

供给格局持续优化，萤石龙头振翅高飞

首次覆盖报告

程磊(分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080001

金益腾(联系人)

jinyiteng@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010040

周峰春(联系人)

zhoufengchun@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090010

● **萤石行业整顿趋严，供给收缩盈利提升：**萤石是氟化工不可替代的战略性资源，中国萤石产量约380万吨/年，全球占比64%，但国内萤石行业“散、小、乱”，特别是内蒙地区，萤石资源丰富但小矿企偷采严重，导致资源浪费、环境破坏等问题，2010年以来，国家陆续出台相关政策规范萤石行业生产，萤石产量整体呈下降态势，同时下游氟化工近年表现景气，叠加环保督查，萤石供需向好，价格从2015年1500元/吨提高至2018年2650元/吨，盈利重心逐步上移。

● **国内萤石标杆企业，坐拥优质萤石资源：**公司是国内萤石领导企业，依托浙江萤石资源起步，目前萤石保有资源储量约2700万吨矿石量，对应矿物量约1300万吨，全部属于易开采的单一型萤石矿。环保方面公司投入到位，多次获评绿色矿山，公司现有在产矿山7座、选矿厂5家，年产量约20万吨，规模位居国内第一，未来产量还将逐步提升，内蒙翔振、紫晶矿业将贡献增量，预计2019年萤石产量达到35万吨，萤石价格每上涨1000元，公司业绩增厚2.18亿元，业绩弹性空间较大。

● **完成收购蒙古翔振，拉开萤石业整合帷幕：**2018年公司1.5亿收购位于内蒙古四子王旗的翔振矿业95%股权，拥有内蒙古四子王旗苏莫查干敖包萤石矿的主要矿区，资源储量大、品位高、战略地位突出，矿山剩余可采储量512.17万吨，采矿证规模15万吨/年。2018年11月20日公司公告与内蒙古自治区额济纳旗人民政府、内蒙古地质矿产勘查有限责任公司、浙江地质矿业投资有限公司签订《合作框架协议》，为公司创造了进入我国潜在萤石资源储量较大的额济纳旗进行整合、并购及大规模开发的机会。

● **国内唯一萤石上市标的，首次覆盖给予“强烈推荐”评级：**预计公司2018-2020年净利润分别为1.40、2.82和2.92亿。当前股价对应2018-2020年PE分别为26、13和13倍。公司是国内萤石资源龙头，并且是唯一上市标的，在萤石行业整合当中最为受益，看好萤石价格上涨带给公司巨大的业绩弹性，长期看好公司作为萤石领导者在资源整合契机下打开成长空间。

● **风险提示：**萤石价格大幅下滑；政策落实不到位；下游需求不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	283	378	573	984	1,045
增长率(%)	29.5	33.2	51.7	71.8	6.1
净利润(百万元)	50	77	140	282	292
增长率(%)	44.9	53.6	82.0	101.3	3.5
毛利率(%)	37.2	45.5	53.9	56.7	56.9
净利率(%)	17.7	20.4	24.5	28.7	28.0
ROE(%)	10.7	10.6	16.6	25.2	20.8
EPS(摊薄/元)	0.21	0.32	0.58	1.18	1.22
P/E(倍)	73.6	47.9	26.3	13.1	12.6
P/B(倍)	7.9	5.1	4.4	3.3	2.6

强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.02.27

收盘价(元):	16.21
一年最低/最高(元):	10.86/25.18
总股本(亿股):	2.4
总市值(亿元):	38.9
流通股本(亿股):	1.12
流通市值(亿元):	18.16
近3月换手率:	239.56%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.79	-9.98	-18.3
绝对	11.92	7.32	-28.83

相关报告

目 录

1、 立足萤石资源开发的龙头企业.....	4
1.1、 扎根浙江的萤石龙头企业	4
1.2、 实控人持股比例近半	4
1.3、 坐拥浙江萤石资源优势，产销规模逐年稳步提高.....	4
1.4、 业绩波动主要受萤石价格影响	6
2、 行业整顿加速，下游需求稳健，萤石行业景气向上.....	6
2.1、 萤石下游需求广泛、增速稳定	6
2.2、 环保与监管双管齐下，国内萤石供给急剧收缩.....	8
2.3、 行业格局大幅改善，萤石价格震荡上行	13
3、 国内萤石唯一上市标的，引领行业环保改革，未来整合空间巨大.....	15
3.1、 坐拥优质萤石资源，靠近下游市场需求	15
3.2、 创新研发采选技术，不断提升生产效率	15
3.3、 萤石业环保标杆，环保督查受益者	16
3.4、 前期环保、技术投入到位，萤石矿进入产量释放期.....	16
3.5、 完成收购翔振矿业，拉开内蒙萤石整合大幕.....	16
3.6、 国内唯一萤石上市标的，萤石涨价最大受益者.....	16
4、 盈利预测与投资评级.....	17
5、 风险提示	18
附： 财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1： 公司历史沿革.....	4
图 2： 股权结构图.....	4
图 3： 公司萤石资源分布.....	4
图 4： 萤石价格历史走势（单位：元/吨）	6
图 5： 公司归母净利润（亿元）及增速.....	6
图 6： 萤石产品分类及对应用途.....	7
图 7： 萤石下游消费结构.....	7
图 8： 萤石全产业链.....	8
图 9： 2000-2017E 全球萤石产量（万吨）及增速	9
图 10： 2017 年全球萤石产量分布（分国别）	9
图 11： 2000~2018 年国内萤石产量（万吨，左）及增速（右）	10
图 12： 国内萤石资源品质结构.....	11
图 13： 2009-2017 年萤石出口量（万吨）及同比.....	12
图 14： 氢氟酸价格走势（元/吨）	13
图 15： R22 价格走势（元/吨）	13
图 16： 97%萤石湿粉价格走势（元/吨）	14
图 17： 西乌旗“2·23”安全事故周边主要萤石企业	14
表 1： 公司萤石相关产品产销情况（单位：万吨）	5
表 2： 各子公司净利润情况（单位：万元）	5
表 3： 萤石具体应用领域.....	6
表 4： 国内主要萤石企业及生产规模.....	9

表 5: 萤石行业政策梳理.....	11
表 6: 《萤石行业规范条件（征求意见稿）》与《萤石行业准入标准》对比	12
表 7: 公司现有开采矿山.....	15
表 8: 公司萤石业绩弹性（销量按 35 万吨）	17
表 9: 公司分产品盈利拆分表.....	17

1、立足萤石资源开发的龙头企业

1.1、扎根浙江的萤石龙头企业

公司成立于 2001 年，扎根浙江省布局萤石矿资源，从事萤石的开采、加工和销售业务，并于 2017 年在上交所主板上市。截至 2017 年，共拥有采矿权 7 个，探矿权 5 个，对应萤石保有资源储量约 2700 万吨矿石量，折矿物量约 1300 万吨，目前是国内萤石龙头企业。

图1： 公司历史沿革

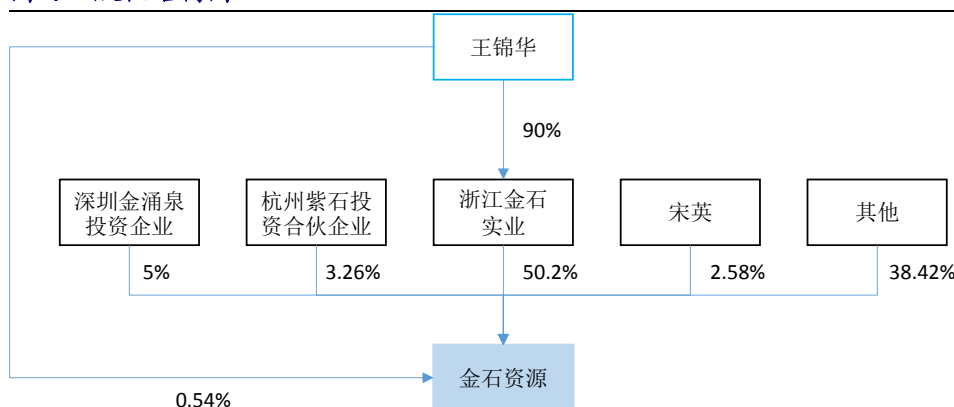
- 2001年5月，注册成立杭州金石实业有限公司，主营萤石矿投资开发和萤石产品销售，公司开始起步发展。
- 2001年10月，并购福建省建阳回潭萤石矿，迈出投资萤石矿的第一步。
- 2005年2月，拍卖取得浙江遂昌湖山第二萤石矿采矿权，拉开公司在浙江省内萤石产业布局的序幕。
- 2006年8月，转让取得横坑坪萤石矿探矿权，此矿获得中国优秀地质找矿项目二等奖。
- 2007年12月，投标取得浙江常山八面山萤石矿探矿权，此矿为近20年来发现的全国第一大单一萤石矿。
- 2008年1月，并购龙泉磷矿，是公司并购的第一家采选联合成熟企业，为公司快速发展提供了稳定的利润来源。
- 2009年5月，开始筹建遂昌正中萤石选矿厂，这是公司自行建设的第一家萤石选矿厂。
- 2010年7月，公司组建集团，成立集团公司，更名为“金石资源集团有限公司”，迈上新的台阶。
- 2011年，公司筹划上市，陆续引进投资者。
- 2012年12月，公司整体变更为股份有限公司，更名为“金石资源集团股份有限公司”，进入实现上市目标的快速道。
- 2017年5月，公司在上海证券交易所主板上市，股票简称“金石资源”，股票代码“603505”。

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、实控人持股比例近半

王锦华是金石资源实际控制人，其持有 90% 股权的浙江金石实业有限公司是金石资源第一大股东，持股比例 50.20%，宋英是王锦华的妻子，属于一致行动人，直接持有公司 2.58% 股份，综上王锦华及妻子合计持股比例 48.3%。

图2： 股权结构图

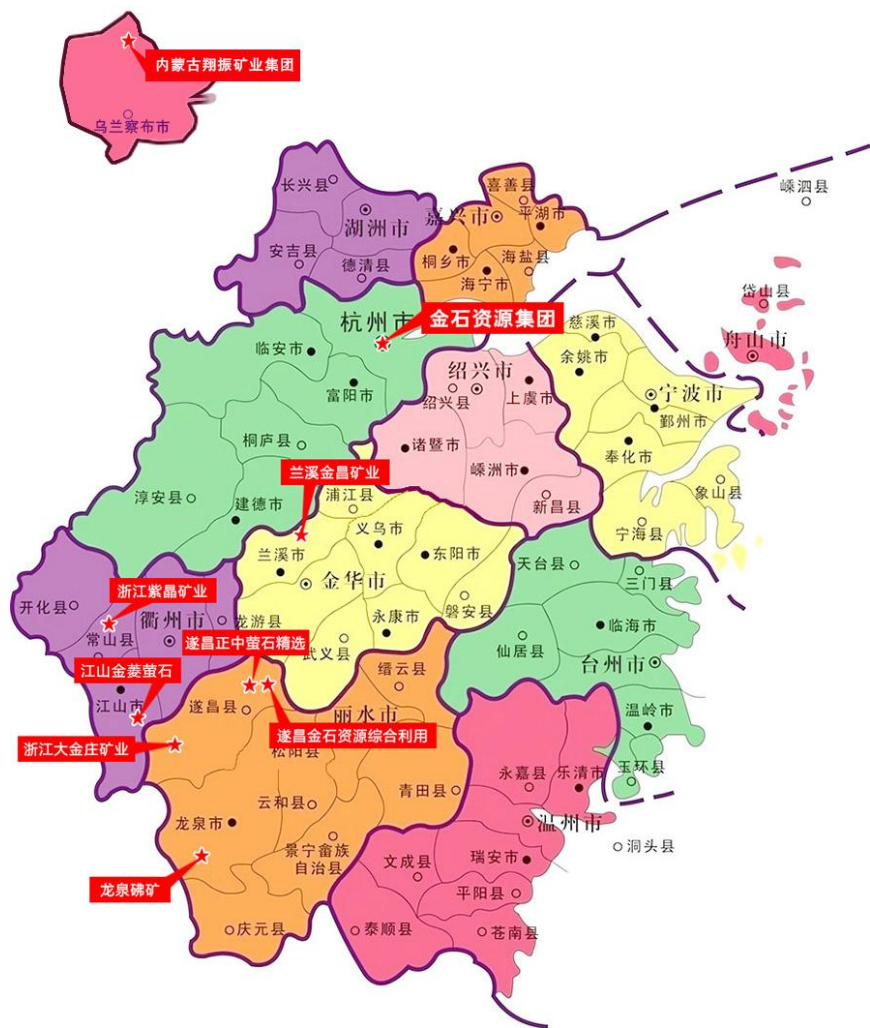


资料来源：wind，新时代证券研究所

1.3、坐拥浙江萤石资源优势，产销规模逐年稳步提高

公司萤石矿资源主要布局在浙江，保有资源储量约 2700 万吨矿石量，对应矿物量约 1300 万吨，全部属于易开采的单一型萤石矿，公司现有采矿规模达 102 万吨/年，在产矿山 7 座、选矿厂 5 家。公司拥有的单个矿山可采储量规模也较大，目前拥有 6 座大型矿山，年开采规模均达到 10 万吨/年及以上，居全国第一位。

图3： 公司萤石资源分布



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司萤石产品年销量基本保持稳步增长态势，2011 年至今酸级萤石粉从约 7 万吨销量提高至 2017 年的 14 万吨，高品位萤石块矿从无到有，目前销量约 4 万吨，公司目前的萤石产量及利润主要由正中精选、龙泉磷矿、兰溪金昌、大金庄矿业贡献。

表1：公司萤石相关产品产销情况（单位：万吨）

产品	产销	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
酸级萤石粉	产量	7.25	10.5	13.69	11.39	9.68	12.29	16.06
	销量	7.49	11.34	12.32	11.56	9.36	13.56	13.38
高品位萤石块矿	产量		0.05	1.28	2.75	3.66	4.73	3.93
	销量		0.05	0.97	2.81	3.54	4.96	3.87
冶金级萤石精粉	产量		0.3	1.28	0.9	0.93	1.75	2.08
	销量			1.36	0.94	0.89	1.31	2.21

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表2：各子公司净利润情况（单位：万元）

公司	2013 年	2016 年	2017 年	2018 年 H1
正中精选	1997	1987	1831	1035
龙泉磷矿	1697	642	2231	1499
大金庄矿业	180	149	1180	487

公司	2013 年	2016 年	2017 年	2018 年 H1
兰溪金昌	536	431	1439	758
紫晶矿业	-24.42	43	-185	-296
金石科技		39	-55	0
江山金菱	-659	603	40	-1
翔振矿业				-294

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.4、业绩波动主要受萤石价格影响

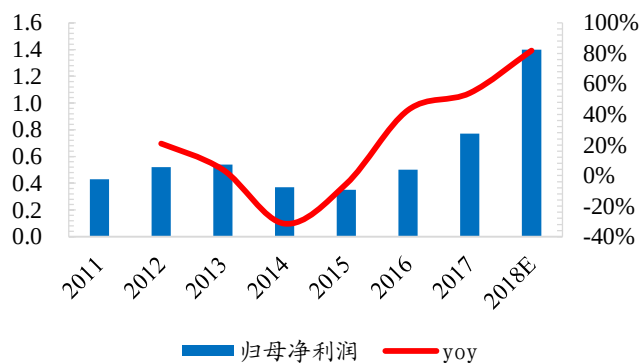
2011 年至今公司业绩整体趋势向上，从近 3000 万增长至约 1.4 亿，萤石价格的震荡上行和公司产能释放是公司业绩上升的主要动力，2016 年初萤石最低价格约 1200 元/吨，受环保督查影响，2018 年 12 月萤石达到历史最高价 3700 元/吨，2018 全年萤石行业景气，公司全年业绩预计将同比增长 70~90%。

图4： 萤石价格历史走势（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

图5： 公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、行业整顿加速，下游需求稳健，萤石行业景气向上

2.1、萤石下游需求广泛、增速稳定

萤石也称作氟石，氟化钙的结晶体，是工业上氟元素的主要来源，是世界上二十几种重要的非金属矿物原料之一，下游应用广泛，例如氟是制冷剂行业不可或缺的重要元素，在传统领域，萤石具有降低难熔物质熔点的能力，因此作为助溶剂而应用于钢铁冶炼、铁合金生产、化铁工艺和有色金属冶炼，在新兴领域，萤石广泛用于新能源、新材料中。

表3： 萤石具体应用领域

工业领域	具体应用
新能源	锂电池材料（六氟磷酸锂）、镀铝硼氢氟酸电解液、含氟太阳能电池背膜、高纯氢氟酸等
国防工业	用于铀浓缩和提纯，液态氟可用于火箭燃料氧化剂，以及作为尖端战机喷气推进剂的关键元素
新材料	具有耐化学性、热稳定性、介电性等优异性能的有机氟材料，例如聚四氟乙烯
制冷工业	广泛用于含氟制冷剂
电子工业	集成电路芯片清洗和腐蚀用的高纯氢氟酸
光学工业	高端相机专业镜头、潜水艇潜望镜等
通信工业	用于通信的氟化物光导纤维

工业领域	具体应用
医药工业	有机氟化物、含氟农药
冶炼工业	作为助溶剂用于黑色及有色金属冶炼

资料来源：《中国萤石资源及产业发展现状》，新时代证券研究所

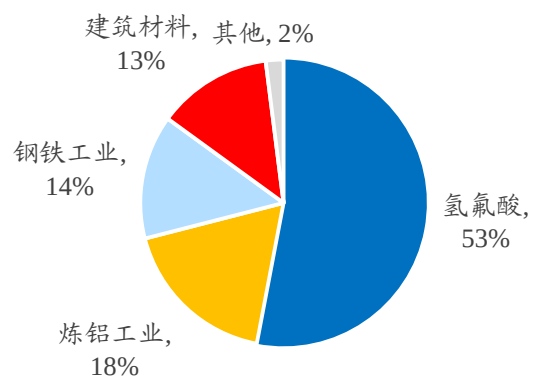
萤石产品具体划分为酸级精粉、冶金级精粉、高品位矿，应用于化学工业、冶金工业及建筑建材等领域，各下游需求占比分别约为 53%、32%、13%。在酸级萤石粉中，制冷剂占据其需求的 70% 以上，是目前最大的萤石需求领域。制冷剂产品主要应用于家用空调、汽车空调、冰箱、冷库以及工商制冷领域，受技术升级及环保要求提高，全球制冷剂正在更新换代，从而带动萤石需求，根据 Chemours 公司预测，全球制冷剂市场规模将从 2016 年 54 亿美元提高至 2025 年的 88 亿美元，复合增速 5.57%。总体而言，近年来国内氟化工产业发展迅速，对萤石需求稳定增长。

图6： 萤石产品分类及对应用途

产品名称	示意图	氟化钙含量	主要用途
酸级萤石精粉		≥97%	主要作为氟化工的原料
高品位萤石块矿		≥65%	主要用于钢铁等金属的冶炼及陶瓷、水泥的生产
冶金级萤石精粉		≥75%	用于制造球团，替代高品位萤石块矿，作为助熔剂、排渣剂，用于钢铁等金属的冶炼
普通萤石原矿		≥30%	用于萤石精粉的生产

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图7： 萤石下游消费结构



资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

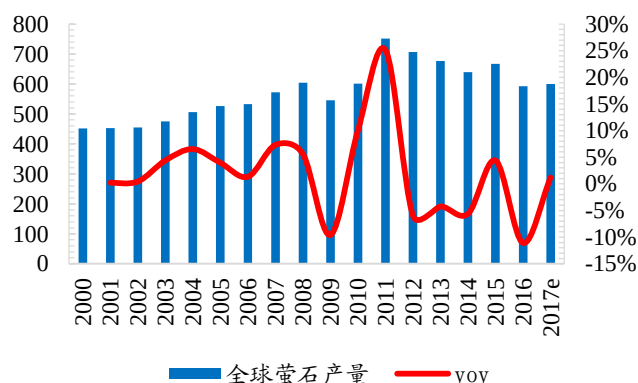
图8： 萤石全产业链

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2、环保与监管双管齐下，国内萤石供给急剧收缩

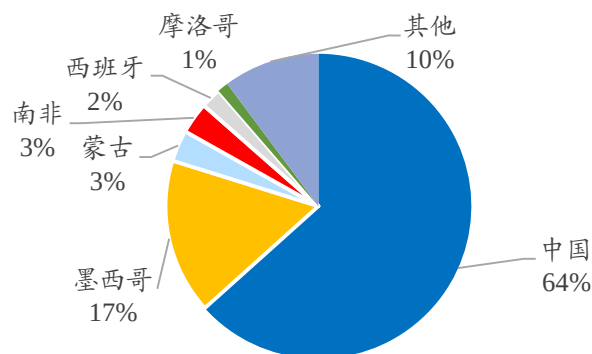
全球查明的萤石资源矿物储量约 2.7 亿吨，其中中国、南非、墨西哥、蒙古储量位居世界前四位，其萤石总可开采量占全球 50%。全球萤石产量约 600 万吨，2000-2011 年产量处于稳步增长阶段，2011 年至今全球产量逐步下降。按国家看，中国的萤石产量从 2001 年的 245 万吨到 2011 年最高 450 万吨，在 2011 年国家出台相关整改行业的文件后，我国萤石产量又逐步降低到 2018 年的 350 万吨。但 20 年来中国产量占全球比重却整体处于上升趋势，已经从 2001 年 54% 提高至 2018 年 63%，目前是全球最大萤石生产国。

图9: 2000-2017E 全球萤石产量(万吨)及增速



资料来源: USGS, 新时代证券研究所

图10: 2017年全球萤石产量分布(分国别)



资料来源: USGS, 新时代证券研究所

国内萤石矿山超 1000 座，大多数是小型矿山，规模较大且在行业内具有较大影响力的萤石采选企业仅几家，集中分布在浙江、江西、内蒙古、湖南等萤石资源大省，且以民营企业为主。2011 年国内萤石产量创下历史新高，此后产量呈下降趋势。

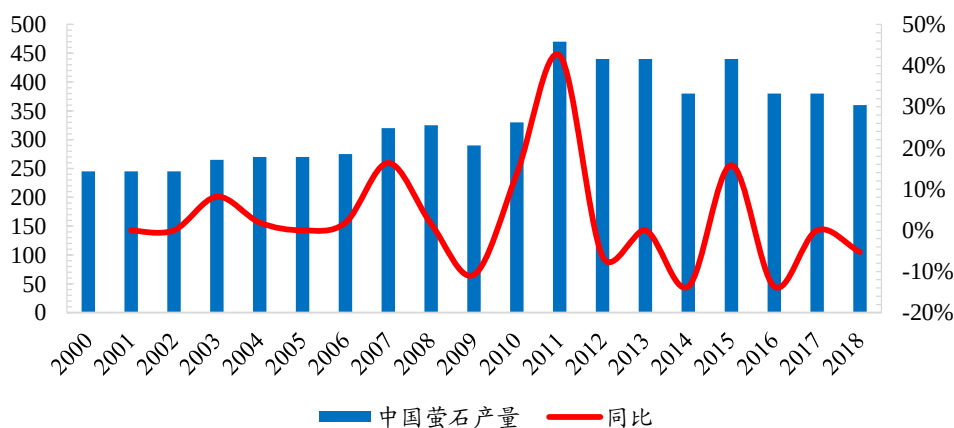
表4: 国内主要萤石企业及生产规模

地区	企业	生产规模(万吨)
浙江	金石资源	20
	武义神龙	12
	东方矿业	5
内蒙古	赤峰天马	28
	翔振矿业	15
	敖汉银亿矿业	9
	中钢集团锡林浩特萤石	8
	华生萤石	8
	鑫益萤石	6
	天一矿业	6
	宏源矿业	6
	力融矿业	5
	荣昌矿业	3
	中钢矿业正蓝旗分公司	3
	福通矿业	2
湖南	郴州氟化学	10
	旺华萤石	6
	富源矿业	3
湖北	峰利萤石	1.5
江西	石磊矿业	12
	金萤氟业	8
	三山矿业	6
	荣信矿业	4
	德安实业	4
	恒通矿业	2.4
广东	广龙萤石	10
	骏玮矿业	2
辽宁	天马萤石	2
安徽	安广矿业	10
	常莹矿产	4
河南	丰瑞氟业	11

地区	企业	生产规模（万吨）
	桐柏三山矿业	8
	鑫亚建材	3
	建军矿业	3
	腾辉矿业	3
	鑫旺选矿	1.5
河北	双兴矿业	3
	富利强矿业	1
贵州	务川东升	10
	恒山化工	6
福建	华胜矿业	2
甘肃	天源矿业	3
	天宇矿业	2

资料来源：百川资讯，《中国萤石资源及产业发展现状》，新时代证券研究所

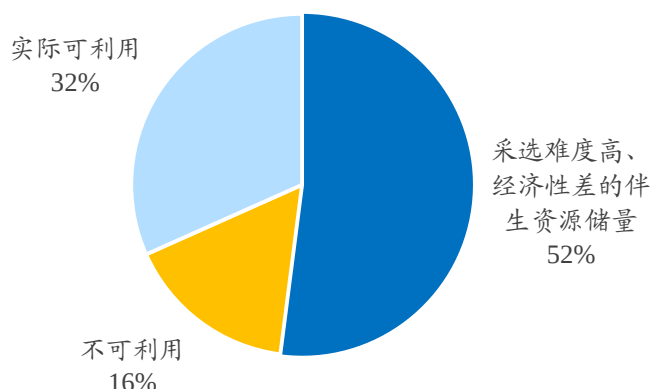
图11： 2000~2018 年国内萤石产量（万吨，左）及增速（右）



资料来源：USGS，中国萤石专业委员会，新时代证券研究所

浙江省的萤石产量位居全国前列，主要是华东地区氟化工市场需求大，而从萤石储量来看，湖南萤石储量较大，但当地矿山以伴生矿为主，开采难度高，另外内蒙萤石资源丰富，但由于市场需求、地质勘察等因素制约当地萤石资源开发。从各省份矿产资源规划（2016~2020 年）来看，浙江规划新增开采量 5 万吨，鼓励龙头企业 and 大型矿山增产，继续淘汰落后企业和小矿山，以内部结构整合为主；内蒙将以内蒙古乌兰察布市萤石开发利用示范工程为抓手，积极引进外部企业资源，加快当地萤石资源开发利用；湖南将继续提高萤石产量；江西目标从 40 万吨产量提高至 120 万吨，主要匹配当地氟化工产业基地。

萤石矿分为伴生型萤石矿和单一型萤石矿，伴生型萤石矿主要随主矿开采而被综合回收利用，多用于生产冶金级萤石精粉。单一型萤石矿多用于生产酸级萤石精粉。我国以伴生型萤石矿为主，例如湖南、内蒙多与有色金属、稀有金属伴生，云、贵、川等地与重晶石伴生，而我国单一型萤石矿资源储量相对短缺，在国内 2.21 亿吨萤石资源储量中，采选难度较高、经济性较差的伴生资源储量近 1.15 亿吨，另外还有 3600 万吨资源储量难以开采利用，实际可利用资源储量仅约 6000 万吨。

图12: 国内萤石资源品质结构

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

国内在萤石资源的开发利用方面未充分发挥规模优势，资源利用效率整体不高。截至 2014 年，我国共有萤石矿山 1229 座。以我国 2014 年萤石产量 380 万吨计算，每个矿山的平均产量不足 4000 吨，国内萤石企业以民营企业为主，规模普遍较小、经营管理较为粗放、行业集中度不高，另外在设备先进性、绿色环保生产方面普遍投入不到位，产生资源浪费、生态破坏等一系列问题。

一方面萤石作为氟化工产业不可或缺的不可再生元素，其战略地位意义越来越重要，另一方面国内萤石产业“小、散、乱”问题长期存在，萤石资源未能得到合理开发利用，并伴随生态环境矛盾愈发突出。2010 年以来，国家陆续出台相关政策加强萤石资源保护，萤石行业生产整体呈规范化趋势。其中，浙江省在萤石开采方面管理较严格，相关政策落实相对到位，萤石产量从 2009 年 147 万吨下降至 2015 年 75 万吨，而以金石资源为代表的龙头企业产量却是稳步提升，说明产量下降主要是落后小矿山大量淘汰所致。

表5: 萤石行业政策梳理

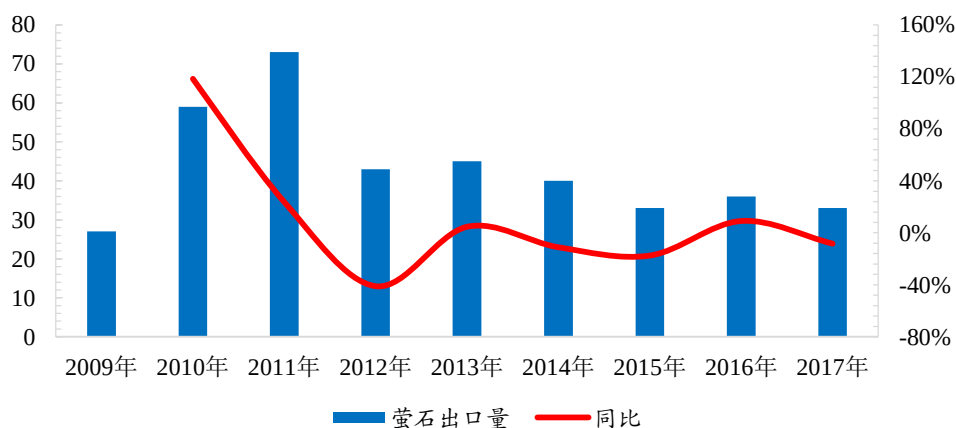
时间	文件	主要内容
2010 年 1 月	国务院办公厅关于采取综合措施对耐火粘土萤石的开采和生产进行控制的通知	从矿山开采、生产计划管理、税收、环保、产业准入、出口管理等方面采取综合措施，控制缩减耐火粘土、萤石的开采量和生产量
2010 年 3 月	七部门联合发布《萤石行业准入标准公告》	要求萤石选矿单条生产线日处理矿石能力应大于等于 100 吨（每年按 300 天计算），矿山开采规模在 3 万吨/年以上的企业要求有相应配套的选厂，在设备、利用率、环保方面提出明确的准入要求
2010 年 5 月	《2010 年高铝粘土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》	2010 年萤石生产控制指标为萤石块 471 万吨、萤石粉 244 万吨，萤石矿开采总量为 1100 万吨（矿石量）
2010 年 6 月	《关于调整耐火粘土和萤石资源税适用税额标准的通知》	自 2010 年 6 月 1 日起，将萤石的资源税适用税额标准由 3 元/吨调整为 20 元/吨
2011 年 5 月	《关于下达 2011 年高铝粘土和萤石矿开采总量控制指标的通知》	2011 年全国萤石矿开采总量控制指标为 1050 万吨（矿石量），其中下达各省 1000 万吨，预留 50 万吨机动指标，总量比 2010 年降低 50 万吨
2011 年 9 月	《耐火粘土（高铝粘土）萤石行业准入公告管理暂行办法》	规范准入公告管理，便于各界对符合准入标准的耐火粘土（高铝粘土）、萤石生产经营企业实行监督
2012 年 11 月	《萤石行业准入标准》生产线名单（第一批）	入选 10 家符合准入标准的萤石企业
2013 年 6 月	《萤石行业准入标准》生产线名单（第二批）	入选 14 家符合准入标准的萤石企业
2016 年 7 月	《关于全面推进资源税改革的通知》（财税〔2016〕53 号）、《关于明确有关资源税品目适用税率的通知》（浙财税政〔2016〕15 号）	萤石矿资源税由按课税数量 20 元/吨改为按应税产品销售额的 3.5% 计缴
2016 年 11 月	《全国矿产资源规划（2016~2020 年）》	将萤石列入“战略性矿产目录”
2016 年 12 月	《萤石行业准入标准》生产线名单（第三批）	入选 13 家符合准入标准的萤石企业

时间	文件	主要内容
2019年1月	《萤石行业规范条件（征求意见稿）》	要求新建萤石开采项目的开采矿石量不低于5万吨/年，在设备使用、利用率、环保方面、能耗方面提出更高的要求

资料来源：政府网站，新时代证券研究所

为防止萤石资源低价流失，中国一度对萤石出口收紧控制，2004年先是将13%的出口退税率降至5%，2006年取消出口退税，2007年征10%出口关税，2008年再度提高至15%，直到2013年因WTO纷争而取消，不过随着国外产能转移，萤石出口整体呈下降趋势。

图13： 2009-2017年萤石出口量（万吨）及同比



资料来源：wind，新时代证券研究所

2019年1月工信部（原材料工业司）起草了《萤石行业规范条件（征求意见稿）》，旨在保护萤石战略资源，规范萤石采选，提高清洁生产、节能与资源综合利用、本质安全水平，推进萤石行业结构调整，促进萤石产业高质量发展。与2010年出台的《萤石行业准入标准》相比，对萤石企业生产规范要求明显提高，若《萤石行业规范条件》能够顺利出台并严格落实，将进一步规范行业生产，加速行业整合，淘汰落后产能，提升行业集中度。

表6： 《萤石行业规范条件（征求意见稿）》与《萤石行业准入标准》对比

项目	《萤石行业规范条件（征求意见稿）》具体要求	《萤石行业准入标准》具体要求
建设布局	“萤石行业发展应立足国内需求，优化存量，调整结构，推进兼并重组，提高产业集中度。新建和扩建萤石选矿项目要与淘汰落后相结合，鼓励在资源富集地发展萤石选矿加工”	未涉及
生产规模、工艺与装备	“新建萤石开采项目的开采矿石量不低于5万吨/年；本规范条件实施前已投产的开采项目若扩建，开采矿石量不低于2万吨/年”	未涉及
	“新建萤石选矿项目单条生产线日处理矿石能力应不低于150吨”	“萤石选矿单条生产线日处理矿石能力应≥100吨（每年按300天计算）”
	“提高工艺装备水平，实现开采、选矿工艺机械化、自动化、智能化”	未涉及
	“严控粉尘无组织排放，优先采用不产生粉尘无组织排放的工艺和设备”	未涉及
资源利用效率	“露天开采的矿山企业开采回采率不低于90%；岩体稳定矿体的地下开采回采率不低于80%，岩体不稳定矿体的地下开采回采率不低于73%。易选矿石选矿回收率不低于83%；难选矿石选矿回收率不低于75%”	“萤石采选企业地下开采回采率应达到75%以上；露天开采回采率应达到90%以上。选矿回收率应达到80%以上”
	“对低品位萤石矿要选矿加工提纯，分级选别、分级使用，实现资源综合利用；对共伴生矿产资源，要采用先进适用技术，回收综合利用共伴生矿产资源”	“鼓励对低品位萤石矿进行选矿加工提纯，分级选别、分级使用，实现资源综合利用”
	“对矿物品位大于10%的萤石尾矿要进行浮选回收”	“鼓励对矿物品位大于10%的萤石尾矿进行浮选回收”
环境保护与节	“要严格保护生态环境，做好矿山生态修复”	未涉及

项目	《萤石行业规范条件（征求意见稿）》具体要求	《萤石行业准入标准》具体要求
能降耗	“新建和扩建萤石项目需采用《产业结构调整指导目录》鼓励类工艺和装备，使用列入《“能效之星”产品目录》和《节能机电设备（产品）推荐目录》（有效期内）的产品或其他能效标准达到1级的机电设备；不得采用《高耗能落后机电设备（产品）淘汰目录》等明令淘汰、限制的工艺和装备”	未涉及
	“建立能耗核算体系，CaF ₂ 品位≥40%、20%<CaF ₂ 品位<40%、CaF ₂ 品位≤20%，分别对应每吨萤石精粉综合电耗不高于80千瓦时、不高于150千瓦时、不做要求”	未涉及

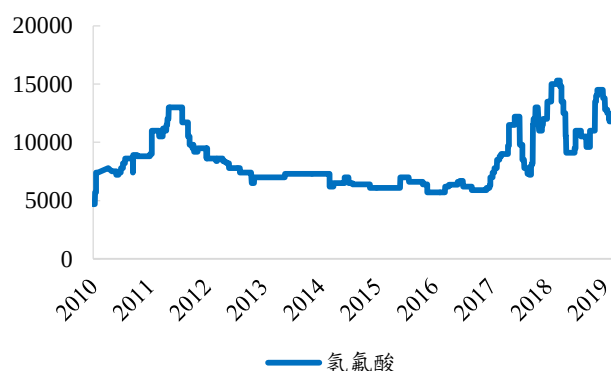
资料来源：《萤石行业规范条件（征求意见稿）》，《萤石行业准入标准》，新时代证券研究所

根据2017年萤石行业协会对国内萤石主产区约60%以上的企业调研发现，萤石行业存在的主要问题包括：环保设施不到位、环境污染和破坏严重；偷采、盗采、无证开采、以探代采等现象普遍；安全设施缺失；生产技术和生产率水平低下、落后产能比例高，全行业产能过剩严重；资源综合利用低、资源浪费严重等。萤石行业仍有很大的优化空间，2016年开始环保督查在全国展开，萤石行业中“小、散、乱”生产企业受到明显影响。萤石开采、选矿主要产生的环境问题有粉尘污染、浮选废水、尾矿砂、噪音等。环保不到位的企业纷纷面临关停整改，甚至淘汰出局的局面，国内萤石供给量也受此影响下滑。

2.3、行业格局大幅改善，萤石价格震荡上行

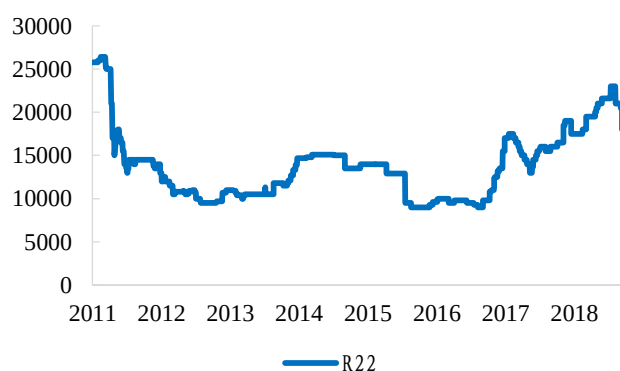
同样，在环保背景下，下游氢氟酸、制冷剂供给也受影响收缩，价格出现不同程度的上涨，为萤石价格打开空间，由于萤石开采成本相对稳定，萤石价格上涨即直接拉高盈利水平。

图14： 氢氟酸价格走势（元/吨）



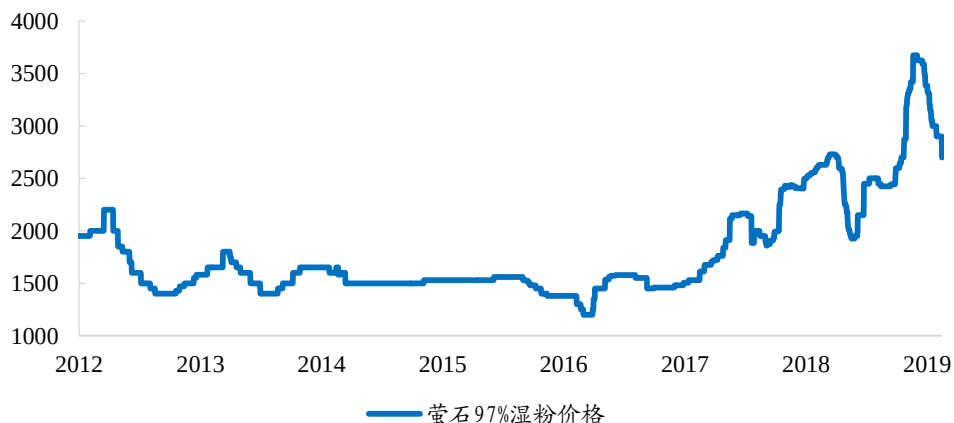
资料来源：choice，新时代证券研究所

图15： R22 价格走势（元/吨）



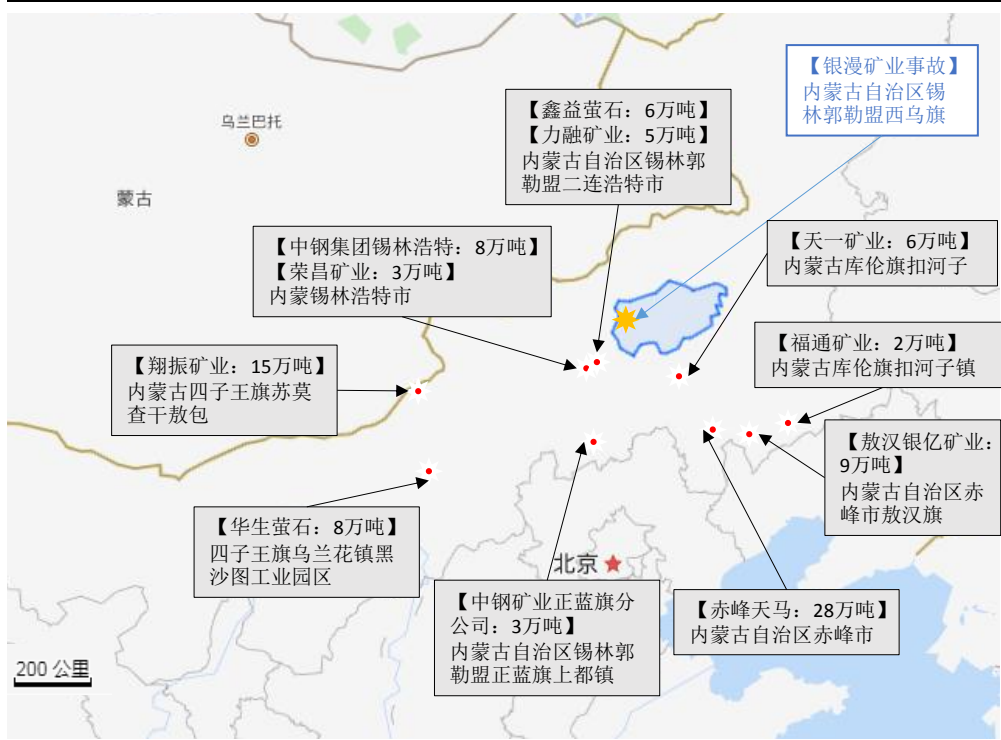
资料来源：choice，新时代证券研究所

由于北方冬天温度低，内蒙为主的萤石企业冬天基本处于停产状态，因此萤石季节性特征明显，在萤石开采规范化和环保督查趋严的背景下，萤石供给季节性短缺严重，价格出现大幅波动，重心整体上移。

图16: 97%萤石湿粉价格走势 (元/吨)

资料来源: 百川资讯, 新时代证券研究所

同时内蒙部分矿企生产不规范, 安全隐患较多, 一旦发生重大事故将波及当地矿业正常生产, 例如西乌旗“2·23”安全事故发生后, 内蒙将在全区范围内进行隐患全面排查, 严格检查验收即将复工复产的企业, 由于北方萤石厂仍多处于冬季关停状态, 后续开工将大概率受影响延期。

图17: 西乌旗“2·23”安全事故周边主要萤石企业

资料来源: 百川资讯, 百度地图, 新时代证券研究所

3、国内萤石唯一上市标的，引领行业环保改革，未来整合空间巨大

3.1、坐拥优质萤石资源，靠近下游市场需求

公司是国内萤石行业龙头企业，手握浙江优质萤石矿产资源，目前已有采矿规模达 102 万吨/年，在产矿山 7 座、选矿厂 5 家，年开采规模达到或超过 10 万吨/年的大型萤石矿有 6 座，居全国第一，公司总体生产能力及单个矿山、选矿厂的生产能力也都处于业内的领先地位，具有明显的规模优势。

表7： 公司现有开采矿山

矿山	类型	探/采矿权人	开采方式	设计生产规模
浙江省遂昌县云峰镇处坞萤石矿	采矿权	浙江遂昌正中莹石精选有限公司	地下开采	5 万吨/年
浙江省遂昌县三仁乡坑口萤石矿	采矿权	浙江遂昌正中莹石精选有限公司	地下开采	10 万吨/年
浙江兰溪金昌矿业柏社乡岭坑山萤石矿	采矿权	浙江兰溪市金昌矿业有限公司	露天/地下开采	15 万吨/年
龙泉市碓矿有限责任公司	采矿权	龙泉市碓矿有限责任公司	地下开采	12 万吨/年
浙江省遂昌县柘岱口乡横坑坪萤石矿	采矿权	浙江大金庄矿业有限公司	地下开采	15 万吨/年
常山县新昌乡岩前萤石矿	采矿权	浙江紫晶矿业有限公司	地下开采	30 万吨/年
内蒙古翔振矿业集团有限责任公司四子王旗苏莫查干敖包萤石矿（二采区）	采矿权	内蒙古翔振矿业集团有限责任公司	地下开采	15 万吨/年

资料来源：国土资源部，新时代证券研究所

公司在拥有的浙江萤石资源主要分布在兰溪、常山、遂昌、龙泉等，浙江矿产资源规划中提出 2016-2020 年将统筹建设遂昌-江山、武义-兰溪、常山新昌、龙泉八都等四大萤石开发基地，打造现代化萤石资源高效开发利用示范区，公司萤石资源基本涵盖其中。

公司主要萤石资源位于浙江，产品供应半径基本覆盖主要下游需求市场，浙江、江苏、山东、福建、江西等中国最主要的氟化工生产地，具有明显的区位优势，交通运输成本低，与下游客户浙江巨化股份有限公司、江苏梅兰化工有限公司、烟台中瑞化工有限公司、中莹集团有限公司、江西省莲花山矿产实业有限公司等建立了稳定的合作伙伴关系。

另外，浙江全年适宜萤石精粉的生产和运输，寒冷季节较短，受季节性影响较小，能够保证下游企业的长期供应稳定，在冬季季节性涨价行情中充分受益。

3.2、创新研发采选技术，不断提升生产效率

公司对技术创新高度重视，自主研发了萤石尾矿砂回收利用、低品位萤石选矿、高钙萤石矿选矿、萤石老采区残矿回采、尾矿砂废水循环利用零排放、萤石选矿环保高效药剂研发、萤石尾砂充填采矿方法、尾矿水力开采及输送、萤石预选工艺等相关领域高水平的专有技术。近年来公司自主研发了预处理技术（“提精抛废”工艺）并在各子公司推广应用，通过该工艺降低了选矿作业中对矿石原料的品位要求，增加了矿山可利用的资源储量，延长了矿山的使用寿命，有效提高高品位萤石块矿的质量和附加价值，真正实现了生产效率的提升，减少尾砂排放量和因尾砂堆放造成的土地占用，有效降低矿山开发对环境的影响。

2017 年预处理项目在各子公司选厂全面建成，其中：龙泉碓矿预处理项目处理原矿约 9 万吨，正中精选预处理项目处理原矿约 21 万吨，大金庄矿业预处理项目

目处理原矿约 22 万吨；紫晶矿业预处理项目也已建成。

3.3、萤石业环保标杆，环保督查受益者

公司同样重视环保工作，大力推广“绿色循环经济矿山开发模式”，即“预选精块—抛废制砂—浮选取矿—尾砂利用—废水零排”，持续投入环境保护设施和技术，例如在子公司正中精选、大金庄矿业新建环保“三级计量装置”，实现选矿废水的循环利用；在子公司大金庄矿业、兰溪金昌矿业进行“采矿区隐患治理”，有效减少固体废弃物的排放，并实现膏体充填、资源综合利用。

目前，公司子公司龙泉硐矿下属的八都萤石矿是国家级绿色矿山，子公司正中精选下属的坑口萤石矿列入国家第四批绿色矿山建设试点单位，子公司大金庄矿业的横坑坪萤石矿、兰溪金昌矿业岭坑山萤石矿为浙江省级绿色矿山。

3.4、前期环保、技术投入到位，萤石矿进入产量释放期

公司多个矿山开始贡献增量：1、募投项目“常山县新昌乡岩前萤石矿采选项目”，是国内近 20 年来发现的最大单一萤石矿，项目设计开采范围内矿石资源储量为 884.24 万吨，规划生产能力达到年采矿 30 万吨、年处理原矿 30 万吨、年生产酸级萤石精粉约 11 万吨，2018 年下半年开始贡献产量；2、子公司兰溪金昌矿业 25 万吨/年的选矿项目预计 2020 年完成；3、大金庄尾矿砂事故已妥善处理，2016 年开始恢复生产，2017 年开工负荷达满；4、对内蒙翔振矿业选矿生产线进行技术改造，同时增加预处理生产线，技改后内蒙项目冬天也可开工，预计 2019 年下半年开始投产。

3.5、完成收购翔振矿业，拉开内蒙萤石整合大幕

公司继续巩固浙江萤石龙头地位的同时，通过收购兼并布局内蒙来实现扩张，2018 年公司 1.5 亿收购位于内蒙古四子王旗的翔振矿业 95% 股权，翔振矿业名下的矿山曾是亚洲最大的萤石矿——内蒙古四子王旗苏莫查干敖包萤石矿的主要矿区，资源和地域优势明显，储量大、品位高、战略地位突出，矿山剩余可采储量 512.17 万吨，采矿证规模 15 万吨/年，选厂设计生产能力 20 万吨/年。内蒙拥有丰富的萤石资源，但未得到科学、充分的开采利用，公司作为国内萤石企业龙头，在经营管理和绿色开采方面均有丰富的经验和先进技术，是内蒙开发萤石理想的外部引进企业力量，同时进军整合内蒙萤石资源也是公司从浙江萤石龙头迈向国内萤石龙头的重要战略布局。

2018 年 11 月 20 日公司公告与内蒙古自治区额济纳旗人民政府、内蒙古地质矿产勘查有限责任公司、浙江地质矿业投资有限公司签订《合作框架协议》。各方力争用 5-10 年的时间实现以项目公司勘查、并购等多种方式拥有 3000 万吨可采远景资源储量(矿物量)为目标，与之配套的“勘查、矿权整合及并购、矿山建设等”总投资约 20 亿元，为公司创造了进入我国潜在萤石资源储量较大的额济纳旗进行整合、并购及大规模开发的机会。

3.6、国内唯一萤石上市标的，萤石涨价最大受益者

随着萤石行业整顿加速，供需格局继续向好，萤石盈利重心将稳步提升，公司作为国内萤石龙头充分受益，考虑到公司萤石产量规模位居第一，业绩弹性空间较大，按照公司 35 万吨萤石产量规模，萤石价格每上涨 1000 元，公司业绩增厚 2.18 亿元。

表8: 公司萤石业绩弹性（销量按 35 万吨）

市场价（元/吨）	2000	3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000
吨净利（元/吨）	198	822	1134	1446	1758	2070	2382	2694
净利润（亿元）	0.69	2.88	3.97	5.06	6.15	7.24	8.34	9.43

资料来源：新时代证券研究所测算

4、盈利预测与投资评级

关键假设：

1、2018-2020 年酸级萤石粉价格分别为 2854 元/吨、2958 元/吨、2958 元/吨；高品位萤石矿粉价格 2141 元/吨、2213 元/吨、2213 元/吨；冶金级萤石精粉价格 1615 元/吨、1690 元/吨、1690 元/吨。

2、2018-2020 年酸级萤石粉销量 18 万吨、33 万吨、35 万吨；高品位萤石矿粉销量 4 万吨、4.3 万吨、4.8 万吨；冶金级萤石精粉销量 4 万吨、4 万吨、4 万吨。

表9: 公司分产品盈利拆分表

产品	指标	2017	2018E	2019E	2020E
酸级萤石精粉	销量（万吨）	13.38	18.00	33.00	35.00
	均价（元）	1827	2450	2550	2550
	单位成本（元）	869	1050	1050	1050
	毛利率	52.44%	57.14%	58.82%	58.82%
	营业收入（百万元）	244	441	842	893
	营业成本（百万元）	116	189	347	368
高品位萤石矿粉	销量（万吨）	3.87	4.00	4.30	4.80
	均价（元）	1429	1838	1900	1900
	单位成本（元）	426	535	562	562
	毛利率	70.19%	70.89%	70.42%	70.42%
	营业收入（百万元）	55	74	82	91
	营业成本（百万元）	16	21	24	27
冶金级萤石精粉	销量（万吨）	2.21	4.00	4.00	4.00
	均价（元）	766	1386	1450	1450
	单位成本（元）	714	1270	1330	1330
	毛利率	6.79%	8.37%	8.28%	8.28%
	营业收入（百万元）	17	55	58	58
	营业成本（百万元）	16	51	53	53
其他	营业收入（百万元）	3	3	3	3
	营业成本（百万元）	3	3	3	3
	毛利率	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%
合计	营业收入（百万元）	378	573	984	1045
	yoy	33.25%	51.70%	71.80%	6.15%
	营业成本（百万元）	206	264	426	450
	yoy	15.49%	28.28%	61.66%	5.58%
	毛利率	45.53%	53.94%	56.66%	56.89%

资料来源：wind，新时代证券研究所预测

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.40、2.82 和 2.92 亿。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 26、13 和 13 倍。公司是国内萤石资源龙头，并且是唯一上市标的，在萤石行业整合当中最为受益，看好萤石价格上涨带给公司巨大的业绩弹性，长期看好公司作为萤石领导者在资源整合契机下打开成长空间。

5、风险提示

萤石价格大幅下滑；政策落实不到位；下游需求不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	120	296	415	584	440	营业收入	283	378	573	984	1045
现金	22	81	177	69	159	营业成本	178	206	264	426	450
应收账款	10	54	43	123	54	营业税金及附加	7	13	12	23	27
其他应收款	13	21	31	58	36	营业费用	11	22	34	47	53
预付账款	26	6	42	41	47	管理费用	21	29	57	98	104
存货	21	45	40	98	48	财务费用	11	14	27	34	35
其他流动资产	28	89	81	195	96	资产减值损失	0	3	1	0	0
非流动资产	857	934	934	1494	1499	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	318	552	515	889	890	营业利润	55	103	179	355	375
无形资产	287	282	335	398	418	营业外收入	13	0	9	9	8
其他非流动资产	252	99	84	207	191	营业外支出	4	0	6	5	4
资产总计	978	1229	1348	2078	1940	利润总额	65	103	182	359	379
流动负债	359	418	421	861	442	所得税	14	26	42	77	87
短期借款	269	299	299	624	299	净利润	50	77	140	282	292
应付账款	47	72	81	167	95	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	43	47	41	70	48	归属母公司净利润	50	77	140	282	292
非流动负债	148	82	82	96	93	EBITDA	128	168	253	463	510
长期借款	60	0	0	14	11	EPS(元)	0.21	0.32	0.58	1.18	1.22
其他非流动负债	88	82	82	82	82	主要财务比率					
负债合计	507	500	503	957	534	成长能力					
少数股东权益	2	2	2	2	1	营业收入(%)	29.5	33.2	51.7	71.8	6.1
股本	180	240	240	240	240	营业利润(%)	42.2	87.4	73.3	99.0	5.5
资本公积	55	176	176	176	176	归属于母公司净利润(%)	44.9	53.6	82.0	101.3	3.5
留存收益	232	309	438	693	950	获利能力					
归属母公司股东权益	468	727	843	1119	1404	毛利率(%)	37.2	45.5	53.9	56.7	56.9
负债和股东权益	978	1229	1348	2078	1940	净利率(%)	17.7	20.4	24.5	28.7	28.0
现金流量表(百万元)						ROE(%)	10.7	10.6	16.6	25.2	20.8
经营活动现金流	55	-4	204	229	572	ROIC(%)	7.2	8.1	12.4	16.4	17.4
净利润	50	77	140	282	292	偿债能力					
折旧摊销	43	49	57	79	105	资产负债率(%)	51.8	40.7	37.3	46.0	27.5
财务费用	11	14	27	34	35	净负债比率(%)	71.0	30.0	14.4	51.1	11.0
投资损失	0	0	-0	-0	-0	流动比率	0.3	0.7	1.0	0.7	1.0
营运资金变动	-54	-146	-19	-166	139	速动比率	0.3	0.6	0.9	0.6	0.9
其他经营现金流	4	1	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-119	-60	-56	-640	-110	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.6	0.5
资本支出	121	56	-0	561	5	应收账款周转率	23.8	11.8	11.8	11.8	11.8
长期投资	-1	0	0	0	0	应付账款周转率	4.0	3.4	3.4	3.4	3.4
其他投资现金流	2	-4	-57	-79	-105	每股指标(元)					
筹资活动现金流	49	119	-51	-23	-46	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.32	0.58	1.18	1.22
短期借款	21	31	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.33	0.85	0.96	2.38
长期借款	45	-60	0	14	-3	每股净资产(最新摊薄)	1.95	3.03	3.51	4.66	5.85
普通股增加	0	60	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-0	121	0	0	0	P/E	73.6	47.9	26.3	13.1	12.6
其他筹资现金流	-17	-33	-51	-37	-43	P/B	7.9	5.1	4.4	3.3	2.6
现金净增加额	-15	54	97	-433	415	EV/EBITDA	32.2	23.8	15.4	9.4	7.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>