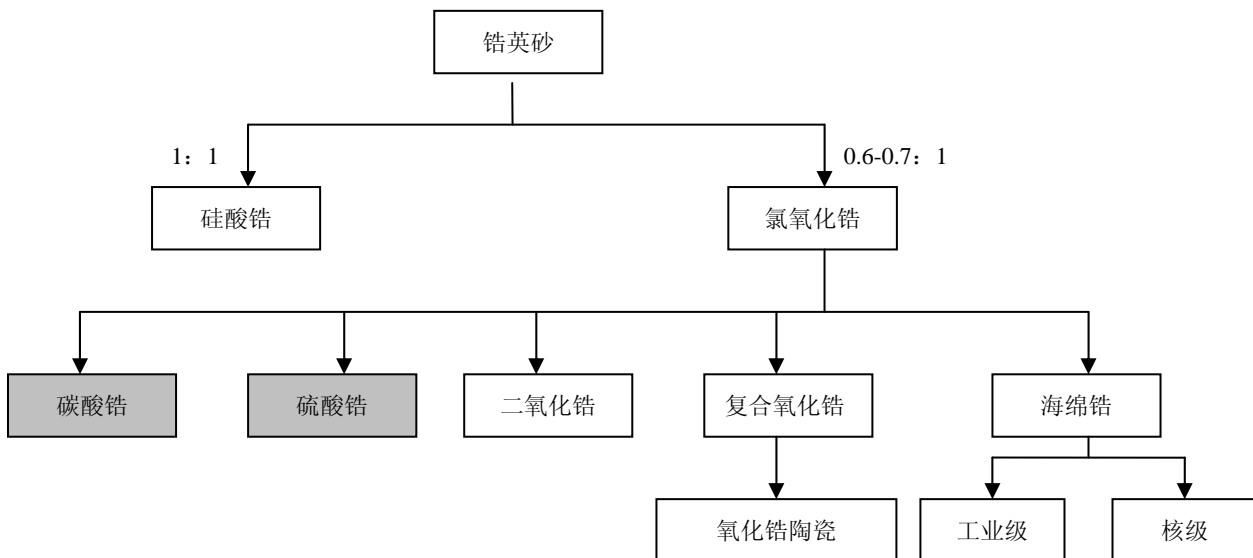


- 抢占优质资源。公司与 AZC 共同出资在澳大利亚成立合资公司铭瑞铝业，公司在合资公司中拥有 65% 股权。7 月份 AZC 已将其拥有的除 WIM150 项目以外的所有资产转入合资公司，包括但不限于在 Murray Basin 拥有 15500 平方公里的勘探地权、AZC 拥有已获采矿权且已投入生产的 Mindarie 锆矿项目及年产能可达到 35000 吨锆精矿的选矿厂及占用的土地资产等。对于 Mindarie 锆矿，公司计划在当地把原料加工成中矿（35%-40%），再运回国内做成精矿（65%）。目前法律程序已完成，正在解决用工问题，计划雇佣工人 100 多人。预计 2012 年可达产，计划年产 3.5 万吨锆英砂，副产品钛铁矿，金红石和独居石充抵选矿成本。今年公司外购锆精矿 4 万吨，Mindarie 达产之后，公司原料将基本实现自给。WIM150 项目是世界最大单体锆矿，初步探明锆英砂储量 360 万吨，目前包括可行性报告在内部分前期工作已完成，比新开一个矿山项目要快很多。公司希望 AZC 获得此项目 100% 股权后，再注入合资公司。AZC 作为项目大股东，对剩余 20% 的股份有优先收购权，但二股东想把股权转让给其他公司，目前正在走法律程序以解决此争端。
- 投资评级为“增持”。预计公司 11、12 和 13 年的 EPS 分别为 0.71 元、1.14 元和 2.04 元，对应动态市盈率分别为 56 倍、35 倍和 19 倍，给予公司增持的投资评级。

图 1：锆产业链结构



注：灰色阴影部分的产品将建在“中国锆城”，处于规划阶段，尚未建设

资料来源：公司公告，山西证券研究所

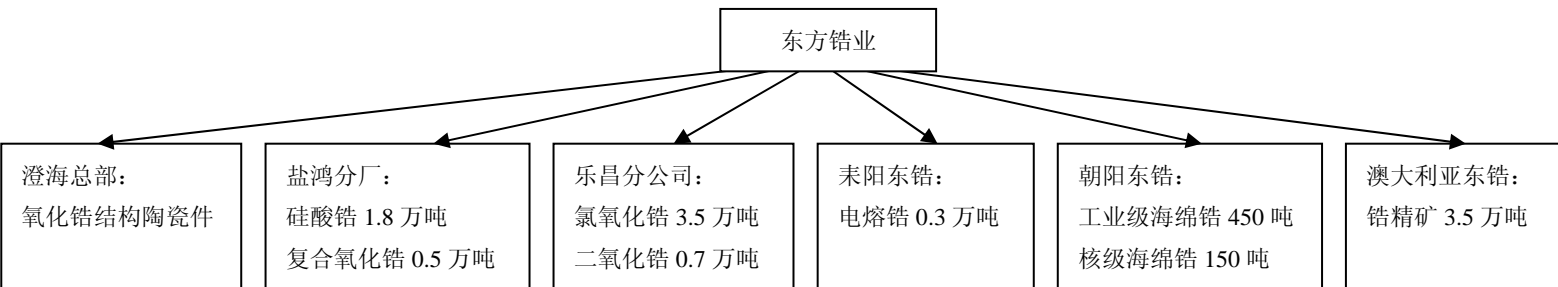
图 2：公司产品产能扩张路线（万吨，吨）

	锆英砂	硅酸锆	氯化锆 (高纯)	二氧化锆	电熔锆	复合氧化锆	氧化锆结 构陶瓷*	工业级 海绵锆	核级海 绵锆
上市前产能规模		0.3	0.5	0.1					
IPO 项目						0.23			
09 增发项目		1.5		0.6					
11 增发项目			2						1000
自有资金建设					0.3	0.27			
收购	3.5		1					450	150
合计	3.5	1.8	3.5	0.7	0.3	0.5		450	1150

注*：公司正提高氧化锆结构陶瓷产能，计划将其产值从5000万增至1亿。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

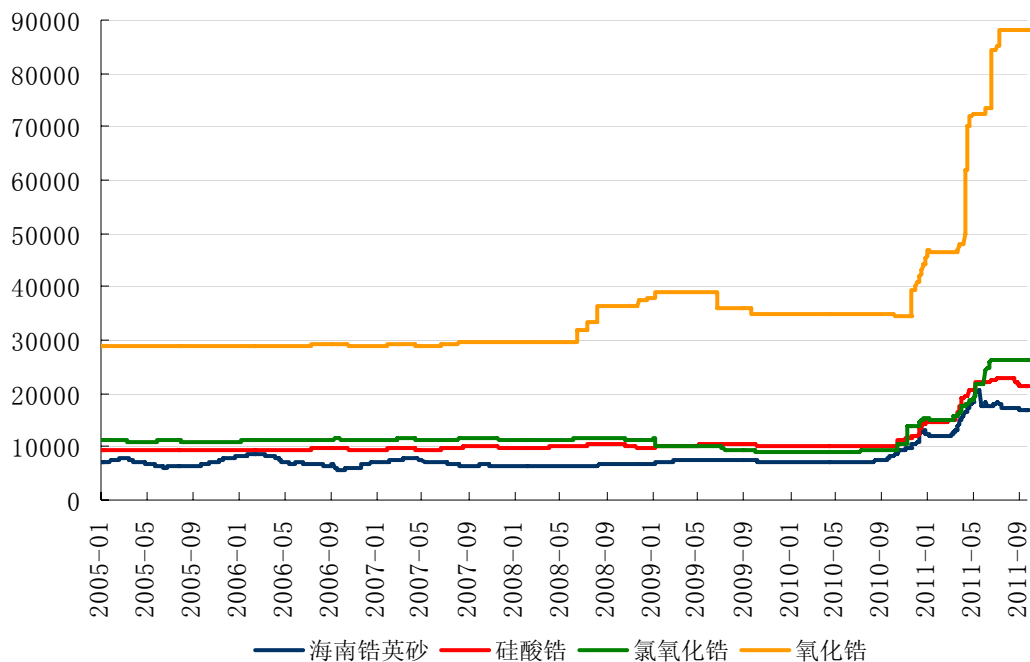
图 3：公司主要生产单位



注：澄海区的东里、盐鸿、莲华三镇及莲花山景区将建成“中国锆城”，其中东里镇正建设核级海绵锆1000吨项目。

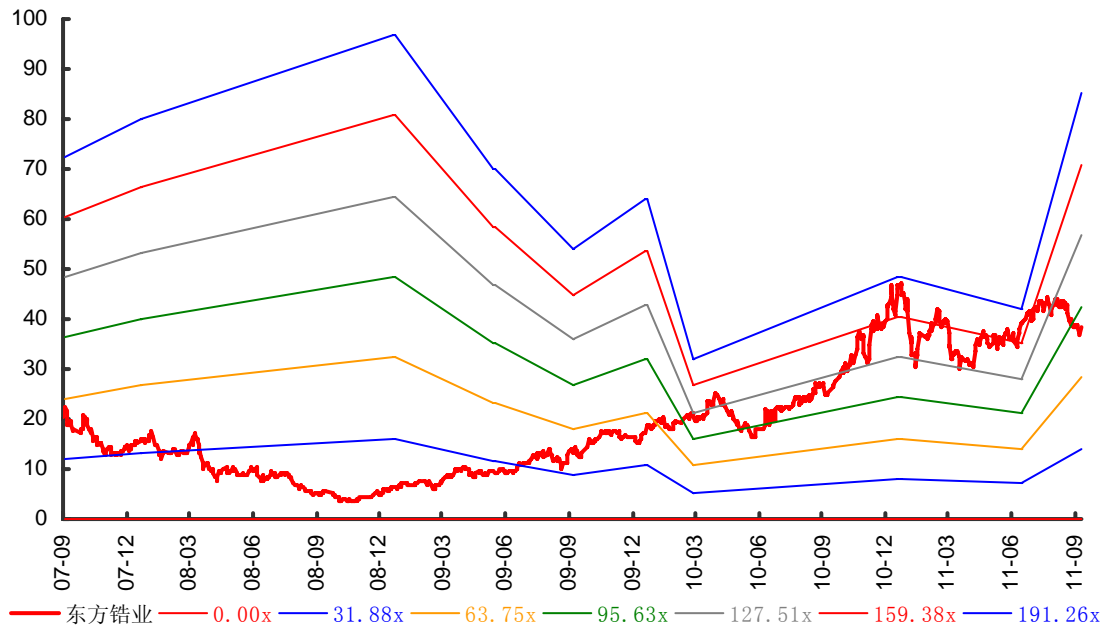
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 4：锆产品价格走势



资料来源：百川资讯，山西证券研究所

图 5：公司历史 PE 变化走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

表：东方铝业利润表及预测（单位：百万元人民币）

	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E
营业总收入	267.82	370.43	271.60	629.73	881.62
营业成本	205.43	270.44	170.52	365.24	467.26
营业税金及附加	0.83	1.89	1.43	3.46	4.67
销售费用	5.57	7.25	4.10	9.45	15.87
管理费用	14.46	26.13	15.60	35.89	52.90
财务费用	7.74	18.34	12.36	31.49	45.84
资产减值损失	1.31	3.07	-0.70	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
营业外收支	2.05	9.05	1.06	0.00	0.00
利润总额	34.53	52.40	69.36	184.20	295.08
所得税	4.37	6.84	10.66	36.84	59.02
净利润	30.16	45.55	58.70	147.36	236.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	30.16	45.55	58.70	147.36	236.06
每股收益	0.37	0.25	0.33	0.71	1.14

资料来源：公司公告，山西证券研究所

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。