

锆行业持续景气，产业链布局加速进行

东方锆业（002167.SZ）2021 年年报点评

证券研究报告

2022 年 03 月 23 日

● 核心结论

事件：公司 2021 年全年实现营收 12.86 亿元，同比增长 67.53%；实现归母净利润 1.51 亿元，同比增长 193.58%。2021 年 Q4 季度实现营业收入 2.96 亿元，同比+17.39%；实现归母净利润 0.27 亿元，同比+123.86%。

锆行业持续景气，量价齐升增厚业绩。2021 年全年锆英砂价格涨幅为 69.18%，从年初 9800 元/吨上涨至 16580 元/吨。稳增长政策下地产、基建等行业景气度上行，利好锆行业下游传统应用。2021 年度，实际销售氟氧化锆比上年同期提高 205.87%；实际销售二氧化锆比上年同期提高 215.68%；实际销售硅酸锆比上年同期提高 67.11%；实际销售复合氧化锆比上年同期提高 82.41%；实际销售电熔锆比上年同期提高 314.30%。

业绩重整优化，下游持续布局。报告期内公司出售朝阳东锆，收购布局高附加值锆产品维纳科技。维纳收购了龙佰集团的氟氧化锆、二氧化锆生产线后，已形成 600 吨/年复合氧化锆、6000 吨/年电熔锆、100 吨/年氧化锆陶瓷结构件、各类磨介 900 吨/年、15000 吨/年氟氧化锆、2400 吨/年二氧化锆等规模化产能，提升了行业的集中度，业务重整优化下盈利能力有望持续提升。

内部管理持续改善，澳矿开发打开估值空间。公司现已上线 NCC 系统，对制度、流程等管理方面持续优化，提升盈利能力。公司全资子公司现已同龙佰集团签署战略合作协议，将加强在矿产开采、市场、运输以及矿石供给等领域的合作，加速澳矿业务发展，有望打开公司估值空间。

投资建议：预计 2022-2024 年归母净利为 2.60/3.57/4.81 亿元，同比增长 72.5%/37.4%/34.9%。考虑到锆资源上游供给疲软，全球经济恢复下锆英砂需求增加，预计锆产品价格有望保持高位，维持“买入”评级。

风险提示：锆产品价格波动、中澳进出口政策影响、新冠疫情反复。

● 核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	768	1,286	1,766	1,997	2,869
增长率	62.8%	67.5%	37.3%	13.1%	43.6%
归母净利润（百万元）	(161)	151	260	357	481
增长率	48.4%	193.6%	72.5%	37.4%	34.9%
每股收益（EPS）	(0.21)	0.19	0.33	0.46	0.62
市盈率（P/E）	(33.2)	35.5	20.6	15.0	11.1
市净率（P/B）	4.4	4.2	3.1	2.6	2.1

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

买入

评级变动

维持

当前价格

6.89

近一年股价走势



分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

相关研究

东方锆业：锆行业持续景气，产业链优势显著——东方锆业（002167.SZ）2021 年度业绩预告点评 2022-01-18

东方锆业：携手龙佰集团，加速澳洲业务发展——东方锆业（002167.SZ）公告点评 2021-11-21

东方锆业：量价齐升增厚业绩，财务状况持续转好——东方锆业（002167.SZ）2021 三季度报点评 2021-10-19

索引

内容目录

一、锆产品量价齐升增厚公司业绩	3
二、上游供给疲软，公司资源保障安全边际	4
三、风险提示	6

图表目录

图 1：2021 年公司营业收入同比上升 67.53%	3
图 2：2021 年公司归母净利润同比增加 193.58%	3
图 3：2021 年公司净利率和毛利率有所提高	3
图 4：2021 年公司主营业务毛利占比	4
图 5：2017 年—2021 年公司主营业务毛利占比	4
图 6：2021 年公司分项目主营收入占比	4
图 7：2017 年—2021 年公司分项目主营收入占比	4
图 8：预计 2026 年全球锆市场规模将达到 28.88 亿元	5
图 9：公司海外矿产布局	6
表 1：澳洲主要矿山情况梳理	5
表 2：东方锆业控制的上游锆资源储量现值	6

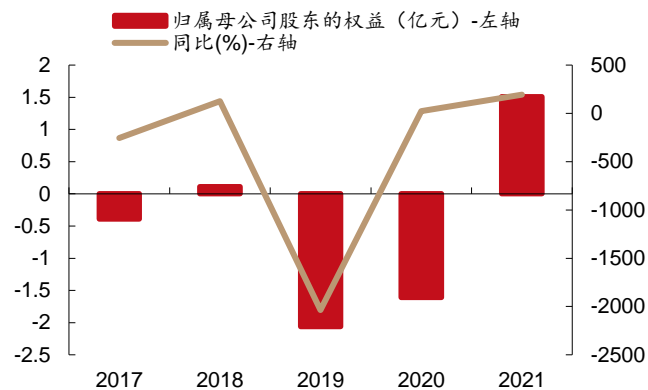
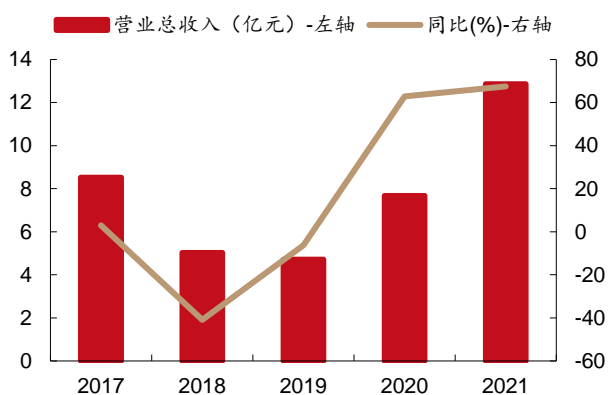
一、锆产品量价齐升增厚公司业绩

2019年钛白粉龙头企业龙佰集团（原龙蟒佰利）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，与龙佰集团锆钛共生，有望成为国内领先锆行业加工与资源龙头。

2021年公司业绩上行，营业收入12.86亿元，同比增加67.53%；归属母公司股东的净利润为1.51亿元，同比增加193.58%，实现扭亏为盈；主要由于锆英砂处于长周期底部，长期低迷价格限制行业资本开支，主要矿企品味下降与资源枯竭带动成本上行与产量下行，锆英砂处于新一轮价格上行周期。公司年内主营锆产品多次提价，增强盈利能力。同时龙佰集团管理下公司的产能利用率快速爬升，量价齐升下公司营收快速增长。

图1：2021年公司营业收入同比上升67.53%

图2：2021年公司归母净利润同比增加193.58%

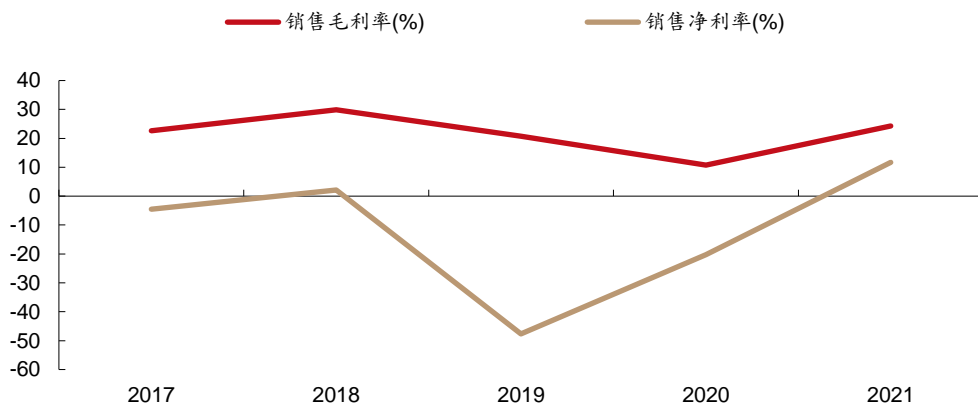


资料来源：Wind，西部证券研发中心

资料来源：Wind，西部证券研发中心

2021年公司毛利率24.25%，同比+13.51pct；2022年公司净利率为11.69%，同比+31.92pct。公司目前已经形成从上游重矿砂、锆英砂到中游电熔锆、氯化锆、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，下游布局有望增强公司盈利能力。

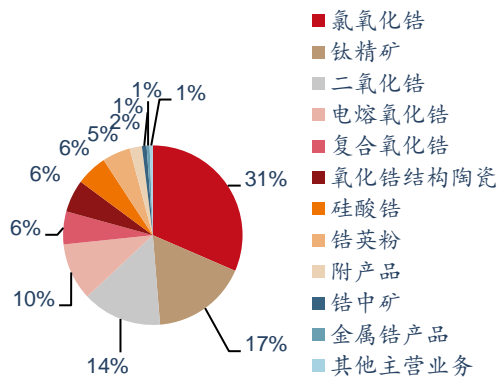
图3：2021年公司净利率和毛利率有所提高



资料来源：Wind，西部证券研发中心

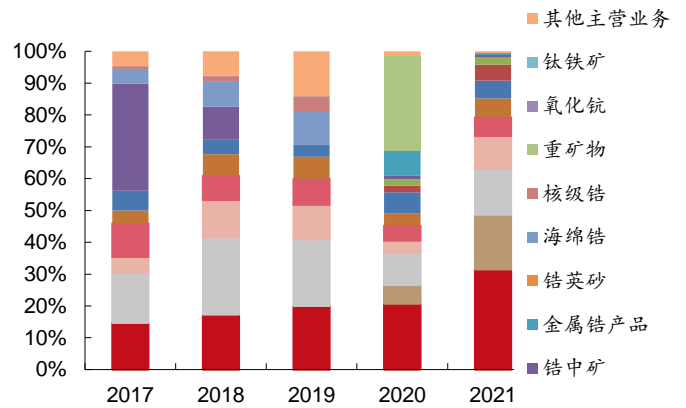
从收入结构上看，2021年公司氟氧化锆业务占比31%，钛精矿占比17%，二氧化锆占比14%，三者收入占比较去年同期大幅提升。2020年5月，公司为了延伸产业链，提升主要原材料锆英砂的自供能力，租赁汕头市国富锆钛实业有限公司（以下简称“国富锆钛”）重矿物分选厂，用于加工锆中矿。国富锆钛选矿厂目前每年可洗选8-10万吨钛精矿。租赁国富选矿厂后公司将具备将锆中矿加工为锆英砂、钛精矿的能力，提升锆英砂自供能力，实现产业结构优化。2021年上半年公司拟新建年产6万吨高纯超细硅酸锆项目、年产3万吨电熔氧化锆项目以及重启铭瑞锆业 Mindarie 项目，抓住行业回暖机遇，进一步通过优化各生产基地的瓶颈，大幅提高公司各类产品的竞争力。

图4：2021年公司主营业务毛利占比



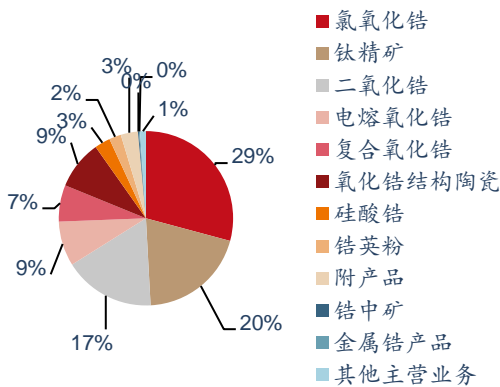
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：2017年—2021年公司主营业务毛利占比



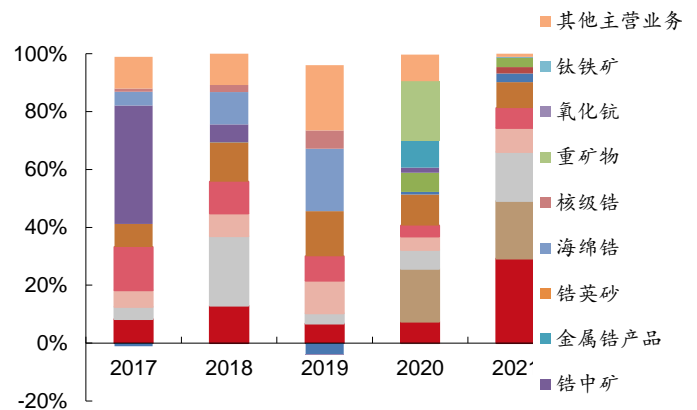
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图6：2021年公司分项目主营收入占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：2017年—2021年公司分项目主营收入占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、上游供给疲软，公司资源保障安全边际

澳矿资源枯竭旗下将至，凸显锆资源价值。根据纬伦澳洲矿业投资统计，澳洲大部分锆矿山将于2026-2027年进入资源枯竭期，2022-2027年因矿山资源枯竭而关停产能总计将超过40万吨锆英砂精矿，同时受到品位下降等因素的影响，预计产量将会逐年持续下滑，加之未来WIM类细粒度锆钛矿资源的重视度将提升，因此锆资源的价值也将随着资源量的减少而持续提高。

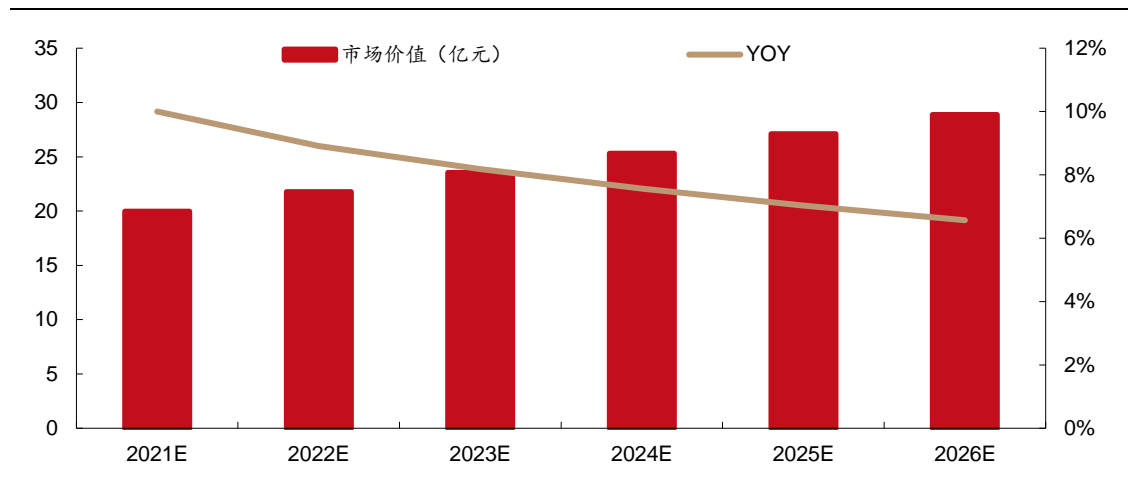
表 1: 澳洲主要矿山情况梳理

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

资料来源: 纬伦澳洲矿业投资、西部证券研发中心

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 年间复合增速为 8%。

图8: 预计2026年全球锆市场规模将达到28.88亿元



资料来源: Mordor Intelligence、西部证券研发中心

东方锆业从 2010 年起加速寻求国外优质锆矿资源投资, 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 Boonanarring 项目和 Atlas 项目、世界上最大的单体锆矿 WIM150 项目、Mindarie 重矿砂项目。

图9：公司海外矿产布局



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

公司权益储量折现价值 **79.6 亿元**。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，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，计算三个项目的未来价值，并根据 7% 贴现率进行贴现。经过计算公司三个澳洲矿产项目的权益折现价值为 79.6 亿元。

表 2：东方锆业控制的上游锆资源储量现值

项目名称	权益比例	总权益价值 (亿元)
Image 项目	17.36%	3.9
Mindarie 项目	79.28%	24.2
WIM150 项目	20%	51.5
合计		79.6

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

三、风险提示

- (1) 锆价格波动。锆为小金属，供需市场规模较小，存在价格大幅波动风险。
- (2) 中澳进出口政策影响。中澳之间相关政策可能会影响公司上游澳矿的国内进口。
- (3) 新冠疫情反复。新冠疫情反复的情况下，若基建、地产景气度受影响，会对锆需求量造成打击。

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)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	158	137	416	1,001	1,609	营业收入	768	1,286	1,766	1,997	2,869
应收款项	145	132	203	226	314	营业成本	685	974	1,299	1,441	2,097
存货净额	382	420	642	667	1,003	营业税金及附加	12	12	18	20	29
其他流动资产	70	33	33	33	33	销售费用	5	10	29	32	43
流动资产合计	756	723	1,294	1,927	2,959	管理费用	110	157	171	178	241
固定资产及在建工程	880	695	527	329	147	财务费用	64	27	11	0	(6)
长期股权投资	140	128	128	128	128	其他费用/(-收入)	33	(55)	(35)	(42)	(40)
无形资产	524	515	490	473	452	营业利润	(143)	161	273	369	505
其他非流动资产	13	50	34	36	40	营业外净收支	(10)	(1)	(1)	(1)	(1)
非流动资产合计	1,556	1,389	1,180	967	767	利润总额	(153)	160	272	368	504
资产总计	2,312	2,112	2,475	2,894	3,726	所得税费用	2	10	13	11	23
短期借款	675	268	0	0	0	净利润	(155)	150	259	356	481
应付款项	402	535	711	795	1,141	少数股东损益	6	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	175	5	5	5	5	归属于母公司净利润	(161)	151	260	357	481
流动负债合计	1,252	807	716	799	1,145	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款及应付债券	0	60	67	46	50	盈利能力					
其他长期负债	8	23	16	16	18	ROE	-16.5%	12.7%	17.3%	18.7%	20.7%
长期负债合计	8	83	83	62	68	毛利率	10.7%	24.2%	26.5%	27.8%	26.9%
负债合计	1,260	891	799	861	1,213	营业利润率	-18.6%	12.5%	15.5%	18.5%	17.6%
股本	706	771	775	775	775	销售净利率	-20.2%	11.7%	14.7%	17.8%	16.8%
股东权益	1,052	1,221	1,676	2,032	2,513	成长能力					
负债和股东权益总计	2,312	2,112	2,475	2,894	3,726	营业收入增长率	62.8%	67.5%	37.3%	13.1%	43.6%
						营业利润增长率	-575.0%	213.1%	69.3%	35.1%	36.9%
						归母净利润增长率	48.4%	193.6%	72.5%	37.4%	34.9%
						偿债能力					
						资产负债率	54.5%	42.2%	32.3%	29.8%	32.6%
						流动比	0.60	1.81	1.81	2.41	2.58
						速动比	0.30	0.38	0.91	1.58	1.71
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	(0.21)	0.19	0.33	0.46	0.62
						BVPS	1.42	1.64	2.22	2.68	3.31
						估值					
						P/E	(33.2)	35.5	20.6	15.0	11.1
						P/B	4.4	4.2	3.1	2.6	2.1
						P/S	7.0	4.2	3.0	2.7	1.9

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：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 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、转发或以其他方式使用，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利。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。