

原材料 - 有色

## 全产业链的锆制品龙头企业

— 东方锆业 (002167) 调研报告

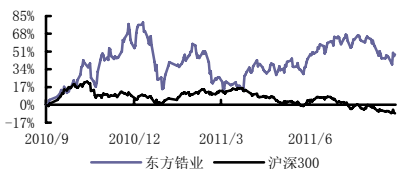
2011 年 9 月 26 日

评级: 增持

市场数据	2011 年 9 月 23 日
当前价格 (元)	39.19
52 周价格区间 (元)	26.46-47.30
总市值 (百万)	8111.62
流通市值 (百万)	5405.08
总股本 (百万股)	206.98
流通股 (百万股)	137.92
日均成交额 (百万)	204.44
近一月换手 (%)	26.65%
Beta (2 年)	1.2
第一大股东	陈潮钿
公司网址	http://www.orientzr.com

财务数据	FYE
毛利率	26.99%
净利率	12.30%
净资产收益率	7.59%
总资产收益率	3.35%
资产负债率	55.87%
市盈率	156.76
市净率	11.73

### 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
东方锆业	-50.20%	36.52%	371.09%
沪深 300	-5.37%	-9.74%	-6.58%

### 相关报告

周宪

执业证书号 S1030511010002

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

### 分析师申明

本人, 周宪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	370	985	1498	1993
净利润 (百万元)	45	138	202	284
每股收益 (元)	0.25	0.67	0.98	1.37
净利润增长率 %	51.1%	203.7%	45.9%	40.9%
每股净资产 (元)	3.3	3.9	4.8	5.8
市盈率	156	58	40	28
市净率	10	10	8	7

资料来源: 世纪证券研究所

- 公司质地优良, 过去 6 年的主营收入、净利润平均增长率 30%, 我们预计 2011 年将会是业绩增长最快的年份。公司 07 年 IPO、09 年非公开增发、11 年非公开增发, 三次融资, 锆产品规模不断增加。2010 年前公司四个扩产项目投产, 更重要的是产品价格从 2010 年下半年起快速上涨两、三倍, 2011 年业绩大幅增长已成定局。
- 公司产业链全, 上游涉及原材料锆英砂, 下游涉及锆产业最高端产品核级海绵锆, 全产业链的产品结构有利于公司长远发展。拥有锆英砂资源对于东方锆业而言, 一方面资源有保障、增加业绩的稳定性, 另一方面, 将会为公司带来资源涨价的额外收益; 我们认为核级海绵锆在近两三年内难以带来效益。
- 我们认为锆英砂价格难以继续上涨, 未来维持高位。由于锆行业的供给集中在澳大利亚和南非, 而需求集中在中国, 因此“中国因素”很容易成为锆英砂价格上涨的理由, 但出于以下两点原因, 我们倾向于锆英砂的价格难以继续上涨。一是由于锆行业 55% 的需求在陶瓷领域, 陶瓷行业对锆的需求没有大的变化, 甚至会发生由于锆原料价格提高而减少用量的行为。二是“储采比”大意味着锆英砂不缺, 在高毛利的环境中容易扩大产量, 因此我们认为锆价的快速上涨有一定资金炒作的因素在内。不过, 锆英砂回到前期低位的可能性也不大, 主要原因在于成本的上涨, 特别是主产地电价、人工、汇率成本上涨。
- 估值及评级。结合公司过去业绩增长情况, 我们认为给公司 30 倍 PE 较为合理。公司股价因锆英砂价格上涨而出现大幅上涨, 我们认为短期之内股价已有较多的资源溢价在内, 但是考虑到公司在深加工领域的长远发展以及未来澳矿的进一步注入预期, 给与“增持”评级。
- 风险因素。锆产品价格下跌、澳矿锆英砂产出进度不如预期。

## 公司概况

公司的主营业务是锆系列制品的研究、开发、生产和销售，自设立以来未发生变化。公司设立之初的主要产品为普通的氯化锆及二氧化锆，经过近年来的技术研发和业务拓展，公司主要产品目前已扩充为氯化锆、二氧化锆、硅酸锆、复合氧化锆、氧化锆结构陶瓷五大类、八十多个品种，成为国内品种最齐全的锆制品制造商之一。

Figure 1 前五大股东明细

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
陈潮钿	49,647,000	23.99
王木红	17,856,606	8.63
中国建设银行-华夏盛世精选股票型证券投资基金	8,920,000	4.31
中国建设银行-华夏红利混合型开放式证券投资基金	6,465,866	3.12
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 深	6,217,100	3.00

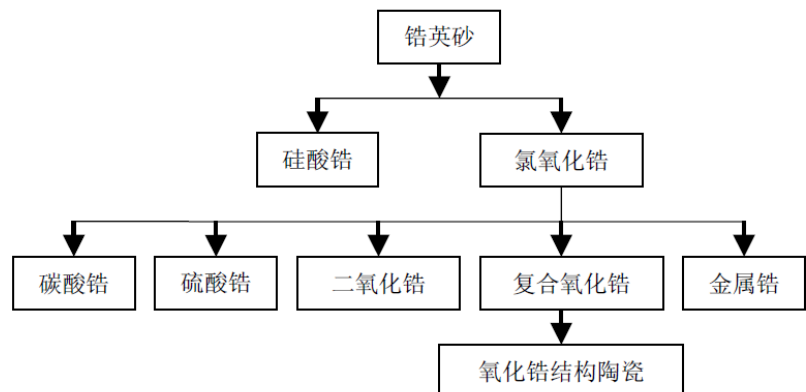
资料来源：WIND、世纪证券研究所

## 公司所处行业背景

储量和产量集中在澳大利亚和南非，需求集中在中国。锆资源储量 5600 万吨，年产量 130 万吨左右，Iluka, Rio Tinto/BHPB, Exxaro 三家公司生产占比达 67%。需求增长率平均为 4% 左右，中国增长最快，达 17%。下游中陶瓷占 55%，增长最快的是锆化学品。

**锆行业产业链情况：**锆产品原料为锆英砂，经过烧碱、水洗等处理，可以制成硅酸锆和氯化锆等初级产品；继续通过煅烧、氯化、还原等方法可制成二氧化锆、工业级海绵锆（金属锆）等产品；发达国家目前基本不参与初级锆产品的生产加工，90%氯化锆在中国生产加工，其中 85% 以上出口，主要出口美国、日本，其次是欧洲。

Figure 2 锆行业产业链



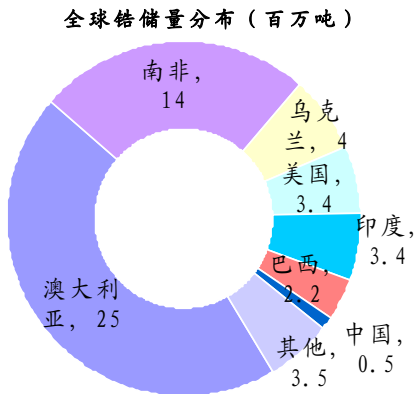
资料来源：WIND、世纪证券研究所

一、上游资源情况

**储量:** 据 USGS 统计, 全球锆储量 5600 万吨(以 ZrO<sub>2</sub> 计)。澳大利亚和南非拥有世界上最大的锆英砂储量, 分别占 45%和 25%。

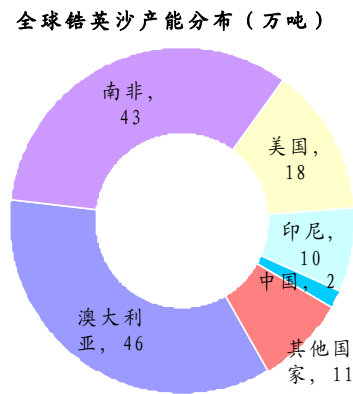
**产量:** 全球锆英砂年产量约 130 万吨左右, 主产地在澳大利亚、南非、美国等地, 澳大利亚是世界第一大锆英砂生产国, 占世界市场份额总量 1/3 以上, 南非其次, 产量占世界总量的 1/3。

Figure 3 锆储量主要集中在澳大利亚和南非



资料来源: USGS

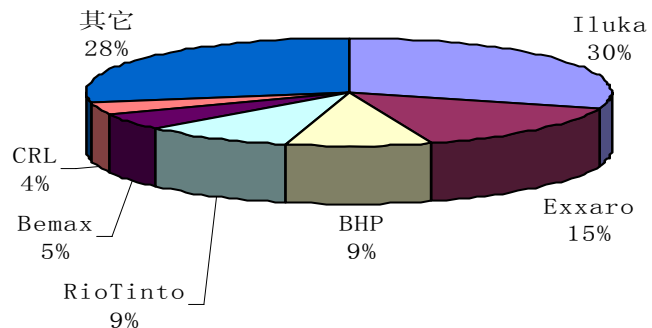
Figure 4 澳大利亚和南非生产全球 2/3 的锆英砂



资料来源: USGS

**主要生产企业:** 目前, 锆英砂生产商呈寡头垄断局势。据 TZMI 统计, Iluka, Rio Tinto/BHPB, Exxaro 三家公司生产占比 67%。2010 年, Iluka、Exxaro、BHP、Rio Tinto、Bemax、CRL 分别贡献了全球产能的 30%、15%、9%、9%、5%、4%的产能, 而剩余 28%的产能中, 印尼、中国、越南、印度的企业分别贡献了 6%、5%、3%和 2%。

Figure 5 全球锆英砂主产生企业



资料来源: WIND、世纪证券研究所

二、下游消费情况

**用途:** 锆及其制品是关系到国计民生的重要材料, 广泛地应用于电子、

陶瓷、玻璃、石化、建材、医药、纺织、航空、核能、机械以及日用品等行业。

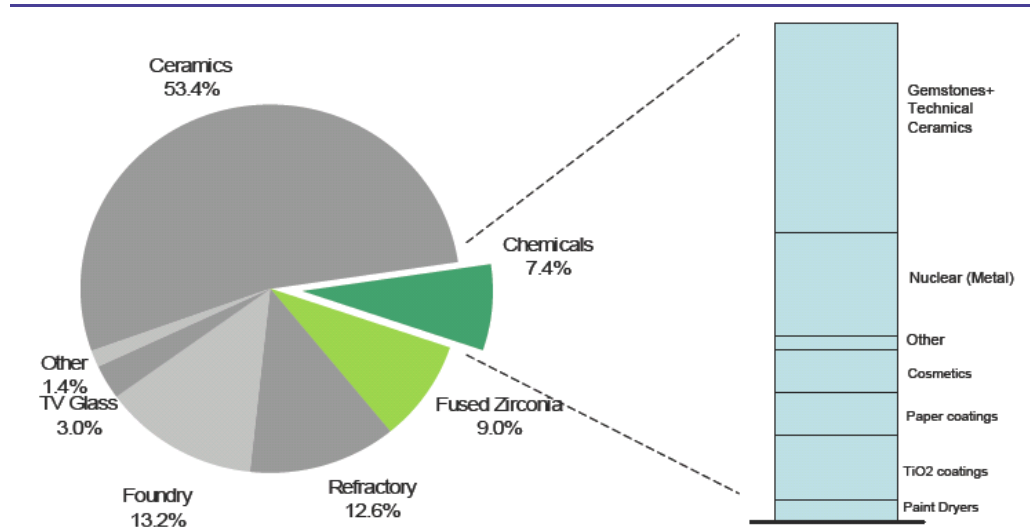
Figure 6 锆产品的用途

产品名称	用途
氟氧化锆	是制造其他锆制品的主要原材料，可用于纺织、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
二氧化锆	适用于制造精密陶瓷、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、研磨抛光等产品
硅酸锆	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
复合氧化锆	①适用于制造各类特种陶瓷、高级耐火材料、光通讯器件、氧传感器、固体氧燃料电池等产品；②该产品又称稳定性氧化锆，科技含量高，是生产氧化锆结构陶瓷的核心原料
氧化锆结构陶瓷	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、陶瓷推剪片、纺织瓷等，广泛应用于电子、石油化工、医药、机械、军工等行业
工业级海绵锆	①用于火炮弹药提高引爆、燃烧及爆炸能力；②用于制作不同用途的粉末锆；③用于制作不同用途的合金添加剂，如锆钒铁、锆硅铁、锆镍等；④用于制作不同耐蚀介质的构件；⑤用于饰品、生物材料、闪光、包装、烟花领域等。
核能级海绵锆	锆主要用作核反应堆的结构材料及核燃料的包套材料

资料来源：WIND、世纪证券研究所

**需求领域占比：**根据 Iluka 公司在 2010 年全球锆工业会议上展示材料，2009 年全球锆产品 53.4%用于陶瓷制品，7.4%用于锆化学品，9.0%用于电熔氧化锆，12.6%和 13.2%用于耐火材料和铸造，3.0%用于电视玻璃。

Figure 7 锆需求领域占比

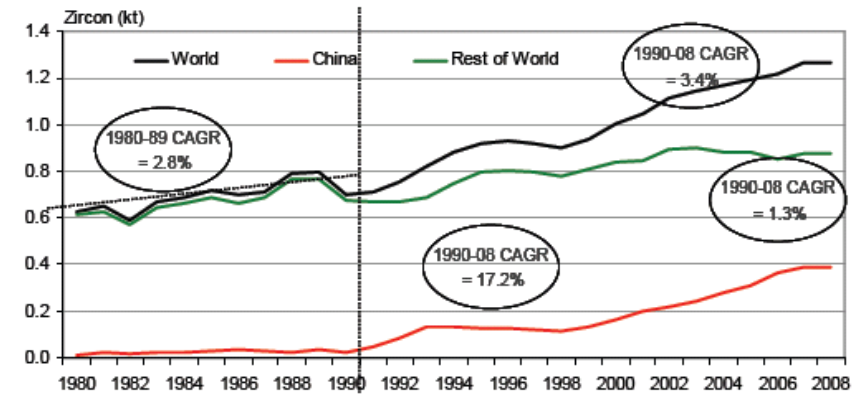


资料来源：ILUKA&TZM、世纪证券研究所

**需求增长率：**1990-2008 年全球锆行业的年增长率达到 3.4%，其中中国贡献了最大的增长率，这期间的增长率达到 17%。2009 年由于金融危机的原因，锆行业市场需求大幅萎缩，但是预计经济复苏后 2009-2012 年

锆行业年增长率将达到 11.4%，此后直至 2020 年，预计年均增长率稳定在 4.4%左右。（资料来自《全球锆市场分析与展望（2009 年）》，澳大利亚 TZ 矿物国际咨询公司）。

Figure 8 全球及中国锆英沙消费量增长情况



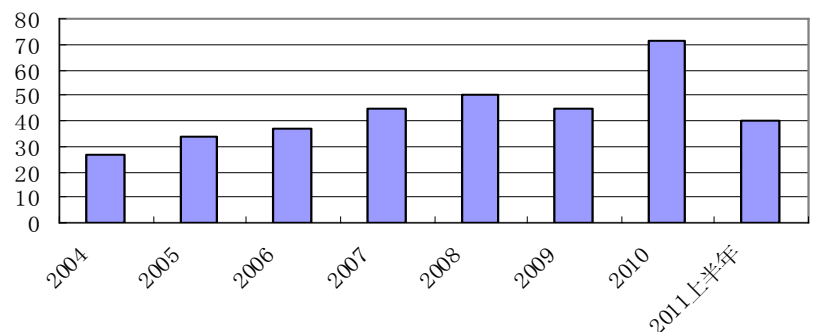
资料来源：ILUKA&TZM、世纪证券研究所

### 三、我国锆行业情况

我国已超过欧洲成为世界最大的锆砂进口国和消费国。我国锆英砂资源相对比较稀缺，总储量为 260 多万吨，按照 ZrO<sub>2</sub> 折算仅为 50 多万吨，在辽东半岛、山东半岛、福建、广东、海南诸省沿海都有分布，其中大中型矿主要在海南万宁、广东海丰等地。我国在全球锆英砂消耗量中的比例从 1998 年约 16%发展到 2009 年超过 40%，2010 年中国锆英砂进口达到创纪录水平。

Figure 9 锆英砂进口情况

我国锆矿进口量 (万吨)



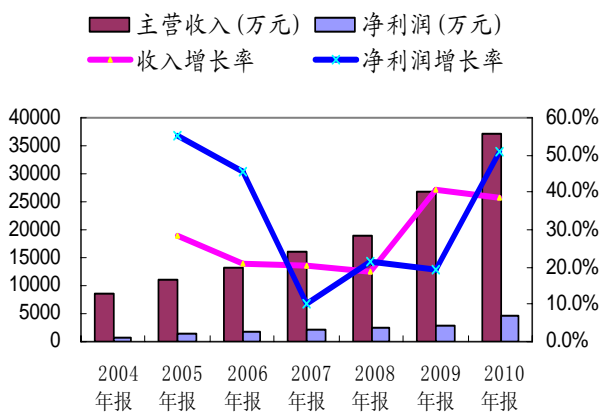
资料来源：WIND、世纪证券研究所

## 公司主营业务分析

公司主要产品为氟氧化锆、二氧化锆、硅酸锆、复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷。

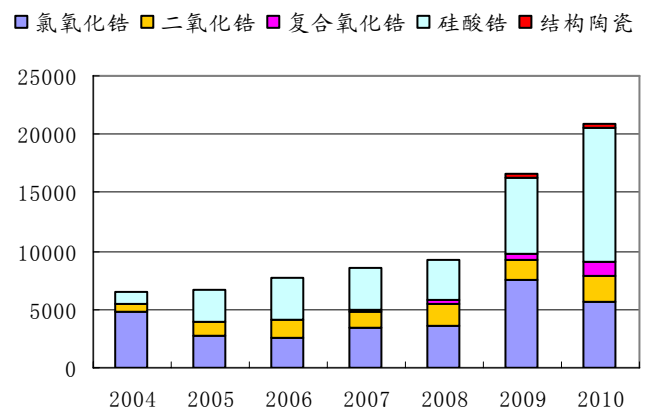
公司过去6年主营收入及净利润的平均增长率为27%和33%，主要是产能不断扩大以及产品结构向高附加值方向调整。公司07年IPO、09年非公开增发、11年非公开增发，三次融资，锆产品规模不断增加。国内基础建设、房地产以及家居装潢等行业的需求持续旺盛，导致陶瓷行业对锆产品的使用量上升，陶瓷行业主要消耗的上游材料是氟氧化锆、硅酸锆，公司氟氧化锆产能拟由15000吨增加到35000吨、硅酸锆产能已由3000吨增加到18000吨；人造宝石、精密陶瓷等产品的消费量逐年递增，极大的扩大了二氧化锆等锆制品的市场容量，公司二氧化锆的产能由1000吨增加到目前的7000吨。氧化锆结构陶瓷由于其优越的物理性质在刀具、手表等民用领域得到了大力的推广，复合氧化锆的产能也由300吨增加到2300吨，公司拟再次增加到5000吨的能力。

Figure 10 公司6年来收入利润增长率平均30%



资料来源：WIND、世纪证券研究所

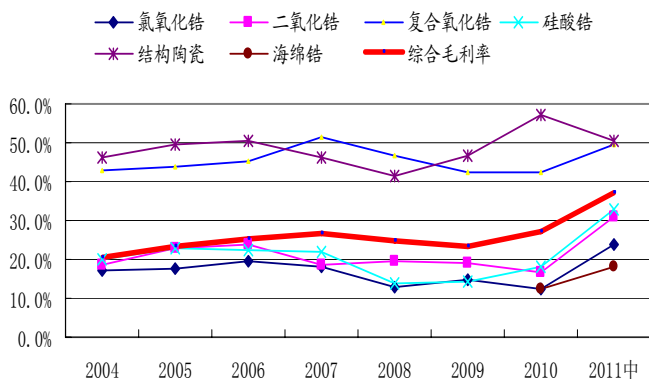
Figure 11 公司产品的销量逐年增加 (吨)



资料来源：WIND、世纪证券研究所

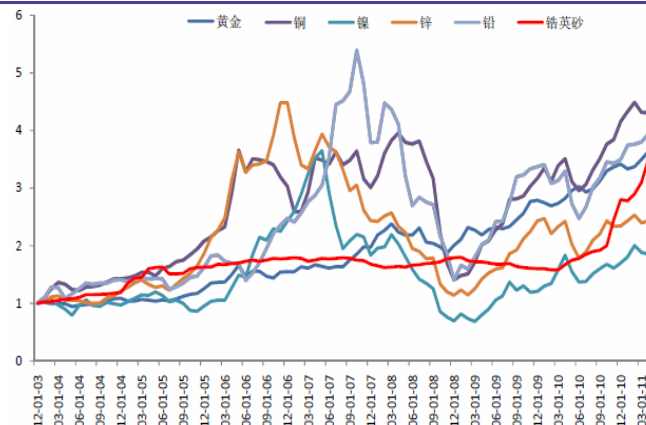
综合毛利率平均在25%左右，其中，毛利率高达40%以上的产品为复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷。2011年上半年则是受价格上涨因素的影响，公司大部分产品毛利率都有较大的提升。锆加工产品和原料锆英砂的价差不断扩大，高端产品毛利率不断提高，推动公司综合毛利率增长势头强劲。

Figure 12 各产品毛利率情况



资料来源：WIND、世纪证券研究所

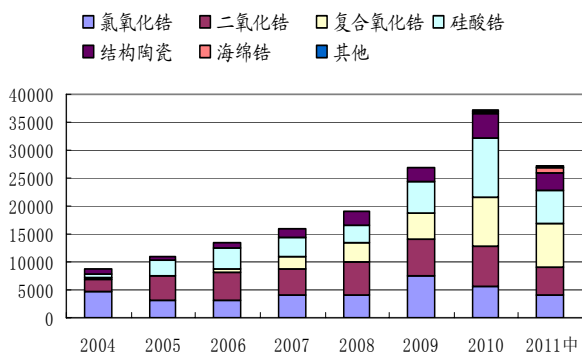
Figure 13 与其它资源相比，锆英砂涨价较晚



资料来源：WIND、世纪证券研究所

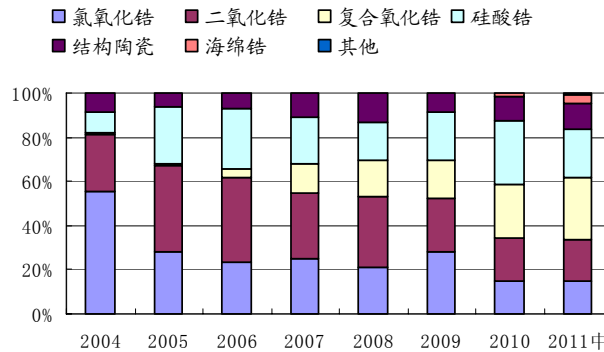
高端产品比例不断增加。随着募集项目陆续建成投产，复合氧化锆、硅酸锆和结构陶瓷在营业收入中的比例不断提高，而低毛利率的氟氧化锆和二氧化锆占比下降。

Figure 14 主营收入分产品构成 (单位: 百万元)



资料来源：WIND、世纪证券研究所

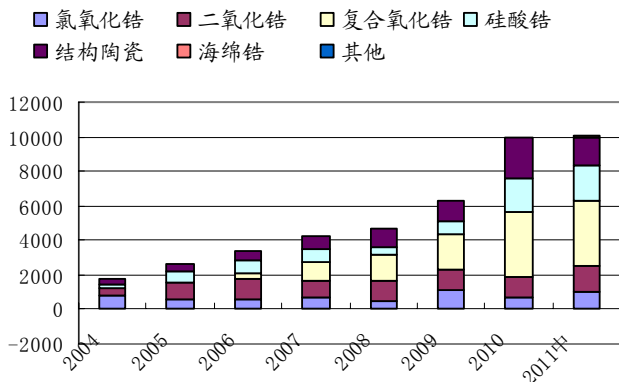
Figure 15 各产品对主营收入的贡献度 (%)



资料来源：WIND、世纪证券研究所

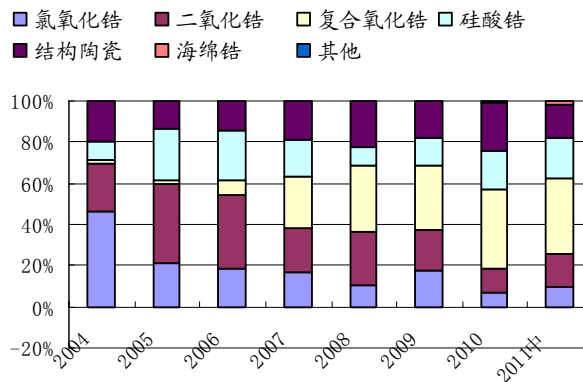
复合氧化锆对利润的贡献不断加大。

Figure 16 主营利润分产品构成 (单位: 百万元)



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 17 各产品对主营利润的贡献度 (%)



资料来源：WIND、世纪证券研究所

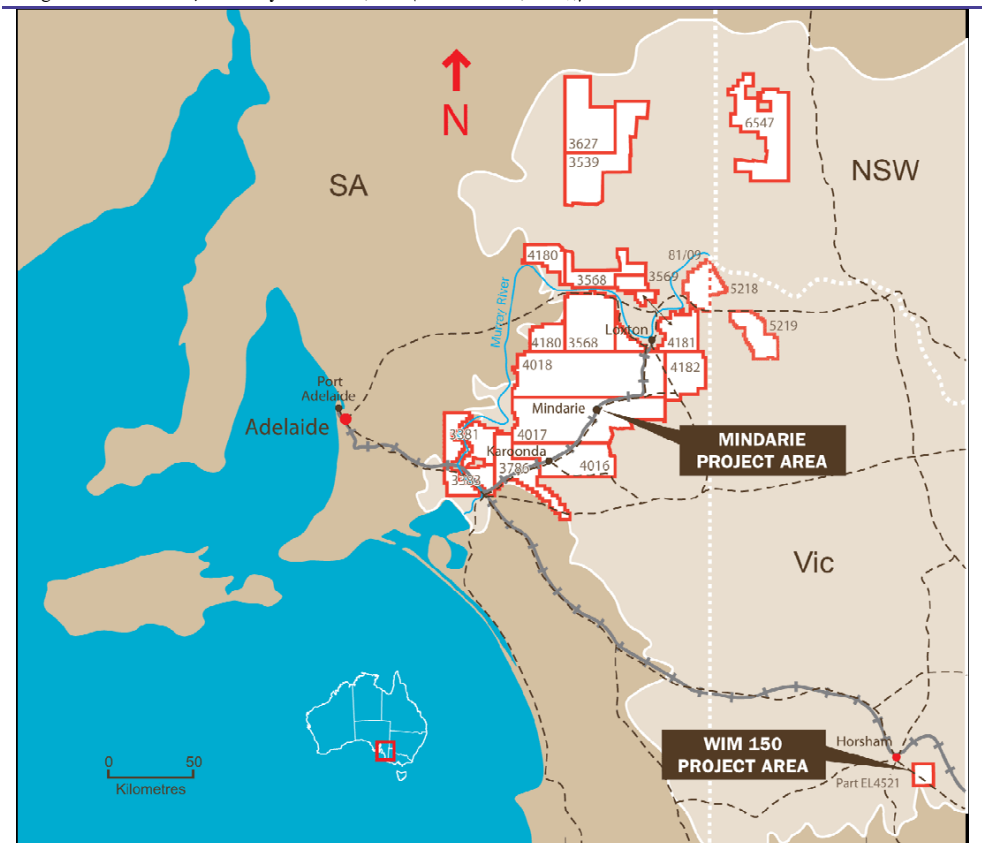
### 投资者重点关注的两点——上游资源以及下游核级锆

#### 一、联手澳大利亚 AZC 公司，控制上游资源。

公司在 2011 年、2012 年底将分别累计掌握 65 万吨、255 万吨的已探明锆英砂资源，同时尚有 15000 多平方公里矿区未进行勘探，公司未来或成为顶级锆英砂供应商。

东方锆业 2009 年与奥地利 DCM DECOmetal 有限公司（DCM 公司控制着澳大利亚 AZC 公司）达成战略合作，签署《合作意向书》。东方锆业（65%）与 AZC（35%）共同出资在澳大利亚成立合资公司（MURRAYZIRCON PTY LTD），由合资公司收购 AZC 持有的所有勘探地权、采矿地权和选矿厂土地、厂房、设备等所有的固定资产及无形资产。AZC 公司拥有两个锆矿资产，分别为：Murray Basin 矿区和 WIM150 矿区。

Figure 18 AZC 的 Murray Basin 矿区和 WIM150 矿区情况



数据来源：AZC 网站

**Murray Basin 矿区：**AZC 在澳洲主要锆钛矿产区 Murray Basin 拥有 16000 平方公里的勘探地权，大部分为锆钛矿。目前，该矿区已完成一百多平方公里的探测，其中 Mindarie 锆矿已探明锆英砂储量 100 多万吨。AZC 拥有已获得采矿权，且拥有已投入生产的 Mindarie 锆矿项目

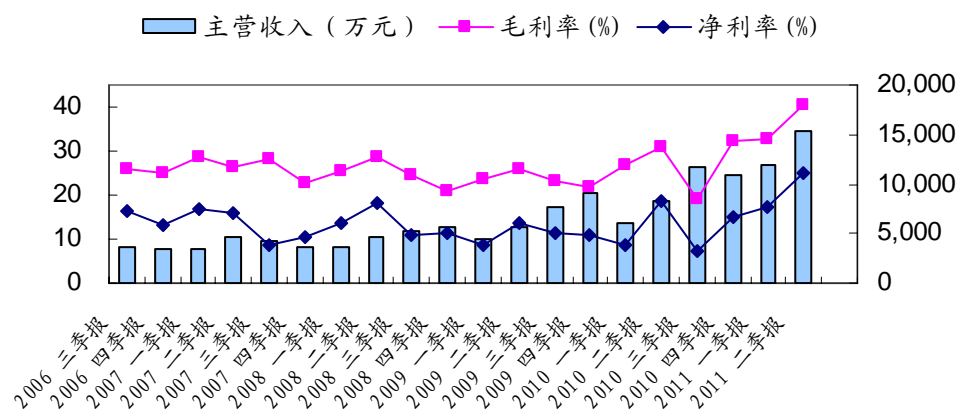
及年产能可达到 3.5 万吨锆精矿的选矿厂 100% 的权益。AZC 公司 Mindarie 锆矿项目于 2007 年 9 月开始运作,2008 年 1 月开始生产和销售锆矿,该项目已于 2009 年 10 月由于行业低迷公司资金缺乏而停产。

**WIM 150 项目:** AZC 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 项目位于澳大利亚维多利亚州,是世界级的锆矿资源。经权威资源评估机构 Snowden 公司测算,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分析,预计 3 年以后将会产生效益。

### 盈利能力的预估:

盈利主要与价格有关。2011 年 7 月,全球最大锆英砂供应商 ILUKA 宣布,第三季度将再次提价 35-40%。从 ILUKA 的提价历程来看,其合同执行价从 2010 年的 875 美元/吨,提高到 2011 年一季度的 1300 美元/吨,第二季度达到 1600 美元/吨,第三季度将达到 2200 美元/吨。原料提价后锆产品也随之提价,公司毛利率水平快速提升。下图为单季度收入及盈利情况,可以看出 2010 三季度以后,随着锆英砂价格的提升,公司产品价格上涨,使季度盈利能力快速上升,2011 年二季度平均毛利率由往年的 25% 快速上升到 40% 的历史高位。

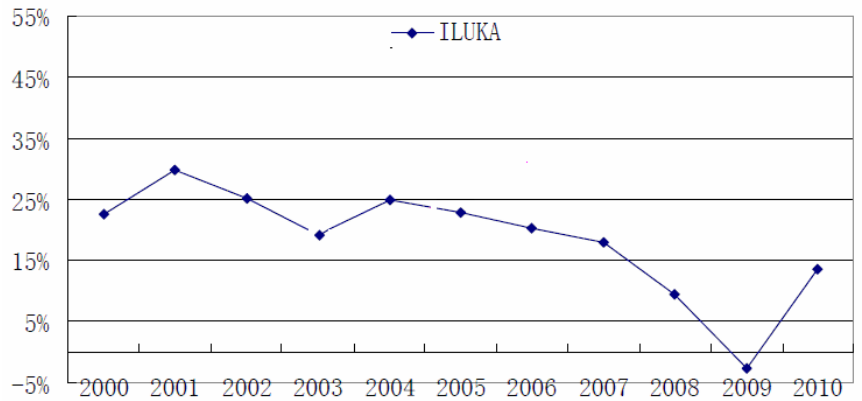
Figure 19 单季度收入及盈利情况



资料来源: WIND、世纪证券研究所

参考同在澳大利亚的 ILUKA 盈利能力,我们预计公司锆英砂成本在 1300—1500 美元/吨(考虑前期费用较大)。不过,由于品位低于 ILUKA,我们在盈利预测中保守假设未来公司澳矿毛利率为 15%。由此计算锆英砂对毛利的贡献约 10%-15%。

Figure 20 ILUKA 的毛利率情况

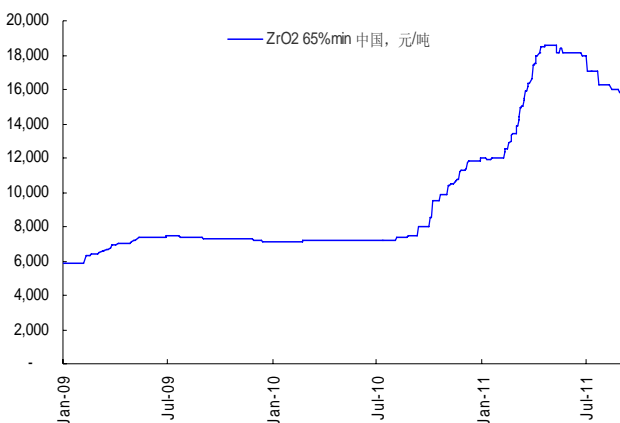


资料来源: WIND、世纪证券研究所

**我们对锆英砂价格未来走势判断。**

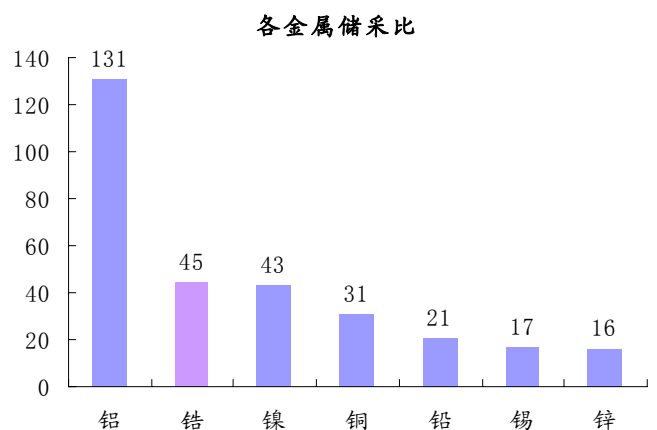
锆英砂价格在 2010 年中期开始上涨, 晚于其它大宗金属, 一方面反映出资金面对资产价格的冲击由大宗期货金属开始, 随各子行业供需变化, 不断波及小金属, 另一方面也提示投资者, 锆行业供求关系发生了一定的变化, 毕竟供求关系是资金面对价格进行炒作的基础。由于锆行业的供给集中在澳大利亚和南非, 而需求集中在中国, 因此“中国因素”很容易成为锆英砂价格上涨的理由, 但出于以下两点原因, 我们倾向于锆英砂的价格难以继续上涨。一是由于锆行业 55% 的需求在陶瓷领域, 陶瓷行业对锆的需求没有大的变化, 甚至会发生由于锆原料价格提高而减少用量的行为。二是“储采比”大意味着锆英砂不缺, 在高毛利的环境中容易扩大产量, 因此我们认为锆价的快速上涨有一定资金炒作的因素在内。不过, 锆英砂回到 8000 元/吨的可能性也不大, 主要原因在于成本的上涨, 特别是主产地电价、人工、汇率成本上涨。

Figure 21 锆英砂价格走势



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 22 各金属储采比



资料来源: WIND

## 二、收购朝阳百盛锆业，进军核级锆

核级锆是锆产业链的最高端产品，公司在2010年收购了朝阳百盛锆业，拥有了国内唯一一条核级锆生产线。不过，一方面由于核能因日本地震核污染事件放慢了发展的速度，另一方面，公司对核能技术以及对朝阳的整合都需要时间，我们预计近两三年内不会产生明显的收益。即使是有盈利，因供求关系也难有高收益。

核级锆是锆产业链的最高端产品。目前全球只有美国华昌、西屋电气公司，法国CEZUS和俄罗斯切别兹基机械厂4家公司掌握生产核能级海绵锆技术，其产能总和为8800吨/年，产量大约在7000吨左右。由于锆属于高耗能、高污染行业，产能有向中国、印度等核能发展迅速、环保要求较弱的国家转移的趋势。目前国内宣布生产核级海绵锆的企业，均和这几家公司合资。

Figure 23 全球仅四家公司掌握核能级海绵锆生产技术

国家	公司	产能(吨)
美国	Allegheny Technologies Wah Chang	3600
	Western Zirconium	2000
法国	Cezus-Areva	2200
俄罗斯	Chepetsky Mechanical Plant	1000
<b>总计</b>		<b>8800</b>

资料来源：WIND、世纪证券研究所

发展核电的脚步有可能放慢，但方向不会改变，是大势所趋。目前，国际上核电占发电总量的比例已经达到16%，发达国家高达26%，而我国目前却不足3%。为此，国家提出积极发展核电的规划，为我国锆铪行业，特别是海绵锆铪及其加工产品的研发、生产，提供了重要的发展机遇。然而前期日本地震导致的核泄漏，引发全世界对核能安全的重视。但我们认为，节能减排是国家重要政策目标，清洁能源的大规模发展是大势所趋。目前可以替代核电的能源包括太阳能、风能、水电等。基于风电、太阳能、水电发展都受到自然条件限制或季节性的影响；太阳能发电的设备投资额较高，使用寿命相对较短等因素，目前均不具备完全替代核电完成节能减排任务的能力。从日本地震后，中国陆续出台的产业政策来看，国家依然鼓励核电产业的发展，并从加强核安全的角度，推动行业健康发展。

Figure 24 我国核电站分布情况



资料来源: WIND、世纪证券研究所

国内发展核电所需核级锆的估算。预计公司核级锆即使是有盈利，因供求关系也难有高收益。

如果按照国家核电发展规划，到 2020 年，我国核电装机容量将达到 7000 万千瓦。目前装机容量约为 1000 万千瓦。假设未来 9 年新建 6000 万千瓦，则每年新建 700 万千瓦左右，依据国际核电建设标准，每万千瓦核电首炉装机容量需锆材 0.3~0.35 吨，则每年需锆材 250 吨左右；另外，核电站每年需要更换 1/3 锆材，则每年需锆材 300—1000 吨；从核级海绵锆加工成锆材，成材率大约 50%，因此估算 2011 年海绵锆需求量为 1000 吨左右，2020 年海绵锆需求量为 3000 吨左右。当前在建拟建的产能达到 5150 吨，供求关系并不紧张。

Figure 25 国内核能级海绵锆相关公司

公司	地址	核级锆规模 (吨/年)	技术来源
国核宝钛	南通	2000 (在建), 2000 (远景)	美国西屋
晶安高科	安义	2000 (拟建)	法国阿海珐
东方锆业	广东	1000 (拟建)	法国阿海珐
百盛锆业 (被东方锆业收购)	朝阳	150 (已建)	法国阿海珐
<b>总计</b>		<b>5150</b>	

资料来源: WIND、世纪证券研究所

### 盈利预测

假设如下:

- 1、假设 Mindaire 项目今年可恢复采矿, 2012 年、2013 年产出锆英砂 2.5 万吨\3.5 万吨, 由于品位低于 ILUKA, 由此假设毛利率等低于 ILUKA。在本次的预测中, 没有考虑 WIM150 可能的贡献。
- 2、考虑到锆英砂的供应集中、需求主要集中在中国的结构, 假设未来两年锆英砂价格在高位, 基本与目前持平。以锆英砂为基础的其它锆品的价格也保持稳定。
- 3、由于公司 2010 年前投产的项目包括 1、09 年非公开发行的 6000 吨二氧化锆项目 (90%完成); 2、09 年非公开发行的 1.5 万吨硅酸锆 2010 年 6 月投产; 3、自筹资金的复合氧化锆 2000 吨项目; 4、自筹资金的电熔锆 3000 吨项目, 因此 2011 年销量有大幅提高。

Figure 26 公司各产品销量的假设如下 (单位: 吨)

	2010	2011E	2012E	2013E
锆英砂	0	0	25000	35000
氟氧化锆	5705	3000	1000	3000
二氧化锆	2141	4000	6000	7000
复合氧化锆	1168	1700	2500	3500
硅酸锆	11463	15000	16000	17000
结构陶瓷	424	600	800	1000
工业级海绵锆	0	50	200	400
核级海绵锆	0	0	0	100

资料来源: 世纪证券研究所

Figure 27 盈利预测

	2010 年报	2011 中	2011E	2012E	2013E
营业总收入(万元)	37043	27160	98500	149800	199300
营业成本(万元)	27044	17052	67260	105825	140920
营业税金及附加(万元)	189	143	493	749	997
销售费用(万元)	725	410	1970	2996	3986
管理费用(万元)	2613	1560	6895	8988	9965
财务费用(万元)	1834	1236	4925	7490	9965
资产减值损失(万元)	307	(70)	0	0	0
营业利润(万元)	4335	6829	16958	23752	33468
加: 营业外收入(万元)	1028	140	0	0	0
减: 营业外支出(万元)	123	34	0	0	0

利润总额(万元)	5240	6936	16275	23752	33468
减: 所得税(万元)	685	1066	2441	3563	5020
净利润(万元)	4555	5870	13834	20189	28447
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4555	5870	13834	20189	28447
每股收益:	0.22	0.28	0.67	0.98	1.37

资料来源: 世纪证券研究所

估值及评级。公司过去6年收入及利润的增长速度约30%，我们认为给公司30倍PE较为合理，虽然公司股价受锆项砂价格上涨的影响而出现大幅上涨，我们认为短期之内股价已有较多的资源溢价在内，但是考虑到公司在深加工领域的长远发展以及未来澳矿的进一步注入预期，给与“增持”评级。

#### 风险因素分析

- 1、全球经济下滑，锆价下跌的风险。
- 2、收购澳矿不顺利，或者澳矿没有如期达产。

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.