

# 上下游产业链延伸有序推进中

## 研究结论：

- **行业巨头 ILUKA 持续上调锆英砂季度合约价，国内锆英砂现货价格有望止跌企稳。**2010 年以来，受锆英砂持续供不应求推动，国内外锆英砂价格大幅上涨，且国内现货价格上涨更猛烈，一度较 ILUKA 等国际锆英砂供应商进口合约价高 6000 元/吨。6 月份以后，受全球经济增速放缓预期，特别是中国房地产市场预期走弱，国内锆英砂价格开始下行。但由于国内外巨大价差，三、四季度以 ILUKA 为首的国际锆英砂供应商依然大幅上调锆英砂售价 30%和 10%，9 月底国内外锆英砂价格基本接轨，10 月份以来伴随国外供应商再次提价，目前澳洲和南非的锆英砂中国到岸价 19000—20000 元/吨，较国内现货高 2000 元/吨，内外巨大负价差将支撑国内价格止跌企稳。展望未来 1—2 年，基于锆英砂的供应高集中度，及新投产项目有限，我们预计锆英砂价格仍有望维持高位运行。
- **期待澳洲 Mindarie 锆矿尽早复产。**澳洲 Mindarie 锆矿，锆英砂资源量 106 万吨，储量 53 万吨。该项目曾于 2008 年投产，但后因金融危机锆英砂市场持续低迷亏损，于 2009 年 10 月关闭停产。东方锆业澳洲子公司 2011 年 4 月正式入主该矿，控股 65%股权，据公司公告预计该矿今年下半年复产，第一年锆英砂精矿产量预计 2.5 万吨以上，相当于公司今年锆英砂的需求量。
- **高端产品——复合氧化锆产能翻番扩产中。**公司高端产品复合氧化锆和下游结构陶瓷自上市以来毛利率始终维持在 40—50%，2010 年收入和利润占比分别达到 35%和 61%。复合氧化锆产能也自 150 吨扩至 2010 年底 2300 吨，目前公司正在新扩建 2700 吨复合氧化锆产能，预期 2012 年底完成，届时公司下游深加工盈利将进一步得到巩固。
- **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 元。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 53/25/19 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 Mandaire 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

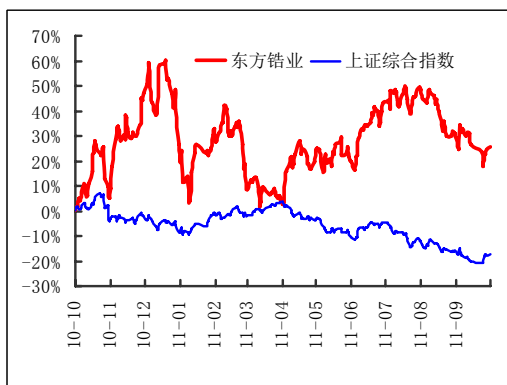
8621—63325888×6090

xujianhua@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| 股价 (2011 年 10 月 17 日) | 37.10 元          |
| 目标价格                  | 46.00 元          |
| 总股本/A 股 (百万股)         | 175/207          |
| A 股市值 (百万元)           | 7679             |
| 国家/地区                 | 中国               |
| 行业                    | 有色金属             |
| 报告发布日期                | 2011 年 10 月 18 日 |

## 最近一年股价表现



## 财务预测

|           | 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%   |
| EPS (元)   | 0.25  | 0.70  | 1.47  | 1.98  |
| 每股净资产 (元) | 3.34  | 7.38  | 7.97  | 8.76  |
| P/E (倍)   | 146.4 | 53.2  | 25.2  | 18.7  |
| P/B (倍)   | 11.1  | 5.0   | 4.7   | 4.2   |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 相关研究报告

《东方锆业中报点评：受益于产品价格上 2010-7-27 涨和毛利率提升》

《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申明。

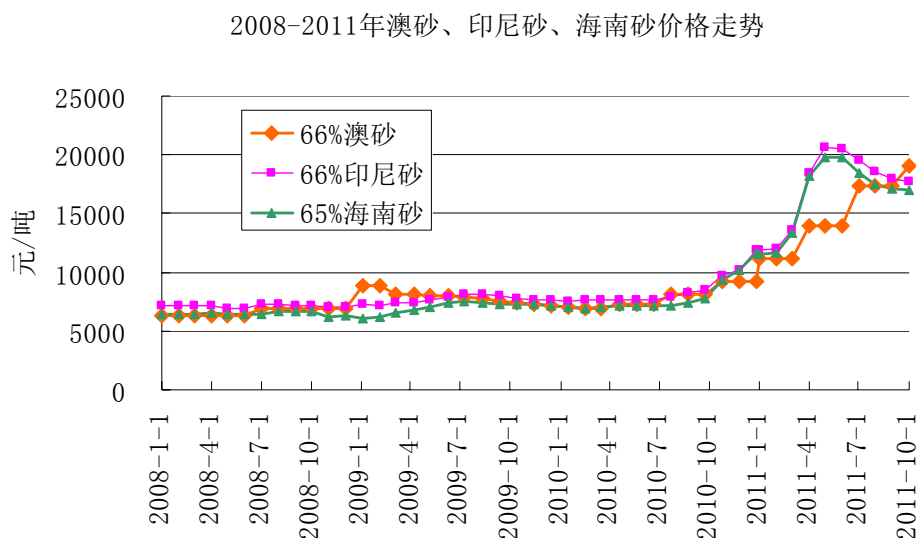
## ILUKA 持续上调锆英砂季度合约价，国内现货有望止跌企稳

2010 年以来，受锆英砂持续供不应求推动，国内外锆英砂价格大幅上涨。国内锆英砂价格自 7000 多元/吨上涨至今年 5 月份最高 20500 元/吨，ILUKA 等国外大型供应商由于按季度定价，合约长单价持续低于国内现货价，二季度长单价约 14000 元/吨，是得国内外价差一度达到 6000 元/吨。6 月份以后，受全球经济增速放缓预期，特别是中国房地产市场投资增速预期下滑，国内外企业步入去库存化周期，国内锆英砂价格开始下行。但由于国内外巨大价差，三季度以 ILUKA 为首的国外大型供应商依然大幅上调锆英砂售价 30%，折合国内售价 17400 元/吨。截止三季度末，国内外锆英砂价格基本接轨。

基于锆英砂市场供需依然相对紧张，以及供应的高集中度，四季度以 ILUKA 为首的锆英砂国际供应商继续上调售价 10%，目前澳洲和南非的锆英砂中国到岸价 19000-20000 元/吨，较国内现货高 2000 元/吨，内外开始出现负价差，国内价格近期开始企稳。鉴于国内 90% 的锆英砂依赖进口，我们预计待国内库存消化一段时间，国内价格有望缓步回升，向进口成本靠拢。

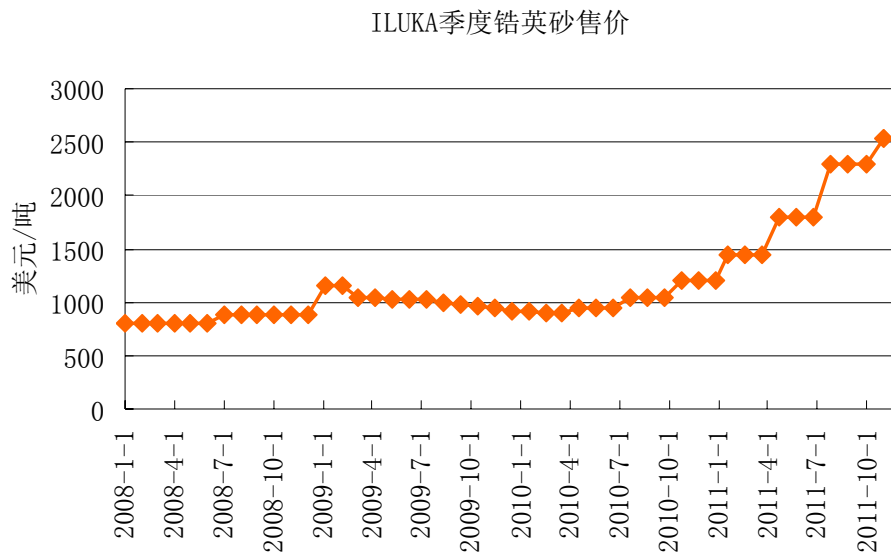
展望未来 1-2 年，基于锆英砂的供应高集中度，以及新投产项目有限，我们预计锆英砂价格仍有望维持高位运行。

**图 1：2010 下半年以来国内外锆英砂价格大幅上涨**



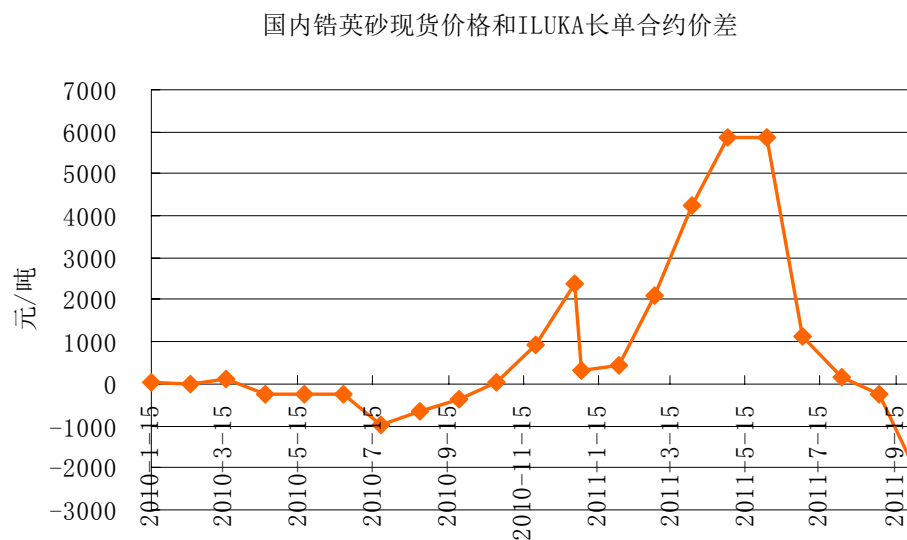
资料来源：瑞道金属网，东方证券研究所

图 2：自 2010 年以来 ILUKA 公司每季度均上调锆英砂合约价



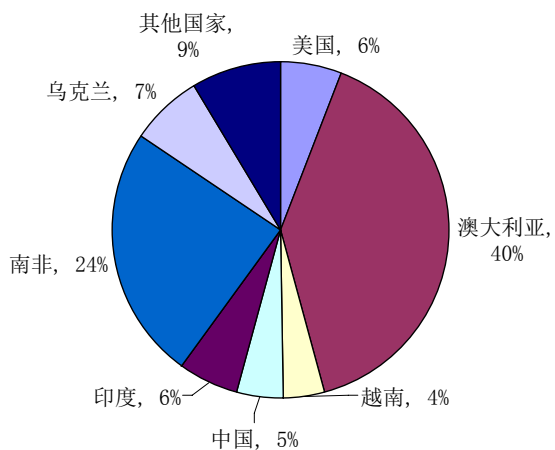
资料来源：公司资料，东方证券研究所

图 3：ILUKA 三、四季度上调锆英砂价格后，和国内现货价逐渐接轨，目前显现负价差



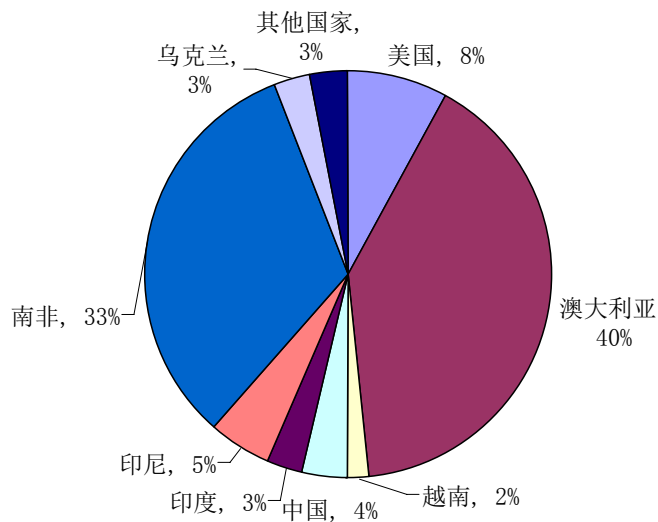
资料来源：瑞道金属网，东方证券研究所

图 4：全球锆英砂储量三分之二分布于澳大利亚和南非



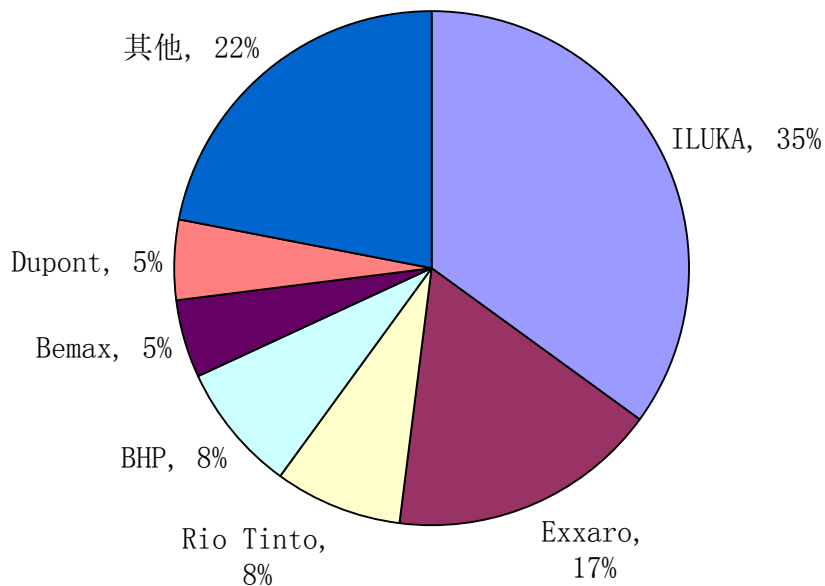
资料来源：USGS, 东方证券研究所

图 5：全球 70% 以上锆英砂产量来自于澳大利亚和南非



资料来源：ILUKA, 东方证券研究所

图 6：全球锆矿集中度高，前 5 家企业占比 71%



资料来源：ILUKA&TZMI, 东方证券研究所

## 澳洲 Mindarie 锆矿或于近期复产

澳洲 Mindarie 锆矿，锆英砂资源量 106 万吨，储量 53 万吨。该项目（拥有年产能 35000 吨锆精矿的选矿厂 100% 的权益）曾于 2008 年 1 月正式投产并销售锆矿，但后因金融危机锆英砂市场持续低迷亏损，于 2009 年 10 月关闭停产。

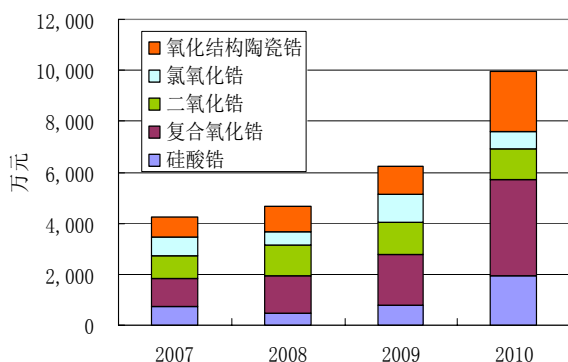
东方铝业澳洲子公司 2011 年 4 月正式入主，控股该矿 65% 股权，据公司 1 月底公告，预计今年下半年内复产，第一年锆英砂精矿产量预计 2.5 万吨以上，相当于公司今年锆英砂的需求量。明后两年随着 2 万吨氯化锆项目、复合氧化锆扩产项目以及核级海绵锆项目投产，预计锆英砂年需求量 4 万吨以上。

待 Mindarie 锆矿正式复产，将标志着东方铝业正式成功进军上游资源。

## 高端产品——复合氧化锆产能翻番扩产中

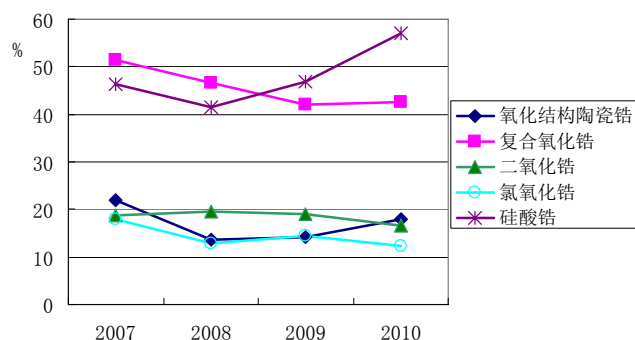
公司上市 6 年来营业收入和净利润以 30% 的高复合增长率成长，且综合毛利率稳中有升，自 2004 年的 20.4% 上升到 2010 年的 27%，今年上半年受益于产业链价格大幅上涨，毛利率更一度提升至 37%。公司收入利润大幅增长，不仅受益于近年来国内锆下游制品产业的迅速发展，还受益于产品结构升级。公司上市以后，高技术含量和高产品附加值的复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷的业务增长最迅猛，而这两大产品毛利率高达 40-50%。2007 年公司复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷合计收入占比为 24%，净利润占比 44%；2010 年公司复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷合计收入占比提高到 35%，净利润占比更大幅提升至 61%。截止 2010 年底，公司复合氧化锆产能 2300 吨，预计 2012 年底复合氧化锆产能将达到 5000 吨。我们预计未来 1-2 年随着公司 2700 吨复合氧化锆项目的投产，高端产品的份额有望进一步巩固。

**图 7：公司分产品毛利——逐渐向高附加值产品复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷转移**

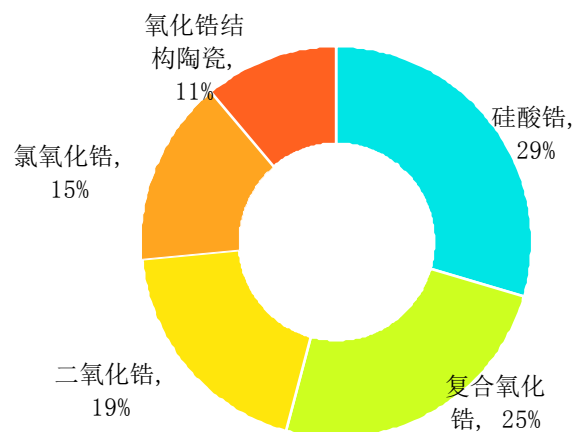


资料来源：公司年报

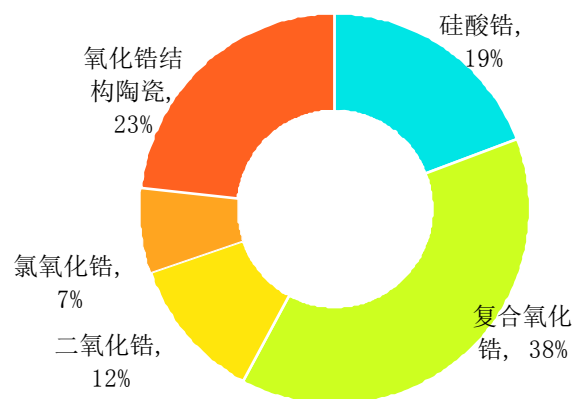
**图 8 公司分产品毛利率——复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷毛利率高达 40% 以上**



资料来源：公司年报

**图 9：2010 年公司各产品占主营业务收入比例**


资料来源：公司年报

**图 10：2010 年公司各产品毛利占比**


资料来源：公司年报

## 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 元。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 51/25/19 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 Mandaire 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。

**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       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|------------|------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>497</b>  | <b>891</b>  | <b>1633</b> | <b>1872</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>370</b> | <b>955</b> | <b>1960</b> | <b>2390</b> |
| 现金             | 104         | 142         | 202         | 234         | <b>营业总成本</b>    | <b>327</b> | <b>782</b> | <b>1502</b> | <b>1772</b> |
| 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          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>706</b>  | <b>1030</b> | <b>1240</b> | <b>1387</b> | <b>其他经营收益</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| 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         | <b>营业利润</b>     | <b>43</b>  | <b>174</b> | <b>458</b>  | <b>618</b>  |
| 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         | <b>利润总额</b>     | <b>52</b>  | <b>181</b> | <b>471</b>  | <b>635</b>  |
| <b>资产合计</b>    | <b>1203</b> | <b>1921</b> | <b>2873</b> | <b>3260</b> | 减：所得税           | 8          | 27         | 71          | 95          |
|                |             |             |             |             | <b>净利润</b>      | <b>46</b>  | <b>153</b> | <b>401</b>  | <b>540</b>  |
| <b>应付项目</b>    | <b>130</b>  | <b>214</b>  | <b>411</b>  | <b>483</b>  | 少数股东损益          | 0          | 9          | 96          | 130         |
| <b>付息负债</b>    | <b>473</b>  | <b>179</b>  | <b>812</b>  | <b>962</b>  | <b>归属母公司净利润</b> | <b>46</b>  | <b>144</b> | <b>305</b>  | <b>410</b>  |
| 短期借款           | 435         | 82          | 706         | 846         |                 |            |            |             |             |
| 长期付息负债         | 38          | 98          | 105         | 116         |                 |            |            |             |             |
| <b>其他负债</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>1</b>    | <b>1</b>    | <b>成长能力</b>     |            |            |             |             |
| <b>负债合计</b>    | <b>603</b>  | <b>393</b>  | <b>1223</b> | <b>1446</b> | 营业收入同比          | 38%        | 158%       | 105%        | 22%         |
| <b>所有者权益</b>   | <b>600</b>  | <b>1528</b> | <b>1650</b> | <b>1814</b> | EBITA 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        | <b>利润水平</b>     |            |            |             |             |
| 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%         |
| <b>负债和权益合计</b> | <b>1203</b> | <b>1921</b> | <b>2873</b> | <b>3260</b> | <b>整体绩效</b>     |            |            |             |             |
|                |             |             |             |             | ROE             | 8%         | 9%         | 18%         | 23%         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>12</b>   | <b>-95</b>  | <b>-34</b>  | <b>459</b>  | ROIC            | 5%         | 9%         | 17%         | 21%         |
| 净利润            | 46          | 153         | 401         | 540         | <b>运营效率</b>     |            |            |             |             |
| 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          | -61         | -270        | -479        | -133        | 存货周转率           | 3.1        | 4.4        | 4.7         | 4.0         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-281</b> | <b>-345</b> | <b>-254</b> | <b>-199</b> | <b>偿债能力</b>     |            |            |             |             |
| 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         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>100</b>  | <b>478</b>  | <b>348</b>  | <b>-228</b> | EBITA / 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   | 146.4 | 53.2 | 25.2 | 18.7 |
| 现金净增加额 | -170 | 38  | 60   | 32   | P/B   | 11.1  | 5.0  | 4.7  | 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

## 分析师声明

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](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)