

采掘

2019年10月28日

# 金石资源 (603505)

——制冷剂需求疲软拖累萤石销量，四季度内蒙停采将带动萤石价格上涨

报告原因：有业绩公布需要点评

**增持** (维持)

市场数据： 2019年10月25日

收盘价(元)	19.21
一年内最高/最低(元)	22.69/12.12
市净率	4.8
息率(分红/股价)	0.94
流通A股市值(百万元)	2152
上证指数/深证成指	2954.93/9660.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年09月30日

每股净资产(元)	4.01
资产负债率%	40.32
总股本/流通A股(百万)	240/112
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《金石资源(603505)深度：萤石行业供需向好，量价齐升带来业绩高速增长》  
2019/09/18

证券分析师

马昕晔 A0230511090002  
maxy@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔  
(8621)23297818x7433  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公布 2019 年三季报，业绩符合预期。**公司 1-3Q2019 实现营业收入 5.44 亿元 (yoy+47.7%)，归母净利润为 1.66 亿元 (yoy+133.6%)，符合预期。其中 3Q19 单季度实现营业收入 1.86 亿元 (yoy+25.25%，QoQ-17.84%)，归母净利润为 0.55 亿元 (yoy+93.14%，QoQ-20.54%)。1-3Q19 年净利润大幅上涨的主要原因为各类萤石产品同比量价齐升，其中 3Q19 年归母净利润环比下滑主要是由于下游制冷剂需求疲软导致单季度萤石销量环比下滑，3Q19 单季度整体销售毛利率为 61.78%，同比上升 11.52 个百分点，环比略微下滑 0.13 个百分点。
- **下游制冷剂需求疲软导致公司各类萤石产品销量环比下滑，但萤石单吨净利润继续增加，进入冬季，内蒙地区逐步停采，四季度萤石价格有望上涨。**空调及汽车产量下滑导致制冷剂需求下滑，3Q19 单季度公司各类萤石产品产量为 11.57 万吨 (yoy+65.05%)，销量为 6.75 万吨，预计同比持平，环比下滑，3Q19 产销率下滑至 58.34%，而 1H19 上半年公司萤石产品的产销率约为 99%，因此 3Q19 存货为 1.07 亿元，同比环比分别上升 35%、34%。根据卓创的统计数据显示 3Q19 年国内萤石价格同比环比分别上升 19%、10%，而 3Q19 国内氢氟酸价格同比环比分别仅上升 1.1%、0.72%，因此公司萤石产品平均单吨净利润同比环比均上升，3Q19 单季度公司各类萤石平均净利润为 814.8 元/吨，环比 1H2019 的 778.9 元/吨上升了 4.6%。进入四季度内蒙地区逐步停采，国内供应紧张，预计萤石价格将上涨，同时 2020 年二代制冷剂配额减少或将带来补库存行情，有望带动萤石的需求。
- **长期来看，受制冷剂迭代拉动以及电解铝、粗钢产量的稳定增长，萤石需求有望持续增长，供需格局向好，价格中枢有望持续上移。**萤石下游应用领域广泛，氟化工、电解铝、钢铁行业对其需求占比分别为 52%、15%、20%，随着二代制冷剂配额的减少以及三代制冷剂大量新产能的投产，萤石需求得以拉动（二代 R22 单耗 0.5 的氢氟酸，而三代制冷剂平均单耗氢氟酸均在 0.8 以上），据我们初步统计，2020 年前主流的三代制冷剂 R134a、R125、R32 预计要投产的新增产能分别达到 4、8.7、22 万吨。同时电解铝和粗钢产量亦有望持续稳定增长。短期看，内蒙、安徽、江西等地多数企业仍处于停车整顿中，同时临近冬季内蒙地区将逐步停采，有望推动萤石价格企稳上涨；长期看，根据我们测算，预计萤石 2019-2021 年需求增速分别为 3%、4%、2%，且并不会因为单一领域的景气而出现大幅下滑，而供给受限，供需格局好转，萤石价格中枢有望继续上行。
- **投资评级与盈利预测。**国内萤石龙头，短期萤石供给将受到内蒙地区冬季停采的影响，长期受环保、生态红线及监管的趋严，供给收缩明显。下游需求受制冷剂迭代、电解铝和粗钢产量持续增长带动，供需格局向好，萤石价格中枢有望持续上移，维持盈利预测，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.66、3.80、4.37 亿元，EPS 分别为 1.11、1.58、1.82，对应当前 PE 为 17X、12X、11X，维持增持评级。
- **风险提示：**1. 萤石价格下跌；2. 环保执行力度不到位，各地复产超预期；3. 空调、汽车等产量持续下滑带来的制冷剂需求的疲软；4. 翔振冬季寒冷情况下产量低于预期。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	588	544	964	1,258	1,394
同比增长率(%)	55.6	47.7	64.0	30.5	10.8
归母净利润(百万元)	138	166	266	380	437
同比增长率(%)	78.5	133.6	92.8	42.9	15.0
每股收益(元/股)	0.57	0.69	1.11	1.58	1.82
毛利率(%)	54.0	61.8	58.8	61.2	62.5
ROE(%)	16.4	17.2	24.0	25.6	22.7
市盈率	33		17	12	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	378	588	964	1,258	1,394
其中: 营业收入	378	588	964	1,258	1,394
减: 营业成本	206	270	397	487	523
减: 税金及附加	13	23	39	50	56
主营业务利润	159	294	528	721	815
减: 销售费用	22	38	69	91	100
减: 管理费用	28	45	77	101	111
减: 研发费用	1	6	5	6	7
减: 财务费用	14	24	22	20	19
经营性利润	95	182	355	503	578
减: 资产减值损失	3	2	0	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	0	0	0	0	0
营业利润	103	190	360	512	588
加: 营业外净收入	0	-3	-5	-5	-5
利润总额	103	187	355	507	583
减: 所得税	26	50	89	127	146
净利润	77	138	266	380	437
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	77	138	266	380	437
全面摊薄总股本	240	240	240	240	240
每股收益 (元)	0.35	0.57	1.11	1.58	1.82

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。