

投资评级 **买入** 维持

萤石资源第一股，量价齐升大幅增厚业绩

股票数据

1月9日收盘价 (元)	12.78
52周股价波动 (元)	10.86-25.18
总股本/流通 A 股 (亿)	2.4/1.12
总市值/流通市值 (亿)	30.67/14.32

投资要点:

- **萤石行业龙头，产储量国内领先：**公司为萤石行业唯一上市公司，拥有较强的资金实力和先发优势，保有萤石资源储量 2700 万吨，年采矿规模 102 万吨，产储量均处于国内领先地位。公司主要矿产区均位于浙江、内蒙等氟化工产业基地，区位优势极强，产成品萤石精粉长期供应巨化股份、东岳集团等氟化工企业，建立了稳定的客户关系。
- **产能逐步释放，打开公司成长空间：**2018-2020 年公司旗下常山岩前萤石矿及苏莫查干敖包萤石矿分阶段投产，两大矿山均以盈利水平较高的酸级萤石精粉为主要产品，投产后公司的酸级萤石精粉产量将极大提升，预计从 2017 年的 13.38 万吨提升至 2020 年的 31 万吨。
- **萤石体现稀缺性，价格大幅上涨增厚业绩：**萤石属于国家战略性矿产资源，行业产出实施总量控制。2017 年以来环保因素导致行业产能出清，开工率及产量均出现下行，与此同时下游产品氢氟酸需求仍稳定增长，供需缺口的拉大导致萤石价格出现快速上涨。2018 年四季度酸级萤石精粉价格从 2500 元/吨快速上升至 3600 元/吨的历史高位，公司单季度毛利率提升 10 个百分点，单季度利润预计达到 5000 万元以上。
- **盈利预测与评级：**假设 2019 年萤石全年均价和 2018 年下半年持平，即不含税价 2516 元/吨，预计公司 2018-2019 年分别实现营业收入 5.27 亿元、6.95 亿元，同比增长 40%、32%，实现归母净利润 1.22 亿元、1.77 亿元，同比增速 58%、45%，产品量价齐升为公司带来充沛的成长性。预计 2018-2019 年公司 EPS 分别为 0.51、0.74 元，对应 PE 25 倍、17 倍。给予买入评级。
- **催化剂：**业绩预告，萤石价格上涨，公司新产能投产
- **风险提示：**安全事故，产能投放不及预期，萤石价格下滑

分析师:麦浩明
Tel:18998532338
Email:mai hm3@foxmail.com

一、萤石行业龙头，产储量国内领先

金石资源设立于 2001 年，于 2017 年上市，一直以来专注于萤石矿产资源的投资和开发，以及萤石产品的生产和销售，是行业唯一的上市公司。公司目前已成为中国萤石行业中拥有资源储量、开采加工规模最大的企业，截至 2018 年中报，公司保有萤石资源储量近 2700 万吨，占全国可采储量的 1/4，对应矿物量约 1300 万吨，采矿规模 102 万吨。公司共拥有在产矿山 7 座，其中 6 座为年产 10 万吨以上的大型萤石矿，大型矿数量位居全国第一。

表 1：公司矿产资源

子公司	矿山	产能
正中精选	坑口萤石矿	矿石 10 万吨
	处坞萤石矿	矿石 5 万吨
龙泉硃矿	八都萤石矿	矿石 12 万吨
大金庄矿业	横坑坪萤石矿	矿石 15 万吨
兰溪金昌	岭坑山萤石矿	矿石 15 万吨
紫晶矿业	常山岩前萤石矿	矿石 30 万吨，折算精粉+块矿 10.8 万吨。2018 年投产，2019 年满产
内蒙翔振矿业	苏莫查干敖包萤石矿	矿石 15 万吨，折算精粉+块矿 6.67 万吨。2017 年收购，2019 年完成技改
江山金菱	甘坞口萤石矿	探矿过程中，未开发，储量 314 万吨

公司主要产品为酸级萤石精粉、高品位萤石块矿及冶金级萤石精粉。其中酸级萤石精粉是主要的业绩贡献点，占公司营收和毛利的 70% 以上。氟化钙为萤石的主要成分，是自然界中氟元素存在的主要方式，是氟化工行业重要的基础原料。酸级萤石精粉氟化钙含量高达 97% 以上，主要作为氟化工原料，用于生产氢氟酸、氟化铝等，进一步应用于制冷剂、精细化工、电解铝的生产；萤石块矿及冶金级萤石精粉氟化钙含量在 65%-75% 左右，主要用于炼钢。

公司主要在产矿山均位于浙江境内，邻近周边氟化工产业基地，公司出产的酸级萤石精粉主要销售给巨化股份、东岳集团、三美化工、杭颜化工、中萤集团等下游氟化工企业，并与主要客户签订了战略合作协议；块矿及冶金级萤石精粉主要销售给中间加工企业，最终销售给金属冶炼企业。2017 年公司共生产酸级萤石精粉 13.38 万吨、高品位萤石块矿 3.87 万吨、冶金级萤石精粉 2.21 万吨，三种产品合计产量 22.07 万吨、销量 19.46 万吨，实现营业收入 3.78 亿元，同比增长 33%，实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 54%。2018 年公司发展再进一步，子公司紫晶矿业旗下常山岩前萤石矿投产并开始贡献收入，前三季度公司产品产量共 18 万吨，实现营业收入 3.68 亿元，同比增长 54%，实现归母净利润 0.71 亿元，同比增长 45%。

二、新产能逐步释放，打开公司成长空间

2018-2020 年公司的产能增量来自于岩前萤石矿和苏莫查干敖包萤石矿两大矿山。其中常山岩前萤石矿为 IPO 募投项目，为全国近 20 年来查明的第一大单一萤石矿，可采年限 30 年，矿石产能 30 万吨，折算酸级萤石精粉 10.8 万吨。岩前萤石矿已在 2017 年转固，2018 年投产，上半年产量 2.4 万吨，目前已实现正常生产，预计 2019 年能够实现满产 10.8 万吨酸级萤石精粉，同比增量约 5.4 万吨左右。苏莫查干敖包萤石矿为公司于 2017 年 12 月收购内蒙翔振矿业 95% 股权所获得，矿山剩余可采储量 512 万吨，年产能矿石 15 万吨，折算精粉 6.67 万吨，主要满足东岳集团等北方氟化工的需求。翔振矿业仍在技改过程中，乐观情况下 2019 年 7-8 月开始投产。**两大矿山均以盈利水平较高的酸级萤石精粉为主要产品，投产后公司的酸级萤石精粉产量将从 2017 年的 13.38 万吨提升至 2020 年的 31 万吨，顺利实现跨越式发展。**另外

公司还储备了甘坞口萤石矿，储量 314 万吨，仍处于探矿过程中。

结合公司前三季度生产情况和全年产量目标，预计 2018 年公司将出产并销售萤石产品共 24 万吨，较 2017 年 22 万吨增长 10%，2019 年将实现萤石产品销量约 30 万吨。公司前期通过贸易产品预留出一定的市场空间，后期将自产产品替代外采产品有利于新产能的平滑消化。

三、产能出清致萤石价格大涨，大幅增厚公司业绩

2017 年以来，萤石行业因环保因素不断有产能关停退出，而下游氢氟酸和制冷剂行业需求稳定，导致萤石供需关系失衡，价格开始出现上涨。目前氢氟酸年产量 165 万吨，1 吨氢氟酸消耗萤石精粉 2.3 吨，氢氟酸占萤石需求的 50%，占酸级精粉的需求 70%以上，是萤石下游最核心的需求。

表 2：萤石供需反向变动

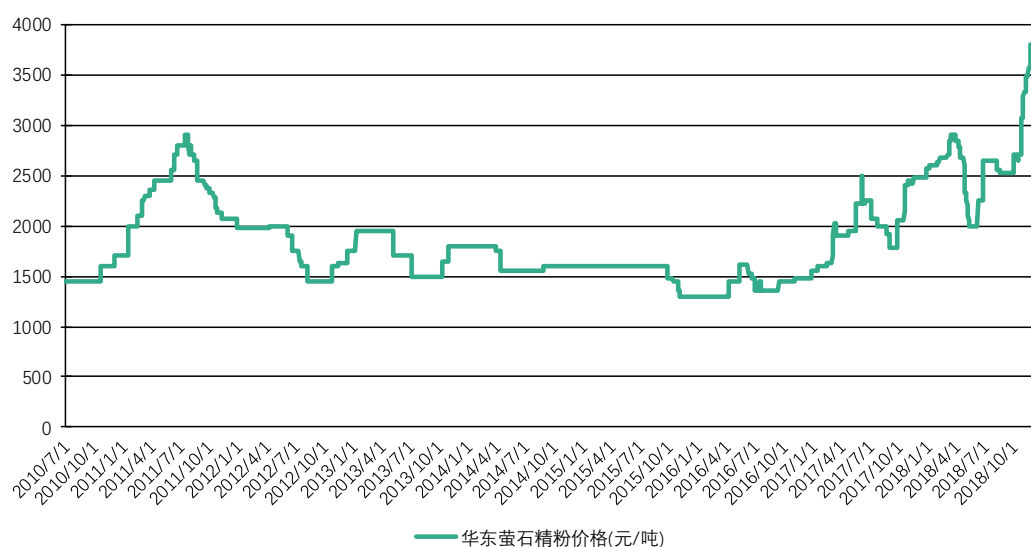
萤石产量(万吨)	9月	10月	11月	12月
2016	42	52	47	33
2017	36	31	33	32
2018	39	31	26	28
萤石开工率				
2016	60%	70%	70%	50%
2017	60%	55%	55%	50%
2018	63%	51%	47%	45%
氢氟酸产量(万吨)				
2016	10.4	11.11	11.23	11.28
2017	8.67	9.94	11.81	12.41
2018	13.99	14.06	14.02	13.16

2018 年 9 月以来，氢氟酸产量维持在 13-14 万吨的水平，较 2016、2017 年均有 3-5 万吨的增量，但同期萤石的产量不增反降，开工率从 60%以上快速下滑至 50%以下。供需关系的错配导致萤石价格快速上涨，**2018 年四季度 97%冶金级萤石精粉脱离 2000 元/吨的历史平均价格，最高上涨至 3600 元/吨的历史高位。**

产品价格上涨带来金石资源第四季度 10 个百分点的毛利率提升，以酸级 97%萤石精粉不含税价来看，2018H1 均价 2147 元/吨，萤石精粉产品毛利率 53%，公司整体综合毛利率 49%；2018Q3 均价 2206 元/吨，萤石精粉产品毛利率 52%，公司整体综合毛利率 52%；2018Q4 均价 2879 元/吨，产品毛利率 63%，公司整体综合毛利率 61%。2018 年下半年产品均价 2516 元/吨，产品毛利率 58%，公司毛利率 57%；2018 年全年均价 2348 元/吨，产品毛利率 54%，公司整体综合毛利率 54%。毛利率的计算引用了 2018 年下半年公司成本上升的假设，根据财务模型，下半年产品成本较上半年约上升 5%。

进入 2019 年 1 月以后萤石价格仍维持在高位，历年一季度北方矿山都处于停工状态，市场以消耗库存为主，产品价格波动不大，后续产品价格波动需观察 3 月以后矿山复工情况。2010 年国土资源部即发布了萤石矿的总量控制通知，对萤石的开采和生产实施严格管理。影响萤石销售成本的主要因素包括折旧、运费、员工薪酬等，随着矿业权价格的上涨、浙江内蒙福建主矿区的充分开发，新的进入者将面临更高的折旧和运输成本。综合考虑资源壁垒和资金壁垒，预计未来萤石产能将保持稳定，不会出现产量的快速增加，萤石价格有望维持在较高水平。

图 1：萤石价格上涨至 3600 元/吨的历史高位



2019 年 4 月 18 日公司将披露 2018 年年报，并计划在 1 月底之前公告业绩预告，可以推断 2018 年全年业绩增长应在 50% 以上。管理费用和财务费用的上升侵蚀了公司部分利润，其中管理费用的增加来自职工薪酬的增加、内蒙翔振的并表和停工费用；财务费用的增加来自利息费用的上涨，2018 年三季度财务费用从前期的 400-500 万元增加至 1466 万元，后续需要进一步关注。

保守假设 2019 年萤石全年均价和 2018 年下半年持平，即不含税价 2516 元/吨，则预计公司 2018-2019 年分别实现营业收入 5.27 亿元、6.95 亿元，同比增长 40%、32%，实现归母净利润 1.22 亿元、1.77 亿元，同比增速 58%、45%，产品量价齐升为公司带来充沛的成长性。预计 2018-2019 年公司 EPS 分别为 0.51、0.74 元，对应 PE 25 倍、17 倍。

表 3：公司主要指标

主要指标	2016	2017	2018E	2019E
营业收入(百万元)	283.4	377.6	527.1	695.2
增长率(%)	29.5	33.2	39.6	31.9
EBITDA (百万元)	109.7	155.0	242.4	327.8
净利润 (百万元)	50.2	77.1	122.0	176.9
增长率(%)	44.9	53.6	58.2	44.9
EPS (元/股)	0.28	0.32	0.51	0.74
市盈率 (P/E)	60.8	39.6	25.0	17.2
市净率 (P/B)	6.5	4.2	3.8	3.3
市销率 (P/S)	10.8	8.1	5.8	4.4
EV/EBITDA	--	33.4	14.1	10.1

表 4：资产负债表

单位:百万元	2016	2017	2018E	2019E
货币资金	21.52	80.55	105.42	139.05
应收账款	23.52	74.26	101.43	130.31
预付账款	25.51	6.46	65.36	16.37
存货	21.49	45.02	50.29	11.84
其他	28.40	89.29	106.70	143.77
流动资产合计	120.43	295.60	429.20	441.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00

固定资产	318.39	552.37	633.38	654.15
在建工程	231.35	74.90	62.45	78.71
无形资产	287.09	282.40	356.07	398.28
其他	20.47	24.15	25.53	25.43
非流动资产合计	857.30	933.82	1077.44	1156.57
资产总计	977.73	1229.42	1506.64	1597.91
短期借款	268.50	299.22	475.73	403.93
应付账款	52.22	78.10	85.30	117.71
其他	38.35	40.94	46.19	50.90
流动负债合计	359.07	418.26	607.22	572.53
长期借款	60.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	87.81	82.11	85.02	85.02
非流动负债合计	147.81	82.11	85.02	85.02
负债合计	506.88	500.37	692.24	657.55
少数股东权益	2.49	2.46	3.94	6.09
股本	180.00	240.00	240.00	240.00
资本公积	54.66	175.70	175.70	175.70
留存收益	286.89	485.04	570.46	694.27
其他	-53.19	-174.15	-175.70	-175.70
股东权益合计	470.85	729.04	814.40	940.35
负债和股东权益总计	977.73	1229.42	1506.64	1597.91

表 5: 利润表

单位:百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	283.36	377.57	527.09	695.23
营业成本	178.07	205.66	245.09	304.51
营业税金及附加	6.91	12.59	12.49	18.88
营业费用	10.75	21.74	34.26	45.19
管理费用	21.24	28.87	42.17	55.62
财务费用	11.30	13.99	25.39	28.34
资产减值损失	0.07	2.93	3.00	4.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-11.30	0.00	0.00
营业利润	55.01	103.08	164.69	238.69
营业外收入	13.15	0.11	0.00	0.00
营业外支出	3.53	0.28	0.00	0.00
利润总额	64.63	102.92	164.69	238.69
所得税	14.47	25.85	41.17	59.67
净利润	50.17	77.07	123.51	179.02
少数股东损益	-0.03	-0.05	1.48	2.15
归属于母公司净利润	50.20	77.11	122.03	176.87
每股收益 (元)	0.28	0.32	0.51	0.74

表 6: 现金流量表

单位:百万元	2016	2017	2018E	2019E
--------	------	------	-------	-------

净利润	50.17	77.07	122.03	176.87
折旧摊销	43.34	49.26	52.29	60.76
财务费用	11.19	13.67	25.39	28.34
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-64.13	-138.93	-103.15	67.09
其它	14.05	-5.52	1.48	2.15
经营活动现金流	54.62	-4.45	98.04	335.22
资本支出	168.53	127.75	191.61	140.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-287.09	-187.83	-386.13	-280.00
投资活动现金流	-118.56	-60.07	-194.52	-140.00
债权融资	355.97	299.22	484.11	403.93
股权融资	-10.74	167.12	-26.94	-28.34
其他	-296.15	-347.71	-335.83	-537.17
筹资活动现金流	49.08	118.64	121.34	-161.59
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-14.86	54.12	24.86	33.63

表 7: 财务比率

	2016	2017	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	29%	33%	40%	32%
营业利润	42%	87%	60%	45%
归属于母公司净利润	45%	54%	58%	45%
获利能力				
毛利率	37%	46%	54%	56%
净利率	18%	20%	23%	25%
ROE	11%	11%	15%	19%
ROIC	8%	11%	15%	17%
偿债能力				
资产负债率	52%	41%	46%	41%
净负债率	25%	18%	15%	11%
流动比率	34%	71%	71%	77%
速动比率	28%	60%	62%	75%
营运能力				
应收账款周转率	11.84	7.72	6.00	6.00
存货周转率	12.04	11.35	11.06	22.38
总资产周转率	0.30	0.34	0.39	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.32	0.51	0.74
每股经营现金流	0.23	-0.02	0.41	1.40
每股净资产	1.95	3.03	3.38	3.89
估值比率				
市盈率	60.77	39.56	25.00	17.25
市净率	6.51	4.20	3.76	3.27
EV/EBITDA	--	33.45	14.06	10.05