

中信证券研究部



李超
首席有色钢铁
分析师
S1010520010001



商力
有色分析师
S1010520020002



敖仲
首席周期产业
分析师
S1010515020001

核心观点

公司是矿山一体化服务龙头，顺商品上行周期布局资源领域，将激发公司发展潜力。预计现有矿山服务项目维持 15% 左右的业绩增速，叠加自有资源开发项目在五年内利润占比有望超过 50%，将引领公司进入快速成长通道。给予公司 2022 年 17 倍 PE 估值，对应市值 130 亿元和未来一年目标价 22.3 元，首次覆盖并给予“买入”评级。

公司概况：“服务+资源”双轮驱动的高成长性矿山服务龙头。公司深耕一体化的矿山服务，涉及采矿运营管理、矿山工程建设及矿山设计与技术研发，是国内最大的矿山服务企业，也是我国第一家承接海外大型项目的公司。随着公司先后布局国内、非洲和南美洲的四个矿山资源，国内一流矿山企业的目标已初具雏形，进入“服务+资源”双轮驱动的高成长时代。

新一轮商品周期驱动矿山服务和矿山资源的景气时代开启。在过去十年的矿业下行周期中，国内矿山服务的规模基本稳定在 600-800 亿元/年，且受供给侧改革影响，小矿山退出较多。未来在碳中和背景下，预计以铜为代表的金属的长期需求增速接近 3%，但另一方面供给端的资源品位下滑(现有规划下供应增速逐步接近于 0%)，意味着需要更高的价格和更多资本开支来缓解其中的矛盾，看好新一轮商品周期驱动矿山服务和矿山资源的景气时代开启。

矿山服务为盾，贡献稳定成长。在未来矿山服务国际化、地下化、大型化的趋势下，借助 1) 已开拓非洲\欧洲\亚洲等多地项目，海外营收占比有望达 50%；2) 擅长地下开采技术，自然崩落法成为发展新征程；3) “大市场、大业主、大项目”市场策略，与紫金等头部矿企深度绑定，预计公司将迎来新发展。我们预计公司的采矿量将从 2019 年的 1732 万吨增长至 2025 年的 5000 万吨，且基本以大项目为主，对应板块可实现 80 亿收入，未来五年 CAGR 为 15%。

矿山资源为矛，造就盈利弹性。公司以自身矿山服务多年的经验向矿山资源开发拓展，自 2019 年连续收购四座矿山，拥有 106 万吨的权益铜资源量，且具备增储潜力。其中 Dikulushi 和 San Matias 铜矿料将分别于 2021 年底和 2023 年投产，受益于矿山服务业务的现金流贡献和丰富的开发经验，我们预计公司将在 2025 年形成至少 5 万吨的铜产量规模，对应矿山部分的营收将从无到 2025 年 25 亿元以上，对应净利润贡献可达公司整体的 50%，矿山资源的弹性显性。

风险因素：宏观经济波动的风险；金属价格下行的风险；矿业公司资本开支下降的风险；项目投产不及预期的风险。

投资建议：公司是矿山一体化服务龙头，顺商品上行周期布局资源领域，将激发公司发展潜力。现有矿山服务项目有望稳步推进，叠加自有资源开发项目按计划投产，预计将引领公司进入快速成长通道。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.5/4.3/7.6 亿元，对应 EPS 预测为 0.60/0.74/1.30 元，当前股价对应 PE 为 25/20/11 倍。结合 PE 估值和 DCF 估值，给予公司 2022 年 17 倍 PE 估值，对应市值 130 亿元，对应未来一年目标价 22.3 元/股，首次覆盖并给予“买入”评级。

金诚信	603979
评级	买入（首次）
当前价	14.74 元
目标价	22.3 元
总股本	583 百万股
流通股本	583 百万股
52 周最高/最低价	16.32/7.52 元
近 1 月绝对涨幅	-4.47%
近 6 月绝对涨幅	33.27%
近 12 月绝对涨幅	81.65%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,105.19	3,433.96	3,901.06	4,422.46	5,620.02
营业收入增长率 YoY	27%	11%	14%	13%	27%
净利润(百万元)	291.43	309.57	348.37	431.49	757.32
净利润增长率 YoY	42%	6%	13%	24%	76%
每股收益 EPS (元)	0.50	0.53	0.60	0.74	1.30
毛利率	26%	27%	27%	27%	31%
净资产收益率 ROE	7.19%	7.26%	7.63%	8.73%	13.44%
每股净资产 (元)	6.95	7.31	7.82	8.47	9.66
PE	29.51	27.81	24.69	19.93	11.36
PB	2.12	2.02	1.88	1.74	1.53

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 3 月 26 日收盘价

目录

公司概况：“矿山服务与资源并重”的新模式.....	1
矿山服务为盾，贡献稳定成长.....	4
国际化：走出去的先行者，积极开拓增量市场.....	6
地下化：矿山形成地下化+深井化趋势，自然崩落法成为公司的新征程.....	8
大型化：抓大放小，成就未来五年的业绩翻番.....	13
矿山资源为矛，造就盈利弹性.....	15
两岔河矿业：进入资源领域的首次尝试.....	16
Dikulushi 矿业：2021 年有望投产的铜矿项目.....	17
Cordoba 矿业：潜力巨大的铜矿投资.....	18
Sky Pearl Exploration：现有的核心资产.....	20
成就国内一流、世界知名矿山企业之路.....	21
风险因素.....	24
盈利预测与关键假设.....	24
估值及投资评级.....	25
相对估值法.....	25
绝对估值法.....	26

插图目录

图 1：金诚信历史沿革及大事记	1
图 2：金诚信股权结构及子公司	1
图 3：金诚信的主要业务	2
图 4：2016 年至今金诚信的营业收入及增速	2
图 5：2016 年至今金诚信的归母净利润及增速	2
图 6：2016 年至今公司收入构成	3
图 7：2016 年至今公司毛利构成	3
图 8：2016 年至今公司毛利率及净利率	3
图 9：2015 年至今公司分业务毛利率	3
图 10：2015 年至今公司资产负债率	4
图 11：2015 年至今公司费用率	4
图 12：金诚信矿山服务业务发展历程	4
图 13：金诚信的历史采矿量及掘进总量	5
图 14：2012 年至今中国采矿市场容量及市占率	5
图 15：2012 年至今中国矿山工程建设市场容量及市占率	5
图 16：全球主要矿业公司资本开支与铜价的关系	6
图 17：金诚信国内项目分布	7
图 18：金诚信海外项目分布	7
图 19：2015 年-2020 年 H1 金诚信境内外收入	8
图 20：2015 年-2020 年 H1 金诚信境内外毛利	8
图 21：1950 年至今矿山平均发现深度	9
图 22：1990 年至今露天矿山和地下矿山的比例	9
图 23：金诚信的装备实力	10
图 24：金诚信采矿运营管理与可比业务公司的毛利率	11
图 25：金诚信矿山工程建设与可比业务公司的毛利率	11
图 26：自然崩落法采矿示意图	12
图 27：全球自然崩落法矿山分部	12
图 28：金诚信主要客户资源	13
图 29：公司主要采矿运营管理项目的采矿量及占比	14
图 30：矿山服务板块的营业收入	14
图 31：矿山服务板块的毛利润	14
图 32：金诚信矿山资源的收购时间线	15
图 33：金诚信全球矿山资源分布	16
图 34：两岔河矿业所在位置	16
图 35：两岔河矿业的卫星地图	16
图 36：两岔河矿业的投产时间线	17
图 37：Dikulushi 项目所在位置	17
图 38：Dikulushi 项目的照片	17
图 39：San Matias 项目所在位置	18
图 40：San Matias 项目的照片	18
图 41：San Matias 项目建设进度图	20
图 42：San Matias 的产量规划	20
图 43：Lonshi 铜矿项目及生产进度图	21

图 44：2016-2019 年金诚信营业收入与应收帐款	22
图 45：2016-2019 年金诚信经营性现金流	22
图 46：2021-2025 年金诚信的当量铜产量	23
图 47：2021-2025 年金诚信磷矿产量	23
图 48：2021-2025 年金诚信矿山营收及占比	23
图 49：2021-2025 年金诚信矿山净利润及占比	23

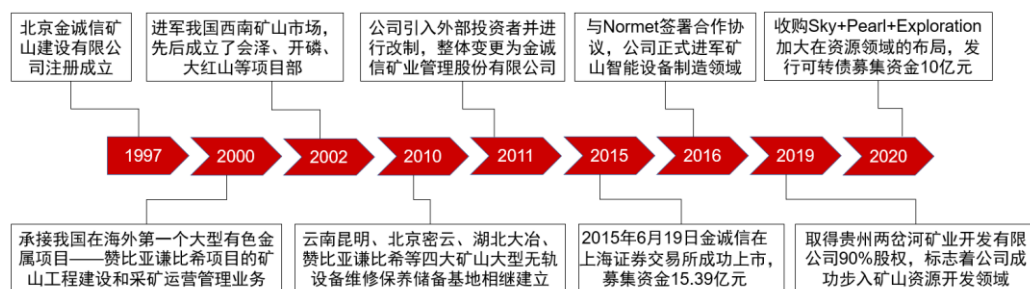
表格目录

表 1：金诚信 2015-2019 年在建项目数	7
表 2：金诚信 2015-2019 年在建项目金额	7
表 3：金诚信主要技术型管理层的构成	9
表 4：金诚信的主要科研成果与核心技术	10
表 5：中国自然崩落法采铜矿的案例	12
表 6：全球精炼铜季度供需平衡表	15
表 7：两岔河矿业的资源量	17
表 8：Dikulushi 的资源量	18
表 9：San Matias 铜矿的资源量	19
表 10：Lonshi 铜矿的资源量	20
表 11：中资企业收购铜矿的对价	21
表 12：金诚信主要业务盈利预测关键假设	24
表 13：金诚信盈利预测与估值情况	25
表 14：可比公司估值情况	26
表 15：绝对估值法的敏感性表	26

■ 公司概况：“矿山服务与资源并重”的新模式

历史沿革：1997 年 12 月，北京金诚信矿山建设有限公司注册成立。2000 年 7 月，金诚信开始承接我国在海外第一个大型有色金属项目赞比亚谦比希项目的矿山工程建设和采矿运营管理业务。2010 年 5 月起，云南昆明、北京密云、湖北大冶、赞比亚谦比希等四大矿山大型无轨设备维修保养储备基地相继建立并陆续投入使用。2015 年 6 月，金诚信矿业管理股份有限公司在上海证券交易所成功挂牌上市，筹集资金 15.39 亿元。2019 年，取得贵州两岔河矿业开发有限公司 90% 股权，标志着公司成功步入矿山资源开发领域。

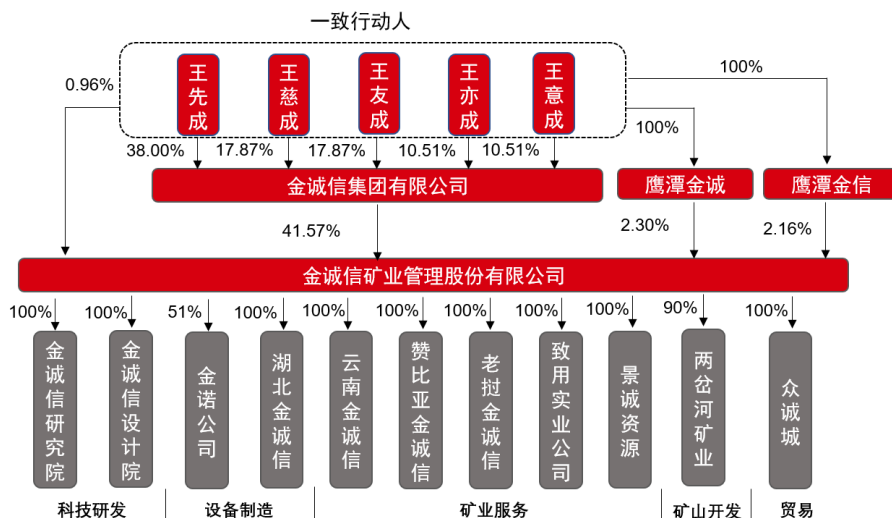
图 1: 金诚信历史沿革及大事记



资料来源：公司公告，中信证券研究部

股权结构:金诚信集团有限公司为公司控股股东,持有公司 2.78 亿股,占比 41.57%。公司实际控制人为一致行动人王先成、王慈成、王友成、王亦成、王意成,直接持有发行人 1.80%的股权,通过金诚信集团控制发行人 47.57%的股权,通过鹰潭金诚、鹰潭金信控制发行人 4.45%股权,直接及间接方式合计控制发行人 53.82%的股权。金诚信研究院和金诚信设计院主要负责科技研发业务;金诺公司和湖北金诚信主要负责设备制造业务;云南金诚信、赞比亚金诚信等公司主要负责矿业服务业务;两岔河矿业负责资源开发。

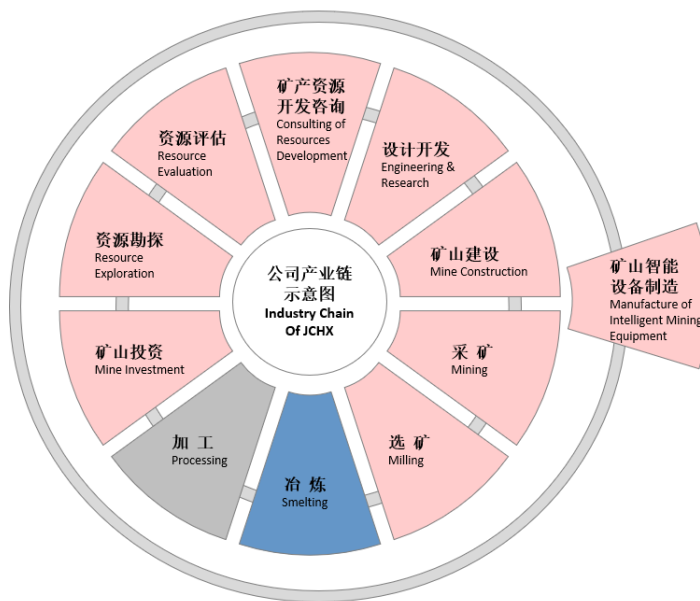
图 2: 金诚信股权结构及子公司



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：股权比例截至 2020 年半年度报告

主要业务：公司主营业务包括采矿运营管理、矿山工程建设及矿山设计与技术研发，公司的服务对象为大中型非煤类地下固体矿山，涉及矿山资源品种主要包括铜、铅、锌、铁、镍、钼、金、磷等。公司从以矿山工程建设与采矿运营管理的矿山开发服务，积极向矿山综合服务转型，形成**采矿运营管理、矿山工程建设、矿山设计与技术研发等业务一体化的矿山系统服务能力**。同时稳步向资源开发领域延伸，借助并充分发挥主业优势，逐步探索出了具有金诚信特色的“资源+服务”开发模式。

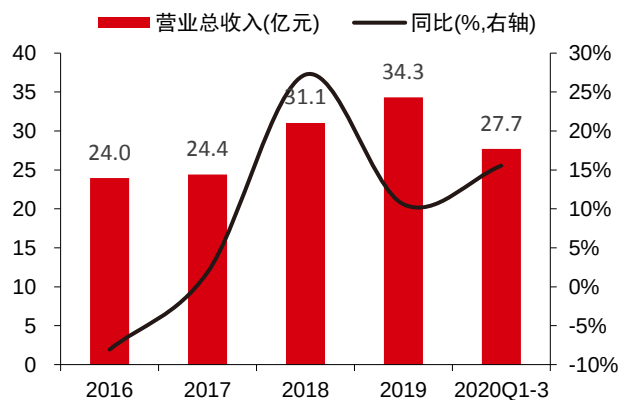
图 3：金诚信的主要业务



资料来源：公司公告，中信证券研究部

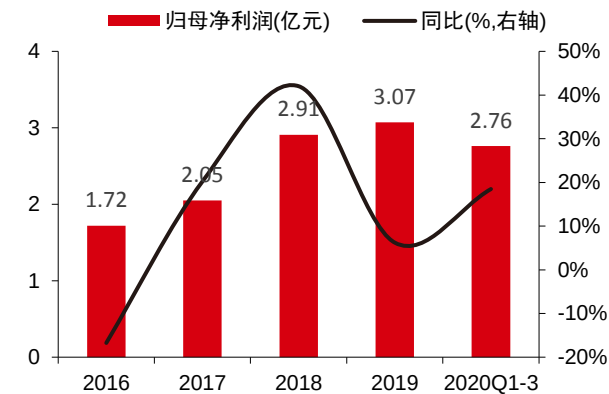
营业收入及归母净利润：在保持主业矿建服务板块稳定发展的基础上，公司五大板块协同发展成效初显，2016-2020Q1-Q3 公司的净利润平均增速在 20%以上。其中 2019 年公司实现营业收入 34.34 亿元，同比增加 10.59%。同年归属于母公司股东的净利润为 3.07 亿元，同比增加 6.22%。2020 年前三季度，公司实现营业收入 27.7 亿元，同比增长 15.55%；实现归母净利润 2.76 亿元，同比增加 18.48%。

图 4：2016 年至今金诚信的营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

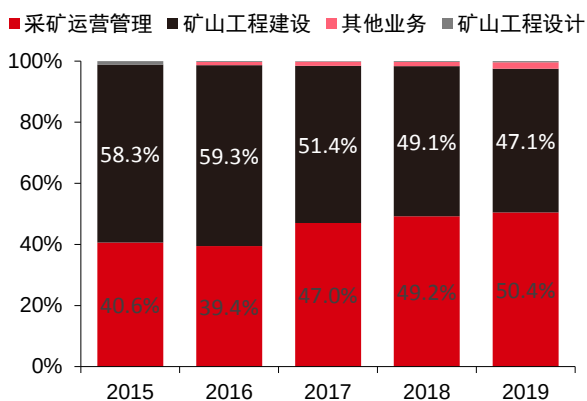
图 5：2016 年至今金诚信的归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

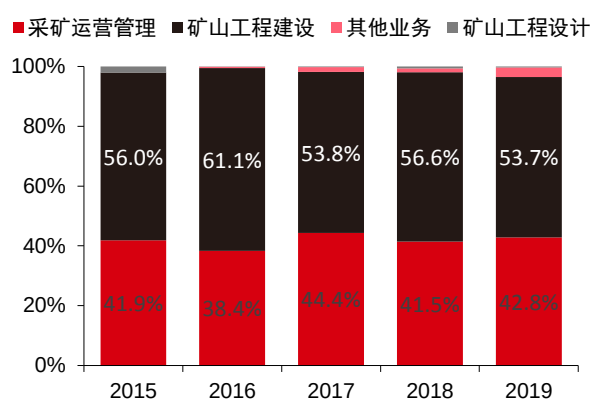
收入及毛利构成：采矿运营管理是保证矿山在一定的生产周期内，按照核准的生产规模，连续均衡地产出质量合格的矿石；矿山工程建设主要指矿山基建期各项建设工程、矿山生产期改扩建各项建设工程以及其他单项技改措施工程等；矿山工程设计与研究是指为矿山的建设、改扩建和技术革新而进行的规划、设计和咨询服务。采矿运营管理和矿山工程建设为公司最主要的营收和毛利润的来源，两者合计占比在 95%以上。

图 6：2016 年至今公司收入构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

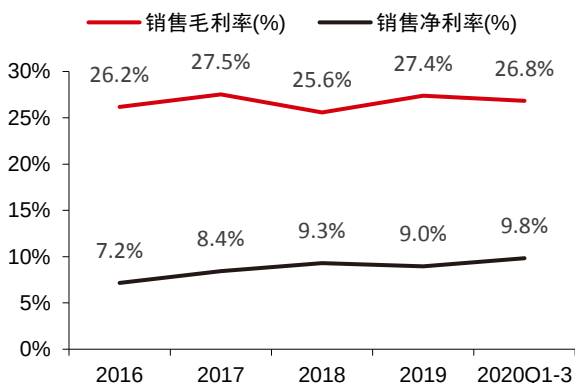
图 7：2016 年至今公司毛利构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

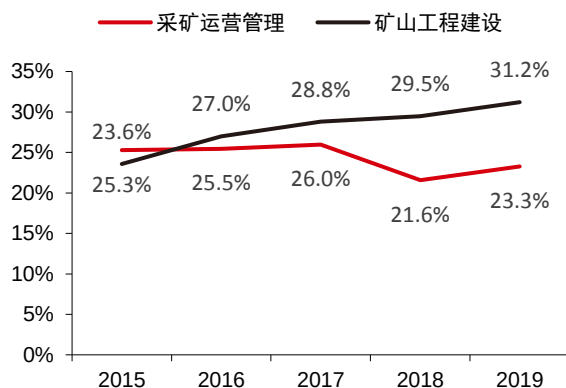
毛利率情况：公司整体毛利率基本稳定，过去五年均在 27%左右。随着规模扩大下的费率下降，公司销售净利率逐年提升，2020Q1-Q3 实现净利率 9.8%。分业务毛利率来看，由于公司的矿山建设项目逐渐海外化，对应的毛利率处在上升通道。而采矿运营管理的毛利率基本稳定在 25%左右。

图 8：2016 年至今公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

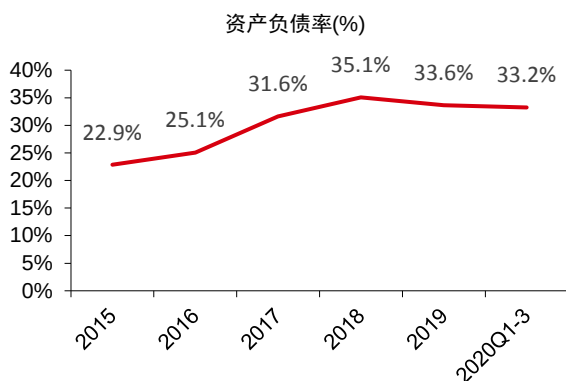
图 9：2015 年至今公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

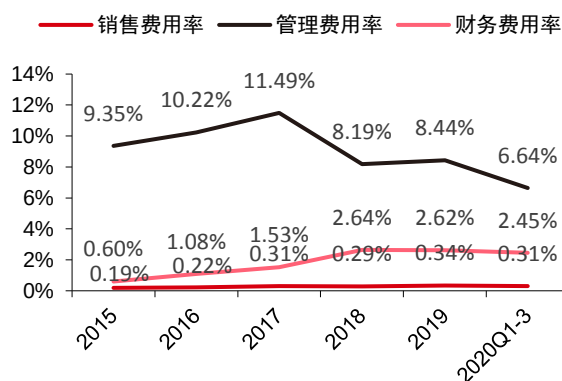
资产负债率及费用率：近两年来公司的资产负债率有所下降，2020 年前三季度资产负债率为 33.24%，主要是公司未分配利润保持增加；截至 2020Q1-3，公司的销售费用率为 0.31%，管理费用率为 6.64%，财务费用率为 2.45%，其中管理费用率从 2017 年的高点下降近 5pcts。随着公司规模扩大，管理费用相对刚性下，公司的费率处在下降通道。

图 10：2015 年至今公司资产负债率（单位：%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：2015 年至今公司费用率（单位：%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 矿山服务为盾，贡献稳定成长

矿山服务是金诚信是公司的立本之业，主要包括矿山建设和采矿服务板块。公司自成立以来，始终专注于非煤地下固体矿山的开发服务业务，经过多年的发展，在矿山工程建设、采矿运营管理业务领域基本确立了领先地位；目前，公司已实现集矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发、矿山设备制造等业务于一体的综合服务能力，是能够为矿山提供综合服务的高端开发服务商之一。

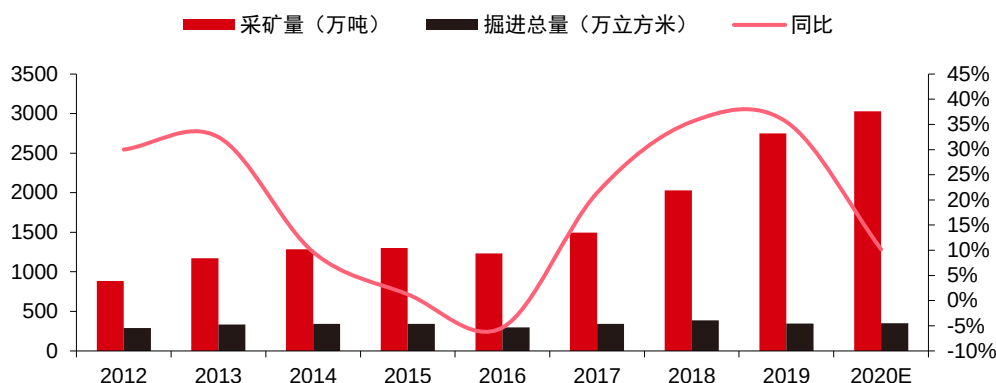
图 12：金诚信矿山服务业务发展历程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

受益于大客户战略的执行，2016 年至今公司的采矿量的增速为 25.2%。公司按照“大市场、大业主、大项目”市场策略，以“实力业主、知名矿山”为目标市场导向。公司经过多年市场开发，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，包括紫金矿业、中铝集团、江西铜业、金川集团、西部矿业等，大项目格局已然落成。抓大放小的经营策略将帮助公司推动规模效应，实现营收盈利双提升，优质客户资源还能继续拓展潜在项目机会，助力公司不断做大做强。我们预计公司的采矿量从 2016 年的 1233 万吨增长至 2020 年的 3030 万吨，区间年化增速在 25.2%，为公司业绩的增长提供稳定的动力。

图 13：金诚信的历史采矿量及掘进总量

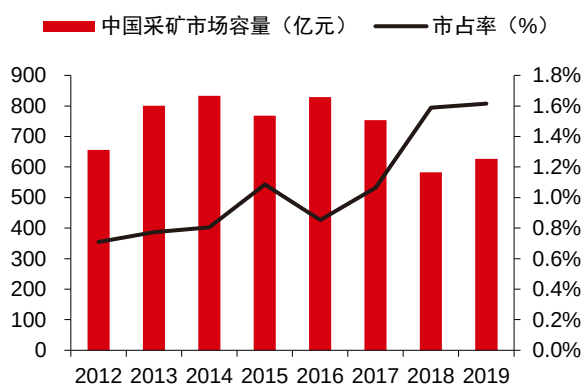


资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

中国矿山服务市场的规模基本稳定在 600-1000 亿元，2019 年起整体规模开始恢复。受近 10 年商品价格下行周期的影响，矿山服务市场的规模基本稳定。2017 年起随着中国供给侧改革的深化，环境保护政策亦逐步规范，国内小型矿山停产、整治较多，行业规模有所下降。随着矿业行业的景气周期开启和供给侧改革直接影响减弱，矿山服务市场逐步恢复。2019 年国内矿山服务市场容量约 719 亿元，同比增加 12.9%，其中采矿运营管理业务的国内市场容量约 627 亿元，矿山工程建设业务的国内市场容量约 92 亿元。

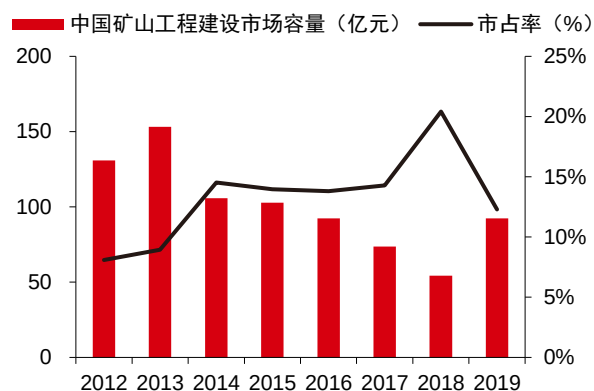
公司在国内逆市扩张，矿山服务市场的市占率从 2012 年的 1.9% 增长至 2019 年的 2.8%。公司作为一体化矿山服务龙头企业，具有一体化、规模化、专业化优势。与国内同行业公司铜冠矿山建设股份有限公司、中国华冶科工集团有限公司、十四冶金建设集团有限公司等相比，公司业务更加专一，具有矿山服务技术优势和装备优势，能够更好地围绕一体化矿山服务拓展核心业务，发挥规模优势，牢固行业领先地位。在供给侧改革的背景下，公司市场份额不断增长，在国内的市占率从 2012 年的 1.9% 增长至 2019 年的 2.8%，其中采矿运营管理的市占率从 2012 年的 0.7% 增长至 2019 年的 1.6%。

图 14：2012 年至今中国采矿市场容量及市占率



资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

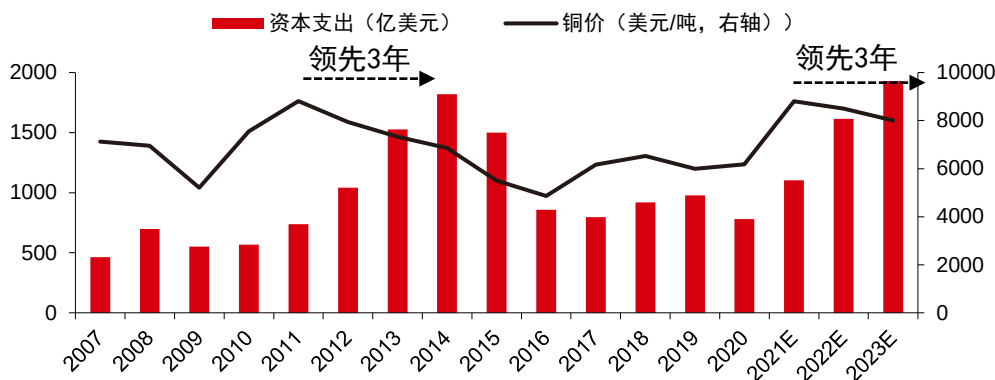
图 15：2012 年至今中国矿山工程建设市场容量及市占率



资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

全球大的商品周期驱动矿山服务市场景气周期开启。受疫情冲击 2020 年全球经济增速探底，伴随复工复产有序推进叠加多国积极的货币政策，世界经济逐步复苏，以铜为代表的大宗商品价格均创下近十年来的新高，并有继续上涨突破历史新高的趋势。历史上来看，随着价格对全球主要矿业企业的资本开支的刺激，大宗商品的价格一般领先矿山资本开支高点 2-3 年，在 2020-2021 年商品价格突破新高的基础上，整体矿山服务市场的景气周期开启，并有望具备比大宗商品价格本身更长的景气周期。

图 16：全球主要矿业公司资本开支与铜价的关系



资料来源：Bloomberg，各公司公告，中信证券研究部预测

国际化：走出去的先行者，积极开拓增量市场

中国矿业企业和矿业服务公司的国际化是一条必经之路。随着经济全球化步伐加快、国家“走出去”战略的深入推进以及中国矿产资源和环保政策约束力度不断加大，预计中国矿山开发企业将大力寻求海外项目发展，中国矿山开发服务企业也跟随着国内大型矿山开发企业走向国际；另一方面，国际大型矿业公司也在寻求技术和资金实力雄厚、业务效率高、行业内信誉度高的矿山开发服务商，这为矿山开发服务行业拓展国际市场创造了有力的条件。

公司目前在境内外承担 28 个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目。公司的矿山服务项目从国内起家，包括普朗、海矿石碌、开磷、会泽、锡铁山等，其中普朗铜矿采取自然崩落法采矿技术和大规模机械化作业，实现 1250 万吨/年生产能力，成为目前国内规模最大的地下金属矿山。同时公司是国内较早“走出去”的矿山开发服务商之一，积累丰富的国际化矿山服务经验，建立较好的品牌影响力，陆续承接赞比亚谦比希、Lubambe、卢安夏等大型矿山开发业务，并成功进入矿业资源极其丰富的刚果(金)市场，为世界级铜矿 Kamoia 等项目提供矿山开发服务。2019 年公司承接塞尔维亚的 Timok 铜金矿及印度尼西亚 Dairi 铅锌矿工程项目，为未来在欧洲及东南亚矿业市场的拓展奠定了坚实基础。

图 17: 金诚信国内项目分布



资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

图 18: 金诚信海外项目分布



资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

国内的存量市场稳步推进，海外增量市场不断取得突破，有望成为新的发力点。受益于国内重点大项目（普朗、肃北、锡铁山和石碌）的支撑，2015 年-2019 年公司的境内在建项目数维持在 30 个左右，对应的项目金额在 20 亿元左右，整体国内存量市场维持稳定。受益于公司较早“走出去”的选择，在海外市场特别是海外中资企业中建立较好的品牌影响力，2019 年公司的境外在建项目数为 9 个（相比 2015 年增长 2 倍），对应的项目金额为 13.5 亿（相比 2015 年增长 1.4 倍）。

表 1：金诚信 2015-2019 年在建项目数

		2015	2016	2017	2018	2019
境内	仅矿山工程建设	15	16	9	7	8
	仅采矿运营管理	6	7	5	5	4
	同时包含矿山工程建设、采矿运营管理	8	8	12	14	14
	总计	29	31	26	26	26
	仅矿山工程建设	1	0	2	2	6
境外	仅采矿运营管理	0	0	0	2	1
	同时包含矿山工程建设、采矿运营管理	2	3	3	2	2
	总计	3	3	5	6	9

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 2：金诚信 2015-2019 年在建项目金额（单位：亿元）

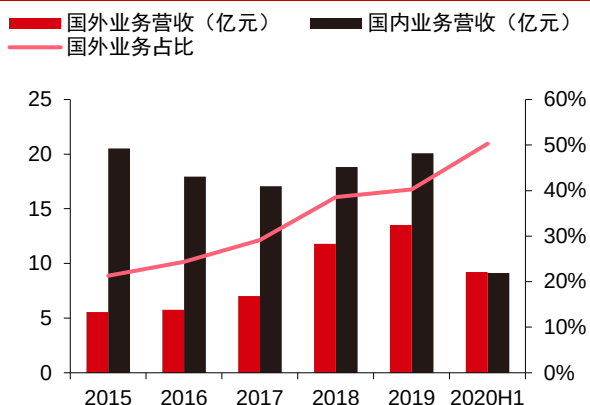
		2015	2016	2017	2018	2019	5 年 CAGR
境内	仅矿山工程建设	10.67	10.12	5.91	5.75	2.86	-0.43%
	仅采矿运营管理	2.85	2.12	2.54	2.78	2.86	
	包含矿山工程建设、采矿运营管理	6.99	5.64	8.57	10.29	14.36	
	总计	20.51	17.88	17.02	18.82	20.08	
境外	仅矿山工程建设	0.62	-	0.66	2.98	6.23	19.50%
	仅采矿运营管理	-	-	-	0.42	1.07	
	包含矿山工程建设、采矿运营管理	4.93	5.77	6.36	8.40	6.23	
	总计	5.55	5.77	7.02	11.80	13.53	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司海外业务收入/利润占比已提升至 50%/35%以上，预计后续占比仍将持续提升。

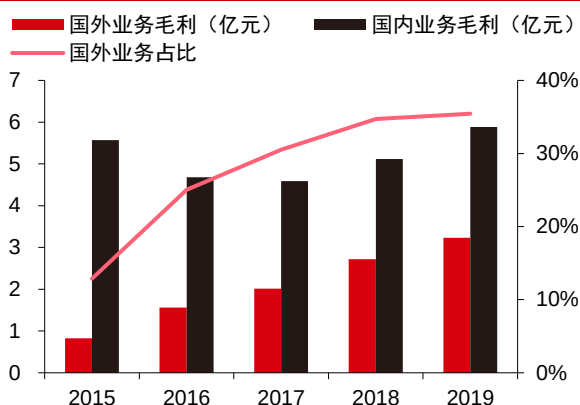
公司以国内业务起家，随着在 2000 年承接中国矿业企业在海外第一个项目谦比希，公司的海外业务的占比逐渐提升，2015 年公司海外业务收入和利润占比均约为 25%，预计 2020 年的海外收入占比进一步提升至 50%。伴随 Kamo-a、Timok、Lubambe、Dairi 等项目的建设逐步步入高峰以及在其他海外项目的拓展，公司海外业务的占比料将进一步提升。

图 19：2015 年-2020 年 H1 金诚信境内外收入



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 20：2015 年-2020 年 H1 金诚信境内外毛利



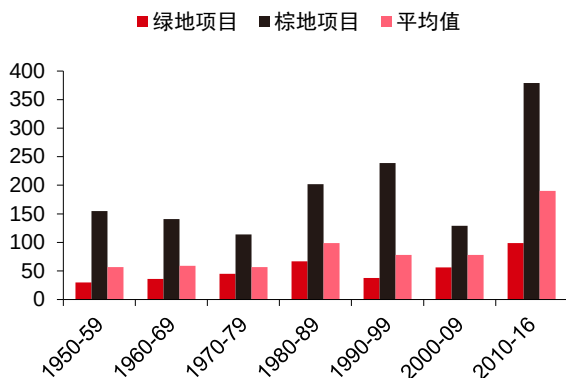
资料来源：公司公告，中信证券研究部

地下化：矿山形成地下化+深井化趋势，自然崩落法成为公司的新征程

全球矿山形成地下化+深井化趋势，地下矿山的开采需求增加。全球埋藏较浅的矿产资源逐渐萎缩，相应的开采深度已逐步向 1,000 米以下发展，根据 Minex Consulting 的数据，全球矿山的平均发现深度已从 1950 年代的 57 米提升至 2010 年代的 190 米，其中棕地项目的平均发现深度已经增长至 379 米。Minex Consulting 预测全球矿山中地下矿山的比例将从 2018 年的 21.7% 增长至 2025 年的 28.9%。根据金诚信公告披露的的专家预测，我国大型金属露天矿大部分已开采到临界深度，面临关闭或转入深部开采状态，在未来 10-15 年内中国将有三分之一有色金属矿山开采深度将达到或超过 1,000 米。

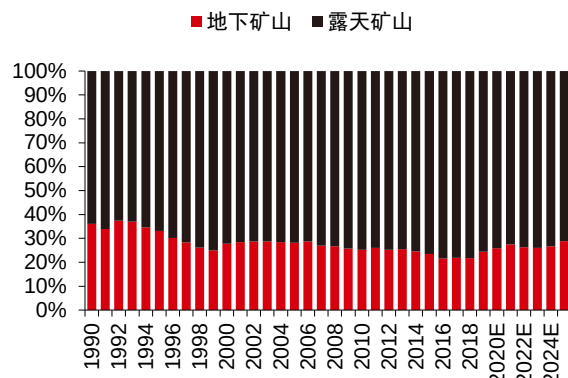
深井矿山存在高地应力、高地温等特殊性成为我国矿山开发必须解决的技术难题。近年来，矿山开采工艺的发展和井下大型无轨设备的广泛应用，已经为矿山开发项目的大型化提供了硬件基础。但是，新建深井矿山和现有老矿山向深部资源过渡所带来的高压、高温、通风、提升和地下水等一系列问题，仍是我国矿山开发业必须解决的技术难题；同时，也成为了进入深部大型矿山开发服务高端市场的竞争壁垒。

图 21：1950 年至今矿山平均发现深度（单位：米）



资料来源：Minex Consulting，中信证券研究部

图 22：1990 年至今露天矿山和地下矿山的比例



资料来源：Minex Consulting（含预测），中信证券研究部

金诚信的实际控制人及各技术管理层均具备十分强大的矿山开发背景。金诚信实际控制人王先成家族从事矿山开发服务多年、经验丰富。王先成先生生长于矿工世家，祖辈六代均工作于温州矾矿，该矿位于中国井巷之乡——浙江省苍南县，至今已有 600 多年开采史。王氏家族自上世纪 80 年代就开始独立从事矿山开发服务业，公司现任董事长王先成先生及其他主要管理层均在矿山开发服务领域积累了丰富的专业知识和项目运作经验。公司目前已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和商务管理部门核发的对外承包工程资格；控股子公司金诚信力合拥有冶金矿山工程专业甲级工程的设计资质；公司是行业内专注度最高的矿山开发服务企业之一。

表 3：金诚信主要技术型管理层的构成

职务	姓名	简历
创始人/董事	王先成	中南大学及北京科技大学兼职教授，中国安全生产协会专家委员会专家组专家，国家安全生产监督管理总局“超大规模超深井金属矿山开采安全关键技术研究项目”领导小组成员，中国生产力学会副会长，世界生产力科学院（WAPS）矿业领域的中国籍院士，教授级高级工程师
副董事长	李占民	教授级高级工程师，第五届国家安全生产专家组专家，1982 年 8 月至 2000 年 5 月，任职于北京有色冶金设计研究总院，先后担任矿山非标设备设计室主任，矿山机械研究所所长，德兴工程部经理，经理，总设计师，北京恩菲科技产业集团常务副总经理
总裁	王心宇	教授级高级工程师，2004 年至 2019 年，任职于中国有色金属建设股份有限公司，先后管理某伊朗锌厂项目经理部主管和伊朗阿拉克铝项目经理部项目经理
常务副总裁/总工程师	邵武	教授级高级工程师，2005 年获国务院颁发的特殊津贴，1982 年至 2014 年任职于铜陵有色，管理铜山铜矿，2015 年至 2017 年任职于中铁资源，担任总经理
副总裁	叶平先	研究员/教授级高级工程师，2009 年获国务院颁发的特殊津贴，1991 年至 2012 年任职于北京矿冶研究总院，担任副总工程师

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司十分注重队伍建设和科技研发投入，借人力资本和技术创新激发内生增长动力。公司持续加大人才培养和引进的力度，形成了“技能人员、技术人员、管理人员”三个序列、“项目部经理层和专业骨干、分子公司管理层和专业带头人、公司总部高管层和技术专家”三个层次的人才梯队体系。公司建立金诚信学院等内部三级培训体系，与多所高等院校达成合作关系为公司持续输送高质量技术人才。公司积极投身国家科技攻关项目，攻克并掌握了业内多项核心技术。公司先后获得国家级工法 5 项、部级工法 63 项、发明专利 11 项、实用新型专利 71 项。公司设立科技创新事业部，统筹整合金诚信研究院、

金诚信设计院、膏体充填实验室、博士后科研工作站，提升科研攻关能力，为公司内生增长动力和矿山服务业务开拓保驾护航。

表 4：金诚信的主要科研成果与核心技术

科研成果			核心技术	
成果类别	成果级别	数量/项	复杂矿区露天转地下安全平稳过渡与无废开采综合技术	严寒地区矿山基建施工采暖保温综合技术
国家标准	主编	4	下向六角进路式充填法的围岩控制及转层技术	上向分层回采膏体充填技术
	参编	4	掘进机在钾盐的使用技术（目前为本公司所独有）	金属矿山坚硬矿岩井巷快速施工成套新技术
国家专利	发明	11	斜坡道优质高效施工综合技术	竖井井筒与井塔同时施工技术
	实用新型	71	竖井延深井筒装备预先安装施工技术	高水平应力不良岩层巷道支护施工技术
工法	国家级	5	聚能药包疏通溜井堵塞技术	大直径深竖井快速施工技术
	部级	63	金属矿山胶带斜井施工带式输送机出渣技术等	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司在矿山建设和采矿运营服务板块的装备实力极其深厚。公司目前有各类先进设备 3000 余台套，除世界最先进的大孔台车、天井钻机的高端设备外，还有大量掘进台车、中深孔台车等基础设备，实现了大型化、无轨化、智能化装备。此外，公司是国内首家引进 CYBERMINE 地下无轨矿山设备模拟系统的企业，可以为地下无轨设备操作人员提供有效的培训和在线评估。公司还在云南昆明、北京密云、湖北大冶、赞比亚四大矿山建立了大型无轨设备维修装配基地。

图 23：金诚信的装备实力



无轨设备操作模拟系统

我公司在国内首家引进CYBERMINE地下无轨矿山设备模拟系统的企业。CYBERMINE模拟器的设计旨在为地下无轨设备操作人员提供有效的培训和在线评估，其主要目标是：

- 为新操作员提供涵盖所有设备操作重点的培训
- 为老操作员提供一套易于接受、现成可行的复习培训教程，帮助他们加强对程序的把握，纠正错误习惯
- 针对故障和紧急情况为操作员提供目标训练和表现评估，如刹车失灵、发动机故障等



四大维修装配基地

01 北京密云
装配、备件中心



02 云南昆明
装配、备件中心



03 湖北大冶
装配、备件中心



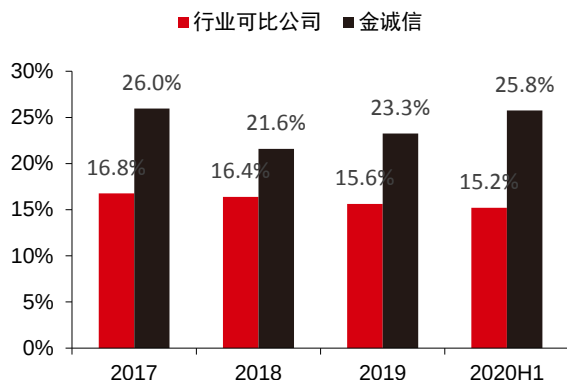
04 赞比亚
开拓装配、备件中心



资料来源：公司官网，中信证券研究部

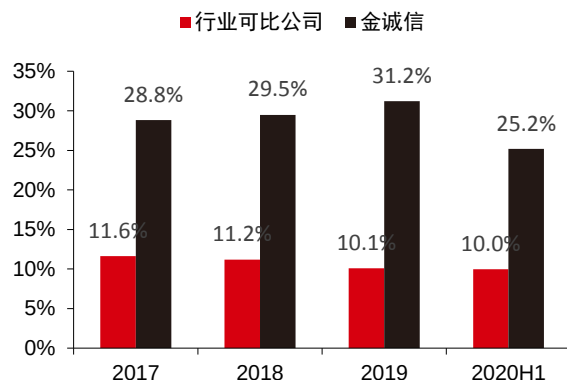
受益于地下矿山开采业务的难度，金诚信相比其他工程建设公司具备更高的毛利率。金诚信从事地下矿山开采业务，需要深入地下岩层进行采掘，所涉及的技术环节相对较多、技术难度相对较大。行业可比的地上矿山服务公司毛利率一般在 15% 左右，低于金诚信的 25% 左右；行业可比的公路桥梁基建等露天施工的单位毛利率在 10% 左右，低于金诚信的 30% 左右。并且大中型地下矿山开发服务市场需求稳中有增，受行业进入壁垒较高的影响，行业市场供给短时间内难以大幅增长，因此行业利润水平基本保持稳定。

图 24：金诚信采矿运营管理与可比业务公司的毛利率



资料来源：公司公告，金诚信公开发行可转债募集说明书，中信证券研究部

图 25：金诚信矿山工程建设与可比业务公司的毛利率

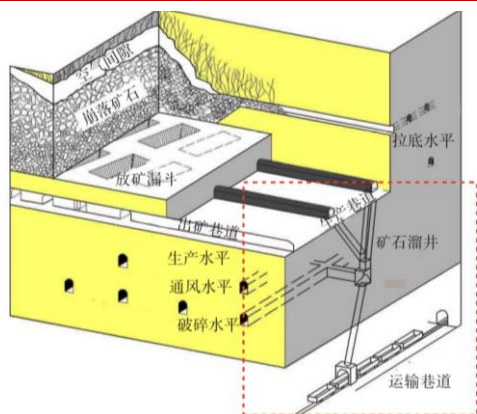


资料来源：公司公告，金诚信公开发行可转债募集说明书，中信证券研究部

自然崩落法适合低品位厚大矿床开采，是一种成本低、效率高、安全性好的地下大规模采矿方法。自然崩落采矿法，也称矿块崩落法。该采矿方法的矿岩体在拉底空间上，依靠自身重力、次生构造应力作用，在其软弱结构面的基础上产生崩落，并进一步发展失稳，通过底部结构出矿使上部的矿岩持续崩落，直至上一个阶段或崩透地表。该方法节省了大量的凿岩爆破工作与费用，特别适合低品位厚大矿床开采，是一种成本低、效率高、安全性好的地下大规模采矿方法。

自然崩落法已应用于全球 50 座以上的矿山，未来十年内计划投产的地下大型铜矿中均以该技术为主。自然崩落法自成功应用以来，已有 100 多年历史。起初它只适用于节理裂隙较发育的软弱破碎矿体，目前由于可崩性研究、块度预测及放矿理论研究取得巨大进展，该方法已成功用于节理裂隙发育的硬岩体，且因其生产能力强，便于生产组织管理，作业安全，开采成本低，自然崩落法在美国、智利、加拿大、南非、澳大利亚、菲律宾、赞比亚、俄罗斯等国家得到广泛应用，并取得了良好效果。且自然崩落法具备前期矿山建设阶段投入与其他方法的地下采矿作业相似，建成后可以显著降低开采的单位成本的优势。并且包括 Grasberg 的露天转地下，Oyu Tolgoi 的扩产项目均以自然崩落法作为未来的技术解决手段。

图 26：自然崩落法采矿示意图



资料来源：《自然崩落法采矿研究及应用》（朱忠华）

图 27：全球自然崩落法矿山分部



资料来源：《自然崩落法采矿研究及应用》（朱忠华）注：截至 2007 年

金诚信建成并服务的普朗铜矿是国内唯二的自然崩落法项目。我国存在两座应用自然崩落法的大型铜矿，矿石采选量均在 1000 万吨/年左右，建设时间 3-4 年。1984 年中条山有色金属公司引进矿块崩落法，用于开采铜矿峪矿低品位的蚀变斑岩型铜矿床，是我国第一个应用自然崩落法的矿山。普朗铜矿是第二个运用自然崩落法的铜矿项目，由金诚信建设并服务，达到年产量 1250 万吨。受益于生产工艺先进和规模效应的特点，普朗铜矿和铜矿峪矿的吨铜成本与露天开采相当，为业主创造价值同时成功压降公司营业成本。

紫金矿业旗下有多个适用自然崩落法的矿山，是未来公司业绩可观的增量来源。适用自然崩落法的矿山条件比较苛刻，需要满足：1）斑岩型铜矿，成矿连续，2）矿体厚大，可崩性好，3）低品位的地下矿山。我们认为紫金矿业的紫金山金铜矿、Timok 铜金矿下带矿、RTB 铜矿的 JM 矿山以及铜山铜矿适用该方法。并且由于金诚信是国内少数具有大规模自然崩落法应用经验的专业化矿山一体化服务商，加之公司与紫金矿业多个项目的成功合作，我们认为公司有望获得紫金矿业旗下系列的自然崩落法项目，给公司贡献可观业绩增量。按照一个矿山 1000-3000 万吨的采矿规模，我们预计紫金矿业的自然崩落法项目全部建成将至少给公司带来每年 15 亿以上的营收。

表 5：中国自然崩落法采矿的案例

矿山	矿石资源量 (亿吨)	铜资源量 (万吨)	品位	建设期	采矿规模 (万吨)	矿铜产量 (万吨)	投资额 (亿元)
铜矿峪矿一期	2.5	151	0.60%	1984-1989 年	400	2.5	
铜矿峪矿二期				2010-2014 年	900	4	12
普朗铜矿	9.1	316.9	0.35%	2014-2017 年	1250	5.5	60

资料来源：公北方铜业官网，云南铜业年报，中信证券研究部

大型化：抓大放小，成就未来五年的业绩翻番

客户资源方面，公司按照“大市场、大业主、大项目”市场策略，以“实力业主、知名矿山”为目标市场导向。公司经过多年市场开发，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，包括紫金矿业、中铝集团、江西铜业、金川集团、中国有色、开磷集团、海南矿业、西部矿业、韦丹塔、万宝矿产、艾芬豪矿业等。合作项目也由点及面、不断深入，通过建设千万吨级普朗项目，世界级矿山 Kamoia 铜矿，大项目格局已然落成。抓大放小的经营策略将帮助公司推动规模效应，实现营收盈利双提升。

图 28：金诚信主要客户资源



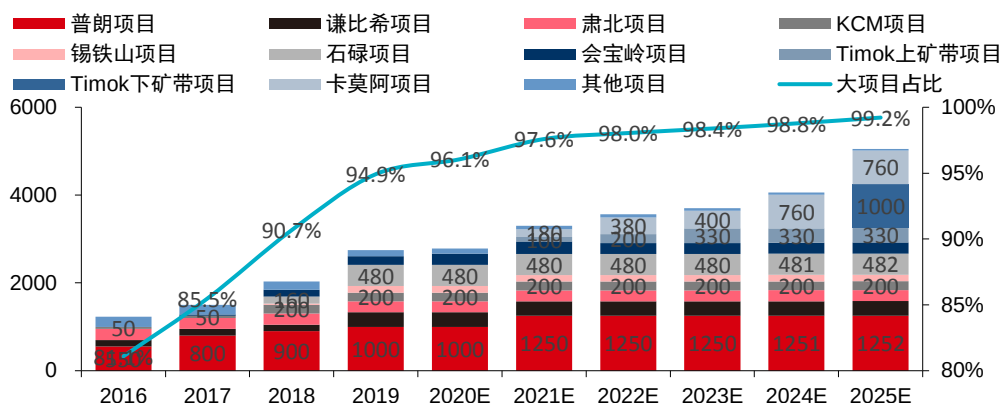
资料来源：公司公告，中信证券研究部

以雄厚采矿服务实力提升客户粘性，以多年采矿运营管理经验带来大项目增长，借矿山工程建设带动效应拓宽发展潜能。作为海外采矿运营管理桥头堡，公司深耕谦比希项目 20 余年，持续高质量的采矿运营服务助力公司顺利签署矿区东南矿体年产 330 万吨的开采合同。公司承接的普朗项目采用大规模自然崩落法，已实现 1250 万吨/年的达产目标。此外，公司先后承揽年产 480 万吨海矿石碌项目、年产 200 万吨锡铁山项目、年产 250 万吨肃北项目、年产 250 万吨会宝岭项目等，百万吨以上项目的采矿量占比从 2016 年的 81% 提升至 2019 年的 95%，大规模项目的数量持续扩大，“大市场、大业主、大项目”理念逐步凸显。

我们预计公司年采矿量将从 2019 年的 1732 万吨增长至 2025 年的 5000 万吨，届时大项目的比重近 100%。新签的大型矿山工程建设将通过向采矿运营管理项目转化赋能公司未来增长潜力：刚果（金）Kamoia 项目一期、二期建成产能共计约 760 万吨/年；塞尔维亚 Timok 铜金矿上矿带设计产能 330 万吨/年，Timok 铜金矿下矿带工程建设和采矿运营业务可期；设计产能超过 100 万吨/年的印度尼西亚 Dairi 铅锌矿同样有望转向采矿生产。

我们预计公司年采矿量将从 2019 年的 1732 万吨增长至 2025 年的 5000 万吨，届时大项目的比重近 100%。

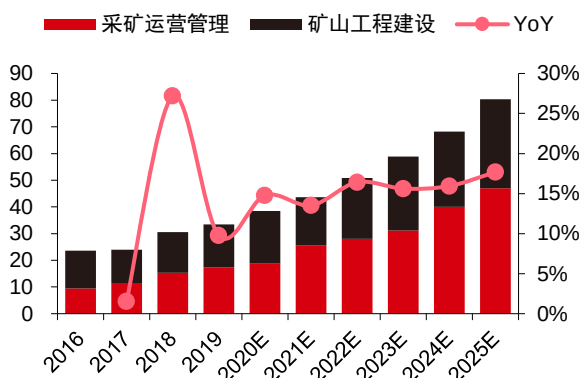
图 29：公司主要采矿运营管理项目的采矿量及占比（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

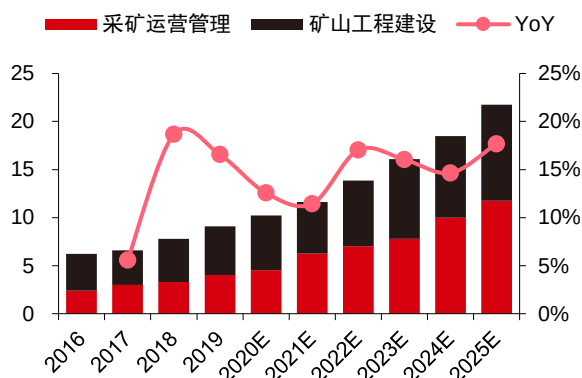
我们预计公司的矿山服务板块 2025 年可实现收入 80 亿元，毛利 21 亿元，对应未来五年的 CAGR 均在 15% 左右。随着诸多大项目落地，公司的矿山服务板块将稳健增长。我们预计公司的矿山服务板块在 2022/2025 年可实现收入 51.0 亿/80.3 亿元，相比 2019 年增长 51.7%/140%，对应未来五年 CAGR 为 15.0%；我们预计公司的矿山服务板块在 2022/2025 年可实现毛利润 13.9 亿/21.7 亿元，相比 2019 年增长 52.6%/139.4%，对应未来五年 CAGR 为 15.7%。

图 30：矿山服务板块的营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 31：矿山服务板块的毛利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

■ 矿山资源为矛，造就盈利弹性

基本面和流动性共振，预计铜价在 2021Q2/Q3 突破 12000 美元/吨。基于以下因素，1) 从季度供需平衡来看，随着海外需求的显著恢复，我们预计 2021Q2/Q3 将出现 25/4 万吨的缺口，维持供给短缺的状态；2) 从流动性来看，美国的 1.9 万亿美元的疫情纾困计划在 3 月份落地，Q2-Q3 还存在恢复经济的基建刺激政策对于流动性的支撑，美元指数也料将重启下降。我们判断铜价在 2021Q2/2021Q3 加速上涨突破 12000 美元/吨，季度均价高于 9000 美元/吨。

考虑流动性和基本面的节奏，预计 2021Q4-2022Q4 铜价维持高位。基于以下因素，1) 从季度供需平衡来看，尽管供给在持续释放，但伴随着需求端的持续恢复和新能源领域用铜的增加，海内外需求仍将共振，2022 年的基本面可能面临更紧张的状态；2) 从流动性来看，根据最新美联储点阵图，美联储在 2023 年前几乎无加息可能，并且我们预计此轮流动性释放相比于 2009-2011 年存在着快放慢收的特点，2022 年全球流动性虽然边际收窄但仍比较充裕。我们判断 2021Q4-2022Q4 铜价仍将维持在 8000 美元/吨以上的区间。

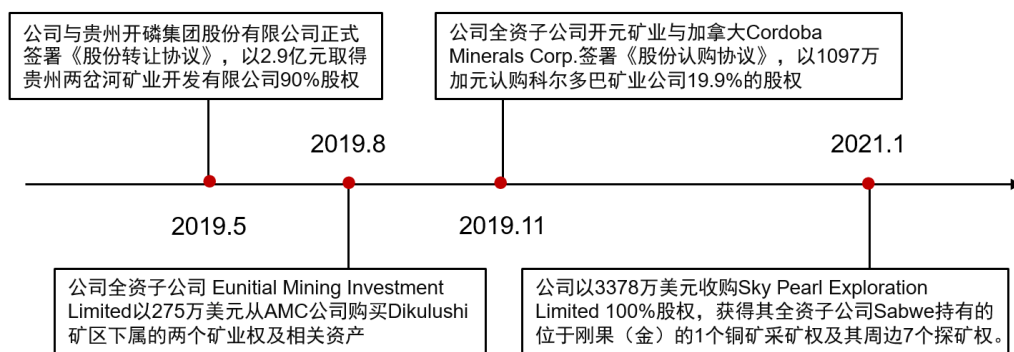
表 6：全球精炼铜季度供需平衡表（单位：万吨）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
供给	584	610	620	615	596	628	638	640	614	642	649	652
YOY	2.2%	3.1%	2.9%	4.0%	2.2%	3.1%	2.9%	4.0%	2.9%	2.1%	1.8%	2.0%
需求	552	621	636	626	582	653	642	642	601	672	654	654
YOY	4.8%	4.5%	0.3%	1.9%	5.4%	5.3%	1.0%	2.6%	3.4%	2.8%	1.8%	1.8%
供需平衡	32	-11	-16	-11	15	-25	-4	-2	12	-30	-4	-2
铜价(美元/吨)	5637	5356	6519	7166	8500	9500	9000	8500	8000	9000	8500	8000

资料来源：ICSG，中信证券研究部预测 注：2020Q4-2022Q4 的数据为中信证券研究部预测值

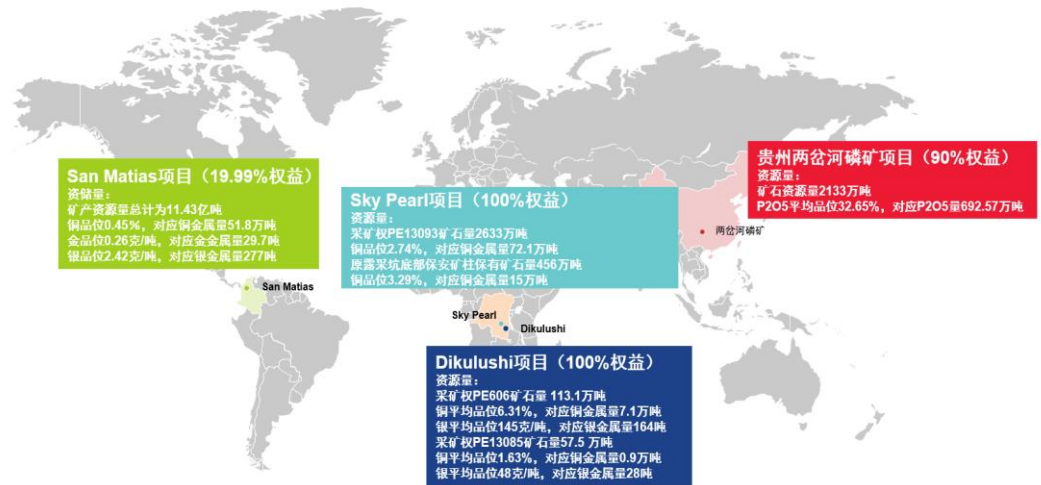
公司稳步向资源开发领域延伸，逐步探索出了具有金诚信特色的“资源+服务”开发模式。2019 年公司成功竞买贵州两岔河矿业开发有限公司 90%股权，步入矿山资源开发领域，之后相继收购托克集团下属刚果（金）Dikulushi 铜矿、艾芬豪集团旗下 Cordoba Minerals Corp. 19.99%股权和欧亚资源下属的 Sky Pearl Exploration Limited 100%股权。矿山项目涉及到铜矿、金矿、银矿和磷矿，其中还有千万吨级别的矿山项目，借助公司的主业优势，未来资源开发的潜力巨大。

图 32：金诚信矿山资源的收购时间线



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 33：金诚信全球矿山资源分布



资料来源：公司公告，中信证券研究部

两岔河矿业：进入资源领域的首次尝试

公司持有开磷集团旗下贵州两岔河矿业开发有限公司 90%的股权。2019 年 5 月 23 日，公司与贵州开磷集团股份有限公司正式签署《股份转让协议》，公司通过产权交易所公开竞买方式以 29127.366 万元取得贵州开磷集团股份有限公司下属子公司贵州两岔河矿业开发有限公司 90%股权。两岔河矿业是一家从事磷矿石、磷矿粉、磷矿砂自产自销的矿业公司。其下属的矿段位于开阳磷矿洋水矿区，开阳磷矿区是国家规划矿区，矿石储量较大，品位高，杂质含量低，不经选矿即可用作高浓度复合磷肥的原料。

图 34：两岔河矿业所在位置



资料来源：公司公告

图 35：两岔河矿业的卫星地图



资料来源：公司公告

两岔河磷矿储量较大，开发优势明显。磷矿位于开阳磷矿洋水矿区的西翼中部，开采深度由 1209m 至 0m 标高，矿区面积 4.836 km²。采矿权范围内的磷矿石资源量（331+332+333）为 2133.41 万吨，其中探明的内蕴经济资源量（331）为 165.57 万吨，控制的内蕴经济资源量（332）为 365.99 万吨，推断内蕴经济资源量（333）为 1601.85 万吨。

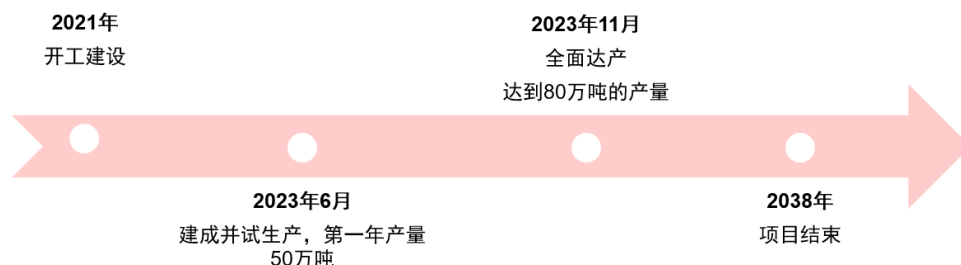
表 7：两岔河矿业的资源量

	资源矿石量（万吨）	P ₂ O ₅ 品位（%）	P ₂ O ₅ 资源量（万吨）
探明	165.57	33.67	55.75
控制	365.99	32.85	120.23
推断	1601.85	32.25	516.60
合计	2133.41	32.46	692.57

资料来源：公司公告，中信证券研究部

两岔河矿业将于 2023 年全面达产，形成 80 万吨磷矿/年的生产能力。根据公司 2019 年 6 月披露的可行性研究报告，磷矿计划 2021 年开工建设，预计总投资 6.8 亿，项目建设期 3 年，矿山预计于 2023 年 6 月建成进行试生产，2023 年 11 月底投产。公司预计矿山投产第 1 年达产 50 万吨，投产第 2 年达产实现 80 万吨的规模，对应的完全成本不超过 200 元/吨，开采年限超过 15 年，年均净利润约 6000 万元。

图 36：两岔河矿业的投产时间线



资料来源：公司公告，中信证券研究部

Dikulushi 矿业：2021 年有望投产的铜矿项目

公司收购托克集团下属的刚果（金）Dikulushi 铜矿。2019 年 8 月公司以 275 万美元从 AMC 公司购买 Dikulushi 矿区下属的两个矿业权及相关资产。该项目采矿权 PE606 矿石量 113.1 万吨，铜平均品位 6.31%，银平均品位 145 克/吨；采矿权 PE13085 矿石量 57.5 万吨，铜平均品位 1.63%、银平均品位 48 克/吨，合计约 8 万吨铜资源量。

图 37：Dikulushi 项目所在位置



资料来源：托克集团

图 38：Dikulushi 项目的照片



资料来源：Byrncut Mining 官网

表 8: Dikulushi 的资源量

矿权编号	矿石量 (万吨)	铜品位 (%)	银品位 (g/t)	铜资源量 (万吨)	银资源量 (吨)	面积 (km ²)	矿床名称
PE606	113.1	6.31	145	7.14	164.0	40.77	Dikulushi
PE13085	57.5	1.63	48	0.94	27.6	28	Kabusanje+Kazumbula
合计	170.6	4.73	112	8.07	191.6	68.77	-

资料来源：公司公告，中信证券研究部

预计 2021 年底投产，2022 年起形成 1 万吨铜金属当量的产量。Dikulushi 铜矿存在原本的基础设施，复产上的资本开支较少，节奏较快。根据公司公告，我们预计 Dikulushi 铜矿将于 2021 年底投产，2022 年达产，建成后年产铜 1 万吨（8000 多吨铜，加上银的价值量转为铜当量）。

Cordoba 矿业：潜力巨大的铜矿投资

公司持有艾芬豪集团旗下科尔多巴矿业公司 19.9% 的股权。2019 年 11 月 16 日，公司全资子公司开元矿业与加拿大 Cordoba Minerals Corp. 签署《股份认购协议》，认购金额合计 1096.5 万加元，认购完成后公司持有科尔多巴矿业公司 19.9% 的股权。Cordoba 专注于勘探和收购铜和黄金项目，主要资产为位于哥伦比亚的 San Matias 铜矿。其中 San Matias 项目矿权面积约 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 四个矿床，正在开展编制采矿计划 and 环境评估等相关工作。

图 39: San Matias 项目所在位置



资料来源：Cordoba 官网

图 40: San Matias 项目的照片



资料来源：Cordoba 官网

San Matias 拥有铜金属量 53.06 万吨，平均当量铜品位为 0.64%。根据公司 2019 年 7 月公布的哥伦比亚 San Matias 铜-金-银项目初步经济评估，该项目矿石控制的资源量 1.143 亿吨，当量铜品位 0.64%，其中铜金属量 51.8 万吨，此外保有金金属量 29.33 吨，银金属量 276.4 吨。该项目的控制+推测的矿石资源量为 1.191 亿吨，合计铜金属量 53.06 万吨，金金属量 30.26 吨，银金属量 282.2 吨，平均当量铜品位为 0.64%。

表 9：San Matias 铜矿的资源量

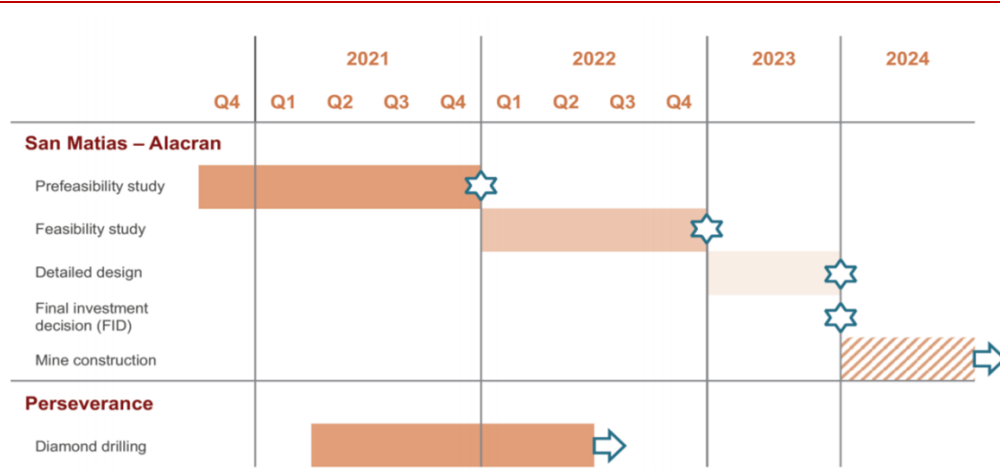
资源级别	矿石量 (百万吨)	当量铜品位 (%)	铜品位 (%)	金品位 (g/t)	银品位 (g/t)	铜金属量 (万吨)	金金属量 (吨)	银金属量 (吨)
控制								
Alacran,Phase 1	16.7	0.85	0.64	0.3	3.59	10.7	4.94	60.2
Alacran,Phase 2	81.2	0.61	0.44	0.24	2.45	36.0	19.08	198.7
Montiel East	4.3	0.7	0.46	0.35	1.53	2.0	1.52	6.6
Montiel West	4.6	0.52	0.24	0.49	1.32	1.1	2.26	6.1
Costa Azul	7.4	0.4	0.24	0.21	0.65	2.0	1.53	4.9
控制小计	114.3	0.64	0.45	0.26	2.42	51.8	29.33	276.4
推测								
Alacran,Phase 1	0.6	0.42	0.33	0.14	1.65	0.19	0.08	0.95
Alacran,Phase 2	1.6	0.4	0.32	0.13	1.57	0.52	0.22	2.58
Montiel East	1.8	0.34	0.25	0.15	0.88	0.44	0.26	1.56
Montiel West	0.6	0.39	0.07	0.54	0.96	0.04	0.35	0.59
Costa Azul	0.1	0.39	0.29	0.16	0.6	0.04	0.02	0.07
推测小计	4.8	0.39	0.26	0.2	1.21	1.23	0.93	5.76
控制+推测								
Alacran,Phase 1	17.3	0.84	0.63	0.29	3.53	10.86	5.02	61.1
Alacran,Phase 2	82.8	0.61	0.44	0.23	2.43	36.54	19.3	201.3
Montiel East	6.1	0.70	0.40	0.29	1.33	2.42	1.78	8.1
Montiel West	5.2	0.52	0.22	0.50	1.28	1.16	2.61	6.7
Costa Azul	7.5	0.40	0.28	0.21	0.66	2.07	1.55	4.9
控制+推测小计	119.1	0.64	0.45	0.25	2.37	53.06	30.26	282.2

资料来源：公司公告，Cordoba 公司公告，中信证券研究部

San Matias 的预可行性研究将在 2021 年 Q4 完成, 2024 年启动建设。该项目 Alacran 矿床预可行性研究的现场工作已恢复，主要为开展环境影响评价和开采计划等工作提供技术信息，公司预计在 2021 年第四季度完成对 Alacran 矿床的环境影响评价、开采计划以及预可行性研究。预计矿山建设将于 2024 年启动。目前初始资本支出为 1.614 亿美元，扩张资本支出为 1.206 亿美元，包括维持资本、尾矿管理设施和回收成本在内的矿山 PEA 寿命资本支出总额为 5.275 亿美元。

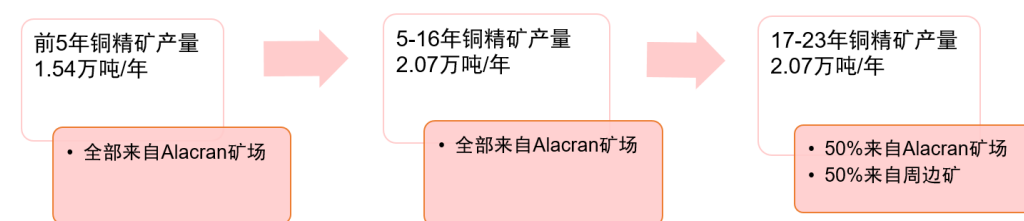
San Matias 建成后平均铜产量为 1.81 万吨。公司目前正在勘探的 San Matias 铜-金-银项目，计划最初的开采将集中在 Alacran，针对位于矿床中心的高品位、低废料位置。项目建成后公司预计 1 至 5 年精矿年铜产量为 1.54 万吨；6 至 16 年增加至 2.07 万吨；在矿山 23 年的 PEA 总寿命期间，平均每年铜产量为 1.81 万吨。

图 41：San Matias 项目建设进度图



资料来源：Cordoba 公司公告，公司官网，中信证券研究部

图 42：San Matias 的产量规划



资料来源：Cordoba 公司公告，公司官网，中信证券研究部

Sky Pearl Exploration：现有的核心资产

公司收购欧亚资源下属的 Sky Pearl Exploration Limited 100%股权。2021 年 1 月 15 日公司以 3378 万美元收购 Sky Pearl Exploration Limited 100%股权，获得其全资子公司 Sabwe 持有的位于刚果（金）的 1 个铜矿采矿权及其周边 7 个探矿权。该项目采矿权 PE13093 范围内合计探明和控制级别资源量（矿石量）2,633 万吨，铜品位 2.74%，折合铜金属 72 万吨；另原露采坑底部保安矿柱保有铜金属 15 万吨，铜品位 3.29%。区内探明 Lonshi 铜矿体，矿体在深部及延伸向尚未封闭，具有增储的潜力。

采矿权 PE13093 周边的七个探矿权总面积超过 900km²，均分布于刚果（金）东南部，属于中非铜矿带东段。目前仅开展了地质物探、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，资源具有进一步扩大的潜力。

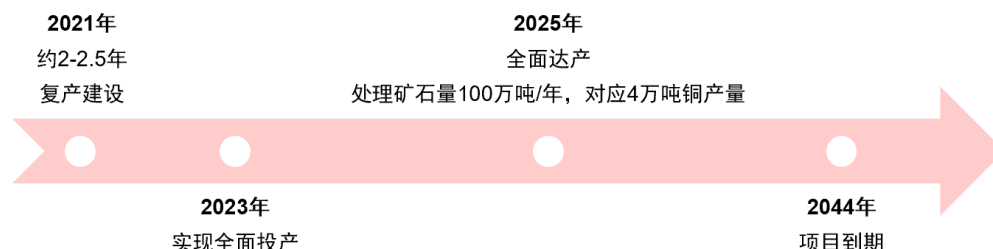
表 10：Lonshi 铜矿的资源量

矿权编号	类别	矿石量 (万吨)	铜品位 (%)	铜金属量 (万吨)
PE13093	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，中信证券研究部

Lonshi 铜矿料将于 2023 年下半年投产，2024 年全面达产，届时铜矿年产量可达 4 万吨以上。公司计划于 2021 年起通过 2 年-2 年半加快建设，完成项目的复产。我们预计 Lonshi 铜矿于 2023 年下半年投产，达产后处理矿石能力超过 100 万吨/年，对应的铜产量可达 4 万吨以上。

图 43：Lonshi 铜矿项目及生产进度图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

成就国内一流、世界知名矿山企业之路

矿山开发一体化服务经验助力公司自有资源开发项目降本增效。公司多年经营矿山开发领域业务，逐步打通产业上下游，形成矿山开发一体化服务体系协同效应。将既有经验用于开发自有资源项目有助于公司进行矿山开发全生命周期的有效把控，实现全面精准成本控制。同时，增量项目开发成本管理方面的边际效应显著，公司利润结构预计将得到进一步提升。自有矿山开发项目未来营业收入贡献可期，叠加降本增效乐观前景，公司未来盈利能力将有更多抬升潜力。

以自有资金低价收购矿山资源，公司矿山资源领域实力逐渐增强。2019 年 San Matias 铜金银矿的交易对价约为 81 美元/吨当量铜，2019 年刚果（金）Dikulushi 项目的交易对价约为 34 美元/吨当量铜，2021 年刚果（金）Sky Pearl 项目的交易对价约为 38 美元/吨当量铜，三个铜矿的收购对价都低于绝大部分中资企业收购铜矿的对价。三个项目都是公司以自有资金直接进行出资，稳健的资产负债表使得短期内对公司的经营业绩和财务状况不会产生较大影响，同时公司在矿山资源领域实力逐渐增强，预计将在长期内贡献盈利。

表 11：中资企业收购铜矿的对价

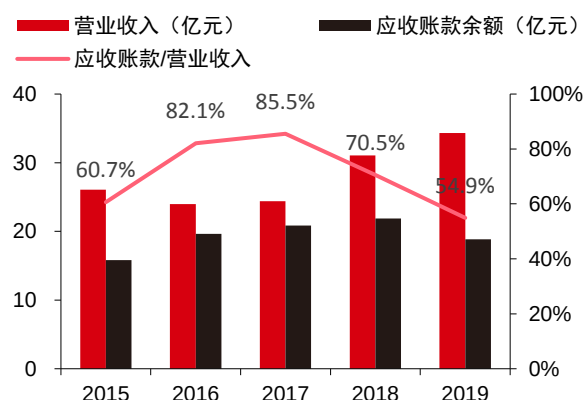
时间	收购方	资产	资源量 (百万吨)	权益	铜品位	铜金属量(万吨)	交易总额	对价(美元/ 吨当量铜)
2021	金诚信	PE13093 采矿权和 7 个探矿权	30.9	100%	2.74%	87	0.34 亿美元	38
2019		PE606 采矿权和 PE13085 采矿权	1.7	100%	4.7%	8	275 万美元	34
2019		San Matias 铜金银矿	114.3	19.9%	0.64%	53.06	1096 万加元	81
2020	紫金矿业	巨龙铜业	2539	50.1%	0.41%	1041	38.83 亿元	115
2016		多宝山铜矿	405	49%	0.44%	178.39	16.6 亿元	213
2016		铜山铜矿	59	100%	0.56%	32.98		
2016		科卢韦齐铜矿	39	21%	3.9%	153.8	0.34 亿美元	105
2015		卡莫阿铜矿	966	47.03%	2.5%	2416	4.12 亿美元	36

时间	收购方	资产	资源量 (百万吨)	权益	铜品位	铜金属量(万吨)	交易总额	对价(美元/ 吨当量铜)
2014		科卢韦齐铜矿	39	51%	3.9%	153.8	4.79 亿元	87
2014	五矿资源	Las Bambas 铜矿	1784	62.5%	0.61%	1088.1	18.66 亿美元	274
		Anvil Mining Limited	58	100%	5.01%	288.1	13.3 亿加元	363
2016	洛阳钼业	Tenke 铜钴矿	1216	56%	2.34%	2845.2	26.5 亿美元	166
2013		Northparkes	595	80%	0.61%	363.2	8.2 亿美元	282
2015	中铁建铜冠	Corriente Resources Inc.	1963	96.9%	0.59%	1158	6.58 亿加元	46

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

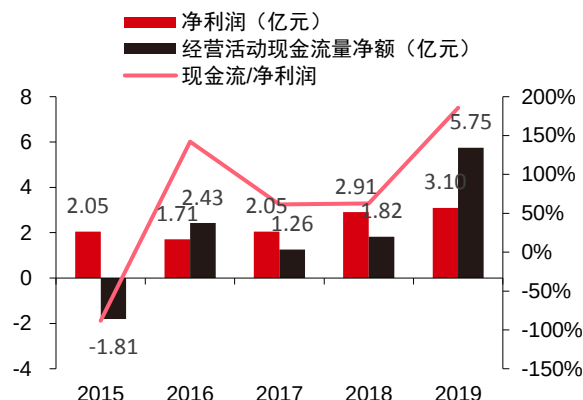
公司充裕的现金流及多渠道融资能力保障资源类项目行稳致远。受益采掘业景气程度上行，客户回款下应收账款比例减少，同时公司营业收入稳步提升，2019 年应收账款/营业收入的比例下降为近五年最低值 54.9%。受此影响，2019 年公司实现经营性现金流 5.75 亿元，同比增加 215.9%，为公司的资源开发项目提供稳定的现金支持。此外公司还通过发行可转债等方式实现多渠道融资，借力资本市场为公司持续发展提供支持，保障公司未来具备充足的现金来进行项目开发。

图 44：2016-2019 年金诚信营业收入与应收账款



资料来源：公司公告，中信证券研究部

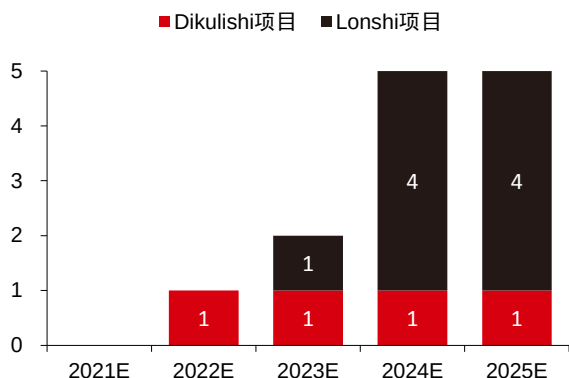
图 45：2016-2019 年金诚信经营性现金流（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

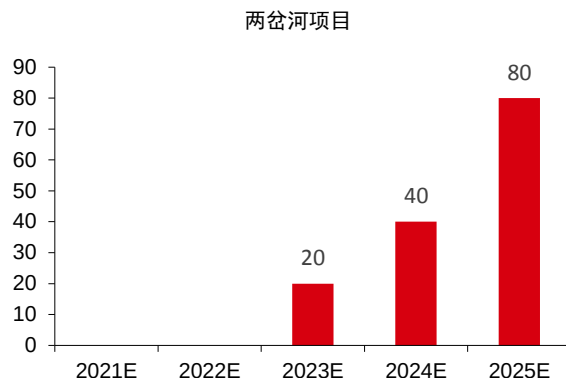
我们预计公司 2022 年起将拥有资源产量贡献，2025 年成为至少年产铜当量 5 万吨的公司。按照现有的 Dikulishi、Lonshi 和两岔河项目的建设进度，我们预计金诚信 2022 年起开始拥有矿山项目的资源收入，至 2025 年公司可具备至少年产铜当量 5 万吨和 80 万吨磷矿。公司确立了“三步走”的宏伟目标，前期通过小步快走的方式形成自身的矿山运营，后续扩大矿山板块的规模，向着建设一流、世界知名矿山企业的宏伟目标稳步迈进。

图 46：2021-2025 年金诚信的当量铜产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

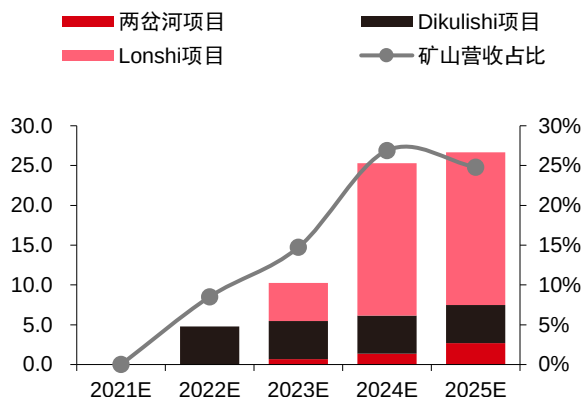
图 47：2021-2025 年金诚信磷矿产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

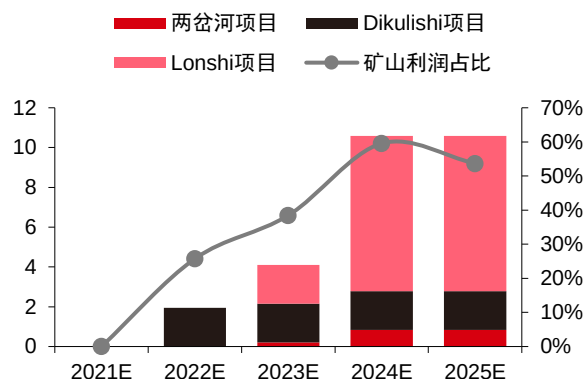
预计 2025 年矿山板块的利润贡献将达 50%， “服务+资源” 双轮驱动雏形显现。 2021 年及之前，公司的业务均为综合性的矿山服务。随着公司体内的三大项目投产，自有矿山的营收与净利润比重将迅速提升，成为公司业绩增长的弹性点。以 8000 美元/吨的铜价假设下，我们预计公司矿山板块 2025 年将实现营收收入 26.6 亿元，占公司整体营收的 24.8%，将实现净利润 10.6 亿元，占公司整体净利润的 53.7%，形成 “服务+资源” 双轮发展。

图 48：2021-2025 年金诚信矿山营收及占比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 49：2021-2025 年金诚信矿山净利润及占比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

■ 风险因素

宏观经济波动的风险；金属等资源价格下行的风险；主要矿业公司资本开支下降的风险；项目投产不及预期的风险。

■ 盈利预测与关键假设

1. 采矿运营管理项目营收及采矿总量：普朗项目已实现 1250 万吨计划产量，将为公司贡献稳定业绩，境外谦比希东南矿体项目、KCM 项目及境内肃北项目、海矿石碌项目、锡铁山项目预计将成为未来营收压舱石；在建 Timok 项目和 Kamoia 项目有望转为采矿运营管理继续开发，为公司带来可观业绩增长；我们预计采矿运营管理业务未来将继续增长，假设建设项目毛利率和单位成本保持稳定，预计 2020-2023 年公司采矿运营管理项目营收为 18.9/25.5/28.1/31.1 亿元，采矿总量为 3030/3300/3560/3700 万吨。

2. 矿山工程建设项目营收及掘进总量：公司维持 KCM 项目、开磷项目、Lubambe 项目等传统项目储备稳定释放业绩；同时进一步拓展增量市场，成功签署塞尔维亚紫金矿业项目、世界级铜矿 Kamoia 项目、印尼 Dairi 项目等；未来有望继续依靠自然崩落法的项目，承接 Timok 下矿带建设项目；我们预计公司矿山工程建设项目营收保持上升趋势，假设项目毛利率和单位成本保持稳定，预计 2020-2023 年公司矿山工程建设项目营收为 19.5/18.1/22.8/27.7 亿元，掘进总量为 458/425/535/650 万立方米；

3. 矿山资源项目营收及产量：Dikulushi 项目、Lonshi 项目、两岔河项目有望三年内建成投产，我们预计 2020-2023 年公司铜当量产量 0/0/1/2 万吨，磷矿当量产量 0/0/0/20 万吨，伴随资源价格上升，矿山资源项目将为公司带来较大营收和毛利的增长。在铜价 8000 美元/吨、磷矿价格 340 元/吨的假设下，我们预计 2020-2023 年公司矿山资源项目营收为 0/0/4.79/10.25 亿元。

公司作为一体化矿山服务领军企业，深耕矿山设计研究、矿山工程建设、采矿运营管理，自 2019 年起公司布局资源领域，开启“服务+资源”发展路线，目前公司项目储备充足，多个项目未来签约前景乐观，公司资源项目投产预期良好，增长潜力巨大，未来发展可期。基于以上分析我们预判：公司 2020-2023 年营业收入分别为 39.0/44.2/56.2/69.6 亿元，公司盈利增长得益于境外大型矿山服务项目的签署和资源价格上涨周期中矿山资源项目投产。

表 12：金诚信主要业务盈利预测关键假设

业务	单位	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
采矿运营管理						
收入	百万元	1732	1892	2554	2809	3110
成本	百万元	1329	1438	1928	2107	2333
毛利	百万元	403	454	626	702	778
毛利率	%	23.26%	24.00%	24.50%	25.00%	25.00%
矿山工程建设						

业务	单位	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
收入	百万元	1617	1956	1815	2279	2773
成本	百万元	1113	1389	1280	1595	1941
毛利	百万元	505	567	535	684	832
毛利率	%	31.21%	29.00%	29.50%	30.00%	30.00%
矿山资源开发						
收入	百万元				479	1025
成本	百万元				151	331
毛利	百万元				328	694
毛利率	%				68.42%	67.71%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

综合上述分析，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.48/4.31/7.57 亿元，对应 EPS 预测为 0.60/0.74/1.30 元。

表 13：金诚信盈利预测与估值情况

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,105.19	3,433.96	3,901.06	4,422.46	5,620.02
营业收入增长率 YoY	27%	11%	14%	13%	27%
净利润(百万元)	291.43	309.57	348.37	431.49	757.32
净利润增长率 YoY	42%	6%	13%	24%	76%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.50	0.53	0.60	0.74	1.30
毛利率	26%	27%	27%	27%	31%
净资产收益率 ROE	7.19%	7.26%	7.63%	8.73%	13.44%
每股净资产（元）	6.95	7.31	7.82	8.47	9.66
PE	29.51	27.81	24.69	19.93	11.36
PB	2.12	2.02	1.88	1.74	1.53

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 3 月 26 日收盘价

■ 估值及投资评级

公司 2021-2022 年目标价 22.3 元。选取 A 股从事工程建设公司和铜行业公司作为可比公司，结合 PE 估值和 DCF 估值，给予公司 2022 年 17 倍 PE 估值，预计公司合理市值 130 亿元，对应未来一年目标价 22.3 元，给予“买入”评级。

相对估值法

公司是矿山一体化服务龙头企业，顺采矿业上行周期布局资源领域，形成“服务+资源”的双轮驱动，将激发公司发展潜力。公司的业务可分为三大类型，我们采用分布估值法进行估值。

1) **矿山工程建设：**矿山工程建设中的项目持续时间在 3-8 年，不具备长期经营的特点，我们选取工程建设板块的中国中铁和中国中冶作为可比公司，2022 年两家公司的 PE（Wind 一致预期）平均值为 5.73 倍，考虑公司所处的大型地下矿山领域，行业门槛较高，且受益于中国矿业企业出海建设矿山的高峰，给予公司矿山工程建设板块 2022 年 6-10 倍

PE，结合 2022 年矿山建设板块的预测净利润（2.5 亿元），对应**矿山建设板块合理市值为 15-25 亿元**；

2) **矿山运营管理**：矿山运营管理的时间长度往往与矿山的寿命相当，一般在 20 年以上，并且受益于自然崩落法等技术给矿山运营管理带来持续的业务增长，预计年化增速在 15%以上，我们给予公司矿山运营管理 2022 年 12-18 倍 PE，结合 2022 年矿山运营板块的预测净利润（2.6 亿元），对应**矿山运营板块合理市值为 31-47 亿元**；

3) **矿山资源项目**：矿山资源以铜为主，我们选取铜行业的公司江西铜业、云南铜业作为可比公司，2022 年两家公司的 PE（Wind 一致预期）平均值为 21.9 倍，考虑公司铜矿业务的规模和成长性，给予公司矿山资源项目 2022 年 22-26 倍 PE，结合 2022 年矿山资源板块的预测净利润（2.5 亿元），对应**矿山资源板块合理市值为 55-65 亿元**。

结合三个板块的合理市值，我们认为公司 2022 年的合理市值在 101-137 亿元，即对应的 PE 为 13-18 倍，考虑公司未来五年具备持续的成长性，**给予公司 2022 年 17 倍 PE 估值，对应市值 130 亿元，对应目标价 22.3 元。**

表 14：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	市值	EPS（元/股）				PE（倍）			
		（元）	（亿元）	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601390.SH	中国中铁	5.72	1407	0.96	1.00	1.13	1.26	5.96	5.72	5.06	4.54
601618.SH	中国中冶	3.11	644	0.32	0.36	0.4	0.45	9.72	8.64	7.78	6.91
工程建设公司平均值								7.84	7.18	6.42	5.73
600362.SH	江西铜业	22.03	763	0.71	0.6	0.79	1.01	31.03	36.72	27.89	21.81
000878.SZ	云南铜业	13.63	232	0.39	0.39	0.53	0.62	34.95	34.95	25.72	21.98
铜矿公司平均值								32.99	35.83	26.80	21.90

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2021 年 3 月 26 日收盘价，表格中 2020-22 年数据均为 Wind 一致预期

绝对估值法

采用的现金流为企业自由现金流（FCFF）。假设公司 2030 年之后永续增长，增长率 0.75%-1.25%。对于其他参数，假设公司股票 β 值为 1；无风险利率为 3%，假设风险溢价 6%；公司债务成本为 8.5%；公司目标资产负债率为 30%，公司适用的所得税税率 25%。计算得到公司 WACC 约为 8.21%，再根据盈利预测模型，在 0.75%-1.25%的永续增长率和 7.96%-8.46%的折现率情况下，估计公司**合理价值区间在 20.34-23.4 元**；按照中值 8.21%的 WACC 和 1%的永续增长率条件，**计算得出公司每股价值 21.8 元**。

表 15：绝对估值法的敏感性表

WACC					
TV	7.71%	7.96%	8.21%	8.46%	8.71%
0.50%	22.47	21.53	20.66	19.85	19.08
0.75%	23.10	22.11	21.20	20.34	19.54
1.00%	23.78	22.74	21.77	20.87	20.02
1.25%	24.51	23.40	22.38	21.43	20.54
1.50%	25.30	24.12	23.04	22.03	21.09

资料来源：中信证券研究部预测

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,105	3,434	3,901	4,422	5,620
营业成本	2,311	2,493	2,865	3,247	3,892
毛利率	25.58%	27.39%	26.55%	26.58%	30.75%
税金及附加	14	14	16	18	22
销售费用	9	12	13	15	19
销售费用率	0.29%	0.34%	0.34%	0.34%	0.34%
管理费用	254	290	320	354	450
管理费用率	8.19%	8.44%	8.20%	8.00%	8.00%
财务费用	82	90	73	82	98
财务费用率	2.64%	2.62%	1.86%	1.86%	1.74%
投资收益	1	0	(30)	(10)	0
营业利润	374	422	469	580	1,015
营业利润率	12.05%	12.29%	12.03%	13.12%	18.06%
营业外收入	10	4	5	5	5
营业外支出	5	11	10	10	10
利润总额	379	415	464	575	1,010
所得税	90	108	116	144	252
所得税率	23.85%	26.03%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	(3)	(2)	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	291	310	348	431	757
净利率	9.39%	9.01%	8.93%	9.76%	13.48%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,144	1,089	2,069	1,773	1,493
存货	684	868	715	771	886
应收账款	2,189	1,886	1,912	2,038	2,453
其他流动资产	587	635	667	694	749
流动资产	4,604	4,478	5,362	5,276	5,582
固定资产	1,201	1,392	1,640	2,274	2,995
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	52	415	415	415	415
其他长期资产	416	287	287	287	287
非流动资产	1,669	2,094	2,342	2,977	3,697
资产总计	6,273	6,572	7,704	8,253	9,279
短期借款	489	513	585	663	843
应付账款	605	666	430	455	506
其他流动负债	462	637	631	697	800
流动负债	1,556	1,816	1,646	1,815	2,149
长期借款	248	261	261	261	261
其他长期负债	395	135	1,135	1,135	1,135
非流动性负债	644	395	1,395	1,395	1,395
负债合计	2,200	2,211	3,041	3,210	3,544
股本	585	583	583	583	583
资本公积	1,605	1,594	1,594	1,594	1,594
归属于母公司所有者权益合计	4,053	4,262	4,564	4,943	5,635
少数股东权益	20	99	99	99	99
股东权益合计	4,073	4,361	4,663	5,042	5,735
负债股东权益总计	6,273	6,572	7,704	8,253	9,279

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税后利润	289	307	348	431	757
折旧和摊销	184	223	111	161	221
营运资金的变化	-337	-108	-184	-149	-446
其他经营现金流	47	153	142	122	112
经营现金流合计	182	575	417	566	644
资本支出	-409	-255	-359	-796	-941
投资收益	1	0	-30	-10	0
其他投资现金流	19	-87	0	0	0
投资现金流合计	-388	-342	-389	-806	-941
权益变化	0	1	0	0	0
负债变化	311	-182	1,072	78	180
股利支出	-44	-44	-47	-52	-65
其他融资现金流	-137	-93	-73	-82	-98
融资现金流合计	130	-317	952	-56	17
现金及现金等价物净增加额	-76	-85	980	-296	-280

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	27.24%	10.59%	13.60%	13.37%	27.08%
营业利润增长率	35.98%	12.83%	11.24%	23.61%	74.86%
净利润增长率	42.02%	6.22%	12.53%	23.86%	75.51%
毛利率	25.58%	27.39%	26.55%	26.58%	30.75%
EBITDA Margin	20.28%	20.74%	16.61%	18.52%	23.64%
净利率	9.39%	9.01%	8.93%	9.76%	13.48%
净资产收益率	7.19%	7.26%	7.63%	8.73%	13.44%
总资产收益率	4.65%	4.71%	4.52%	5.23%	8.16%
资产负债率	35.07%	33.64%	39.47%	38.90%	38.19%
所得税率	23.85%	26.03%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	15.06%	15.08%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。