

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学原料

金石资源 (603505)

增持

含氟新材料研究系列之一

(首次评级)

2020 年 04 月 15 日

萤石核心资源储量第一，奠定龙头地位

证券分析师：商艾华

shangaihua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519090001

证券分析师：龚诚

010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

事项：

公司不断加码萤石资源品布局，加速全行业整合。

国信化工观点：

(1) 公司萤石保有量全国第一，规模和品质行业领先。公司目前是中国萤石行业拥有资源储量最大的企业，同时也是萤石开采行业唯一的上市公司，公司萤石保有资源储量约 2700 万吨矿石量中，对应矿物量约 1300 万吨，且全部属于单一型萤石矿。目前我国单一型萤石矿探明的可利用资源仅为 6000 万吨矿物量左右，公司占比约 20%，位居行业第一。

(2) 公司并购整合规模再上新台阶，继续领跑全行业。并购整合是目前萤石行业发展主途径，公司自上市持续扩大资源储量和产能规模。公司成立以来专注于国家战略性矿产萤石矿的投资和开发，在发展的过程中一直伴随着收购兼并，不断做大做强。目前在产矿山 7 座、选矿厂 5 座，公司未来萤石产量将处于全国绝对领先地位。

(3) 萤石下游产品深加工附加值提高，PTFE 伴随 5G 高速发展。萤石主要应用于新能源、新材料等战略性新兴产业及国防、军事、核工业等领域，具有不可替代的战略地位。氟化工产业链中，随着产品加工深度增加，产品的附加值和利润率成几何级数增长。其中氢氟酸作为含氟材料的起点，下游最直接且主要的应用是氟烷烃。制冷剂正在经历迭代，对氢氟酸需求量更大。PTFE 产品高端定制化逐渐成为未来趋势，随着我国 5G 基站的大量增长，配套线缆、新刷电路板对高端 PTFE 材料需求将大幅上升。

(4) 投资建议：公司作为一家国内专注于主业的资源型公司，在萤石行业中拥有占比绝对高的资源储量、开采及加工规模。恰逢国家产业政策强调萤石行业作为战略性矿产要有序开发，鼓励行业收购兼并，龙头做大做强，下游新材料、新能源等行业需求蓬勃发展，公司迎来发展良机，未来收入规模及利润体量将保持较快速度增长。我们预计公司 2019~2021 年营收 7.95/10.73/15.49 亿，归母净利润 2.37/3.22/4.95 亿，EPS 为 0.99/1.34/2.06，目前股价对应 2020 年 PE 16 倍，给予“增持”评级。

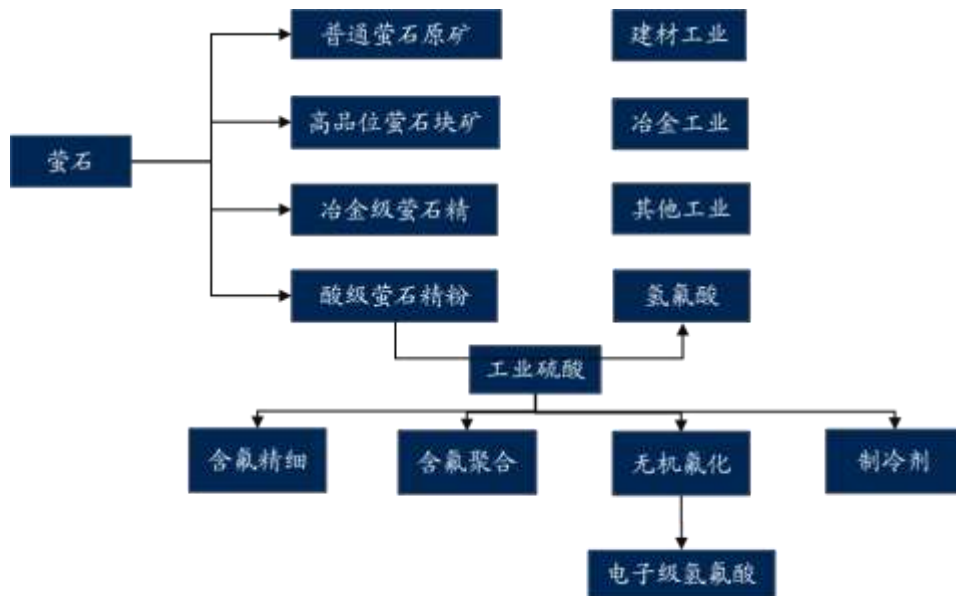
风险提示：

- (1) 我国经济增长不及预期的风险，以及受全球经济增速不及预期的风险。
- (2) 公司作为矿业公司，原有产能安全生产及新增产能建设受不可抗力等原因导致建设进展大幅低于预期的风险。
- (3) 公司 2018 年依赖通过收购兼并以及与资源富集省设立分公司方式扩大储量及产能规模，可能面临人员磨合的风险。
- (4) 下游主要产品氢氟酸价格波动风险。

评论:

公司是国内专门从事萤石投资开发及萤石产品生产销售龙头公司。目前是中国萤石行业拥有资源储量、开采及生产加工规模最大的企业，同时也是萤石行业唯一的上市公司。公司具有明显的资源储量优势，目前保有萤石矿物量资源 1300 万吨，且全部为单一型萤石矿，行业占比超过 20%。

图 1：公司重要主业在产业链中的位置



资料来源：国信证券经济研究所整理

■ 萤石矿产战略价值突出

萤石矿产被誉为“第二稀土”，战略价值显著。萤石主要成分氟化钙（ CaF_2 ），是目前唯一可以大量提供氟元素的矿物，下游除了传统的化工、冶金等领域外，还被广泛应用于新能源、新材料等战略性新兴产业，在国防、军事、核工业等关键的国家命脉领域发挥重要作用，是与稀土类似的世界级稀缺资源。

图 2：典型的萤石实物图



资料来源：国信证券经济研究所整理

萤石具有不可再生性，它的用途广泛且重要。全球各国，尤其是发达国家对萤石列为战略物资，实行保护性开采，以进口为主的政策，我国 2016 年将萤石资源列入全国四大重要战略性非金属矿产资源，近年来其战略意义与宝贵资源属性日益凸显。关键转折点为 2010 年 1 月国务院办公厅下发的《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》，并制定了保护性开发的产业政策，即对萤石的勘查、开采、生产采取统一规划、总量控制、合理开发、综合利用的政策，主要针对治理行业长期出现的乱采滥挖的情况及萤石行业企业规模普遍偏小、偏分散的现状，提高行业准入门槛，鼓励萤石资源向优势企业集中，良性发展。2016 年《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》将萤石列入“战略性矿产名录”。

表 1：国家发布一系列行业政策

发布政策时间	政策内容
2010 年 1 月	国务院办公厅出台《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》国办发（2010）1 号。
2010 年 2 月	工信部等七部委公布《萤石行业准入标准》公告（工联原（2010）87 号）。
2010 年 5 月	国土资源部下发《2010 年高铝粘土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》，其中：萤石块矿 471 万吨，萤石粉 244 万吨，原矿开采总量为 1100 万吨。这事国家第一次对萤石矿实行开采总量控制管理。
2010 年 6 月	财政部、国家税务总局联合下达《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，两部委将萤石资源税由原来的 3 元/吨调整为 20 元/吨。
2011 年 5 月	国土资源部下发《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》，其中，总矿石量控制指标为 1050 吨，下达各省总量为 1000 万吨，预留 50 万吨机动指标，总量比 2010 年下降 50 万吨。
2012 年 10 月	工业和信息化部公布《萤石行业准入标准》生产线名单（第一批），公布企业年均处理量约为 75.3 万吨（按全年生产 300d 计算）。
2013 年 6 月	工业和信息化部拟公告的符合萤石行业准入标准生产线名单（第二批），公布企业年均处理量约为 147.6 万吨（按全年生产 300d 计算）。
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）
2016 年 11 月	《全国矿产资源规划 2016-2020 年》
2016 年 12 月	《萤石行业准入标准》生产线名单（第三批）
2019 年 1 月	《萤石行业规范条件（征求意见稿）》

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我国萤石储量约占全球的 14%，但是产量占比超 60%，储采比仅为 12 年。全球 40 多个国家发现了具有工业价值的萤石矿床，根据美国地质调查局 2016 年的统计，截至 2015 年，全球查明的萤石资源矿物量约 5 亿吨，查明储量约 2.5 亿吨矿物量。其中，南非、墨西哥、中国和蒙古萤石储量列前四位，可开采储量占到全球的 50% 左右，中国萤石资源杂质含量较低，开采条件较好开发价值较高，在全球萤石资源中地位明显。根据我国国土资源部的统计，我国预测的萤石资源储量约有 9.5 亿吨，截至 2015 年我国查明的保有萤石资源储量约 2.21 亿吨，采选难度较高、经济性较差的伴（共）生资源储量 1.15 吨左右，因此可适合生产高品质酸级萤石精粉的萤石资源十分有限。我国萤石资源虽然储量较大，但是开发价值较高的单一型萤石矿的可利用资源储量仅为 6000 万吨左右。

表 2：2018 年世界各主要萤石生产国萤石产量及储量（万吨）

国家	储量（万吨）	储量占比（%）
墨西哥	6800	21.94%
中国	4200	13.55%
南非	4100	13.23%
蒙古	2200	7.10%
西班牙	600	1.94%
越南	500	1.61%
英国	400	1.29%
美国	400	1.29%
泰国	360	1.16%
伊朗	340	1.10%
巴西	150	0.48%
摩洛哥	46	0.15%
其他国家	11000	35.48%
总计	31096	100%

资料来源：USGS（美国地质勘探局）、国信证券经济研究所整理

近十年来，尽管我国的萤石可开采储量仅占全球的 10-13% 左右，但是我国的萤石精粉的产量一直占全球的 50% 以上，

近几年产量占比已经超过 60%。2001-2011 年，全球萤石产量总体呈现增长的态势，达到近几年最高峰 908 万吨，2011-2016 年，全球萤石产量呈波动下降的趋势，2018 年全球萤石产量 580 万吨，据美国地质勘探局统计，2018 年中国萤石产量 350 万吨，与另一萤石主产国墨西哥共同占全球总产量的 80%。

我国储采比仅为 12，远低于全球水平。2011 年以来，全球萤石储采比（储采比又称回采率或回采比，是指年末剩余储量除以当年产量得出剩余储量）总体呈现先下降再上升的趋势，2018 年全球萤石储采比 53.4，可开采年限为 53 年左右。

■ 公司萤石保有量全国第一，规模和品质行业领先

萤石矿可以分为：“伴生型/共生型”萤石矿和“单一型”萤石矿两类。“伴生型/共生型”萤石矿随其它主要矿物开采而被回收利用，主要用于生产冶金级萤石精粉；单一型萤石矿床的矿石组成以萤石、石英为主，这类矿石生产的酸级萤石精粉可应用于传统化工领域、新能源、新材料等战略性新兴产业。

公司专注于国家战略性矿产资源萤石矿的投资和开发，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。

表 3：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：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司矿产资源主要集中在浙江及内蒙古主要矿带上。我国共有萤石矿区 700 余个，主要集中在 4 个矿产带：北部区域（内蒙古）、中部区域（河南、湖北、湖南）、东部区域（集中在福建、浙江、江西和安徽）、西南地区（主要集中在云南、贵州及四川南部）。其中，内蒙古、浙江、江西和湖南萤石资源储量合计占 70% 以上。

根据国土资源部颁布的《矿山生产建设规模分类一览表》，萤石矿山生产建设大于等于 10 万吨矿石/年的为大型矿山。5-10 万吨矿石/年的为中型矿山，小于 5 万吨矿石/年的为小型矿山。公司具有很强的资源优势，萤石保有资源储量约 2700 万吨矿石量中，对应矿物量约 1300 万吨，且全部属于单一型萤石矿。根据行业专家分析，目前我国单一型萤石矿探明的可利用资源仅为 6000 万吨矿物量左右，公司占比约 20%，位居行业第一。我国的单一型萤石的大部分矿床储量只有数

万吨至数十万吨，90%以上是采矿能力在3万吨/年以下的小矿，公司拥有10万吨/年规模的大型矿山6座，勘查程度较高、高级别储量占比较大，规模优势明显。其中，岩前萤石矿是我国今年发现的资源储量最大、设计开采规模最大的单一型萤石矿。

■ 公司并购整合规模再上新台阶，继续领跑全行业

并购整合是目前萤石行业发展主途径，公司自上市持续扩大资源储量和产能规模。我国萤石资源分布相对集中，但是萤石企业“小、散、乱”的特点十分明显。公司2001年设立以来，专注于国家战略性矿产资环萤石矿的投资和开发，公司在发展的过程中一直伴随着收购兼并，不断做大做强。2017年5月成功登陆资本市场，成为国内A股上市的唯一一家上市公司，拥有多种融资途径，凭借多年积累的行业影响力和龙头地位，公司加快进行全国萤石资源的整合。

图3：公司发展历程



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

国家制定了保护性开发的产业政策，即对萤石的勘查、开采、生产采取统一规划、总量控制、合理开发、综合利用的政策，主要针对治理行业长期出现的乱采滥挖的情况及萤石行业企业规模普遍偏小、偏分散的现状，提高行业准入门槛，鼓励萤石资源向优势企业集中，良性发展。行业发展至今，以萤石产品作为主业的上市公司目前仅有金石资源一家。

我们看到公司上市之初（截至2013年11月30日）萤石保有资源储量为2173万吨矿石量，对应矿物量941万吨。公司拥有6个采矿权，已拥有的采矿证生产规模87万吨/年，5个探矿权：2个处于普查阶段，1个处于详查阶段，2个处于勘探阶段。公司上市之后积极布局优质资源，截至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，采矿规模102万吨，且全部属于单一型萤石矿。在产矿山7座、选矿厂5座（另有1座兰溪金昌选矿厂在建），公司未来萤石产量将处于全国绝对领先地位，对国内和国际萤石市场的价格拥有较大的影响力。

表4：公司资源及产能变化情况

上市之初（2013年11月30日）						截至最新（2019年6月30日）					
资源储量	矿物量	产能	在产矿山	探矿权	选矿厂	资源储量	矿物量	产能	在产矿山	探矿权	选矿厂
万吨	万吨	万吨/年	个	个	个	万吨	万吨	万吨/年	个	个	个
2173	941	87	6	5	3（另建一个）	2700	1300	102	7	4	5（另建一个）

资料来源：

表5：公司外延收购情况

名称	位置	时间	采矿规模（万吨）	储量（万吨）	股权	进度	产品	备注
翔振矿业	内蒙古	2018年1月	15	-	95%	五六月份逐步调试及试生产	高品位萤石块矿、酸级萤石精粉	股权收购
内蒙古金石实业	内蒙古额济纳旗	2018年11月	潜在储量较大	-	-	2019年3月取得营业执照，调查摸底	-	与当地政府投资设立
庄村矿业	宁国市	2019年12月4日	5	115.57	80%	-	-	股权收购，2020年底完成投改

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

虽然，公司的优质萤石资源占全国单一型萤石矿约20%，稳居行业第一。但是与含氟产业链的下游应用型上市公司的市场影响力、品牌影响力、产品的价格影响力等方面相比要小的多。我们通过对萤石产业链及下游氟化工行业的上市公司2019Q3市值水平、收入规模、利润体量、人员规模等数据，可以明显的看到金石资源作为含氟材料上游原材料龙头，以上各项指标相比下游制品类公司的要小的多。

我们分析这与萤石资源长期乱采滥采缺乏管理和治理,导致行业发展缓慢有关,随着国家对萤石的相关政策的持续加码,不断提高萤石开采门槛,尤其随着国家在 2016 年《全国矿产资源规划(2016-2020 年)》将萤石列入“战略性矿产名录”。萤石作为战略性矿产,矿产的合理开发和利用已经逐渐成为行业的必然发展方向,矿产资源供给较之前出现收缩,低价竞争将减少,需求端对价格的影响成为主导因素。因此,我们认为产业政策的深远影响,首先是强化了萤石的资源品的战略属性,提高全行业将萤石矿作为不可再生的资源品的认识高度,最重要的是近几年随着下游新材料及新能源应用的蓬勃发展,下游需求市场不断打开,萤石矿的价格将逐步回归价值,含氟材料产业链的利润分配将逐步向合理的方向发展,为萤石龙头公司的营收规模和利润体量打开上升空间。

表 6: 萤石产业链上市公司情况(2019 年 Q3)

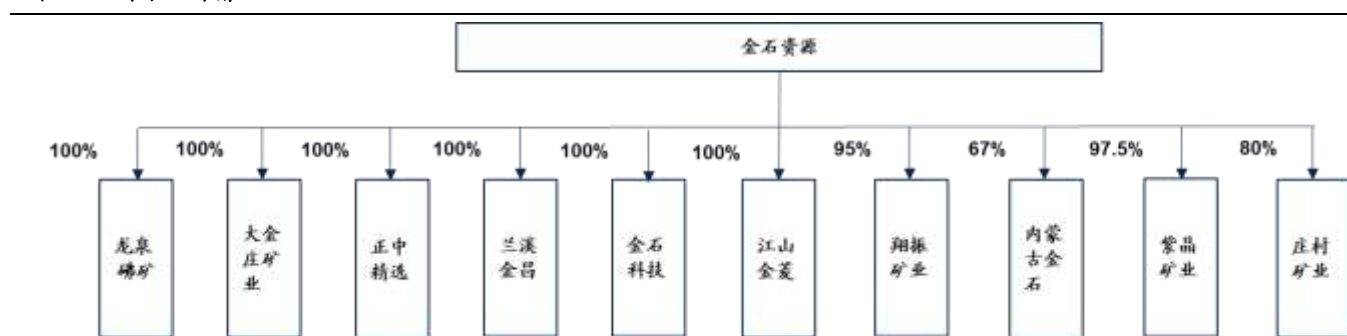
代码	公司	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	PE	ROE(%)	营收(亿元)	净利润 (亿元)	销售毛利 率(%)	销售净利 率(%)	经营活动现金流量净 额/营收(%)	员工总数
600378.SH	昊华科技	8.97	166.32	20.41	6.15	33.30	3.42	10.28	28.58	10.92	6,752
600160.SH	巨化股份	27.45	193.26	13.90	6.97	113.11	9.11	8.05	17.22	11.15	6,620
603379.SH	三美股份	4.36	134.83	15.76	16.56	31.26	6.13	19.62	32.49	19.26	1,654
603505.SH	金石资源	2.40	51.60	22.20	18.37	5.44	1.67	30.76	61.78	34.95	715

资料来源: Wind、国信证券研究所整理

■ 公司营收情况及核心下游应用分析

公司心无旁骛专注主业。公司所处的萤石行业经历了环保、安全、划定生态红线等各项举措的落实阶段,行业整体在供给方面难有新增产能,而下游需求依然旺盛,行业景气度持续提升。公司 2019 年 H1 显示上半年实现营业收入 3.58 亿,同比增长 62.77%,净利润 1.11 亿元,同比增长 160.67%。收入及利润全部来源于酸级萤石精粉、高品位萤石块矿、冶金级萤石精粉。

随着兰溪金昌 20 万吨选矿项目建设完毕投入生产,以及翔振矿业、庄村矿业技改完成,新增产能将使公司萤石产量未来持续增长,2018 年年报中披露公司 2019 年计划生产各类萤石产品 35 万吨-45 万吨。

图 4: 公司子公司情况


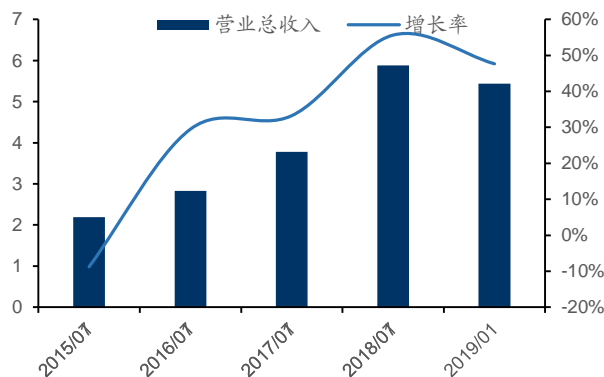
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 7: 2017-2019 年 H1 公司主要产品产销量情况(单位: 万吨)

时间	项目	酸级萤石精粉	高品位萤石块矿	冶金级萤石精粉	外购酸级萤石精粉	合计
2019 年 1-6 月	产量	9.78	4.57	0.08		14.43
	销量	9.11	4.52	0.5		14.25
2018 年 1-6 月	产量	7.44	1.71	1.84		10.99
	销量	7.48	1.53	2.08		11.09
2018 年	产量	17.54	5.32	2.59		25.45
	销量	18.44	4.27	2.49	0.69	25.89
2017 年	产量	16.06	3.93	2.08		22.07
	销量	13.38	3.87	2.21		22.62

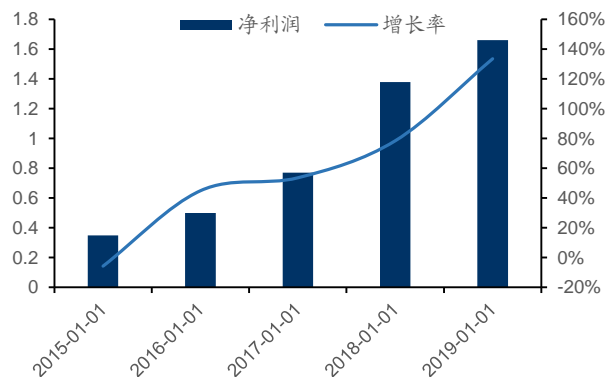
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司 2015-2019H1 年营收及趋势(亿元)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司 2015-2019H1 年净利润及趋势(亿元)

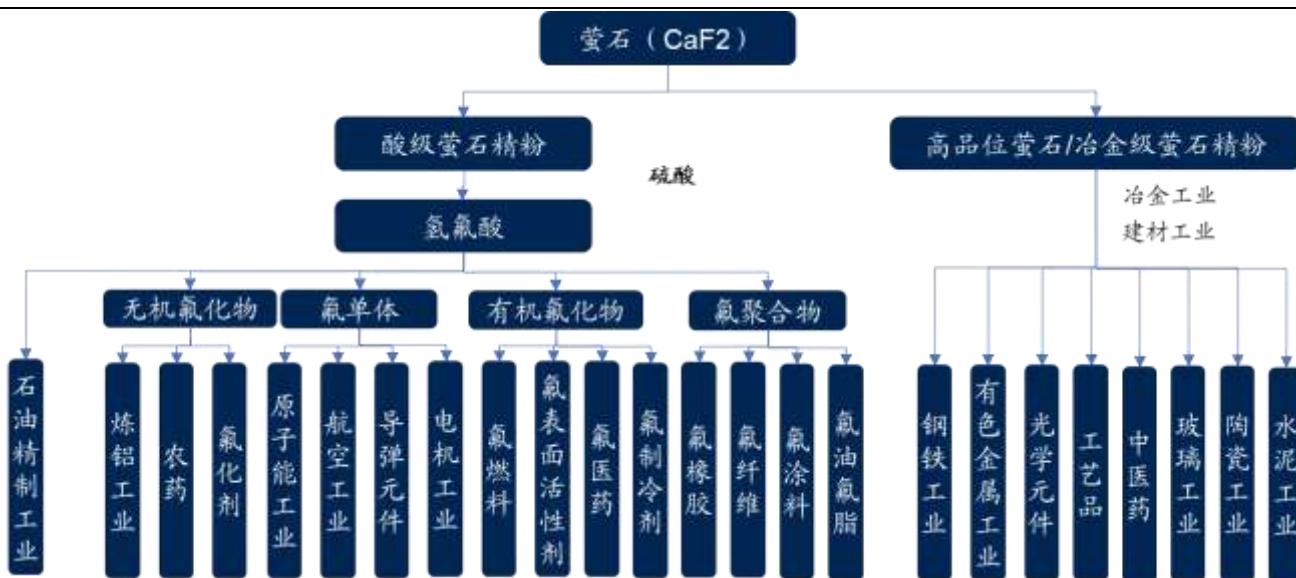


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

1、萤石作为含氟材料起点，新能源、新材料等战略新兴产业有望异军突起

萤石作为现代工业的重要矿物原料，主要应用于新能源、新材料等战略性新兴产业及国防、军事、核工业等领域，具有不可替代的战略地位。氟化工的产业链最上游是氢氟酸、甲烷氯化物等基础化工品，下游包括以 R134a/R410a 为代表的 ODS 替代物、以 PTFE/PVDF 等为代表的氟聚合，以及种类繁多的含氟中间体和精细化学品。其中 R22 是成熟的制冷剂产品，又是下游多种产品的中间体。国内萤石下游需求中，约 70% 用于氢氟酸的生产，传统的钢铁、建材等行业需求占 30%。氢氟酸作为萤石下游主要应用，主要用于制冷剂、新能源、新材料、国防、航空航天等领域原材料的含氟聚合物、含氟中间体和电子级氢氟酸等。随着我国新能源、新材料等战略新兴产业的异军突起，我国有望凭借萤石资源原材料优势，奠定含氟材料的发展优势。

图 7: 萤石下游需求广泛，70% 用于氢氟酸及下游产业



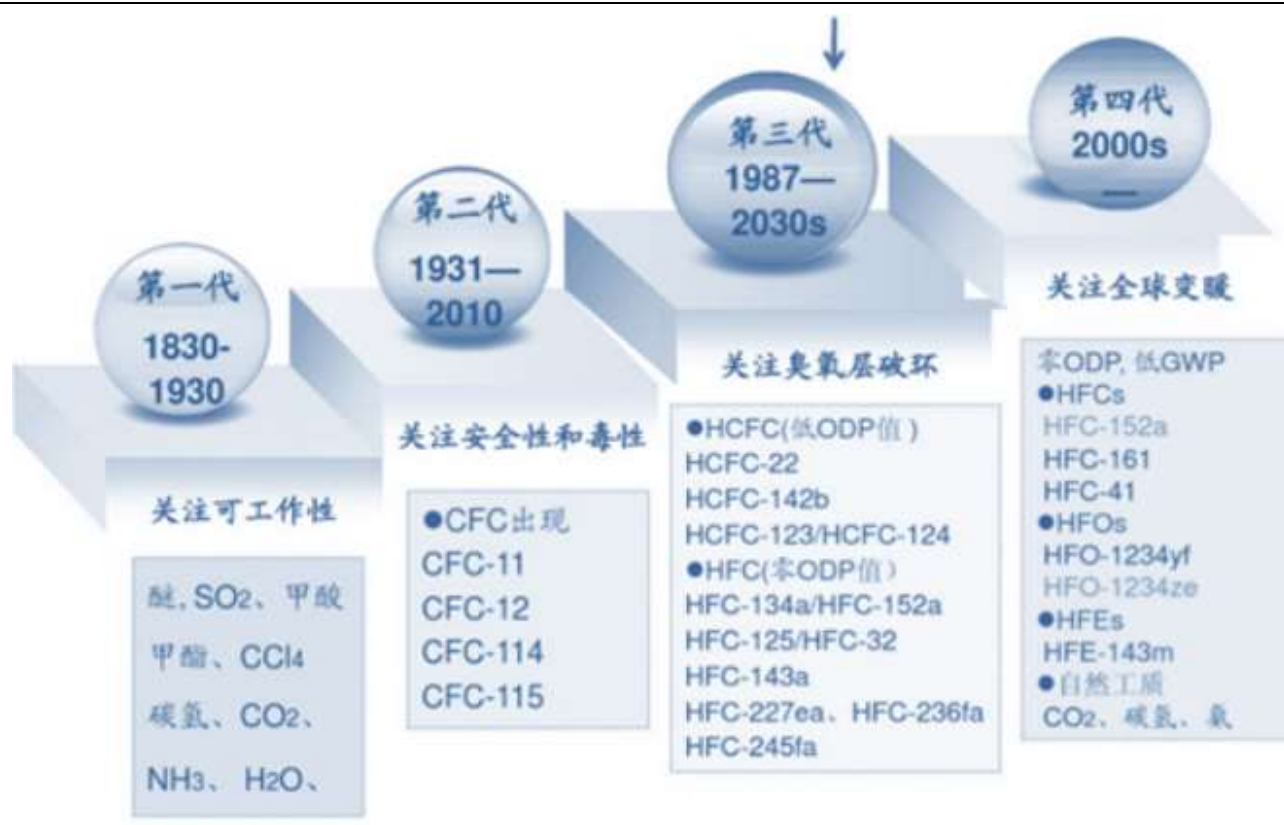
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

2、氢氟酸作为含氟材料的起点，下游最直接且主要的应用是氟烷烃

氢氟酸下游的直接应用主要是氟烷烃，占比达到 65%，氟烷烃的主要用途是制冷剂，终端应用领域是空调和汽车领域。

制冷剂是制冷装置中的工作介质，主要分为四个发展阶段：第一代，从 1830 年-1930 年，以 NH₃、CO₂、H₂O 为主，效率低，毒性高；第二代，从 1930 年-2010 年，采用氯氟烃 CFCs 和含氢氯氟烃 HCFCs 等传统制冷剂，制冷效果显著提高，但对臭氧层的破坏力度也成倍增加；第三代，从 1990 年至今，提出环保制冷剂概念，关注臭氧层的破坏，开发低 ODP 制冷剂；第四代，从 2000 年开始，开发一些零 ODP，低 GWP 的制冷剂。

图 8：制冷剂代际更替及主要产品



资料来源:中国产业信息、国信证券经济研究所整理

3、制冷剂正在经历迭代，对应含氟量更高，对氢氟酸需求量更大

根据 2007 年召开的《蒙特利尔议定书》第 19 次缔约方大会规定，发展中国家和发达国家生产和使用的氢氟氯烃类制冷剂（即“氟利昂”）将在 2030 年-2040 年除年平均 2.5% 的维修使用量外实现全面淘汰，完全过渡到第三代和第四代制冷剂。发达国家已于 2019 年全面开始第三代制冷剂淘汰进程，较发展中国家提前十年开始，预计发达国家 2020 年-2030 年实现全面淘汰 R22。

截至目前 R22 占制冷剂比例超过 85%，市场中大部分空调、冰箱仍采用 R22 作为制冷剂，第四代制冷剂 R407C、R410A 等新一代环保制冷剂的生产技术主要掌握在杜邦、霍尼韦尔等国际巨头手中，壁垒较高。随着第四代产品技术的逐步国产化，产品推广速度提高，第四代环保制冷剂的替代空间较大。制冷剂中氟元素的含量从第二代开始呈现稳步向上的趋势，尤其是在第三代制冷剂中零 ODP 制冷剂，这也是目前全球需求量最高的制冷剂品种。我们预计随着气候协议的逐步执行，制冷剂对氟元素的需求量将呈现稳步增长的态势。

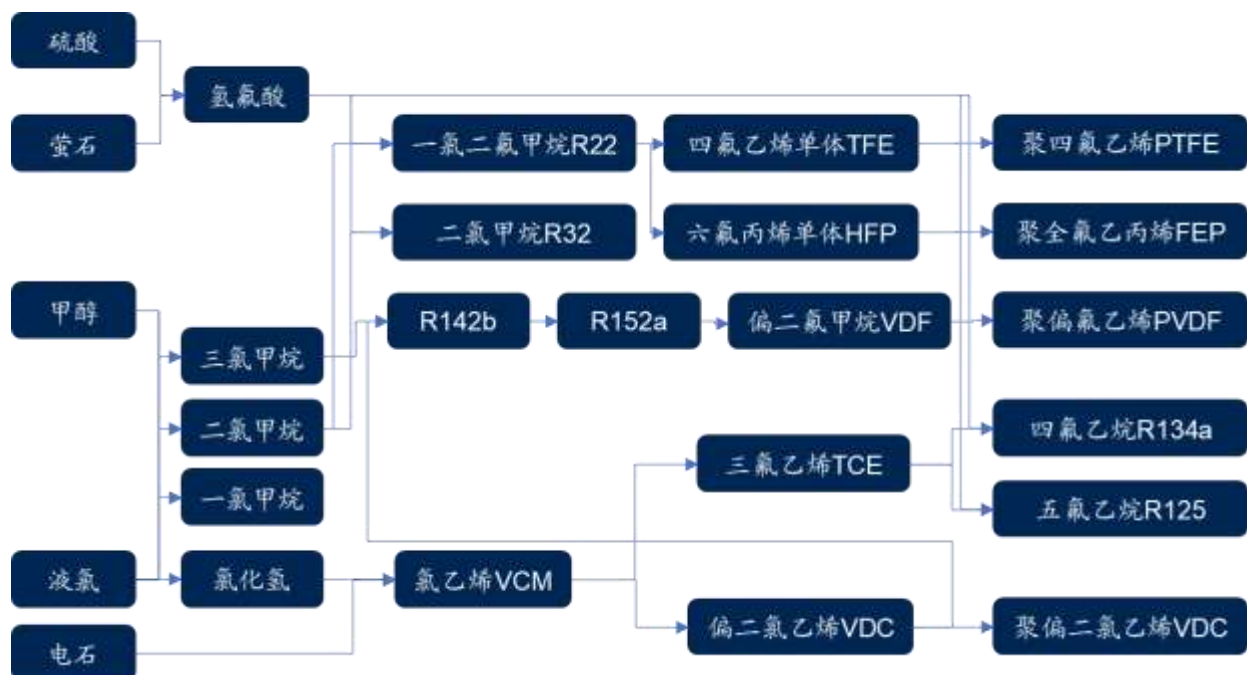
表 8: 各代制冷剂主要产品含氟量

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%
	R22	CHF2C1	44%
第三代	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:中国产业信息、国信证券经济研究所整理

氟化工产业链中,随着产品加工深度增加,产品的附加值和利润率成几何级数增长。含氟聚合物属于产品附加值较高的氟化工产品,主要包括氟树脂、氟橡胶、氟涂料、氟纤维、氟油/酯,种类繁多。氟聚合物行业壁垒高,国内氟聚合物生产起步较晚,工艺技术和生产规模与国外有一定差距。目前,我国已工业化生产的含氟聚合物主要有氟树脂 PTFE、PVDF、FEP 及氟橡胶 FKM 等。PTFE 和 FEP 是全球最重要的含氟聚合物,2017 年全球 PTFE 总产能约为 28 万吨,总产量 19 万吨, FEP 总产能 5.5 万吨,总产量 3.8 万吨。氟树脂中以 PTFE 系列占氟树脂的 66%。其中氟树脂具有耐热、防腐、绝缘等优异性能,在化工、电子、接卸、航空等领域有广泛的用途。近年来随着性能不断提升,已将应用领域拓展到医疗、航天、军工等领域,需求稳步提升。

图 9: 氟化工产业链



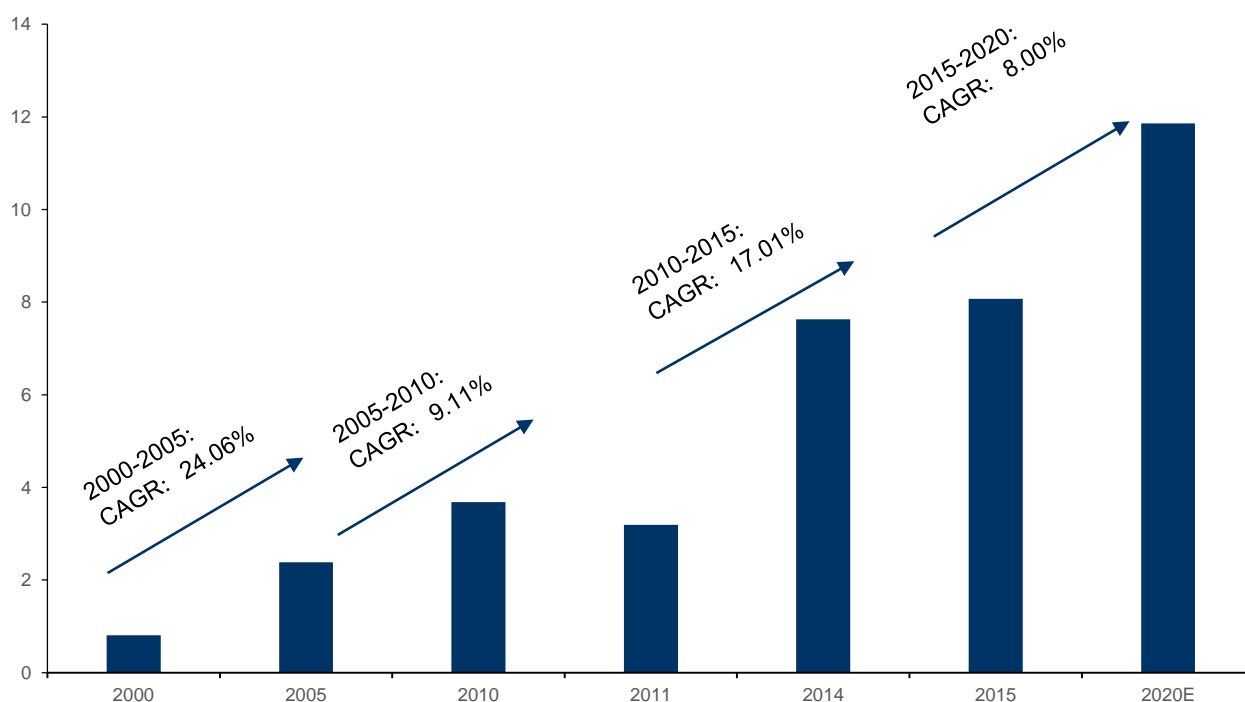
资料来源:中国产业信息、国信证券经济研究所整理

4、PTFE 新材料有望乘 5G 行业东风，市场需求稳步上涨

含氟聚合物是氟化工行业中附加值较高，细分领域中发展较快、最具有前景的产业之一。PTFE 系列是最重要的氟聚合物，是全球消费量最大的含氟聚合物，产能、产量、需求量占全球含氟聚合物市场的一半以上。根据《中国氟化工行业“十三五”发展规划》，“十三五”到 2020 年，我国 PTFE 总产能控制在 23 万吨左右，目前 PTFE 行业受线缆及节能环保领域的应用不断加大，增速保持 8% 左右增长，但是国内 PTFE 产能约为 12.9 万吨，占全球产能 40% 以上，但是以注塑级的中低端产品为主，但高端改性 PTFE 产品国产化率很低，对外依存度较高，据海关统计数据，进口量保持 5000-6000 吨的稳定规模，其中 70-80% 的进口 PTFE 为高性能改性 PTFE。

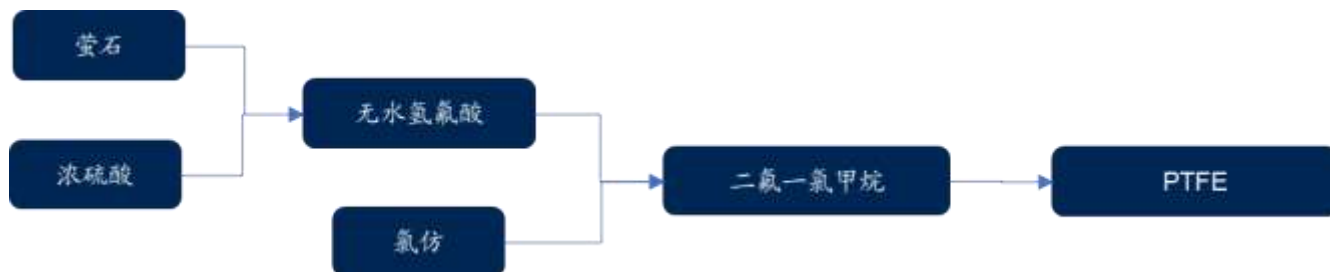
PTFE 产品高端定制化逐渐成为未来趋势。随着我国 5G 基站的大量增长，配套线缆、新刷电路板对高端 PTFE 材料需求将大幅上升。

图 10：2000-2020 年我国 PTFE 表观需求量增长及预测（单位：万吨）



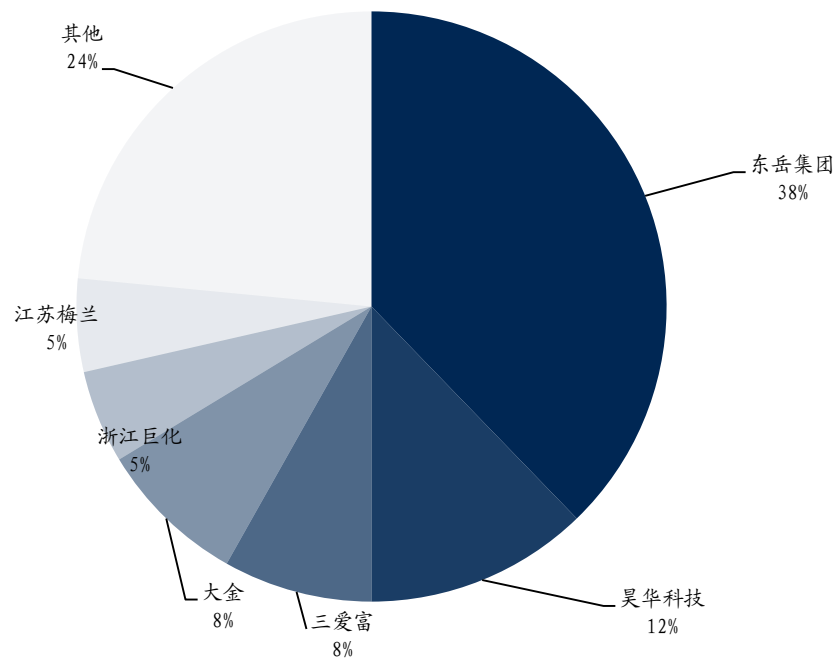
资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 11：PTFE 制备流程



资料来源：、国信证券吴华科技公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》（2018-12-16）、经济研究整理

图 12: 国内 PTFE 产能分布情况



资料来源: 昊华科技公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》(2018-12-16)、国信证券经济研究所整理

■ 股权激励计划授予完成, 考核指标具有挑战性

公司 2019 年 12 月 31 日发布 2019 年股票期权与限制性股权激励计划(草案)。激励计划涉及的激励对象不超过 77 人, 本计划拟授予激励对象权益总计 432.00 万份, 首次授予权益总数为 399.20 万份, 预留 32.80 万份。其中股票期权激励计划中, 本激励计划拟授予激励对象股票期权 181.80 万份, 其中首次授予 164.00 万份, 预留 17.80 万份。限制性股票激励计划中, 本激励计划拟授予激励对象限制性股票 250.20 万股, 其中首次授予 235.20 万股, 预留 15.00 万股。本激励计划授予的股票期权的首次行权价格为 20.66 元/股, 限制性股票的首次授予价格为 10.33 元/股。

表 9: 公司公告股票期权各年度业绩考核目标

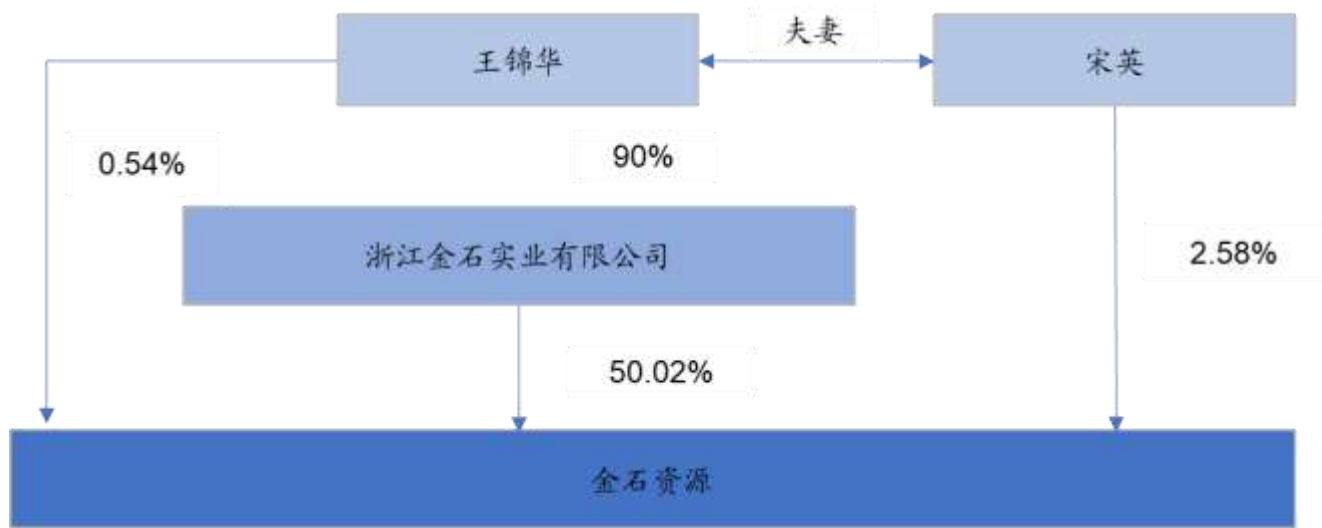
行权期/解除限售安排		业绩考核目标
首次授予的股票期权/限制性股票	第一个行权期/解除限售期	以 2018 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 125%
	第二个行权期/解除限售期	以 2018 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 170%
	第三个行权期/解除限售期	以 2018 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 210%
预留授予的股票期权/限制性股票	第一个行权期/解除限售期	以 2018 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 170%
	第二个行权期/解除限售期	以 2018 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 210%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

金石资源是一家专业性的矿业公司, 目前是国内萤石行业中拥有资源储量、开采及加工规模最大的企业。公司控股权稳定, 经营稳健, 未来公司还将通过勘察、收购等措施进一步扩充自身的资源储备, 加强长期发展的核心竞争优势, 为了实现公司战略及保持现有竞争力, 本次激励计划选取的上市公司净利润作为公司层面业绩考核指标, 以 2018 年净利润为基数, 2020-2022 年净利润增长率分别不低于 125%、170%、210%, 设定的考核指标连续三年维持高

速增长，具有一定挑战性，同时，本次股权激励计划主要针对公司高级管理人员以及对公司经营业绩和持续发展有直接影响的核心技术人员和管理骨干等实施中长期激励计划，有利于驱动公司管理层的积极性，充分调动员工积极性，确保公司未来发展战略和经营目标的实现。

图 13：公司股权结构情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议

公司作为一家国内专注于主业的资源型公司，在萤石行业中拥有占比绝对高的资源储量、开采及加工规模。恰逢国家产业政策强调萤石行业作为战略性矿产要有序开发，鼓励行业收购兼并，龙头做大做强，下游新材料、新能源等行业需求蓬勃发展，公司迎来发展良机，未来收入规模及利润体量将保持较快速度增长。预计公司 2019~2021 年营收 7.95/10.73/15.49 亿，归母净利润 2.37/3.22/4.95 亿，EPS 为 0.99/1.34/2.06，目前股价对应 2020 年 PE 16 倍，给予“增持”评级。

■ 风险提示

- 1、我国经济增长不及预期的风险，以及受全球经济增速不及预期的风险。
- 2、公司作为矿业公司，原有产能安全生产及新增产能建设受不可抗力等原因导致建设进展大幅低于预期的风险。
- 3、公司 2018 年依赖通过收购兼并以及与资源富集省设立分公司方式扩大储量及产能规模，可能面临人员磨合的风险。
- 4、下游主要产品氢氟酸价格波动风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	58	150	120	120
应收款项	239	255	344	496
存货净额	72	77	100	145
其他流动资产	6	48	64	93
流动资产合计	375	529	628	854
固定资产	749	857	969	1066
无形资产及其他	367	352	337	323
投资性房地产	23	23	23	23
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1513	1760	1958	2266
短期借款及交易性金融负债	312	427	481	371
应付款项	179	169	71	102
其他流动负债	98	82	108	153
流动负债合计	588	678	659	626
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	80	75	71	73
长期负债合计	80	75	71	73
负债合计	669	753	730	699
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益	841	1004	1224	1564
负债和股东权益总计	1513	1760	1958	2266

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.57	0.99	1.34	2.06
每股红利	0.18	0.31	0.42	0.65
每股净资产	3.50	4.18	5.10	6.52
ROIC	15%	18%	21%	28%
ROE	16%	24%	26%	32%
毛利率	54%	56%	58%	59%
EBIT Margin	36%	37%	40%	43%
EBITDA Margin	51%	48%	49%	50%
收入增长	56%	35%	35%	44%
净利润增长率	78%	72%	36%	54%
资产负债率	44%	43%	37%	31%
息率	0.8%	1.4%	2.0%	3.0%
P/E	37.5	21.7	16.0	10.4
P/B	6.1	5.1	4.2	3.3
EV/EBITDA	19.5	15.5	11.2	7.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	588	795	1073	1549
营业成本	270	352	454	630
营业税金及附加	23	26	35	50
销售费用	38	52	68	83
管理费用	45	67	89	123
财务费用	24	(19)	(7)	(8)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(0)	(3)
其他收入	5	0	0	0
营业利润	190	315	435	668
营业外净收支	(3)	(0)	(3)	(3)
利润总额	187	315	432	665
所得税费用	50	78	110	170
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	138	237	322	495

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	138	237	322	495
资产减值准备	(1)	1	0	0
折旧摊销	88	84	100	112
公允价值变动损失	2	2	0	3
财务费用	24	(19)	(7)	(8)
营运资本变动	54	(92)	(206)	(147)
其它	1	(1)	(0)	(0)
经营活动现金流	281	231	216	463
资本开支	(199)	(180)	(198)	(198)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(199)	(180)	(198)	(198)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(43)	(75)	(101)	(156)
其它融资现金流	(19)	116	53	(109)
融资活动现金流	(105)	41	(48)	(265)
现金净变动	(23)	92	(30)	0
货币资金的期初余额	81	58	150	120
货币资金的期末余额	58	150	120	120
企业自由现金流	99	36	15	261
权益自由现金流	80	167	73	157

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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