亚洲锆业

无限机遇在前头

亚洲锆业主要产品为：锆系列化合物、充电电池材料（氢氧化镍、贮氢合金粉、酞酸锂）、电子陶瓷、电力能源等。公司 2006 年度实现营业额 4.47 亿元，同比增长 4.9%；由于公司主要原材料锆英砂价格大涨等因素的影响，实现毛利 1.05 亿元，毛利率比上年度下降 1 个百分点至 24%；净利润 0.58 亿元，比 05 年度下降 6.6%，每股盈利 0.115 元。公司于今年 5 月份已签订相关合同，准备在江苏滨海成立滨海锆业有限公司。滨海锆业主要以目前宜兴基地生产的初级产品氧氯化锆、穗定氧化锆、高純氧化锆等为主，分三期（总产能为 3 万吨）投入，一期 1 万吨产能预期今年底可投产。滨海基地的初级产品主要供给宜兴基地深加工为附加值高的高级产品，宜兴基地向深加工发展。公司选择苏北的滨海做扩张基地主要是考虑苏北的地价、人工便宜，环保要求及费用低等因素。滨海基地达产后，公司的产能将翻一番 。我们预测公司 07 年和 08 年全年的净利润将达 0.64 亿元和 1.04 亿元，每股收益将分别为 0.09 元和 0.15 元。我们保守地将公司 08 年目标市盈率确定为 12 倍，相应地按 2008 年预测 EPS 计算得到该股估值为 HK$1.80。给予买入的评级。

盈利预测及估值

12 月 31 日(人民币百万)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
营业额	426	447	495	662	747
增长率(%)		4.9	10.8	33.8	12.8
营业毛利	106	106	117	164	195
净利润	62	58	63	104	128
增长率(%)		(6.6)	9.8	63.9	22.6
每股收益(元)	0.123	0.115	0.090	0.148	0.181
每股股息(元)	0.034	0.031	0.025	0.041	0.051
市盈率(X)	10.8	11.6	14.8	9.0	7.3
RoE(%)	2.8	2.6	2.1	3.4	4.1

资料来源:公司资料，招商证券(香港)预测

买入

目标价：HK$ 1.80

现价：HK$ 1.33
2007 年 7 月 3 日

彭博：395 HK
路透：0395 HK

股本数据

总发行数（百万）	704.2
总市值（港元百万）	936.5
52 周高/低 (HK$)	1.67/0.64
平均成交金额(港元百	3.84
主要股东	持股比例
扬新民	39.8%
行业	有色金属

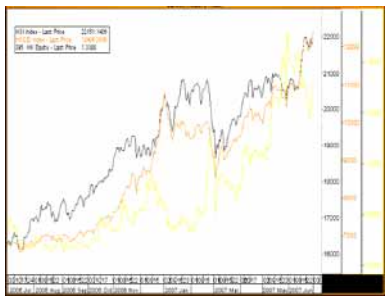
招商证券（香港）研究部

研究员 邓良生

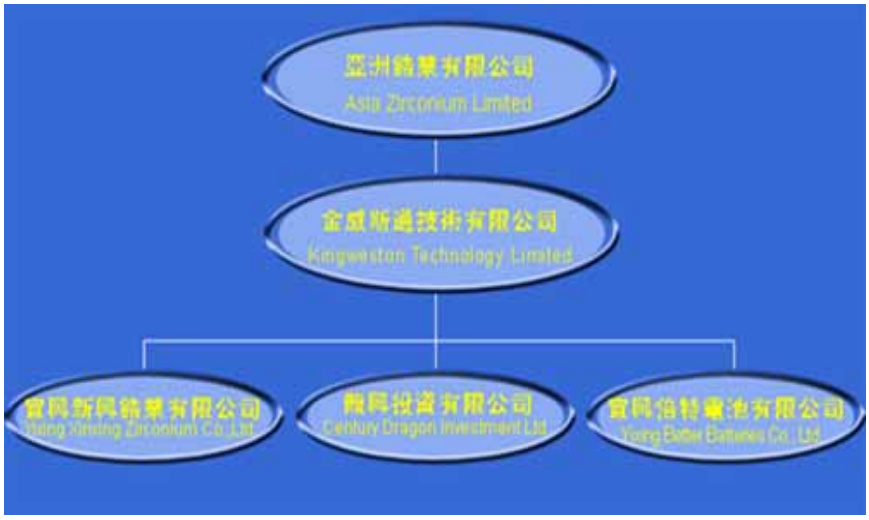
电话（0852)3189 6122

Email:dengls@cm-ccs.com

股价表现

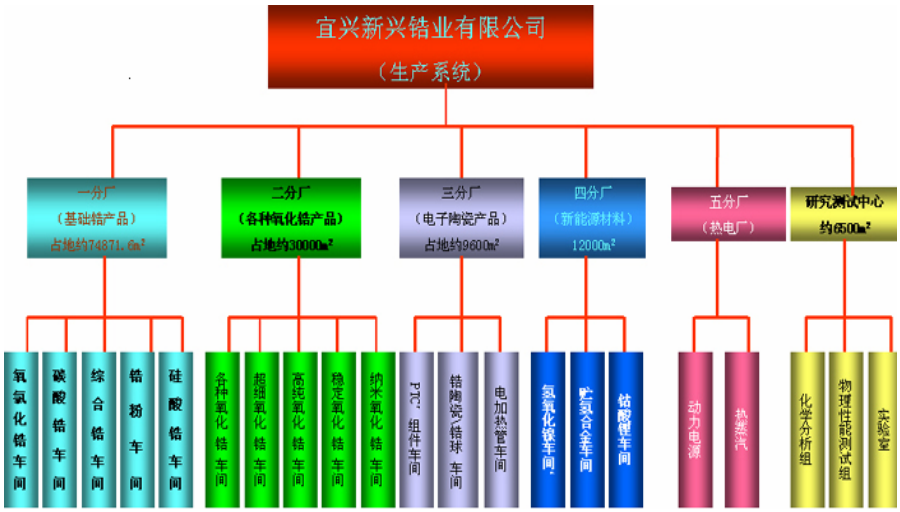


公司架構



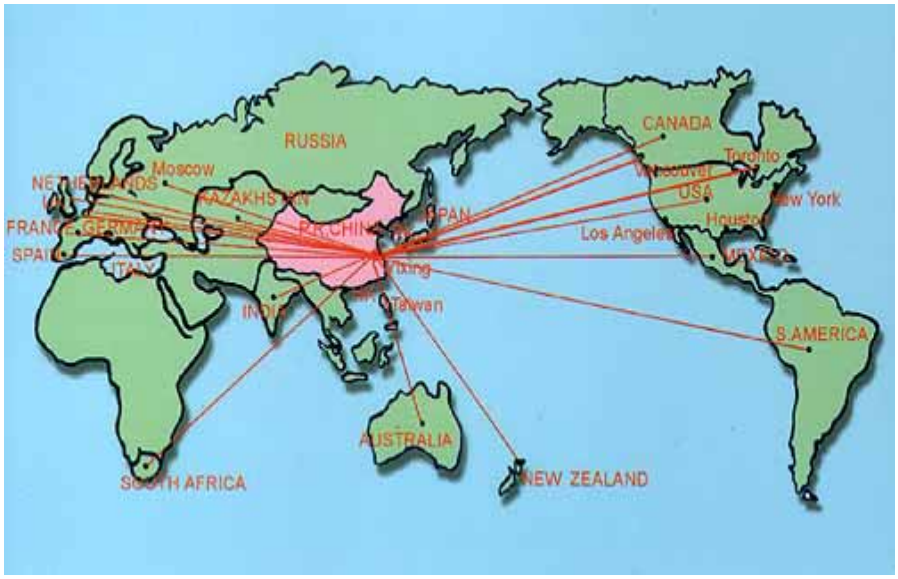
公司业务概况 亚洲锆业主要产品为：锆系列化合物、充电电池材料（氢氧化镍、贮氢合金粉、酞酸锂）、电子陶瓷、电力能源等。公司 2006 年度实现营业额 4.47 亿元，同比增长 4.9%；由于公司主要原材料锆英砂价格大涨等因素的影响，实现毛利 1.05 亿元，毛利率比上年度下降 1 个百分点至 24%；净利润 0.58 亿元，比 05 年度下降 6.6%，每股盈利 0.115 元。

锆比钛软，是一种坚硬的金属材料，原料为锆英砂，氯氧化锆是锆英砂的初级产品。锆制品不仅广泛运用于民用领域，而且还是新能源、军工和核反应堆必不可少的材料，因此锆产业在我国工业发展中处在鼓励发展的阶段，在政策上是得到大力支持的，发展前景明朗。地壳中锆的含量比铜、镍、铅和锌的含量都多，其丰度为 0·02%。全世界的锆矿储量估计有 3200 万吨。锆英石、斜锆石是目前锆的主要来源。美国、澳大利亚、比利时、印度和西非的一些国家开发了一些大矿床。人们发现沿海的沙石经常是很好的锆矿。



產品銷售

	2008E %	2007E %	2006 %	2005 %	2004 %
美國	29	29	26	26	21
日本	7	8	9	9	17
荷蘭/歐洲	12	12	12	12	9.5
其他出口	6	6	8	9	9.5
出口總額	54	55	55	56	57
內銷總額	46	45	45	44	43
總銷售	100	100	100	100	100



	2006 %	2005 %	2004 %
氧氯化鋯	25	29	31
氧化鋯	28	24	27
碳酸鋯	21	20	17
鋯英砂/鋯粉	2	3	2
其他鋯化合物	14	9	9
新能源材料	6	11	14

電子材料及電子陶瓷	1	1	-
電池	3	3	-

预测

	2007E %	2008E %
鋯化合物	84 - 85	81 - 83
鋯英砂/鋯粉	3	3
新能源材料	5	5
電子材料及電子陶瓷	1	1
電池	6 - 7	8- 10

產品	行業	國家/主要客户
氧氯化鋯	核電 電子材料	美國 (西屋、華昌) 日本 (日本電工、第一稀元素化學工業、日本東曹株式會社)
穩定氧化鋯	電子材料	日本、德國、中國
高純氧化鋯	鋯寶石	美國、中國
氧化鋯	功能陶瓷	西班牙、意大利、印度、中國
碳酸鋯	化妝品	美國、歐洲 (強生、寶潔)
其他鋯化合物	造紙、塗料	美國、歐洲 (OM Group, Inc)
氫氧化鎳	電池	中國 (無錫松下电池)

毛利率情況

	毛利率
氧氯化鋯	15-18%
氧化鋯	
穩定	30-35%
高純度	25-30%

基本	18-20%
碳酸鋯	22-23%
鋯英砂/鋯粉	20-25%
其他鋯化合物	20-25%
新能源材料	10-11%
電子材料及電子陶瓷	28-30%
電池	20-30%

未来几年發展機遇

發展核電給亞洲鋯業帶來機遇：中國計劃 14 年內將增建 30 座核電站；美國政府也批准重新恢復發展核電工業 ；中國將發展成爲世界人造鋯寶石主要生產國。鋯作爲新材料在更多行業的廣泛應用給亞洲鋯業帶來機遇：世界汽車尾氣的控制和治理(鈰鋯)；固體氧化物燃料電池用鋯將是公司的主攻方向。

公司尋求機會投資於新的鋯礦，將有助於確保原材料鋯英砂的高質量及穩定供應。加鋯電池及動力型電池將給亞洲鋯業帶來新的發展機遇。公司將將以鋯爲依託，進行两頭的延伸，建成世界知名並具重要地位的鋯綜合公司 。估計五年左右，固體氧化物燃料電池（電站）將是公司發展的主要方向 。

公司于今年 5 月份已签订相关合同，准备在江苏滨海成立滨海锆业有限公司，征地等前期工作已经完成。滨海锆业主要以目前宜兴基地生产的初级产品氧氯化锆、稳定氧化锆、高純氧化锆等为主，分三期（总产能为 3 万吨）投入，一期 1 万吨产能预期今年底可投产。滨海基地的初级产品主要供给宜兴基地深加工为附加值高的高级产品，宜兴基地向深加工发展。公司选择苏北的滨海做扩张基地主要是考虑苏北的地价、人工便宜，环保要求及费用低等因素。滨海基地达产后，公司的产能将翻一番。

公司也计划在其他地方（包括境外）开展锆英砂矿项目，但在境外投资项目有较大的政策风险，未来项目进展、产能到底该做到多大也还要看当时的项目进展情况、产品价格等市场状况，还存在一定的未知数。

行业面临两大压力

05、06 年国内的锆英砂市场价格大涨大落，让整个锆行业无所适从；2006 年印度尼西亚锆砂大量涌入中国市场，给中国锆行业提供了充足的质优价廉的原材料，但同时也冲击了国内锆英砂原有的供应管道，改变了国内锆英砂的供应格局。进入 07 年，国产锆英砂产量减少、越南锆砂出口受限、印度尼西亚砂遭遇出口许可证事件、国内锆英砂供货商大量屯货以整合供应管道。这一系列事件都在影响着国内锆英砂的供应。锆砂及其它主要原材料的价格持续上升，对行业的毛利构成巨大压力。07 年硅酸锆行业标准即将制定，其中对硅酸锆的各项指标将会有个明确的规定，尤其是放射性指标受到业内的广泛关注。这些都对公司及整个行业构成压力。

业内整合正是时机

预计公司今后将抓住目前行业整合的有利时机进行收购兼并，特别是对上游的收购拓展，以建立稳定的锆砂供应管道。目前，公司正积极寻找机会投资收购锆矿及其它与公司业务相关的矿资源。相信通过这些收购，既可为公司目前的锆化合物等业务建立稳定的锆砂供应管道，也将直接提升公司的经营利润。我们预测公司 08 年度业绩将大幅增长，净利润将达到 1.04 亿元，每股盈利将达到 0.15 元。

估值与评级

给予买入评级 我们根据对今明两年公司产品及原材料价格走势及公司的产量计划预测，公司 07 年和 08 年全年的净利润将达 0.64 亿元和 1.04 亿元，每股收益将分别为 0.09 元和 0.15 元。以 2007 年 7 月 3 日收市价计算，该股 07 年及 08 年预测市盈率分别为 14.8 倍和 9.0 倍，股息率分别为 1.9%和 3.1%。结合同业市盈率和香港市场同行业股票市盈率情况，我们认为亚洲锆业的目标市盈率应不低于 12 倍。对于业务的快速增长的公司，我们认为应给予更高的目标市盈率，但考虑到公司目前规模还较小以及未来项目有些不确定性（风险）。因此我们保守地将公司 08 年目标市盈率确定为 12 倍，相应地按 2008 年预测 EPS 计算得到的两年估值为 HK$1.80。给予买入的评级。

亚洲锆业简略损益预测表

截至 12 月底(人民币百万元)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
营业额	425.8	446.7	495.0	662.3	753.7
经营成本	319.7	341.2	378.0	498.3	552.1
营业毛利	106.1	105.5	116.9	164.0	201.6
其它收入	2.3	2.3	2.6	2.9	3.3
营业费用	10.3	8.7	9.8	11.1	12.5
管理费用	18.2	20.2	22.8	25.8	29.1
其它经营开支	6.7	0.2	0.2	0.2	0.2
经营盈利	73.2	78.7	86.7	129.9	163.1
财务成本	0.6	1.2	1.0	0.8	0.6
应占联营公司溢利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	72.7	77.5	85.7	129.1	162.5
税项	10.8	19.7	22.2	25.1	28.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	61.9	57.8	63.5	104.0	134.2
每股收益(元)	0.123	0.115	0.090	0.148	0.191
每股股息(元)	0.034	0.031	0.025	0.041	0.053

资料来源：公司，招商证券（香港）研究

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 20%以上

免责条款：
本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构在过去 12 个月内为本报告中所提到的公司提供投资银行业务服务(包括但不限于配售代理、保荐人、牵头经办人、独立财务顾问等)，并可能在未来继续提供相关投资银行业务服务或其他规管活动的服务。招商证券(香港)或关联机构亦可能持有本报告中所提到公司的证券头寸并进行交易。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明：本人邓良生未持有该公司股票。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址：http://www.newone.com.hk
电话：(852)31896888 传真：(852)31010828