

“锆”诉你一个春天的故事

推荐 维持评级

核心观点:

- **锆化学品是锆英砂需求增长最快领域，90%氯化锆中国产**
 锆的产业链分两条：（1）硅酸锆，（2）氯化锆为起点的锆化工。锆下游需求最大领域是占以陶瓷为下游的硅酸锆行业，占 50%以上，我国中国需求结构与全球需求结构最大的不同是锆英砂用于锆化工的比例；中国锆英砂的需求占全球的需求接近一半，全球 90%以上的氯化锆由中国生产；近年来锆英砂需求增长最快的是锆化学品，全球锆化学品消费 2000-2008 年复合增长率高达 14%，而陶瓷领域只有 4%，其他铸造、耐火材料等领域需求增长也较低。
- **长期的低毛利限制了氯化锆行业的产能扩张**
 氯化锆行业的盈利能力一直很低，毛利率在 2007 年以后一直维持在 15%以下；而且氯化锆的生产要产生大量的废水废渣，使得新增产能面临严重的环保问题；此外，新上一条生产线的时间大致在 2 年左右，投资额比较巨大。
- **锆化工受益出口快速增加而景气提升**
 今年年初以来，锆化工制品的出口出现了明显的增加，氯化锆同比增速为 53.7%，氧化锆为 38%，硫酸锆为 25.8%。由于出口占全国产量的很大一部分，出口的快速增长导致了相关产品价格的飞速增加，其中氯化锆和氧化锆的价格尤其明显。氯化锆跟锆英砂的价差从 5 月份的 8000 元上涨到了 15000 元。
- **锆英砂受制于陶瓷不景气而涨价空间有限**
 50%的锆英砂是通过普通的物理加工方式来应用于普通陶瓷，但是，随着锆英砂的价格持续上涨，下游陶瓷企业的承受能力有限，以至于硅酸锆价格面临明显压制。占据整个锆英砂需求半壁江山的硅酸锆行业处境没有明显改善的情况下，硅酸锆价格难上涨，锆英砂的涨价空间也有限。
- **投资策略：**我们预期公司农兽药加青岛易邦的投资收益的业绩贡献今年在 0.40-0.45 元之间，明年预期在 0.55 元左右，而锆这一块业务按照目前价差维持的话，年化之后应在 0.50 元左右。我们暂定预期公司 11、12 年的业绩分别为 0.62，0.86 元，目标价 16 元。

分析师

袁孝锋

邮箱: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511050001

李国洪

邮箱: liguo hong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130207091551

联系人:

王 强

邮箱: wangqiang_yj@chinastock.com.cn

胡 昂

邮箱: huang@chinastock.com.cn

相关研究

- 《行业简评报告-石化行业-丁二烯价格暴涨，利好三公司》 2011.07.07
- 《氟化工深度报告：柳暗花明，景气将震荡上行；百尺竿头，价格创新高》 2011.07.05
- 《公司研究报告-桐昆股份（601233）-低估值的民用涤纶长丝龙头》 2011.06.28
- 《2011 年中期策略报告-石化行业-石化景气重来》 2011.06.21
- 《公司简评报告-桐昆股份（601233）-民用涤纶长丝龙头持续盈利能力强》 2011.06.13
- 《行业研究报告-拥抱新一轮石化行业景气周期》 2011.04.26

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE (X) (2011-06-16)			10-12EPS CAGR	评级	合理估值区间 (元)
		2010A	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
升华拜克	600226	0.34	0.62	0.86	34.4	18.9	13.6	60%	推荐	16 元

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、 锆化学品是锆英砂需求增长最快领域，90%氟氧化锆中国产

锆的产业链分两条：（1）硅酸锆，（2）氟氧化锆为起点的锆化工。锆下游需求最大领域是占以陶瓷为下游的硅酸锆行业，占 50%以上，我国中国需求结构与全球需求结构最大的不同是锆英砂用于锆化工的比例；中国锆英砂的需求占全球的需求接近一半，全球 90%以上的氟氧化锆由中国生产；近年来锆英砂需求增长最快的是锆化学品，全球锆化学品消费 2000-2008 年复合增长率高达 14%，而陶瓷领域只有 4%，其他铸造、耐火材料等领域需求增长也较低。

2、 长期的低毛利限制了氟氧化锆行业的产能扩张

氟氧化锆行业的盈利能力一直很低，毛利率在 2007 年以后一直维持在 15%以下；而且氟氧化锆的生产要产生大量的废水废渣，使得新增产能面临严重的环保问题；此外，新上一条生产线的时间大致在 2 年左右，投资额比较巨大。

从我们掌握的数据来看，目前国内新增的产能除了 11 年 6 月份投产的内蒙古弘丰锆业的 18000 吨产能（内部要消化 5600 吨），以及明年中期投产的东方锆业的 20000 吨产能（一部分内部消化），13 年中期的内蒙古明海锆业 18000 吨（内部要消化 5600 吨）之外，目前没有新增的产能。

3、 锆化工受益出口快速增加而景气提升

今年年初以来，锆化工制品的出口出现了明显的增加，氟氧化锆同比增速为 53.7%，氧化锆为 38%，硫酸锆为 25.8%。由于出口占全国产量的很大一部分，出口的快速增加导致了相关产品价格的飞速增加，其中氟氧化锆和氧化锆的价格尤其明显。氟氧化锆跟锆英砂的价差从 5 月份的 8000 元上涨到了 15000 元。

4、 锆英砂受制于陶瓷不景气而涨价空间有限

50%以上的锆英砂是通过普通的物理加工方式来应用于普通陶瓷，但是，随着锆英砂的价格持续上涨，下游陶瓷企业的承受能力有限，以至于硅酸锆价格面临明显压制。占据整个锆英砂需求半壁江山的硅酸锆行业处境没有明显改善的情况下，硅酸锆价格难上涨，锆英砂的涨价空间也有限。

我们与市场不同的观点:

锆英砂涨价空间有限，氟氧化锆行业迎来景气。

估值与投资建议:

氟氧化锆行业迎来景气，受益最大的是升华拜克。

主要风险因素:

氟氧化锆价格大幅波动，锆英砂价格大幅上涨

目 录

一、锆产业链概述.....	1
二、中国占全球 90%以上的氟氧化锆生产能力.....	3
三、氟氧化锆需求快，出口占大头.....	5
四、氟氧化锆供给增长有限.....	7
五、锆化工对外出口快速增加，行业景气显著提升	9
六、锆英砂受制于陶瓷不景气，涨价空间有限.....	10
七、升华拜克最受益氟氧化锆景气.....	11

图 目 录

图 1: 锆产业链	1
图 2: 2008 年全球锆英砂消费需求	3
图 3: 2010 年中国锆英砂消费需求	3
图 4: 中国占全球锆英砂消费比重	3
图 5: 氯化锆的生产工艺	4
图 6: 氯化锆下游产业链	5
图 7: 氯化锆下游产品的吨单耗	5
图 8: 氯化锆的最终下游需求分布	6
图 9: 2010 年锆化工下游出口量	6
图 10: 2005-2010 年氯化锆出口量	6
图 11: 升华拜克氯化锆毛利率	8
图 12: 锆化工制品出口需求增速	9
图 13: 氧化锆和氯化锆跟原料价差急剧扩大	9
图 14: 去年以来的硅酸锆和锆英砂的价差情况	10

表 目 录

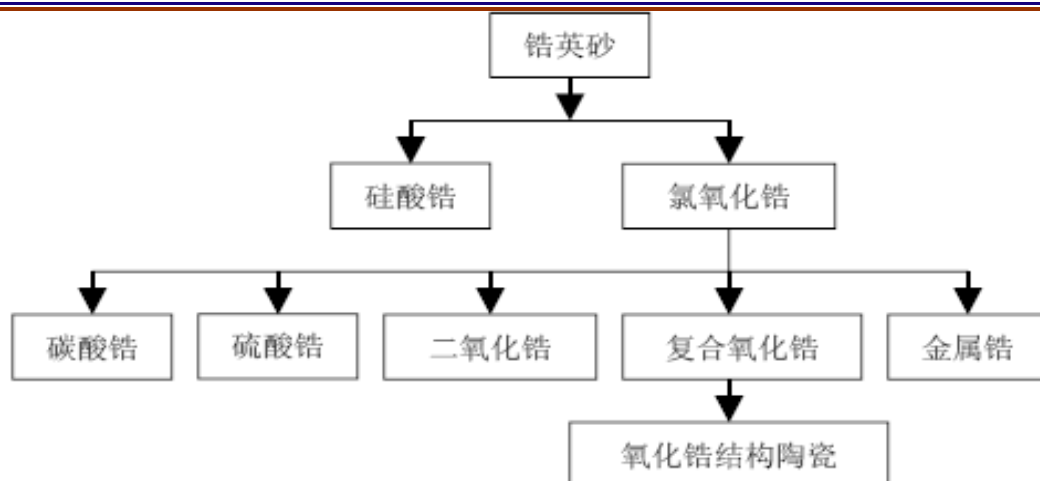
表 1: 锆制品应用领域	2
表 2: 氯化锆及其下游产能分布	7
表 3: 主要锆化学制品的产量 (吨)	8
表 4: 氯化锆吨盈利测算	10

一、锆产业链概述

锆（Zirconium）的元素符号 Zr，位于化学元素周期表中 IV-B 族，它的原子序数是 40，是一种银白色的高熔点金属之一，呈浅灰色。密度 6.49 克/厘米³。熔点 $1852 \pm 2^{\circ}\text{C}$ ，沸点 4377°C 。化合价+2、+3 和+4。第一电离能 6.84 电子伏特。

锆的表面易形成一层氧化膜，具有光泽，故外观与钢相似。有耐腐蚀性，但是溶于氢氟酸和王水；高温时，可与非金属元素和许多金属元素反应，生成体溶液化合物。锆的可塑性好，易于加工成板、丝等。锆在加热时能大量地吸收氧、氢、氮等气体，可用作贮氢材料；锆的耐腐蚀性比钛好，接近铌、钽。锆主要以矿物形式存在于自然界，锆在地壳中锆的含量居第 20 位，比常见的金属铜、铅、镍、锌多，却被称为“稀有金属”，是因为制取工艺较为复杂，不易被经济地提取。用于工业生产的仅有锆英石和斜锆石两种。

图 1：锆产业链



资料来源：中国银河证券研究部

锆英砂是最重要的含锆矿物，在锆矿物中分布最广、储量最大、类型最多，是一种以锆的硅酸盐为主要组成的矿物。锆英砂是制取锆、铪及多种锆制品的主要原料，具有熔点高、热导率低、线膨胀系数小等特点，是所有锆下游产品的原料。

锆的产业链分两条，第一条是硅酸锆，第二条是氟氧化锆为起点的锆化工。其中硅酸锆是传统锆制品中的重要品种，产品以锆英砂为原料，经研磨、煅烧、粉化后即可制得，是一种优质、廉价的陶瓷釉料乳浊剂，主要用于建筑陶瓷、卫生陶瓷、日用陶瓷及电瓷的色釉料生产，在精密铸造、高级耐火材料、乳化玻璃等行业也被广泛使用。

第二条是氟氧化锆为起点的锆化工。氟氧化锆以锆英砂为原料，通过化学反应成。是生产其它锆制品如二氧化锆、碳酸锆、硫酸锆、复合氧化锆以及锆铪分离制备金属锆铪的主要原料，也可以用于纺织、皮革、橡胶添加剂、金属表面处理剂、涂料干燥剂、耐火材料、陶瓷、催化剂、防火剂等产品。

表 1: 锆制品应用领域

传统 锆制 品	硅酸锆	传统锆制品中的重要品种，产品以锆英砂为原料，经研磨、煅烧、粉化后即可制得，是一种优质、廉价的陶瓷釉料乳浊剂，主要用于建筑陶瓷、陶瓷、日用陶瓷及电瓷的色釉料生产，在精密铸造、高级耐火材料、乳化玻璃等行业也被广泛使用。
	氟氧化锆	生产其它锆制品如二氧化锆、碳酸锆、硫酸锆、复合氧化锆以及锆铪分离制备金属锆铪的主要原料，也可以用于纺织、皮革、橡胶添加剂、金属表面处理剂、涂料干燥剂、耐火材料、陶瓷、催化剂、防火剂等产品，近年我国的年产量都在 9 万吨以上。锆英砂是氟氧化锆的主要原材料。
	二氧化锆	无毒、无味的白色固体，对碱溶液及许多酸性溶液都具有足够的稳定性，适用于精密陶瓷、电子陶瓷、光学透镜、玻璃添加剂、电熔锆砖、陶瓷颜料、瓷釉、人造宝石、耐火材料、研磨抛光等行业和产品。
	电熔二氧化锆	简称电熔锆、电熔氧化锆，主要用于生产釉料和耐火材料。由于电熔锆中杂质含量高，用途受到限制。
	碳酸锆	主要用作化妆品的添加剂和防水剂、阻燃剂、遮光剂以及纤维、纸张的表面助剂，并可用于制取锆铈复合催化材料，是纺织、造纸、涂料、化妆品行业的重要原料，近年来用量不断增长。
	硫酸锆	皮革鞣剂、羊毛处理剂和油漆表面氧化剂的重要原料，可用作催化剂载体、氨基酸和蛋白质、沉淀剂和除臭剂，也是制取锆化学制品和金属锆、铪的中间原料。
新兴 锆制 品	复合氧化锆	又称半稳定、稳定氧化锆，是无毒、无味的白色粉末，化学性质稳定，比表面积可控，是制造各类特种陶瓷、高级耐火材料、光通讯器件、新能源材料的基础原料。
	氧化锆结构陶瓷	以复合氧化锆为原料而制成的，包括氧化锆磨介和氧化锆结构件两类产品，氧化锆结构件主要包括氧化锆特种陶瓷阀门、光纤连接器、陶瓷刀具、手表配件、陶瓷推剪刀片、纺织瓷等。
金属 锆制 品	核级锆	主要用作核动力航空母舰、核潜艇和民用发电反应堆的结构材料、铀燃料元件的包壳等，是重要的战略金属
	工业级锆	主要用于制作化工耐酸碱的设备、军工、电子行业、管道阀门材料、特殊高强及高温合金材料、电真空和照明灯泡行业吸气剂。
	火器级锆	用于火器海绵锆燃烧剂，也适用于合金添加剂及冶金脱氧剂、化工、民用闪光焰火等。

资料来源：东方锆业招股说明书，中国银河证券研究部

二、中国占全球 90%以上的氯化锆生产能力

锆下游需求分布 以 2008 年为例，全球市场对锆英砂需求如下：硅酸锆行业占整个锆英砂消耗量的 54%；锆化工行业占整个锆英砂消耗量的 15%；熔铸耐火行业需求占整个锆英砂消耗量的 14%；精密铸造行业占整个锆英砂消耗量的 14%；电视玻壳占整个锆英砂消耗量的 3%。

图 2：2008 年全球锆英砂消费需求

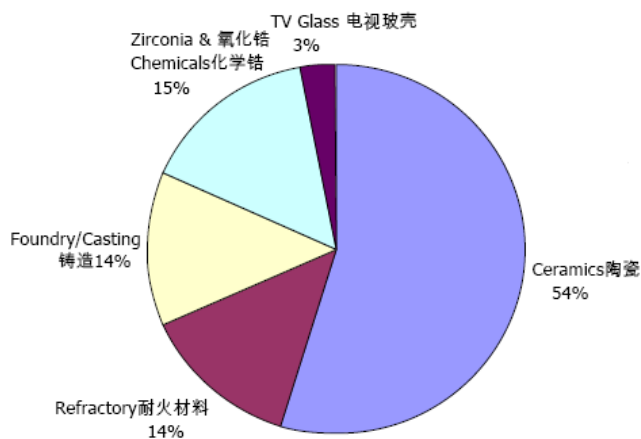
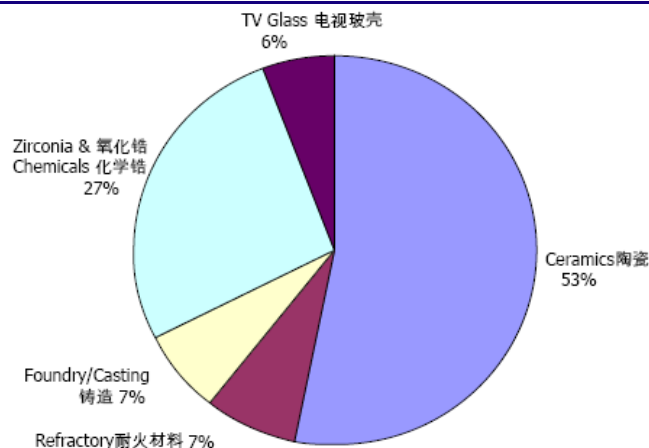
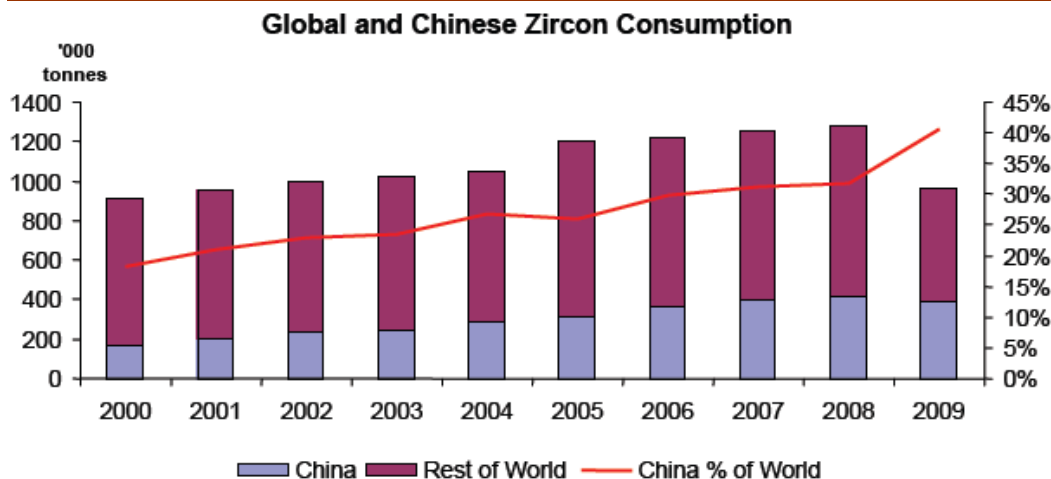


图 3：2010 年中国锆英砂消费需求



资料来源：中国银河证券研究部

图 4：中国占全球锆英砂消费比重



资料来源：IIUKA，中国银河证券研究部

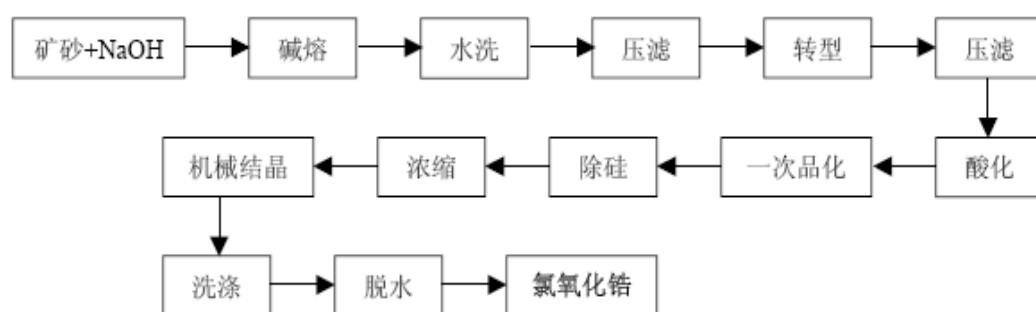
而中国市场对锆英砂需求如下：硅酸锆行业占整个锆英砂消耗量的 53%；锆化工行业占整个锆英砂消耗量的 27%；熔铸耐火行业需求占整个锆英砂消耗量的 7%；精密铸造行业占整个锆英砂消耗量的 7%；电视玻壳占整个锆英砂消耗量的 6%。

中国需求结构与全球需求结构最大的不同就是在锆英砂用于锆化工的比例，中国锆英砂的

需求占全球的需求接近一半，全球 90%以上的氯化锆由中国生产，也就是说，全球锆化工的原料由中国生产。

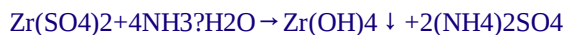
为什么全球 90%以上的氯化锆在中国生产呢，这得从氯化锆的生产工艺说起。

图 5：氯化锆的生产工艺



资料来源：IIUKA，中国银河证券研究部

氢氧化锆盐酸法锆英石与烧碱熔融，漂洗、除硅之后与硫酸作用，再加入氨水，得到氢氧化锆沉淀，用盐酸溶解沉淀物，得到氯化锆，经蒸发浓缩、冷却结晶、晶体粉碎，制得二氯化锆成品。



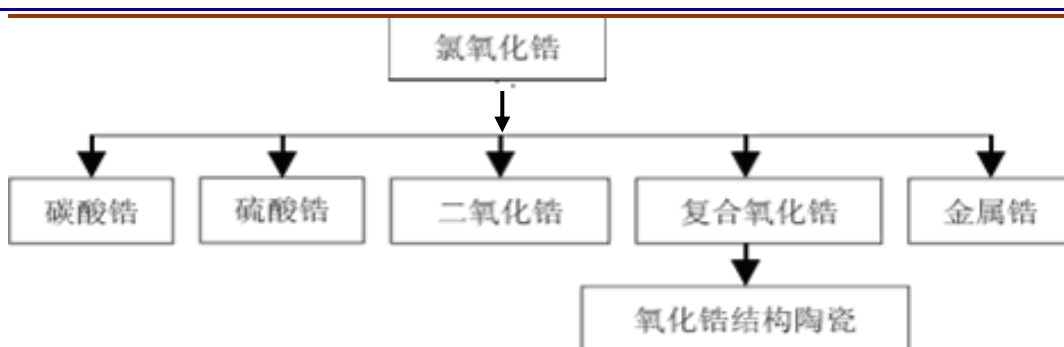
国内氯化锆生产大多采用湿法工艺具有产品质量稳定，装置规模较大的特点，但其缺陷是有大量的废弃物产生，其中数量较大又难以处理的是低浓度碱性废水和酸性硅渣如果处理不当将对厂区及周边生态环境造成严重的污染和破坏同时大量伴生的废水和废渣。

三、氟氧化锆需求快，出口占大头

以氟氧化锆为起点的锆化工。氟氧化锆以锆英砂为原料，通过化学反应成。是生产其它锆制品如二氧化锆、碳酸锆、硫酸锆、复合氧化锆以及锆铪分离制备金属锆铪的主要原料，也可以用于纺织、皮革、橡胶添加剂、金属表面处理剂、涂料干燥剂、耐火材料、陶瓷、催化剂、防火剂等产品。

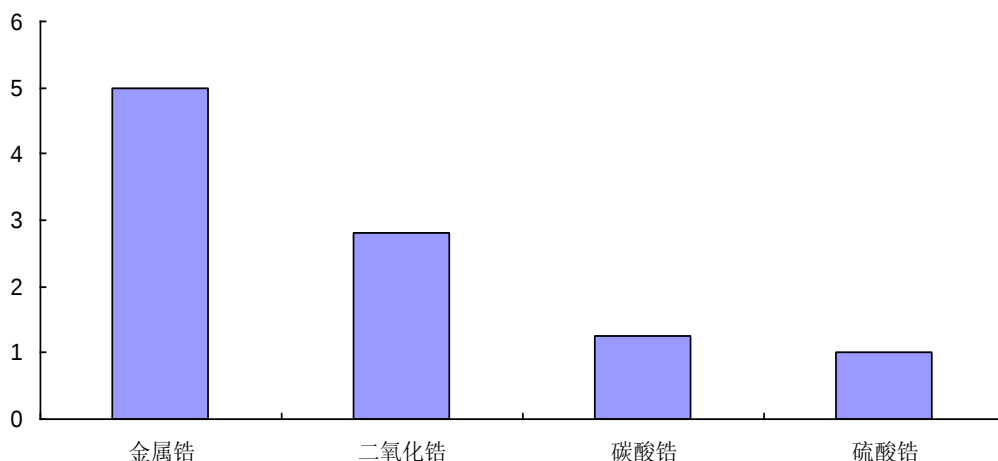
近年来锆英砂需求增长最快领域当属锆化学品。据 TZMI 统计，2000-2008 年，全球锆化学品消费复合增长率高达 14%，陶瓷领域复合增长率 4%，而其他铸造、耐火材料等领域需求增长较低。

图 6：氟氧化锆下游产业链



资料来源：中国银河证券研究部

图 7：氟氧化锆下游产品的吨单耗

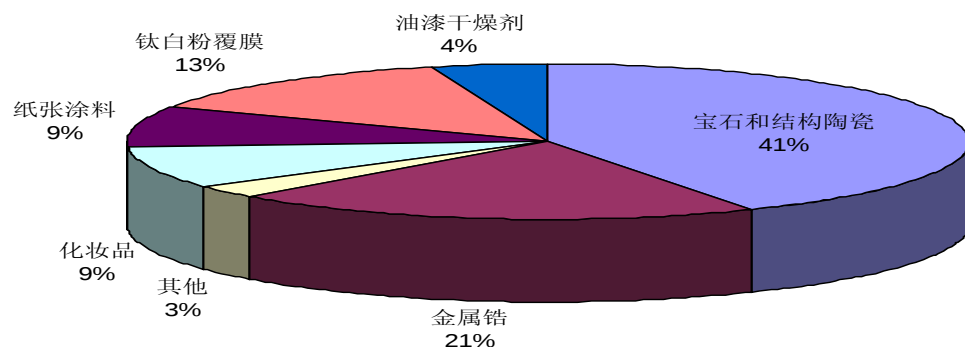


资料来源：IUKA，中国银河证券研究部

氟氧化锆及其下游产品的需求分布图如下：宝石和结构陶瓷占 41%（以氧化锆为主），金属锆（核用途）占 21%，钛白粉覆膜 13%（硫酸锆为主），化妆品 9%（碳酸锆为主），纸张涂

料（以碳酸锆为主），油漆干燥剂为 4%，其他 3%。氟氧化锆跟钛白粉最大的区别是下游用途更广泛一些。但从研究的角度来看，使得难以寻找单一的需求驱动因素。

图 8：氟氧化锆的最终下游需求分布



资料来源：IIUKA，中国银河证券研究部

图 9：2010 年锆化工下游出口量

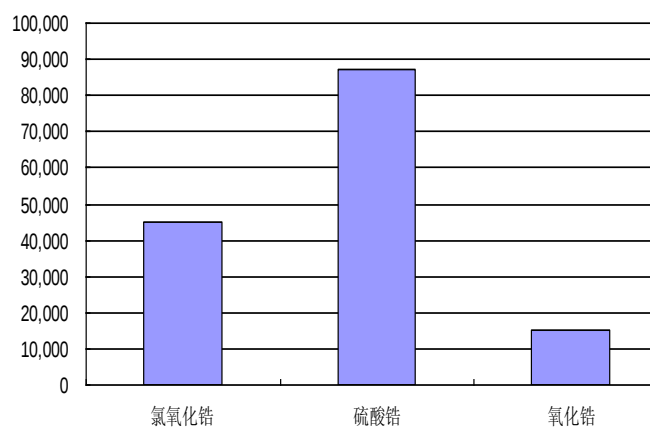
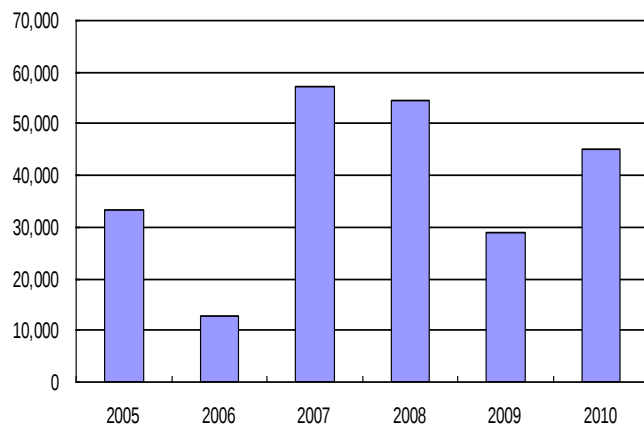


图 10：2005-2010 年氟氧化锆出口量



资料来源：IIUKA，中国银河证券研究部

四、氯化锆供给增长有限

我们统计了国内氯化锆的产能,截止 2011 年 6 月底,国内的氯化锆的产能数据为 26.2 万吨,对于这一块的数据,我们认为有相当的可靠性,但是二氧化锆,硫酸锆和碳酸锆等三个产品下游企业分布广泛,我们只是初步进行了统计,二氧化锆的产能目前在 6 万吨,应该不至于有大的差错,但是碳酸锆和硫酸锆的大部分产能预计没有统计在内。

表 2: 氯化锆及其下游产能分布

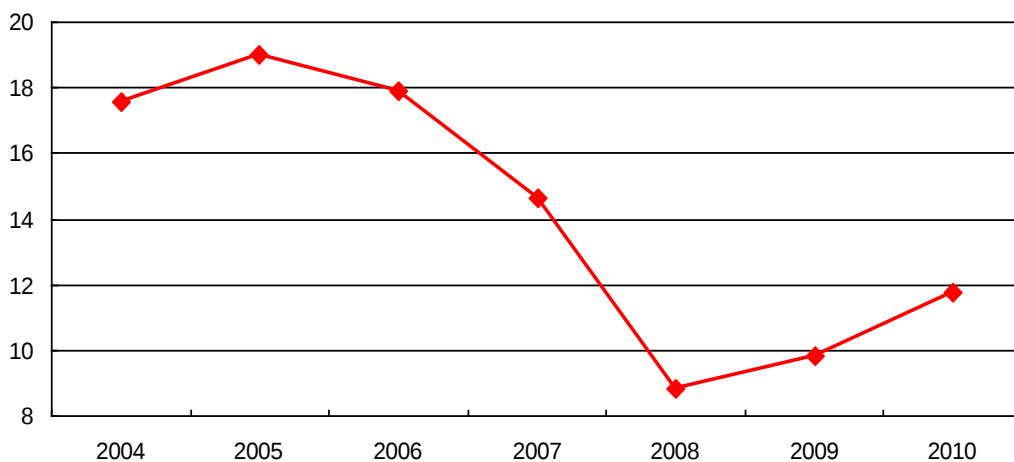
	氯化锆	二氧化锆	硫酸锆	碳酸锆	金属锆
淄博广通	40000	5000			
江西晶安	40000	3500	3000	10000	
升华拜克	30000	2000	1000		
东方锆业	28000	7300			
佰利联	20000	3000			
内蒙古弘丰锆业	18000	2000			
淄博环拓化工	15000	1000			
滨海锆业	15000			6000	
山东淄博鑫绿源	8000	1600	2000		
四川雅安富琪	8000				
山东神州锆业	7200	1200			
山东金太阳锆业	6000				
江苏兴化	6000				
德清新康化工	6000	2000	2500	1500	
山东潍坊天富	6000				
山东鼎晟锆业	5000	2000			
山东天向	5000				
国核维科锆公司					1000
焦作市科力达		11200			
淄博市淄川宝龙		3500			
福建三祥化工		15000			
山东鲁光锆业		2000			

资料来源: 中国银河证券研究部

长期的低毛利限制了行业的产能扩张,从 04 年以来,氯化锆行业的盈利能力就一直很一般,而自 07 年以后,毛利率一直维持在 15%以下,使得企业的盈利能力一直很低。而且氯化锆的生产产生大量的废水废渣,使得新上产能面临严重的环保问题。此外,新上一条生产线的时间大致在 2 年左右,投资额比较巨大。以内蒙古弘丰为例,据了解,弘丰锆业有限公司从 2009 年 7 月开工建设,总投资 6.8 亿元,目前建成年产 1.8 万吨氧氯化锆、2000 吨二氧化锆、副产 1.3 万吨无水偏硅酸钠的生产线。在今年 6 月份投产。

从我们掌握的数据来看，目前国内新增的产能除了 11 年 6 月份投产的内蒙古弘丰锆业的 18000 吨产能（内部要消化 5600 吨），以及明年中期投产的东方锆业的 20000 吨产能（一部分内部消化），13 年中期的内蒙古明海锆业 18000 吨（内部要消化 5600 吨）之外，目前没有新增的产能。

图 11: 升华拜克氯化锆毛利率



资料来源：中国银河证券研究部

表 3: 主要锆化学制品的产量 (吨)

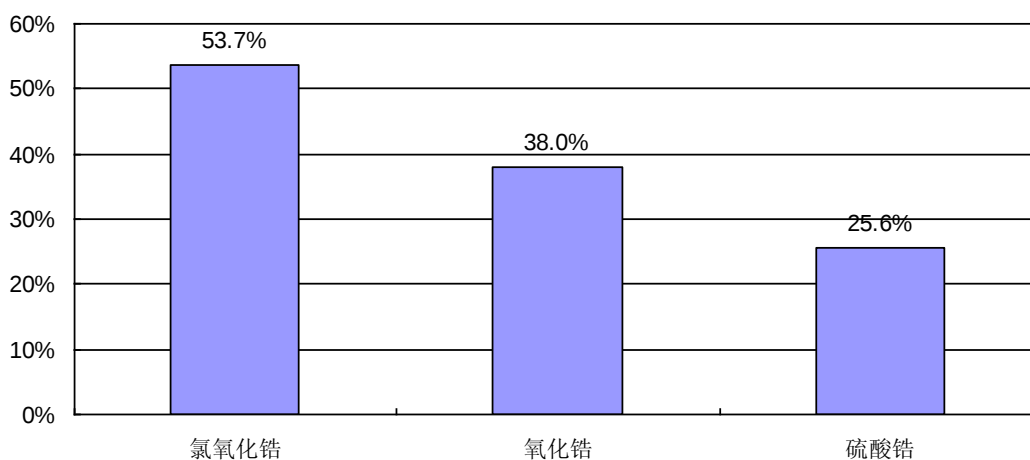
	2005	2006	2007	2008	2009
氯化锆	132000	137300	176300	120000	131000
硫酸锆	18600	22200	24570	16000	
二氧化锆	12090	9900	13800	9000	

资料来源：中国银河证券研究部

五、锆化工对外出口快速增加，行业景气显著提升

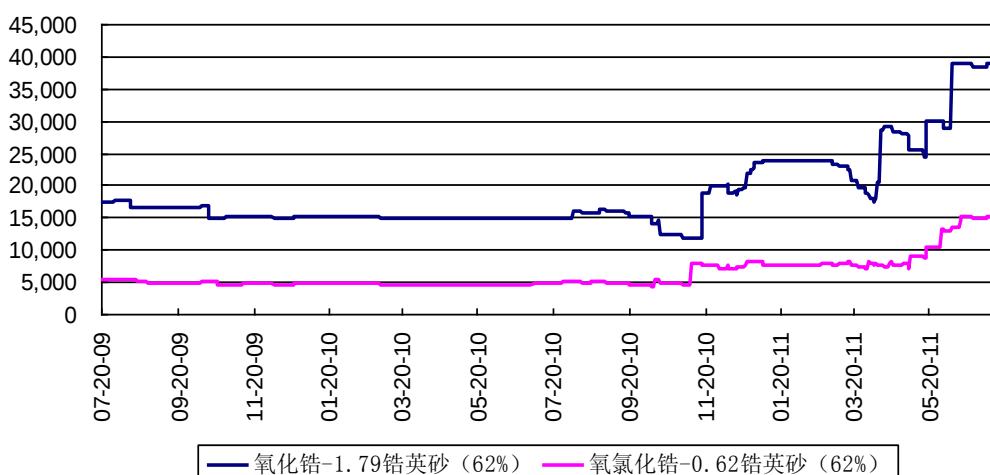
按照我们的估计，锆化工的大部分都是以出口为主要目的，而从今年年初以来，锆化工产品的出口出现了明显的增加，氟氧化锆同比增速为 53.7%，氧化锆为 38%，硫酸锆为 25.8%。由于出口占全国产量的很大一部分，出口的快速增加导致了相关产品价格的飞速增加，其中氟氧化锆和氧化锆的价格尤其明显。以氟氧化锆为例，但是氟氧化锆跟锆英砂的价差持续扩大，尤其是从 5 月份以来，价差从 8000 元上涨到了 15000 元每吨。

图 12：锆化工制品出口需求增速



资料来源：中国银河证券研究部

图 13：氧化锆和氟氧化锆跟原料价差急剧扩大



资料来源：中国银河证券研究部

表 4: 氯化锆吨盈利测算

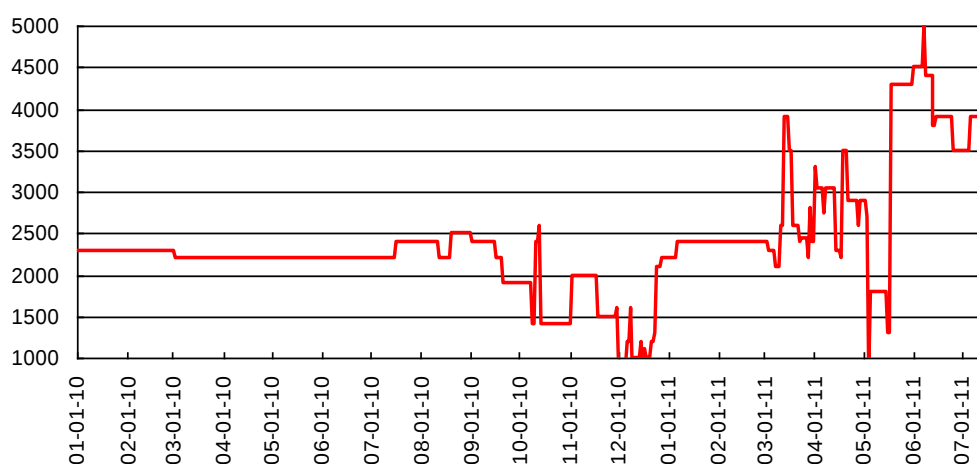
	价格/元	单耗	单耗成本/元
每吨锆砂	17000	0.62	10540
每吨固碱	3000	0.749	2247
每吨盐酸	800	2.07	1656
每吨煤	700	1.39	973
每吨蒸汽	200	4.6	920
每吨水	2.1	48	101
每度电	0.55	400	220
每个包装袋	2	50	80
小计			16737
工费			500
总成本			17237
氯化锆	26200		
吨盈利			7661

资料来源: 中国银河证券研究部

六、锆英砂受制于陶瓷不景气，涨价空间有限

正如此前所论述的，50%的锆英砂是通过普通的物理加工方式来应用于普通陶瓷，但是，随着锆英砂的价格持续上涨，下游陶瓷企业的承受能力有限，以至于硅酸锆的价格面临明显的压制，在氧化锆和氯化锆在享受行业景气的时候，硅酸锆行业的处境没有明显的改善，但这个行业占到了整个锆英砂需求的 50%左右，所以硅酸锆价格上不去，锆英砂难以持续上涨。

图 14: 去年以来的硅酸锆和锆英砂的价差情况



资料来源: 中国银河证券研究部

七、升华拜克最受益氯化锆景气

升华拜克旗下锆谷科技，有3万吨的氯化锆生产能力，2000吨的氧化锆和1000吨的硫酸锆生产能力。公司是氯化锆行业主要的生产企业之一。按照锆谷科技公司总经理蒋东民在09年下半年的介绍：公司在出口市场很有优势（采用先进成熟的工艺技术，锆系列产品质量稳定，性能优异，在中国出口份额中占有50%以上的数量，深受美国、日本和欧洲用户的信赖）；并且针对氯化锆生产污染比较严重的情况，升华拜克锆谷公司重视环境治理，近三年来投入巨资对废水、废气、废渣进行了研究和治理，并获得成功，并通过省部级鉴定。

体制的变革也为升华拜克锆谷科技带来活力，今年年初公司把锆谷科技独立成立公司，把其中 15%的股权授予了两位高管，其中蒋东民占 10%。公司经营体制的变化，大大激活了公司领导的积极性，在 5 月份景气出现之前，锆谷科技的经营效益就得到了大大的提升。而且可以预期的是，两位高管做大做强锆化工业务的动力将会大大增加。

按照目前的氯化锆和锆英砂的价差，我们计算了一下，如果维持一年的话，对公司的业绩增厚将达到 0.45-0.50 元。而此前，这一块业务对公司的业绩贡献近乎为 0。

此外，公司的主业是国内农兽药龙头，农兽药主要产品包括农兽药两大类，其中农药主要有 2000 吨麦草畏、1.25 万吨双甘膦、0.5 万吨草甘膦、220 吨阿维菌素及部分制剂，兽药主要包括 1700 吨硫酸粘杆菌素预混剂、8000 吨乙酰丙酮、200 吨色氨酸。农药盈利情况一般，但兽药持续增长，去年收入达到 5 个亿，毛利率在 25%。

公司参股 38%青岛易邦生物。青岛易邦生物工程有限公司（简称易邦）是农业部直属动物检疫所下属的唯一高新技术企业，升华拜克投资 6773.3 万元持股 38%，预计今年净利润 2 个亿出头，升华拜克可以确认 7800 万元投资收益。折合每股收益 0.19 元，易邦之前一直受制于产能，业绩得不到提升。但随着在青岛和浙江的基地产能将实现大跨越，预计 12 年利润将大幅增加，投资收益将进一步增加。

明年抗麦草畏转基因种子将投产，公司产能全球第二 由于草甘膦大面积长期使用带来的抗药性越来越明显，孟山都 2005 年开始研究新转基因种子，其中，在抗草甘膦基础上加入抗麦草畏性状的大豆和棉花种子目前已经进入田间实验阶段，预计 2012 年开始全球推广；公司于 2001 年首次实现了麦草畏的工业化生产，目前产能 2000 吨，位居国内第一、全球第二，未来将充分受益新的转基因作物的普及。

我们预期公司农兽药加青岛易邦的投资收益的业绩贡献今年在 0.40-0.45 元之间，明年预期在 0.55 元左右，而锆这一块业务按照目前价差维持的话，年化之后应在 0.50 元左右。我们暂定预期公司 11、12 年的业绩分别为 0.62，0.86 元，目标价 16 元。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋，石油化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当(咨询证券投资顾问)并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908