品锆英砂为例，自去年7月7000多元/吨上涨至今年5月最高21000元/吨，涨幅近2倍。今年上半年国内锆英砂均价16110元/吨，较去年同期大幅上涨110%。受原料大涨推动，下游加工产品也跟随大涨。（2）毛利率提升。受原料供应限制，下游加工业普遍出现原料配给不足，能拿到原料的加工产能，不仅能完全转嫁原料上涨的成本，甚至能获得更高的毛利率。从公司系列锆制品的综合毛利率看，今年中期达到37.2%，较上年同期提升8个百分点。其中氧化锆和硅酸锆毛利率提升高达15-18个百分点，至30%以上，氟氧化锆的毛利率也提升5个百分点，至24%。复合氧化锆和结构陶瓷是公司最高端产品，毛利率依然高达50%。（3）产量有所增长。2009年下半年2000吨复合氧化锆和2010下半年15000万吨超细硅酸锆投产的项目，今年上半年产量继续逐步达产。
- **依然坚定看好未来两年锆英砂价格。**尽管去年以来国内外锆英砂价格自低点上涨高达两倍！但我们坚定认为这样的牛市高景气度有望维持数年。理由主要有四点：第一，锆英砂在本轮牛市行情起来前，已经历持续10多年低迷，当前锆英砂价格强劲上涨正是对过去多年行业新增投资低迷和新开工项目稀少的反应。从我们监测的未来3年投产项目看，2012年新增项目稀少，我们预计届时供不应求局面将再次出现。第二，全球锆英砂供需分布结构异常不平衡，有助于牛市的延续。第三，生产成本持续上升，推动价格上涨。第四，产业链上库存很低。详细分析参见我们2011年5月30日行业报告《锆英砂行业迎来艳阳天》。
- **盈利预测和投资评级。**我们看好东方锆业投资价值，最根本的一点是公司正从加工类锆制品商向一体化锆业龙头飞跃。详见2011年6月9日东方锆业首次报告《一体化锆业龙头冉冉升起》。我们假设2011-13年国内锆英砂含税均价为17000/21000/23000元/吨，经测算公司2011-13年摊薄后EPS为0.70/1.46/1.94。锆英砂价格每波动1000元，影响2012年公司EPS0.10元。维持公司增持评级，目标价46元，对应2011-13年PE为66/31/24倍。
- **风险因素。**国内外流动性收缩超预期；全球锆英砂需求低于预期；公司澳洲Mandaie锆矿投产进度及成本不达预期；公司收购澳大利亚WIM150项目尚未完成，存在一定不确定性。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

联系人

徐建华

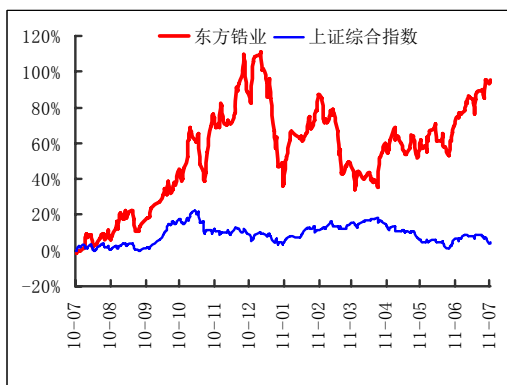
8621-63325888×6090

xujianhua@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2011年7月26日)	43.80元
目标价格	46.00元
总股本/A股(万股)	175/207
A股市值(百万元)	9066
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2011年7月27日

股价表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入同比	38%	164%	101%	21%
EBITA 同比	50%	208%	161%	33%
ROE	7.59%	9.47%	18.37%	22.19%
ROIC	5.11%	9.44%	17.02%	20.30%
EPS (元)	0.25	0.70	1.46	1.94
每股净资产 (元)	3.34	7.38	7.97	8.74
P/E (倍)	172.8	62.7	29.9	22.6
P/B (倍)	13.1	5.9	5.5	5.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所

相关报告

时间

《东方锆业首次报告：一体化锆业龙头冉冉升起》	2011-6-9
《有色金属行业报告：锆英砂行业迎来艳阳天》	2011-5-30

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2010	2011E	2012E	2013E	百万	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	497	1661	2186	2578	营业总收入	370	977	1960	2373
现金	104	896	755	948	营业总成本	327	803	1504	1768
应收票据	2	6	12	14	营业成本	270	725	1370	1604
应收账款	96	264	529	641	销售费用	7	16	27	33
预付账款	13	29	48	48	管理费用	26	39	60	72
存货	146	290	548	642	财务费用	18	15	35	43
非流动资产	706	1030	1240	1387	其他经营收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	438	684	829	994	营业利润	43	174	455	605
在建工程	164	226	276	246	营业外收入减支出	9	7	14	17
无形资产	102	115	122	129	利润总额	52	181	469	622
资产合计	1203	2690	3426	3965	减：所得税	8	27	70	93
					净利润	46	154	399	529
应付项目	130	218	411	481	少数股东损益	0	9	96	127
付息负债	473	944	1365	1673	归属母公司净利润	46	145	303	402
短期借款	435	847	1260	1557					
长期付息负债	38	98	105	116					
其他负债	0	0	1	1	成长能力				
负债合计	603	1162	1777	2155	营业收入同比	38%	164%	101%	21%
所有者权益	600	1528	1649	1810	EBIT A同比	50%	208%	161%	33%
实收资本	180	207	207	207	归属母公司净利润同比	51%	218%	109%	33%
资本公积	246	1038	1038	1038	利润水平				
留存收益	175	283	404	565	销售毛利率	27%	26%	30%	32%
少数股东权益	0	0	0	0	销售净利率	12%	16%	20%	22%
负债和权益合计	1203	2690	3426	3965	整体绩效				
					ROE	8%	9%	18%	22%
经营活动现金流	12	-106	-25	455	ROI C	5%	9%	17%	20%
净利润	46	154	399	529	运营效率				
折旧摊销	27	21	44	52	应收账款周转率	4.3	5.4	4.9	4.1
营运资金变动	-61	-282	-467	-126	存货周转率	3.1	4.5	4.7	4.0
投资活动现金流	-281	-345	-254	-199	偿债能力				
资本支出	-280	-341	-246	-194	流动比率	0.9	1.6	1.3	1.3
长期投资	0	0	0	0	速动比率	0.6	1.3	1.0	0.9
筹资活动现金流	100	1243	138	-63	EBIT A / I	3.6	17.3	18.0	19.0
短期借款	112	412	413	297	资产负债率	50%	43%	52%	54%
长期借款	-11	60	8	10	每股指标				
普通股增加	90	27	0	0	EPS	0.25	0.70	1.46	1.94
资本公积	-90	792	0	0	每股净资产	3.34	7.38	7.97	8.74
其他	-1	-49	-283	-370	P/E	172.8	62.7	29.9	22.6
现金净增加额	-170	792	-141	193	P/B	13.1	5.9	5.5	5.0

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn