



Research and
Development Center

布局资源 深耕加工

—— 东方锆业 (002167.sz) 跟踪报告

2012年07月24日

范海波
有色/钢铁行业分析师

证券研究报告

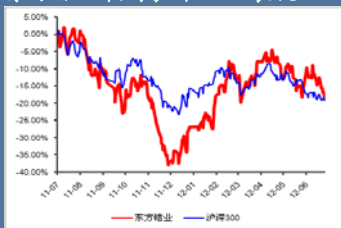
公司研究——跟踪报告

东方锆业 (002167.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2012.02.28

东方锆业相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-7-23)

收盘价 (元)	16.90
52 周内股价波动区间 (元)	17.53-4.77
最近一月涨跌幅 (%)	(3.03)
总股本 (亿股)	4.14
流通 A 股比例 (%)	78.49
总市值 (亿元)	72.86

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层研究开发中心
邮编: 100031

范海波 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

相关研究

《东方锆业: 资源加工双驱动》2012.2
《有色钢铁行业年度投资策略: 行到水穷处 坐着云起时》2012.2

布局资源 深耕加工

跟踪报告

2012 年 07 月 24 日 目标价: 21.5 元

本期内容提要:

- ◆ **Mindarie C 矿体重获开采。**Mindarie C 矿体首批重矿砂将于今年 4 季度产出。我们推测 2012-2014 年东方锆业每年对锆英砂需求量分别为 2.7 万吨、3.9 万吨、3.9 万吨。在不考虑其他矿体重启的情况下,从明年开始,仅 Mindarie C 矿体就可以保证公司至少 60%以上的锆英砂供应。
- ◆ **分离筛选副产品贡献投资收益。**Mindarie C 矿体分离出的金红石、白钛石、独居石、钛铁矿等产品也将为公司带来投资收益,这些产品的年产量价值约 3.72 亿元,与锆英砂的价值基本相当。
- ◆ **“中国锆城”开工建设,核级海绵锆项目明年建成。**公司 1000 吨核级海绵锆项目预计明年建成,产能将达到 1150 吨。一旦核电项目重启兑现,核电设备和耗材厂商将重点受益。
- ◆ **股价催化剂: WIM150 银行融资可行性研究有望下半年完成。**一旦 WIM150 矿区转移进入合资公司,东方锆业有望成为全球顶级锆英砂供应商。此外,核电重启和小金属收储等政策预期也将成为公司未来股价催化剂。
- ◆ **盈利预测、估值及投资评级:**我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.33 元、0.77 元和 0.76 元,对应市盈率分别为 51 倍、22 倍和 22 倍,目标价格 21.5 元。在当前估值水平下,价格仍有提升空间,继续维持我们给出的“增持”评级。
- ◆ **风险因素:**核电重启计划落空;Mindarie C 矿体开采计划推迟;WIM150 项目进展缓慢;欧盟对中国出口陶瓷刀具征收高额反倾销税。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	370.43	549.53	766.61	1151.57	1260.41
增长率 YoY %	38.31%	48.35%	39.50%	50.22%	9.45%
净利润(百万元)	45.55	92.12	137.14	318.30	313.60
增长率 YoY%	51.02%	102.23%	48.87%	132.09%	-1.48%
毛利率%	26.99%	37.25%	35.44%	46.33%	43.48%
净资产收益率 ROE%	7.92%	8.86%	8.86%	17.92%	14.99%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.48	0.33	0.77	0.76
市盈率 P/E(倍)	68	35	51	22	22
市净率 P/B(倍)	5.8	2.4	4.3	3.6	3.1

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 7 月 23 日收盘价

目录

投资聚焦	1
东方锆业澳洲项目进展	2
Mindarie C 矿体重获开采	3
WIM150 银行融资可行性研究有望下半年完成	5
Mindarie C 矿体重获开采有助于减轻公司对澳洲矿企的依赖	6
锆英砂价格维持高位, Mindarie C 矿体可为公司节约采购成本	8
“中国锆城”开工建设, 东方锆业两项目明年建成	8
相关假设及盈利预测	10
基本假设	10
估值与投资评级	11
市值储量价值比	11
相对估值	12
综合估值与投资评级	13
风险因素	13

图目录

图 1: 东方锆业澳洲子公司	2
图 2: 东方锆业澳洲项目位置	2
图 3: 已探明锆储量 (单位: 千吨)	6
图 4: 2012 年 5 月份国内锆矿砂进口 (按国别)	6
图 5: 国际锆英砂价格 (单位: 美元/吨)	8
图 6: 国内锆英砂价格 (单位: 元/吨)	8
图 7: 东方锆业锆制品产业链	9
图 8: 氯化锆产品采购价格和毛利率情况	9

表目录

表 1: Mindarie 矿区采矿权	3
表 2: Mindarie 矿区矿石资源 (Mineral Resource Estimate)	4
表 3: Mindarie C 矿体年产量总价值	4
表 4: Mindarie 矿区矿石资源总价值	4
表 5: WIM 150 矿区矿石资源 (Mineral Resource Estimate)	5
表 6: WIM150 矿体年产量总价值	5
表 7: WIM150 矿区矿石资源总价值	5
表 8: ILLUKA 矿区矿石资源总价值	6
表 9: ILLUKA 主要经营数据 (单位: 元/吨, 千吨)	7
表 10: 公司产能情况	9
表 11: 国内核级海绵锆生产企业	10
表 12: 公司各产品销售价格与销量 (单位: 元/吨, 吨)	10
表 13: 原材料采购价格与数量 (单位: 元/吨, 吨)	11
表 14: ILLUKA、Kenmare 与东方锆业市值储量价值比 (单位: 百万元、百万吨)	12
表 15: 同类公司估值比较	12

投资聚焦

主要内容

东方锆业是国内目前最完整的锆产品生产企业，产品覆盖氟氧化锆、硅酸锆、二氧化锆等传统锆制品，以及复合氧化锆、结构性陶瓷、海绵锆等新兴锆制品。今年4月20日其全资子公司铭瑞锆业收到南澳州资源部通知，Mindarie C矿体《环境保护和复垦方案》获得南澳州资源部批准，此举意味着 Mindarie C 矿体政府审批工作已经全部完成，铭瑞锆业可以根据自身生产筹备情况启动矿区运营。本篇报告我们主要从 Mindarie C 矿体和 WIM150 矿区资源储量的角度，分析 Mindarie C 矿体投产对公司带来的影响。

投资逻辑

Mindarie C 矿体将为公司节约部分采购成本，分离筛选出的金红石、白钛石、独居石等产品也将为公司带来收益。此外，明年公司非公开增发项目也将建成，核级海绵锆的产能将从现在 150 吨增加到 1150 吨。我们预计公司毛利率在 2013 年有较大幅度提升，明年公司将迎来业绩的快速增长。

股价催化剂

未来促使二级市场股票价格变化的因素主要在于 WIM150 矿区的进展。一旦 WIM150 矿区转移进入合资公司，东方锆业有望成为全球顶级锆英砂供应商。此外，核电重启和小金属收储等政策预期也将成为公司未来股价催化剂。

关键假设、盈利预测与投资评级

我们预计公司 2012-2014 年归属母公司的净利润分别为 1.37 亿元、3.18 亿元和 3.14 亿元（2012 年和 2013 年归属母公司净利润较上次预测分别变动-15.47%和 6.04%），未来三年净利润增速分别为 48.87%、132.09%和-1.48%，对应 2012-2014 年 EPS 为 0.33 元、0.77 元和 0.76 元，对应市盈率分别为 51 倍、22 倍和 22 倍，未来六个月的目标价 21.5 元。在当前估值水平下，价格仍有提升空间，继续维持我们给出的“增持”评级。

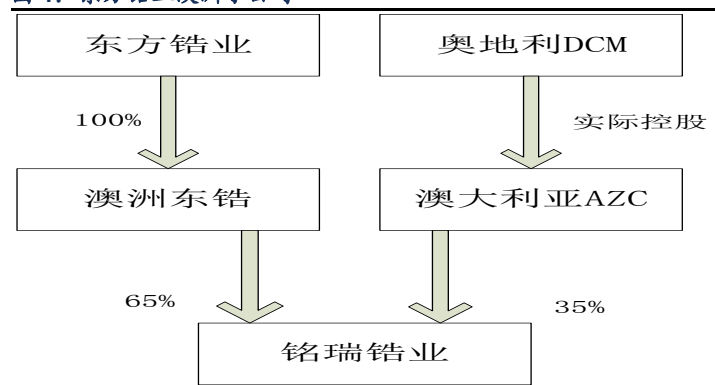
主要风险

1、核电重启计划落空；2、Mindarie C 矿体开采计划推迟；3、WIM150 项目进展缓慢；4、欧盟对中国出口陶瓷刀具征收高额反倾销税。

东方锆业澳洲项目进展

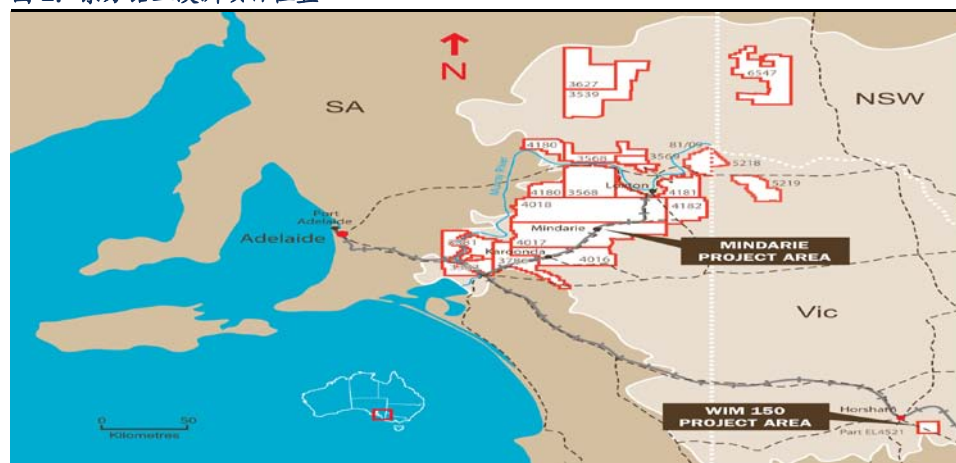
2011年6月29日东方锆业全资子公司澳洲东锆与 Australian Zircon NL（简称AZC）成立合资公司铭瑞锆业，AZC 将除其拥有的WIM150项目权益以外的所有资产，包括但不限于在 Murray Basin 拥有的采矿权、AZC 拥有已获采矿权曾投入生产的 Mindarie 锆矿项目及年产能达到 35,000 吨锆精矿的选矿厂及占用的土地资产等，转移进入合资公司。

图 1：东方锆业澳洲子公司



资料来源：信达证券研发中心

图 2：东方锆业澳洲项目位置



资料来源：信达证券研发中心

Mindarie C 矿体重获开采

铭瑞铝业于 2012 年 4 月 20 日收到南澳州资源部通知：Mindarie C 矿体《环境保护和复垦方案》获得南澳州资源部批准，此举意味着 Mindarie C 矿体政府审批工作已经全部完成，铭瑞铝业可以根据自身生产筹备情况启动矿区运营。

Mindarie C 矿体将采用露天开采方式，将矿砂与水混合后，把泥浆用泵浆管路输送至初级选矿厂。以重力分选方式产出的重矿物分别通过公路和铁路运送至阿德雷德港（Port Adelaide）出口，海运至中国进行精选，分离筛选出最终的锆英砂、金红石、白钛石、独居石、钛铁矿等。锆英砂是东方铝业用以生产硅酸锆和氯化锆的上游产品，锆英砂价格的波动对公司毛利率会产生较大影响；而分离出的金红石、白钛石等产品也将为公司带来可观的收入。

Mindarie 矿区分析

铭瑞铝业现有 9 个采矿权，矿区面积达到 82 平方公里，已经达到 JORC 标准的可采储量为 5810 万吨重矿砂资源储量，平均重矿物品位 4.3%，重矿物中平均锆含量 21.2%，白钛石含量 6.4%，金红石含量 4.8%，钛铁矿含量 64.8%，内含可利用锆储量约 53 万吨。

表 1: Mindarie 矿区采矿权

证件类型	证书编号	矿体	申请日期	期限	面积（平方公里）
采矿权	ML 6220	Mindarie A(2)	2006-5-9	2016-5-8	6.391
采矿权	ML 6226	Mindarie C	2006-5-9	2016-5-8	19.3835
采矿权	ML 6223	Amiens	2006-5-9	2016-5-8	13.9565
采矿权	ML 6224	Mindarie A(1)	2006-5-9	2016-5-8	4.043
采矿权	ML 6137	Mercunda North	2003-10-17	2013-10-16	6.026
采矿权	ML 6225	Mercunda East	2006-5-9	2016-5-8	0.847
采矿权	ML 6221	Long Tan	2006-5-9	2016-5-8	9.938
采矿权	ML 6219	Lone Pine North	2006-5-9	2016-5-8	9.587
采矿权	ML 6222	Halidon	2006-5-9	2016-5-8	11.914
9 个采矿权总面积					82.086

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

随着 Mindarie C 矿体的开采，公司将同时推进其它矿体开采的技术和环境准备工作，并适时向政府申报矿体开采的 PEPR 文件，铭瑞铝业还投入大量资源在现有勘探权的土地范围内进行新的勘探。我们将对其他矿体的推进工作予以密切关注。

表 2: Mindarie 矿区矿石资源 (Mineral Resource Estimate)

	矿产资源(万吨)	重矿物品味 (%)	锆含量 (%)	白钛石含量 (%)	金红石含量 (%)	钛铁矿含量 (%)
探明	4330	3.6	21.9	6.1	5.1	63.9
控制	12740	3.1	17.8	6.6	4.6	66.3
推测	530	3.3	17	5.1	3.9	67.2
合计	17600	3.2	18.8	6.4	4.7	65.7

资料来源: AZC, 信达证券研发中心

Mindarie C 矿体预计重矿砂中矿 (含锆、金红石、钛铁矿等) 将于 2012 年 4 季度产出, 按现有产能设计规模预计年产重矿砂约 12 万吨, 预计年产出锆英砂 2.5 万吨、金红石 0.52 万吨、白钛石 0.65 万吨, 独居石 0.1 万吨、钛铁矿 6.84 万吨。根据我们的测算, 除去锆英砂外, 其他产品年产量价值约 3.72 亿元, 与锆英砂的价值基本相当。

表 3: Mindarie C 矿体年产量总价值

	年产量(万吨)	市场价格 (元/吨)	产量价值 (万元)
锆英砂	2.5	16000	40,000
金红石	0.52	15360	7,987
白钛石	0.65	15360	9,984
独居石	0.1	32000	3,200
钛铁矿	6.84	2350	16,074
Mindarie C 矿体年产量总价值			77,245

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

澳大利亚是独居石的生产大国, 独居石是作为生产锆英砂和金红石及钛铁矿的副产品加以回收。我们根据 Mindarie C 矿体生产计划分析(独居石 0.1 万吨, 锆英砂 2.5 万吨), 独居石与锆英砂的比例为 1:25。我们根据 Mindarie 矿区锆英砂资源量 105.88 万吨, 推测出此矿区独居石资源量约 4.24 万吨。

表 4: Mindarie 矿区矿石资源总价值

	矿产总量(万吨)	市场价格 (元/吨)	矿产价值 (万元)
锆英砂	105.88	16000	1,694,106
白钛石	36.04	15360	553,648
金红石	26.47	15360	406,585
钛铁矿	370.02	2350	869,553
独居石 (推断)	4.24	32000	135,528
Mindarie 矿区矿石资源总价值			3,659,420

资料来源: 信达证券研发中心

WIM150 银行融资可行性研究有望下半年完成

WIM150 矿区位于澳大利亚维多利亚州西部 Wimmera 地区，在 Horsham 东南方向大约 20 公里。公开资料显示，WIM150 项目是世界级的锆矿资源。经权威资源评估机构计算，项目核心区域符合 JORC 标准的锆资源已达到约 360 万吨。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。因此，如果该项目收购完成，东方锆业有望成为全球顶级锆英砂供应商。

表 5: WIM 150 矿区矿石资源 (Mineral Resource Estimate)

	矿产资源 (万吨)	重矿物品味 (%)	锆含量 (%)	白钛石含量 (%)	金红石含量 (%)	钛铁矿含量 (%)
探明	3500	4.2	15.1	10.5	7.9	31.9
控制	69200	3.9	12.6	11.4	8.5	30.6
合计	72700	3.9	12.7	11.4	8.5	30.7

资料来源: AZC, 信达证券研发中心

根据公司公告，目前 WIM150 项目的权属争议已解决，暂由 AZC 运营的 WIM150 项目可行性研究工作进展顺利，但因工作量较大，WIM150 矿区未能在 2012 年 4 月 30 日前转入铭瑞锆业。银行融资的可行性研究 (BFS) 有望在 2012 年的下半年完成。

WIM150 矿区先从矿床南部开采，后期逐渐开采至北部。开采速度为每年 1200 万吨矿石，预计每年产出 67.5 万吨重矿，其中包括 14.6 万吨钛铁矿，13 万吨锆砂，2 万吨独居石和 1.05 万吨钛矿 (金红石和白钛矿)。

表 6: WIM150 矿体年产量总价值

	年产量 (万吨)	市场价格 (元/吨)	产量价值 (万元)
锆英砂	13	16000	208,000
金红石白钛石	1.05	15360	16,128
独居石	2	32000	64,000
钛铁矿	14.6	2350	34,310
WIM 150 年产量总价值			322,438

资料来源: AZC, 信达证券研发中心

根据 WIM150 矿体生产计划分析 (独居石 2 万吨，锆英砂 13 万吨)，独居石与锆英砂的比例为 2:13。已知 WIM150 矿区锆英砂资源量 360 万吨，我们推测出此矿区独居石资源量 55.38 万吨。

表 7: WIM150 矿区矿石资源总价值

	矿产总量 (万吨)	市场价格 (元/吨)	矿产价值 (万元)
锆英砂	360	16000	5,761,330

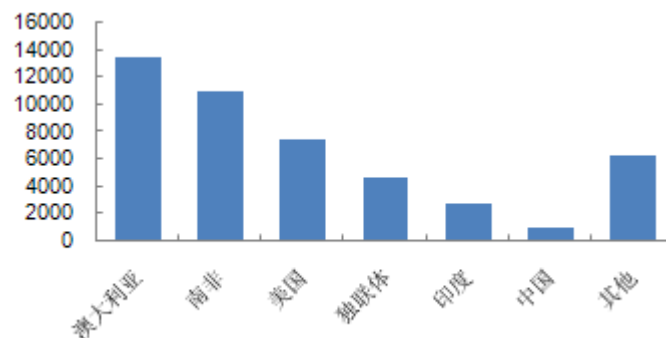
白钛石	323	15360	4,964,724
金红石	241	15360	3,701,768
钛铁矿	870	2350	2,045,527
独居石(推断)	55	32000	1,772,717
WIM 150 矿区矿产总价值			18,246,065

资料来源: AZC, 信达证券研发中心

Mindarie C 矿体重获开采有助于减轻公司对澳洲矿企的依赖

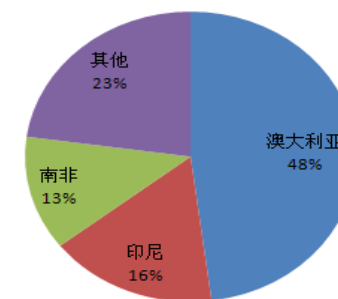
锆在地壳中的含量十分丰富, 主要以锆英砂的形式存在。但是我国锆资源储量仅居世界第九位, 已探明的储量仅为澳大利亚的 7%。

图 3: 已探明锆储量 (单位: 千吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 2012 年 5 月份国内锆矿砂进口 (按国别)



资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

ILUKA 公司是澳洲大型矿砂生产企业, 公司主要供应锆英砂、金红石等产品, Murray Basin (莫里盆地) 项目是 ILUKA 金红石和锆矿的主要来源。

表 8: ILUKA 矿区矿石资源总价值

地区	矿石类别	矿石量 (百万吨)	矿石品位 (%)	各种矿物比例 (%)		
				钛铁矿	锆	金红石
Eucla Basin	Measured	195.3	3.7	28	49	4
	Indicated	80.8	1.8	13	60	5
	Inferred	146.2	6.5	66	15	2
Eucla Basin 合计		422.3	4.3	47	32	3
Murray Basin	Measured	23.8	19.1	51	11	15

	Indicated	124.7	18.7	56	11	13
	Inferred	81.1	12.6	50	10	15
Murray Basin	合计	229.5	16.6	54	10	14
	Measured	528.8	5.6	58	10	5
Perth Basin	Indicated	355.8	5.3	57	10	5
	Inferred	257.4	4.7	57	9	5
Perth Basin	合计	1,142.1	5.3	57	10	5
	Measured	28	4.5	70	15	0
Virginia	Indicated	20.1	7.9	70	8	0
	Inferred	10.7	6.9	66	6	0
Virginia	合计	58.8	6.1	69	10	0
矿石量总计		1852.7	6.5	55	13	7

资料来源: ILUKA, 信达证券研发中心

东方锆业与 ILUKA 建立了原材料采购关系。伴随着锆矿砂价格的上涨, ILUKA 2011 年净利润同比增长 1400.8%, 产品在 2011 年提价 4 次。锆英砂平均销售价格从 2010 年 550 美元/吨上涨至 2011 年 1150 美元/吨, 2011 年底销售价格为 2400 美元/吨, 今年上半年锆英砂销售均价 2500 美元/吨。金红石的平均销售价格从 2010 年的 550 美元/吨上涨至 2011 年 1150 元/吨, 2011 年底销售价格 1340 美元/吨, 今年上半年 ILUKA 金红石销售均价 2400 美元/吨。2011 年 ILUKA 所有产品单位生产成本 538 美元/吨, 2012 年预计为 650 美元/吨。

表 9: ILUKA 主要经营数据 (单位: 元/吨, 千吨)

		2010 年	2011 年	2012 年预测
ILUKA	锆砂平均售价	7040	12096	16000
	单位生产成本	5683	6086	6880
	锆英砂产量	412.9	601.5	500
	锆英砂销量	478.7	514.5	/
东方锆业	锆英砂采购价格	6494	6701	/

资料来源: ILUKA, 信达证券研发中心

我们推测 2012-2014 年东方锆业每年对锆英砂的需求量分别为 2.7 万吨、3.9 万吨、3.9 万吨。按照 Mindarie C 矿体每年生产锆英砂 2.5 万吨测算, 在不考虑其他矿体重启的情况下, 从明年开始, 仅 Mindarie C 矿体就可以保证公司至少 60% 以上的锆英砂供应。从地理位置上看, 尽管 ILUKA 矿体与 Mindarie C 位置相邻, 由于矿区地质不同, 我们预计 Mindarie C 生产成本略高于 ILUKA 大概 50-100 美元左右。

锆英砂价格维持高位，Mindarie C 矿体可为公司节约采购成本

今年上半年，ILUKA 锆英砂产品销售价格保持稳定，由于价格较高，中国国内市场逐步出现锆英砂滞销的现象。为了保证价格稳定，ILUKA 决定今年减少 7 万吨锆英砂产量，且往后每年减少 1.7 万吨锆英砂产量。

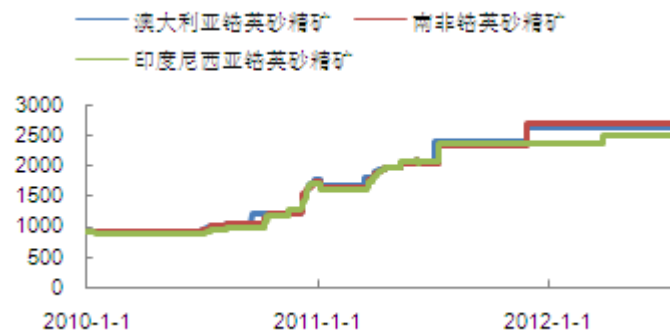
印尼方面，受到印尼政府五月份实施的矿业新政的影响，目前国内难有印尼货源进入国内。即使后期有货源进入国内，由于矿产品的出口税率的提升，我们预测，进口印尼锆英砂的价格会略有上升。

越南方面，随着越南政府禁矿令的实施，并加大对非法出口矿产品的打击力度，越南矿源越来越少，越南产锆英砂的价格将继续坚挺。

中国锆英砂产地主要集中在海南文昌和万宁，广东的湛江。国内只有海南文昌的锆英砂精矿品质最好，万宁和湛江主要生产普通锆英砂。每年 7 月份至 10 月份是海南多雨季节，不利于锆英砂晒干，未来几个月海南锆英砂产量将略有下降。

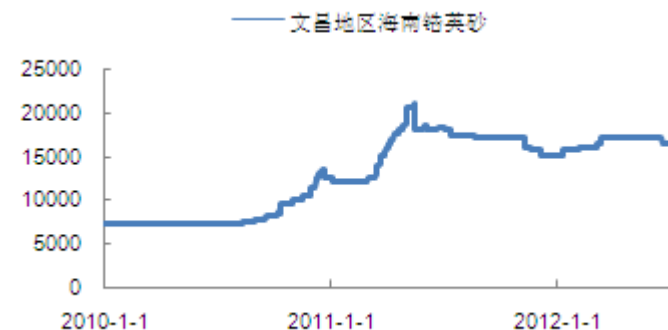
我们认为，今年锆英砂价格可能不会出现去年大幅上涨的情况，但是也不可能出现大幅度下跌，因此锆英砂价格的居高不下对锆产品下游加工企业影响较大。

图 5: 国际锆英砂价格 (单位: 美元/吨)



资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

图 6: 国内锆英砂价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

“中国锆城”开工建设，东方锆业两项目明年建成

6 月 21 日，汕头市一号工程“汕头·中国锆城”首期项目开工仪式在澄海区隆重举行，中核集团、广东省、汕头市和澄海区有关领导和嘉宾出席了开工仪式。中国锆城首期项目总投资 23 亿元，除东方锆业的两个项目外，同时开工建设的项目还包括中核集团条带等项目，以及东瓷表业陶瓷表配件项目。公司公告显示，1000 吨核级海绵锆项目预计明年下半年建成；另外，

公司自筹资金投资的 2700 吨复合氧化锆项目预计也将在明年建成。

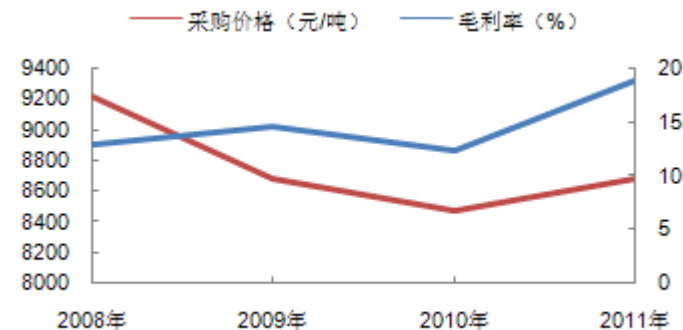
氯化锆是生产其它锆制品如二氧化锆、复合氧化锆及海绵锆主要原材料。随着公司下游锆制品产能的释放，对氯化锆的需求日趋上涨。今年 7 月，公司年产 20000 吨氯化锆项目可达到预定使用状态。我们预计从 2013 起，公司氯化锆自给率将达到 100%。伴随着氯化锆项目的顺利开展，复合氧化锆项目也将在明年建成。

图 7: 东方锆业锆制品产业链



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 8: 氯化锆产品采购价格和毛利率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司在《1000 吨核级海绵锆项目可行性报告》中指出，我国已经建成及正在建设的核电站每年锆材的用量约 550 吨，需耗用核级海绵锆 760 吨，形成数以亿计的市场规模。预计 2015 年后，我国将全面实现核电装备国产化，核电站的建设速度还将明显加快，核电建设还有很大的发展空间，对核级锆材的需求将快速提升。

5 月 31 日，国务院常务会议原则通过《核安全与放射性污染防治“十二五”规划及 2020 年远景目标》。我们认为核安全规划的出台，距离我国核电审批重启又近了一步。一旦核电项目审批重启正式兑现，则核电设备和耗材厂商将重点受益。伴随着公司 1000 吨核级海绵锆项目的即将建成，我们预计从 2014 年开始核级海绵锆产品将为公司贡献利润。

表 10: 公司产能情况

单位(吨)	2011 年产能	2012 年新增产能	2012 年产能	2013 年新增产能	2013 年产能
氯化锆	15000	20000	35000		35000
二氧化锆	7000		7000		7000
复合氧化锆	2300		2300	2700	5000
硅酸锆	18000		18000		18000
结构陶瓷	500		500		500
工业级海绵锆	450		450		450
核级海绵锆	150		150	1000	1150

电熔氧化锆	3000	3000	3000
-------	------	------	------

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 11：国内核级海绵锆生产企业

企业	建设地区	拟建产能（吨）	进程表	后期扩产计划
江西晶安	江西吉安	5000	10 年 11 月开工	-
国核宝钛锆业	江苏南通	2000	10 年 4 月开工，预计建设期 3 年	扩到 4000 吨
东方锆业	广东汕头	1000	12 年开工，13 年建成	-

资料来源：信达证券研发中心

相关假设及盈利预测

基本假设

- 1、Mindarie C 矿体 2012 年、2013 年、2014 年的产量分别为 1.25 万吨、2.5 万吨、2.5 万吨；
- 2、在建工程按期达产，转年开始贡献产量；
- 3、产能利用率 100%，销量与产量相同；
- 4、Mindarie C 矿体生产成本高于 ILUKA 100 美元。

表 12：公司各产品销售价格与销量（单位：元/吨，吨）

		2012 年	2013 年	2014 年
氟氧化锆	价格	21,246	21,246	21,246
	销量	4,083	15,000	8,000
二氧化锆	价格	94,072	94,072	94,072
	销量	1,211	1,211	1,211
复合氧化锆	价格	95,162	104,678	115,146
	销量	1,670	1,670	3,093
硅酸锆	价格	20,601	20,601	20,601
	销量	5,713	5,713	5,713
海绵锆	价格	214,525	235,977	259,575
	销量	95	95	253
白钛石	价格	15,360	16,896	18,586

	销量	3,250	6,500	6,500
金红石	价格	15,360	16,896	18,586
	销量	2,600	5,200	5,200
独居石	价格	32,000	35,200	38,720
	销量	500	1,000	1,000
钛铁矿	价格	2,350	2,585	2,844
	销量	25,000	25,000	25,000

资料来源: 信达证券研发中心

表 13: 原材料采购价格与数量 (单位: 元/吨, 吨)

		2012 年	2013 年	2014 年
锆英砂	采购价格	16,000	17,600	19,360
	采购数量	14,500	14,000	14,000
氟氧化锆	采购价格	8,494	/	/
	采购数量	5,000	0	0

资料来源: 信达证券研发中心

我们预计公司 2012-2014 年归属母公司的净利润分别为 1.37 亿元、3.18 亿元和 3.14 亿元 (2012 年和 2013 年归属母公司净利润较上次预测分别变动-15.47%和 6.04%), 未来三年净利润增速分别为 48.87%、132.09%和-1.48%。相应 2012-2014 年的 EPS 为 0.33 元、0.77 元和 0.76 元。净资产收益率在 2013 年将达到 17.92%, 毛利率达到 46.3%。我们认为, 随着 Mindarie C 矿体重矿砂的产出, 公司锆英砂自给率有望快速提高。铭瑞锆业的投产经营一方面可为公司节约采购成本, 另一方面, 钛铁矿、金红石、独居石等产品将为公司带来新的利润增长点。公司 2010 年非公开增发项目将于 2013 年建成, 增发项目的投产将逐步产生效益。综上所述, 我们预计公司在 2013 年将迎来业绩快速增长。

估值与投资评级

市值储量价值比

我们选取全球锆英砂主要供应商 ILUKA 和 Kenmare 与东方锆业进行对比, 从市值储量价值比的角度分析, 东方锆业的估值水平高于 Kenmare, 低于 ILUKA。因为东方锆业澳洲项目与 ILUKA 矿体相邻, 我们最终选取 ILUKA 作为参考, 计算出东方锆业每股合理价值 21.5 元。

表 14: ILUKA、Kenmare 与东方锆业市值储量价值比 (单位: 百万元、百万吨)

	矿石量	矿石总量			矿石价值			矿石总价值	总市值	市值价值比	
		钛铁矿	锆	金红石	钛铁矿	锆	金红石				
东方锆业	Mindarie	176	3.70	1.06	0.63	8,695	16,960	9,677	35,332	7,286	0.036
	WIM150	727	8.70	3.60	5.64	20,445	57,600	86,630			
ILUKA		1853	66.44	15.78	8.46	156,134	252,480	129,946	538,560	23,611	0.044
Kenmare		7400	180.00	12.00	4.00	423,000	192,000	61,440	676,440	6,772	0.010

资料来源: ILUKA, Kenmare, 东方锆业, 信达证券研发中心

注: 矿石总量中未考虑独居石价值; 白钛石总量与金红石数量一起考虑; 股价为 2012 年 7 月 20 日收盘价; 汇率为 2012 年 7 月 20 日中间价

相对估值

我们选取 A 股中 SW 小金属行业公司作为估值参考, 有色小金属子行业的行业 PE 平均值 87 倍, 按照公司 2012 年 0.33 元 EPS 计算, 每股合理价值 28.70 元。

表 15: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
000960.SZ	锡业股份	18.24	0.78	0.84	1.10	24	22	17
002378.SZ	章源钨业	30.47	0.67	0.79	0.99	27	23	18
002428.SZ	云南锆业	20.75	0.29	0.37	0.56	63	50	33
002460.SZ	赣锋锂业	22.7	0.36	0.48	0.61	50	38	30
002466.SZ	天齐锂业	28.78	0.27	0.35	0.47	67	53	39
600111.SH	包钢稀土	38.99	1.44	1.34	1.57	13	14	12
600432.SH	吉恩镍业	12.88	0.04	0.03	0.18	456	577	101
600456.SH	宝钛股份	18.87	0.14	0.37	0.62	127	49	29
600459.SH	贵研铂业	16.66	0.24	0.42	0.61	78	43	30
600549.SH	厦门钨业	41.83	1.50	1.32	1.77	12	14	10
601958.SH	金钼股份	12.45	0.23	0.25	0.32	80	74	58
	均值					91	87	34
	中值					63	43	30
002167.SZ	东方锆业	17.6	0.48	0.33	0.77	37	53	23

资料来源: 东方锆业为信达证券研发中心预测, 其余公司采用 WIND 一致预期。价格为 2012 年 7 月 20 日收盘价。

综合估值与投资评级

综合以上两种方法，我们认为企业拥有的资源价值应被赋予较大的权重，所以我们选取市值储量价值比法作为最终估值依据，未来六个月的目標价 21.5 元，继续维持“增持”评级。

风险因素

- 1、核电重启计划落空，核级海绵锆需求受到抑制；
- 2、Mindarie C 矿体开采计划推迟，公司对外高价采购锆英砂；
- 3、WIM150 项目进展缓慢；
- 4、欧盟对中国出口陶瓷刀具征收高额反倾销税。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	652.90	1,215.96	1,816.36	1,891.13	2,075.74
货币资金	104.25	419.66	845.82	645.39	660.65
应收票据	2.49	1.70	3.77	5.66	6.19
应收帐款	95.69	97.62	167.11	251.02	274.75
预付账款	169.06	346.55	403.41	503.77	580.66
存货	146.35	312.00	357.83	446.86	515.06
其他	135.05	38.43	38.43	38.43	38.43
非流动资产	706.47	1,012.88	1,166.61	1,321.24	1,463.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	438.25	694.55	746.56	917.55	1,014.03
无形资产	101.17	175.30	220.08	270.20	322.42
其他	167.05	143.03	199.97	133.49	127.34
资产总计	1,359.37	2,228.83	2,982.96	3,212.38	3,539.52
流动负债	717.34	538.96	611.45	665.34	713.08
短期借款	549.40	330.00	330.00	330.00	330.00
应付账款	118.14	118.39	193.08	241.11	277.91
其他	49.80	90.56	88.37	94.23	105.17
非流动负债	42.12	159.71	709.71	579.71	558.10
长期借款	37.61	151.61	151.61	21.61	0.00
其他	4.51	8.10	558.10	558.10	558.10
负债合计	759.46	698.67	1,321.16	1,245.05	1,271.19
少数股东权益	0.00	50.59	45.09	32.31	19.72
归属母公司股东权益	599.90	1,479.57	1,616.72	1,935.01	2,248.61
负债和股东权益	1359.37	2228.83	2982.96	3212.38	3539.52

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	370.43	549.53	766.61	1,151.57	1,260.41
同比(%)	38.31%	48.35%	39.50%	50.22%	9.45%
归属母公司净利润	45.55	92.12	137.14	318.30	313.60
同比(%)	51.02%	102.23%	48.87%	132.09%	-1.48%
毛利率(%)	26.99%	37.25%	35.44%	46.33%	43.48%
ROE(%)	7.92%	8.86%	8.86%	17.92%	14.99%
每股收益(元)	0.25	0.48	0.33	0.77	0.76
P/E	68	35	51	22	22
P/B	5.83	2.36	4.33	3.62	3.11
EV/EBITDA	38.13	22.41	31.71	16.42	16.28

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	370.43	549.53	766.61	1,151.57	1,260.41
营业成本	270.44	344.81	494.93	618.06	712.39
营业税金及附加	1.89	3.49	3.72	6.26	6.99
营业费用	7.25	8.61	14.32	20.69	21.98
管理费用	26.13	59.71	59.58	98.61	114.28
财务费用	18.34	28.67	33.92	33.50	35.50
资产减值损失	3.07	2.63	4.22	7.05	7.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	43.35	101.61	155.92	367.39	361.91
营业外收入	10.28	9.35	6.22	7.51	7.69
营业外支出	1.23	2.95	1.35	1.69	1.91
利润总额	52.40	108.01	160.80	373.21	367.70
所得税	6.84	19.59	29.16	67.68	66.69
净利润	45.55	88.42	131.64	305.52	301.01
少数股东损益	0.00	-3.70	-5.50	-12.78	-12.59
归属母公司净利润	45.55	92.12	137.14	318.30	313.60
EBITDA	98.34	184.37	262.52	499.18	502.08
EPS(摊薄)	0.25	0.48	0.33	0.77	0.76

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-16.04	28.94	130.84	208.90	312.46
净利润	45.55	88.42	131.64	305.52	301.01
折旧摊销	27.28	41.83	55.19	66.52	79.59
财务费用	18.66	34.54	46.53	59.45	54.78
投资损失	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-106.74	-138.60	-105.97	-228.36	-128.96
其它	-0.76	2.75	3.45	5.77	6.02
投资活动现金流	-320.53	-391.35	-208.15	-219.88	-220.80
资本支出	-186.29	-391.35	-208.15	-219.88	-220.80
长期投资	149.03	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-283.28	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	189.27	726.34	503.47	-189.45	-76.39
吸收投资	0.00	796.62	0.00	0.00	0.00
借款	215.72	-97.40	550.00	-130.00	-21.61
支付利息或股息	20.56	33.94	46.53	59.45	54.78
现金净增加额	-143.08	357.68	426.16	-200.42	15.26

分析师简介

范海波，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。2006 年通过 CFA 三级考试。

有色金属/钢铁行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
荣华实业	600311	紫金矿业	601899	江西铜业	600362	云南铜业	000878
西部资源	600139	西部矿业	601168	中国铝业	601600	ST 盛达	000603
西宁特钢	600117	方大炭素	600516	云铝股份	000807	锡业股份	000960
东方锆业	002167	厦门钨业	600546	兴业矿业	000426	东阳光铝	600673
新疆众和	600888	中金黄金	600489	中金岭南	000060	山东黄金	600547

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。