

金石资源 (603505.SH)

公司报告 | 首次评级报告

丁雅静
化工行业研究员

2026年4月2日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	18.06
总市值	152.01亿
PE-TTM	62.74
PB-MRQ	8.43

估值结果

价值	132.18亿
DDM估值 上行空间	-13%
状态	合理估值
价值	128.93亿
动态估值 上行空间	-15%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内萤石资源储量、开采与加工规模绝对领先的龙头，也是A股唯一以萤石为主业的上市公司。

公司成长空间尚可，主要系萤石下游需求多元化，如锂电、光伏、半导体等终端材料需求旺盛，且公司掌握稀缺的产能扩张能力；萤石被列为国家战略性矿产，供给端刚性约束，资源端价格景气有望维持高位。此外，随着公司包钢金石项目产能持续爬坡，成本持续下降、产品结构持续优化，后续有望带动氢氟酸业务盈利明显改善，盈利趋势进一步向好；虽萤石与氢氟酸供给格局较为分散，且偏向于同质化价格竞争，但萤石资源稀缺性加剧，上市公司中金石资源的规模领先优势明显，也无新玩家进入、无替代品威胁，总体产业格局尚可；公司护城河来源于资源优势及规模优势，其拥有国内最多的单一萤石矿山采矿证，且自有矿山萤石品位高，又与包钢合作开发白云鄂博伴生萤石资源，加速蒙古国等海外萤石矿并购，资源储备远超竞争对手，且持续性高。

基于萤石业务收入稳健增长，景气度维持中高位；叠加氢氟酸业务随产能爬坡顺利、盈利能力明显修复至中枢水平的假设，根据壹评级的DDM估值与动态估值模型，公司估值处于合理区间。

我们区别于市场的观点

市场担心伴生矿放量，以及进口和磷化工副产将冲击萤石供给端。

我们分析后认为，伴生矿资源集中且利用难度大，尤其是利用低品位伴生萤石粉制备氢氟酸的技术难度很高。公司作为萤石龙头，在过去几年与包钢合作开发伴生矿的过程中效果尚且一般，可想而知其他企业的开发难度。而进口和磷化工副产均存在供应“天花板”，道阻且长仍存在较多不确定性。整体来看，萤石的资源属性未来会被强化，公司拿矿较早、矿产优质构筑了稀缺的先发优势，竞争对手难以追赶。

风险提示

若环保执行不到位，或导致复产超预期、产业格局恶化；若公司资源开拓不及预期，成长将面临天花板。

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第1页

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

公司是国内萤石资源储量、开采与加工规模绝对领先的龙头，也是A股唯一以萤石为主业的上市公司。

为符合产业链逻辑与公司信息披露要求，便于分析各业务盈利性与周期属性，我们将公司业务分类为资源端（萤石）、核心深加工（氢氟酸）、其他延伸/配套业务。

2. 业务介绍

对于金石资源公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

萤石：

萤石（氟化钙）是提取氟的核心矿物，也是氟化工的基石。高品级酸级萤石可制备氢氟酸，是半导体蚀刻等电子化学品的关键原料；同时它在冶金、光学领域也有重要应用，被多国列为战略矿产。公司萤石业务主要包括萤石原矿、酸级萤石精粉、高品位萤石块矿。我们对此业务的竞争市场范围界定为国内。

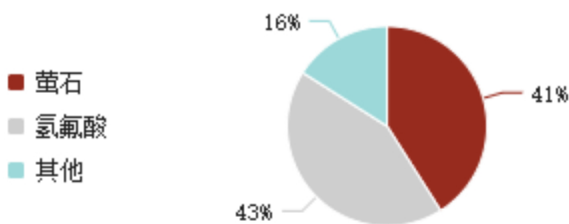
氢氟酸：

氢氟酸业务主要指无水氟化氢（AHF），是萤石下游核心氟化工产品，也是半导体蚀刻的关键原料。我们对此业务的竞争市场范围界定为国内。

其他：

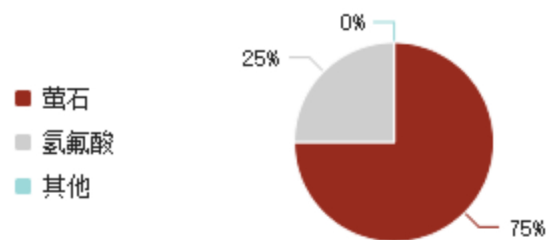
其他业务，包括六氟磷酸锂、锂云母提锂、矿山配套服务、贸易等新能源与配套业务。我们对此业务的竞争市场范围界定为国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

金石资源是国内萤石行业龙头，核心商业模式为“资源掌控—采选加工—氟化工延伸”的纵向一体化，以萤石资源为根基，通过“选化一体”打通产业链，实现从原矿到氟化工产品的价值最大化。

重资产源于资源掌控与产能建设，是行业壁垒的核心；客户集中度中等、供应商集中度较高，平衡了需求稳定性与供应安全性，适配重资产连续生产的要求。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

萤石矿山建设、选矿厂、氟化工装置均为重资产投入，单矿山投资数亿元，“选化一体”项目需同步配套采选与化工产能，资本开支大；同时需持续投入资源勘探、获取采矿权，进一步推高资产规模。截至2025年三季度末，公司资产合计72.60亿元，其中固定资产合计占比为35%、在建工程占比10%、无形资产（采矿权）占比10%，整体来看资产强度高。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

萤石、氟化工产品下游应用广泛，冶金（钢铁、铝冶炼）、氟化工（制冷剂、特氟龙）、半导体（蚀刻剂）等行业均有需求，公司通过拓展多领域客户分散集中度；同时绑定包钢等战略大客户，保障基础销量。2024年年报显示：公司前五大客户收入占比34%，客户覆盖冶金、氟化工、新能源等多领域，既避免单一行业波动冲击，又通过大客户合作实现稳定出货，经营风险可控，客户集中度中等。

3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

萤石为稀缺战略矿产，公司需绑定核心矿山保障原料；氟化工生产需大量硫酸，上游硫酸厂商集中度高，长期合作可锁定价格与供应；此外，公司“选化一体”项目与包钢合作，直接获取其伴生萤石，进一步提升供应商集中度。2024年年报显示：公司前五大供应商采购金额占比51%，其中第一大供应商占比41%，主要系金鄂博采购包钢金石萤石粉金额较大所致。

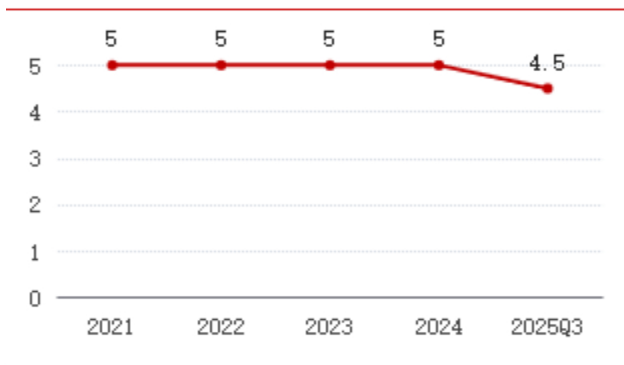
4. 历史经营绩效

公司依托萤石资源，历史盈利能力一直较为优秀；而近几年稳步推进的一体化扩张，保障了公司保持着较好的成长能力；此外，公司现金流一直很好，且作为上游资源端，对下游的话语权较好，整体来看业务控制力较好；公司股东回报、分红情况都很好，股东回报评级一直较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

历史数据来看，公司盈利能力一直较为优秀。2021年以来，萤石价格震荡上行至历史高位，叠加公司产能释放，毛利率、净利率、ROE、ROIC均处于行业较优水平，盈利质量突出。不过，2025年以来，受萤石价格下行、氟化工产品盈利承压、重资产折旧与财务成本上升影响，盈利能力略有下滑，但仍处于较高水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



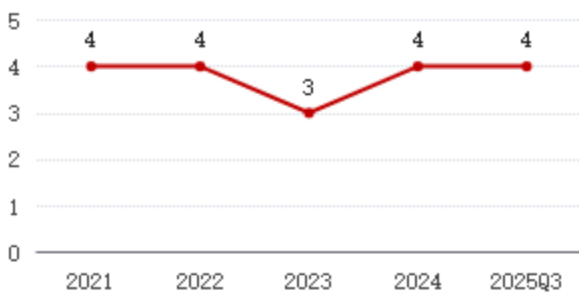
数据来源：公司财报，壹评级

历史上公司成长能力处于中等偏上。营收端受益于矿山扩产、包头选化一体项目投产、氟化工业务放量，整体保持扩张态势，成长动能明确。利润端则高度跟随萤石与氟化工产品价格周期，叠加产能爬坡期成本刚性，波动幅度显著大于营收，体现出强周期资源化工股的典型成长属性，成长能力尚可。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



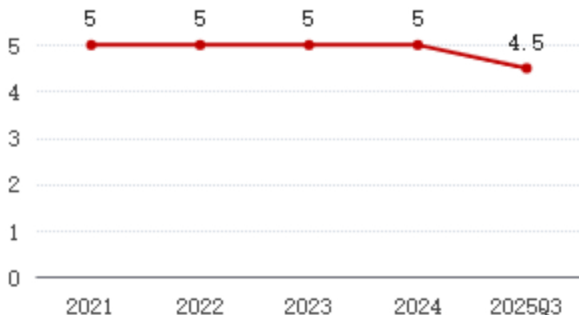
数据来源：公司财报，壹评级

公司现金流一直很好，历年净现比都在1倍以上，除个别年份受项目集中投入与行业低谷影响阶段性偏弱外，整体能够匹配利润水平，盈利含金量较高。且作为上游资源端，公司对下游的话语权较好，但对上游供应商议价能力一般，整体来看业务控制力较好，更多依靠资源与产能壁垒，而非产业链账期优势。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

一方面，公司分红政策连续稳定，分红比例与股东回报在周期股中表现较好，历年分红比例都在30%以上，另一方面，萤石业务盈利性较好，使得公司具备分红的基础，股价表现也较好，股东回报评级较好。

5. 四维评级

公司成长空间尚可，主要系萤石下游需求多元化，如锂电、光伏、半导体等终端材料需求旺盛，且公司掌握稀缺的产能扩张能力；萤石被列为国家战略性矿产，供给端刚性约束，资源端价格景气有望维持高位。此外，随着公司包钢金石项目产能持续爬坡，成本持续下降、产品结构持续优化，后续有望带动氢氟酸业务盈利明显改善，盈利趋势进一步向好；虽萤石与氢氟酸供给格局较为分散，且偏向于同质化价格竞争，但萤石资源稀缺性加剧，上市公司中金石资源的规模领先优势明显，也无新玩家进入、无替代品威胁，总体产业格局尚可；公司护城河来源于资源优势及规模优势，其拥有国内最多的单一萤石矿山采矿证，且自有矿山萤石品位高，又与包钢合作开发白云鄂博伴共生萤石资源，加速蒙古国等海外萤石矿并购，资源储备远超竞争对手，且持续性高。

5.1 成长空间

★★★★☆

萤石下游需求多元化：53%用于氢氟酸生产，18%用于氟化铝，新能源（锂电池/六氟磷酸锂）、半导体（电子级氢氟酸）、氢能（PEM电解槽）等新兴领域需求快速增长，驱动行业维持稳健增长。公司国内萤石资源储量第一，与包钢股份合作开发白云鄂博伴共生萤石资源约1.3亿吨，资源储备充足，成长空间尚可。

萤石(3星):

公司作为国内萤石龙头，拥有单一萤石矿采矿证规模约112万吨/年，年产量稳定在40-50万吨区间；更为重要的是，未来在包钢金石+蒙古国项目的推进下，具备稀缺的扩张能力。我们判断，未来显性期考虑到产能释放，此业务有望保持10%~15%的中等增速，更远期，基于资源的稀缺性，公司可维持0%~5%的中低增速，成长空间尚可。

氢氟酸(3.5星):

氢氟酸是氟化工中游核心产品，传统制冷剂需求稳定，新能源（六氟磷酸锂）、半导体（电子级氢氟酸）需求旺盛，有望拉动未来氢氟酸总需求维持7%左右的年均复合增速。我们判断，未来显性期考虑到公司包钢项目产能爬坡顺利，叠加氢氟酸盈利趋势向好，此业务有望保持15%~20%的中高增速，更远期，基于氟化工新兴需求领域的拓展，公司可维持5%~10%的中等增速，成长空间尚可。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

萤石被列为国家战略性矿产，供给端刚性约束，资源端价格景气有望维持高位。此外，随着公司包钢金石项目产能持续爬坡，成本持续下降、产品结构持续优化，后续有望带动氢氟酸业务盈利明显改善，盈利趋势进一步向好。

萤石(4星):

萤石作为氟化工的起点，具有不可再生的战略资源属性。国内环保及安全监管趋严，中小矿山持续出清，新增采矿权极难获取。而下游需求端受益于六氟磷酸锂等新兴领域需求快速增长，我们测算萤石总需求有望维持5%左右的年均复合增速，供需缺口将持续扩大，萤石景气度有望维持较高水平，盈利趋势向好。

氢氟酸(4星):

2023年公司氢氟酸开始贡献收入。但受公司包钢金石项目投放的大规模氢氟酸产能影响，未能充分传导上游萤石的涨价压力；叠加公司项目投产初期产能利用率不足，导致成本偏高，该业务2024年毛利率仅为-0.55%。展望未来，随着新兴需求占比越来越高，我们判断到2030年，锂电、光伏等新能源行业对氢氟酸的需求占比将达到总需求的62%，有望拉动氢氟酸总需求维持7%左右的年均复合增速，在此背景下，未来供需格局将趋紧。叠加公司自身包钢金石项目产能持续爬坡，成本持续下降、产品结构持续优化，后续有望带动氢氟酸业务盈利明显改善，盈利趋势进一步向好。

5.3 产业格局

★★★★☆☆

萤石资源稀缺性加剧，行业市场集中度持续提升，上市公司中金石资源的规模领先优势明显。且包钢金石项目使得公司产业链向氢氟酸进一步延伸，虽短期成本偏高、盈利承压，但也无新玩家进入、无替代品威胁，总体产业格局尚可。

萤石(3.5星):

萤石行业资源属性较强，产品较为同质化，以价格竞争为主。国内萤石采矿企业超300家，CR5仅约40%-45%，远低于稀土、锂矿等资源品。除公司作为龙头，规模明显领先之外，其余中小矿、伴生矿、地方矿仍占近六成产能，供给碎片化明显。不过考虑到无替代品、新进入者威胁较弱，且公司与多氟多、巨化等下游龙头长协绑定，仍在通过蒙古项目+包钢金石项目，把握稀缺的扩产能力，未来公司定价权与份额有望双升，综合来看，萤石产业格局尚可。

氢氟酸(3星):

氢氟酸生产工艺成熟，技术壁垒一般，占比较大的工业级氢氟酸是标准品，偏向于同质化价格竞争。而国内氢氟酸玩家众多、产能分散，典型参与者包括资源型企业（如公司）、自备上游原料的氟化工龙头（如巨化股份、三美股份），以及大量产能规模在5万吨以下的小型生产企业。没有一家企业能占到20%以上的市场份额，竞争格局较分散，整体周期性波动特征较为明显，产业格局一般。

5.4 护城河

★★★★★☆☆

公司护城河来源于资源优势及规模优势，其拥有国内最多的单一萤石矿山采矿证，且自有矿山萤石品位高，又与包钢合作开发白云鄂博伴生萤石资源，加速蒙古国等海外萤石矿并购，资源储备远超竞争对手。另外，公司通过选化一体技术实现经济开采，打破高品位矿依赖，构建长期资源优势，也明显降低了生产成本，护城河具备较好的持续性。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
萤石	(4星) 公司是我国萤石绝对龙头，但公司市占率不足10%。稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC可达24%，超额收益明显。且公司作为上游资源端，对下游客户的话语权尚可，业务控制力为4星。	(5星) 公司该业务的护城河主要来源于资源优势与规模优势，持续性很好。1) 资源优势：公司拥有国内不可复制的单一萤石矿资源，且掌握难选矿技术，萤石资源储量、产销量均居全国第一，拥有8个采矿权、2个探矿权，采矿证规模112万吨/年；叠加包钢金石伴生萤石、蒙古国优质矿权，资源储量超千万吨，可采年限超30年，是国内唯一实现“国内+海外+伴生”多源保障的萤石企业，资源优势的持续性很高；2) 规模优势：公司规模明显领先，相应地较中小矿企具备一定成本优势，且随着包钢金石+蒙古项目的推进，未来将打破高品位矿依赖，构建长期资源优势，继续明显降低生产成本，规模优势的持续性较好。
氢氟酸	(0.5星) 自2023年以来包钢金石产能释放，公司新增氢氟酸业务，当前业务市占率尚不高，为低个位数；但随着产能陆续爬坡，规模进一步扩大，稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC为7.5%，有微薄的超额收益。氢氟酸产品较同质化，公司此业务控制力为3星。	(4星) 公司该业务的护城河主要来源于资源优势与规模优势，持续性较好。1) 资源优势：公司自有萤石直供氢氟酸生产，实现“采选-加工”闭环，摆脱原料依赖，成本与供应稳定性远超外购原料企业。随着未来萤石主业的发展，资源优势进一步强化，持续性好；2) 规模优势：公司自有萤石直供降低原料成本、且预计随着未来产能爬坡顺利，规模效应将进一步发挥，持续性较好。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于萤石业务收入稳健增长，景气度维持中高位；叠加氢氟酸业务随产能爬坡顺利、盈利能力明显修复至中枢水平的假设，根据壹评级的DDM估值与动态估值模型，公司估值处于合理区间。

6.1 核心假设及逻辑

我们将公司业务拆分成萤石、氢氟酸、其他业务，并对其进行盈利预测及估值，预测的核心假设及逻辑如下：

业务1：萤石

收入假设：

显性期：

1) 量：考虑到公司包钢金石+蒙古项目陆续释放带来新增产能，叠加萤石需求稳健，我们预测显性期（2025-2029年，下同）公司销量增速分别为5%、8%、10%、10%、10%。

2) 价：考虑到萤石景气度当前已处于历史较高水平，但从供需关系来看未来有望供需缺口继续加大，在资源稀缺的大背景下，预计公司产品价格将实现稳健增长，我们假设显性期每年售价增长5%。

半显性期，我们假设该业务收入复合增速为5.6%。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：依托于公司优质的矿石资源，历史上公司萤石业务毛利率一直偏高，过去十年均值为47.5%。展望后市，我们判断萤石资源属性将被强化，供需缺口或持续扩大，因此显性期我们假设公司该业务的毛利率分别为39%、40%、42%、44%、45%，并在半显性期得以维持。
- 2) 销售期间费用率：公司该业务模式呈现高毛利率、低销售费用率及研发费用率、中等管理费用率的特征，且模式已较为成熟，因此我们预测未来每年的销售费用率与过去5年均值相当，窄幅波动。

业务2：氢氟酸

收入假设：

显性期：

- 1) 量：公司氢氟酸业务主要依托于包钢选化一体化项目——金鄂博30万吨/年氢氟酸项目，根据公司年报，2024年氢氟酸产量仅12.77万吨，产能利用率仅43%。未来随项目产能爬坡顺利，我们预测显性期公司氢氟酸项目的产能利用率分别为47%、55%、64%、71%、79%，对应的氢氟酸销量增速分别为20%、18%、15%、12%、10%。

- 2) 价：氢氟酸是萤石最主要的下游产品，过去几年随萤石景气度上行，但公司氢氟酸售价并未实现同步涨幅，我们认为主要系公司项目投产初期，对行业供给端产生阶段性冲击，叠加公司产品品质尚不算高端所致。展望后市，我们预测显性期售价呈小幅稳健恢复性上涨，增速分别为5%、4%、3%、2%、2%。

半显性期，我们假设该业务收入复合增速为8%左右。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：我们判断未来几年，在产品售价波动不大的情况下，公司氢氟酸业务毛利率将明显改善至合理中枢，主要基于成本改善逻辑：预计随项目产能利用率提升、公司加工技术精进，公司氢氟酸生产成本将明显下降，带动毛利率分别改善至12%、18%、22%、25%、28%，并在半显性期得以维持。
- 2) 销售期间费用率：公司该业务属于传统制造业，业务模式已较成熟，因此我们预测未来每年的销售费用率与过去5年均值相当，窄幅波动。

业务3：其他

收入假设：其他业务主要包括六氟磷酸锂、锂云母提锂、矿山配套服务、贸易等新能源与配套业务。过去两三年，其他业务虽贡献了一定的收入，但并未贡献实际业绩。我们假设未来其他业务规模逐渐收缩，公司以聚焦主业为主，其他业务显性期收入每年下滑20%，半显性期该业务收入复合增速为1%。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：过去十年公司其他业务毛利率均值为13%。我们假设随规模主动收缩，盈利性得以改善，显性期公司该业务毛利率分别为-5%、5%、8%、10%、15%，并在半显性期得以维持。
- 2) 销售期间费用率：公司该业务模式已较为成熟，因此我们预测未来每年的销售费用率与过去5年均值相当，窄幅波动。

表2：公司整体业绩预测

金石资源	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	10.5	19.0	27.5	30.2	33.8	38.2	42.8	47.9
归母净利润(亿)	2.2	3.5	2.6	2.6	4.0	5.6	7.3	9.2
归母净利润增速(%)	-9.2	57.0	-26.4	2.1	50.9	40.7	31.3	26.1
经营性净利润(亿)	2.2	3.1	1.7	2.6	4.0	5.6	7.3	9.2
经营性净利润增速(%)	-15.7	40.2	-45.5	54.8	50.9	40.7	31.3	26.1
经营性归母净利润(亿)	2.2	2.9	1.7	2.6	4.0	5.6	7.3	9.2
经营性归母净利润增速(%)	-13.5	29.8	-40.7	53.3	50.9	40.7	31.3	26.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

萤石	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	10.4	11.6	11.2	12.4	14.0	16.2	18.7	21.6
收入增速(%)	2.1	10.8	-2.9	10.3	13.4	15.5	15.5	15.5
经营性净利润(亿)	2.2	2.8	1.8	3.3	3.5	4.3	5.2	6.2
经营性净利率(%)	21.3	23.9	16.3	26.4	25.2	26.5	28.0	28.8
经营性净利润增速(%)	-15.5	24.3	-34.0	78.7	8.4	21.3	22.4	18.5
氢氟酸	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	2.6	10.4	13.1	16.0	19.0	21.7	24.3
收入增速(%)	0.0	0.0	300.0	26.0	22.7	18.5	14.2	12.2
经营性净利润(亿)	0.0	-0.1	-0.8	0.0	0.6	1.4	2.1	3.0
经营性净利率(%)	0.0	-3.3	-7.4	0.0	4.0	7.3	9.7	12.2
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	-803.1	100.3	28855.5	114.6	52.1	40.1
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.1	4.8	5.9	4.8	3.8	3.0	2.4	1.9
收入增速(%)	-66.7	6771.4	23.5	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0
经营性净利润(亿)	-0.0	0.4	0.6	-0.6	-0.2	-0.1	-0.0	0.0
经营性净利率(%)	-8.8	8.9	10.7	-13.5	-5.9	-3.5	-2.0	2.0
经营性净利润增速(%)	-574.6	7116.9	47.4	-201.3	65.0	52.0	54.1	179.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
萤石	5.0%	中等-	较好	强	7.5%	18	7.6
氢氟酸	6.6%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	4.1
其他	1.0%	中低	一般	一般	8.3%	10.69	-0.0
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
萤石(亿)	15.4	82.5	97.9	-	-	3.5	101.4
氢氟酸(亿)	-9.8	37.0	27.2	-	-	-	27.2
其他(亿)	0.5	-0.2	0.3	-	-	-	0.3
公司整体测算(亿)	6.1	119.3	125.4	-	-	3.5	128.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
萤石(亿)	40.1	62.2	102.3	-	-	3.5	105.8
氢氟酸(亿)	-1.1	26.8	25.8	-	-	-	25.8
其他(亿)	0.6	-0.0	0.6	-	-	-	0.6
公司整体测算(亿)	39.6	89.0	128.7	-	-	3.5	132.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

作为萤石行业绝对龙头，公司信息披露规范，且与市场投资者保持较好的沟通频率。具体来看，萤石业务披露细致、盈利底清晰、周期相对温和；氢氟酸披露较粗、强周期、盈利波动大。公司以萤石业务提供基础确定性，但氢氟酸与新业务波动大、盈利预测难度高，整体来看估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。