

东方锆业 (002167.sz)

锆砂巨头 ILUKA 再次提价，供需良好，涨价趋势不变！

王飞 分析师

电话: 0766-3836333

eMail: wf2@gf.com.cn

执业编号: S0260511020004

ILKUA 四季度再次提价验证锆砂良好供需结构

全球最大锆英砂供应商 ILKUA 昨晚发布公告，宣布四季度再次提价 10%，公司的出厂价格将从三季度的 2200 美元/吨提高到 2420 美元/吨。这与我们之前的预期完全吻合。从国内陶瓷行业的产量、增幅等可以看到，下游行业仍然处于持续增长阶段，带动锆英砂需求的进一步增加。尽管 ILKUA2011 年前三季度产量达到为 43.35 万吨，同比去年同期的 28.95 万吨增长了 49.79%，但锆英砂仍然处于供不应求的状况，因此提价得以延续。

经济低迷不改变涨价趋势

从 ILUKA 对全球经济运行和锆产业的发展情况的判断可知，尽管全球经济形势和区域经济体均不乐观，但锆英砂的销售仍然维持旺盛，其中中国等发展中国家需求旺盛，锆化学品等新材料领域增长强劲。这也表明市场之前对锆英砂价格下滑过于担心。

维持对东方锆业的买入评级

我们维持对公司的买入评级，预计 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.70、2.33、3.89 元。随着锆英砂价格的上涨，公司业绩极富弹性。考虑到公司业内龙头地位，部分产品具有国防安全战略意义，给予 2012 年 25 倍市盈率，对应目标价 58.25 元，给予“买入”评级。

风险提示

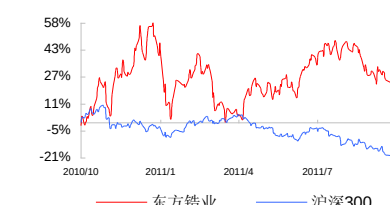
- 1、锆产业链下游需求持续低于预期。
- 2、澳元、南非兰特的汇率持续贬值，影响锆英砂价格。
- 3、公司在澳大利亚的采矿规模和进度低于预期。

公司评级

买入

当前价格	35.80 元
合理价值	58.25 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.50	-13.32	18.46
沪深 300	-3.87	-13.48	-16.64

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	180/138
主要股东:	陈潮钿
主要股东持股比例	23.99%
流通 A 股比例	76.67%

财务比率

ROE	7.59%
ROA	3.81%
资产负债率	55.87%

2010 年报数据

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	267.82	370.43	973.75	2372.30	3339.33
增长率(%)	40.66%	38.31%	162.87%	143.63%	40.76%
EBITDA(百万元)	56.74	98.01	266.54	807.62	1250.02
净利润(百万元)	30.16	45.55	145.76	482.23	783.11
增长率(%)	19.07%	51.02%	220.00%	230.83%	62.39%
每股收益(元)	0.336	0.254	0.704	2.330	3.783
市盈率	102.56	184.14	50.87	15.34	9.22
市净率	5.63	13.98	4.75	3.63	2.60
EV/EBITDA	56.24	90.51	30.71	10.39	6.78

数据来源:广东东方锆业科技股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

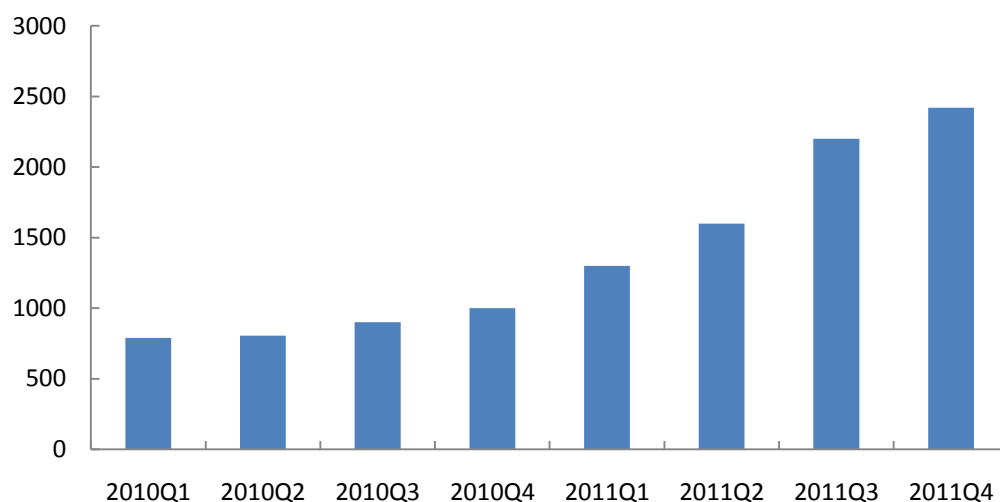
本报告联系人: 程振江 010-59136696 czj8@gf.com.cn

ILUKA再度提价，验证锆产业良好的供需结构

ILUKA四季度如期提价10%

正如我们预期，ILUKA于2011年10月12日发布了正式公告，宣布从10月份起锆英砂出厂均价提高10%左右。至此，公司的出厂价格将从第三季度的2200美元/t提高到2420美元/t。这与我们之前的预期完全吻合。

图 1：ILUKA 提价进程表明锆英砂仍处于涨价通道



数据来源：ILUKA、广发证券发展研究中心

报告中原文摘要如下：

Iluka Resources Limited (Iluka) advises that discussions with zircon customers in relation to proposed fourth quarter zircon prices have progressed satisfactorily, such that Iluka can advise that it expects to achieve an increase in weighted average price for zircon of approximately 10 per cent for the December quarter (commencing 1 October), relative to a weighted average price in the third quarter of approximately US\$2,200/tonne.

This increase is consistent with Iluka's commentary, at the time of its half year results announcement, that following the large zircon price increase in the third quarter, quarterly contract price increases may moderate.

全球经济低迷不影响锆砂涨价

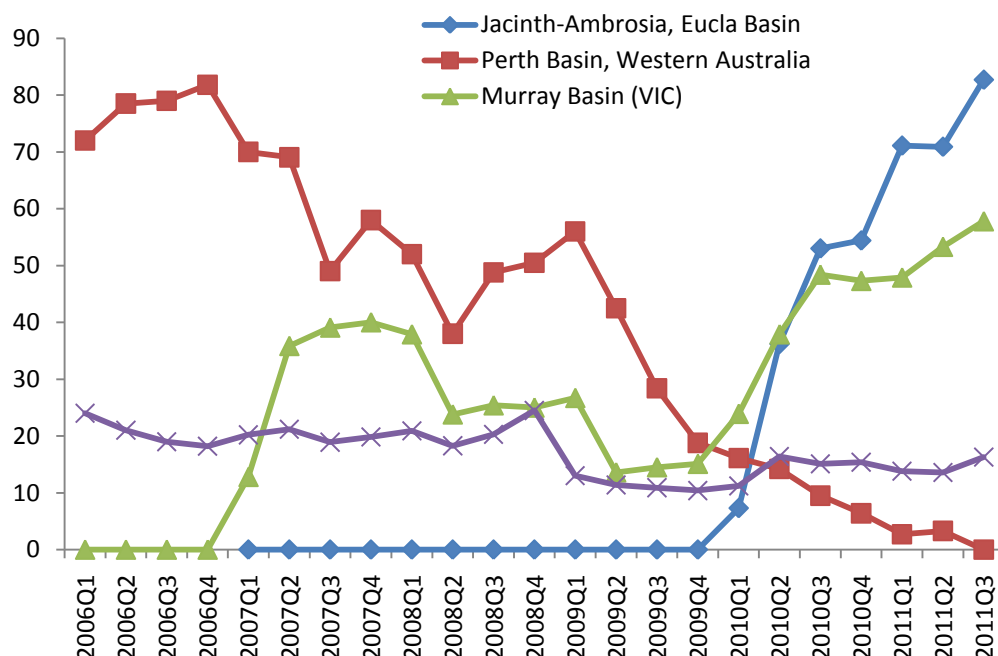
正如ILUKA发布的报告中称，尽管全球经济形势和区域经济体均不乐观，但锆英砂的销售仍然维持旺盛，公司锆英砂的成交价格9月份继续创新高。公司报告中提到，尽管中国收紧信贷，在一二线城市的地产调控带来一定的影响，但总投资仍然大幅增长，社会住房仍然需求很大。此外，锆及化学品仍然维持强劲增长。此外，欧洲和北美锆英砂的需求相对平稳，反映了锆工业制品及陶瓷制造行业（主要销往欧洲、中东和北非地区）的需求增加。美国的工业需求已经趋于稳定。

ILUKA产量维持高位，产销基本平衡

ILUKA2011年第三季度锆英砂产量为156.8kt，前三季度产量为433.5kt，同比去年

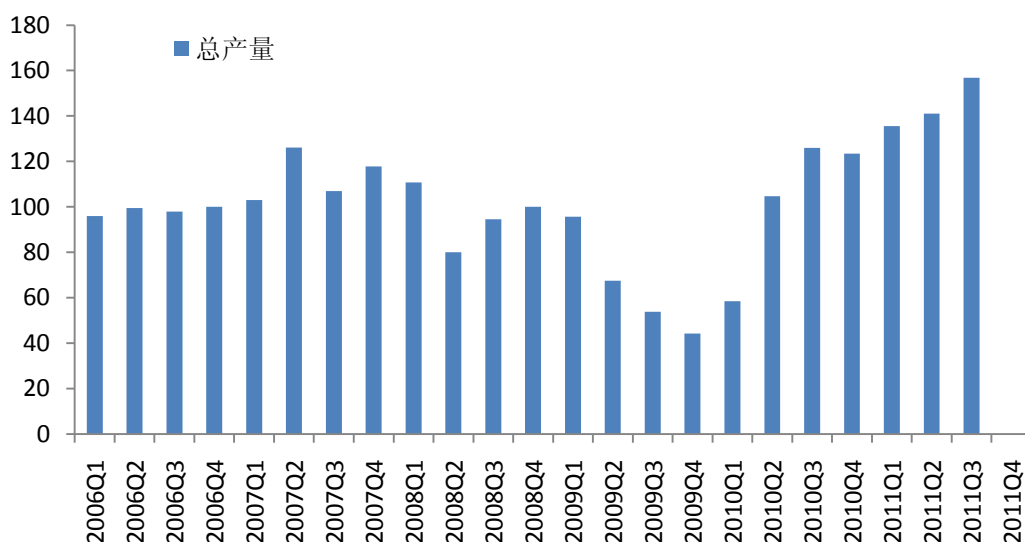
同期的289.5kt增长49.79%。公司在Jacinth-Ambrosia和Murray Basin两个新矿区的产量大幅增长,老矿区Perth Basin停止生产,2011年的总产量有望达到55万吨,高于41.27万吨。但从目前的销售情况来看,预计全年的销量为52.5万吨,市场仍然处于供不应求情况。

图 2: ILUKA 各矿区的各季度产量情况



数据来源: ILUKA、广发证券发展研究中心

图 3: ILUKA 各季度产量变化情况



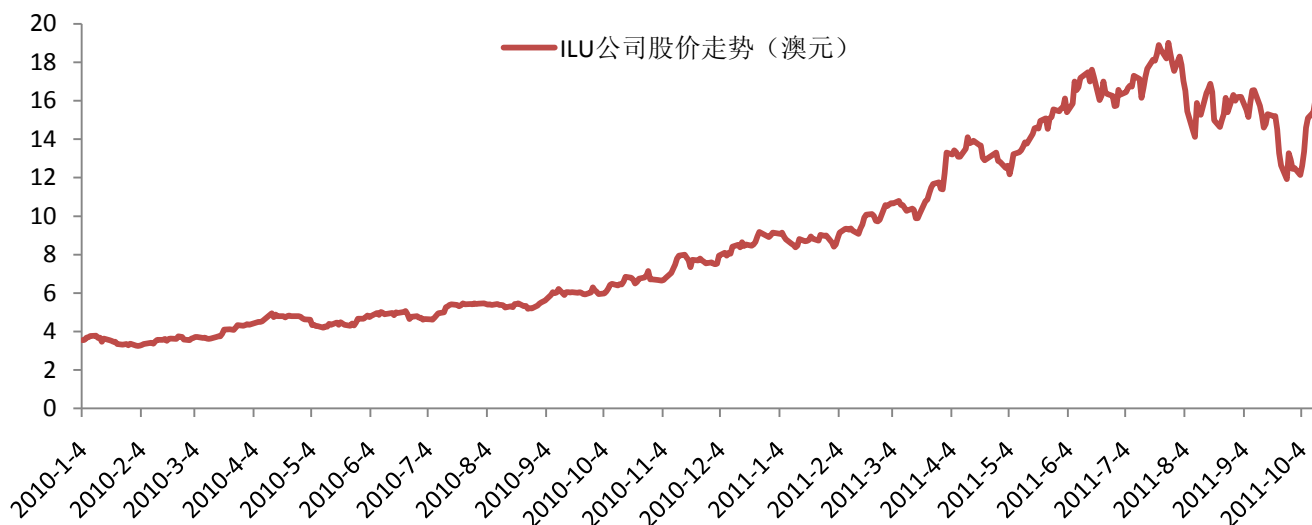
数据来源: ILUKA、广发证券发展研究中心

ILUKA股价再次反弹, 市场情绪好转

ILUKA股价自7月随大盘大幅调整以来,9月26日创近4个月来的新低,为11.92澳元,但近期反弹强势,最新成交价格达到16.47澳元。股价的再次反弹也反映了市场对锆英

砂价格上涨的重新认识。

图 4: ILUKA 各季度产量变化情况



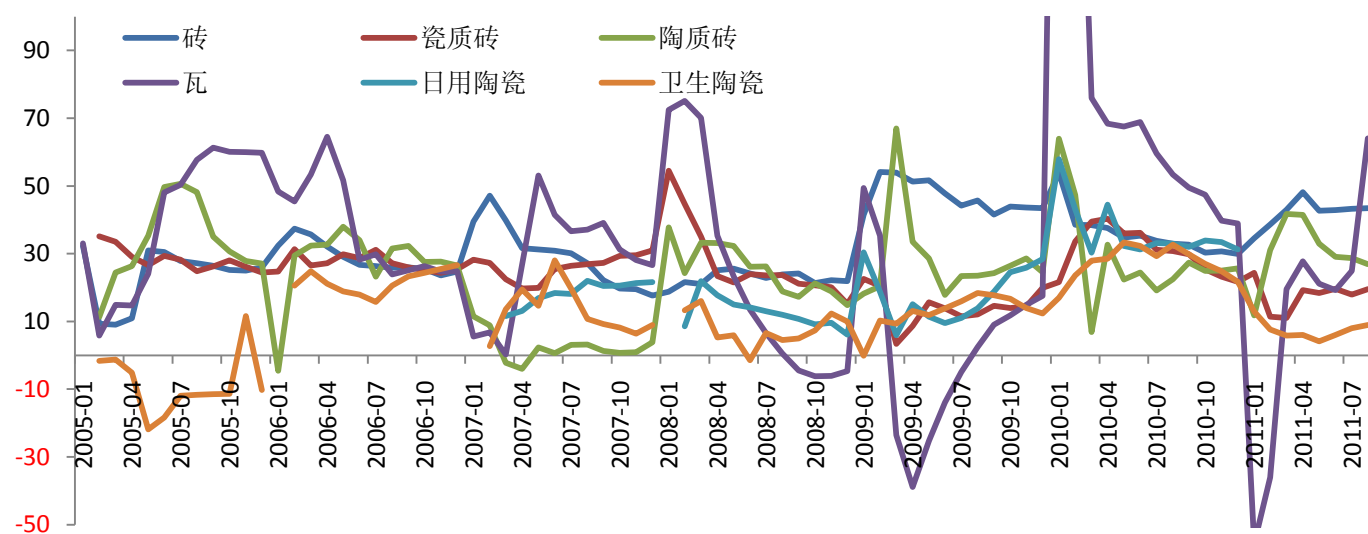
数据来源：ILUKA、广发证券发展研究中心

ILUKA再度提价，验证锆砂良好的供需结构

陶瓷行业虽利薄却持续增长

陶瓷占锆英砂消耗量的55%左右。虽然陶瓷企业利润微薄，且受到地产调控和出口下滑的影响，行业利润进一步被压缩，增速略有放缓，但整体仍然保持持续增长，带动锆英砂的需求进一步扩大。以中国为代表的发展中国家，城镇化水平正逐步提高。随着人们对人居环境要求的不断提高，尤其是居住标准的改善将带动大量的建筑陶瓷和日用陶瓷的需求量。目前，城镇化和新农村建设对釉面内墙砖（陶质）的需求量拉动效果非常明显。

图 5: 我国传统陶瓷当月产量同比变化情况

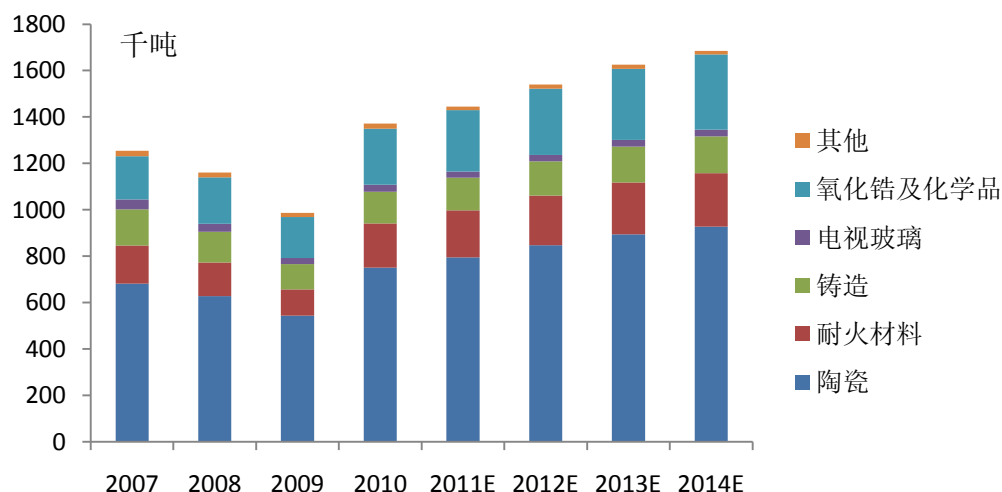


数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

复合氧化锆等新材料应用增长强劲

18%锆英砂应用于氧化锆、结构陶瓷和相关的化学品，广泛应用与机械加工零部件、生物医药及医疗器械、军工、航天航空、光学等领域，复合增长率超过25%。这些锆产品应用领域的急速增长直接带动了氯化锆和锆英砂需求的大幅增长，产品长期处于供不应求的状况。

图6：各领域对锆的需求量情况



数据来源：广发证券发展研究中心

维持对东方锆业的买入评级

我们维持之前的盈利预测和判断，详见我们之前发表的深度报告，《三大逻辑逐一得验证，公司股价仍被低估！》、《ILUKA三季度提价40%，全球锆英砂再掀涨价潮！》、《锆产业链涨价三倍，“中国锆城”雏形已现！》等。

预计公司2011年、2012年、2013年EPS分别为0.70元、2.33元、3.89元。随着锆英砂价格的上涨，公司业绩极富弹性。考虑到公司业内龙头地位，部分产品具有国防安全战略意义，给予2012年25倍市盈率，对应目标价58.25元，给予“买入”评级。

风险提示

1、锆产业链下游需求低于预期。全球锆产业链的下游行业中，55%应用于建筑陶瓷、卫生洁具、日用陶瓷等领域，18%应用于氧化锆、结构陶瓷和相关的化学品。下游景气程度将一定程度上影响锆英砂价格上涨的频率和幅度。

2、澳元、南非兰特的汇率持续贬值的风险。澳大利亚、南非作为全球锆英砂主要供应国，其汇率变化将影响锆英砂价格的走势。

3、公司采矿规模和速度低于预期。公司控制的 Mindarie 矿区中 20 余万吨锆英砂储量已具备开采条件，目前正在办理相关手续。矿砂的开采的启动日期决定于相关手续和招投标的进度。此外，AZC 原有控制的 WIM150 项目 80%的矿产将不晚于 2012 年 4 月 30 日转移至合资公司，该矿区的开采尚未启动。

资产负债表

单位：百万元

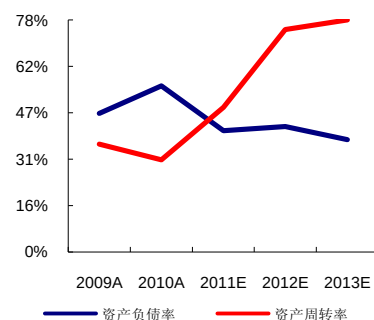
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	577	653	1,612	2,381	3,318
货币资金	274	104	761	654	674
应收及预付	212	402	605	1,177	1,905
存货	91	146	246	550	739
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	452	706	1,037	1,314	1,553
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	301	438	650	797	930
在建工程	95	164	254	354	434
无形资产	56	102	138	176	213
其他长期资产	1	2	-5	-13	-24
资产总计	1,029	1,359	2,649	3,695	4,871
流动负债	428	717	923	1,299	1,499
短期借款	323	549	569	569	589
应付及预收	104	168	354	729	910
其他流动负债	1	0	0	0	0
非流动负债	52	42	158	258	338
长期借款	48	38	158	258	338
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	5	0	0	0
负债合计	479	759	1,081	1,556	1,837
股本	90	180	207	207	207
资本公积	335	246	1,038	1,038	1,038
留存收益	125	170	316	798	1,581
归属母公司股东权益	550	600	1,561	2,043	2,827
少数股东权益	0	0	7	95	208
负债和股东权益	1,029	1,359	2,649	3,695	4,871

利润表

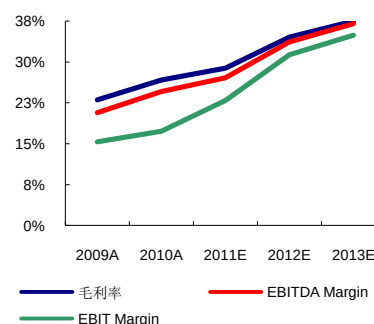
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	268	370	974	2372	3339
营业成本	205	270	690	1544	2074
营业税金及附加	1	2	5	10	13
销售费用	6	7	9	12	14
管理费用	14	26	44	56	60
财务费用	8	18	39	48	55
资产减值损失	1	3	5	8	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	32	43	182	695	1113
营业外收入	2	10	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	35	52	182	695	1113
所得税	4	7	29	125	217
净利润	30	46	153	570	896
少数股东损益	0	0	7	88	113
归属母公司净利润	30	46	146	482	783
EBITDA	56	92	267	808	1250
EPS (元)	0.34	0.25	0.70	2.33	3.78

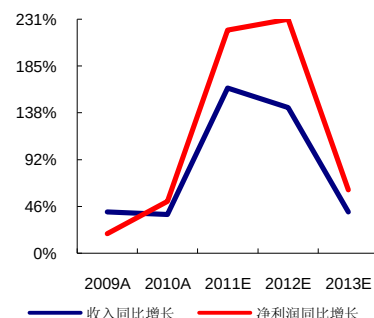
资产负债率趋势



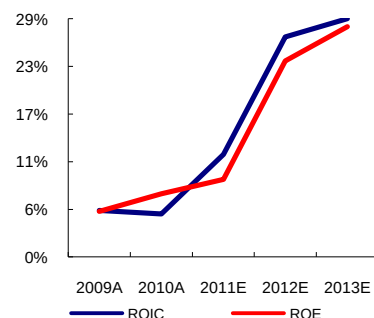
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

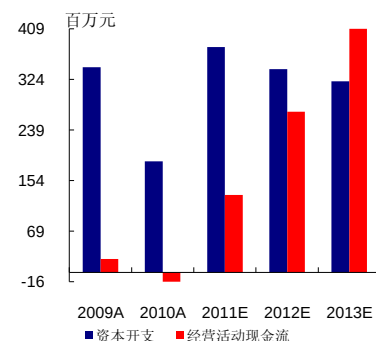
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	23	-16	123	182	296
净利润	30	46	153	570	896
折旧摊销	14	27	41	57	71
营运资金变动	-31	-107	-116	-501	-737
其它	9	18	45	56	66
投资活动现金流	-344	-321	-378	-341	-321
资本支出	-344	-186	-378	-341	-321
投资变动	0	-134	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	510	193	913	52	45
银行借款	387	809	140	100	100
债券融资	-151	-593	-4	0	0
股权融资	296	0	820	0	0
其他	-22	-22	-43	-48	-55
现金净增加额	189	-143	657	-107	20
期初现金余额	22	274	104	761	654
期末现金余额	211	131	761	654	674

主要财务比率

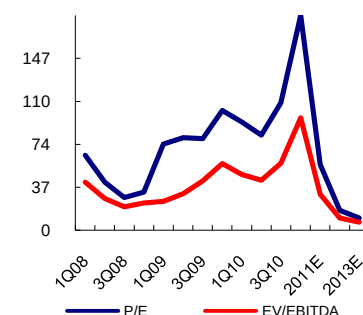
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	40.7%	38.3%	162.9%	143.6%	40.8%
营业利润	24.7%	33.5%	320.0%	281.8%	60.1%
归属于母公司净利润	19.1%	51.0%	220.0%	230.8%	62.4%
获利能力					
毛利率	23.3%	27.0%	29.2%	34.9%	37.9%
净利率	11.3%	12.3%	15.7%	24.0%	26.8%
ROE	5.5%	7.6%	9.3%	23.6%	27.7%
ROIC	5.6%	5.2%	12.3%	26.5%	28.7%
偿债能力					
资产负债率	46.6%	55.9%	40.8%	42.1%	37.7%
净负债比率	17.7%	80.5%	-2.2%	8.1%	8.3%
流动比率	1.35	0.91	1.75	1.83	2.21
速动比率	0.83	0.47	1.14	1.11	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.31	0.49	0.75	0.78
应收账款周转率	3.80	4.26	5.21	4.74	5.21
存货周转率	2.42	2.28	2.81	2.81	2.81
每股指标 (元)					
每股收益	0.34	0.25	0.70	2.33	3.78
每股经营现金流	0.25	-0.09	0.59	0.88	1.43
每股净资产	6.12	3.34	7.54	9.87	13.66
估值比率					
P/E	102.6	184.2	56.4	17.0	10.5
P/B	5.6	14.0	5.3	4.0	2.9
EV/EBITDA	57.0	96.4	30.7	10.4	6.8

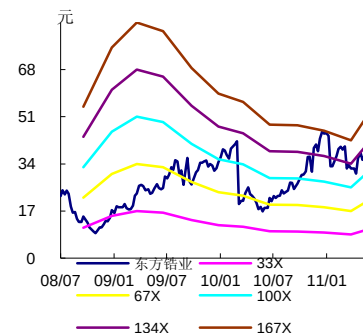
资本支出与经营活动现金流



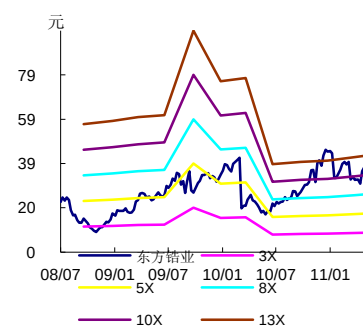
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发建材行业研究小组

王飞，分析师，华南师范大学经济硕士，中南大学土木工程学士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

程振江，研究助理，清华大学材料科学与工程专业博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：czj8@gf.com.cn，020-87555888-8650。

2010 年，研究小组入围《新财富》最佳分析师，《中国证券报》金牛分析师建筑建材行业第四名。

相关研究报告

东方锆业(002167.sz): 三大逻辑逐一得验证，公司股价仍被低估！	程振江	2011-07-27
东方锆业(002167.sz): ILUKA 三季度提价 40%，全球锆英砂再掀涨价潮！	程振江	2011-07-15
东方锆业(002167.sz): 锆产业链涨价三倍，“中国锆城”雏形已现！	程振江	2011-06-30

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。