

涅槃重生，再创新“锆”

东方锆业（002167.SZ）首次覆盖

证券研究报告

2021年06月12日

● 核心结论

锆行业龙头涅槃重生，钛锆共生迎来发展新机遇。上市以来东方锆业历经三次股权结构转变，如今钛白粉龙头企业龙蟒佰利已经成为东方锆业第一大股东。龙蟒佰利入驻东方锆业后，公司在人事、资产、财务端重新梳理与整合，通过现有产品布局以及股东方优势，与龙蟒佰利锆钛共生，有望成为国内领先锆行业加工与资源龙头。

双赛道业务布局，上游资源助力长期发展。作为锆行业加工龙头，公司二氧化锆、氯化锆、硅酸锆等锆产品产能国内占比均在20%以上。此外，公司积极布局上游资源端，目前公司权益储量为407.68万吨锆英砂、815.14万吨钛铁矿、175.63万吨金红石、113.4万吨白钛石。双赛道布局下，公司发展即将进入快车道。

锆行业方兴未艾，锆英砂产能受限。2021年锆市场预估可达19.98亿美元，2026年可达28.88亿美元，2021-2026年复合年均增速约为8%。在市场不断扩容的情况下，由于澳洲大部分锆矿山将于2026-2027年进入停产期，未来锆资源将更具有稀缺性。

产能利用率有望持续提高，资源价值不容忽视。公司目前产能利用率仍处于低位，未来产能利用率持续提升情况下锆产品加工端业务营收、盈利能力有望得到改善。公司持有的澳洲三个矿权权益资源量折现价值为79.69亿元，公司当前市值仅46.75亿元，我们认为公司价值被严重低估。

投资建议：预计2021-2023年归母净利润为0.70/1.45/2.43亿元，同比增长143.5%/107.6%/67.6%，我们选取公司历史PB中枢5.36倍，结合主业经营持续改善判断与市值大幅低于资源折现值现状，对应2021年每股净资产1.52元，给予公司目标价8.14元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新项目建设不达预期、中澳进出口政策影响、新冠疫情反复

● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	472	768	1,185	1,490	1,802
增长率	-6.3%	62.8%	54.3%	25.7%	21.0%
归母净利润（百万元）	(206)	(161)	70	145	243
增长率	-2036.3%	21.8%	143.5%	107.6%	67.6%
每股收益（EPS）	(0.27)	(0.21)	0.09	0.19	0.32
市盈率（P/E）	(21.6)	(27.6)	63.5	30.6	18.2
市净率（P/B）	4.2	3.7	3.5	3.1	2.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

002167

前次评级

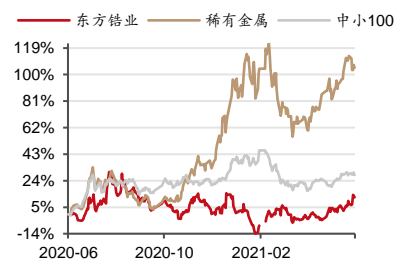
评级变动

首次

当前价格

6.06

近一年股价走势



分析师



李伟峰 S0800520100001



liweifeng@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
东方锆业核心指标概览	6
一、转型进行时：从锆行业加工龙头到资源端强者	7
1.1、锆行业加工龙头曲折中前行	7
1.2、龙蟒入局，有望迎来发展新契机	7
1.3、龙蟒佰利入驻后公司财务梳理与优化	10
1.4、携手龙蟒佰利，有望实现钛锆共生发展契机	12
二、“资源+加工”双赛道业务布局	12
2.1、产品布局：锆加工全产业链龙头企业	12
2.2、资源布局：储量丰富，保障长期发展潜力	15
2.2.1、Boonanarring 和 Atlas 项目	16
2.2.2、Mindarie 重矿砂项目	16
2.2.3、WIM150 项目	17
2.2.4、资源权益储量：407.68 万吨锆英砂、815.14 万吨钛铁矿、175.63 万吨金红石、113.4 万吨白钛石	17
2.3、未来规划：上下游双向扩展，谱写钛锆蓝图	17
2.3.1、上游：参股 Image，加码选矿建设	17
2.3.2、中游：氟氧化锆、硅酸锆、电熔锆持续扩产	18
2.3.3、下游：布局新能源电池、功能陶瓷等行业，有望再创新“锆”	18
三、锆行业进入上升通道，锆英砂产能出现制约	19
3.1、锆英砂价格上行，龙头产品提价	19
3.2、全球锆英砂供应格局：至 2027 年澳洲矿山供应减少 40 万吨以上	20
3.2.1、ILUKA：锆英砂产量、重矿物品位均走低	21
3.2.2、TRONOX：澳矿项目寿命较短，重矿物品位下滑	22
3.2.3、Rio Tinto：Zulti South 停产，未来增量不大	23
3.3、锆英砂需求：经济复苏带动需求增长	23
3.4、锆英砂市场判断：价格上行趋势确定，市场空间持续扩容	25
四、盈利预测及估值	25
4.1、关键预测假设	25
4.2、资源端价值重估	27

4.3、投资建议与估值	27
五、风险提示	28

图表目录

图 1: 东方锆业核心指标概览图	6
图 2: 公司历史沿革	7
图 3: 截至 2020 年末公司股权结构	8
图 4: 2004-2012 年公司主营收入分业务占比	8
图 5: 2006-2012 年公司主营产品毛利率均处于稳定状态	8
图 6: 2013-2018 年公司主营收入分业务占比	9
图 7: 2013-2018 年公司主营产品毛利率处于不稳定状态	9
图 8: 2019-2020 年公司主营收入分业务占比	10
图 9: 公司 2020 年总营收 7.67 亿元, YOY+62.8%	11
图 10: 公司 2020 年归母净利润-1.61 亿元, YOY+21.84%	11
图 11: 公司 2020 年销售毛利率 10.74%, 销售净利率-20.23%	11
图 12: 公司销售费用逐年降低, 研发费用逐年增加	11
图 13: 龙蟒佰利入股后公司计提坏账准备, 资产减值损失增加	12
图 14: 公司国内业务布局	13
图 15: 公司澳洲业务布局	13
图 16: 硅酸锆产品	13
图 17: 东方锆业国内硅酸锆产能占比 20%	13
图 18: 二氧化锆产品	14
图 19: 东方锆业国内二氧化锆产能占比 40%	14
图 20: 氟氧化锆产品	14
图 21: 东方锆业国内氟氧化锆产能占比 20%	14
图 22: 电熔锆产品	15
图 23: 东方锆业国内电熔锆产能占比 14%	15
图 24: 复合锆产品	15
图 25: 东方锆业国内复合锆产能占比 27%	15
图 26: 东锆海外矿产布局	16
图 27: 租赁选矿厂后公司拥有锆英砂年产能 3 万吨, 钛精矿产能 8 万吨	18
图 28: 公司下游布局规划	19
图 29: 年初以来锆英砂价格呈 V 形反弹趋势	19
图 30: 2020 年全球锆矿储量分布	20
图 31: 2020 年全球锆英砂产量分布	20
图 32: ILLUKA 矿物产品产量变化 (单位: 万吨)	21
图 33: ILLUKA 重矿物平均品位变化	22

图 34: TRONOX 重矿物品位有所下降.....	23
图 35: 2020 年中国锆英砂需求量占全球需求量 68%.....	24
图 36: 锆英砂下游应用.....	24
图 37: 我国锆精矿处于供需紧平衡状态.....	24
图 38: 2021 年 1-4 月房地产开发投入额 YOY+25.5%.....	25
图 39: 2020 年中国陶瓷产量 YOY+21.6%.....	25
图 40: 预计 2026 年全球锆市场规模将达到 28.88 亿美元.....	25
图 41: 公司股价处于探底阶段.....	28
图 42: 公司目前 PB 处于低位 (单倍: 倍).....	28
表 1: 公司董事会除独立董事外 6 人中 4 人与龙蟒佰利相关.....	9
表 2: 2019-2020 年公司主营业务毛利率 (单位: %).....	10
表 3: 公司科研能力优势显著.....	11
表 4: 龙蟒佰利产业链布局.....	12
表 5: Boonanarring 和 Atlas 项目资源储量.....	16
表 6: 东方锆业上游资源权益储量.....	17
表 7: 锆相关企业年初以来提价情况.....	20
表 8: 2020 年全球锆英砂供应商.....	20
表 9: 澳洲主要矿山情况梳理.....	21
表 10: TRONOX 产品产能.....	22
表 11: 公司业绩拆分及预测.....	26
表 12: 公司权益储量折现价值 79.69 亿元.....	27

投资要点

关键假设

1、产品销量：我们测算，公司 2020 年氟氧化锆/二氧化锆/硅酸锆/复合氧化锆/氧化锆结构陶瓷/电熔锆销量约为 1.27/ 0.16/ 0.47/ 0.039/ 0.0252/ 0.12 万吨，产能利用率仅为 25.43%/ 14.85%/ 23.49%/ 7.8%/ 28.02%/ 19.92%。随着公司股权明晰、发展规划明确，未来锆产品产能利用率将回到正常水平，参考公司 2011-2013 年产能利用情况，预计公司 2021 年氟氧化锆/二氧化锆/硅酸锆/复合氧化锆/氧化锆结构陶瓷/电熔锆的产能利用率分别提升至 35%/ 27%/ 30%/ 30%/ 36.67%/ 50%，公司生产逐渐回归常态化。

2、产品价格：全球锆行业供应端呈下降趋势，供需格局大幅改善，价格中枢抬升，预计未来三年公司主营产品售价有望逐渐上行。

3、毛利率：2021 年公司产品已累计 5 次提高售价，且公司通过 Image 包销保障原料端供应，随着产品售价提升以及公司生产经营恢复常态，我们预计公司 2021-2023 年整体毛利率分别为 21.35%、22.96%、24.21%。

区别于市场的观点

公司目前所持有的三个矿产项目中，只有 Image 在投产，且过去两年，产销量均有提升，稳定在 30-32 万吨/年，目前净利率为 33%。WIM150 项目根据公司公布的可研报告，该项目资源储量使用年限为 60 年。Mindarie 项目公司公告表示该项目每年有能力生产 12 万吨重矿砂。以 Image 利润水平为基础，我们测算公司权益储量折现价值 79.69 亿元。同时作为锆行业加工龙头，公司二氧化锆、氟氧化锆、硅酸锆等锆产品产能国内占比均在 20%以上。随着公司股权明晰，生产经营有望恢复正常水平。预计公司在“资源+加工”双赛道布局的背景下盈利能力有望持续提高。

龙蟒佰利入驻东方锆业后，公司在人事、资产、财务端重新梳理与整合，通过现有产品布局以及股东方优势，与龙蟒佰利锆钛共生，有望成为国内领先锆行业加工与资源龙头。

股价上涨催化剂

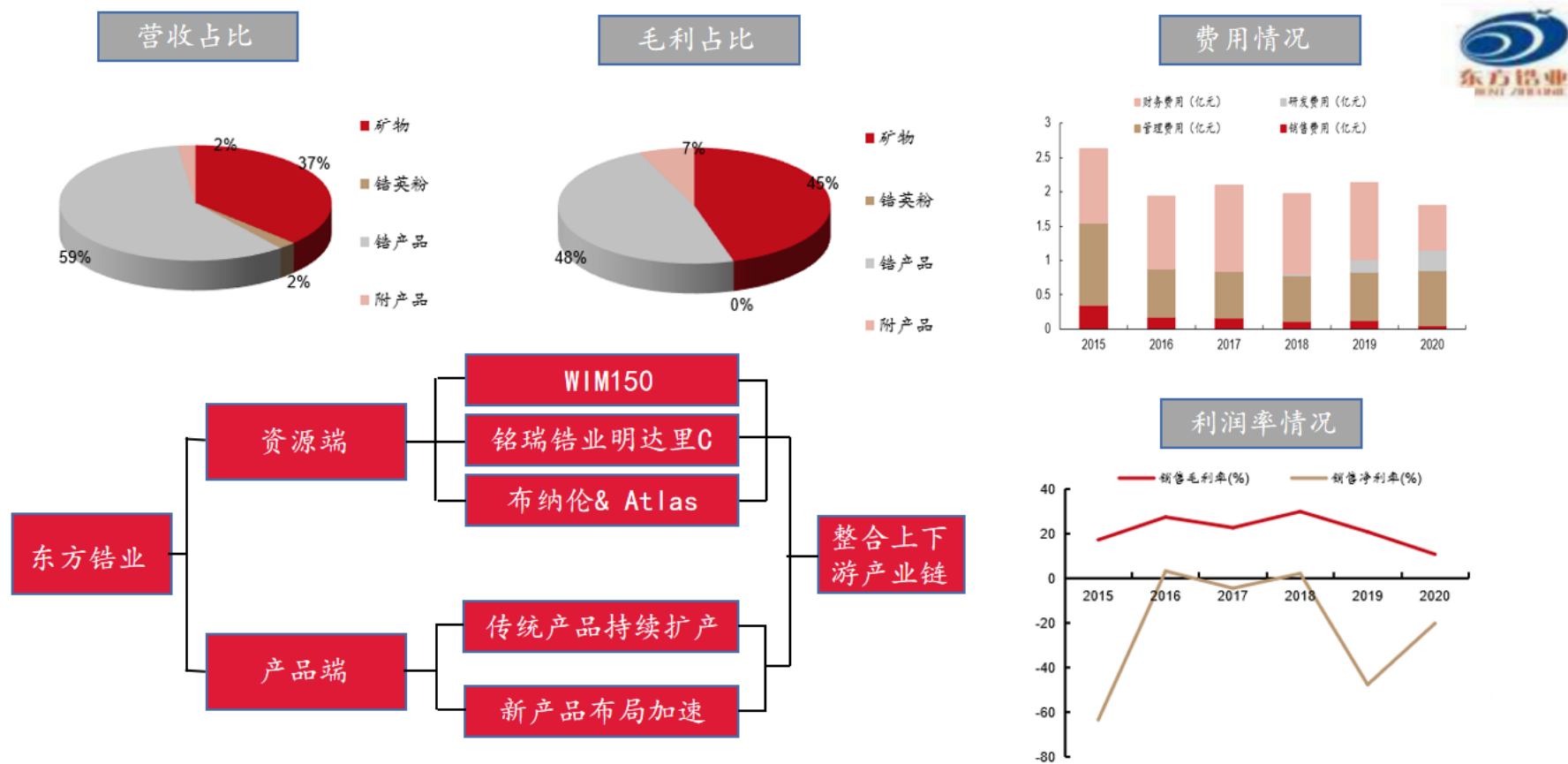
- (1) 锆产品价格持续提高；
- (2) 澳洲锆资源产能出现制约；
- (3) 公司推进 WIM150 以及 Mindarie 项目开采。

估值与目标价

公司作为锆行业加工龙头企业，同时较早布局上游资源端，在未来产品量价齐升以及锆矿山资源稀缺性增强的情况下，公司盈利能力有望得到重塑。作为周期性行业，我们采取 PB 指标进行估值。选取公司上市以来 PB 中枢 5.36 倍，同时结合对公司主业持续改善判断与市值大幅低于资源折现值现状，对应 2021 年每股净资产 1.52 元，给予公司目标价 8.14 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

东方锆业核心指标概览

图 1：东方锆业核心指标概览图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、转型进行时：从锆行业加工龙头到资源端强者

公司是国内锆行业中技术领先，最具核心竞争力和综合竞争力的企业之一，也是全球锆产品品种最齐全的制造商之一。目前公司产品涵盖锆钛矿砂、氯化锆、硅酸锆、电熔锆、二氧化锆、复合氧化锆及氧化锆陶瓷结构件等七大系列共一百多个品种规格，建成了完整的锆产业链体系。同时公司较早在上游资源端布局，目前拥有位于西澳、南澳、新南威尔士州的三处矿产资源。

1.1、锆行业加工龙头曲折中前行

公司成立于1995年，前身为广东宇田实业有限公司。2000年公司变更为“广东东方锆业科技股份有限公司”，是国内最早的锆产品制造厂商之一。2009年公司扩大业务，收购乐昌兆盈。公司于2011年成立澳大利亚东锆资源有限公司，进军上游资源端。2013年，中国核工业集团有限公司入驻成为公司第一大股东，公司开始布局核级锆业务。2018年澳洲布伦纳项目正式投产。2019年公司再次迎来股东变更，龙蟒佰利联入驻公司成为第一大股东。2020年公司租赁国富选矿厂，开始由加工类公司逐渐转型为上下游一体化公司。目前公司业务为“加工+资源端”的双轮驱动模式。

图2：公司历史沿革

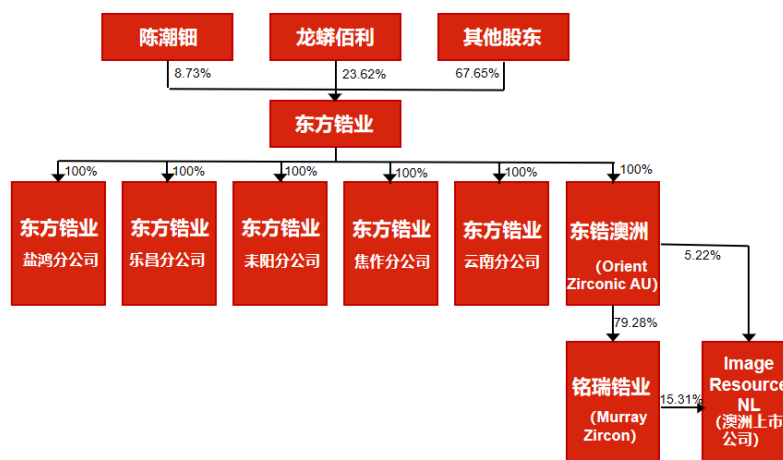


资料来源：公司公告、西部证券研发中心

1.2、龙蟒入局，有望迎来发展新契机

公司目前控股股东为龙蟒佰利联，总部位于河南焦作西部产业集聚区，是一家大型无机精细化工集团，主要从事钛白粉、海绵钛、锆制品和硫酸等产品的生产与销售，为亚洲最大的钛白粉加工企业。目前龙蟒佰利拥有100万吨以上钛白粉产能、1万吨海绵钛产能，年产3万吨转子级海绵钛项目也已进入厂房建设阶段。龙蟒佰利联入股东方锆业将有助于其建设“钛精矿-氯化钛渣-氯化法钛白粉-海绵钛-钛合金”一体化产业链。

图3：截至2020年末公司股权结构

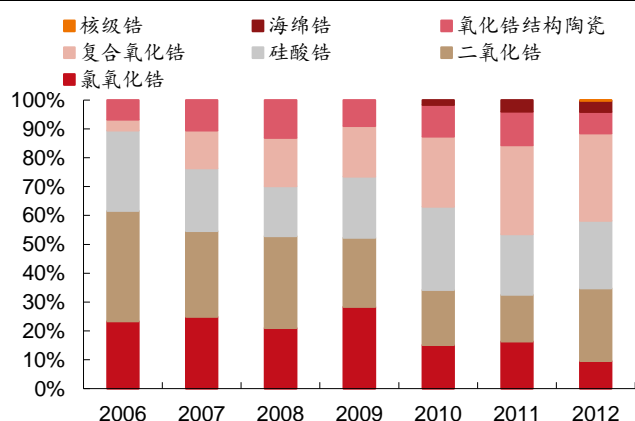


资料来源：公司公告、西部证券研发中心

回顾公司过去的股权结构，自上市以来可以分为三个阶段：

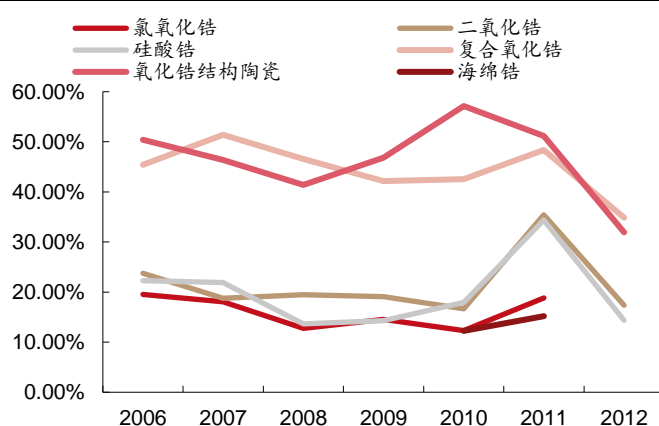
(1) 公司成立之初至2013年中核工业入股之前，主营业务以锆产品的加工为主。主营产品为复合氧化锆、硅酸锆、二氧化锆等锆产品。2012年公司发布核级锆产品，不过相关产品营收仅为0.1亿元，占2012年公司总营收的0.18%。公司2006年-2009年毛利率处于相对稳定状态，综合毛利率维持在24%左右；2009-2012年锆产品毛利率受下游陶瓷行业需求端影响先提升后下降，总体来说公司处于正常的运营状态。

图4：2004-2012年公司主营收入分业务占比



资料来源：WIND、西部证券研发中心

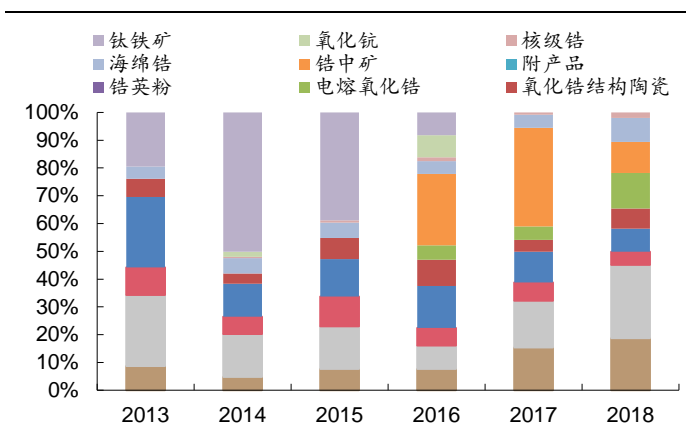
图5：2006-2012年公司主营产品毛利率均处于稳定状态



资料来源：WIND、西部证券研发中心

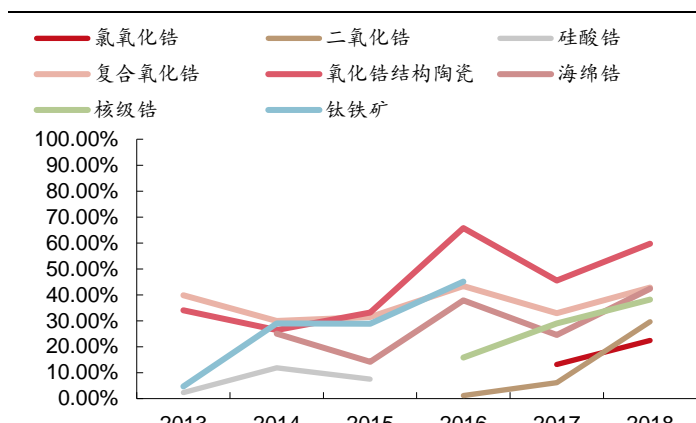
(2) 2013年中核工业入股东方锆业，持股比例为15.66%。核级海绵锆是国家重要的战略性物资，是核电站反应堆的关键必备材料。核燃料棒的包壳锆管采用核级锆合金材料制造，具有良好的密封性，具有长期封存裂变产物的能力，中核工业入股期间东方锆业的核级锆及海绵锆收入占比均有所增加。核级锆和海绵锆的总占比由2013年的4.4%提高至2018年的10.8%。盈利能力方面，公司主营产品毛利率处于一个波动的不稳定状态。

图 6：2013-2018 年公司主营收入分业务占比



资料来源：WIND、西部证券研发中心

图 7：2013-2018 年公司主营产品毛利率处于不稳定状态



资料来源：WIND、西部证券研发中心

(3) 2019 年龙蟒佰利以 8.98 亿元从中核集团收购东方锆业 15.66% 股权，共计 9721.08 万股，成为公司第一大股东；2020 年龙蟒佰利以 4.114 亿元认购东方锆业非公开发行股票 8500 万股，两次股权变更后龙蟒佰利合计持有东方锆业 23.62% 的股份，综合成本为 7.19 元/股。

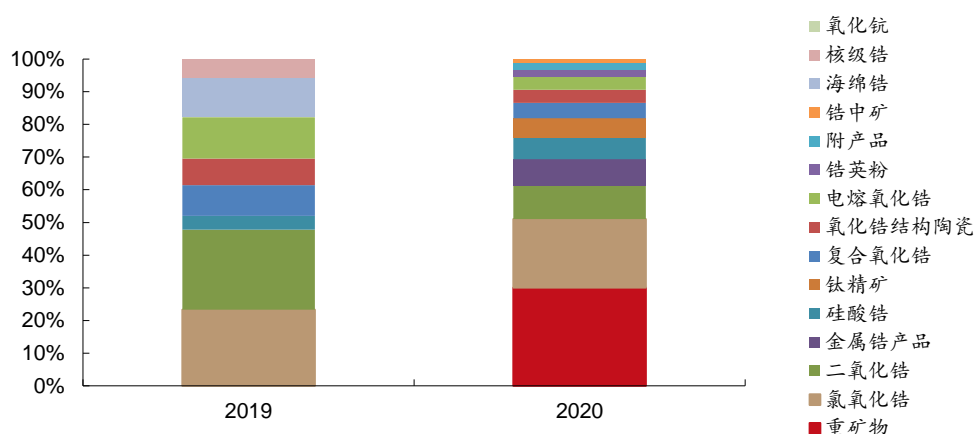
公司 2020 年年报披露，公司董事会中除独立董事外，6 个席位中有 4 位董事与龙蟒佰利存在关联关系，龙蟒佰利对公司具有绝对的控制权。为解决同业竞争问题，龙蟒佰利已将氟氧化锆及二氧化锆生产线出租给东方锆业，同时也将具有化学稳定氧化锆和电熔稳定氧化锆生产线的维纳科技 21.30% 股权和冯立明所持维纳科技 34.50% 股权托管给东方锆业。公司也积极处置非核心资产，剥离核极锆业务，且海绵锆业务也由龙蟒佰利子公司云南国钛金属股份有限公司进行收购。龙蟒佰利入驻后，东方锆业不断在人事、资产进行大范围梳理与优化重整。

表 1：公司董事会除独立董事外 6 人中 4 人与龙蟒佰利相关

姓名	职位	是否与龙蟒佰利相关
许刚	董事长	是
陈潮钿	副董事长	
冯立明	董事、联席总经理	是
黄超华	董事、联席总经理	
乔竹青	董事、财务总监	是
谭若闻	董事、董事会秘书	是

资料来源：WIND、西部证券研发中心

图 8：2019-2020 年公司主营收入分业务占比



资料来源：WIND、西部证券研发中心

2019-2020 年公司主营业务的盈利能力仍处于恢复阶段，受疫情对工厂开工以及下游房地产、制造业造成的影响，2020 年公司主营业务毛利率相较于 2019 年有所下降。随着管理层对公司的治理不断完善以及更加合理的产业布局，预计公司锆产品价格、产能利用率、毛利率有望回归常态水平。

表 2：2019-2020 年公司主营业务毛利率（单位：%）

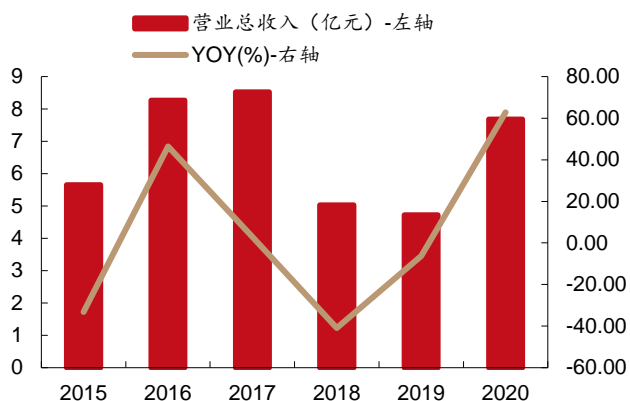
业务	2019	2020
重矿物	-	7.50
氟氧化锆	7.68	3.91
二氧化锆	3.79	6.99
金属锆产品	-	12.65
硅酸锆	-	1.44
钛精矿	-	33.44
复合氧化锆	23.49	8.68
氧化锆结构陶瓷	50.38	29.46
电熔氧化锆	23.32	12.82
附产品	-	34.17
锆中矿	-	16.38
海绵锆	46.94	-
核级锆	28.78	-

资料来源：WIND、西部证券研发中心

1.3、龙蟒佰利入驻后公司财务梳理与优化

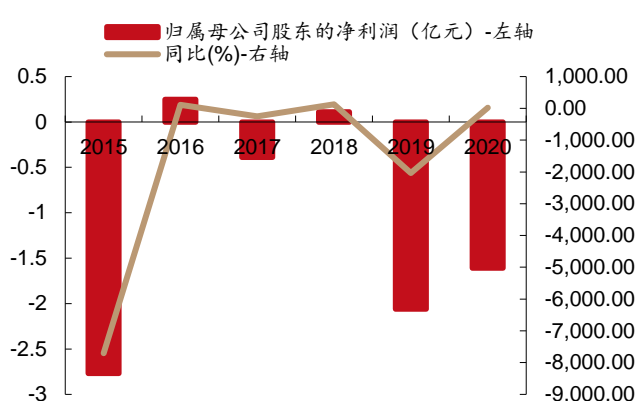
公司 2020 全年实现营业收入 7.67 亿元，同比增长 62.80%；归属于上市公司股东净利润 -1.61 亿元，收入方面较 2019 年有所改善。目前公司盈利能力仍处于复苏阶段，公司 2020 年销售毛利率 10.74%，销售净利率 -20.23%。公司销售费用以及财务费用有所降低，研发费用有所增加。

图 9：公司 2020 年总营收 7.67 亿元，YOY+62.8%



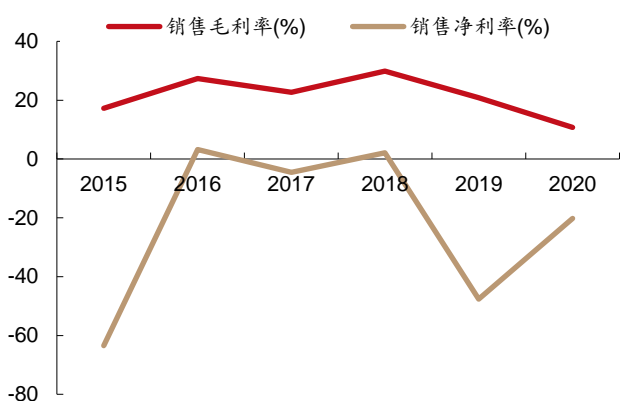
资料来源：WIND、西部证券研发中心

图 10：公司 2020 年归母净利润-1.61 亿元，YOY+21.84%



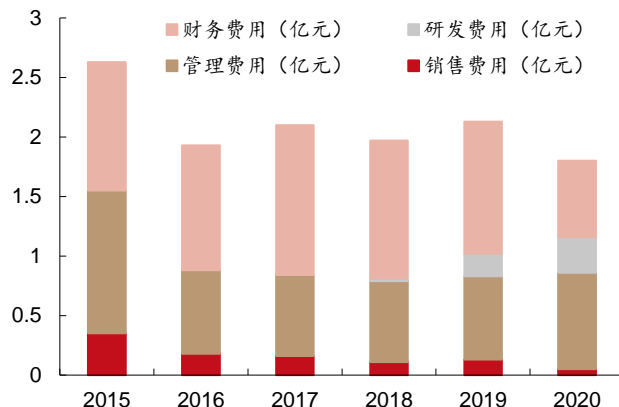
资料来源：WIND、西部证券研发中心

图 11：公司 2020 年销售毛利率 10.74%，销售净利率-20.23%



资料来源：WIND、西部证券研发中心

图 12：公司销售费用逐年降低，研发费用逐年增加



资料来源：WIND、西部证券研发中心

公司 2020 年研发费用投入 2975.62 万元，同比增长 56.77%。目前公司是广东省博士工作站，也被评为广东省高新技术产业，曾荣获广州市科学技术进步奖一等奖。随着科技创新方面投入的增加，预计公司未来创新产品端优势将继续保持。

表 3：公司科研能力优势显著

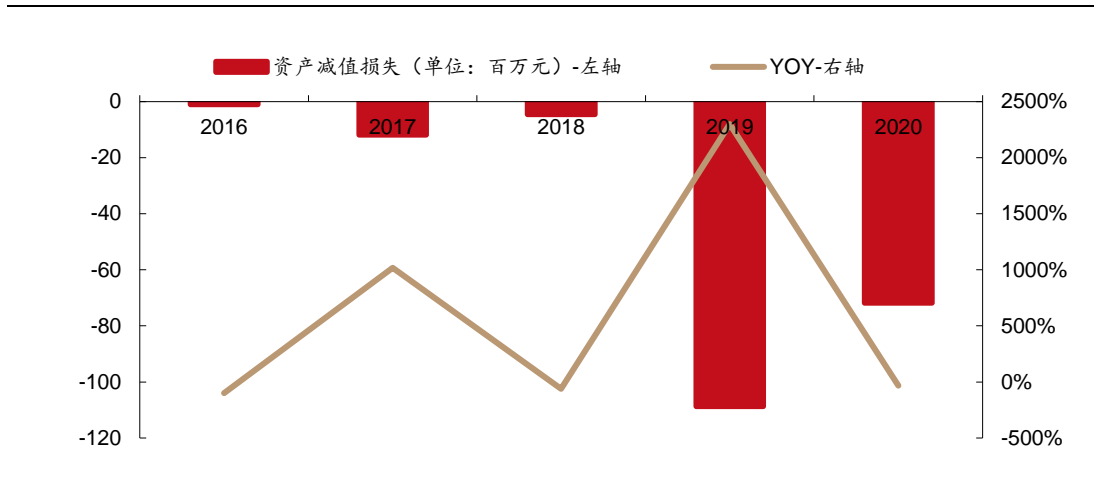
序号	公司科研方面先进成果及奖项
1	中国有色金属工业科学技术（陶瓷颗粒增强钢铁基复合材料制备技术及应用）
2	广东省博士工作站
3	广东省高新技术企业
4	广东省高新技术产品（核级海绵锆）
5	广东省认定：企业技术中心
6	广州市科学技术进步奖一等奖（陶瓷颗粒增强钢铁基复合材料制备技术及应用）
7	省级企业技术中心复评

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

龙麟佰利成为第一大股东后，对应收账款、其他应收款、存货、固定资产、无形资产等进行了全面清查。在清查的基础上，对各类应收款项回收的可能性、存货的可变现净值、固定资产的可变现性等进行了充分地分析和评估，对可能发生资产减值损失的资产计提减值准备。2019 年公司资产减值损失 1.09 亿元，2020 年公司资产减值损失 0.72 亿元。随着公

司坏账逐渐减少，公司财务状况将逐渐进入平稳、健康的状态，资产质量也将有所改善。

图 13：龙蟒佰利入股后公司计提坏账准备，资产减值损失增加



资料来源：WIND、西部证券研发中心

1.4、携手龙蟒佰利，有望实现钛锆共生发展契机

公司第一大股东龙蟒佰利在技术层面已经具备硫氯耦合自产合成金红石、自产氯化钛渣、高钛渣等工艺路线。未来将在焦作、新立、攀枝花进行扩产，预计氯化钛白粉扩产产能将超过 60 万吨，龙蟒佰利对资源端的需求有望持续升高。东方锆业资源中的钛原矿储量将对龙蟒佰利的业务布局加以支撑，预计龙蟒佰利在资金端对公司继续开发上游资源将提供帮助。

表 4：龙蟒佰利产业链布局

	产品	现有产能 (万吨)	在建/规划产能 (万吨)
焦作基地	氯化钛白粉	6	24
	人造金红石	30	-
	钛合金新材料	3	-
新立基地	氯化钛白粉	6	24
	氯化钛渣	8	-
	海绵钛	1	1
攀枝花基地	氯化钛白粉	-	20
	氯化钛渣	-	30
	海绵钛	-	-

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

二、“资源+加工”双赛道业务布局

公司目前拥有广东汕头、乐昌、湖南耒阳、河南焦作、云南楚雄、澳大利亚等六大生产基地，其氟氧化锆、硅酸锆、二氧化锆、电熔锆、复合锆等产品的产能均在行业处于领先地位。同时公司加强对上游资源的控制能力，在国内推进选矿厂的建设来提高精矿质量，国外选取国际优质锆资源项目进行产业并购。

2.1、产品布局：锆加工全产业链龙头企业

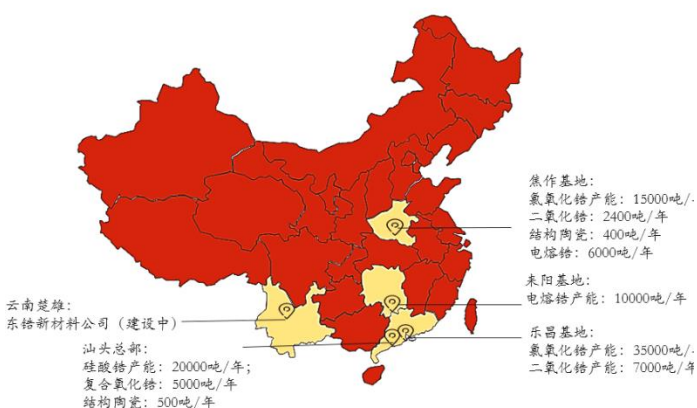
公司目前已经形成从上游重矿砂/锆英砂到中游电熔锆、氟氧化锆、硅酸锆、复合氧化锆、

二氧化锆至下游研磨介质与氧化锆陶瓷配件、陶瓷刀具这一条完整的全品类锆行业产业链。

焦作基地具有氯化锆产能 1.5 万吨、二氧化锆产能 2400 吨、结构陶瓷产能 400 吨、电熔锆产能 6000 吨；耒阳基地目前拥有电熔锆产能 1 万吨；乐昌基地拥有氯化锆产能 3.5 万吨、二氧化锆 7000 吨、汕头总部拥有硅酸锆产能 2 万吨、复合氧化锆产能 5000 吨以及结构陶瓷产能 500 吨。

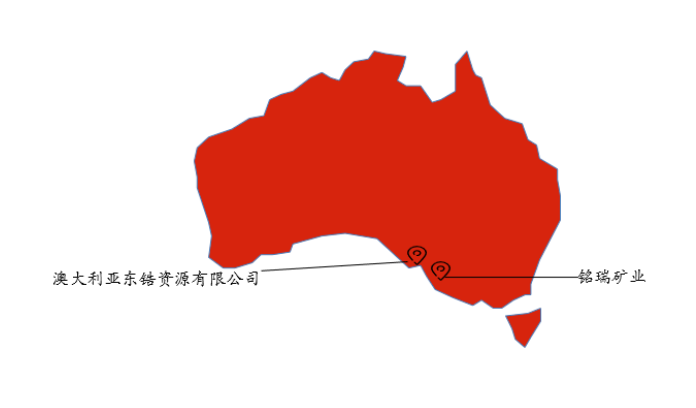
公司上游资源端主要布局于澳洲，分公司东锆澳洲下设铭瑞锆业。公司将澳洲开采的重矿砂运回国内，之后经过国富锆钛精选厂进行选矿。公司目前的锆英砂以及钛精矿产能分别为 3 万吨/年以及 8 万吨/年。

图 14：公司国内业务布局



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 15：公司澳洲业务布局



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

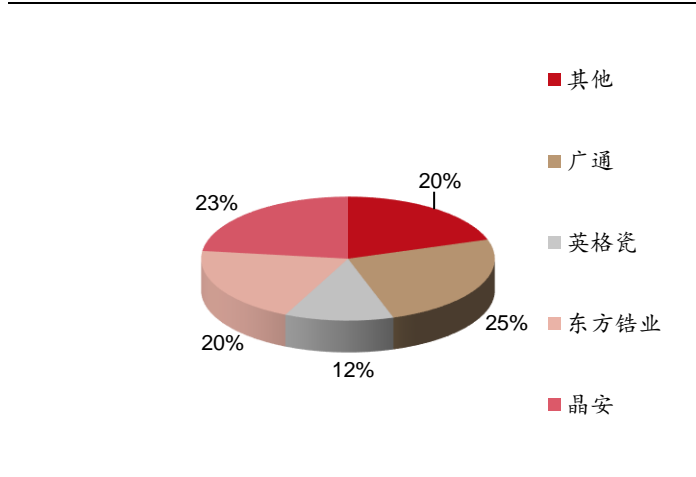
硅酸锆主要用于耐火、耐碱性腐蚀材料的制造，也用于某些陶瓷、搪瓷和陶瓷釉的生产。在搪瓷和釉料中，硅酸锆可以起到遮光剂的作用，也可以被添加到水泥中。此外，硅酸锆也可以用于研磨珠的制造以及高钾血症的治疗中。东方锆业目前硅酸锆年产能为 2 万吨，占国内总产能的 20%。

图 16：硅酸锆产品



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 17：东方锆业国内硅酸锆产能占比 20%



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

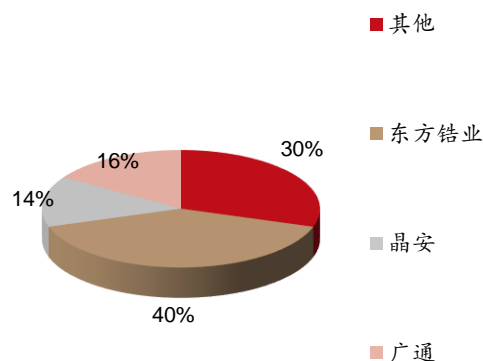
二氧化锆由于其硬度较高且化学性质不活泼，通常被添加在假牙牙冠中。目前公司二氧化锆年产能 0.94 万吨，占国内总产能 40%。

图 18: 二氧化锆产品



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

图 19: 东方锆业国内二氧化锆产能占比 40%



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

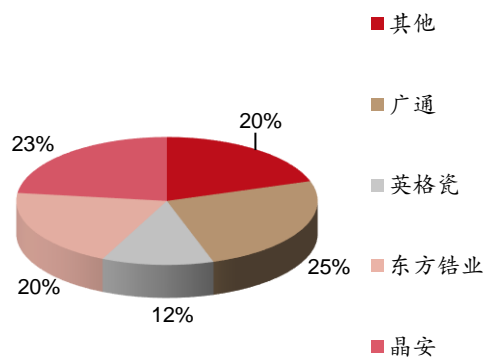
氯氧化锆用于制造二氧化锆及用于涂料干燥剂、橡胶添加剂、做耐火材料、陶瓷釉料和润滑剂等。公司目前氯氧化锆年产能为 5 万吨, 占国内总产能 20%。

图 20: 氯氧化锆产品



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

图 21: 东方锆业国内氯氧化锆产能占比 20%



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

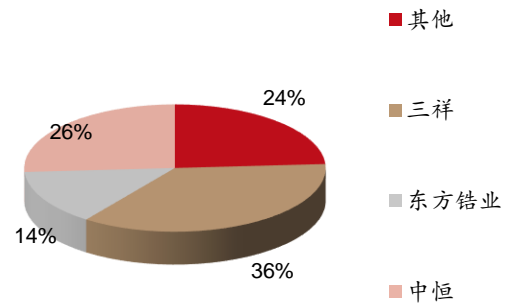
电熔锆全称为电熔二氧化锆, 主要用于耐火材料以及陶瓷釉料中, 东方锆业目前拥有电熔锆年产能 1.6 万吨, 占国内总产能 14%。

图 22: 电熔锆产品



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

图 23: 东方锆业国内电熔锆产能占比 14%



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

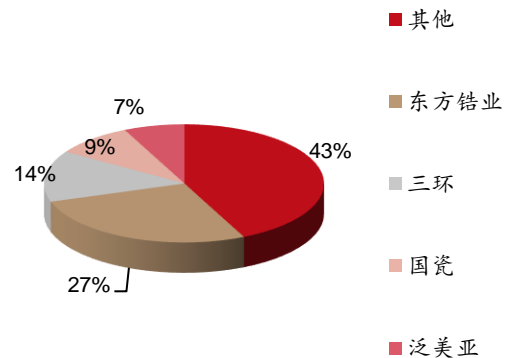
复合锆产品是氧化铝和氧化锆经过滚动成形后高温煅烧制成的。复合锆珠适用于硬度高的物料研磨。在复合锆珠中，氧化锆为复合锆珠增加了韧性，使得球面光滑，所以复合锆珠的磨耗比氧化铝球低，对研磨机的磨损小，耗电减少。公司目前复合氧化锆年产能 0.5 万吨，占国内复合锆总产能 27%。

图 24: 复合锆产品



资料来源: CENOTEC、西部证券研发中心

图 25: 东方锆业国内复合锆产能占比 27%



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

2.2、资源布局: 储量丰富, 保障长期发展潜力

由于中国锆矿资源的需求量远远超过了国内供给水平, 因此国内锆行业的公司严重依赖国外锆矿资源。全球锆资源主要集中在澳大利亚、南非、莫桑比克等国。东方锆业从 2010 年起加速寻求国外优质锆矿资源, 设立子公司澳洲东锆, 从事澳洲锆矿资源的开发和生产, 目前已掌握 3 处优质锆资源, 包括已经投产的 Boonanning 项目和 Atlas 项目、世界上最大的单体锆矿 WIM150 项目以及 Mindarie 重矿砂项目。

图 26：东锆海外矿产布局



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

2.2.1、Boonanarring和Atlas项目

2015年5月,广东东方锆业科技股份有限公司及其控股子公司 Murray Zircon Pty Ltd (“铭瑞锆业”)与 Image Resources NL 签订了《合作意向备忘录》(公告编号: 2015-021),达成开发 Image 在北帕斯盆地的矿砂项目的战略合作意向。2016年2月,公司及铭瑞锆业与 Image 签订了正式《资产交易协议》(公告编号: 2016-007)达成开发 Image 100% 拥有的西澳布纳伦高品位矿砂项目布纳伦 (Boonanarring)的战略目标。2016年6月,公司及铭瑞锆业与 Image 资产协议入股完成,铭瑞锆业将成为 Image 的第一大股东,占股 42%,东方锆业间接持有 Image 32.70%的股份。2021年4月,image 宣布其拥有 100% 权益的阿特拉斯 (Atlas) 矿砂项目采矿权证获得审批(公告编号: 2021-027)。阿特拉斯 (Atlas)项目位于西澳大利亚北珀斯盆地以北 165 公里,根据第三方机构 BatteryLimits 按澳洲标准完成的项目银行预可研报告,目前探明矿石储量 950 万吨,重矿物含量为 8.1%,锆及金红石在重矿砂中的含量 18.1%。目前,东方锆业间接持有 Image 17.32%的股份。

表 5: Boonanarring 和 Atlas 项目资源储量

	JORC 资源量 (万吨)	重矿物含量 (%)	可开采储量 (万吨)	重矿物含量 (%)	细泥含量 (%)	有价重矿 砂含量 (%)	有价重矿砂中各矿物占比 (%)			
							锆英砂	钛铁矿	白钛石	金红石
Boonanarring	1590	6.1	610	7.8	15	79	19	50	3.8	5.7
Atlas	1810	6	950	8.1	17	66	9.3	46	6.5	4
总计	3400	6	1560	8	16	72	14	48	5.2	4.8

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

2.2.2、Mindarie 重矿砂项目

位于澳大利亚墨累地区阿德莱德东约 150 公里处的 Mindarie C 项目,由铭瑞锆业 100% 拥有,东方锆业持有铭瑞锆业 79.28%的股份。该项目于 2012 年 12 月 4 日开始正式生产运营,产能规划为 12 万吨重矿砂。铭瑞锆业共拥有 9 个采矿权,11 个勘探地权及 6 个正在申请的勘探地权,9 个采矿权已经达到 JORC 标准矿砂资源 2.4 亿吨,可采储量为 4800 万吨,平均重矿物品位 3.1%,其中含钛铁矿 482 万吨,锆英砂 157.7 万吨,白钛石 47.6 万吨,金红石 35.7 万吨。Mindarie C 项目每年重矿砂的产能为 12 万吨。2015 年 6 月,

该项目将采矿和选矿相关设施设备入股 Image resources 公司,2016 年起暂停生产业务,由于过去几年锆行业景气度一般,至今仍未重启。

2.2.3、WIM150项目

WIM150 矿区位于维多利亚州墨尔本市西北的 Horsham 区域,是世界最大单体锆矿。上世纪 70 年代由 CRA 公司(力拓公司前身)发现。2000 年, Austpac 公司取得由 CRA 持有的 EL4521 号勘探权证,并 100% 拥有该权证上的所有相关权益。2004 年, Austpac 与 AZC 公司签署《WIM150 项目持股合作协议》。2012 年 11 月 13 日,澳洲东锆与 AZC 公司重新签定《澳洲东锆与 AZC 公司关于 WIM150 项目持股合作协议》,WIM150 项目在完成澳大利亚银行融资可行性研究报告工作后,于 2013 年 9 月 3 日成立关于该项目的合作公司,合作公司中 AZC 公司占有 80%项目权益,澳洲东锆占有 20%项目权益。

该矿区拥有 16.5 亿吨重矿物资源,平均品位 3.7%,重矿砂中含锆 20.7%、金红石 11.7%、白钛石 6%、钛铁矿 31.4%、独居石 2.1%、磷钇矿 0.38%,全部有价值重矿物达到 72.28%。

根据公司公告披露的优化后的银行可研报告结果,该项目储量使用年限是 60 年,项目预计年生产锆精矿、稀土精矿、钛精矿等产品共计 24.77 万吨,其中锆精矿 6.5 万吨,稀土精矿(独居石、磷钇矿) 1.09 万吨,高钛矿物 3.58 万吨,钛铁矿 11.73 万吨,其他副产品或尾矿产品 1.87 万吨。

2.2.4、资源权益储量: 407.68万吨锆英砂、815.14万吨钛铁矿、175.63万吨金红石、113.4万吨白钛石

东方锆业目前拥有 WIM150 项目权益 20%,铭瑞锆业明达里 C 权益 79.28%,Image 股权 17.32%。公司上游资源权益储量为 407.68 万吨锆英砂、815.14 万吨钛铁矿、175.63 万吨金红石、113.4 万吨白钛石,随着 Atlas 矿山勘探继续进行,未来权益量有望继续提高。上游资源端布局保障公司选矿产能扩张,同时也为公司长期发展奠定坚实基础。基于龙蟒佰利对金红石、钛铁矿资源需求,公司的金红石以及钛铁矿储量对于龙蟒佰利来说也是一种保障,同时龙蟒佰利入股后未来公司澳洲矿山开发进度有望提速。

表 6: 东方锆业上游资源权益储量

单位(万吨)	锆英砂	金红石	白钛石	钛铁矿
WIM150 项目	263.74	142.86	72.04	387.06
铭瑞锆业明达里 C	125.05	28.31	37.75	382.22
Image 布纳伦和 Atlas 项目	18.90	4.46	3.61	45.87
总计	407.68	175.63	113.40	815.14

资料来源:公司公告、西部证券研发中心

2.3、未来规划: 上下游双向扩展, 谱写钛锆蓝图

2.3.1、上游: 参股Image, 加码选矿建设

2020 年 5 月,公司为了延伸产业链,提升主要原材料锆英砂的自供能力,租赁汕头市国富锆钛实业有限公司(以下简称“国富锆钛”)重矿物分选厂,用于加工锆中矿。国富锆钛选矿厂目前每年可洗选 8-10 万吨钛精矿。租赁国富选矿厂后公司将具备将锆中矿加工为锆英砂、钛精矿的能力,提升锆英砂自供能力,实现产业结构优化。

图 27：租赁选矿厂后公司拥有锆英砂年产能 3 万吨，钛精矿产能 8 万吨



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

由于近期锆英砂行业的逐渐回暖以及公司未来战略规划中对澳洲相应矿产的开发计划，公司将在已租赁的 10 万吨/年产能的汕头市国富锆钛选矿厂的基础上，寻找新的选矿厂扩张机会。

2.3.2、中游：氟氧化锆、硅酸锆、电熔锆持续扩产

电熔锆：公司利用云南具有价格优势的电力资源，准备在云南新建 3 万吨/年的电熔锆项目，分两期建设，目前云南东锆新材料有限公司年产 3 万吨电熔氧化锆项目处于建设阶段。

氟氧化锆：对现有产能进行技改、维护、扩产，提高产能利用率。

2.3.3、下游：布局新能源电池、功能陶瓷等行业，有望再创新“锆”

公司将利用其在上游资源端以及中游生产端的优势，延伸扩展锆产业链的下游领域，如功能陶瓷以及新能源电池添加剂等。

龙蟒佰利将锆业务涉及的氟氧化锆及二氧化锆生产线、维纳科技 21.30%股权和冯立明所持维纳科技 34.50%股权交由公司进行托管经营。维纳科技主要产品有纳米氧化锆和电熔稳定氧化锆粉体、氧化锆磨介、氧化锆结构件等，被广泛应用于石油化工、汽车、电力、矿山设备、机械制造、医疗器械、电子陶瓷等新兴行业。

研磨微珠作为功能陶瓷的一种，具有极高的研磨效率以及耐磨性。与金属研磨珠相比陶瓷研磨珠不会污染被研磨物料。此外，氧化锆陶瓷珠还具有寿命长、综合成本低等优点，已经成为研磨物料的主流。

陶瓷牙齿与氧化铝等传统材料相比，生物相容性更好且在人体内稳定性更高。具有更优异的断裂韧性以及耐磨性，可以有效减少植入物的尺寸同时最有效的实现耐磨。

金属陶瓷电极通常由镍与含锆的电解质材料（如 YSZ）混合后制成。这种金属陶瓷电极既能防止金属催化剂的烧结，具有稳定的电极孔结构和高孔隙率，又能扩展阳极的电化学反应界面，实现电极的立体化。同时，由于电解质材料的加入，调节了金属陶瓷阳极的热膨胀系数，使之能与电解质隔膜的热膨胀系数相匹配。

图 28：公司下游布局规划



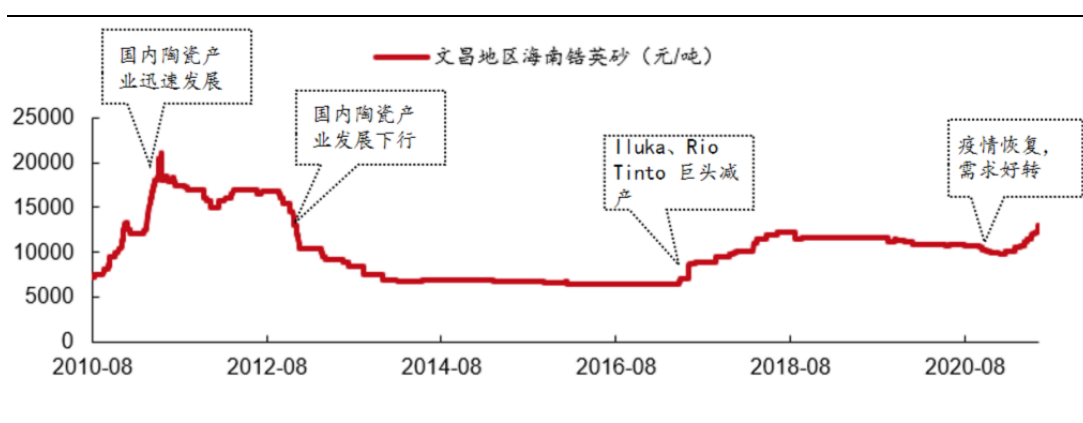
资料来源：公司公告、西部证券研发中心

三、锆行业进入上升通道，锆英砂产能出现制约

3.1、锆英砂价格上行，龙头产品提价

2010 年上半年到 2011 年下半年，受国内陶瓷业迅速发展的影响，锆英砂的价格从每吨 7000 元左右一路飙升至 20000 元左右，创下了历史新高；到 2012 年，国内陶瓷业发展热度减退，锆英砂的价格又缓慢回落至 17000 元左右，2013 年开始继续回落至每吨 7000 元左右。2017 年 Iluka、Rio Tinto 等巨头减产导致全球锆英砂价格有所提升，2019 年至今，受新冠疫情和中美贸易战的影响，价格从 11500 元/吨下降至 8700 元/吨。今年随着全球经济恢复，锆英砂需求增加，锆英砂价格呈 V 形反弹趋势，目前锆英砂价格为 10850 元/吨。预计随着行业复苏未来价格还会继续上行。

图 29：年初以来锆英砂价格呈 V 形反弹趋势



资料来源：百川资讯；西部证券研发中心

公司年初至今五次上调主营产品价格，分别累计上调氟氧化锆产品（包含母液料）25000 元/吨、二氧化锆产品 7500 元/吨、锆英砂和金红石产品 500 元/吨以及复合氧化锆产品（包含钇稳定氧化锆及其他所有相关规格型号产品）5000 元/吨。Iluka 二季度开始将全球锆英砂价格上调 70 美元/吨，随后澳洲 Tronox 以及南非 Tronox 也宣布新单价格将在原有基础上上调 75 美元/吨。相关锆产品和锆英砂价格的不断上升更是对锆行业复苏已启动的验证。

表 7：锆相关企业年初以来提价情况

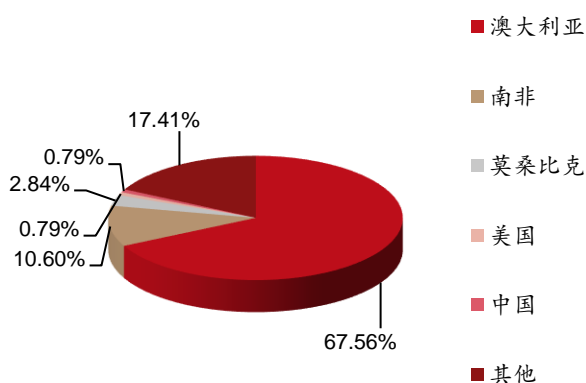
	单位	氯化锆	二氧化锆	锆英砂	金红石	复合氧化锆
东方锆业	元/吨	25000	7500	500	500	5000
Iluka	美元/吨	-	-	70	-	-
Tronox	美元/吨	-	-	75	-	-

资料来源：百川资讯、公司公告、西部证券研发中心

3.2、全球锆英砂供应格局：至2027年澳洲矿山供应减少40万吨以上

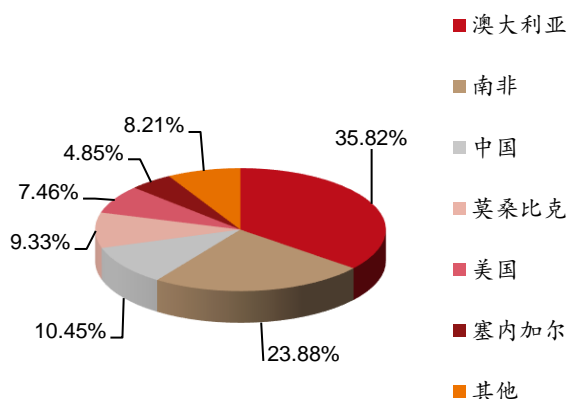
根据美国地质调查局报告，2020 年全球锆矿储量约 7800 万吨，主要分布在澳大利亚和南非地区，分别占比 67.56%和 10.6%，中国占比仅 0.79%。2020 年锆英砂产量折合精矿 130 万吨，其中澳大利亚生产 48 万吨，占总供应量的 35.82%；南非生产 32 万吨，占总供应量的 23.88%；中国生产 14 万吨，占总供应量的 10.45%。

图 30：2020 年全球锆矿储量分布



资料来源：USGS；西部证券研发中心

图 31：2020 年全球锆英砂产量分布



资料来源：USGS；西部证券研发中心

全球主要的锆英砂供应商为澳禄卡、特诺和力拓，年产量均在 15 万吨以上，2020 年合计锆英砂供应量为 60 万吨，占全球总量的 46.15%。其次是伊梅治资源、钛锆、肯梅尔资源、贝斯资源等第二梯队供应商。

表 8：2020 年全球锆英砂供应商

公司名称	矿山所在国家	2020 年锆英砂精矿年产量 (万吨)
澳禄卡资源 (Iluka Resources)	澳大利亚	26
特诺 (Tronox)	澳大利亚、南非	18
力拓 (Rio Tinto) -RBM (Richard Bay Mining)	南非	16
伊梅治资源 (Image Resources)	澳大利亚	8
钛锆 (TiZir)	塞内加尔	5
肯梅尔资源 (Kenmare Resources)	莫桑比克	5
贝斯资源 (Base Resources)	肯尼亚	3.2

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

根据第三方机构统计，澳洲大部分锆矿山将于 2026-2027 年进入停产期，2022-2027 年停产产能总计将超过 40 万吨，同时受到品位下降等因素的影响，产量预计会逐步下降。未来 WIM 类细粒度锆钛矿资源的重视度将提升，锆资源的价值也将随着资源量的减少而持续提高。

表 9: 澳洲主要矿山情况梳理

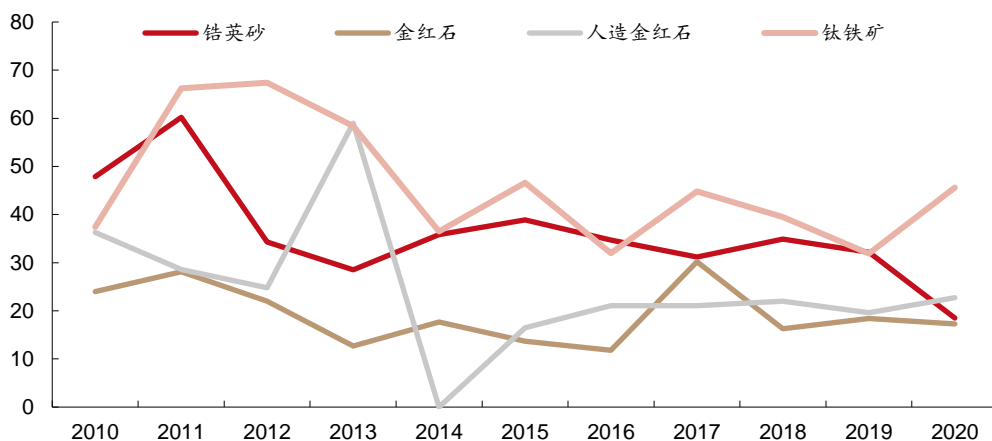
公司	矿山名称	产量估算(锆英砂, 万吨)	剩余储量(万吨)	品位	寿命推测	当前状态
ILUKA	Jacinth-Ambrosia 矿山	22	6500	3.40%	2027	正常
	Cataby 矿山	5		5.80%	2026	正常
	Eneabba	2.6	100		2030	正常
Tronox	Cooljaloo	4		1.78%	2029	正常
	Ginkgo/Snapper/Crayfish	6.5	8800		2022	正常
	Atlas/Campaspe	3		6.50%	2034	2022 年投产
	Wonnerup	0.9			2026	正常
Image	Boonanarring	9.5		10.10%	2022	正常

资料来源: 纬伦澳洲矿业投资、西部证券研发中心

3.2.1、ILUKA: 锆英砂产量、重矿物品位均走低

Iluka Resources 是一家总部位于澳大利亚的资源公司, 专门从事矿砂勘探、项目开发、以及矿石销售业务。Iluka 是全球最大的锆英砂供应商, 同时在金红石以及人造金红石的供应中也位居世界前列。Iluka 在澳大利亚西澳大利亚州(尤克拉和珀斯盆地)、南澳大利亚州(Jacinth-Ambrosia 矿)、维多利亚州和新南威尔士州(墨累盆地)、美国(弗吉尼亚州)和非洲塞拉利昂开展采矿业务。Iluka 2020 年共出产锆英砂 18.5 万吨、金红石 17.3 万吨、人造金红石 22.7 万吨以及钛铁矿 45.6 万吨。锆英砂的产量下降主要是受 Jacinth-Ambrosia 矿山原矿品位由 2010 年的 7.2% 下降至 2020 年的 4% 以及矿山自 2019 年 8 月起矿山开采从 Jacinth 搬至 Ambrosia 的影响。

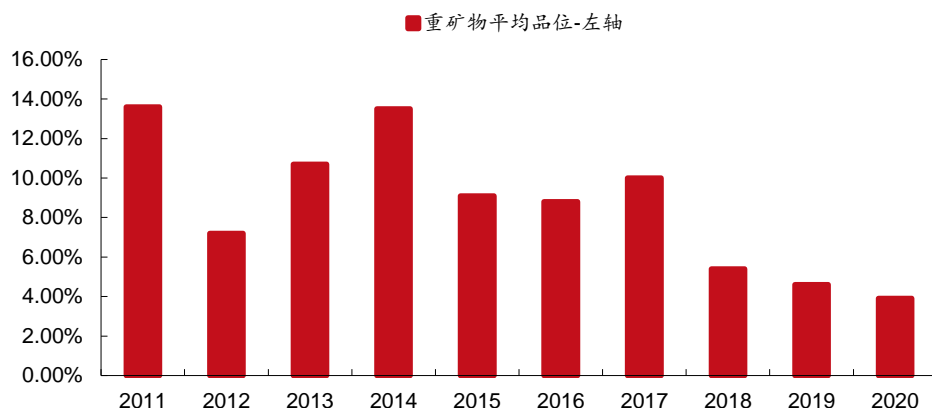
图 32: ILUKA 矿物产品产量变化(单位: 万吨)



资料来源: 纬伦澳洲矿业投资、西部证券研发中心

除 Jacinth-Ambrosia 矿山外, 目前 ILUKA 所有项目的平均品位均处于下降趋势。2020 年 Iluka 的全集团矿山原矿平均重矿物品位为 3.9%, 较 2019 年下降 0.7%。该下降趋势主要由于公司在开采决策上决定对低成本、高品位的矿山率先进行开发, 因此品位下行为正常现象。

图 33: ILUKA 重矿物平均品位变化



资料来源: 纬伦澳洲矿业投资、西部证券研发中心

未来 3-5 年 Iluka 矿山品位将继续下降, 新矿山投产的几率不大, 预计 Iluka 锆英砂供应量受成本上升影响未来将呈下降趋势。

3.2.2、TRONOX: 澳矿项目寿命较短, 重矿物品位下滑

Tronox 是一家全面布局钛白粉行业产业链的美国化工公司, 拥有员工约 7,000 名。在收购了 Exxaro Resources 的矿砂业务之后, Tronox 成为全球第二大的钛白粉龙头企业。此次合并后, Tronox 的钛原料产能将超过 80 万吨/年 (其中钛渣 41 万吨/年、人造金红石 22 万吨/年、天然金红石 18.2 万吨/年), 同时公司拥有锆英砂产能 29.7 万吨/年, 生铁产能 22 万吨/年。

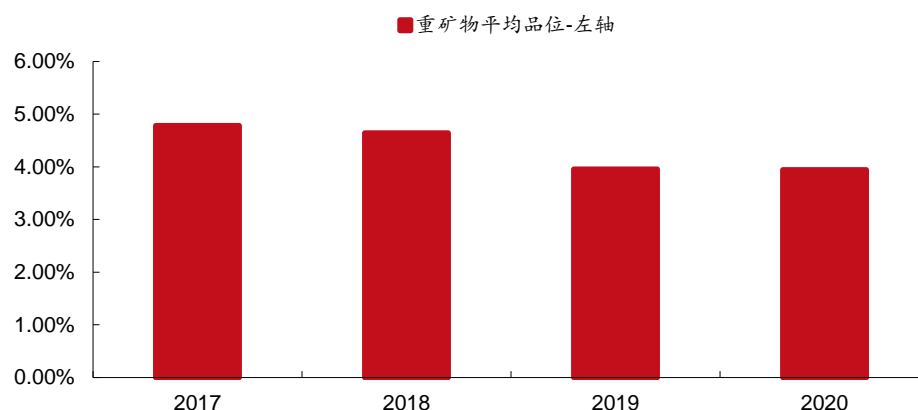
表 10: TRONOX 产品产能

产能/ (万吨)	2016	2017	2018	2019	2020
锆英砂	22	22	22	29.4	29.7
金红石	7.1	9.1	9.1	17	18.2
人造金红石	22	22	22	22	23
钛渣	41	41	41	41	41
生铁	22.1	22.1	22.1	22	22

资料来源: 纬伦澳洲矿业投资、西部证券研发中心

Tronox 的重矿物平均品位也从 2017 年的 4.78% 下降至 2020 年的 3.94%。预计随着未来的持续开采, 公司重矿物品位将持续下降。Tronox 所拥有的澳洲矿山 Cooljarloo、Wonnerup、Ginkgo/Snapper/Crayfish, 所剩余寿命仅为 7 年、6 年、1 年。在矿山开采寿命降低以及重矿物品位下降影响下, 公司锆英砂产量将出现下滑。

图 34: TRONOX 重矿物品位有所下降



资料来源：纬伦澳洲矿业投资、西部证券研发中心

3.2.3、Rio Tinto: Zulti South停产，未来增量不大

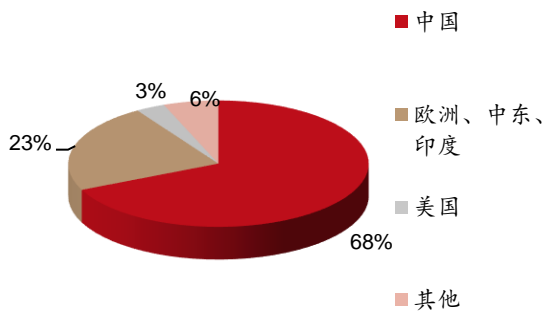
Rio Tinto 集团是一家英澳跨国公司，同时也是仅次于必和必拓的世界第二大金属和矿业公司，Rio Tinto 生产铁矿石、铜、钻石、黄金和铀。该公司成立于 1873 年，当时一个跨国财团从西班牙政府手中购买了位于西班牙韦尔瓦 Rio Tinto 的一座矿山。从那时起，该公司通过并购等手段不断发展壮大，在铝、铁矿石、铜、铀和钻石等多种商品的生产方面跻身世界领先者行列。除矿物开采业务外，力拓在精炼业务上有所布局，特别是精炼铝土矿和铁矿石。

Rio Tinto 旗下南非的 Richard Bay Minerals 项目以及马达加斯加 QIT Madagascar Minerals 项目均拥有锆英砂产能，其中 RBM 业务探明储量为 9.31 亿吨，含锆英砂约 279 万吨，含钛矿约 2141 万吨。QMM 业务探明储量为 3.46 亿吨，含锆英砂约 9.2 万吨，含钛矿约 1211 万吨。受 Rio Tinto 的 RBM 项目中的 Zulti South 停产以及矿山品位下降的影响，预计未来锆英砂增量不大。

3.3、锆英砂需求：经济复苏带动需求增长

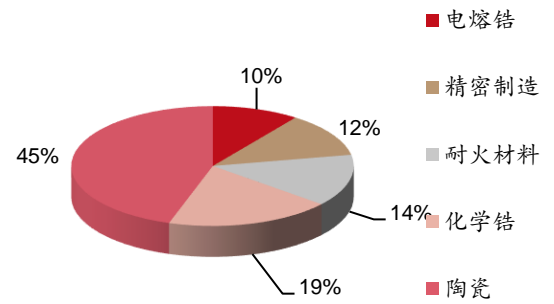
锆元素符号为 Zr，是一种银白色过渡金属，其提取较难，工艺复杂。目前锆金属的应用主要是通过通过对锆英砂进行相应的工艺流程处理后，得到氟氧化锆、二氧化锆、硅酸锆等基础产品，并将基础产品以及基础产品加工后的产品应用到下游产业当中。根据 Iluka 统计数据显示，2020 年我国锆英砂需求量占全球总需求量 68%，因此，国内对锆英砂的需求趋势变化将对世界锆英砂总需求有着重大影响。目前下游需求主要来自陶瓷、铸造、耐火材料等领域，我国陶瓷行业消耗锆英砂占比 45%，化学锆占比 19%，耐火材料占比 14%，精密制造占比 12%以及电熔锆占比 10%。

图 35: 2020 年中国锆英砂需求量占全球需求量 68%



资料来源: luka、西部证券研发中心

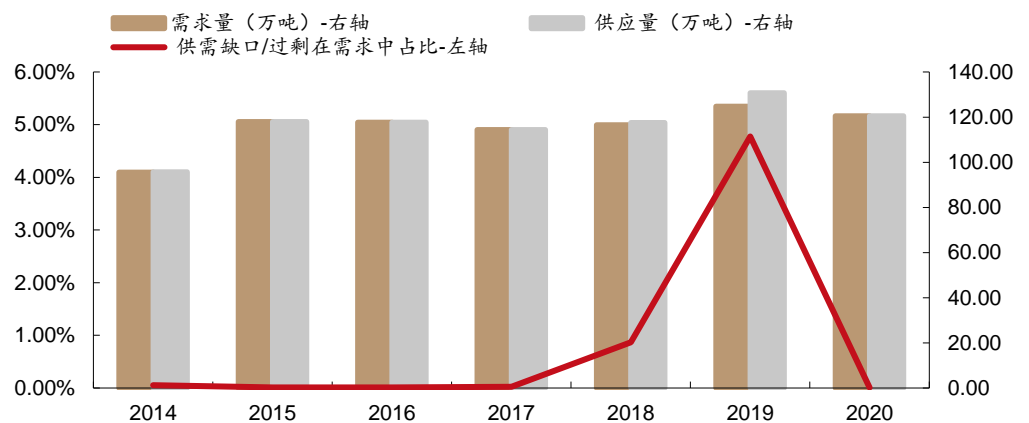
图 36: 锆英砂下游应用



资料来源:《我国锆英砂市场及现状展望》、西部证券研发中心

我国是世界上最大的锆英砂进口国。锆资源的缺乏使我国需长期依赖进口锆英砂资源，对外依存度极高。从 2014 年以来，我国锆英砂供需一直处于弱平衡状态，供需缺口/过剩在需求总量中的占比不足 5%。价格在弱平衡的行业供需背景下敏感运行，一旦需求端或供应侧发生边际变化，价格趋势也即时反馈。

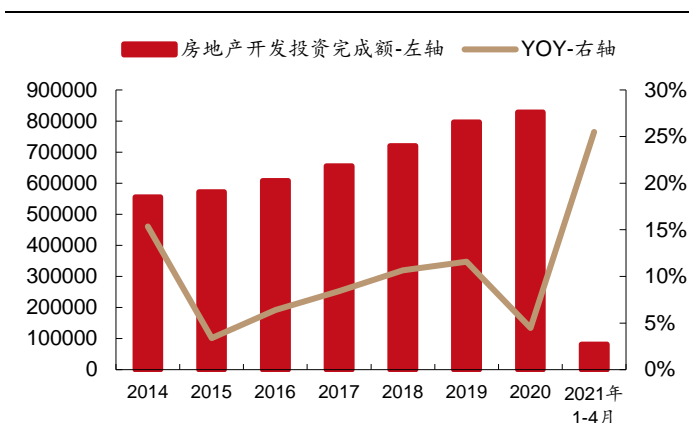
图 37: 我国锆精矿处于供需紧平衡状态



资料来源: USGS; 中国海关; 西部证券研发中心

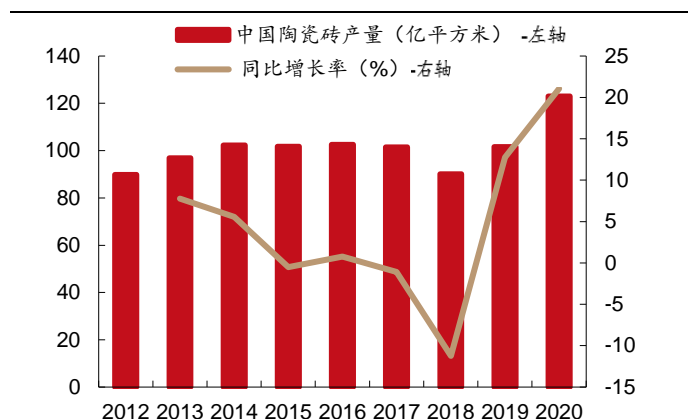
我国是陶瓷产业大国，是世界建筑陶瓷生产大国和消费大国，产品份额占据全球市场的 2/3 以上。2015-2018 年，随着中国经济调整，房地产行业走势趋于稳定，开发投资平稳增长；2020 年受到疫情影响，增速有所下降；2021 年 1-4 月国内经济持续恢复背景下房地产开发投资所增加，同比提高 25%。2020 年陶瓷砖产量累计 123 亿平方米，同比增长 21%。预计陶瓷行业将在经济回暖的背景下进入复苏周期，从而拉动锆英砂行业的新一轮需求。

图 38: 2021 年 1-4 月房地产开发投资 YOY+25.5%



资料来源: WIND、西部证券研发中心

图 39: 2020 年中国陶瓷产量 YOY+21.6%

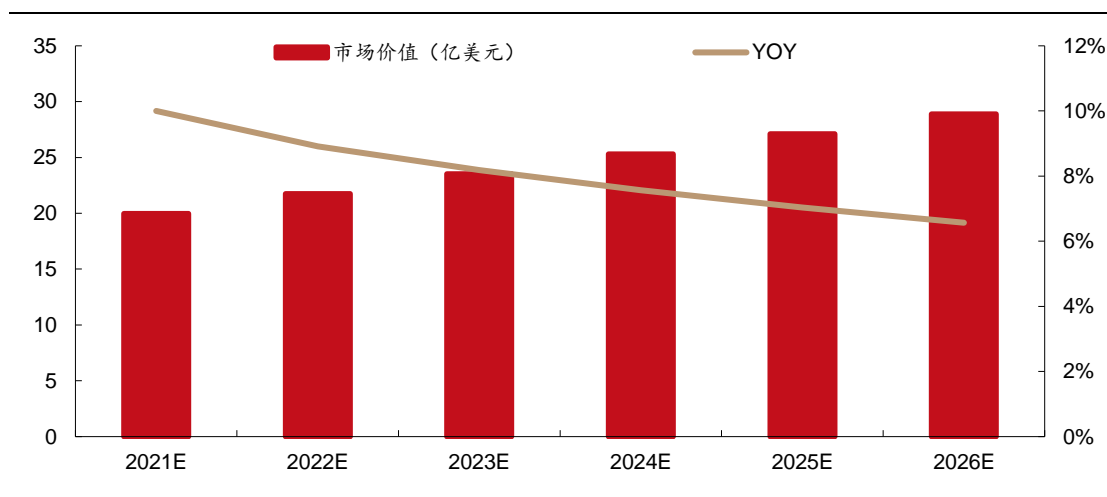


资料来源: 陶瓷信息网、西部证券研发中心

3.4、锆英砂市场判断：价格上行趋势确定，市场空间持续扩容

我们判断 2021 年锆行业或将迎来铸造、耐火材料和陶瓷等行业的需求增加和供应缩紧从而锆相关产品的价格提升的局面。全球锆市场规模将进入扩容阶段。据 Mordor Intelligence 测算，2021 年锆市场预估可达约 19.98 亿美元，2026 年可达 28.88 亿美元，2021-2026 复合年均增速为 8%。

图 40: 预计 2026 年全球锆市场规模将达到 28.88 亿美元



资料来源: Mordor Intelligence、西部证券研发中心

四、盈利预测及估值

4.1、关键预测假设

1、产品销量：我们测算，公司 2020 年氟氧化锆/二氧化锆/硅酸锆/复合氧化锆/氧化锆结构陶瓷/电熔锆销量约为 1.27/ 0.16/ 0.47/ 0.039/ 0.0252/ 0.12 万吨，产能利用率仅为 25.43%/ 14.85%/ 23.49%/ 7.8%/ 28.02%/ 19.92%。随着公司股权明晰、发展规划明确，未来锆产品产能利用率将回到正常水平，参考公司 2011-2013 年产能利用以及毛利情况，预计公司 2021 年氟氧化锆/二氧化锆/硅酸锆/复合氧化锆/氧化锆结构陶瓷/电熔锆的产能利用率分别为 35.00%/ 27.00%/ 30%/ 30.00%/ 36.67%/ 50.00%，公司生产逐渐回归常态

化。预计公司 2021 年归母净利润为 0.70 亿元，YOY+143.5%；2021 年营业收入为 1.185 亿元，YOY+54.3%。

2、产品价格：全球锆行业供应端呈下降趋势，供需格局大幅改善，锆系列产品价格中枢抬升，预计未来三年主营产品价格有望逐渐上行。

3、毛利率：2021 年公司产品已累计 5 次提高售价，且公司通过 Image 包销保障原料端供应，随着产品售价提升与产销率恢复常态经营，我们预计公司 2021-2023 年整体毛利率分别为 21.35%、22.96%、24.21%。

表 11：公司业绩拆分及预测

产品分类	项目	2020	2021E	2022E	2023E
氟氧化锆	营收 (单位: 百万元)	158.73	227.17	272.60	322.01
	成本 (单位: 百万元)	152.53	184.39	221.27	261.38
	产能利用率	25.43%	35.00%	40.00%	45.00%
	毛利率	4.00%	18.83%	19.77%	20.76%
二氧化锆	营收 (单位: 百万元)	76.89	200.00	315.00	496.13
	成本 (单位: 百万元)	71.52	126.90	157.92	191.72
	产能利用率	14.85%	27.00%	32.00%	37.00%
	毛利率	8.00%	19.00%	19.00%	19.00%
硅酸锆	营收 (单位: 百万元)	49.98	61.68	75.56	90.67
	成本 (单位: 百万元)	49.25	53.04	64.98	77.98
	产能利用率	23.49%	30.00%	35.00%	40.00%
	毛利率	1.00%	14.00%	14.70%	15.44%
复合氧化锆	营收 (单位: 百万元)	36.39	148.84	260.47	382.88
	成本 (单位: 百万元)	33.23	104.19	182.33	268.02
	产能利用率	41.77%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	10.00%	30.00%	31.50%	33.08%
氧化锆结构陶瓷	营收 (单位: 百万元)	30.26	60.00	72.00	96.00
	成本 (单位: 百万元)	21.34	36.00	43.20	57.60
	产能利用率	28.02%	36.67%	45.56%	55.56%
	毛利率	42.00%	40.00%	42.00%	44.10%
电熔锆	营收 (单位: 百万元)	29.88	84.00	117.60	154.35
	成本 (单位: 百万元)	26.05	67.20	94.08	123.48
	产能利用率	19.92%	50.00%	66.67%	83.33%
	毛利率	12.82%	20.00%	21.00%	22.05%
钛矿砂	营收 (单位: 百万元)	-	169.68	178.16	187.07
	成本 (单位: 百万元)	-	118.78	124.71	130.95
	产能利用率	-	-	-	-
	毛利率	-	30.00%	31.50%	33.08%
锆英砂	营收 (单位: 百万元)	16.37	77.28	162.29	255.60
	成本 (单位: 百万元)	16.59	54.10	113.60	178.92
	产能利用率	5.60%	26.67%	53.33%	80.00%
	毛利率	0.00%	30.00%	31.50%	33.08%
重矿物	营收 (单位: 百万元)	226.93	238.28	250.20	262.70
	成本 (单位: 百万元)	209.91	214.45	225.18	236.43

	产能利用率	-	-	-	-
	毛利率	7.50%	10.00%	10.50%	11.03%
其他	营收 (单位: 百万元)	11.00	11.55	12.13	12.73
	成本 (单位: 百万元)	4.00	9.24	9.70	10.19
	毛利率	8.00%	15.00%	15.75%	16.54%
合计	营收 (单位: 百万元)	768.00	1184.98	1524.85	1894.24
	成本 (单位: 百万元)	685.00	931.94	1184.95	1459.63
	毛利率	11.00%	21.35%	22.96%	24.21%

资料来源: WIND、西部证券研发中心

4.2、资源端价值重估

公司权益储量折现价值 79.69 亿元。公司目前所持有的三个矿产项目中, 只有 Image 的布纳伦项目在投产, 未来将由今年新取得采矿证的 Atlas 项目代替布纳伦项目进行生产。过去两年中, Image 重矿砂产品产销量均有提升, 稳定在 30-32 万吨/年, 平均净利润为 197.4 美元/吨, 净利率达到 33%。WIM150 项目根据公司公告的可研报告, 该项目资源储量使用年限为 60 年。Mindarie 项目公司公告表示该项目每年有能力生产 12 万吨重矿砂, 其预期资源储量可开采 62 年。

按照 Boonanarring 过去两年净收益的平均值为参考, 假设每年销售价格增长 1%, 计算三个项目的未来价值, 并根据 7% 贴现率进行贴现。经过计算 WIM150、明达里 C、布纳伦以及 Atlas 项目的净利润现值分别为 257.75 亿元、30.54 亿元、22.65 亿元, 东方锆业在三个项目中所占权益分别为 20%、79.28%、17.36%, 公司三个澳洲矿产项目的权益折现价值总计为 79.69 亿元, 相对目前市值 46.75 亿元来说安全边际较高。

表 12: 公司权益储量折现价值 79.69 亿元

	总资源量 (万吨)	重矿物含量	可开采储量 (万吨)	重矿物占比	净利润现值 (亿元)	权益	东锆权益利润现值 (亿元)
WIM150 项目	165000	0.037	55000	4%	257.75	20%	51.55
铭瑞锆业明达里 C	24000	0.031	4800	4%	30.54	79.28%	24.21
Image 布纳伦和 Atlas 项目	3400	0.06	1560	8%	22.65	17.36%	3.93
			总计				79.69

资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

4.3、投资建议与估值

自上市以来, 公司股价走势呈现三个阶段趋势表现。

第一阶段 (2007-2011 年): 受益于国内地产产业链蓬勃发展, 下游陶瓷行业需求扩容带动公司主要产品价格上行, 同时公司积极布局上下游产业链, 公司股价受益于行业供需两旺震荡上行。

第二阶段 (2012-2015 年): 随着下游陶瓷行业需求下行影响传统产品盈利, 期间公司经历股东变更, 中核入主及国内核电启动建设等事件带动下, 公司股价大幅波动。

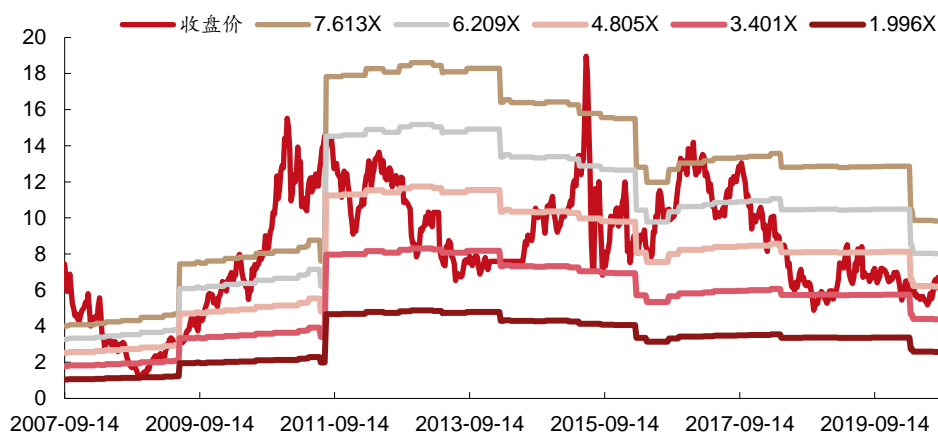
第三阶段 (2016 年-至今): 受福岛核事件影响, 核电建设进入缓慢增长, 且公司核级锆业务进展低于预期, 期间虽经历锆英砂供应收缩带来价格上涨, 但公司本身经营陷入困境, 股价整体呈现缓慢触底走势。

图 41：公司股价处于探底阶段



资料来源：WIND、西部证券研发中心

图 42：公司目前 PB 处于低位（单倍：倍）



资料来源：WIND、西部证券研发中心

公司作为锆行业加工龙头企业，同时较早布局上游资源端，在产品未来量价齐升以及锆矿山资源稀缺性增强的情况下，公司盈利能力有望得到重塑。作为周期性行业，我们采取 PB 进行估值。选取公司上市以来 PB 中枢 5.36 倍，同时结合对公司主业持续改善判断与市值大幅低于资源折现值现状，对应 2021 年每股净资产 1.52 元，给予公司目标价 8.14 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

五、风险提示

(1) 新项目建设不达预期。公司产能扩建过程中可能由于地方政策以及工程进度等因素不达预期。

(2) 中澳进出口政策影响。目前中澳关系偏紧张，若关系持续恶化可能会影响公司上游澳矿的国内进口。

(3) 新冠疫情反复。印度国内发现一种新型变异新冠病毒，该毒株出现了双重突变，可能会弱化当前疫苗免疫效果，且传染性更强，在新冠疫情反复的情况下会对锆下游需求造成打击。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	19	158	218	292	443	营业收入	472	768	1,185	1,490	1,802
应收款项	127	145	276	339	384	营业成本	374	685	932	1,148	1,366
存货净额	412	382	280	344	410	营业税金及附加	8	12	19	24	29
其他流动资产	21	70	42	44	52	销售费用	13	5	9	7	8
流动资产合计	578	756	815	1,020	1,289	管理费用	89	110	120	144	151
固定资产及在建工程	945	880	904	933	967	财务费用	111	64	59	39	18
长期股权投资	131	140	119	130	130	其他费用/(-收入)	103	33	(24)	(29)	(35)
无形资产	516	524	481	447	428	营业利润	(226)	(143)	70	156	265
其他非流动资产	49	13	35	35	26	营业外净收支	4	(10)	5	(0)	(2)
非流动资产合计	1,641	1,556	1,540	1,546	1,552	利润总额	(222)	(153)	75	156	263
资产总计	2,220	2,312	2,355	2,565	2,840	所得税费用	3	2	4	8	15
短期借款	617	675	450	450	300	净利润	(225)	(155)	71	148	248
应付款项	757	402	586	617	799	少数股东损益	(19)	6	1	3	5
其他流动负债	0	175	140	157	149	归属于母公司净利润	(206)	(161)	70	145	243
流动负债合计	1,374	1,252	1,176	1,225	1,248						
长期借款及应付债券	34	0	44	59	63	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
其他长期负债	15	8	13	12	11	盈利能力					
长期负债合计	49	8	57	71	74	ROE	-21.7%	-16.5%	6.2%	11.7%	16.9%
负债合计	1,423	1,260	1,233	1,295	1,322	毛利率	20.8%	10.7%	21.4%	23.0%	24.2%
股本	621	706	706	706	706	营业利润率	-47.9%	-18.6%	5.9%	10.5%	14.7%
股东权益	797	1,052	1,122	1,270	1,518	销售净利率	-47.7%	-20.2%	6.0%	9.9%	13.8%
负债和股东权益总计	2,220	2,312	2,355	2,565	2,840	成长能力					
						营业收入增长率	-6.3%	62.8%	54.3%	25.7%	21.0%
现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	营业利润增长率	-3077.6%	36.9%	149.0%	123.6%	69.4%
净利润	(225)	(155)	71	148	248	归母净利润增长率	-2036.3%	21.8%	143.5%	107.6%	67.6%
折旧摊销	80	76	139	139	142	偿债能力					
营运资金变动	111	64	59	39	18	资产负债率	64.1%	54.5%	52.4%	50.5%	46.6%
其他	77	45	13	(8)	2	流动比	0.42	0.69	0.69	0.83	1.03
经营活动现金流	44	30	281	317	411	速动比	0.12	0.30	0.46	0.55	0.70
资本支出	156	42	(118)	(132)	(155)						
其他	(197)	(28)	22	16	33	每股指标与估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
投资活动现金流	(41)	14	(96)	(116)	(123)	每股指标					
债务融资	(273)	(355)	(126)	(126)	(138)	EPS	(0.27)	(0.21)	0.09	0.19	0.32
权益融资	0	406	0	0	0	BVPS	1.10	1.43	1.52	1.70	2.02
其它	166	(86)	0	0	0	估值					
筹资活动现金流	(107)	(35)	(126)	(126)	(138)	P/E	(21.6)	(27.6)	63.5	30.6	18.2
汇率变动						P/B	4.2	3.7	3.5	3.1	2.6
现金净增加额	(104)	9	59	75	150	P/S	9.4	5.8	3.8	3.0	2.5

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

- 买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。