

**证券研究报告—动态报告**

基础化工

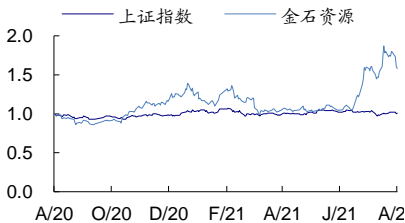
化学原料

**金石资源(603505)**
**买入**

2021年半年度报告点评

(维持评级)

2021年08月19日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	312/309
总市值/流通(百万元)	9,065/9,001
上证综指/深圳成指	3,485/14,454
12个月最高/最低(元)	34.95/19.11

**相关研究报告:**

《金石资源-603505-2020年半年报业绩点评:短期业绩承压,长期价值不变》——2020-08-03

《金石资源-603505-2019年年报点评:公司连续三年业绩高速增长,何以致远?》——2020-04-28

《金石资源-603505-动态点评:含氟新材料研究系列之一:萤石核心资源储量第一,奠定龙头地位》——2020-04-15

**证券分析师: 杨林**

电话: 010-88005379

E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

**联系人: 张玮航**

电话: 021-61761041

E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

**证券分析师: 刘子栋**

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

**证券分析师: 薛聪**

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**财报点评**
**业绩符合预期,萤石有望进入上行周期**
**● 精粉、块矿持续放量, Q2 业绩符合预期, 维持“买入”评级**

8月18日晚,公司公布《2021年半年度报告》: 2021H1, 公司实现营业收入为4.17亿元, 同比增长28.69%; 归母净利润1.00亿元, 同比增长10.95%; 归母扣非净利1.01亿元, 同比增长29.32%, 基本每股收益0.33元。其中, 2021Q2, 公司单季度实现营业收入2.48亿元, 同比增长22.26%; 归母净利润0.58亿元, 同比增长3.00%。本期公司产品价格同比小幅回落, 而公司积极开拓北方市场, 提高了酸级精粉和高品位块矿的产销量, 实现了高效运营。我们看好公司将巩固萤石行业巨头地位, 预测公司2021-2023年归母净利润分别为2.51、3.95、5.03亿元; EPS分别0.81、1.27、1.61元/股; 对应PE分别36.1、22.9、18.0倍, 维持公司“买入”评级。

**● 产销量稳步提升、维持高毛利率, 持续巩固资源储量及规模优势**

2021H1, 公司酸级精粉产销量分别为11.99万吨和11.93万吨, 分别同比增加21.11%和13.94%; 高品位块矿产销量分别为6.76万吨和7.11万吨, 分别同比增加41.72%和142.66%。兰溪金昌20万吨/年采选改扩建项目于2020年下半年投产, 庄村矿业与翔振矿业收购后已进行改造, 并且开拓了翔振矿业在北方的销售市场。2021H1公司产销量均上升, 进一步稳固了“坐拥华东, 辐射全国”的布局。此外, 公司快速推进包钢金石项目, 中试产品指标已满足阶段性目标, 后续将接收包钢股份原萤石生产线, 并投入厂房车间及正式生产线的建设。未来公司资源储量、规模优势将更加凸显。

**● 2021H1 萤石价格阶段性承压, 萤石及氟化工需求前景仍然广阔**

据百川盈孚数据, 2021年1-8月, 97%萤石精粉均价为2570元/吨, 同比下降6.72%; 截至2021年8月18日, 97%精粉价格为2450元/吨, 较年初小幅下降1.69%, 同比下降5.15%。短期内受下游制冷剂影响, 萤石价格承压, 待年底传统停产季和制冷剂生产旺季到来, 萤石价格仍有望上涨。长期来看, 除传统需求外, 新能源、储能、光伏等行业有望带动萤石需求增长。据我们测算, 2021-2023年, 全球用于锂电池电解液的六氟磷酸锂对萤石精粉需求将分别达到16.94/24.56/34.24万吨, 国内PVDF对萤石精粉需求将分别达到13.32/15.98/19.18万吨, 我们看好萤石及氟化工需求前景仍然广阔。

**● 风险提示:**

下游需求不及预期; 新项目投产进度低于预期; 产品价格大幅下滑等。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	809	879	917	1,294	1,598
(+/-%)	37.6%	8.7%	4.2%	41.2%	23.5%
净利润(百万元)	222	238	251	395	503
(+/-%)	61.6%	7.0%	5.5%	57.3%	27.3%
每股收益(元)	0.93	0.99	0.81	1.27	1.61
EBIT Margin	40.8%	37.7%	37.1%	41.1%	42.0%
净资产收益率(ROE)	22.2%	22.0%	20.1%	26.1%	27.1%
市盈率(PE)	31.4	29.3	36.1	22.9	18.0
EV/EBITDA	17.4	17.1	22.9	15.7	12.8
市净率(PB)	6.98	6.46	7.25	5.98	4.89

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## Q2 实现高效运营，业绩符合预期，维持“买入”评级

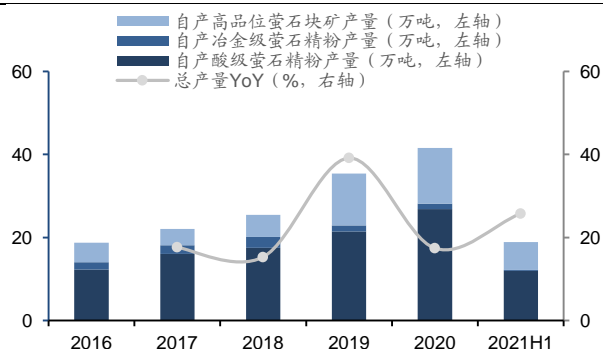
2021年8月18日晚，公司公布《2021年半年度报告》。2021H1，公司实现营业收入为4.17亿元，同比增长28.69%；归母净利润1.00亿元，同比增长10.95%；归母扣非净利润1.01亿元，同比增长29.32%，基本每股收益0.33元。其中，2021Q2，公司单季度实现营业收入2.48亿元，同比增长22.26%；归母净利润0.58亿元，同比增长3.00%。本期公司产品价格同比小幅回落，公司积极开拓北方市场，提高了酸级精粉和高品位块矿的产销量，实现了高效运营。

公司目前已有采矿规模达117万吨/年，在产矿山8座，选矿厂6家，随着所有矿山和选矿厂建设和改造的陆续完成，公司萤石产量将处于全国的绝对领先地位，对未来国内和国际萤石市场的价格有较大的影响力。从单个矿山的生产规模看，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。其中翔振矿业经改造后的预处理项目，为未来在周边整合或收购原矿进行选矿加工处理留下较大空间。另外，随着公司在稀土共伴生萤石资源回收领域产能的逐步释放，规模优势将更加凸显。我们看好公司将进一步巩固萤石行业巨头地位、进一步稳固“坐拥华东，辐射全国”的布局，预测公司2021-2023年归母净利润分别为2.51、3.95、5.03亿元；EPS分别为0.81、1.27、1.61元/股；对应PE分别为36.1、22.9、18.0倍，维持“买入”评级。

## 产销量稳步提升，维持高毛利率，持续巩固资源储量及规模优势

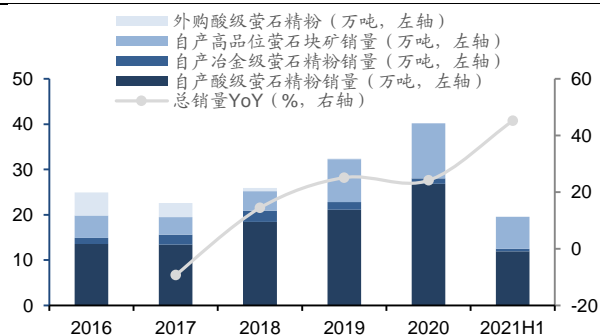
2021H1，公司酸级精粉产销量分别为11.99万吨和11.93万吨，分别同比增加21.11%和13.94%；高品位块矿产销量分别为6.76万吨和7.11万吨，分别同比增加41.72%和142.66%，酸级精粉和高品位块矿产销量同比增长的原因为兰溪金昌20万吨/年采选改扩建项目于2020年下半年投产，庄村矿业与翔振矿业收购后已于2020年进行改造，并且开拓了翔振矿业在北方的销售市场；冶金级精粉产销量分别为0.18万吨和0.53万吨，产量同比下降52.63%，销量同比增长562.50%，冶金级精粉为公司试生产时的副产品，随着公司改扩建项目纷纷开始正常生产，冶金级精粉产量下降。

图 1：酸级精粉和高品位块矿产量持续增长



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

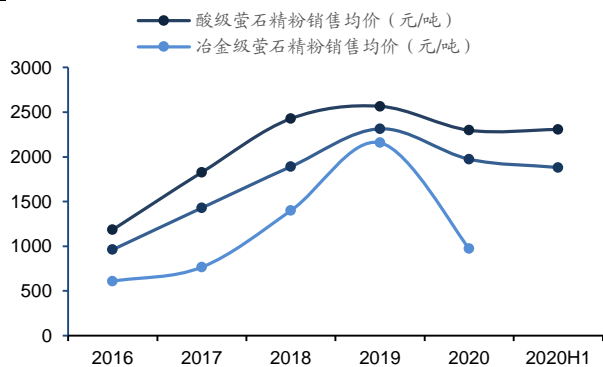
图 2：酸级精粉和高品位块矿销量持续增长



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

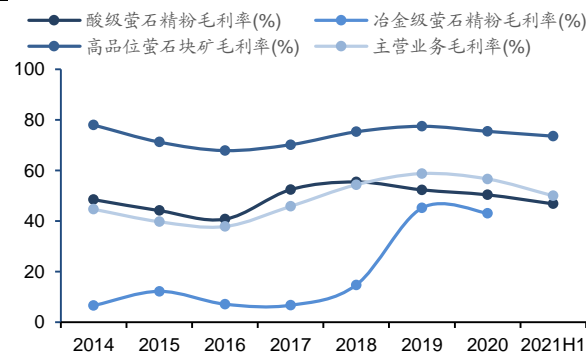
公司产品销售均价小幅下降，而仍保持了较高毛利率水平。2021H1，公司酸级精粉和高品位块矿销售均价分别为 2307 元/吨和 1881 元/吨，较 2020H1 出现下降，主要原因为萤石市场价格同比下滑，同时公司增加了翔振矿业在北方的块矿销量，北方萤石价格低于南方，导致公司销售均价下降。产品毛利率方面，2021H1，公司酸级精粉和高品位块矿毛利率分别为 46.77%和 73.52%，主营业务毛利率为 49.96%，2020H1 酸级精粉和高品位块矿毛利率分别为 48.64%和 77.15%，2021H1 毛利率下降原因为销售均价同比小幅下降，受益于平均成本下降，整体毛利率仍维持高位。

图 3: 萤石价格小幅下降



数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司各产品毛利率较高



数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

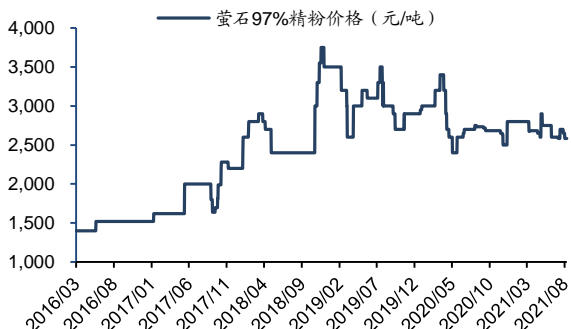
### 2021H1 萤石价格小幅下跌，新能源、半导体、新材料等行业快速发展将长期对萤石需求形成支撑

**复盘萤石价格走势:** 2020 年初，由于寒冷天气以及春节来临，全国萤石企业纷纷停车检修，随后受疫情影响，萤石企业复工延迟，截至 2020 年 2 月行业开工率仅 13%，且库存处于低位，供给较为紧张，2020 年 3 月，97%精粉价格涨至 3333 元/吨，同比上涨 22.72%；2020 年 3 月底，萤石企业开工逐渐恢复，而随着海外疫情加重，氢氟酸、制冷剂、空调生产及销售受到影响，对萤石需求减少，97%精粉价格于 2020 年 5 月跌入低点 2283 元/吨，同比下降 18.46%。**2020 年 6 月起**，伴随天气炎热，制冷剂内贸需求启动，氟化铝开工同样有上行预期，2020 年 7 月底，97%精粉价格回升至 2617 元/吨；**2020 年四季度**，制冷剂生产进入淡季，萤石需求出现下滑，同时氢氟酸价格位于低位，对高价萤石较为抵触，2020 年 12 月底，97%精粉价格小幅下滑至 2492 元/吨；**2021 年初**，气温下降，萤石企业进入传统停车检修，华北地区出现大规模停车，华东地区萤石装置负荷低位，市场供应减量；制冷剂产品因反倾销事件影响，出口订单提前，需求好转下氢氟酸价格上涨，带动萤石价格跟涨，2021 年 2 月底，97%精粉价格升至 2700 元/吨，萤石价格维持稳定；**2021 年 4 月**，萤石企业开工率提升明显，但江西、福建部分氢氟酸企业减产，氢氟酸开工率降低，同时氟化铝价格持续下跌，氟化铝实施减产保价，对萤石需求减少，97%精粉价格于 2021 年 4 月底开始下跌；**2021 年 5-6 月**，氢氟酸开工率上升后再次下降，氟化铝价格继续下跌，氟化铝停车企业暂停复工，萤石价格受需求影响，于 2021 年 6 月底下滑至 2450 元/吨。

近期，**供给端**，个别萤石企业降负生产或停车，另外在环保、安监等政策影响下，安徽广德、河南信阳等地区较多企业关停，7 月行业开工率为 35.84%，较 6 月小幅下降，截至 8 月 13 日，工厂库存为 12.52 万吨，较 2021 年 4 月库存

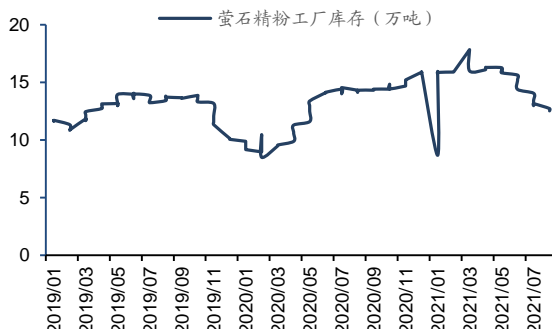
降低 20%以上；需求端，空调生产开始进入淡季，制冷剂开工率下降，部分 4 月开始停产的氟化铝企业复产。供需均有所下滑，价格维持平稳，截至 8 月 18 日，97%精粉价格仍为 2450 元/吨。

图 5: 长期来看，萤石价格仍处于高位



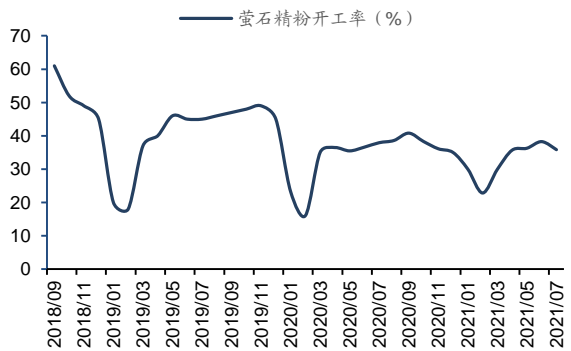
数据来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 6: 萤石库存减少



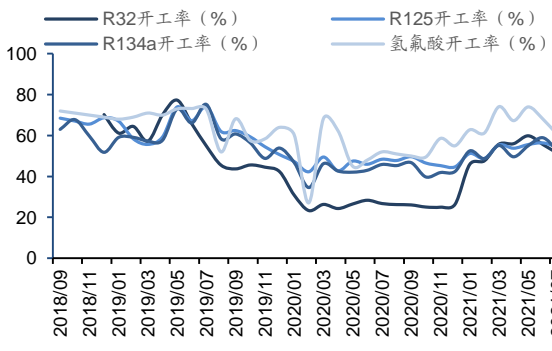
数据来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 7: 萤石精粉开工率略降



数据来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

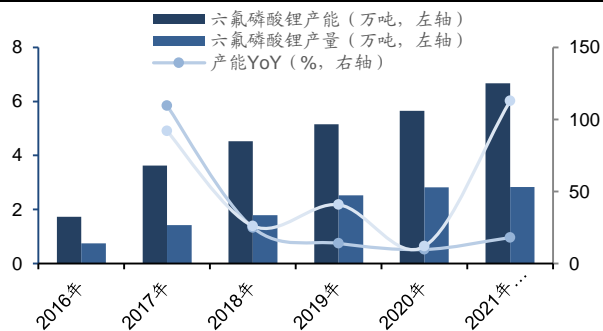
图 8: 制冷剂、氢氟酸开工率较 2020 年上升



数据来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

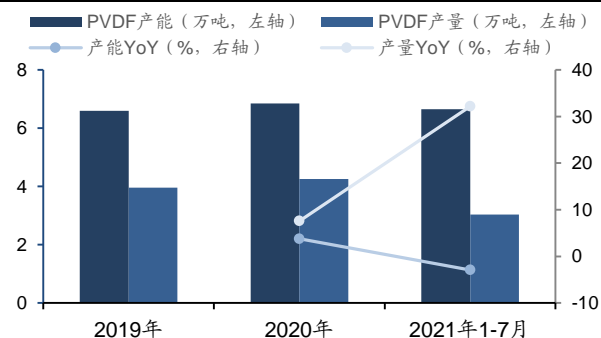
**新能源快速发展，对萤石需求增长。**短期受下游制冷剂影响，萤石价格短期承压。待年底萤石传统停产季节和制冷剂旺季到来，萤石价格仍有望上涨。**长期来看**，制冷剂作为萤石传统的主要下游，在房地产后周期，有望保持稳定增长；除传统领域外，新能源汽车、储能、光伏等行业有望带动萤石需求增长，六氟磷酸锂主要作为锂电池的电解液材料，PVDF 在锂电池正极粘结剂、隔膜涂层、光伏背膜等均有应用。根据我们的测算，2021-2023 年，全球用于锂电池电解液的六氟磷酸锂对萤石精粉需求将分别达到 16.94/24.56/34.24 万吨，国内 PVDF 对萤石精粉需求将分别达到 13.32/15.98/19.18 万吨，我们看好新能源、半导体、新材料行业快速发展，将长期对萤石需求形成支撑。伴随未来几年在高性能、高附加值氟产品等应用领域的不断深入，我国氟化工产业快速发展的势头有望延续。

图 9: 六氟磷酸锂产量大幅增长



数据来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 10: PVDF 产量大幅增长



数据来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

### 与包钢展开合作, 积极开发伴生矿资源

公司与包钢、永和等公司合资设立内蒙古包钢金石选矿有限公司(后简称“包钢金石”)和内蒙古金鄂博氟化工有限公司。公司持有包钢金石 43% 股份, 该公司负责开发包钢白云鄂博矿石中的萤石资源、尾矿中的萤石资源及白云鄂博矿山围岩等未被利用的萤石矿资源, 规划总处理原矿规模 610 万吨/年, 生产萤石粉约 80 万吨/年; 公司持有内蒙古金鄂博氟化工有限公司 51% 股份, 该公司负责生产高性能氢氟酸产品、氟化铝等产品。两家公司按“选-化一体化”整体运作, 此外, 根据发展需要, 各方将建设精细氟化工生产线。白云鄂博矿是我国重要的铁、稀土、铌共生矿, 并伴生约 1.3 亿吨的萤石资源, 本项目建设期为 7 年。

**公司快速推进包钢金石项目。**包钢金石已完成工商注册登记, 各出资方首期注册资本金均按期到位, 公司派出选矿及管理核心团队进驻包钢金石, 于 2021 年 3 月底开建“选矿中试线一线”, 于 5 月 1 日带料试车, 7 月 1 日已基本建成选矿中试线二线, 7 月 14 日带料试车, 中试产品指标已满足阶段性目标, 后续将接收包钢股份原萤石生产线, 并投入厂房车间及正式生产线的建设。内蒙古金鄂博氟化工有限责任公司筹备小组即将成立, 还需进行选址比较, 完成可行性研究, 搭建氟化工公司框架。**此项目为萤石伴生矿开采的重大突破, 未来公司将有望进一步大幅扩张萤石产能, 并向氟化工下游领域延伸。**

**投资建议: 维持“买入”评级。**公司作为萤石行业龙头, 拥有行业内最大的单一型矿山资源储量、开采和加工规模, 并在伴生矿开采领域取得了突破性进展。未来, 公司将继续通过收购矿山、开发伴生型矿山扩大自身储量及产能, 并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.51、3.95、5.03 亿元; EPS 分别为 0.81、1.27、1.61 元/股; 对应 PE 分别为 36.1、22.9、18.0 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示: 下游需求不及预期; 新项目投产进度低于预期; 产品价格大幅下滑等。**

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	275	351	498	735	营业收入	879	917	1294	1598
应收款项	90	94	133	164	营业成本	381	416	540	654
存货净额	98	124	167	201	营业税金及附加	37	37	52	65
其他流动资产	197	181	255	329	销售费用	53	58	81	99
<b>流动资产合计</b>	<b>661</b>	<b>750</b>	<b>1054</b>	<b>1430</b>	管理费用	76	66	89	109
固定资产	830	945	1017	1083	财务费用	28	(5)	3	(2)
无形资产及其他	462	454	445	437	投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)
投资性房地产	11	11	11	11	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(9)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1965</b>	<b>2160</b>	<b>2528</b>	<b>2962</b>	营业利润	294	345	529	673
短期借款及交易性金融负债	369	400	410	420	营业外净收支	(2)	(2)	(3)	(3)
应付款项	106	101	135	167	<b>利润总额</b>	<b>291</b>	<b>343</b>	<b>526</b>	<b>670</b>
其他流动负债	143	138	188	232	所得税费用	45	82	116	148
<b>流动负债合计</b>	<b>617</b>	<b>639</b>	<b>734</b>	<b>819</b>	少数股东损益	8	10	15	19
长期借款及应付债券	167	167	167	167	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>238</b>	<b>251</b>	<b>395</b>	<b>503</b>
其他长期负债	76	74	72	70					
<b>长期负债合计</b>	<b>243</b>	<b>241</b>	<b>239</b>	<b>237</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>860</b>	<b>880</b>	<b>973</b>	<b>1056</b>	净利润	238	251	395	503
少数股东权益	23	29	39	52	资产减值准备	(0)	0	0	0
股东权益	1081	1250	1516	1854	折旧摊销	127	94	106	117
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1965</b>	<b>2160</b>	<b>2528</b>	<b>2962</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	28	(5)	3	(2)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(96)	(25)	(74)	(66)
每股收益	0.99	0.81	1.27	1.61	其它	5	6	10	13
每股红利	0.40	0.26	0.42	0.53	<b>经营活动现金流</b>	<b>274</b>	<b>327</b>	<b>437</b>	<b>567</b>
每股净资产	4.51	4.01	4.86	5.95	资本开支	(116)	(200)	(170)	(175)
ROIC	19%	15%	22%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	22%	20%	26%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(116)</b>	<b>(200)</b>	<b>(170)</b>	<b>(175)</b>
毛利率	57%	55%	58%	59%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	38%	37%	41%	42%	负债净变化	20	0	0	0
EBITDA Margin	52%	47%	49%	49%	支付股利、利息	(95)	(82)	(129)	(165)
收入增长	9%	4%	41%	23%	其它融资现金流	47	31	10	10
净利润增长率	7%	6%	57%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(104)</b>	<b>(51)</b>	<b>(119)</b>	<b>(155)</b>
资产负债率	45%	42%	40%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>54</b>	<b>75</b>	<b>148</b>	<b>237</b>
息率	1.4%	1.2%	1.9%	2.4%	货币资金的期初余额	221	275	351	498
P/E	29.3	36.1	22.9	18.0	货币资金的期末余额	275	351	498	735
P/B	6.5	7.3	6.0	4.9	企业自由现金流	195	128	277	399
EV/EBITDA	17.1	22.9	15.7	12.8	权益自由现金流	262	163	285	411

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032