

毛利率仍维持高位

事件：

东方锆业发布2011年三季度报告：实现营业收入4.09亿元，同比增长56.55%；归属于上市公司股东净利润8049万元，同比增长174.6%；实现EPS0.43元，同比增长168.75%。公司同时预告2011全年业绩预估0.48—0.55元，同比增长120—150%。其中三季度单季营业收入1.37亿元，EPS0.1元。

研究结论：

- **三季度单季EPS0.10元，同比增长100%，环比二季度0.186元下滑46%。**
尽管三季度业绩环比大幅下滑，但我们仔细分析认为并不足惧。首先，公司三季度单季毛利率仍高达37%，和上半年基本持平，这是在三季度锆英砂价格掉头向下，行业整体回落情况下取得，显示了公司高端产品——复合氧化锆和结构陶瓷强劲的盈利能力。其次，公司三季单季营业收入1.37亿元，环比下滑10%，这是业绩下滑主要原因，但我们分析收入环比下滑主要因销量下滑引起，这可以从三季度公司存货金额大幅增长32%，存货金额增加6000万佐证。在三季度锆行业整体回落，公司业因此计提存货减值准备145万，存货金额增加应是存货量的增长。最后，新增的6000万存货若后期实现销售，按照三季度37%的毛利率，预计毛利2200多万，粗略估计可增加EPS约0.08元，和二季单季度基本相当。
- **我们看好公司中长期投资价值，认为公司是冉冉升起的一体化锆业龙头：**
首先，公司控股的澳洲锆英砂资源庞大，相关工作积极推进中。Mindarie 锆矿（53万吨储量，资源量106万吨）预计年内复产，WIM150锆矿（资源量360万吨）将于明年4月30日前置入上市公司；其次，公司锆加工类制品门类齐全，且下游深加工技术、市场份额国内领先，且产能大幅扩张进行中，预计明年年中建成投产2万吨氯化锆，年底建成投产2700吨复合氧化锆产能。最后，伴随上下游产业链布局推进，预计未来2—3年业绩将呈爆发式增长。
- **盈利预测和投资评级。**我们看好公司锆子行业一体化产业链布局，并预计未来1—2年业绩将呈现爆发式增长。经测算公司2011—13年EPS为0.70/1.47/1.98。近三年业绩复合增长率近100%。维持公司增持的投资评级，目标价46元，对应2011—13年PE为52/25/18倍。
- **风险因素。**全球经济增速放缓导致锆英砂需求增速低于预期，价格上涨幅度低于预期；公司澳洲Mandair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
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨宝峰

执业证书编号：S0860207100115

联系人

徐建花

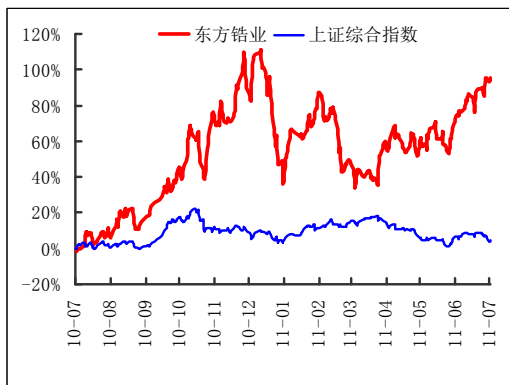
8621-63325888 x6090

xujianhua@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 **(维持)**

股价（2011年10月26日）	36.40元
目标价格	46.00元
总股本/A股（万股）	175/207
A股市值（百万元）	7534
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2011年10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

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入同比	38%	158%	105%	22%
EBITA 同比	50%	196%	171%	35%
ROE	8%	9%	18%	23%
ROIC	5%	9%	17%	21%
EPS（元）	0.25	0.70	1.47	1.98
每股净资产	3.34	7.38	7.97	8.76
P/E（倍）	143.6	52.2	24.7	18.4
P/B（倍）	10.9	4.9	4.6	4.2

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

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声明。

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	891	1633	1872	营业总收入	370	955	1960	2390
现金	104	142	202	234	营业总成本	327	782	1502	1772
应收票据	2	6	12	14	营业成本	270	712	1370	1610
应收账款	96	258	529	645	销售费用	7	15	27	33
预付账款	13	28	48	48	管理费用	26	39	60	73
存货	146	285	548	644	财务费用	18	8	33	41
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	458	618
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	471	635
资产合计	1203	1921	2873	3260	减：所得税	8	27	71	95
					净利润	46	153	401	540
应付项目	130	214	411	483	少数股东损益	0	9	96	130
付息负债	473	179	812	962	归属母公司净利润	46	144	305	410
短期借款	435	82	706	846					
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	393	1223	1446	营业收入同比	38%	158%	105%	22%
所有者权益	600	1528	1650	1814	EBI TA同比	50%	196%	171%	35%
实收资本	180	207	207	207	归属母公司净利润同比	51%	217%	111%	35%
资本公积	246	1038	1038	1038	利润水平				
留存收益	175	283	405	569	销售毛利率	27%	25%	30%	33%
少数股东权益	0	0	0	0	销售净利率	12%	16%	20%	23%
负债和权益合计	1203	1921	2873	3260	整体绩效				
					RCE	8%	9%	18%	23%
经营活动现金流	12	-95	-34	459	ROI C	5%	9%	17%	21%
净利润	46	153	401	540	运营效率				
折旧摊销	27	21	44	52	应收账款周转率	4.3	5.4	5.0	4.1
营运资金变动	-61	-270	-479	-133	存货周转率	3.1	4.4	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	3.0	1.5	1.4
长期投资	0	0	0	0	速动比率	0.6	2.1	1.0	0.9
筹资活动现金流	100	478	348	-228	EBI TA / I	3.6	43.0	19.2	21.0
短期借款	112	-353	625	140	资产负债率	50%	20%	43%	44%
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	1.47	1.98
资本公积	-90	792	0	0	每股净资产	3.34	7.38	7.97	8.76
其他	-1	-49	-284	-378	P/E	143.6	52.2	24.7	18.4
现金净增加额	-170	38	60	32	P/B	10.9	4.9	4.6	4.2

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