

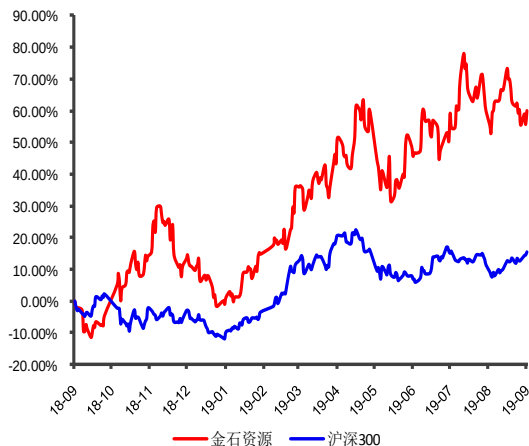
2019 年 9 月 5 日

**金石资源 (603505): 萤石行业龙头, 业绩持续增长**
**化工**
**当前股价: 20.15 元**
**推荐 (首次)**
**主要财务指标 (单位: 百万元)**

|          | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 588   | 792   | 1,003 | 1,302 |
| (+/-)    | 55.6% | 34.8% | 26.6% | 29.9% |
| 营业利润     | 190   | 300   | 380   | 506   |
| (+/-)    | 84.7% | 57.6% | 26.7% | 33.2% |
| 归属母公司净利润 | 138   | 218   | 277   | 370   |
| (+/-)    | 78.5% | 58.5% | 27.0% | 33.4% |
| EPS (元)  | 0.57  | 0.91  | 1.15  | 1.54  |
| 市盈率      | 34.9  | 22.2  | 17.5  | 13.1  |

**公司基本情况 (最新)**

|               |          |
|---------------|----------|
| 总股本/已流通股 (亿股) | 2.4/1.12 |
| 流通市值 (亿元)     | 22.6     |
| 每股净资产 (元)     | 3.78     |
| 资产负债率 (%)     | 44.2     |

**股价表现 (最近一年)**


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 徐鹏  
 执业证书编号: S1050516020001  
 联系人: 谢玉磊  
 电话: 021-54967579  
 邮箱: xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司  
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
 邮编: 200030  
 电话: (86 21) 64339000  
 网址: http://www.cfsc.com.cn

**● 萤石资源龙头企业, 盈利能力持续提升。**公司是国内萤石行业拥有资源储量、开采及生产加工规模最大的企业, 是萤石行业龙头企业。2018 年, 公司实现营业收入 5.88 亿元, 同比增长 55.6%; 实现归母净利润 1.38 亿元, 同比增长 78.5%, 公司营业收入和净利润均创历史新高。2019 年上半年, 得益于产品产销量的增加和销售价格的上涨, 公司实现营业收入 35,777.96 万元, 比上年同期增长 62.77%; 归属于上市公司股东的净利润 11,072.51 万元, 比上年同期增长 160.67%。

**● 萤石是战略性矿产资源, 下游应用广泛。**萤石是宝贵的可用尽且不可再生的战略性资源, 我国在 2016 年将萤石列入“战略性矿产目录”。萤石下游产品中, 氢氟酸消费占比达到 52%, 主要应用于制冷剂、含氟聚合物、含氟中间体和电子级氢氟酸等, 其中制冷剂是最为主要的应用领域。

**● 行业景气度向好, 萤石价格维持上行。**二季度以来, 受内蒙古地区矿山整改以及环保压力的影响, 萤石矿山及选厂开工情况不佳, 萤石块市场供应相对偏紧, 而下游需求相对稳定, 萤石粉价格企稳回升。中长期来看, 在环保常态化以及行业准入门槛提高的背景下, 萤石供应将相对偏紧, 而下游制冷剂升级换代以及钢铁和电解铝产量稳步增长, 将增加对萤石的需求, 萤石价格未来几年有望呈现整体上涨的态势。

**● 盈利预测:** 我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 2.18 亿元、2.77 亿元和 3.7 亿元。按照公司 20.15 元的股价测算, 对应的市盈率分别为 22.2 倍、17.5 倍和 13.1 倍。萤石是国家战略性矿产资源, 国家对萤石资源采取保护性开发政策, 国内萤石供应能力趋于收缩, 而下游需求稳步增长, 未来萤石行业景气度整体向好。公司作为萤石行业龙头企业, 近年来产能逐步释放, 充分受益于量价齐升带来的收益, 当前公司 PE 估值处于上市以来的低位, 首次覆盖, 给予“推荐”的投资评级。

**● 风险提示:** (1) 新建矿山投产进度不及预期; (2) 下游行业需求下降导致产品销售不及预期; (3) 市场竞争加剧导致产品毛利率下降; (4) 市场系统性风险。

## 正文目录

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| <b>1. 国内萤石资源龙头企业</b>        | <b>4</b>  |
| 1.1 公司简介                    | 4         |
| 1.2 新建矿山陆续投产，公司萤石产量稳步增长     | 5         |
| 1.3 公司盈利能力持续提升              | 6         |
| <b>2. 萤石：国家战略性矿产，下游应用广泛</b> | <b>7</b>  |
| 2.1 萤石为“第二稀土”，列入我国“战略性矿产目录” | 7         |
| 2.2 萤石下游分布广泛，氟化工占据主导        | 8         |
| 2.3 制冷剂是氟化工主要应用领域           | 9         |
| <b>3. 供需持续改善，萤石价格维持上行</b>   | <b>10</b> |
| 3.1 萤石资源集中度高，我国产量全球第一       | 10        |
| 3.2 政策和环保双重限制，萤石供给持续收缩      | 11        |
| 3.3 下游需求稳步提高                | 12        |
| 3.4 行业景气度向好，萤石价格维持上行趋势      | 13        |
| <b>4. 公司盈利预测与估值</b>         | <b>14</b> |
| <b>5. 风险提示</b>              | <b>15</b> |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1 公司主要产品及用途.....               | 4  |
| 图表 2 公司股权结构.....                  | 5  |
| 图表 3 2014-2018 年公司各产品产量及增速 .....  | 6  |
| 图表 4 公司营业收入及增速.....               | 6  |
| 图表 5 公司归母净利润及增速.....              | 6  |
| 图表 6 公司主要产品毛利率.....               | 7  |
| 图表 7 公司销售净利率和净资产收益率 .....         | 7  |
| 图表 8 我国萤石矿相关产业政策一览.....           | 7  |
| 图表 9 萤石产品的主要用途.....               | 8  |
| 图表 10 萤石消费结构.....                 | 8  |
| 图表 11 氢氟酸产业链.....                 | 9  |
| 图表 12 2018 年国内氢氟酸主要消费结构 .....     | 10 |
| 图表 13 2018 年全球萤石资源储量分布 .....      | 10 |
| 图表 14 2018 年全球主要国家萤石产量占比 .....    | 10 |
| 图表 15 我国各省份萤石产能分布 .....           | 11 |
| 图表 16 我国萤石产量整体呈现下降趋势 .....        | 12 |
| 图表 17 各代制冷剂主要产品氟元素占比.....         | 12 |
| 图表 18 2010-2018 年我国粗钢产量及增速 .....  | 13 |
| 图表 19 2010-2018 年我国电解铝产量及增速 ..... | 13 |
| 图表 20 萤石粉价格走势.....                | 14 |
| 图表 21 公司营业收入假设.....               | 14 |
| 图表 22 公司 PE-Band .....            | 15 |
| 图表 23 公司 PB-Band .....            | 15 |
| 图表 24 公司盈利预测（百万元） .....           | 16 |

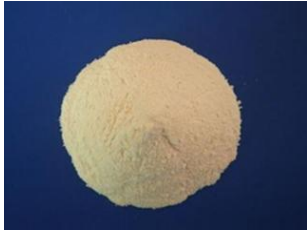
## 1. 国内萤石资源龙头企业

### 1.1 公司简介

金石资源自 2001 年成立以来，专注于萤石矿以及萤石产品的生产和销售，目前公司萤石保有资源储量约 2700 万吨矿石量，对应矿物量约 1300 万吨，采矿规模 102 万吨/年，是国内萤石行业拥有资源储量、开采及生产加工规模最大的企业，是萤石行业的龙头企业。

公司的主要产品为酸级萤石精粉及高品位萤石块矿，并有部分冶金级萤石精粉及普通萤石原矿，主要客户为巨化股份、东岳集团、三美化工、杭颜化工、中萤集团等下游氟化工企业。

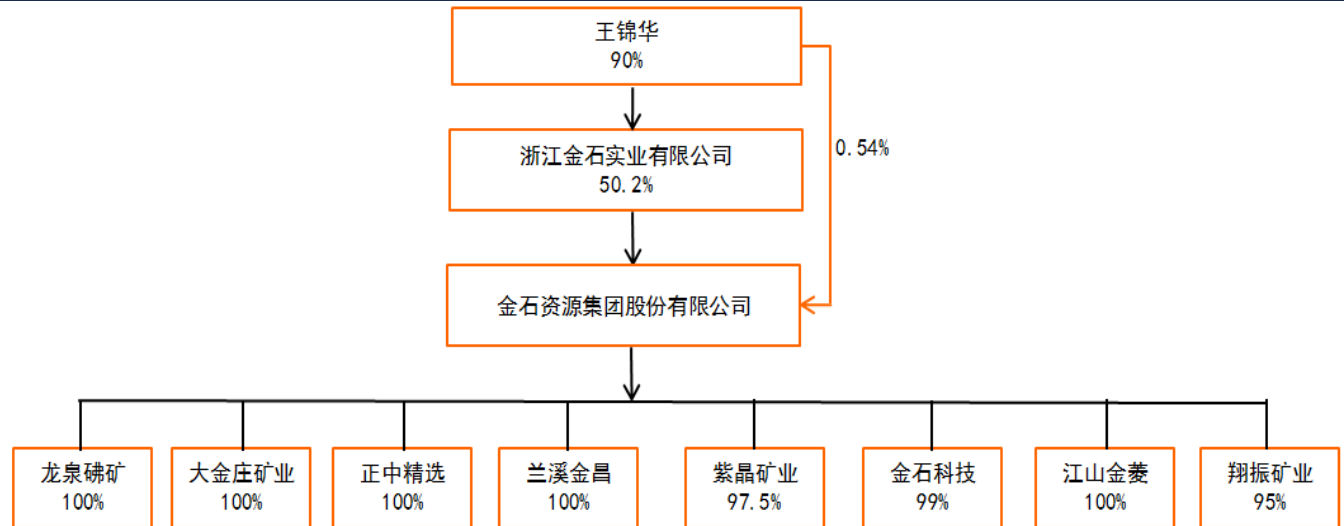
图表 1 公司主要产品及用途

| 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，作为助溶剂、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：公司官网，华鑫证券研发部

公司控股股东为浙江金石实业有限公司，持有公司 50.2% 的股份，实际控制人为王锦华，持有浙江金石实业 90% 的股份。公司下属 8 家子公司，除金石科技外，其余 7 家均从事矿业开发业务，主要位于浙江省，仅 1 家子公司翔振矿业位于我国潜在萤石资源储量较大的内蒙古额济纳旗。

图表 2 公司股权结构



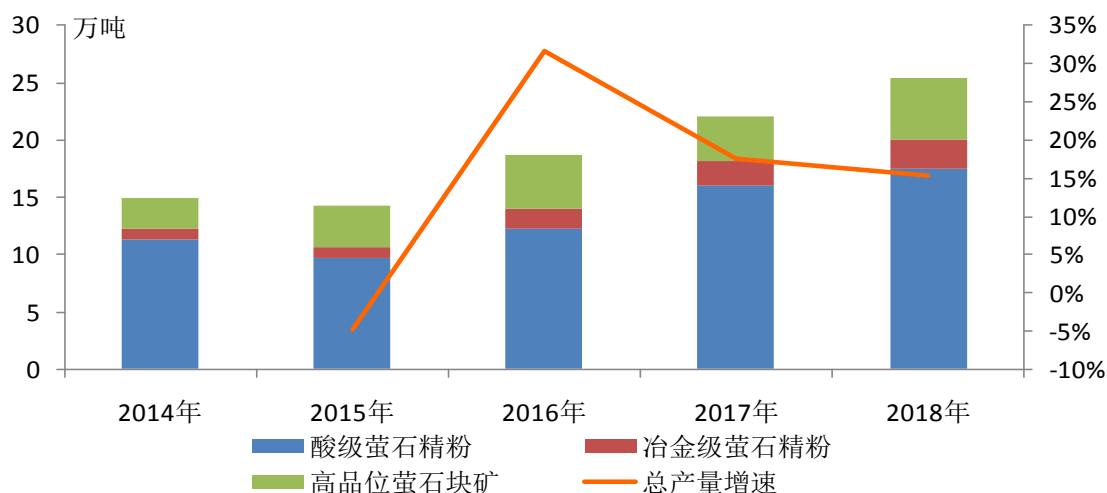
资料来源：公司 2018 年年报，华鑫证券研发部

## 1.2 新建矿山陆续投产，公司萤石产量稳步增长

2016 年下半年，公司大金庄矿业逐步恢复生产，2018 年四季度，公司募投项目“常山县新昌乡岩前萤石矿采选项目”基本达到设计产能，随着公司矿山项目陆续建成投产，公司萤石产销量持续提升。根据公司相关公告，2014 年公司酸级萤石精粉产量为 11.39 万吨，2018 年上升至 17.54 万吨，增幅为 53.99%；2014 年高品位萤石块矿产量为 2.68 万吨，2018 年上升至 5.32 万吨，增幅为 98.51%；2014 年冶金级萤石精粉产量为 0.9 万吨，2018 年上升至 2.59 万吨，增幅为 187.78%。

未来公司旗下多个矿山项目将逐步投入试生产，公司萤石产量将保持增长。子公司翔振矿业今年二季度完成技术改造升级的设备安装，处于逐步调试生产中，达成后矿山将具备采矿证规模 15 万吨/年，选厂设计生产能力 20 万吨/年。子公司兰溪金昌新建的 20 万吨/年的选矿项目力争在年底前实现试生产。随着翔振矿业和兰溪金昌矿山逐步达产，未来公司萤石产量将处于全国绝对的领先地位，进一步提升公司行业地位和盈利能力。从单个矿山的生产规模来看，公司拥有的年开采规模达到或超过 10 万吨/年的大型萤石矿达 6 座，居全国第一位。

图表 3 2014-2018 年公司各产品产量及增速

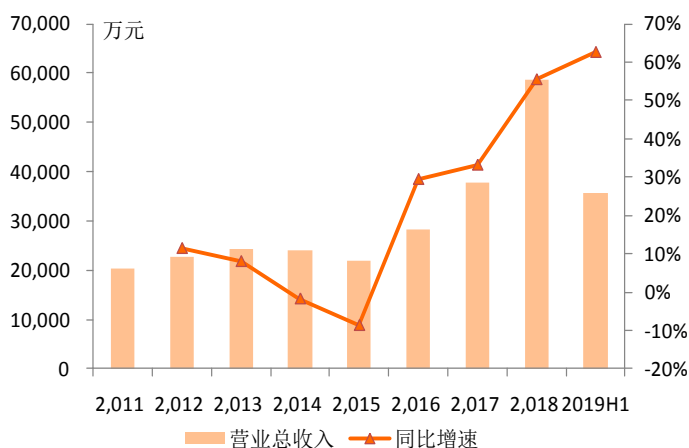


资料来源：百川资讯，华鑫证券研发部

### 1.3 公司盈利能力持续提升

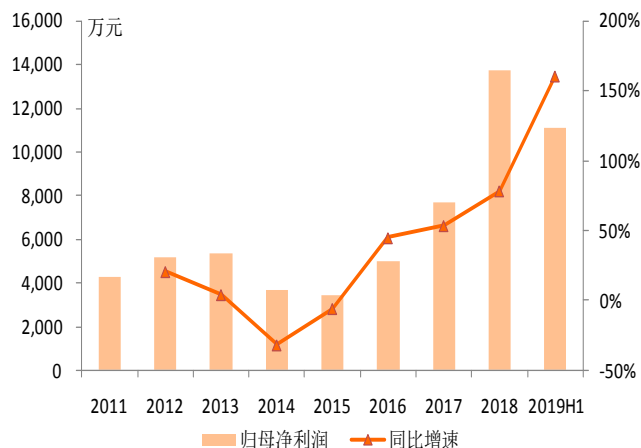
近三年来，受益于公司产品销售单价和销售数量同比上涨，公司营业收入和归母净利润同比大幅增长。根据公司相关公告，2018 年公司主导产品酸级萤石精粉销售量为 18.44 万吨，同比增长 37.8%；销售单价为 2428 元/吨，同比增长 32.9%。2018 年，公司实现营业收入 5.88 亿元，同比增长 55.6%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比增长 78.5%，公司营业收入和净利润均创历史新高。2019 年上半年，得益于产品产销量的增加和销售价格的上涨，公司实现营业收入 35,777.96 万元，比上年同期增长 62.77%；归属于上市公司股东的净利润 11,072.51 万元，比上年同期增长 160.67%。

图表 4 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

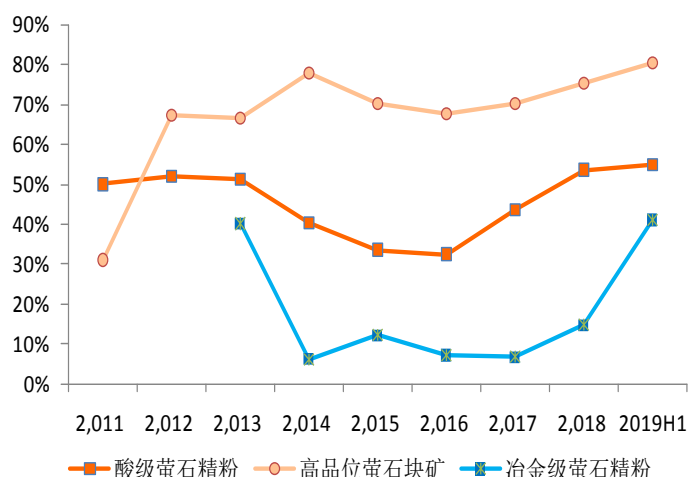
图表 5 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

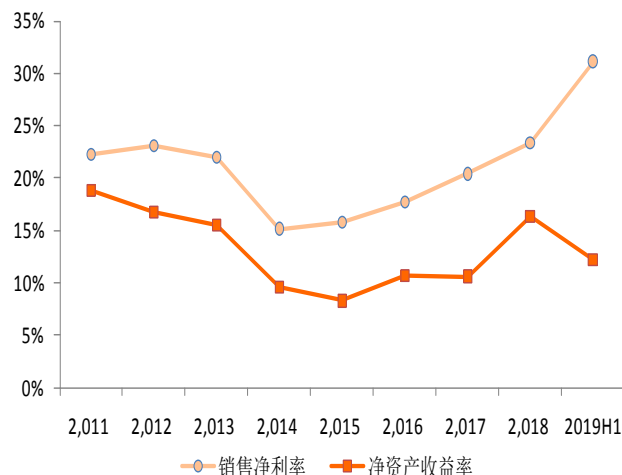
2016 年以来，随着萤石价格的上涨，公司主要产品毛利率和净资产收益率显著提升。2018 年，公司酸级萤石精粉销售毛利率达到 53.7%，相比 2017 年上升 10.1%；公司净资产收益率达到 16.4%，相比 2017 年上升 5.8%，公司整体盈利能力明显提高。根据卓创资讯数据，2018 年国内萤石粉均价为 2767.73 元/吨，而截止到 2019 年 9 月 5 日，国内萤石粉 2019 年均价为 2981.74 元/吨，萤石价格上涨进一步提升公司盈利能力，2019 年上半年，公司销售净利率达到 31.13%，相比 2018 年上升 7.72%。

图表 6 公司主要产品毛利率



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 7 公司销售净利率和净资产收益率



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 2. 萤石：国家战略性矿产，下游应用广泛

### 2.1 萤石为“第二稀土”，列入我国“战略性矿产目录”

萤石，又称氟石，化学成分是  $\text{CaF}_2$ ，是氟化钙的结晶体，化学元素氟的主要来源，由于氟原子化学性质独特，其用途无法替代，应用领域涵盖新能源、新材料、国防、制冷、电子、通信、光学、冶金、玻璃、陶瓷等新兴产业和传统产业。萤石是宝贵的可用尽且不可再生的战略性资源，行业内称萤石为“第二稀土”。鉴于萤石的战略价值和不可再生性，美国自 1997 年将其列为战略性储备资源并停止开采，所有萤石均从海外进口；我国在 2016 年制定的《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》中，将萤石列入我国“战略性矿产目录”。

图表 8 我国萤石矿相关产业政策一览

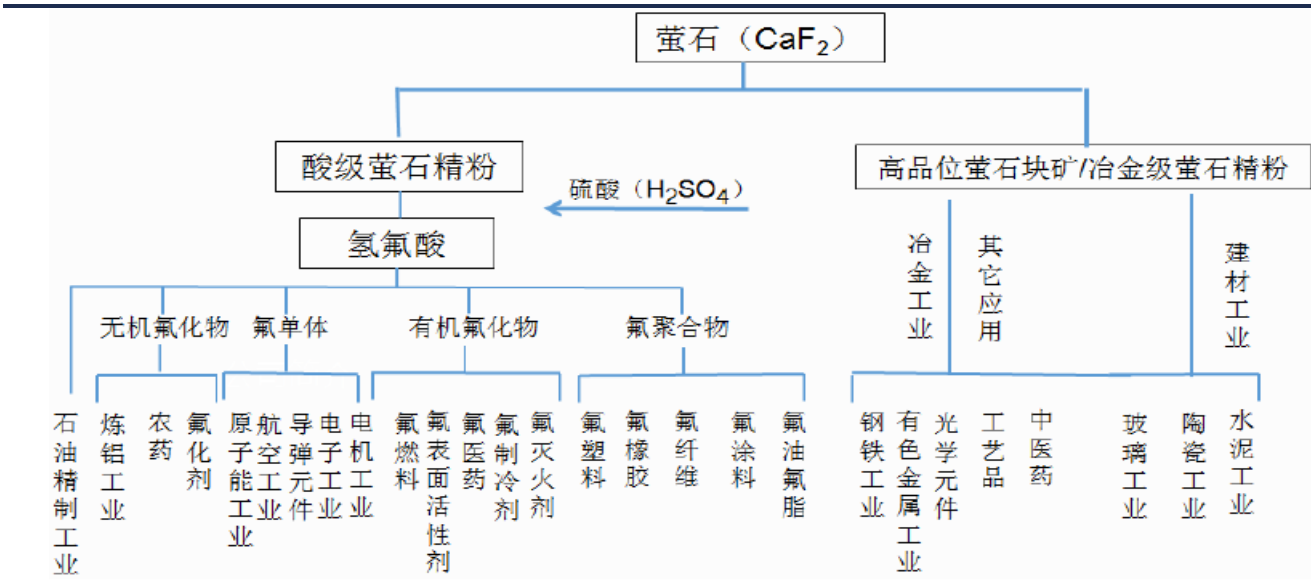
| 发布时间        | 相关产业政策                                                              |
|-------------|---------------------------------------------------------------------|
| 2003 年 1 月  | 不再发放新的萤石开采许可证                                                       |
| 2004 年 7 月  | 萤石出口退税由原来的 13% 降到 5%                                                |
| 2006 年 2 月  | 国家发布财税【2006】139 号，取消萤石出口退税                                          |
| 2007 年 1 月  | 开始征收 10% 的萤石出口关税                                                    |
| 2008 年 3 月  | 上调萤石出口关税至 15%，萤石开采明确列为禁止外商投资目录                                      |
| 2010 年 5 月  | 国土资源部下达《2010 年高铝黏土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》，全国萤石矿开采总量控制在 1100 万吨（矿石量）        |
| 2011 年 5 月  | 国土资源部下达《2011 年高铝黏土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》，确定 2011 年萤石矿开采总量控制为 1050 万吨（矿石量） |
| 2016 年 11 月 | 国土资源部、国家发改委等 6 部门联合发布《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》，萤石列入战略性矿产目录            |

资料来源：中国粉体网，搜狐网，华鑫证券研发部

## 2.2 萤石下游分布广泛，氟化工占据主导

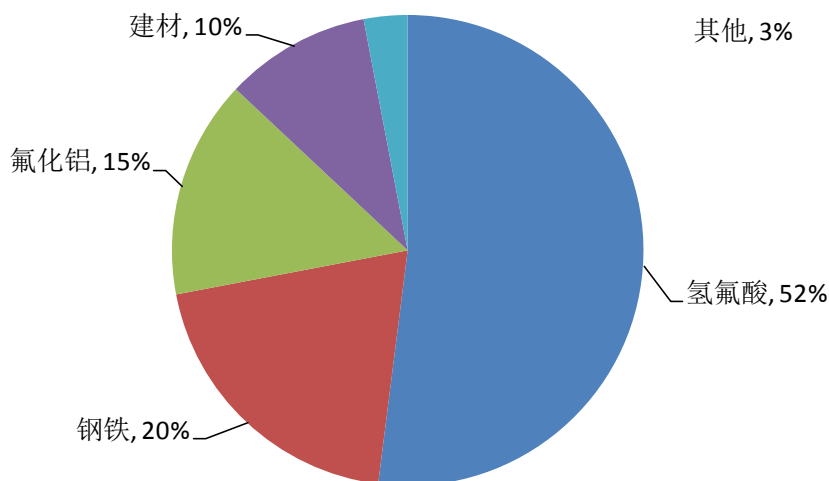
萤石下游行业分布广泛，其中氟化工产业对萤石的需求量最大。根据卓创资讯相关数据，萤石下游产品中，氢氟酸消费占比达到 52%，其它钢铁、氟化铝等主要消费领域消费占比分别为 20%和 15%。其中氢氟酸作为萤石下游最主要的产品和整个氟化工产业链的起点，主要应用于制冷剂、含氟聚合物、含氟中间体和电子级氢氟酸等。在钢铁冶炼中，高品位的萤石块矿或冶金级萤石精粉可作为助熔剂，降低难熔物质熔点，促进炉渣流动；在炼铝工业中，氟化铝可以降低熔点和提高电解质的导电率，是电解铝生产中的重要辅助材料。

图表 9 萤石产品的主要用途



资料来源：公司 2018 年年报，华鑫证券研发部

图表 10 萤石消费结构



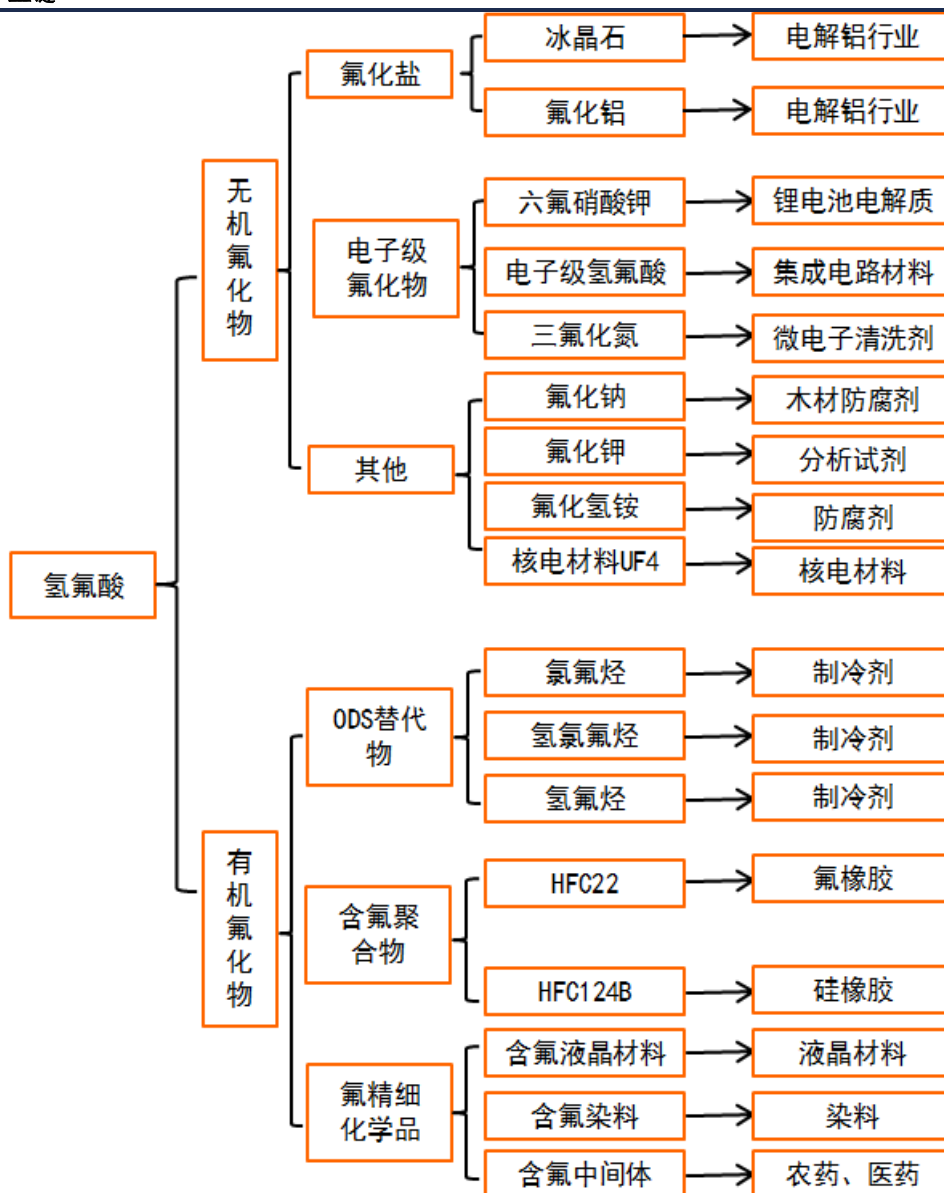
资料来源：卓创资讯，华鑫证券研发部

## 2.3 制冷剂是氟化工主要应用领域

氢氟酸（HF）是氟化氢气体的水溶液，清澈，无色，有剧烈刺激性气味，具有极强的腐蚀性，能强烈地腐蚀金属、玻璃和含硅物体。工业上常用萤石（氟化钙  $\text{CaF}_2$ ）和浓硫酸加热至  $700\text{ }^{\circ}\text{C}$  时来制备氢氟酸。氢氟酸是氟化合物中最重要的产品，广泛用于制造氟化铝、冰晶石、电子级氢氟酸、氟制冷剂、含氟聚合物和氟精细化工领域。电子级氢氟酸主要运用在集成电路、太阳能光伏和液晶显示屏等领域，用于除去硅表面的氧化物；氟精细化工品应用领域不断扩大，发展前景最为广阔，主要包括含氟中间体、含氟染料、含氟液晶材料等。

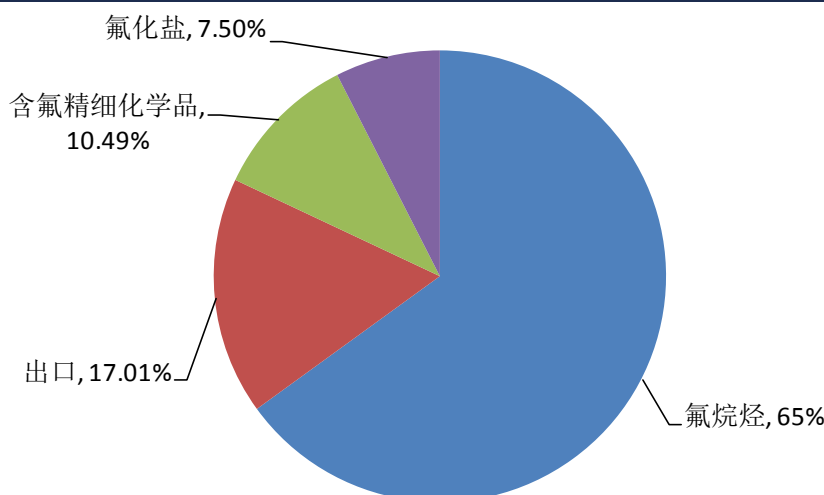
据卓创资讯统计，我国氢氟酸下游主要用于氟烷烃、出口、含氟精细化学品和氟化盐领域，其中氟烷烃消费占比高达 65%。氟烷烃的下游主要产品为制冷剂，广泛用于工业、商业、家庭的空调系统。

图表 11 氢氟酸产业链



资料来源：新材料在线，华鑫证券研发部

图表 12 2018 年国内氢氟酸主要消费结构



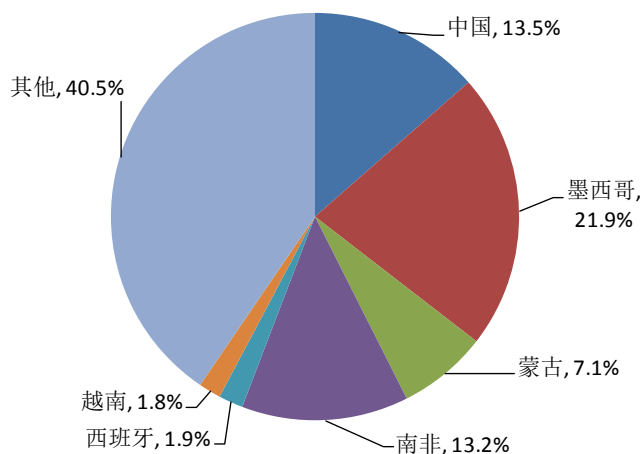
资料来源：卓创资讯，华鑫证券研发部

### 3. 供需持续改善，萤石价格维持上行

#### 3.1 萤石资源集中度高，我国产量全球第一

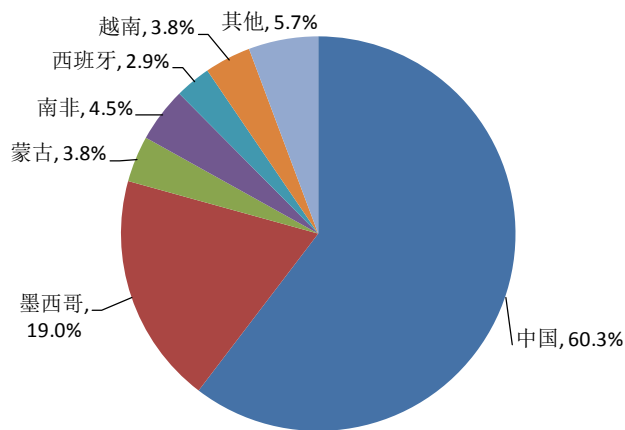
萤石在全球地域分布广泛，已在 40 多个国家发现具有工业价值的萤石矿床，从成矿地质环境来看，环太平洋成矿带的萤石储量最多，约占全球储量一半以上。全球萤石资源分布不均，主要集中在亚洲的中国、蒙古，北美洲的墨西哥，非洲的南非等国家。据美国地质调查局（USGS）数据，2018 年全球查明的萤石矿资源储量约为 3.1 亿吨，其中墨西哥、中国、南非三个国家合计储量为 1.51 亿吨，占全球储量的比重为 48.71%；3 个国家萤石储量占全球的比重分别为 21.9%、13.5%和 13.2%。萤石产量上，近十年来，我国萤石产量和出口量长期达到全球总量的 50%以上。2018 年中国萤石产量 350 万吨，占全球的比重为 60.34%；而第二位的墨西哥萤石产量为 110 万吨，占全球的比重为 18.97%。

图表 13 2018 年全球萤石资源储量分布



资料来源：USGS，华鑫证券研发部

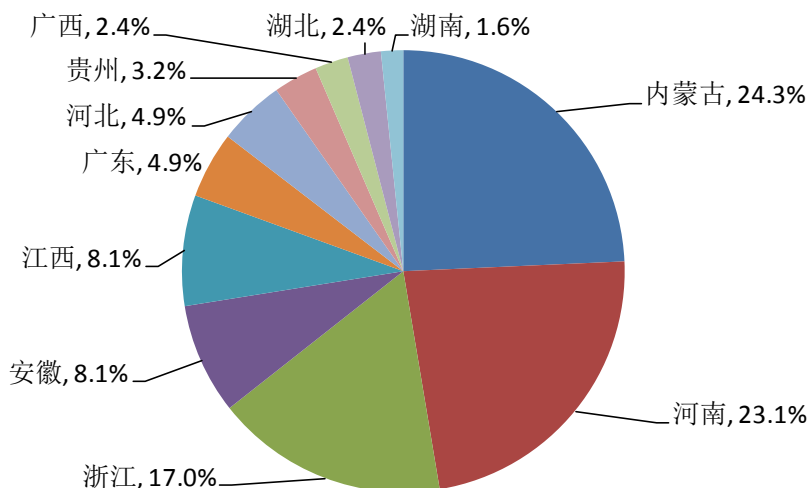
图表 14 2018 年全球主要国家萤石产量占比



资料来源：USGS，华鑫证券研发部

我国萤石资源丰富，根据国家统计局和国土资源部的统计，2018 年我国查明的萤石资源基础储量约为 4554.3 万吨，主要分布在湖南、浙江、江西、福建、河南和内蒙古地区，其中湖南省萤石资源储量居全国首位，但其萤石资源以伴（共）生型萤石矿为主，选矿难度较高，无法大规模开发利用。据卓创资讯数据，我国萤石企业产能集中在内蒙古、河南和浙江地区，其中内蒙古萤石产能占全国的比重为 24.3%，河南萤石产能占全国的比重为 23.1%，浙江萤石产能占全国的比重为 17%，三个省份合计占全国的比重约为 64.4%。

图表 15 我国各省份萤石产能分布



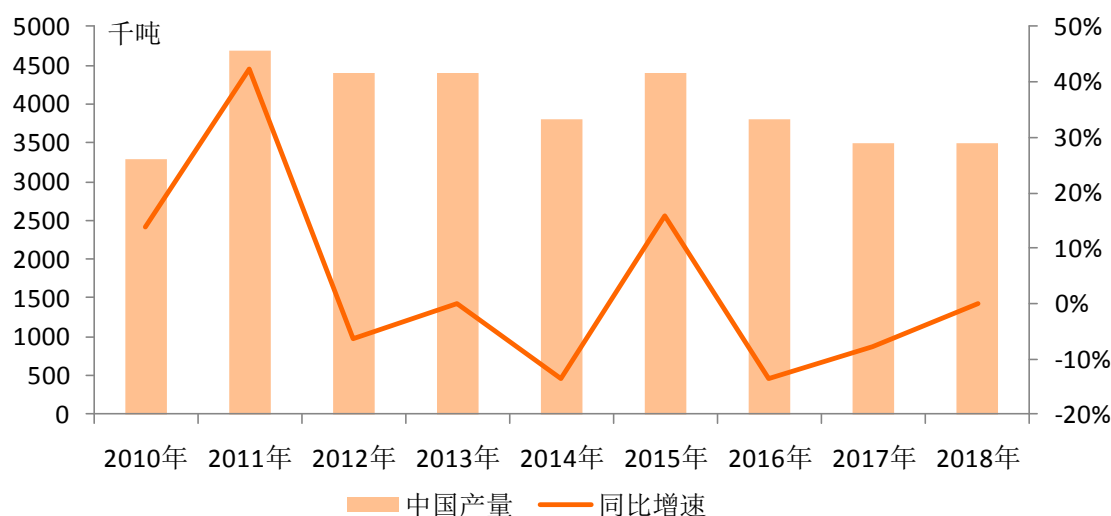
资料来源：卓创资讯，华鑫证券研发部

### 3.2 政策和环保双重限制，萤石供给持续收缩

我国以全球 13.5% 的萤石资源储量供应全球 60% 的产量，萤石储采比只有 12 年，而全球萤石储采比为 53 年，我国萤石资源保障能力严重不足。萤石作为一种不可再生的“战略性矿产资源”，使得国家对萤石资源采取保护性开发的政策，对萤石开采的总量、技术水平、环境保护能力的要求日益提高。

2019 年 1 月，工信部发布《萤石行业规范条件（征求意见稿）》，旨在进一步规范萤石采选生产规模、工艺和设备，推动萤石资源的高效利用和清洁生产，促进萤石产业高质量发展。而随着国家供给侧改革的深入，环境监管执法力度的加大，行业内规模过小、技术水平落后的矿业逐步淘汰，国内萤石供给能力将趋于下降。根据美国地质调查局（USGS）数据，我国萤石产量 2011 年达到 470 万吨的极值，随后萤石产量整体呈下降趋势，2018 年我国萤石产量为 350 万吨，相比 2011 年降幅为 25.5%。

图表 16 我国萤石产量整体呈现下降趋势



资料来源：USGS，华鑫证券研发部

### 3.3 下游需求稳步提高

萤石下游需求量最大的是氟化工行业，含氟制冷剂是氟化工产业的主要应用领域。根据《蒙特利尔议定书》的淘汰要求，我国需要在 2015 年将 ODS（消耗臭氧层物质）用途 HCFCs（含氢氯氟烃）削减至基线水平的 90%，2020 年和 2025 年削减至基线水平的 65%和 32.5%，到 2030 年将实现全面淘汰。随着我国氟制冷剂由第二代逐步过渡到第三代 HFCs（氢氟烃）类和第四代 HFOs（含氟烯烃）类制冷剂，新一代制冷剂含氟量显著增加，对上游的萤石需求将稳步提升。

图表 17 各代制冷剂主要产品氟元素占比

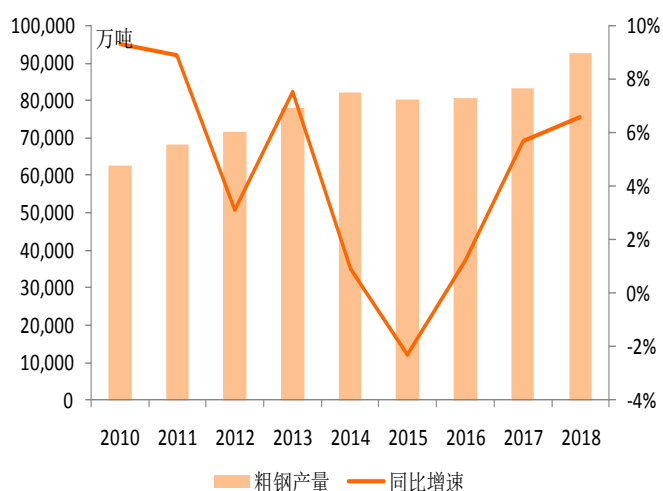
| 代际  | 简称     | 分子式      | 氟元素占比 |
|-----|--------|----------|-------|
| 第二代 | R11    | CFC13    | 14%   |
|     | R12    | CF2C12   | 31%   |
|     | R114   | C2F4C12  | 44%   |
|     | R115   | C2F5C11  | 61%   |
| 第三代 | R22    | CHF2C1   | 44%   |
|     | R123   | C2HF3C12 | 37%   |
|     | R124   | C2HF4C11 | 56%   |
|     | R134a  | C2H2F4   | 75%   |
|     | R125   | C2H1F5   | 79%   |
|     | R32    | CH2F2    | 73%   |
| 第四代 | R152   | C2H4F2   | 58%   |
|     | R161   | C2H5F    | 40%   |
|     | R41    | CH3F     | 56%   |
|     | 1234yf | C3H2F5   | 71%   |

资料来源：公开资料整理，华鑫证券研发部

萤石另一个重要的用途是钢铁行业的助熔剂，主要应用在铁水预处理、炼钢（粗炼）、二次钢水精炼等三个阶段，一般每吨钢萤石使用量为 1.5-8 千克。根据国家统计局数据，2010 年以来，我国粗钢产量年均复合增长率为 5%，其中 2018 年我国粗钢产量为 9.28 亿吨，同比增速达到 6.6%，粗钢产量的稳步增长将带动萤石需求量的提高。

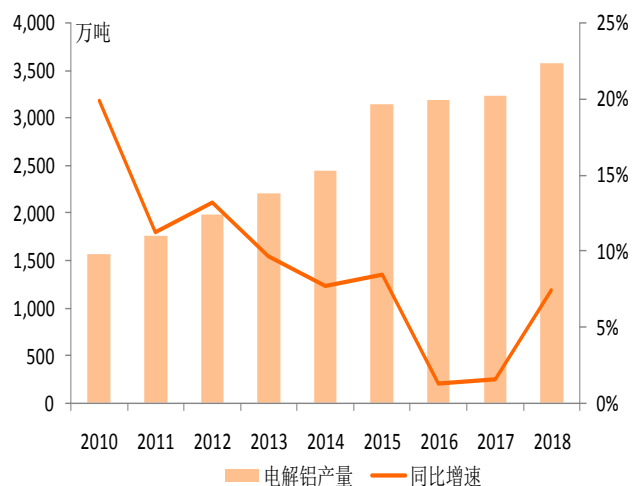
此外，氟化铝可用于生产电解铝，按照一般的电解铝生产工艺，每 1 吨电解铝约需要消耗氟化铝 25 千克，而每吨氟化铝需要 1.6 吨酸级萤石精粉。根据国家统计局数据，2010 年以来，我国电解铝产量年均复合增长率为 10.9%，其中 2018 年我国电解铝产量为 3,580 万吨，同比增长 7.4%。通过简单计算，2018 年我国氟化铝生产需消耗的酸级萤石精粉为 143.2 吨。

图表 18 2010-2018 年我国粗钢产量及增速



资料来源：国家统计局，华鑫证券研发部

图表 19 2010-2018 年我国电解铝产量及增速

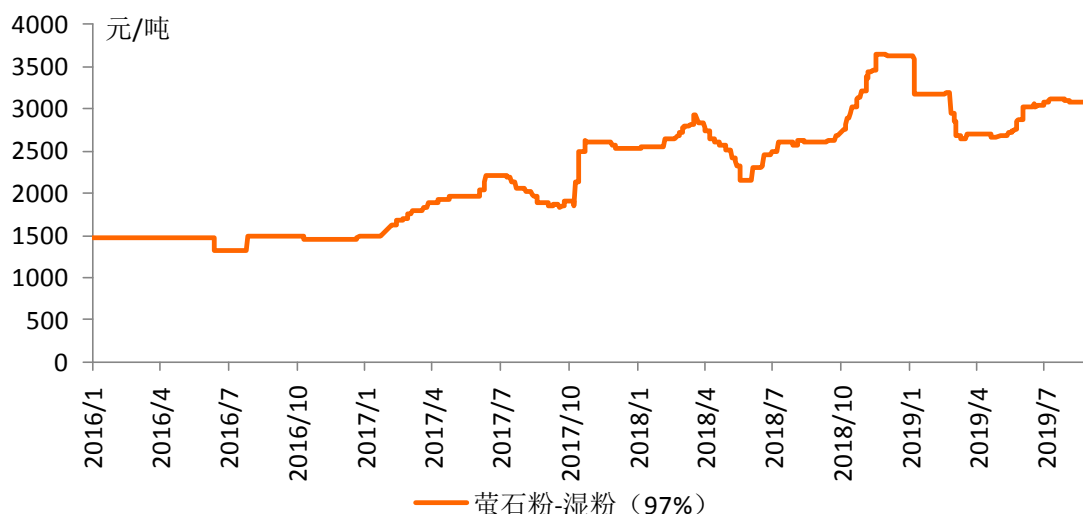


资料来源：国家统计局，华鑫证券研发部

### 3.4 行业景气度向好，萤石价格维持上行趋势

2019 年一季度，由于下游企业萤石粉库存相对充足以及企业开工率下降，下游厂商采购明显放缓，而上游部分企业为回笼现金，低价出货现象频现，导致萤石粉价格出现较大的跌幅。二季度以来，受内蒙古地区矿山整改以及环保压力的影响，萤石矿山及选厂开工情况不佳，萤石块市场供应相对偏紧，而下游需求相对稳定，萤石粉价格企稳回升。中长期来看，在环保常态化以及行业准入门槛提高的背景下，萤石供应将相对偏紧，而下游制冷剂升级换代以及钢铁和电解铝产量稳步增长，将增加对萤石的需求，萤石价格未来几年有望呈现整体上涨的态势。

图表 20 萤石粉价格走势



资料来源：卓创资讯，华鑫证券研发部

## 4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

（1）公司翔振矿业和兰溪金昌项目按进度逐步达产，公司酸级萤石精粉和萤石块矿产量逐步上升；

（2）随着行业门槛提高以及环保监管趋严，而下游需求稳步增长，萤石行业景气度提高，未来三年萤石价格趋势性上涨；

（3）随着公司销售规模的扩大，公司销售费用率有所上升，但管理费用率保持稳定；

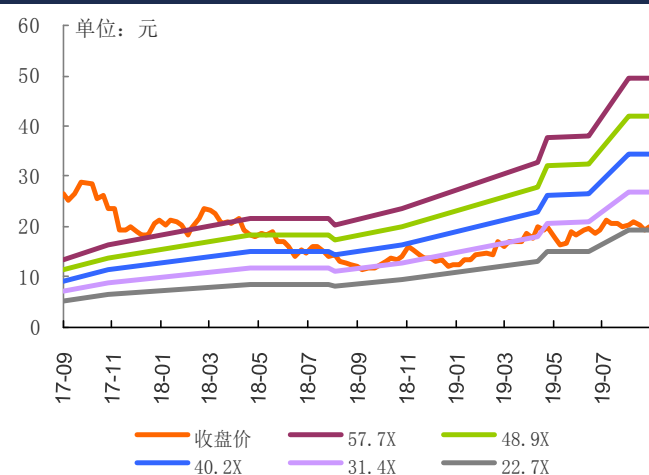
（4）公司总股本按照当前股本 2.4 亿股计算。

图表 21 公司营业收入假设

| 营业收入（亿元） | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E |
|----------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 酸级萤石精粉   | 3.02   | 4.66   | 5.69   | 7.15   | 9.19  |
| YOY      | 35.9%  | 54.0%  | 22.3%  | 25.6%  | 28.5% |
| 高品位萤石块矿  | 0.55   | 0.81   | 1.83   | 2.22   | 2.95  |
| YOY      | 15.7%  | 45.8%  | 127.2% | 21.2%  | 32.9% |
| 冶金级萤石精粉  | 0.17   | 0.35   | 0.15   | 0.41   | 0.64  |
| YOY      | 113.4% | 105.1% | -56.8% | 172.6% | 55.1% |
| 合计       | 3.75   | 5.81   | 7.68   | 9.78   | 12.78 |

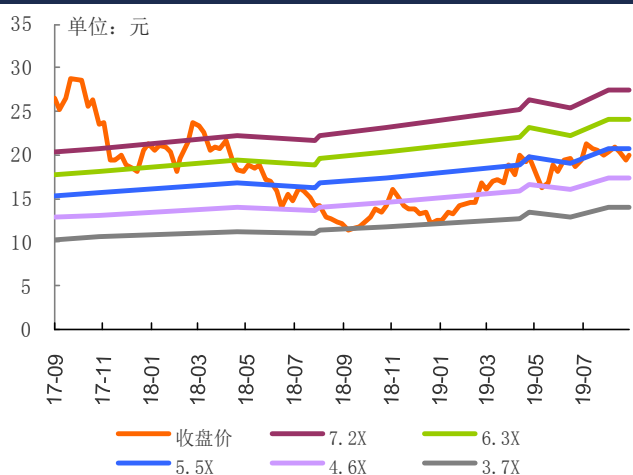
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 22 公司 PE-Band



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 23 公司 PB-Band



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 2.18 亿元、2.77 亿元和 3.7 亿元。按照公司 20.15 元的股价测算,对应的市盈率分别为 22.2 倍、17.5 倍和 13.1 倍。萤石是国家战略性矿产资源,国家对萤石资源采取保护性开发政策,萤石供应能力趋于收缩,而下游需求稳步增长,未来萤石行业景气度整体向好。公司作为萤石行业龙头企业,近年来产能逐步释放,充分受益于量价齐升带来的收益,当前公司 PE 估值处于上市以来的低位,首次覆盖,给予“推荐”的投资评级。

## 5. 风险提示

- (1) 新建矿山投产进度不及预期;
- (2) 下游行业需求下降导致产品销售不及预期;
- (3) 市场竞争加剧导致产品毛利率下降;
- (4) 市场系统性风险;

图表 24 公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表(百万元)        | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 利润表(百万元)          | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产:</b>      |              |              |              |              | <b>营业收入</b>       | <b>588</b>   | <b>792</b>   | <b>1,003</b> | <b>1,302</b> |
| 货币资金              | 58           | 141          | 156          | 236          | 营业成本              | 270          | 326          | 407          | 514          |
| 应收款               | 239          | 322          | 408          | 530          | 营业税金及附加           | 23           | 31           | 39           | 51           |
| 存货                | 72           | 87           | 108          | 136          | 销售费用              | 38           | 54           | 74           | 104          |
| 其他流动资产            | 6            | 6            | 6            | 6            | 管理费用              | 45           | 60           | 76           | 99           |
| 流动资产合计            | 375          | 556          | 678          | 908          | 财务费用              | 24           | 21           | 18           | 15           |
| <b>非流动资产:</b>     |              |              |              |              | 费用合计              | 107          | 135          | 169          | 218          |
| 可供出售金融资产          | 19           | 19           | 19           | 19           | 资产减值损失            | 2            | 2            | 3            | 4            |
| 固定资产+在建工程         | 749          | 809          | 918          | 1,100        | 公允价值变动            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产+商誉           | 367          | 367          | 367          | 367          | 投资收益              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动资产           | 4            | 4            | 4            | 4            | <b>营业利润</b>       | <b>190</b>   | <b>300</b>   | <b>380</b>   | <b>506</b>   |
| 非流动资产合计           | 1,138        | 1,198        | 1,307        | 1,489        | 加: 营业外收入          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 资产总计              | 1,513        | 1,754        | 1,985        | 2,397        | 减: 营业外支出          | 3            | 3            | 3            | 3            |
| <b>流动负债:</b>      |              |              |              |              | <b>利润总额</b>       | <b>187</b>   | <b>297</b>   | <b>377</b>   | <b>503</b>   |
| 短期借款              | 312          | 312          | 234          | 234          | 所得税费用             | 50           | 79           | 100          | 134          |
| 应付账款、票据           | 179          | 215          | 269          | 340          | <b>净利润</b>        | <b>138</b>   | <b>218</b>   | <b>277</b>   | <b>370</b>   |
| 其他流动负债            | 98           | 98           | 98           | 98           | 少数股东损益            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 流动负债合计            | 588          | 625          | 601          | 671          | <b>归母净利润</b>      | <b>138</b>   | <b>218</b>   | <b>277</b>   | <b>370</b>   |
| <b>非流动负债:</b>     |              |              |              |              |                   |              |              |              |              |
| 长期借款              | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>主要财务指标</b>     | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 其他非流动负债           | 80           | 80           | 80           | 80           | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |
| 非流动负债合计           | 80           | 80           | 80           | 80           | 营业收入增长率           | 55.6%        | 34.8%        | 26.6%        | 29.9%        |
| 负债合计              | 669          | 705          | 681          | 752          | 营业利润增长率           | 84.7%        | 57.6%        | 26.7%        | 33.2%        |
| <b>所有者权益</b>      |              |              |              |              | 归母净利润增长率          | 78.5%        | 58.5%        | 27.0%        | 33.4%        |
| 股本                | 240          | 240          | 240          | 240          | 总资产增长率            | 23.1%        | 15.9%        | 13.2%        | 20.8%        |
| 资本公积金             | 176          | 176          | 176          | 176          | <b>盈利能力</b>       |              |              |              |              |
| 未分配利润             | 395          | 577          | 805          | 1,109        | 毛利率               | 54.0%        | 58.9%        | 59.4%        | 60.6%        |
| 少数股东权益            | 3            | 3            | 3            | 3            | 营业利润率             | 32.4%        | 37.9%        | 37.9%        | 38.9%        |
| 所有者权益合计           | 844          | 1,049        | 1,304        | 1,646        | 三项费用/营收           | 18.2%        | 17.1%        | 16.8%        | 16.8%        |
| 负债和所有者权益          | 1,513        | 1,754        | 1,985        | 2,397        | EBIT/销售收入         | 0.0%         | 40.2%        | 39.5%        | 39.9%        |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | 净利率               | 23.4%        | 27.5%        | 27.6%        | 28.4%        |
| 净利润               | 138          | 218          | 277          | 370          | ROE               | 16.3%        | 20.8%        | 21.2%        | 22.5%        |
| 折旧与摊销             | 88           | 57           | 67           | 82           | <b>营运能力</b>       |              |              |              |              |
| 财务费用              | 24           | 21           | 18           | 15           | 总资产周转率            | 38.8%        | 45.2%        | 50.5%        | 54.3%        |
| 存货的减少             | -7           | -15          | -22          | -28          | <b>资产结构</b>       |              |              |              |              |
| 营运资本变化            | -132         | -47          | -32          | -51          | 资产负债率             | 44.2%        | 40.2%        | 34.3%        | 31.4%        |
| 其他非现金部分           | 7            | 0            | 0            | 0            | <b>现金流量质量</b>     |              |              |              |              |
| 经营活动现金净流量         | 117          | 235          | 309          | 387          | 经营净现金流/净利润        | 0.85         | 1.08         | 1.11         | 1.05         |
| 投资活动现金净流量         | -84          | -117         | -176         | -264         | <b>每股数据 (元/股)</b> |              |              |              |              |
| 筹资活动现金净流量         | -62          | -35          | -118         | -43          | 每股收益              | 0.57         | 0.91         | 1.15         | 1.54         |
| 现金流量净额            | -29          | 83           | 15           | 80           | 每股净资产             | 3.52         | 4.37         | 5.43         | 6.86         |

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

## 分析师简介

徐鹏：华鑫证券研究员，工学硕士，2013 年 6 月加盟华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐   | >15%              |
| 2 | 审慎推荐 | 5%—15%            |
| 3 | 中性   | (-) 5%— (+) 5%    |
| 4 | 减持   | (-) 15%— (-) 5%   |
| 5 | 回避   | < (-) 15%         |

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数     |
| 2 | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平    |
| 3 | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数     |

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见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任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>