

锆英砂行业迎来艳阳天

研究结论

- 全球锆英砂行业在经历了持续数年的低迷后，终于迎来牛市艳阳天。自去年 7 月开始至今，国内外锆英砂价格自低点上涨高达两倍！而我们认为，这样的牛市高景气度至少还有望维持数年。我们预测 2011-13 年国内锆英砂现货均价为 17000 元/吨，21000 元/吨，23000 元/吨。理由主要有四点：
- 第一，锆英砂供需分布结构异常不平衡，有助于牛市的延续。一方面，供应高度集中，从国别看澳大利亚（40%）和南非（30%）占 70%，从公司看，第一大锆英砂供应商 ILUKA 占 35%，前五大公司占比 70%以上。中国是锆英砂资源稀缺国，产量和储量占比不到 5%，但需求又主要集中在国内（40%以上），且分布在众多中小型企业。我们认为异常不平衡的供需分布结构，一旦被打破，很难短时间内修复。
- 第二，锆英砂在本轮牛市行情起来前，已经历持续多年低迷，行业处境举步维艰，这与 2003 年来全球资源品轰轰烈烈牛市极不对称，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。以全球最大锆英砂生产商 ILUKA 公司为例，近 5 年毛利率始终在没有超过 25%，2009 年甚至为-8%（当年出售 CRL 锆英砂股权，维系公司的正常资本开支），低于国内类似东方锆业的锆制品加工商，更远低于大型综合矿产商 BHP 的毛利率——2007 年来持续位于 35%以上。
- 第三，成本持续上升，推动价格上涨。全球锆英砂的主产国是澳大利亚和南非，而近年两国货币持续走强，是成本上升的最主要原因。此外，能源、电力、劳工、辅料等价格的上升，也推动了成本的上涨。在行业高供应集中度情况下，未来供需依然紧张情况下，大型生产商为稳定毛利率，来自成本的上涨，将推动价格的上涨。
- 第四，当前全球锆英砂生产商和贸易商库存处于历史低位。以 ILUKA 为例，该公司 2010 年生产锆英砂 41.29 万吨，销售 47.87 万吨，销售库存 6 万多吨，金融危机以来积累的库存基本销售一空。另外我们也了解到国内贸易商库存也处于低位。在未来供需格局依然紧张情况下，当前生产商和贸易商的低库存，有助于牛市的健康运行和延续。
- 寻找拥有锆英砂资源的公司。国内目前拥有锆英砂的上市公司只有东方锆业（未评级），该公司在锆英砂行业最低迷的 2009 年与澳大利亚上市公司 AZC 接触，最终于 2010 年 5 月签署意向合同——合计以 4000 万澳元收购 AZC65%股权，即最终将控制的权益锆英砂储量约 220 万吨，占当前国内探明锆英砂储量 80%，且其中 Mandarie 锆矿预计今年下半年复产，年产量 2.5-3.5 万吨，占国内自产锆英砂 50%以上。
- 风险因素：（1）需求增速低于预期。价格持续暴涨，及中国对房地产市场严厉调控，可能导致占锆英砂主导领域的陶瓷行业消费增速低于预期。（2）东方锆业收购 AZC 旗下 WIM150 资产还未完成，仍有不确定性。

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声明。



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

徐建花

8621-63325888×6090

xujianhua@orientsec.com.cn

张镭

zhanglei@orientsec.com.cn

锆子行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

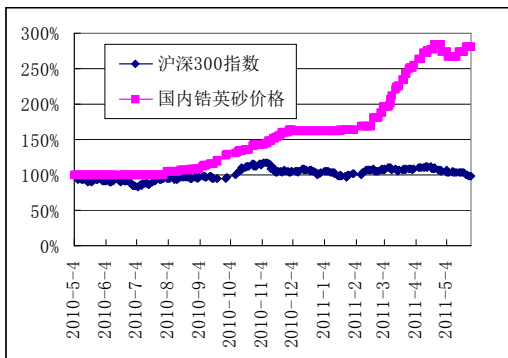
行业

有色金属

报告发布日期

2011 年 5 月 30 日

行业表现



资料来源：WIND，东方证券研究所整理

目 录

全球锆英砂供应高度集中	5
澳大利亚和南非占全球供应 70%，最大公司 ILUKA 占 35%	5
中国锆英砂资源非常稀缺	6
锆英砂消费分析.....	7
消费领域主要是陶瓷，但增长最快是锆化学品领域	7
中国是全球锆英砂最大消费国	8
供需分析和展望.....	10
供不应求局面始于 2010 年下半年	10
坚定看好未来几年锆英砂价格走势	12
寻找拥有锆英砂资源的公司.....	16
风险因素	17
需求增速低于预期	17
东方锆业收购 AZC 旗下的 WIM150 资产还未完成	17

图表目录

图 1：全球锆英砂储量分布主要集中在澳大利亚和南非	5
图 2：全球 70%以上锆英砂产量来自于澳大利亚和南非	5
图 3：全球锆矿集中度高，前 5 家企业占比 71%.....	6
图 4：我国海南锆英砂产量逐年下滑.....	7
图 5：我国锆英砂消耗量 90%以上依赖进口	7
图 6：全球锆消费结构	8
图 7：我国锆消费结构	8
图 8：全球锆英砂需求稳步增长，中国锆英砂需求高速增长	9
图 9：中国在全球锆英砂消费量已经超过 40%	9
图 10：全球锆英砂消费国别分布	9
图 11：我国锆英砂进口主要来自于澳大利亚，南非和印尼，占比 90%以上	10
图 12：经历数年价格低迷后，2010 年下半年锆英砂价格一跃而起	11
图 13：2010 年以来 ILUKA 股价上涨 250%以上，跑赢标普&TSX 原材料指数 200 个点	11
图 14：全球最大锆英砂生产商 ILUKA 持续数年毛利率维持低位	12
图 15：Exxaro 公司旗下 Hillendale 矿山将于 2013 年关闭，尽管 Fairbreeze2013 年底投产，新增量也不超过 3 万吨	13
图 16：ILUKA 尽管最近几年两大矿山投产，由于原矿山枯竭，增量也非常有限	13
图 17：自 2001 年以来澳元持续升值，近 1 倍	14
图 18：自 2001 年以来南非兰特持续升值，近 1 倍	14
图 19：南非电力价格持续上涨	14
图 20：尽管锆英砂价格稳步走高，但由于成本持续上涨，生产商毛利率每况日下	15
图 21：2001-2009 全球最大锆英砂 ILUKA 毛利率持续走低	15
图 22：未来几年锆英砂供不应求局面持续存在	15

全球锆英砂行业在经历了持续数年的低迷后，终于迎来牛市艳阳天。自去年 7 月开始，国内外锆英砂价格自低点上涨近两倍，而我们认为，这样的牛市高景气度至少还有望维持数年。我们预测 2011—13 年国内锆英砂现货均价为 17000 元/吨，21000 元/吨，23000 元/吨。理由主要有四点：

第一，锆英砂供需分布结构异常不平衡，有助于牛市的延续。一方面，供应高度集中，从国别看澳大利亚（40%）和南非（30%）占 70%，从公司看，第一大锆英砂供应商 ILUKA 占 35%（年产量约 50 万吨），前五大公司占比 70% 以上。而需求主要集中在 中国（40% 以上），且分布在众多中小型企业，目前国内最大的下游企业锆英砂消耗量不超过 10 万吨。我们认为异常不平衡的供需分布结构，一旦被打破，很难较短时间内修复，有助于牛市的延续。

第二，锆英砂行业在本轮牛市起来前，已经历持续多年行业低迷期，导致新增投入和新开工项目非常有限，作为周期性矿产品，我们认为当前迎来的牛市景气还不到一年，有望延续。以全球最大锆英砂生产商 ILUKA（纯锆矿生产商，同时产出大量伴生钛矿）为例，尽管全球大宗商品自 2003 年演绎轰轰烈烈大牛市，但 ILUKA 的毛利率始终没有超过 25%，低于国内类似东方锆业的锆制品加工商，更远低于大型综合矿产商 BHP 的毛利率——2007 年来持续位于 35% 以上，即使是金融危机最严重的 2009 年，毛利率也高达 35%，而 ILUKA 2009 年毛利率为 -8%，当年全球锆英砂市场哀鸿遍野（东方锆业正是这一年介入澳洲锆矿收购谈判）。持续多年的行业低迷导致新增投资和新开工项目非常有限，以澳洲的 ILUKA 和南非的 EXXARO 为例（两者合计占全球产量超过 50%），未来 2—3 年几乎没有新项目投产。2010 年下半年伴随着全球需求的迅速回暖，供不应求开始显现，价格迅速上涨并持续创新高。我们认为锆英砂作为小金属矿产品，在经历了持续数年行业极度低迷后，迎来的行业辉煌景气度也有望维系数年。

第三，成本持续上升，推动价格上涨。全球锆英砂的主产国是澳大利亚和南非，而近年两国货币持续走强，是成本上升的最主要原因。此外，能源、电力、劳工、辅料等价格的上升，也推动了成本的上涨。在行业高供应集中度情况下，未来供需依然紧张情况下，大型生产商为稳定毛利率，来自成本的上涨，将推动价格的上涨。

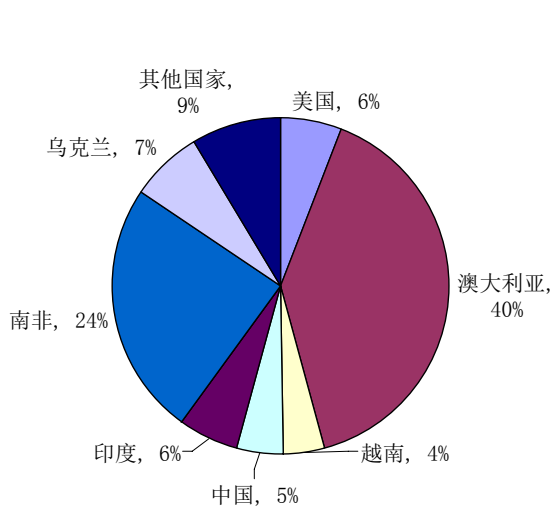
第四，当前全球锆英砂库存处于历史低位。还是以 ILUKA 为例，该公司 2010 年生产锆英砂 41.29 万吨，销售 47.87 万吨，销售库存 6 万多吨，金融危机以来积累的库存基本销售一空。2011—2013 年预期销售额 50 万吨，和 2010 年实际销量并无明显增长。第二大南非 EXXARO 公司也一样在 2010 年销售大量库存。可见目前生产商手中库存非常有限，进入 2011 年，大型生产商对客户的发货已经进入配额供应。我们在 5 月中旬参加的瑞道金属网主办的国际锆业大会，同样了解到国内的贸易商库存也处于低位，而消费商对锆英砂的渴求非常强烈。我们认为在当前生产商和贸易商的极低库存条件下，未来供需格局依然紧张情况下，当前的牛市依然非常健康，有望延续。

全球锆英砂供应高度集中

澳大利亚和南非占全球供应 70%，最大公司 ILUKA 占 35%

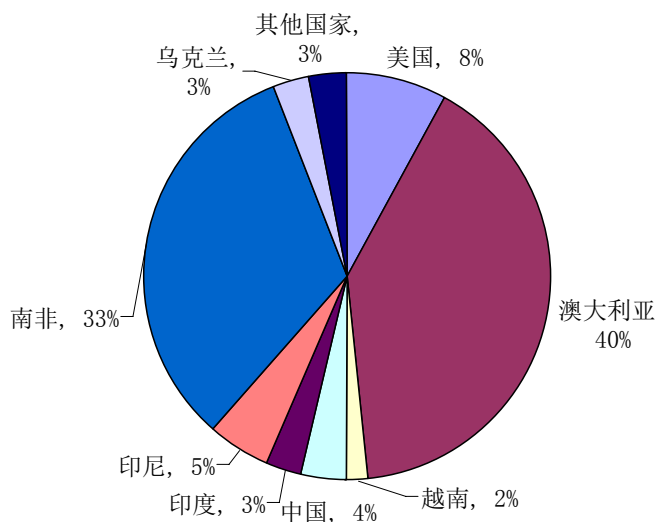
全球锆英砂供应高度集中。据 USGS2010 年统计数据，三分之二的锆储量集中在澳大利亚和南非，排名前五位分布是澳大利亚（40%）、南非（24%）、乌克兰（7%）、美国（6%）、印度（6%）。中国锆英砂资源非常稀缺，据统计 260 多万吨，在全球占比不到 5%。产量方面，当前全球锆英砂产量约 130 万吨，其中澳大利亚（40%）和南非（33%）合计占 70%以上。高供应集中度不仅体现在国别分布层面，还体现在公司层面，目前全球前 5 家锆英砂生产商的产量占比高达 70%以上，其中全球最大的锆英砂生产商 ILUKA 年产量占全球比重高达 35%。

图 1：全球锆英砂储量分布主要集中在澳大利亚和南非



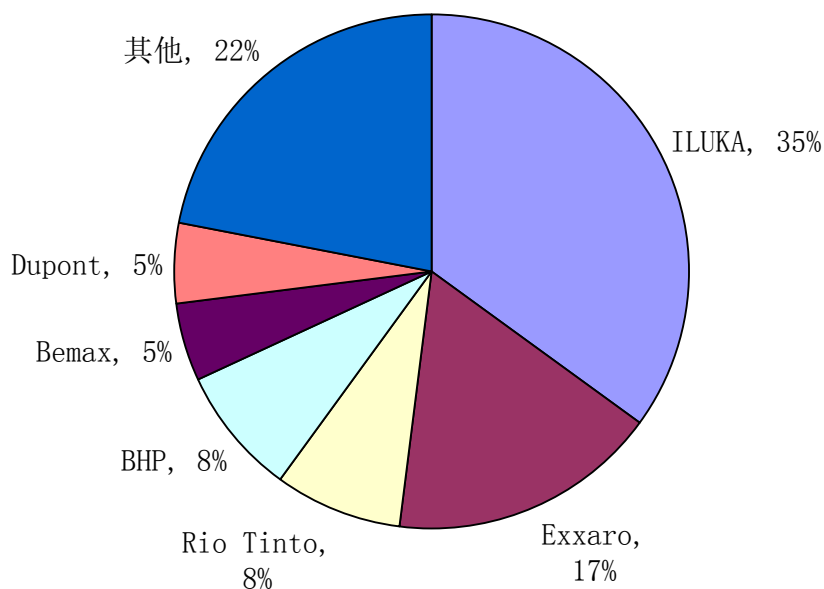
资料来源：USGS, 东方证券研究所

图 2：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 3：全球锆矿集中度高，前 5 家企业占比 71%

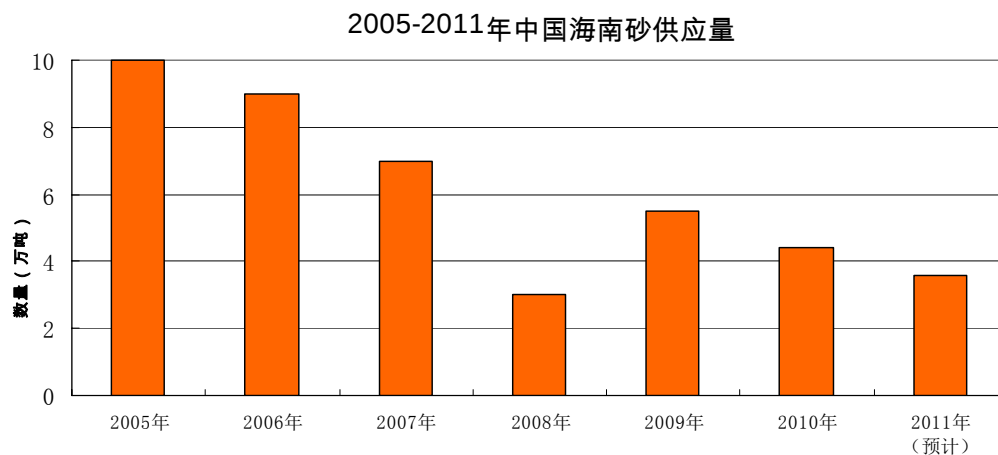


资料来源：ILUKA&TZMI, 东方证券研究所

中国锆英砂资源非常稀缺

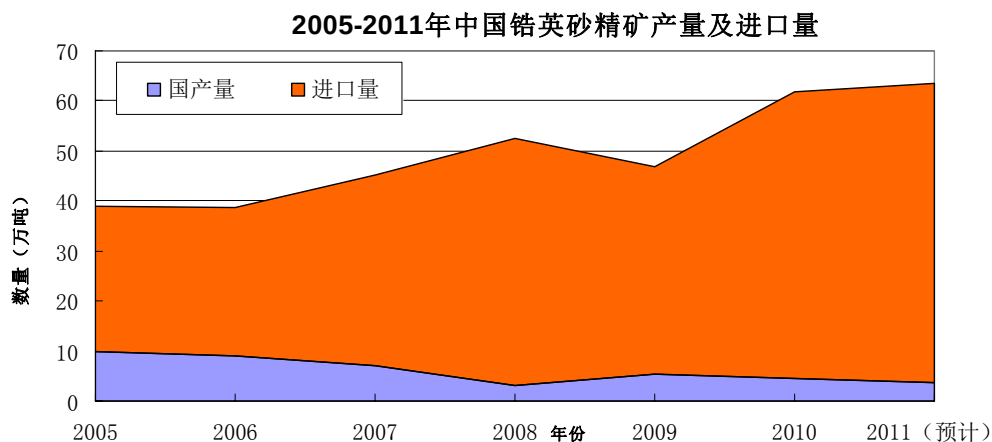
中国锆英砂资源非常稀缺，据统计大约 260 多万吨，占全球比重不到 5%，主要分布在海南、广东、广西、四川、云南等，其中海南占全国储量比重超过 70%。目前中国 90% 以上的锆英砂产量来自于海南。从过去几年我国海南锆英砂产量看，产量趋于逐年下降，主要是因为随着开采的进行，陆地上的锆英砂资源日渐枯竭，未来海南锆英砂产量增长有赖于近海和深海地区的开采。但随着海南国际旅游岛的获批，环境保护日益加强，预计后期海南锆英砂产量增长也会非常有限，据行业分析机构瑞道金属网预测，2011 年产量不会超过 4 万吨。

图 4：我国海南锆英砂产量逐年下滑



资料来源：瑞道金属网，东方证券研究所

图 5：我国锆英砂消耗量 90%以上依赖进口



资料来源：瑞道金属网，东方证券研究所

锆英砂消费分析

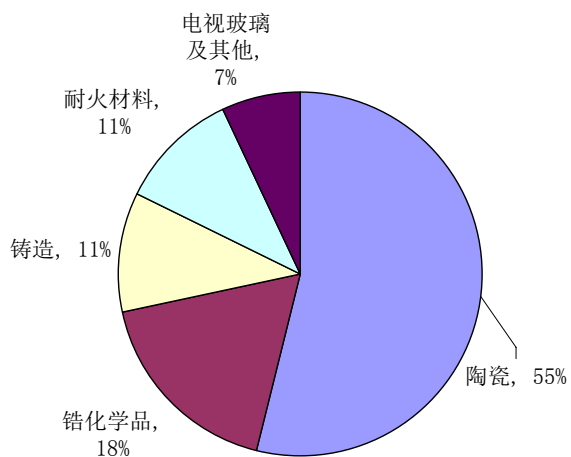
消费领域主要是陶瓷，但增长最快是锆化学品领域

锆制品具有优良的耐磨性、耐热性、抗腐蚀性等特点，被广泛地应用于电子、陶瓷、玻璃、石化、建材、医药、纺织、航空航天、机械以及日用品等行业。从全球锆消费结构看，全球大约一半用于

陶瓷行业（55%），其余应用于锆化学品（18%）、铸造（11%）、耐火材料（11%）等。中国锆消费结构类似。

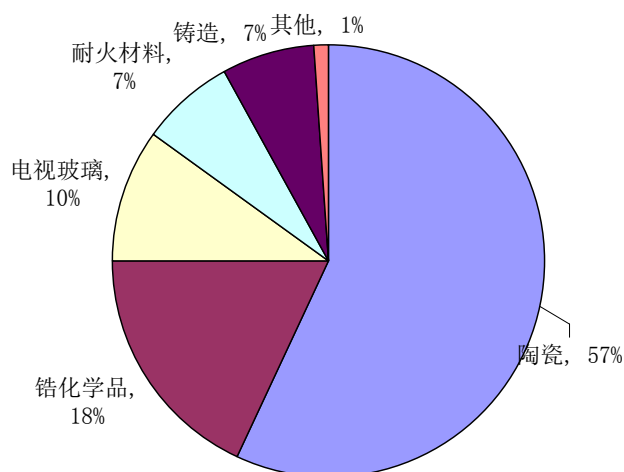
近年来锆英砂需求增长最快领域当属锆化学品。据 TZMI 统计，2000-2008 年，全球锆化学品消费复合增长率高达 14%，陶瓷领域复合增长率 4%，而其他铸造、耐火材料等领域需求增长基本停滞。

图 6：全球锆消费结构



资料来源：ILUKA&TZMI，东方证券研究所

图 7：我国锆消费结构

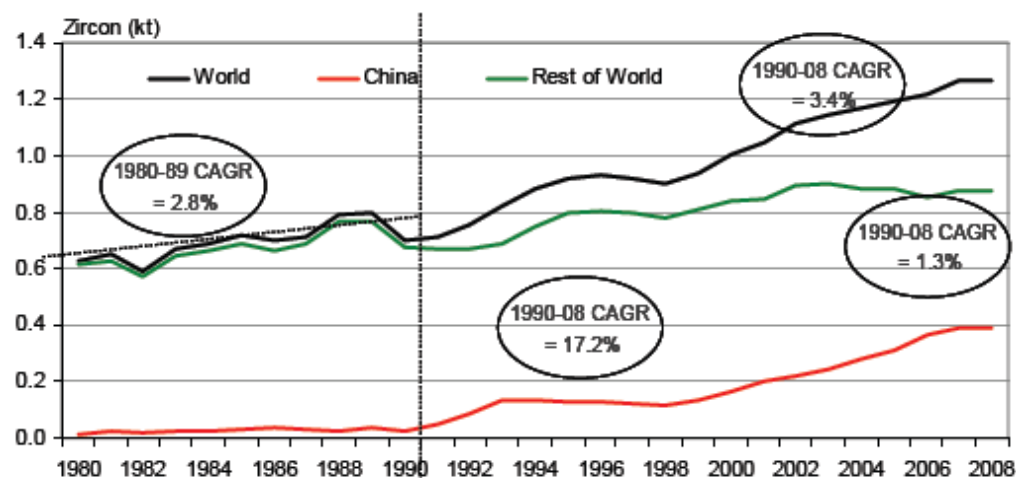


资料来源：东方锆业招股说明书，东方证券研究所

中国是全球锆英砂最大消费国

中国锆需求高速增长。统计数据显示，上世纪 90 年代年以来我国锆英砂消费复合增长率高达 15% 以上。据 TMLI 统计，1990-2008 年 19 年间，全球锆需求复合增长率 3.4%，其中中国复合增长率高达 17.2%，除中国外其余国家增长率为 1.3%。

图 8：全球锆英砂需求稳步增长，中国锆英砂需求高速增长

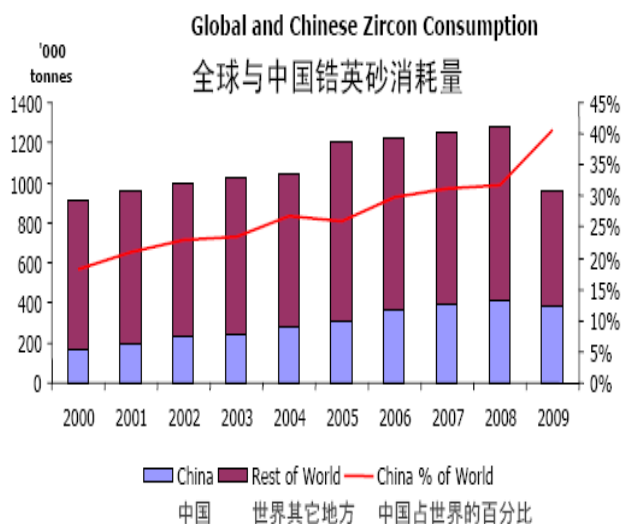


资料来源：ILUKA&TZMI，东方证券研究所

当前中国已经是全球最大的锆英砂消费国和进口国。由于我国锆需求的高速增长，在全球锆英砂消耗量比例从 2000 年约 20% 上升到 2010 年超过 40%。2010 年全球锆英砂消耗量约 140 万吨，其中中国消耗量 60 万吨以上，而中国自产锆英砂只能满足需求不到 10%，剩余 90% 锆英砂来自进口。

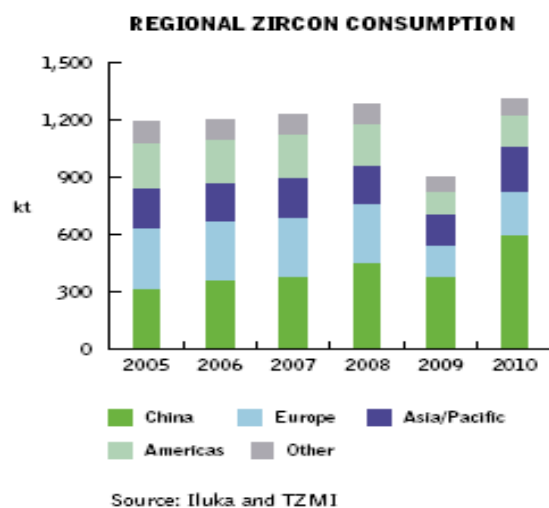
2010 年全球锆英砂消费量约 130 多万吨，较 2009 年的 90 万吨增长 45% 以上。全球高速增长很大部分继续来源于中国，受益于中国陶瓷业（基础设施、商业和住宅建设）以及化学锆产业的快速发展，中国 2010 年锆英砂消费高达 60 万吨，创历史新高，同比增长近 50%。

图 9：中国在全球锆英砂消费量已经超过 40%



资料来源：ILUKA&TZMI，东方证券研究所

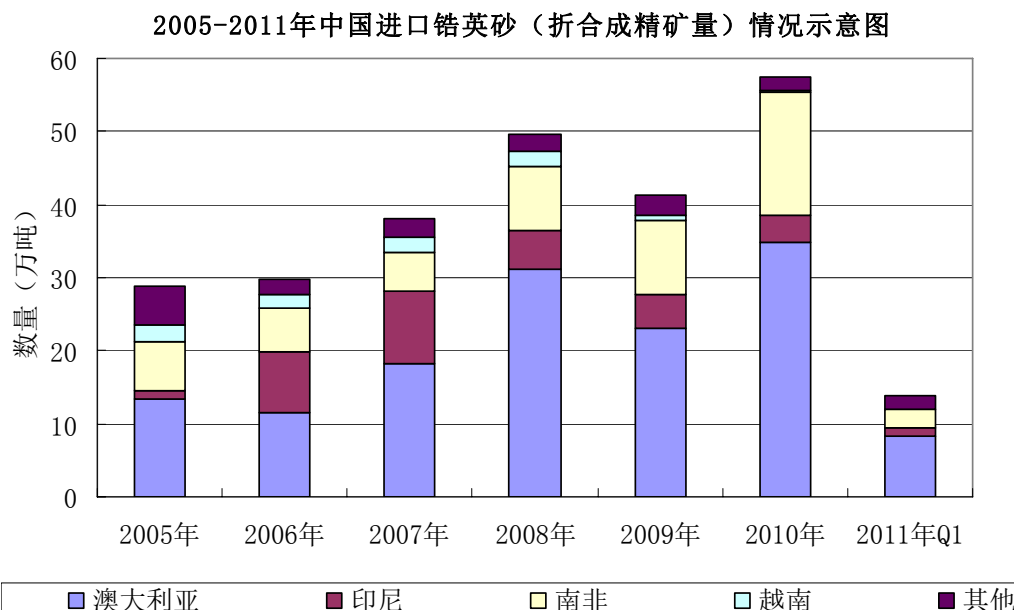
图 10：全球锆英砂消费国别分布



资料来源：ILUKA&TZMI，东方证券研究所

当前我国已成为世界最大的锆砂消费国和进口国。由于我国锆需求的高速增长，在全球锆英砂消耗量比例从 1998 年约 16% 发展到 2010 年超过 40%。2010 年全球锆英砂消耗量约 140 万吨，其中中国消耗量 60 万吨以上，而中国锆英砂 90% 来自进口，来源地主要是澳大利亚，南非和印尼，占比 90% 以上。

图 11：我国锆英砂进口主要来自于澳大利亚，南非和印尼，占比 90% 以上



资料来源：瑞道金属网，东方证券研究所

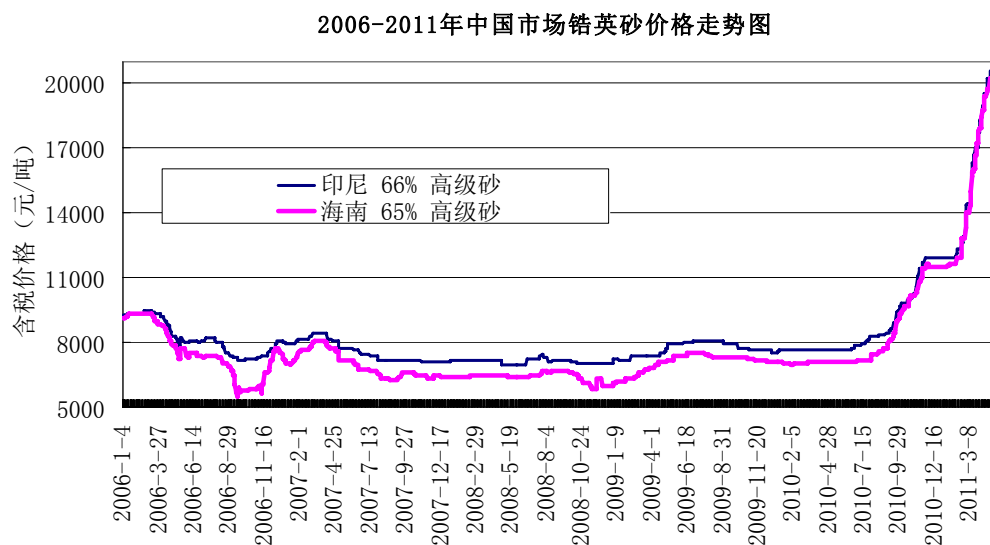
供需分析和展望

供不应求局面始于 2010 年下半年

本轮锆英砂供不应求局面始于 2010 年下半年，自 2010 年 7 月至今锆英砂价格一路上行，不到一年时间价格翻了接近两番，含税价自 7000 多元/吨上涨至当前 20000 元/吨。全球最大的锆英砂生产商 ILUKA 公司在 2010 年连续三次上调长单销售价，2011 年前 5 月又上调了 2 次长单销售价，预计下半年至少还有 1-2 次上调价格。

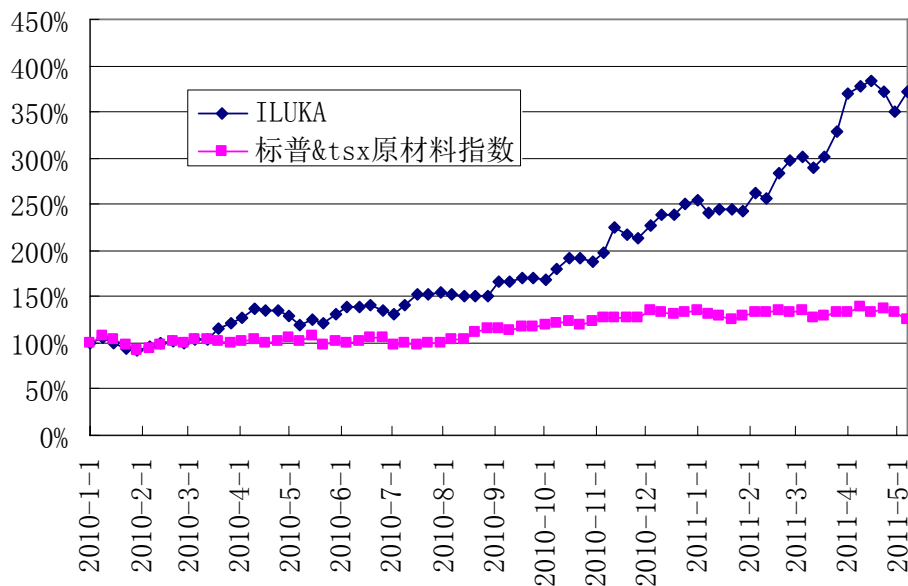
于此同时，ILUKA 公司的股价自 2010 年以来大幅上涨 250% 以上，大幅跑赢标普&TSX 原材料指数 200 个百分点，反映了当前海外资本市场的锆英砂景气度的认可。

图 12：经历数年价格低迷后，2010 年下半年锆英砂价格一跃而起



资料来源：瑞道金属网，东方证券研究所

图 13：2010 年以来 ILUKA 股价上涨 250%以上，跑赢标普&TSX 原材料指数 200 个点



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

坚定看好未来几年锆英砂价格走势

2011 年以来国内锆英砂价格自年初的 11000 元/吨上涨到目前的 20000 元/吨，截止 5 月 26 日国内锆英砂现货均价 14600 元/吨，我们预计今年下半年锆英砂均价能维持在 19500 元/吨上方。我们预测 2011-13 年国内锆英砂现货均价为 17000 元/吨，21000 元/吨，23000 元/吨。我们看好当前锆英砂价格的强劲走势，并坚定认为这种强势还会持续多年。主要理由有如下四点：

理由主要有四点：

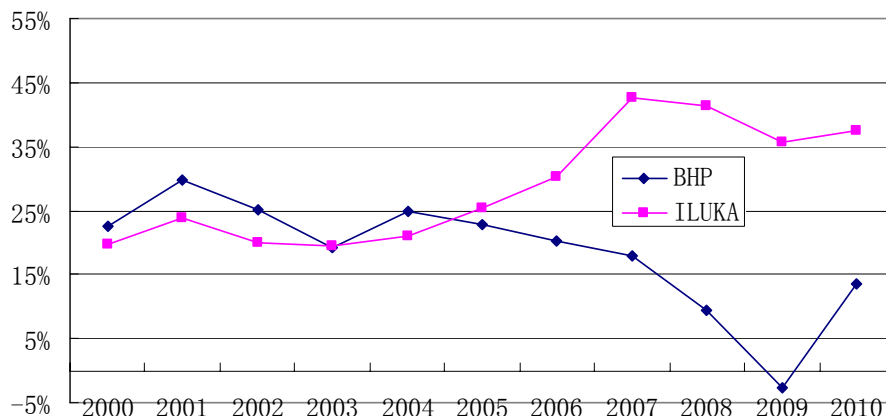
第一，供需分布结构异常不平衡，有助于牛市的延续

供应高度集中，从国别看澳大利亚（40%）和南非（30%）占 70%，从公司看，第一大锆英砂供应商占 35%，年产量高达 50 万吨，前五大公司占比 70%以上。而需求主要集中在国内（40%以上），且分布在众多中小型企业，目前国内最大的下游企业锆英砂消耗量不超过 10 万吨。我们认为如此不平衡的供需分布结构，一旦被打破，很难较短时间内修复，有助于牛市的延续。

第二，锆英砂在本轮牛市行情起来前，已经历持续多年行业低迷期

行业持续多年低迷，导致新增投入和新开工项目非常有限，作为周期性矿产品，我们认为当前迎来的牛市景气还不到一年，有望延续。以全球最大锆英砂生产商 ILUKA（纯锆矿生产商，同时产出大量伴生钛矿）为例，尽管全球大宗商品自 2003 年演绎轰轰烈烈大牛市，但 ILUKA 的毛利率始终没有超过 25%，低于国内类似东方锆业的锆制品加工商，更远低于大型综合矿产商 BHP 的毛利率——2007 年来持续位于 35%以上，即使是金融危机最严重的 2009 年，毛利率也高达 35%，而 ILUKA2009 年毛利率为-8%，当年全球锆英砂市场哀鸿遍野（东方锆业正是这一年介入澳洲锆矿收购谈判）。

图 14：全球最大锆英砂生产商 ILUKA 持续数年毛利率维持低位

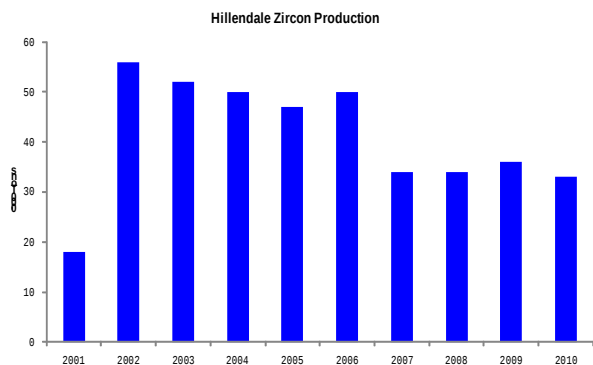


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

由于行业盈利持续多年低迷，导致新增资本投入和新开工项目非常有限，特别是 2008-2009 年，由于价格低迷以及成本的上涨，锆英砂全行业基本陷入困境，更加剧了新项目往后推迟。

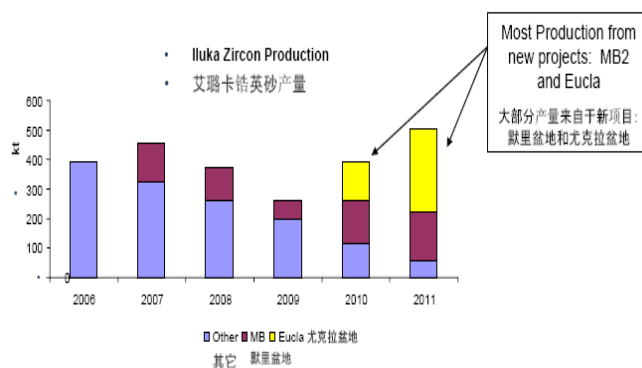
以全球第二大锆英砂生产商 Exxaro 拟建设的 Fairbreeze 为例，其建设进程从最初想法建成投产，推后了 10 年：该公司早在 2000 年，就考虑将 Fairbreeze 矿山于 2004-2005 年建成；但到 2004，鉴于锆英砂价格不甚理想，盈利微薄，该项目被推迟；2008-2009 年按实际价格计算锆英砂下滑，而成本日渐太高，盈利更加微薄，于 2009 年 12 月董事会再次决定推迟开发；2010 年 9 月公司执行委员会通过 Fairbreeze 可行性研究回顾；2011 年 2 月董事会决定开发 Fairbreeze 矿；预计 2013 年底矿山投产，达产锆英砂产能 6 万吨/年。即便如此，到 2014 年，Exxaro 公司每年新增的锆英砂产量预计只有 2-3 万吨，因为公司原矿山 Hillendale 由于资源的枯竭将于 2013 年初关闭。

图 15：Exxaro 公司旗下 Hillendale 矿山将于 2013 年关闭，尽管 Fairbreeze 2013 年底投产，新增量也不超过 3 万吨



资料来源：公司年报

图 16：ILUKA 尽管最近几年两大矿山投产，由于原矿山枯竭，增量也非常有限

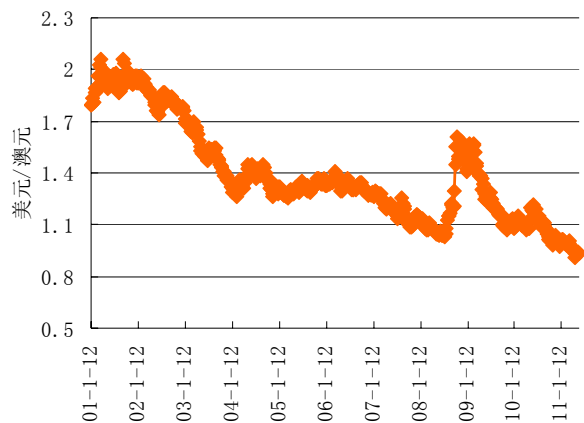


资料来源：公司年报

第三，成本持续上升，将推动价格上涨

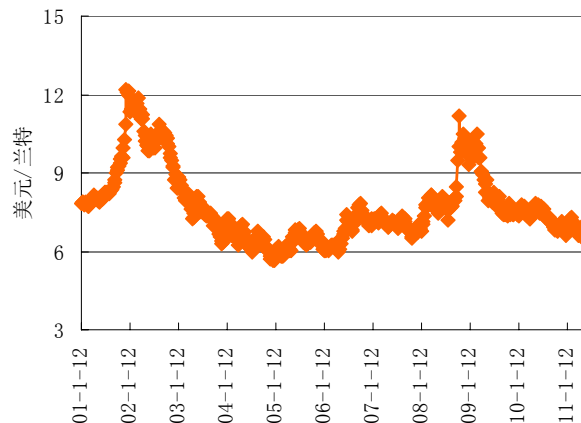
全球锆英砂的主产国是澳大利亚和南非，而澳大利亚和南非近年货币持续走强，是成本上升的最主要原因。此外，能源、电力、劳工、辅料等价格的上升，也推动了成本的上涨。在行业高供应集中度情况下，未来供需依然紧张情况下，大型生产商为稳定毛利率，来自成本的上涨，将推动价格的上涨。

图 17：自 2001 年以来澳元持续升值，近 1 倍



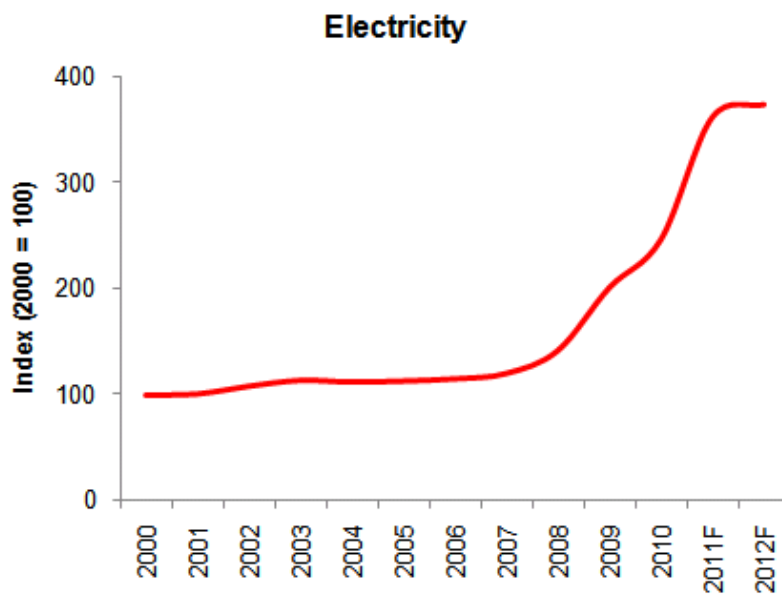
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 18：自 2001 年以来南非兰特持续升值，近 1 倍



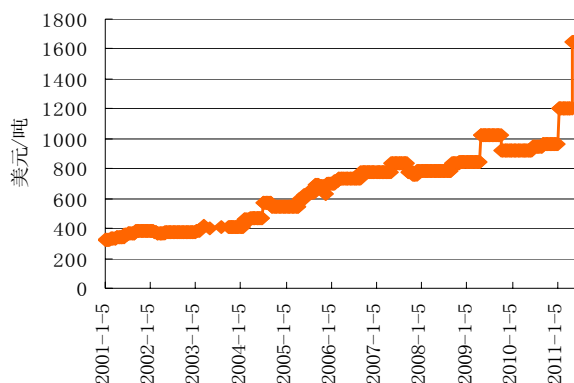
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 19：南非电力价格持续上涨



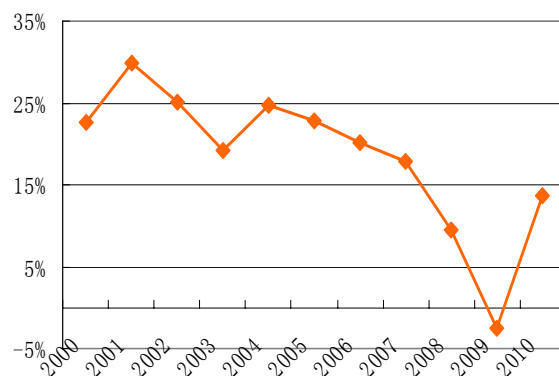
资料来源：南非 Exxaro 公司，东方证券研究所

图 20：尽管锆英砂价格稳步走高，但由于成本持续上涨，生产商毛利率每况日下



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 21：2001-2009 全球最大锆英砂 ILUKA 毛利率持续走低



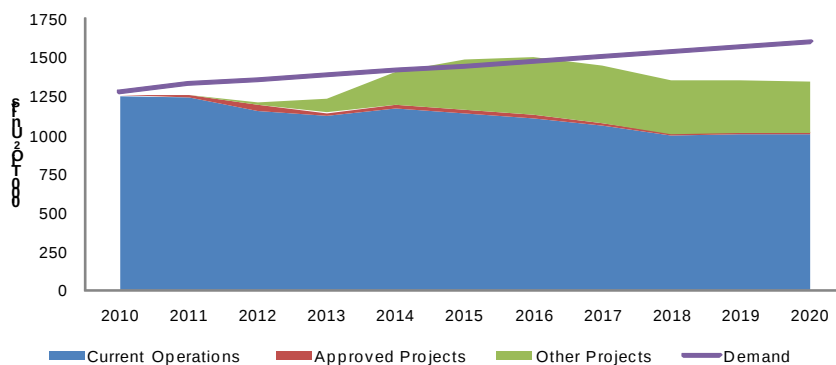
资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

第四，当前全球生产商和贸易商锆英砂库存处于低位

还是以 ILUKA 为例，该公司 2010 年生产锆英砂 41.29 万吨，销售 47.87 万吨，销售库存 6 万多吨，金融危机以来积累的库存基本销售一空。2011-2013 年预期销售额 50 万吨，和 2010 年实际销量并无明显增长。第二大南非 EXXARO 公司也一样在 2010 年销售大量库存。可见目前生产商手中库存非常有限，进入 2011 年，大型生产商对客户的发货已经进入配额供应。我们在 5 月中旬参加的瑞道金属网主办的国际锆业大会，同样了解到国内的贸易商库存也处于低位，而消费商对锆英砂的渴求非常强烈。

我们认为锆英砂作为小金属矿产品，在经历了持续数年行业极度低迷后，在当前生产商和贸易商的极低库存条件下，未来供需格局依然紧张情况下，当前的牛市依然非常健康，迎来的行业辉煌景气度也有望维系数年。

图 22：未来几年锆英砂供不应求局面持续存在



资料来源：南非 Exxaro 公司, 东方证券研究所

寻找拥有锆英砂资源的公司

国内目前拥有锆英砂的上市公司只有东方锆业（未评级）。该公司在锆英砂行业最低迷的 2009 年与澳大利亚上市公司 AZC 接触，最终于 2010 年 5 月签署意向合同——合计以 4000 万澳元收购 AZC65%股权，即最终将控制的权益锆英砂储量 220 万吨，占当前国内探明锆英砂储量 80%，其中 AZC 旗下的 Mandarie 锆矿预计今年下半年复产，年产量 2.5–3.5 万吨，占国内自产锆英砂产量 50%以上。

东方锆业于2010年5月19日、2011年1月31日、2011年4月29日，先后发布公告——《关于与奥地利 DCM DECO metal 有限公司签订合作意向书》、《关于与澳大利亚 Australian Zircon NL 公司及奥地利 DCM DECO metal 有限公司合作相关方案已获得澳大利亚政府外商投资审核委员会批准的公告》、《关于与 Australian Zircon NL 公司成立合资公司的公告》，主要内容是：

- 公司全资子公司澳大利亚东锆资源有限公司与澳大利亚 Australian Zircon NL 公司（简称 AZC 公司）成立名为 MURRAY ZIRCON PTY LTD 的合资公司（简称“合资公司”），其中东方锆业全资子公司澳大利亚东锆资源有限公司在合资公司中股权比例 65%，AZC 在合资公司中股权 35%。
- Australian Zircon NL 公司（简称 AZC 公司）是一家澳大利亚上市公司，主要拥有的资产有三块：（1）拥有 Mindarie 锆矿，锆英砂资源量约 50 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，该项目已于 2009 年 10 月停产。（2）在澳洲主要锆钛矿产区 Murray Basin 拥有 15500 平方公里的勘探地权，大部分为锆钛矿。（3）拥有“世界上现有最大的单体锆矿资源 WIM 150”项目 80%的权益。WIM 150 项目位于维多利亚州，是世界级的锆矿资源，经权威资源评估机构 Snowden 公司的计算，WIM150 项目核心区域符合 JORC 标准的锆资源已达到约 360 万吨。该项目如果开发成功将可以使得拥有这个资源的公司成为世界主要的锆矿砂供应商。目前 WIM 150 项目已完成初步预可研，预计经过 3–5 年的开发可以进入生产。
- 根据上述公告协议，东方锆业有权要求 AZC 分两次将其上述所有资产转入合资公司：第一次是，AZC 在 2011 年 4 月 30 日以前，东方锆业可要求 AZC 将其拥有的除 WIM150 项目以外的所有资产 100%的权益资产投入合资公司，包括但不限于在 Murray Basin 拥有 15,500 平方公里的勘探地权、AZC 拥有已获采矿权且已投入生产的 Mindarie 锆矿项目及年产能可达到 35,000 吨锆精矿的选矿厂及占用的土地资产等。如果本公司作出这个决定，合资公司支付的此资产兑价为 1,625 万澳元外加 35%的合资公司权益给 AZC 公司。第二次是在 2012 年 4 月 30 日之前，东方锆业可要求 AZC 将 WIM150 项目的资产也转移至合资公司。WIM150 项目资产单独的转移兑价为 2,375 万澳元，同时 AZC 持有合资公司的 35%的权益不变。
- 即在 2012 年 4 月 30 日之前，根据协议东方锆业可要求 AZC 将所有资产都转入合资公司，按照东方锆业持有的 65%合资公司股权，东方锆业控制的锆英砂资源储量 220 万吨。

目前上述第一次资产转入已经获澳大利亚政府外商投资审核委员会正式批准，已进入资产转入的法律程序。一旦资产转入完成，Mindarie 锆矿项目将立即复产。据公司预计今年下半年，最晚第四季度将有锆英砂产出。该矿原设计锆英砂年产能 3.5 万吨（接近目前国内自产锆英砂产量）。公司预计复产初期年产能可达 2.5 万吨。

此外根据合同，即在 2012 年 4 月 30 日之前，东方锆业可要求 AZC 将 WIM150 项目转入合资公司。由于 WIM150 项目是目前世界上发现的最大单体锆矿，初步勘探锆英砂储量高达 360 万吨，按照东方锆业持有的 65% 合资公司股权计算，公司合计控制的锆英砂资源储量将高达 220 万吨。占当前中国探明锆英砂储量 260 万吨的 85%。

待 WIM150 项目完成详勘探，正式开采锆英砂年产能估计 10 万吨以上。届时东方锆业将一跃成为全球顶级锆英砂供应商，进入全球前五甲。

风险因素

需求增速低于预期

当前锆英砂价格持续暴涨，不到一年时间价格已经翻了近两番；另一方面中国对房地产市场持续严厉调控，可能导致当前占锆英砂主导领域的陶瓷行业消费增速低于预期。

东方锆业收购 AZC 旗下的 WIM150 资产还未完成

尽管根据合同调控，东方锆业有权要求 AZC 在 2012 年 4 月 30 日之前，将 WIM150 项目转入合资公司，东方锆业相应支付 2375 澳元。但该项资产转移尚需澳大利亚政府外商投资审核委员会的批准，尚存在不确定性。而 AZC 目前持有 WIM150 项目 80% 股权，WIM150 经初步勘探锆英砂储量高达 360 万吨，是当前世界最大的单体锆矿。

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，未给予投资评级等相关信息。

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