

金石资源 (603505.SH)

“资源为王、技术至上”两翼驱动，重点项目顺利推进

买入

核心观点

打造“资源+技术”两翼驱动战略，三大板块各项重点工作进展顺利。公司发布了《2022年年度报告》：2022年，公司实现营收约10.5亿元（同比+0.66%）；归母净利润2.22亿元（同比-9.19%）。虽外部条件不利、公司矿山出现事故，但公司仍然实现了重点项目顺利推进、创新能力加强、治理和内部控制持续优化。此外，公司公布了《2023年第一季度报告》：2023Q1，公司实现营收约1.68亿元（同比+14.22%）；归母净利润为3460万元（同比+6.20%）。目前，公司已确立了“资源+技术”两翼驱动战略，资源、氟化工、新能源三大板块各项重点工作进展顺利。

包钢伴生资源及江西锂云母尾矿资源综合利用项目顺利推进。伴生萤石利用项目方面，2022年选矿公司实现1346万元盈利，第三条生产线计划于2023年7-8月份建成投产。六氟磷酸锂项目方面，2022年12月底一期项目基本完成土建安装施工，并在2023Q1进行了调试。此外，公司正在建设江西省建设100万吨锂云母细泥提质增值选矿厂，总投资约为1.9亿元，有望于2023年上半年投产。我们看好公司将进一步巩固萤石行业巨头地位；并打造出含氟锂电材料的“第二增长曲线”；并对含锂细泥进行提质增效利用，巩固公司“资源+技术两翼驱动”战略。

新能源、半导体、新材料行业发展将对萤石长期需求形成支撑，筑牢萤石行业巨头地位。2022年，公司共生产萤石41万吨、销售萤石约43万吨（含贸易2万吨），同比分别减少约6万吨、4万吨。另外，包钢金石全年生产萤石粉约11万吨。海外业务方面，2022年度销往海外市场的萤石产品为4.21万吨，占总销售量的9.71%，同比大增312%；海外业务收入达1.1亿，占公司主营业务收入的10.53%，同比增长305%。除传统下游领域制冷剂需求将稳步增长外，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。未来，随着公司各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，将对国内和国际萤石市场的价格有较大的影响力；另外，伴随稀土伴生萤石资源回收领域产能的逐步释放，公司规模优势将更加凸显。

风险提示：下游需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格下滑等。

投资建议：维持“买入”评级。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.14/4.20/5.33亿元，同比增速41.2%/33.7%/26.9%；摊薄EPS分别为1.01/1.35/1.71元，对应当前股价对应PE分别为35.0/26.2/20.6X。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,043	1,050	1,533	1,995	2,440
(+/-%)	18.6%	0.7%	46.0%	30.1%	22.3%
净利润(百万元)	245	222	314	420	533
(+/-%)	2.9%	-9.2%	41.2%	33.7%	26.9%
每股收益(元)	0.79	0.51	1.01	1.35	1.71
EBIT Margin	34.3%	30.7%	26.2%	26.7%	26.7%
净资产收益率 (ROE)	19.0%	16.4%	20.5%	23.6%	25.5%
市盈率 (PE)	44.8	68.9	35.0	26.2	20.6
EV/EBITDA	24.0	36.0	24.2	18.6	15.8
市净率 (PB)	8.53	11.32	7.15	6.18	5.26

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

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	35.22元
总市值/流通市值	15315/15265百万元
52周最高价/最低价	52.00/22.46元
近3个月日均成交额	132.00百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金石资源(603505.SH)-营收稳健增长，拟建锂云母细泥提质增值项目》——2022-10-26
- 《金石资源(603505.SH)-全年业绩稳步增长，伴生矿提氟及锂电材料项目顺利推进》——2022-04-08
- 《金石资源-603505-公司重大事件快评：进军锂电材料领域，公司步入发展新通道》——2021-10-13
- 《金石资源-603505-2021年半年度报告点评：业绩符合预期，萤石有望进入上行周期》——2021-08-19

确立了“资源+技术”两翼驱动战略，重点项目顺利推进，2022 年营业收入实现稳健增长

金石资源为目前全国最大且唯一上市的主业为萤石的采选、生产、销售的公司。公司近年来单一型萤石矿的保有资源储量持续稳定在 2,700 万吨（对应矿物量约 1,300 万吨）。截至 2022 年底，**从总量上看**，公司具备采矿规模 117 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。此外，公司积极推进包钢伴生资源及江西锂云母尾矿资源综合利用项目建设，已取得较快进展。其中，2022 年包钢“选化一体”项目中选矿公司实现 1346 万盈利，第三条生产线计划于 2023 年七八月份建成投产；氟化工 30 万吨氢氟酸（部分配套氟化铝）项目，也将于 2023 年底分两期建成投产。原定在 2027 年前完成的项目，2023 年底将全部建成投产。江西宜春的尾泥提锂项目建设进展顺利，成为公司“资源+技术”战略第一次横向拓展到其他战略性矿种的示范。

2023 年 4 月 20 日晚，公司发布了《2022 年年度报告》：2022 年，公司实现营业收入约 10.5 亿元（同比+0.66%）；归母净利润约 2.22 亿元（同比-9.19%）；基本每股收益 0.52 元（同比-8.77%）。2022 年度公司自产产品毛利率为 46.40%，比 21 年下降 2.04 pct。受新项目尚未产生效益而相关的期间费用投入较大、充填投入加大、原材料涨价也导致生产成本有所上升等影响，2022 年，公司主要产品单位成本有所上升；此外，业绩下滑的主要原因是控股子公司紫晶矿业在 2022 年因矿山一般事故导致报告期内约 4.5 个月的停产，造成产量较计划目标减少约 5 万吨及停工损失。**其中 2022 年 Q4 单季度**，公司单季度实现营业收入 3.97 亿元（同比-0.55%）；归母净利润 6966 万元（同比-7.49%）。但整体来看，公司仍然实现了经营稳步扩张，重点项目顺利推进，创新能力进一步加强，治理和内部控制持续优化。值得一提的是，公司目前已确立了“资源+技术”两翼驱动战略，并稳步推进各项工作落到实处，资源、氟化工、新能源三大板块各项重点工作进展顺利。**从产销量来看**，2022 年，公司共生产酸级萤石精粉和高品位萤石块矿约 41 万吨，同比减少约 6 万吨；销售酸级萤石精粉和高品位萤石块矿约 43 万吨（含贸易产品约 2 万吨），同比减少约 4 万吨。另外，包钢金石全年生产萤石粉约 11 万吨。**海外业务方面**，2022 年度销往海外市场的萤石产品为 4.21 万吨，占总销售量的 9.71%，同比大增 312%；海外业务收入达 1.1 亿，占公司主营业务收入的 10.53%，同比增长 305%。

同时，公司公布了《2023 年第一季度报告》：2023Q1，公司实现营收约 1.68 亿元（同比+14.22%）；归母净利润为 3460 万元（同比+6.20%）；基本每股收益 0.08 元。随着紫晶矿业的逐步复产，公司目前产品的生产及销售已陆续回归到正常水平。

公司项目规划方面，值得关注的是：

公司拟建设“年处理 100 万吨锂云母细泥提质增值选矿厂建设项目”：据公司 10 月 23 日公告，金石资源控股子公司江西金岭锂业有限公司（金石资源持股 51%、丰城九岭锂业持股 49%）拟在江西省丰城市投资建设“年处理 100 万吨锂云母细泥提质增值选矿厂建设项目”，项目总投资预计约为人民币 1.9 亿元，其中固定资产投资约 1.5 亿元，流动资金约 0.4 亿元。项目达产后，初步预计年产氧化锂含量为 2.0% - 2.5% 之间的锂云母精矿约 10.8 万吨、精品陶瓷细泥约 89.2 万吨。

目前，江西金岭锂业有限公司“年处理 100 万吨锂云母细泥提质增值选矿厂建设项目”，已取得《江西省企业投资项目备案通知书》，目前正在办理安评、环评、能评等相关手续。项目建设周期约 6 个月，力争 2023 年 Q1 建成并进行试生产。据公司公告，宜春地区锂瓷土矿开采量或将达到 8000 多万吨/年，按目前工艺约 25%的细泥被排弃，假设均采用金石资源的工艺，每年能回收 2.5%氧化锂锂云母约 200 万吨，可产碳酸锂 8 万吨/年左右，占 2022 年全球碳酸锂供应量的 10%-15%，相当于我国供应量的 15%-20%。

2022 年项目建设进度方面，值得关注的是：

伴生矿萤石利用项目：（1）2022 年包钢宝山矿业厂区内“150 万 t/a 稀尾萤石综合回收技改项目”已经完成技改，技改完成后生产萤石粉约 7 万吨，日产量较技改前提高约 130 吨/天（同比增长 38.04%），产量指标显著提升；（2）包钢厂区内“年处理 260 万吨稀尾+铁尾萤石浮选回收改造项目”于 2022 年 10 月上旬基本完成建设、2022 年 11 月进行通矿试车调试；（3）“100 万 t/a 铁尾萤石综合回收技改项目”，2022 年 7 月开始土建施工，报告期内完成浮选厂房零米以下基础施工、磨浮厂房 11-18 轴 8 米平台混凝土浇筑、高压外线电缆沟施工等，预计可于 2023 年 8 月份进行带料试生产。2022 年选矿公司实现 1346 万盈利，第三条生产线计划于 2023 年 7-8 月份建成投产。

同时，金鄂博氟化工项目于 2022 年 4 月开始土建施工，土地手续办理完毕，取得氢氟酸/氟化铝项目的能评批复、安全设立评价批复和一期环评批复。已基本完成一期项目土建主体工程和部分设备安装、完成二期项目主体工程的 85%以及配套硫酸项目的设计招标。氟化工项目整体按计划推进中。**整体来说，包钢金石稀尾与铁尾伴生萤石回收工程、白云鄂博矿山“选化一体化”项目进展均较为顺利。**

六氟磷酸锂材料项目：2021 年 10 月，公司公布了《关于对外投资暨签订《项目投资协议书》的公告》：拟建设“年产 2.5 万吨新能源含氟锂电材料及配套 8 万吨/年萤石项目”。整体项目计划总投资约 15.5 亿元人民币，其中固定资产投资约 14.8 亿元。项目分三期建设，争取 6 年内建成。项目于 2022 年 1 月初进场施工，其中第一期包含年产 6,000 吨六氟磷酸锂项目，投资 3.25 亿元，其中固定资产投资 2.6 亿元；年产 8 万吨萤石采选项目。2022 年 12 月底一期项目基本完成土建安装施工，并在 2023 年一季度进行了调试，工艺基本打通。鉴于近期六氟磷酸锂价格波动较大，公司将利用此期间进行技术的完善优化以及产品客户验证相关工作，视市场行情安排后期生产计划。

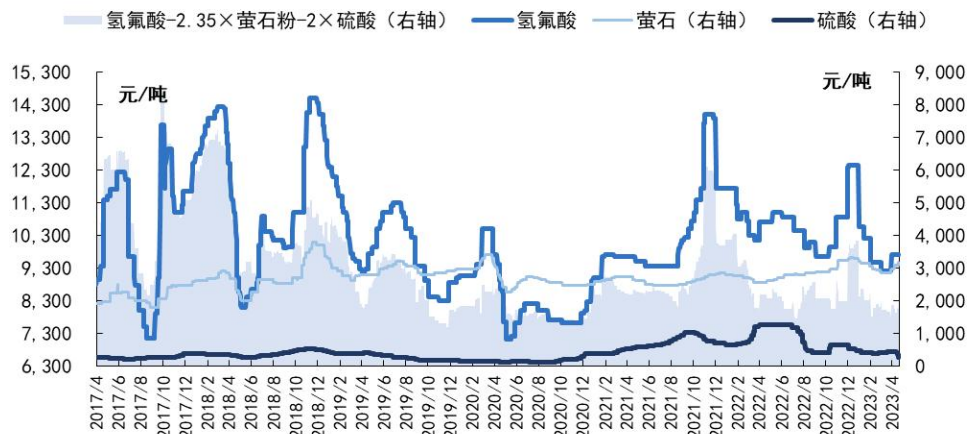
未来，随着公司各矿山和选矿厂建设和改造的陆续完成，公司萤石产量将处于全国的绝对领先地位，将对国内和国际萤石市场的价格有较大的影响力；另外，伴随稀土共伴生萤石资源回收领域产能的逐步释放，公司规模优势将更加凸显；此外，公司以“突破锂资源选矿提锂技术”攻关为目标在实验室和中试中取得重大突破，子公司金岭锂业拟对外投资建设“年处理 100 万吨锂云母细泥提质增值选矿厂建设项目”。我们看好公司将进一步巩固萤石行业巨头地位；并打造出含氟锂电材料的“第二增长曲线”；并对含锂细泥进行提质增效利用，巩固公司“资源+技术两翼驱动”战略规划。

新能源、半导体、新材料行业发展将对萤石长期需求形成支撑，公司坚持发展高质量绿色矿业

复盘近 1-2 年萤石价格走势：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。**自 2021 年 7 月起**，下游氟化氢、制冷剂及氟化铝价格走高对萤石粉需求有提振效果，萤石价格开始出现反弹。**2021Q4**，北方冬季部分萤石产能即将面临停工，下游产品价格回暖，萤石价格上涨至 2750-2850 元/吨后以平稳运行为主。

2022 年前三季度，萤石价格表现平稳。**进入 2022 年 Q4**，受环保政策限制，北方地区萤石货源表现紧张，成本上行致使浮选装置负荷偏低，而南方地区开工稳中向好；而四季度是萤石下游制冷剂传统需求旺季，萤石价格稳步上涨。**进入 2023 年**，受下游需求低迷等影响，萤石价格出现了小幅回调。近日，受安全、环保检查等因素影响，国内萤石矿山开工仍处于低迷状态。华北市场 97%湿粉主流含税到厂价格参考 3000-3150 元/吨，华中市场参考 2950-3150 元/吨，华东市场参考 3050-3300 元/吨，该价格已较去年同期上涨 19.3%、较上月上涨 7.59%。

图1：萤石/氢氟酸价格与价差走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

长期来看，制冷剂作为萤石传统的主要下游，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（中性），2022-2024 年，全球六氟磷酸锂对萤石精粉需求将分别达到 16.61/20.31/29.51 万吨，国内 PVDF 对萤石精粉需求将分别达到 15.98/19.18/20.72 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。

从供给角度来看，近年来国家对环境保护、安全生产、绿色矿山建设以及划定生态红线等要求日趋严格，行业政策逐渐趋紧、监管力度不断加大，准入门槛逐渐提高。经过十余年的探索，公司坚持发展高质量绿色矿业，目前已形成独具特色的“新型绿色矿业发展模式——金石模式”：子公司龙泉磷矿下属的八都萤石矿、紫晶矿业下属的常山县新昌乡岩前萤石矿、大金庄矿业下属的遂昌县柘岱口乡横坑坪萤石矿是国家级绿色矿山；兰溪金昌矿业岭坑山萤石矿为浙江省级绿色矿山，翔振矿业绿色矿山建设也已通过内蒙古自治区验收。未来公司将坚定走可持续发展道路。

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。我们看好公司将进一步巩固萤石行业巨头地位，并打造出含氟锂电材料的“第二增长曲线”；并对含锂细泥进行提质增效利用，巩固公司“资源+技术两翼驱动”战略规划。考虑到投产进度有所变化，我们小幅调整公司盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.14/4.20/5.33 亿元（调整前 23/24 预测值为 3.19/4.47 亿元），同比增速 41.2%/33.7%/26.9%；摊薄 EPS 分别为 1.01/1.35/1.71 元（调整前 23/24 预测值为 1.62/1.99 元），对应当前股价对应 PE 分别为 35.0/26.2/20.6X。长期看好公司成长性，**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）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	290	292	302	502	809	营业收入	1043	1050	1533	1995	2440
应收款项	163	172	251	326	399	营业成本	546	584	807	1041	1284
存货净额	105	123	199	238	306	营业税金及附加	46	39	63	82	93
其他流动资产	240	231	302	431	515	销售费用	4	6	77	90	110
流动资产合计	799	818	1053	1497	2028	管理费用	90	99	186	249	302
固定资产	881	1603	1597	1560	1512	财务费用	20	31	22	29	22
无形资产及其他	441	523	513	504	494	投资收益	(3)	5	(0)	(0)	(0)
投资性房地产	34	26	26	26	26	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	40	89	89	89	89	其他收入	(28)	(14)	0	0	0
资产总计	2195	3059	3279	3675	4149	营业利润	307	282	379	504	629
短期借款及交易性金融负债	350	428	400	410	420	营业外净收支	(5)	(7)	(2)	(3)	(3)
应付款项	133	302	209	270	337	利润总额	301	275	376	501	625
其他流动负债	160	128	288	372	461	所得税费用	51	53	63	83	94
流动负债合计	643	858	897	1052	1218	少数股东损益	6	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	124	549	549	549	549	归属于母公司净利润	245	222	314	420	533
其他长期负债	79	65	65	65	65						
长期负债合计	203	614	614	614	614	现金流量表（百万元）					
负债合计	846	1472	1511	1666	1832	净利润	245	222	314	420	533
少数股东权益	62	233	233	232	231	资产减值准备	(2)	0	0	0	0
股东权益	1287	1353	1535	1777	2085	折旧摊销	135	145	115	147	157
负债和股东权益总计	2195	3059	3279	3675	4149	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	20	31	22	29	22
关键财务与估值指标						营运资本变动	(100)	114	(158)	(99)	(68)
每股收益	0.79	0.51	1.01	1.35	1.71	其它	5	(0)	(0)	(1)	(1)
每股红利	0.30	0.25	0.43	0.57	0.72	经营活动现金流	284	480	270	467	621
每股净资产	4.13	3.11	4.93	5.70	6.69	资本开支	0	(843)	(100)	(100)	(100)
ROIC	19%	13%	13%	17%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	19%	16%	20%	24%	26%	投资活动现金流	(40)	(892)	(100)	(100)	(100)
毛利率	48%	44%	47%	48%	47%	权益性融资	2	172	0	0	0
EBIT Margin	34%	31%	26%	27%	27%	负债净变化	(43)	425	0	0	0
EBITDA Margin	47%	44%	34%	34%	33%	支付股利、利息	(94)	(108)	(133)	(177)	(225)
收入增长	19%	1%	46%	30%	22%	其它融资现金流	43	(394)	(28)	10	10
净利润增长率	3%	-9%	41%	34%	27%	融资活动现金流	(229)	413	(161)	(167)	(215)
资产负债率	41%	56%	53%	52%	50%	现金净变动	15	2	10	200	306
息率	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	275	290	292	302	502
P/E	44.8	68.9	35.0	26.2	20.6	货币资金的期末余额	290	292	302	502	809
P/B	8.5	11.3	7.2	6.2	5.3	企业自由现金流	0	(325)	191	394	542
EV/EBITDA	24.0	36.0	24.2	18.6	15.8	权益自由现金流	0	(294)	144	380	534

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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