

金石资源 (603505.SH)

公司快报

萤石价格坚挺，包头项目推动业绩增长

投资要点

◆ **事件：**金石资源发布2024半年报，2024H1实现营收11.19亿元，同比增长100.20%；归母净利润1.68亿元，同比增长32.54%；扣非归母净利润1.69亿元，同比增长34.01%；毛利率26.53%，同比减少21.53pct。其中2024Q2，实现营收6.71亿元，同比增长71.67%，环比增长49.66%；归母净利润1.07亿元，同比增长16.57%，环比增长76.87%；扣非归母净利润1.08亿元，同比增长16.26%，环比增长76.42%；毛利率30.48%，同比下降19.00pct，环比提升9.87pct。

◆ **包头项目贡献主要业绩增量。**分板块看，2024H1公司萤石矿收入6.63亿元，毛利率44.31%；无水氟化氢收入4.22亿元，毛利率0.39%；锂云母矿收入0.18亿元，毛利率12.82%。公司业绩增长得益于包头项目爬坡起量，2024H1包钢金石3条选矿生产线共生产萤石精粉25.28万吨，由金鄂博公司对外销售8.39万吨；金鄂博氟化工共建有8条无水氢氟酸生产线以及3条氟化铝柔性化生产线，氟化铝生产线进行了设备调试但尚未出产品，生产无水氟化氢5.26万吨，销售无水氟化氢约4.9万吨，去年同期金鄂博氟化工尚未投产。随着金鄂博氟化工逐步投产，无水氟化氢销售收入以及对外销售包钢金石萤石粉的贸易收入共6.39亿元(上年同期910.68万元)，金鄂博氟化工和包钢金石共实现归母净利润5915万元(上年同期为203万元)，包头选化一体项目有力拉动了公司业绩增长。锂云母方面，江西金岭生产锂云母精矿1.76万吨，销售锂云母精矿0.74万吨，期末锂云母精矿库存3.91万吨。

◆ **常山金石停产影响自产萤石，安全环保高压下萤石价格坚挺。**控股子公司常山金石现场检查因事故隐患自5月1日起停产，经复查认证8月8日才恢复生产。受此影响，公司自产萤石出现下降。2024H1自产萤石精矿营业收入4.55亿元，较上年同期略有下降；单一萤石矿山产品共生产萤石精矿产品约18.31万吨，较上年同期减少2.21万吨；销售自产萤石精矿产品15.93万吨，同比减少3.54万吨。萤石需求特别是萤石精粉的下游需求有一定的季节性，每年六、七月份处于年内淡季，九、十月份后迎来需求旺季。今年淡季价格总体能维持在3500-3700元/吨左右的单价，整体比较坚挺，侧面印证了矿山在安全环保检查的持续高压下，萤石的供给端偏紧。随着旺季逐步来临，后续萤石价格有望走高。

◆ **夯实资源规模和产业链优势。**我国单一型萤石矿探明的可利用资源仅为8000万吨矿物量左右，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，且全部属于单一型萤石矿。公司单一萤石矿山的采矿证规模为112万吨/年，在产矿山8座，选矿厂7家，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。随着公司在内蒙古“选化一体”铁稀土共伴生萤石资源回收项目规模化产能的释放，以及下游年产30万吨AHF/氟化铝柔性化项目的逐步建成投产，规模优势更加凸显。2024年公司计划单一萤石矿山生产各类萤石产品40万-50万吨，包头项目生产萤石粉50万-60万吨、无水氟化氢15万-20万吨，江西金岭生产锂云母精矿7万-9万吨。

基础化工 | 氟化工III

投资评级

买入-B(首次)

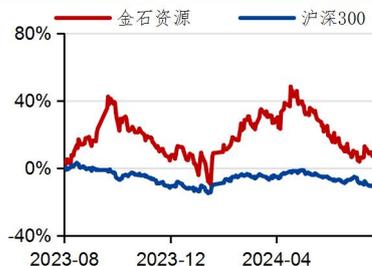
股价(2024-08-16)

24.24元

交易数据

总市值(百万元)	14,659.68
流通市值(百万元)	14,659.68
总股本(百万股)	604.77
流通股本(百万股)	604.77
12个月价格区间	34.55/22.50

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.47	-17.8	8.77
绝对收益	-7.45	-26.83	-2.81

分析师

骆红永

 SAC执业证书编号：S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.com

相关报告



- ◆ **开发蒙古国资源，推进全球化布局。**公司1月中旬公告，拟与合作方共同投资开发蒙古国萤石资源项目。公司拟以1.34亿元取得蒙古国明利达名下矿权等资产67%权益，并按此股比投入4020-6700万元进行后续项目建设投资。预计2024年，该项目可生产高品位原矿初选矿产品约15万吨，计划直接销售或运抵国内进一步深加工成精粉后进行销售。公司看好本项目及周边邻接矿权远景资源储量，将对本项目边生产、边改造，同步扩增相邻资源，以期在1-2年内逐步实现年产折合高品位萤石块矿、酸级萤石精粉20万-30万吨的萤石产品，并力争3-5年内达到年产折合50万吨萤石产品的目标。截止目前公司蒙古国项目的境外投资事项ODI（对外直接投资）手续已办理完毕，标的采矿权转让事项已获蒙古国矿产资源和石油局（即“MRPAM”）审批通过，取得了持有人系CM Kings的采矿许可证。后续公司将加快预处理项目建设，推进矿山原矿开采工作，并以目前矿山为基础，对周边及蒙古重要萤石矿成矿区进行调查，同步扩增相邻资源，为进一步扩张整合打好基础，争取萤石国际贸易主动权。
- ◆ **投资建议：**金石资源为国内萤石龙头，资源+技术两翼驱动，资源规模优势突出，不断向下游氟化工和新能源延伸，包头和蒙古国项目带来增量，萤石在安全环保严监管背景下价格坚挺，逐步进入旺季价格有望上行。预计公司2024-2026年收入分别为28.44/39.83/51.98亿元，同比增长50.0%/40.1%/30.5%，归母净利润分别为4.70/7.48/9.69亿元，同比增长34.7%/59.1%/29.5%，对应PE分别为31.2x/19.6x/15.1x；首次覆盖，给予“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示：**需求不及预期；价格大幅波动；产销不及预期；项目进度不确定性；安全环保风险。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,050	1,896	2,844	3,983	5,198
YoY(%)	0.7	80.5	50.0	40.1	30.5
归母净利润(百万元)	222	349	470	748	969
YoY(%)	-9.2	56.9	34.7	59.1	29.5
毛利率(%)	44.4	34.6	32.9	33.9	33.2
EPS(摊薄/元)	0.37	0.58	0.78	1.24	1.60
ROE(%)	14.0	17.8	20.2	25.4	25.6
P/E(倍)	65.9	42.0	31.2	19.6	15.1
P/B(倍)	10.8	9.0	7.6	5.8	4.4
净利率(%)	21.2	18.4	16.5	18.8	18.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

萤石精矿：自产萤石产销维持，包钢金石爬坡并由金鄂博部分外销，蒙古国项目贡献增量，价格和毛利率稳步提升，预计 2024-2026 年收入分别为 20.50/27.47/33.29 亿元，毛利率分别为 43.17%/45.65%/46.86%。

无水氟化氢：金鄂博氟化工项目爬坡产销提升，当前价格已近行业成本线后续有望企稳回升，预计 2024-2026 年收入分别为 7.20/10.98/16.65 亿元，毛利率分别为 5.56%/7.10%/8.11%。

锂云母精矿：锂云母精矿跟随碳酸锂价格自 2023 年下半年持续回落，子公司江西金岭产能释放稳步推进成本优化，预计 2024-2026 年收入分别为 0.46/1.10/1.76 亿元，毛利率分别为 11.30%/11.82%/13.64%。

表 1：公司业务分拆和预测

金石资源	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计					
收入（百万元）	1050.14	1895.88	2843.84	3983.09	5197.84
YoY (%)	0.66%	80.54%	50.00%	40.06%	30.50%
毛利率 (%)	44.43%	34.58%	32.86%	33.88%	33.16%
萤石精矿					
收入（百万元）	1036.39	1514.63	2050.00	2747.25	3329.00
YoY (%)	1.51%	46.14%	35.35%	34.01%	21.18%
毛利率 (%)	44.61%	38.25%	43.17%	45.65%	46.86%
无水氟化氢					
收入（百万元）		258.69	720.00	1098.00	1665.00
YoY (%)			178.33%	52.50%	51.64%
毛利率 (%)		5.20%	5.56%	7.10%	8.11%
锂云母精矿					
收入（百万元）		94.72	46.00	110.00	176.00
YoY (%)			-51.44%	139.13%	60.00%
毛利率 (%)		61.63%	11.30%	11.82%	13.64%
其他					
收入（百万元）	13.75	27.84	27.84	27.84	27.84
YoY (%)	-38.15%	102.44%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	30.69%	15.85%	15.85%	15.85%	15.85%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、估值对比

萤石为氟化工上游，我们选择氟化工行业巨化股份、昊华科技、中欣氟材作为可比公司，2024-2026 可比公司平均 PE 分别为 25.9x/19.1x/15.2x，金石资源对应 PE 分别为

31.2x/19.6x/15.1x。金石资源坐拥优质萤石资源，包头选化一体项目陆续爬坡贡献业绩，蒙古国萤石项目带来增量，萤石价格坚挺旺季有望上行，当前估值较有吸引力。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600160.SH	巨化股份	17.81	481	0.98	1.32	1.65	18.1	13.5	10.8
600378.SH	昊华科技	27.29	303	0.92	1.09	1.27	29.6	25.1	21.5
002915.SZ	中欣氟材	9.48	31	0.32	0.51	0.71	30.0	18.7	13.4
平均值							25.9	19.1	15.2
603505.SH	金石资源	24.24	147	0.78	1.24	1.60	31.2	19.6	15.1

资料来源：数据截止 2024 年 8 月 18 日，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

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)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	818	1616	1720	1938	2421	营业收入	1050	1896	2844	3983	5198
现金	292	231	284	398	708	营业成本	584	1240	1909	2633	3474
应收票据及应收账款	167	284	315	349	421	营业税金及附加	39	47	80	104	130
预付账款	12	20	29	39	49	营业费用	6	8	17	20	21
存货	123	444	449	509	594	管理费用	99	116	202	259	327
其他流动资产	224	638	643	643	649	研发费用	34	49	77	104	130
非流动资产	2241	3397	4032	4568	5175	财务费用	31	35	54	51	38
长期投资	89	189	319	379	459	资产减值损失	-0	-15	-43	-40	-52
固定资产	799	1709	2103	2428	2752	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	523	573	592	595	606	投资净收益	5	64	129	160	180
其他非流动资产	830	926	1018	1165	1359	营业利润	282	456	592	932	1205
资产总计	3059	5014	5752	6506	7596	营业外收入	3	4	2	3	3
流动负债	858	1797	2032	2055	2238	营业外支出	10	9	7	8	8
短期借款	404	581	689	592	581	利润总额	275	450	587	926	1199
应付票据及应付账款	302	824	836	863	874	所得税	53	74	97	153	198
其他流动负债	152	392	507	600	782	税后利润	222	376	490	773	1001
非流动负债	614	1102	1297	1406	1456	少数股东损益	-1	27	20	26	32
长期借款	549	1044	1239	1348	1398	归属母公司净利润	222	349	470	748	969
其他非流动负债	65	58	58	58	58	EBITDA	472	727	903	1315	1655
负债合计	1472	2899	3329	3461	3694	主要财务比率					
少数股东权益	233	482	501	527	559	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	435	605	605	605	605	成长能力					
资本公积	85	65	65	65	65	营业收入(%)	0.7	80.5	50.0	40.1	30.5
留存收益	967	1076	1320	1777	2342	营业利润(%)	-8.0	61.5	29.9	57.6	29.2
归属母公司股东权益	1353	1633	1922	2519	3344	归属于母公司净利润(%)	-9.2	56.9	34.7	59.1	29.5
负债和股东权益	3059	5014	5752	6506	7596	获利能力					
						毛利率(%)	44.4	34.6	32.9	33.9	33.2
						净利率(%)	21.2	18.4	16.5	18.8	18.6
						ROE(%)	14.0	17.8	20.2	25.4	25.6
						ROIC(%)	11.1	12.9	13.0	17.0	17.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	48.1	57.8	57.9	53.2	48.6
						流动比率	1.0	0.9	0.8	0.9	1.1
						速动比率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
						应收账款周转率	6.4	8.4	9.5	12.0	13.5
						应付账款周转率	2.7	2.2	2.3	3.1	4.0
						估值比率					
						P/E	65.9	42.0	31.2	19.6	15.1
						P/B	10.8	9.0	7.6	5.8	4.4
						EV/EBITDA	33.1	23.1	19.0	13.1	10.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn