



金诚信 (603979): 矿业开支周期将至, 矿服矿商纵向发展助推成长弹性释放

2021年06月14日

推荐/首次

金诚信 公司报告

投资要点:

公司是行业领先的矿山综合服务供应商, 创新形成“服务+资源”业务模式。公司专注于矿山综合服务行业, 是行业内口碑最好、一体化、专注度及专业度最高的高端矿山开发服务企业之一, 亦是国内首家承接海外大型矿山开采管理项目的供应商, 在本领域处于国内龙头地位。此外, 公司积极向矿商领域纵向延伸, 以极低成本获得(参股)贵州两岔河磷矿、刚果(金) Dikulushi 铜矿、刚果(金) Lonshi 铜矿以及哥伦比亚 SanMatias 铜金银矿项目采矿权, 当前公司权益金属储量铜 105.4 万吨、金 5.9 吨、银 246.2 吨、P2O5 约 623.3 万吨, 已逐步探索出具备金诚信特色的“服务+资源”双轨业务新模式。

矿山综合服务业务将受益于强行业周期与订单成长性共振而结构性扩张。矿山综合服务业务当前占公司主营收入 95% 以上, 该业务近六年维持年化 20.5% 的采供矿量增长, 显示大宗商品价格阶段性波动未对公司主营业务扩张产生周期性影响。公司主营业务增长基于两点, **1) 矿业资本开支开始进入高景气周期。**全球矿业公司资本开支水平或在可预见的三年内维持扩张(金属价格领先矿业项目资本开支平均 1.5 年), 订单驱动上游矿山服务行业进入高景气周期, 全球矿山开采管理行业市场规模有望呈现年均 15% 以上增长。**2) 公司自身具有强成长属性。**公司当前客户群体有强稳定性、强黏性及强订单有效性(央企、国企及知名矿企)特征, 公司在开拓海外订单业务中具备效率优势(项目完成度高)、技术优势(矿山产出率高, 自然崩落法等)及成本优势(平均报价较海外供应商低约 10%)。鉴于海外项目平均单价为 1.87 亿元(约为国内 2.1 倍), 其中高附加值“采+建”一体工程单价优势约为国内同类项目单价 3.2 倍, 公司矿山综合服务业务规模有望结构性扩大。我们预计公司 2021-2023 年矿山服务板块营收或达到 46.4/54.7/62.9 亿元, 较 2020 年增长 20%/42%/63%; 毛利分别为 13.2/16.1/18.8 亿元, 较 2020 年增长 21%/48%/73%。

矿山资源业务 2022 年起贡献利润, 至 2025 年将形成年产 5 万吨铜+80 万吨 P2O5 生产能力。公司自 2019 年起向矿山资源领域布局, 用极低的价格分别收购了贵州两岔河磷矿(80 万吨年产能, 2025 年达产)、刚果(金) Dikulushi (21 年底试产, 22 年达产, 年产铜金属 1 万吨, 项目 NPV 约 8.32 亿元)、Cordoba 矿业项目(持股 19.36%, 预计年均产铜金属 1.81 万吨, 有 22.5 吨黄金及 184 吨白银储量, NPV 3.47 亿美元)及刚果(金) Sky Pearl (Lonshi 矿 24 年投产, 年产铜 4 万吨, 当前 87 万金属吨铜, 有远期增储前景)。公司已逐步迈入“服务+资源”双轮驱动的快速成长通道, 我们预计 2022 年起 Dikulushi 项目(年产 1 万吨铜)率先形成业绩贡献; 到 2025 年叠加 Lonshi 和两岔河项目的投产, 公司将形成 5 万吨铜+80 万吨 P2O5 生产能力。从现金流角度考虑, 预计届时公司资源业务年营收规模或贡献 33 亿元以上, 毛利贡献 11 亿元之上, 板块营收及毛利占比均达到 30%。**公司由单一矿山综合服务商向资源类矿商迈进, 有助于实现经营规模及估值弹性的双释放。**

盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2021-2023 年营收 46.46/61.71/69.91 亿元, 归母净利润 5.58/8.04/9.37 亿元, 对应 EPS 为 0.96/1.38/1.61 元, 当前股价对应 PE 分别为 17.7/12.3/10.6 倍。考虑公司主营业务强增长性及矿山业务高弹性, 我们给予 2021 年 30 倍 PE 估值, 对应目标价格 28.7 元(市值约 170 亿元), **首次覆盖, 给予“推荐”评级。**

风险提示: 流动性收缩风险; 全球矿山资本开支计划不及预期; 项目国政治风险; 公司矿端项目产出不及预期。

公司简介:

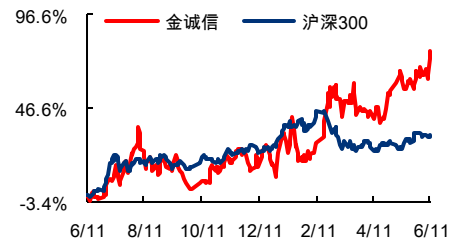
公司是一家集有色金属矿山、黑色金属矿山和化工矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发等业务为一体的专业性管理服务企业, 拥有矿山工程施工总承包壹级资质和对外承包工程资格, 是国内矿山行业最早通过质量、环境、职业健康安全管理体系认证的企业之一。

资料来源: wind、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	18.10-9.78
总市值 (亿元)	104.90
流通市值 (亿元)	104.90
总股本/流通 A 股 (万股)	58,341/58,341
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.48

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 张天丰

021-25102914 zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520100001

分析师: 胡道恒

021-25102923 hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519080001

分析师: 张清清

021-25102904 zhangqq@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520080002

财务指标预测

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,433.96	3,863.45	4,636.14	6,170.65	6,991.24
增长率(%)	10.59%	12.51%	20.00%	33.10%	13.30%
净归母净利润(百万元)	309.57	365.28	558.23	803.87	937.31
增长率(%)	6.45%	16.60%	55.82%	44.00%	16.60%
净资产收益率(%)	7.26%	7.70%	11.27%	14.36%	14.77%
每股收益(元)	0.53	0.63	0.96	1.38	1.61
PE	32.00	26.92	17.73	12.31	10.56
PB	2.32	2.09	2.00	1.77	1.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 行业领先的矿山综合开发服务供应商	4
1.1 公司发展历程：深耕矿山开采建设及运营管理，积极向资源领域延伸	4
1.2 金诚信集团持股 41.57%，股权质押率较低	4
1.3 科研及技术实力居同行业前列	5
2. 矿山服务板块：矿山开采服务业开始进入高景气周期	6
2.1 综述：矿山综合运营管理领域业内领先，项目全球化拓展	6
2.2 主营规模持续扩张，海外项目助推增长	8
2.3 经营情况：海外占比持续提升，毛利率维持稳定	9
2.4 全球矿山渐入深部开采阶段，自然崩落法为公司技术护城河	10
2.5 金属价格高企激励矿山资本开支增加，推动矿山开发服务业进入高景气周期	11
2.6 公司矿山服务板块未来三年营收或保持 15% 以上增长	12
3. 资源开发板块：蓄势待发，增厚公司利润并提升估值弹性	12
3.1 控股两岔河磷矿，实现矿山开发领域实质性突破	13
3.2 低价收购 Dikulushi 铜矿，有望 2021 年底前投产	14
3.3 战略投资 San Matias 铜金银项目，与艾芬豪集团合作再进一步	15
3.4 完成 Sky Pearl 收购，2024 起实现年产 4 万吨铜	16
3.5 铜：供应缺口呈阶段性放大，2022 年前全球铜供需维持偏紧状态	17
3.6 资源板块 2022 年起贡献业绩，2025 年形成 5 万吨铜+80 万吨 P ₂ O ₅ 生产能力	19
4. 盈利预测及估值	19
4.1 关键假设及盈利预测	19
4.2 估值对比	20
5. 投资评级	21
6. 风险提示	21

插图目录

图 1：金诚信公司发展历程	4
图 2：公司股东结构（截止 2021 年 3 月底）	4
图 3：公司股权结构及子公司	5
图 4：公司服务多家国际知名矿业公司	7
图 5：公司当前主要项目分布	7
图 6：公司采供矿量持续提升	8
图 7：公司境外项目数量逐年增长，单价显著高于国内	8
图 8：2016-2021Q1 公司营业收入及同比增速	9
图 9：2016-2021Q1 公司归母净利润及同比增速	9
图 10：2016-2020 公司营收结构（按地域）	9
图 11：2016-2020 公司不同业务类型毛利变动（单位：百万元）	9
图 12：2016-2020 公司毛利率变动	10

图 13: 2016-2021Q1 公司三费变动	10
图 14: 自然崩落法示意图	11
图 15: 由金诚信服务、采取自然崩落法的普朗铜矿	11
图 16: 全球有色金属勘探预算与铜金走势对比（1996-2021E）	11
图 17: 全球前十矿业公司资本开支与铜金走势对比（2010-2021E）	12
图 18: 公司资源板块布局	13
图 19: 两岔河矿区交通位置	13
图 20: 两岔河矿业股权结构	13
图 21: San Matias 项目地理位置	15
图 22: San Matias 项目规划	15
图 23: San Matias 项目规划	16
图 24: 全球铜矿产量增长图	18
图 25: 全球三大工业体经济总量较金融危机前变化	19
图 26: 全球阶段性铜消费及增速	19

表格目录

表 1: 公司部分核心技术一览	6
表 2: 公司当期履行工程合同一览	7
表 3: 两岔河磷矿采矿权资源量	14
表 4: Dikulushi 矿区资源储量情况	14
表 5: Dikulushi 项目不同铜价及折现率水平下的净现值	14
表 6: San Matias 铜金银矿资源储量情况	15
表 7: Lonshi 铜矿资源量	17
表 8: 全球精炼铜供需平衡表及产需增长率（2008-2022E）	17
表 9: 全球及中国精铜产量表（2016-2022E）	18
表 10: 全球制造业指数变化表--全球制造业极度收缩后又扩张，美国制造业强势修复（红色代表扩张，蓝色代表收缩）	19
表 11: 营收及毛利预测（单位：百万元）	20
表 12: 估值对比（wind 一致预期，市值取 2021 年 6 月 7 日收盘数据）	21

1. 行业领先的矿山综合开发服务供应商

1.1 公司发展历程：深耕矿山开采建设及运营管理，积极向资源领域延伸

金诚信成立于1997年，是一家集有色金属矿山、黑色金属矿山和化工固体矿山工程建设、矿山运营管理、矿山设计与技术研发、矿山设备制造等业务为一体的专业性综合管理服务企业，是行业内口碑最好、一体化、专注度及专业度最高的高端矿山开发服务企业之一，在本领域处于国内龙头地位。2000年7月，公司承接中国海外第一个大型有色属项目“赞比亚谦比希铜矿”的采矿运营管理业务，开启海外拓展步伐。2015年6月，公司在上交所成功挂牌上市（股票代码603979）。2019年起，公司相继取得贵州两岔河矿业、Dikulushi、San Matias、Sky Pearl等项目的采矿权及股权，正式进入由矿山综合服务商向矿商延伸发展的新阶段。

图1：金诚信公司发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

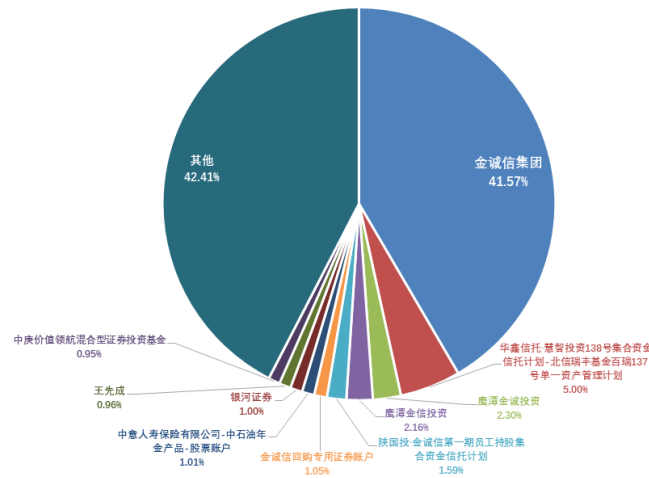
1.2 金诚信集团持股 41.57%，股权质押率较低

截至2021年3月底，公司总股本为58341万股。前十大股东合计持股57.59%。控股股东为金诚信集团，持股41.57%；实际控制人为王先成、王慈成、王友成、王亦成、王意成（一致行动人），其持有金诚信集团股权比例94.75%，通过直接及间接方式合计控制公司43.82%股权。

公司当前无限售股。股权质押方面，根据中登披露数据，大股东金诚信集团、鹰潭金诚投资、金信投资合计质押股份占总股本20.61%，质押比例整体维持较低水平。

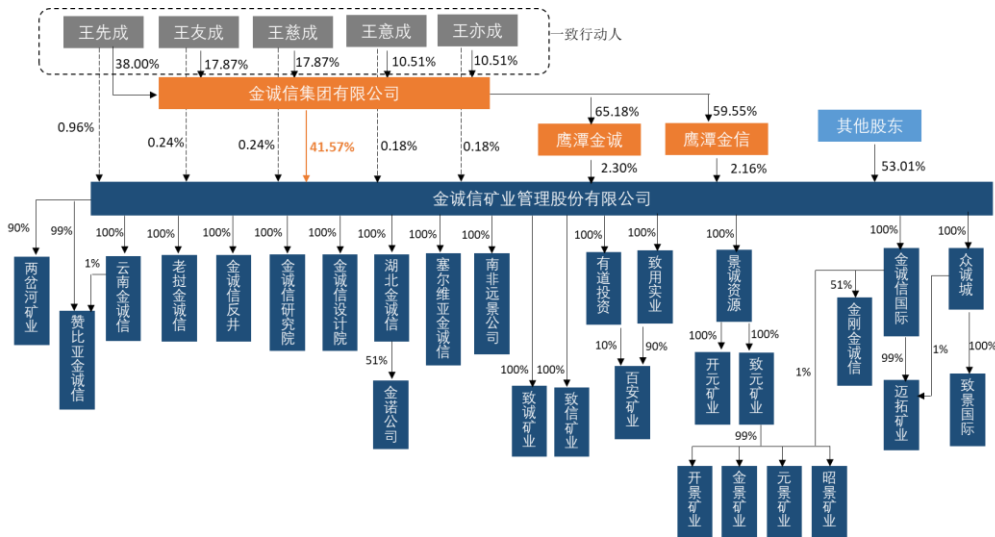
公司当前拥有控股及参股子公司29家。主要子公司中，云南金诚信、赞比亚金诚信等负责矿山工程建设及采矿运营管理；北京众诚城主营矿山设备与物资的贸易业务；金诚信研究院和金诚信设计院负责研发和矿山工程设计；贵州两岔河矿业则为资源开发业务。

图2：公司股东结构（截止2021年3月底）



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图3: 公司股权结构及子公司



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 科研及技术实力居同行业前列

公司以“技术创新、技术领先”为发展基石, 通过多年实践探索, 在矿山开发服务领域形成独特的技术优势, 整体技术实力行业领先。

- 公司技术成果丰硕。公司先后获得国家级工法 4 项、部级工法 68 项, 拥有发明专利 13 项、实用新型专利 79 项; 参与完成 12 项国家或行业标准(规范)的制定工作, 其中有 4 项标准(规范)作为责任单位之一承担了部分起草工作。2020 年, 公司申报和承担国家及政府科研课题 5 项, 获部级科技成果 2 项, 申报的 5 项工法全部通过中国有色建设协会评审, 获发明专利 2 项、实用新型专利 30 余项, 参与编写颁布的国家膏体充填规范 1 项, 2 项部优工程均通过了中国有色金属工业质量监督总站的复审。

- 公司深部资源开发科研实力强劲, 注重校企合作。公司具备同时施工 10 条超千米竖井的能力, 所承建的会泽 3# 竖井掘砌及配套工程是国内目前已完工的最深的竖井工程; 另外, 公司积极参与原国家安全生产监督管理总局主持的“双超 (超深竖井建设、超大规模采矿)”工程、国家科技部主持的“深地 (深部金属矿建井与提升关键技术、深部地下矿山膏体充填技术和巷道支护技术)”工程。校企合作方面, 公司与中南大学、北京科技大学、东北大学、中国矿业大学 (北京) 等合作建立了专业齐全的外培体系, 成功申请博士后科研工作站。

表1: 公司部分核心技术一览

序号	核心技术
1	复杂矿区露天转地下安全平稳过渡与无废开采综合技术
2	严寒地区矿山基建施工采暖保温综合技术
3	下向六角进路式充填法的围岩控制及转层技术
4	上向分层回采膏体充填技术
5	掘进机在钾盐的使用技术
6	金属矿山坚硬矿岩井巷快速施工成套新技术
7	斜坡道优质高效施工综合技术
8	竖井井筒与井塔同时施工技术
9	竖井延深井筒装备预先安装施工技术
10	高水平应力不良岩层巷道支护施工技术
11	聚能药包疏通溜井堵塞技术
12	大直径深竖井快速施工技术
13	金属矿山胶带斜井施工带式输送机出渣技术

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2. 矿山服务板块: 矿山开采服务业开始进入高景气周期

2.1 综述: 矿山综合运营管理领域业内领先, 项目全球化拓展

公司作为国内非煤固体矿山综合服务商, 在**矿山工程建设及采矿运营管理领域具有丰厚经验及技术优势**。公司**矿山工程建设服务**的业务模式为施工总承包, 按照工程内容可划分为竖井工程、平 (斜) 巷道工程、斜坡道工程以及相配套的安装工程、附属工程等。**采矿运营管理服务**内容主要包括: 开采设计、中深孔设计、计划管理、出矿品位管理、采空区管理, 辅助系统管理。主要环节包括: 生产探矿、开拓、采切、回采、通风、供电、设备设施维修等工序。此外, 公司拥有矿山工程施工总承包壹级资质、隧道工程专业承包贰级资质; 全资子公司金诚信设计院拥有冶金矿山工程专业甲级工程设计资质。

深度绑定知名矿业公司, 项目全球化拓展。多年专业化的行业深耕令公司形成了以央企、地方国企、上市公司、国际知名矿业公司为代表的稳定客户群, 包括江西铜业、紫金矿业、Ivanhoe 等, 公司客户群体具有强稳定性及强黏性 (强订单有效性), 有助公司主营业务规模的稳定增长。此外, 公司开始深耕海外项目, 如公司与中国有色在海外的合作已延伸至赞比亚 Luanshya 铜矿项目和印尼 Dairi 铅锌矿项目; 与紫金矿业的合作也由刚果 (金) Kamoia 项目延伸至塞尔维亚 Timok 铜金矿项目等。而公司亦承接了 Ivanhoe 卡莫阿卡库拉井下开拓工程, 显示金诚信的矿山建设运营能力已被国际矿商认可。考虑到公司的效率优势 (项目完成度

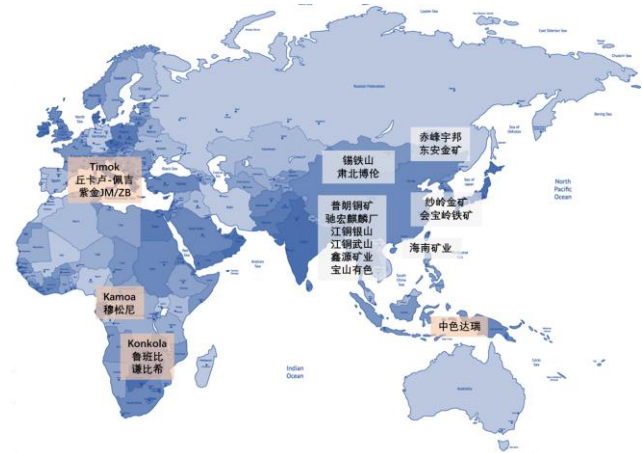
高)、技术优势(矿山产出率高)及成本优势(平均报价较海外供应商有约 10%的成本优势), 随着境外矿企认可度的提升, 公司海外矿业服务项目具有较强增长性。

图4: 公司服务多家国际知名矿业公司



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图5: 公司当前主要项目分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表2: 公司当期履行工程合同一览

地域	工程类别	合同主体	工程内容	金额
国内	采矿运营管理	云南迪庆有色金属有限责任公司	普朗铜矿一期采选工程首采区域采矿总承包	约 188,900 万元
		临沂会宝岭铁矿有限公司	会宝岭-410m 水平北翼采矿工程承包合同	约 13,696 万元
		临沂会宝岭铁矿有限公司	临沂会宝岭铁矿-340M 中段北翼采矿工程	约 35,552 万元
		海南矿业股份有限公司	海南矿业股份有限公司地采铁矿石回采承包合同	约 54,220 万元
		西部矿业股份有限公司	锡铁山矿山采矿生产承包合同(二期)	约 42,534 万元
		肃北县博伦矿业开发有限责任公司	矿山采掘生产承包合同(第二期)	约 39,000 万元
		江西铜业集团银山矿业有限责任公司	井下 8000t 项目采掘作业合同(第一标段)	约 12,950 万元
		四川鑫源矿业有限责任公司	第二期矿山采矿生产承包合同	约 40,238 万元
		湖南宝山有色金属矿业有限责任公司	井下采掘工程施工项目	约 21,659 万元
		赤峰宇邦矿业有限公司	基建、斜井及斜坡道二期工程及采矿工程(一标段) —采矿工程施工合同	约 75,288 万元
		海南矿业股份有限公司	海南矿业股份有限公司北-西区地采工程	约 14,500 万元
		云南驰宏锌锗股份有限公司	麒麟厂中深部找探矿项目施工工程	约 17,735 万元
		莱州汇金矿业投资有限公司	纱岭金矿副井、进风井掘砌工程合同	约 20,648 万元
		江西铜业股份有限公司武山铜矿	武山铜矿三期扩建工程-三井(主井、副井、风井) (三标段)	约 15,470 万元
		赤峰宇邦矿业有限公司	基建、斜井及斜坡道二期工程及采矿工程(一标段) —基建工程合同	约 38,280 万元
国内	矿山工程建设及采矿运营管理	黑河银泰矿业开发有限责任公司	东安金矿井下采矿工程、二期开拓及安装工程	约 25,628 万元
国外	矿山工程建设	中色(印尼)达瑞矿业有限公司(PT)	印尼达瑞铅锌矿项目井下生产系统开拓工程	约 5,080 万美元

Dairi Prima Mineral)		
Lubambe Copper Mine Limited	《鲁班比铜矿有限公司井下南翼矿体采掘合同》及其补充协议	约 10,332 万美元
Lubambe Copper Mine Limited	《鲁班比铜矿有限公司井下东翼矿体采掘合同》	约 13,876 万美元
Rakita Exploration doo Bor	Timok 铜金矿矿山井巷工程 (第一标段)	约 25,277 万元
Rakita Exploration doo Bor	丘卡卢-佩吉铜金矿矿山井巷工程 (-80m~-320m 斜坡道)	约 2,044 万美元
塞尔维亚紫金铜业有限公司	JM 矿、ZB 金矿矿山井巷工程 (第二标段) 施工合同	约 51,323 万元
中国瑞林工程技术股份有限公司非洲分公司	刚果(金)卡莫亚铜钴矿深部矿体基建井巷工程斜坡道区段	约 7,340 万美元
Kamoa Copper SA	卡莫阿铜矿卡库拉井下开拓工程及其补充协议	约 41,795 万美元
Ruashi Mining SAS	穆松尼项目主井合同	约 2,146 万美元
矿山工程建设及采矿运营管理	Konkola Copper Mines plc 基建及采矿工程总承包合同	约 50,366 万美元

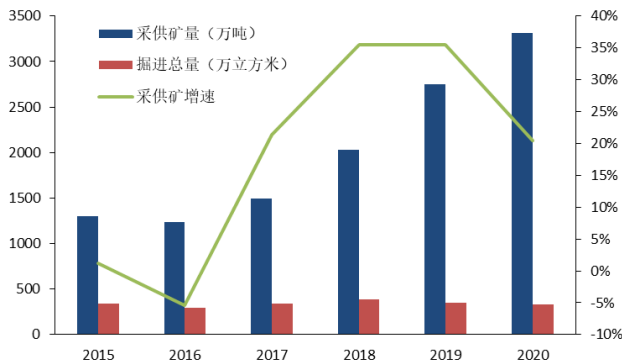
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 主营规模持续扩张, 海外项目助推增长

公司主营业务规模摆脱周期波动而持续扩张, 采供矿量近六年维持 20.5% 年化增长。公司 2015-2020 年采供矿量 CAGR 为 20.5%, 在周期品价格受政策、流动性及疫情影响大幅波动背景下, 公司主营规模实现稳定有效扩张。其中 2020 年全年公司实现采矿量 3313.33 万吨(含自然崩落法), 同比增长 20.5%; 掘进总量 334.97 万立方米。2021 经营目标为采矿量 3446.8 万吨 (+4%), 掘进量 415.55 万立方米 (+24.1%)。

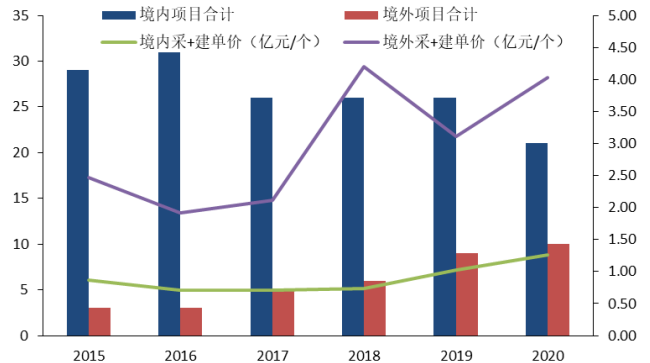
国内项目单价稳步抬升, 海外项目数量保持增长。公司国内项目金额自 2015 年以来保持在 17-20 亿元区间, 2020 年项目平均单价约 0.88 亿元, 呈现稳步抬升趋势, 展现出公司国内市场稳中求进、大项目为主的策略执行力。公司海外项目亦保持增长, 2020 年承建项目共 10 个, 其中矿山工程项目达 7 个。鉴于海外项目平均单价为 1.87 亿元, 约为国内的 2.1 倍, 其中高附加值“采+建”一体工程单价优势更为明显(约为国内同类项目单价 3.2 倍), 公司收入和利润规模有望得益于海外项目增加而进一步提升。

图6: 公司采供矿量持续提升



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图7: 公司境外项目数量逐年增长, 单价显著高于国内



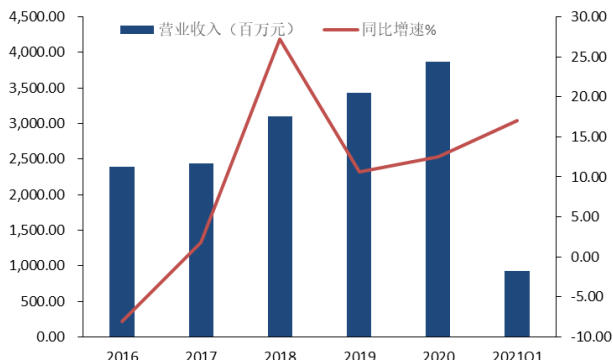
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

矿山开发服务国际化趋势推动公司海外业务拓展。公司业务符合国家战略发展方向, 国家“走出去”战略的深入推进以及中国矿产资源贫瘠化和环保政策约束力度不断加大, 推动中国矿山企业大力寻求海外矿山项目收购开采; 而国际大型矿业公司也在寻求技术实力雄厚、业务效率高、信誉度高的矿山开发服务商, 这为金诚信拓展国际市场创造了有力条件。

2.3 经营情况: 海外占比持续提升, 毛利率维持稳定

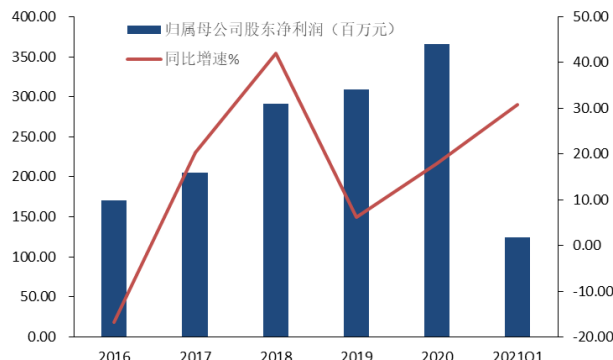
经营规模稳健增长, 海外占比持续提升。公司 2016-2020 期间营收平均增速+8.82%, 归母净利润平均增速+13.95%, 其中 2020 年实现营业收入 38.63 亿元, 归母净利润 3.65 亿元。从营收地域角度观察, 近五年公司海外业务营收占比由 24.1%提升至 48.6%; 从业务类型观察, 矿山工程建设和采矿运营管理是公司当前业绩的基石, 二者合计占据 2020 年营收及毛利比重的 96.1%和 96.8%。

图8: 2016-2021Q1 公司营业收入及同比增速



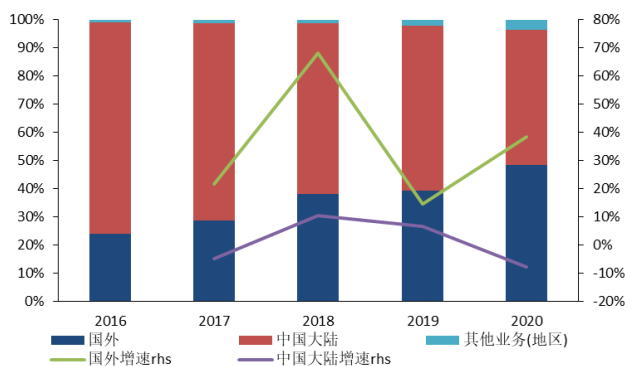
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图9: 2016-2021Q1 公司归母净利润及同比增速



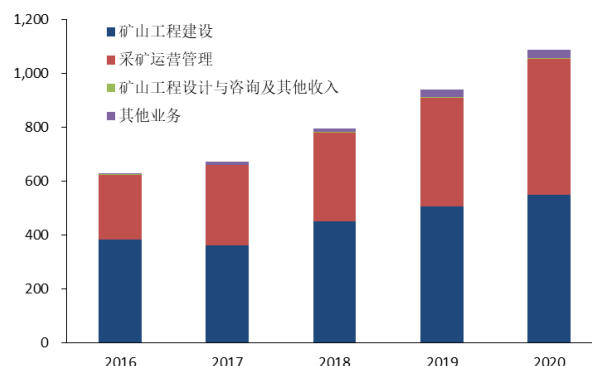
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图10: 2016-2020 公司营收结构 (按地域)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图11: 2016-2020 公司不同业务类型毛利变动 (单位:百万元)

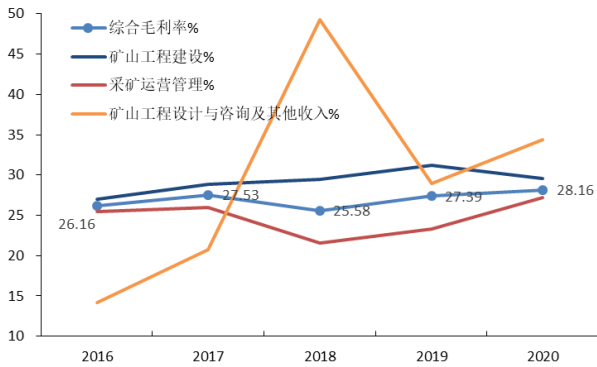


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

管理层成本管控能力优秀, 毛利率及三费支出维持稳定。公司近五年毛利率均值保持在 27%左右。分业务观察, 矿山工程建设毛利率 (均值 29.2%) 要略高于采矿运营管理 (24.7%), 且受益于公司海外高附加值项目占营收比重的提高, 矿山工程建设业务的毛利率呈现趋势性抬升。设计与咨询类业务毛利率则变动较大。费

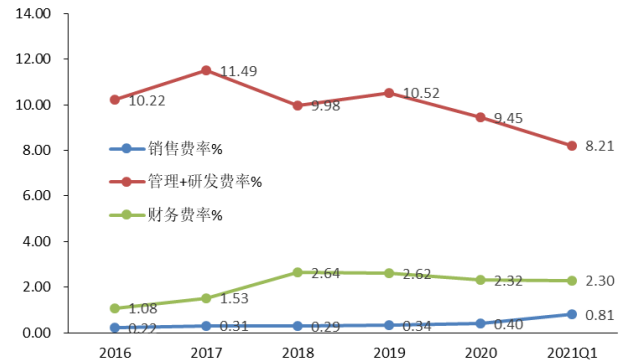
率方面, 管理费用(含研发)近三年保持在 2.5-2.9 亿元区间, 在经营业务日趋复杂、规模逐步增长的背景下, 管理层优秀的成本管控能力推动公司管理费率逐年走低, 三费支出整体维持稳定态势。

图12: 2016-2020 公司毛利率变动



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图13: 2016-2021Q1 公司三费变动



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.4 全球矿山渐入深部开采阶段, 自然崩落法为公司技术护城河

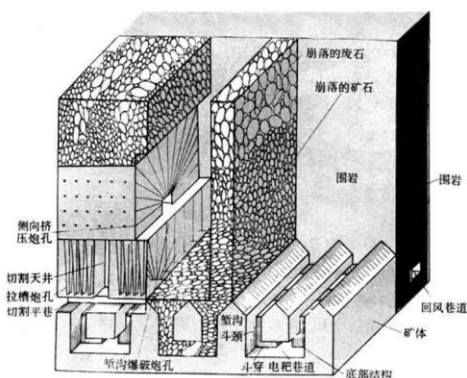
浅部资源日渐枯竭, 全球金属矿山开采逐步向深层转变。以铜为例, 全球半数铜矿山已服役超半个世纪, 近 80 年铜的露天品位由 0.81% 下滑至 0.6%, 地下品位由 1.36% 下滑至 1.12%。据中国地质调查局 2018 年数据, 全球范围内采深超千米的金属矿超过 100 座, 部分矿采已进入 2000-4000 米开采深度, 主要分布在南非、加拿大、中国、澳大利亚等国家。中国大型金属露天矿大部分已采到临界深度, 有近 30 余座金属矿山正处于向深部全面推进阶段。在可预见的 10-15 年, 中国将有 30% 以上的金属矿山采深超过千米, 深部开采已成必然趋势。

资源深部化趋势提升开采难度, 构筑矿山开发市场高竞争壁垒。矿山开采工艺的发展和井下大型无轨设备的广泛应用, 已经为矿山开发项目的大型化提供了硬件基础, 矿产开发向深部化、大型化、机械化方向发展。新建深井矿山和现有老矿山向深部资源过渡存在提升运输、深井地压控制、通风降温等技术难题, 至今仍亟待探索和研究; 开采难度的加大也导致深部大型矿山开发服务市场的技术壁垒随之提高。

自然崩落法, 是一种依靠岩体内部的节理裂隙, 在重力和应力作用下实现矿岩自然崩落与运输的地下采矿方法, 具备低成本、高效率、大规模开采的特点。在当前环保要求高、矿山开采品位逐年走低的行业背景下, 自然崩落法的关注度和实践案例也与日俱增, 如北方铜业的铜矿峪矿(国内首个自然崩落法矿山)、自由港 Grasberg 铜矿、洛阳钼业 Tenke 铜钴矿等。

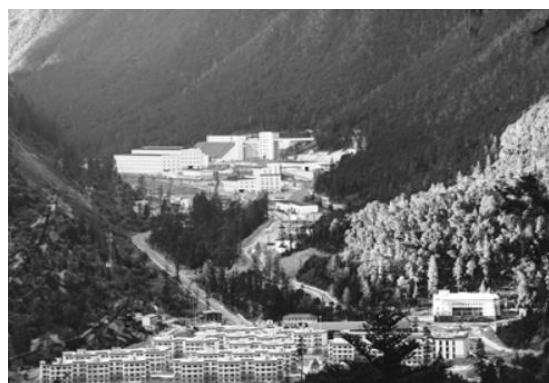
普朗铜矿具备示范效应, 新开采技术或为公司带来持续业务增量。金诚信是国内能有效掌握自然崩落法采矿技术的公司, 国内规模最大的地下有色金属矿山普朗铜矿的开采运营便是代表作。公司采取优化后的自然崩落法为普朗铜矿提供矿山工程建设和采矿运营管理服务, 辅之以大规模机械化作业, 2020 年月采矿量稳定在百万吨以上, 使之成为目前国内规模最大的地下金属矿山。考虑到公司深部开采技术的行业领先地位, 以及国内外知名矿业公司的深度合作绑定, 公司未来有较高概率获得相关矿业公司适用于自然崩落法的项目。

图14：自然崩落法示意图



资料来源：Mysteel，东兴证券研究所

图15：由金诚信服务、采取自然崩落法的普朗铜矿



资料来源：中国企业报，东兴证券研究所

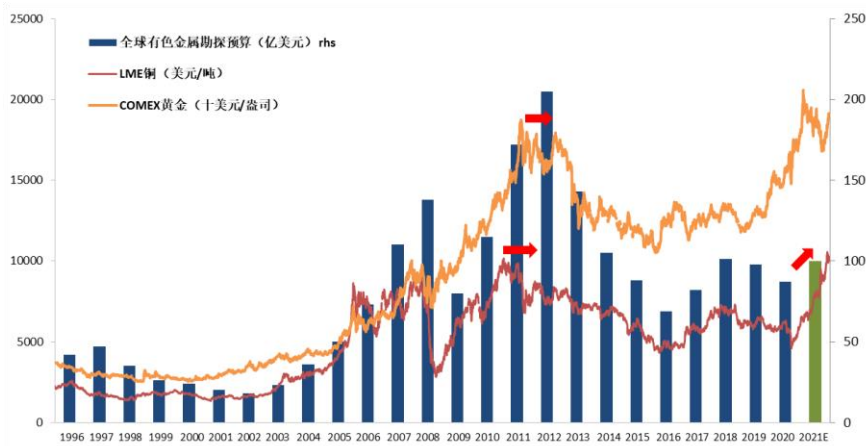
2.5 金属价格高企激励矿山资本开支增加，推动矿山开发服务业进入高景气周期

金属价格维持历史高位，或有效激励矿业公司加大资本开支。2020 年以来全球货币宽松政策背景下，流动性溢价在多个金属品种价格中显现，美元计价的铜已创出历史新高，黄金价格同样维持历史高位。受益于金属价格上涨，矿业公司利润及现金储备明显提升，这将促使行业项目勘查及项目投入增加。从勘查角度观察，据 S&P Global Market Intelligence 发布的《世界勘查趋势报告》预计，后疫情时期全球勘查预算有望同比增长 15-20%，矿业公司将通过重启勘探计划来扭转 2020 年因疫情造成的投入损失。从资本开支角度观察，多家矿商已宣布上调资本支出，如力拓计划 2021、2022 年分别支出 73 和 71 亿美元，较 2020 年分别增长 17.5% 和 15%。预计全球前十矿业公司 2021 年资本支出同比增加 25% 至 474 亿美元，这意味着采矿及服务行业的市场规模有望系统性放大。

金属价格领先矿山资本开支 1-2 年，价格见顶后投资规模仍能保持。我们对金属价格和矿业投资进行历史回溯，可以发现二者趋势整体保持一致，但价格通常领先矿山资本开支/勘查支出 1-2 年，铜价表现尤为显著；另外，价格见顶回落后的 1-2 年资本开支依然维持较高水平，显示矿业投入具备阶段性延续的特点。

矿山开发服务业开始进入高景气周期。矿山开发服务业作为矿山开发的上游行业，其发展与矿业周期具备较高关联度。流动性与基本面共振的情形下，以铜为代表的金属价格未来 2-3 年有望保持高位，叠加深部资源较长的建设和开采周期，全球矿业资本开支未来 3-5 年或维持扩张态势（高于前十矿企 2010-2020 资本开支中位数 420 亿美元），订单驱动矿开采服务行业进入高景气周期。

图16：全球有色金属勘探预算与铜金走势对比（1996-2021E）



资料来源：S&P Global Market Intelligence, Wind, 东兴证券研究所

图17：全球前十矿业公司资本开支与铜金走势对比（2010-2021E）



资料来源：Bloomberg, Wind, 各公司公告, 东兴证券研究所

2.6 公司矿山服务板块未来三年营收或保持 15%以上增长

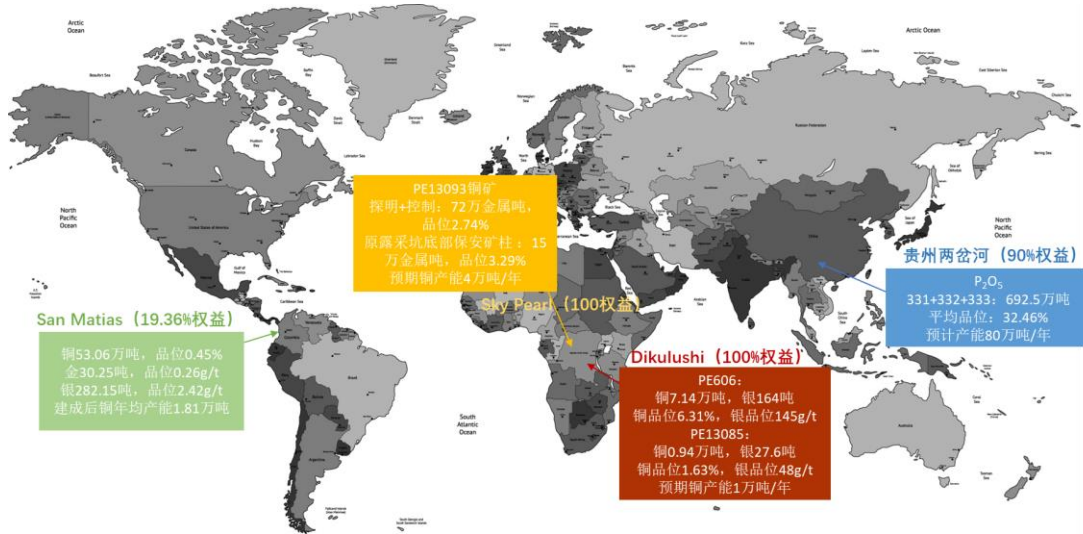
公司矿山服务板块未来业绩增长的驱动力，源自公司自身的成长属性与矿业周期的共振：（1）金属价格走高提振全球矿业公司资本开支，未来三年或维持扩张区间，带动上游矿山服务市场规模保持年均 15%以上增长；（2）公司具备业内领先的采矿技术及大客户储备，且海外高附加值项目占比逐年提升，有助其营收及利润规模实现进一步扩张。我们预计公司 2021-2023 年矿山服务板块营收或达到 46.4/54.7/62.9 亿元，较 2020 年增长 20%/42%/63%；毛利 13.2/16.1/18.8 亿元，较 2020 增长 21%/48%/73%。

3. 资源开发板块：蓄势待发，增厚公司利润并提升估值弹性

公司业绩弹性将受益于矿业项目的产出释放。公司在资源开发领域布局循序渐进。2019 年至今，公司相继在贵州两岔河磷矿开发项目、Cordoba 矿业项目、刚果（金）Dikulushi 项目、刚果（金）Sky Pearl 项目展开收购动作，

品种涉及铜、金、银以及磷矿。2021年起, 以上项目将逐步建设投产, 公司资源开发板块进入业绩释放期。

图18: 公司资源板块布局



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.1 控股两岔河磷矿, 实现矿山开发领域实质性突破

公司竞买两岔河矿业 90%股权, 实现矿山资源开发领域实质性突破。2019年5月, 公司以2.91亿元对价, 成功竞买贵州开磷集团下属子公司贵州两岔河矿业开发有限公司90%股权。该公司拥有贵州省开阳县洋水矿区两岔河矿段(南段)磷矿采矿权。公司将与开磷集团合作开发该项目。

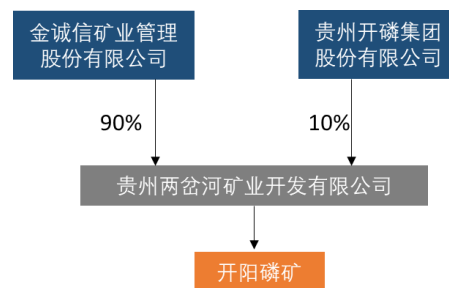
两岔河矿段位于开阳县洋水矿区, 矿区面积4.836km², 属于全国优质磷矿区(开阳磷矿的富矿总量占全国富矿35%)。根据《贵州省开阳县洋水矿区两岔河矿段(南段)磷矿80万t/a采矿工程可行性研究报告》, 两岔河磷矿采矿权范围内的磷矿储量(331+332+333)达到2133.41万吨, 其中探明的内蕴经济资源量(331)165.57万吨, 控制资源量(332)365.99万吨, 推断资源量(333)1601.85万吨。P₂O₅平均品位32.65%, 资源储量692.5万吨; 设计矿山采矿生产规模80万t/a。

图19: 两岔河矿区交通位置



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图20: 两岔河矿业股权结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表3：两岔河磷矿采矿权资源量

资源储量类型	资源量			可采储量		
	矿石量	品位	P ₂ O ₅	矿石量	品位	P ₂ O ₅
	万吨	%	万吨	万吨	%	万吨
331	165.57	33.67	55.75	141.05	33.67	47.49
332	365.99	32.85	120.23	311.79	32.85	102.42
333	1601.85	32.25	516.60	1091.7	32.25	352.07
合计	2133.41	32.46	692.50	1544.54	32.50	501.98

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

根据公司公告，项目力争 2021 年下半年完成工程设计、外部审批等工作，建设期约 3 年。我们预计 2024 年该项目具备 60 万吨生产能力，2025 年可全面达产（80 万吨）。假设磷矿石原矿（平均品位 30%）销售均价为 400 元/吨，本项目全面达产后有望每年形成营收 3.2 亿元。

3.2 低价收购 Dikulushi 铜矿，有望 2021 年底前投产

公司收购刚果（金）Dikulushi 铜矿，迈出海外资源业务拓展第一步。2019 年 8 月，金诚信全资子公司 Eunital Mining Investment Limited 以自有资金 275 万美元对价完成 Dikulushi 矿区下属的两个矿业权及相关资产设备的收购，交易对手方为托克集团旗下的 Anvil Mining Congo SA。采矿权 PE606 矿床 Dikulushi 保有资源量（Indicated+Inferred）：矿石量 113.1 万吨，铜平均品位 6.31%，银平均品位 145g/t。采矿权 PE13085 矿床 Kazumbula+Kabusanje 资源量（Measured+Indicated+Inferred）：矿石量 57.5 万吨，铜平均品位 1.63%，银平均品位 48g/t。两者合计铜资源量约 8.1 万金属吨、银 191.6 金属吨。

Dikulushi 铜矿预计 2021 年底复产。目前该项目的矿权交割和矿区交接事宜已经全部完成，复工和资源勘探工作齐头并进，2020 年度 Dikulushi 铜矿恢复生产项目已投入资金 2248 万元。根据公司经营规划，项目有望在 2021 年底之前实现投产，2022 年达产，预计铜产能为 1 万吨/年。

表4：Dikulushi 矿区资源储量情况

矿权编号	矿床名称	面积	矿石量	铜品位	银品位	铜资源量	银资源量
		km ²	万吨	%	g/t	万吨	吨
PE606	Dikulushi	40.77	113.1	6.31	145	7.14	164.00
PE13085	Kabusanje+Kazumbula	28	57.5	1.63	48	0.94	27.60
合计		68.77	170.6			8.07	191.60

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们粗略估算了 Dikulushi 铜矿项目在不同铜价及折现率水平下的净现值。在 5 年生产周期（保守预计）、1 万金属吨/年产能、7 万元/吨铜价、8%折现率的假设情形下，项目 NPV 约为 8.32 亿元。

表5：Dikulushi 项目不同铜价及折现率水平下的净现值

折现率	NPV（亿元）			
5%	¥1.11	¥5.23	¥9.36	¥13.48
8%	¥0.92	¥4.62	¥8.32	¥12.01

10%	¥0.81	¥4.26	¥7.71	¥11.15
12%	¥0.72	¥3.93	¥7.15	¥10.37
铜价 (万元/吨)	5	6	7	8

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3.3 战略投资 San Matias 铜金银项目, 与艾芬豪集团合作再进一步

公司持有 **Cordoba 矿业公司 19.36%股权**。2019 年 11 月, 公司全资子公司开元矿业与艾芬豪集团旗下 Corboda Minerals Corp. (以下简称 CMC) 签订股份认购协议。公司先后参与四次股份或投资单元认购, 累计出资约 1200 万美元; 截止 2021 年 2 月, 公司最新持股比例为 19.36%, 为第二大股东且具备董事会席位。CMC 的主要资产为哥伦比亚 San Matias 铜金银矿项目和美国亚利桑那州铜矿项目。San Matias 项目位于哥伦比亚共和国科尔多瓦省, 距离首都波哥大 390 公里, 矿权面积约 200 平方公里, 同时另有 25 平方公里正在申请, 包括 El Alacrán、Montiel East、Montiel West 和 Costa Azul 矿床, 目前正在开展编制采矿计划和环境评估等相关工作。

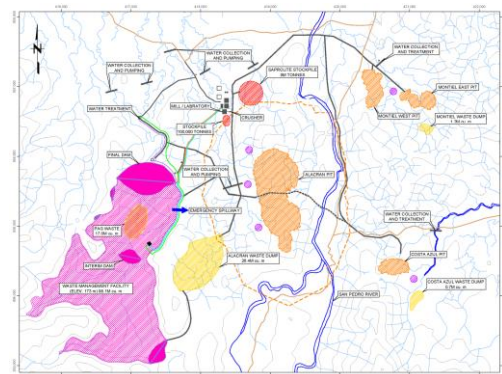
公司与艾芬豪矿业合作再进一步。公司将与艾芬豪集团共同开发 San Matias 项目, 二者合作始于 Kamoā 项目, 金诚信承担了其中的建设工程任务。艾芬豪集团是勘探行业的领军公司, 与 BHP、紫金矿业等全球第一梯队矿企有着深入合作。我们认为, 两家公司在 San Matias 项目上将充分发挥各自优势, 合力打造全新现代化矿山, 且后续合作有望进一步加深。

图21: San Matias 项目地理位置



资料来源: Cordoba 官网, 东兴证券研究所

图22: San Matias 项目规划



资料来源: San Matias 项目初步经济评估报告, 东兴证券研究所

San Matias 项目拥有铜金属量 53.06 万吨, 平均当量铜品位 0.64%。根据 CMC 在 2019 年发布的 San Matias 铜金银项目初步经济评估报告, 该项目控制+推测矿石资源量约 1.19 亿吨, 合计铜金属量 53.06 万吨, 金金属量 97.28 万盎司 (30.25 吨), 银金属量 907.25 万盎司 (282.15 吨); 平均当量铜品位 0.64%。

表6: San Matias 铜金银矿资源储量情况

	资源级别	矿石量	当量铜品位	铜品位	金品位	银品位	铜金属量	金金属量	银金属量
		百万吨	%	%	g/t	g/t	吨	盎司	盎司
控制	Alacrán, Phase1	16.70	0.85	0.64	0.30	3.59	106,700	158,800	1,935,200
	Alacrán, Phase2	81.20	0.61	0.44	0.24	2.45	360,200	613,500	6,389,200

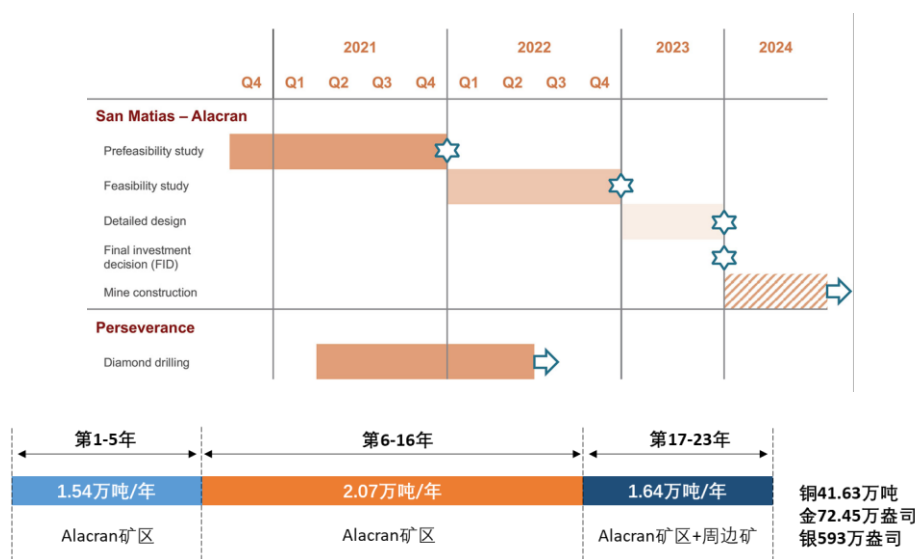
	Montiel East	4.30	0.70	0.46	0.35	1.53	19,800	48,800	211,200
	Montiel West	4.60	0.52	0.24	0.49	1.32	11,200	72,600	195,800
	Costa Azul	7.40	0.40	0.24	0.21	0.65	20,300	49,200	155,800
	小计	114.30	0.64	0.45	0.26	2.42	518,300	942,900	8,887,200
	Alacran,Phase1	0.60	0.42	0.33	0.14	1.65	1,900	2,600	30,500
	Alacran,Phase2	1.60	0.40	0.32	0.13	1.57	5,200	7,000	83,100
推测	Montiel East	1.80	0.34	0.25	0.15	0.88	4,400	8,500	50,300
	Montiel West	0.60	0.39	0.07	0.54	0.96	400	11,100	19,000
	Costa Azul	0.10	0.39	0.29	0.16	0.60	400	600	2,400
	小计	4.80	0.39	0.26	0.20	1.21	12,300	29,900	185,300

资料来源: Cordoba 公告, 东兴证券研究所

矿山 23 年服役期, 预计共产铜 41.63 万吨。根据规划, 前 1-5 年矿石处理量 8000tpd, 铜精矿产量 1.54 万吨/年; 第 6 年起矿石处理量提升至 16000tpd, 第 6-16 年铜产量 2.07 万吨/年; 第 17-23 年推算产量 1.64 万吨/年; 年均产铜 1.81 万吨。矿山 23 年 PEA 总寿命期间, 合计产铜 41.63 万吨, 金 72.45 万盎司 (22.5 吨), 银 593 万盎司 (184 吨)。

税前 NPV 为 3.47 亿美元, 内部收益率达到 26.8%。项目初始资本支出约 1.614 亿美元, 后续扩张资本支出 1.206 亿美元, 矿山 PEA 寿命期间总支出预计 5.275 亿美元 (包括维护成本、尾矿设施及回收成本), 矿山建设将于 2024 年启动。根据 CMC 公布的测算数据, 在铜价 3.24 美元/磅、金价 1400 美元/盎司、银价 17.75 美元/盎司、贴现率 8%、哥伦比亚比索兑美元 3125:1 的假设情形下, 项目税前 NPV 为 3.47 亿美元, 内部收益率 26.8%。

图23: San Matias 项目规划



资料来源: Cordoba 官网, 东兴证券研究所

3.4 完成 Sky Pearl 收购, 2024 起实现年产 4 万吨铜

公司完成 Sky Pearl 项目交割。2021 年 4 月, 公司完成对欧亚资源集团下属 Sky Pearl Exploration Limited 100% 股权的收购 (作价 3378 万美元), 获得其子公司 Sabwe 所持有的位于刚果 (金) 1 个铜矿采矿权 (PE13093, Lonshi 铜矿) 及其周边 7 个探矿权 (PR12162、PR12172、PR12173、PR12175、PR12182、PR12183、PR12188)。

Lonshi 合计铜资源量 87 万金属吨。 采矿权 PE13093 位于刚果 (金) 加丹加省东南部, 属于中非铜矿带东段, 面积为 18km², 矿证有效期至 2044 年 7 月。区内探明 Lonshi 铜矿体 (2008 年后处于维护状态), 矿体在深部及延伸向尚未封闭, 具备增储潜力。采矿权范围内, 探明和控制级别矿石资源量 2633 万吨, 铜品位 2.74%, 铜金属 72 万吨; 原露采坑底部保安矿柱保有铜金属 15 万吨, 品位 3.29%; 合计铜金属量 87 万吨。

探矿权具备远期增储潜力。 采矿权 PE13093 周边的七个探矿权总面积超过 900km², 属于中非铜矿带东段, 目前仅开展地质物探、化探工作及少量的钻探工程, 地质勘查工作程度较浅, 尚需后期开展地质普查及详查地质工作, 资源储量具备进一步扩大的潜力。

表7: Lonshi 铜矿资源量

PE13093	矿石量	铜品位	铜金属量
	万吨	%	万吨
探明+控制	2633	2.74	72
原露采坑底部保安矿柱	456	3.29	15
合计	3089	2.82	87

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

Lonshi 铜矿 2024 年有望全面投产, 年产铜 4 万吨。 根据公司公告, Lonshi 铜矿须通过 2-2.5 年复产建设以实现全面投产, 开工时间预计在 2021 年下半年, 达产后处理矿石能力 150 万吨/年。我们认为, Lonshi 铜矿将于 2024 年起实现全面投产, 形成业绩贡献, 对应铜产量约 4 万吨/年。

3.5 铜: 供应缺口呈阶段性放大, 2022 年前全球铜供需维持偏紧状态

全球精铜市场的供需状态自 2018 年起出现结构性逆转, 由持续数年的供需紧平衡转至供应缺口的阶段性放大。基本面的结构性变化令铜价的下行动能得到充分释放, 2018 年内近 20% 的铜价跌幅已经充分隐含市场对铜基本面偏弱和宏观面挥发的预期, 而 2020 年 Q1 铜价近 30% 的极速回落则从交易的情绪端及产业端对铜行业进行了极端的压力测试。

表8: 全球精炼铜供需平衡表及产需增长率 (2008-2022E)

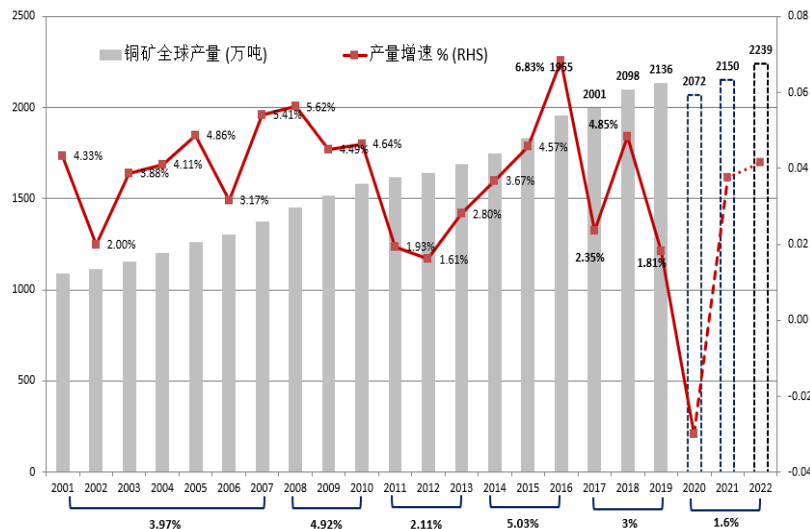
万吨	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
全球产量	1821	1837	1897	1950	1980	2035	2160	2192	2272.6	2311.4	2360.4	2427.0	2439.3	2498.0	2536.3
产量增长率%	1.40%	0.88%	3.27%	2.79%	1.54%	2.78%	6.14%	1.48%	3.68%	1.71%	2.12%	2.82%	0.50%	2.41%	1.53%
全球消费	1781	1801	1806	1952	1990	2075	2145	2173	2250	2306	2365	2433.3	2462.3	2518.5	2546.3
消费增长率%	-2.10%	1.12%	0.28%	8.08%	1.95%	4.27%	3.37%	1.31%	3.54%	2.49%	2.56%	2.89%	1.19%	2.29%	1.10%
供需平衡	40.0	36.0	91.0	-2.0	-10.0	-40.0	15.0	19.0	22.6	5.4	-4.6	-6.3	-23.0	-20.5	-10.0

资料来源: ICSG, CRU, WoodMac, GS, BofA, SMM, 安泰科, 东兴证券研究所

从全球精炼铜市场的基本面情况观察, 全球精铜的供需结构在 2020 年进入确定性的供应短缺状态, 预计至 2022 年前难打破供需紧平衡态势。实质性的矿端供给高峰减弱是精铜供应遭受扰动的主因 (以三年为周期的全球铜矿山供应增速已降至 20 年来最低均值水平, 2020-2022 阶段年均增速仅为 1.6%), 而 2020 年遭遇的公共卫生事件则加剧了全球矿企实际有效开工率的收缩, 从而导致全年以周度报价的吨铜 TC 价格持续处

于 48 美元附近。而从需求角度观察, 尽管新冠对全球一季度的经济活动产生收缩冲击, 但伴随以中国为主经济体的积极财政政策与宽松货币政策推动, 全球工业生产指数出现持续性放大并推动产业库存周期由被动性补库向主动性补库切换, 从而带动以铜为主的工业品需求自 2020 年 Q2 开始持续释放。这种供应刚性需求弹性的冲突导致了全球精铜市场加速进入短缺状态, 从而令铜市成为资金多头配置的主要标的之一。

图24: 全球铜矿产量增长图



资料来源: CRU, ICSG, Woodmac, GS, BOFA, 东兴证券研究所

表9: 全球及中国精铜产量表 (2016-2022E)

万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
中国精铜产量	843	890	920	975	1010	1030	1,056
产量增速%	5.90%	5.58%	3.37%	5.98%	3.59%	1.98%	2.57%
产能利用率	83%	82%	86%	82%	76%	76%	82%
全球精铜产量	2272.6	2311.4	2360.4	2403	2439.25	2498	2536
产量增速%	1.14%	1.71%	2.12%	1.80%	1.51%	2.41%	1.53%
中国精铜产量占比	37.1%	38.5%	39.0%	40.6%	41.4%	41.2%	41.7%

资料来源: CRU, ICSG, Woodmac, Wind, 东兴证券研究所

从全球铜需求端细看, 高基数的需求效应及周期复苏带来的需求增长意味着铜需求层面相对稳定。高基数需求效应方面对铜的存量消费起到支撑, 中国、欧盟及美国分别贡献了全球铜消费的 50%、16%及 8%, 合计占全球铜消费 74%; 而这三个经济体总量在后金融危机时代 (自 2009 年) 分别扩张了 184%、30%及 48%, 这意味着铜消费基数的实质性扩大。

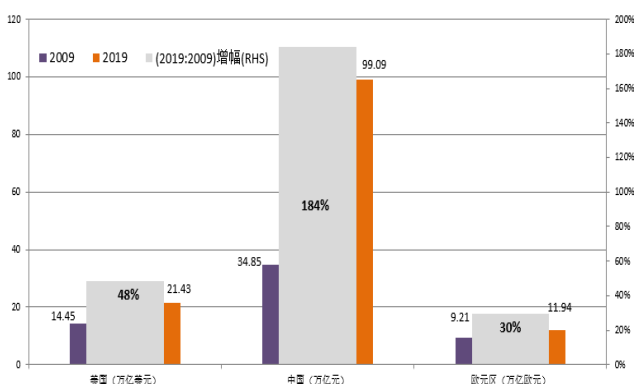
若以 4 年为周期来观察近 20 年间的全球铜消费数据, 2019-2022 年全球累计阶段性铜消费或总计上涨 9.5% 至 9960 万吨, 期间年均消费增长率约 1.9%。自 1995-2018 年, 全球铜消费阶段性增长均值 (4 年期) 为 3.1%, 其中 98-15 年间的消费整体维持于 3%左右的良性增长水平, 但 07-10 年却因金融危机影响而急速回落至 1.6%, 而后在低基数及全球量化宽松提振下消费增速升至 4.4%, 但至 2015 年随着全球宽松环境的逐步退出及中国金融去杠杆的进行 (包括去融资铜), 增速均值再次回到了 3%以下 (2.5%)。对于 2019-2022 年的铜消费, 考虑到全球主要经济体存量的存在及全球经济后疫情时代的预期复苏 (表现为 GDP 增长而非衰退), 我们认为铜阶段性的总消费或有 9.5%的增长, 即 2019-2022 年全球累计铜消费或增至 9960 万吨。

表10: 全球制造业指数变化表--全球制造业极度收缩后又扩张, 美国制造业强势修复 (红色代表扩张, 蓝色代表收缩)

国家/地区	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
美国	114	121	122	123	124	125	126	127	128	129	130	131	132	133	134	135	136	137	138	139	140	141	142
中国	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
日本	52	52	50	51	50	51	52	51	52	53	52	53	52	53	52	53	52	53	52	53	52	53	52
韩国	51	51	49	49	48	48	48	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
印度	53	51	52	51	53	51	53	52	51	53	52	51	53	52	51	53	52	51	53	52	51	53	52
巴西	51	50	46	46	46	47	47	46	47	44	44	46	47	45	45	43	42	43	44	46	46	46	46
欧元区	51	51	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
英国	53	54	54	52	52	51	52	52	52	52	52	51	51	49	50	52	48	53	56	54	53	56	55
法国	49	48	48	49	51	50	48	51	51	51	51	51	50	50	50	48	48	48	49	48	48	48	48
德国	51	51	53	52	51	52	52	53	52	53	52	51	51	52	52	53	54	54	55	54	56	56	57
意大利	50	52	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
俄罗斯	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
澳大利亚	49	45	46	48	52	44	50	52	52	52	52	52	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
南非	50	48	49	50	49	50	49	50	51	52	51	52	51	49	48	47	48	49	49	49	49	49	49
土耳其	50	50	49	50	49	50	51	52	51	50	49	49	47	48	47	48	49	49	49	49	49	49	49
全球	52	52	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51

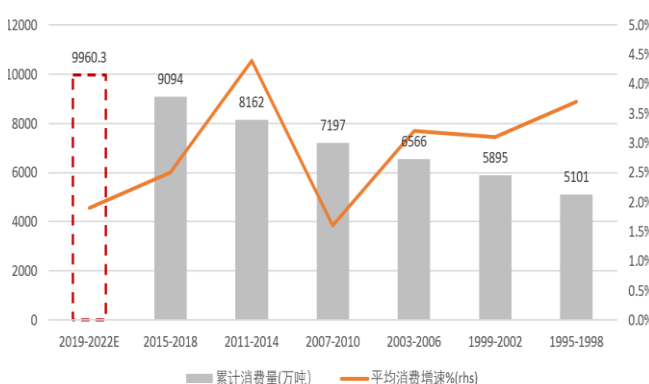
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图25: 全球三大工业体经济总量较金融危机前变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图26: 全球阶段性铜消费及增速



资料来源: ICSG, 智利国家铜业委员会, 东兴证券研究所

3.6 资源板块 2022 年起贡献业绩, 2025 年形成 5 万吨铜+80 万吨 P₂O₅ 生产能力

公司当前权益储量: 铜金属 105.4 万吨、金金属 5.9 吨、银金属 246.2 吨、P₂O₅ 约 623.3 万吨。我们预计 2022 年起公司 Dikulushi 项目 (年产 1 万吨铜) 将率先形成业绩贡献; 到 2025 年叠加 Lonshi 和两岔河项目的投产, 公司将形成 5 万吨铜+80 万吨 P₂O₅ 的生产能力, 预计年营收将增厚 33 亿元以上, 毛利增厚 11 亿元, 资源板块的营收占比将达到 30%左右。

4. 盈利预测及估值

4.1 关键假设及盈利预测

- 采矿运营管理方面, 普朗 1250 万吨/年采矿量项目稳定业绩贡献; 谦比希、KCM、锡铁山项目将成为未来业绩增长着力点, 毛利率保持稳定;
- 矿山工程建设方面, Kamoia、印尼 Dairi 等项目将成为业绩增量, 海外高附加值项目占比的进一步提升有望带动毛利率逐年走高;
- 资源开发方面, 我们保守估计 2022、2023 每年将有 1 吨铜产出 (Dikulushi 项目), 而其余项目产能预计从 2024 年起逐年释放;

- 铜价有望保持高位 (按 7 万元/吨计算);

基于以上假设, 我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 46.36/61.71/69.91 亿元, 综合毛利率分别为 28.50%/29.52%/30.45%。到 2025 年, 公司营收有望超过 110 亿元, 毛利超过 35 亿元, 其中资源开发业务的营收及毛利占比均达到 30%。公司由单一矿山综合开发服务商向资源类矿商迈进, 有助于实现经营规模及估值弹性的双释放。

表11: 营收及毛利预测 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,433.97	3,863.45	4,636.14	6,170.65	6,991.24
矿山服务	3,433.97	3,863.45	4,636.14	5,470.65	6,291.24
矿山工程建设	1,617.32	1,858.36	2,230.03	2,631.44	3,026.15
采矿运营管理	1,731.85	1,853.07	2,223.68	2,623.95	3,017.54
矿山工程设计与咨询及其他收入	11.70	9.62	11.54	13.62	15.67
其他业务	73.10	142.40	170.88	201.64	231.88
资源开发	0.00	0.00	0.00	700.00	700.00
营业成本	2,493.41	2,775.54	3,314.85	4,348.89	4,862.47
矿山服务	2,493.41	2,775.54	3,314.85	3,858.89	4,407.47
矿山工程建设	1,112.52	1,308.37	1,561.02	1,789.38	2,027.52
采矿运营管理	1,329.03	1,349.56	1,623.29	1,915.48	2,202.80
矿山工程设计与咨询及其他收入	8.32	6.32	7.50	8.85	10.18
其他业务	43.54	111.29	123.03	145.18	166.96
资源开发	0.00	0.00	0.00	490.00	455.00
毛利	940.55	1,087.92	1,321.29	1,821.75	2,128.78
矿山服务	940.55	1,087.92	1,321.29	1,611.75	1,883.78
矿山工程建设	504.80	549.99	669.01	842.06	998.63
采矿运营管理	402.82	503.51	600.39	708.47	814.74
矿山工程设计与咨询及其他收入	3.38	3.31	4.04	4.77	5.48
其他业务	29.55	31.11	47.85	56.46	64.93
资源开发	0.00	0.00	0.00	210.00	245.00
综合毛利率%	27.39	28.16	28.50	29.52	30.45
矿山服务%	27.39	28.16	28.50	29.46	29.94
矿山工程建设%	31.21	29.60	30.00	32.00	33.00
采矿运营管理%	23.26	27.17	27.00	27.00	27.00
矿山工程设计与咨询及其他收入%	28.91	34.35	35.00	35.00	35.00
其他业务%	40.43	21.85	28.00	28.00	28.00
资源开发%	0.00	0.00	0.00	30.00	35.00

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

4.2 估值对比

根据公司当前矿山服务的业务类型及未来在矿山资源开发领域的布局, 我们选取了工程建设及铜资源开发两

个行业的公司进行对比: (1) 工程建设行业, 我们选取了宏大爆破和中国中冶两家上市公司作为对比, 其中宏大爆破(旗下连邵建工)业务类型与公司更为接近; (2) 公司未来矿产品以铜为主, 我们选取了江西铜业和云南铜业作为对比。

考虑到地下矿山开发较高的准入门槛、公司领先的行业地位、以及 2022 年起公司矿产铜产量释放具备高确定性和成长性, 我们认为公司当前股价估值处于偏低水平, 具备抬升空间。

表12: 估值对比 (wind 一致预期, 市值取 2021 年 6 月 7 日收盘数据)

类型	公司	代码	总市值	EPS			PE			PB
			亿元	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	LF
工程	宏大爆破	002683.SZ	215.83	0.54	0.8	1.17	66.8	36.2	24.6	4.03
建设	中国中冶	601618.SH	588.78	0.38	0.43	0.49	7.2	7.1	6.2	0.80
资源	江西铜业	600362.SH	712.99	0.67	0.92	1.03	29.8	27.1	24.1	1.40
开发	云南铜业	000878.SZ	235.24	0.22	0.52	0.57	64.8	26.6	24.1	2.87
	金诚信	603979.SH	98.95	0.63	0.96	1.38	19.8	17.7	12.3	2.13

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

5. 投资评级

我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 46.46/61.71/69.91 亿元, 归母净利润分别为 5.58/8.04/9.37 亿元, 对应 EPS 为 0.96/1.38/1.61 元, 当前股价对应 PE 分别为 17.7/12.3/10.6 倍。我们给予 2021 年 30 倍 PE 估值, 对应目标价格 28.7 元 (市值约 170 亿元); 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

6. 风险提示

流动性收缩风险; 全球矿山资本开支计划不及预期; 项目国政治风险; 公司矿端项目产出不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	4478	5873	6190	7761	8750	营业收入	3434	3863	4636	6171	6991
货币资金	1089	2077	1792	2468	2796	营业成本	2493	2776	3315	4349	4862
应收账款	1886	1953	2540	3381	3831	营业税金及附加	14	16	19	26	29
其他应收款	43	56	67	90	101	营业费用	12	16	19	25	28
预付款项	19	35	35	35	35	管理费用	290	289	371	494	559
存货	868	658	908	1191	1332	财务费用	90	90	45	52	93
其他流动资产	150	169	192	238	263	研发费用	71	76	93	123	140
非流动资产合计	2094	2208	2262	2563	2952	资产减值损失	1.51	4.04	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	48	49	50	51	公允价值变动收益	-1.50	1.18	0.00	0.00	0.00
固定资产	1392	1363	1301	1326	1427	投资净收益	0.10	-32.48	-30.00	-30.00	-30.00
无形资产	415	420	446	475	520	加: 其他收益	2.62	6.59	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	57	63	63	63	63	营业利润	422	504	744	1072	1250
资产总计	6572	8081	8452	10324	11702	营业外收入	3.93	1.85	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1816	2136	2247	3426	4004	营业外支出	10.64	7.31	0.00	0.00	0.00
短期借款	513	609	-32	778	1124	利润总额	415	498	744	1072	1250
应付账款	666	671	817	1072	1199	所得税	108	140	186	268	312
预收款项	90	0	46	108	178	净利润	307	358	558	804	937
一年内到期的非流动负债	143	188	650	600	550	少数股东损益	-2	-7	0	0	0
非流动负债合计	395	1123	1173	1223	1273	归属母公司净利润	310	365	558	804	937
长期借款	261	221	271	321	371	主要财务比率					
应付债券	0	755	755	755	755		2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	2211	3259	3420	4649	5276	成长能力					
少数股东权益	99	79	79	79	79	营业收入增长	10.59%	12.51%	20.00%	33.10%	13.30%
实收资本(或股本)	583	583	583	583	583	营业利润增长	12.83%	19.38%	47.72%	44.00%	16.60%
资本公积	1594	1597	1597	1597	1597	归属于母公司净利润增长	6.22%	18.00%	52.82%	44.00%	16.60%
未分配利润	1925	2234	2670	3297	4028	获利能力					
归属母公司股东权益合计	4262	4743	4953	5596	6346	毛利率(%)	27.39%	28.16%	28.50%	29.52%	30.45%
负债和所有者权益	6572	8081	8452	10324	11702	净利率(%)	8.95%	9.27%	12.04%	13.03%	13.41%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	4.71%	4.52%	6.60%	7.79%	8.01%
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	7.26%	7.70%	11.27%	14.36%	14.77%
经营活动现金流	575	460	464	573	866	偿债能力					
净利润	307	358	558	804	937	资产负债率(%)	34%	40%	40%	45%	45%
折旧摊销	223.16	252.32	144.22	159.64	185.00	流动比率	2.47	2.75	2.75	2.27	2.19
财务费用	90	90	45	52	93	速动比率	1.99	2.44	2.35	1.92	1.85
应收帐款减少	303	-67	-587	-841	-450	营运能力					
预收帐款增加	49	-90	46	62	70	总资产周转率	0.53	0.53	0.56	0.66	0.63
投资活动现金流	-342	-447	-260	-526	-640	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	应付账款周转率	5.41	5.78	6.23	6.53	6.16
长期投资减少	0	0	1	-1	-1	每股指标(元)					
投资收益	0	-32	-30	-30	-30	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.63	0.96	1.38	1.61
筹资活动现金流	-317	995	-489	630	102	每股净现金流(最新摊薄)	-0.15	1.73	-0.49	1.16	0.56
应付债券增加	-318	755	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.31	8.13	8.49	9.59	10.88
长期借款增加	12	-39	50	50	50	估值比率					
普通股增加	-2	0	0	0	0	P/E	32.00	26.92	17.73	12.31	10.56
资本公积增加	-11	3	0	0	0	P/B	2.32	2.09	2.00	1.77	1.56
现金净增加额	-85	1008	-286	677	328	EV/EBITDA	13.27	11.39	10.44	7.70	6.48

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期货做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018年9月加入东兴证券研究所。

胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有1年PE机构及4年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019年7月加入东兴证券研究所。

张清清

钢铁行业分析师，北京航空航天大学工学博士，在金属及金属新材料领域发表十多篇学术论文，其中包含第一作者发表的SCI论文5篇（累计IF>10）；2015-2018年在宝钢从事研究工作，期间主持或参与多项新产品开发项目并应用于重点工程；2018年5月加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526