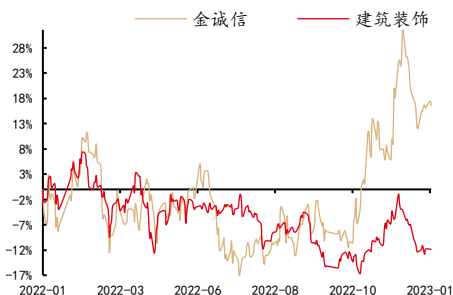


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	28.51
总股本/流通股本(亿股)	6.02 / 6.02
总市值/流通市值(亿元)	171.6 / 171.6
52周内最高/最低价	31.00 / 18.12
资产负债率(%)	44.01%
市盈率	21.48
第一大股东	金诚信集团有限公司
持股比例(%)	40.7%

研究所

分析师: 丁士涛
 SAC 登记编号: S1340522090005
 Email: dingshitao@cnpsec.com
 研究助理: 刘依然
 SAC 登记编号: S1340122090020
 Email: liuyiran@cnpsec.com

金诚信 (603979.SH)
“服务+资源”双轮驱动，加速矿业一体化转型
● 收入结构调整，驱动公司成长

公司是矿山开发服务行业的综合性龙头企业，以矿山工程建设和采矿运营管理为核心主业。上市之初公司收入以国内为主，11-16年公司收入和利润复合增速9/-2%。17年起公司加大海外业务拓展，境外收入占比从11年34%增至21年56%。海外占比提升驱动公司成长并改善回款周期，17-21年公司收入和利润复合增速13/18%，应收账款周转天数从17年299天下降至21年158天。

● 矿山服务门槛高，盈利能力高于可比公司

矿山工程建设与运维技术门槛高，公司通过不断积累经验和创新技术，为业主提供合理化建议，优化设计方案和设计参数。21年公司综合毛利率26.8%，远高于传统工程建设公司中国铁建17.2个百分点，高于可比公司铜冠矿建11.9个百分点。

● 布局矿山资源业务，创造盈利高弹性

借助于公司在矿服领域的积累，公司介入优质矿山资源。随着22年D铜矿、23年磷矿（一期）、24年L铜矿陆续投产，24年铜金属产能5万吨，磷矿产能30万吨。由于金属价格处于高位且收购项目资源禀赋优异，矿山投产后将带来公司收入和利润的大幅增长。

● 盈利预测与投资建议

我们预计22-24年公司营业收入为54.05/71.63/104.74亿元，归母净利润为5.95/9.23/18.66亿元。按照23年2月7日收盘价计算，22-24年PE为29/19/9倍。我们看好公司矿山服务行业地位和矿山资源开发业务的前景，且23年是矿山资源放量的首年，给予公司23年219亿目标市值，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济波动；海外市场开拓不及预期；项目投产不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021	2022	2023	2024
营业收入(百万元)	4,503.81	5,404.80	7,162.85	10,473.90
增长率(%)	16.57%	20.01%	32.53%	46.23%
EBITDA(百万元)	980.65	890.19	1,341.82	2,607.53
归属母公司净利润(百万元)	470.95	594.53	922.58	1,865.52
增长率(%)	28.93%	26.24%	55.18%	102.21%
EPS(元/股)	0.78	0.99	1.53	3.10
市盈率(P/E)	36.43	28.86	18.60	9.20
市净率(P/B)	3.24	2.95	2.54	1.99
EV/EBITDA	12.78	19.50	13.22	6.79

数据来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

目录

1 深耕矿山开发服务，积极向资源领域进发	5
1.1 背靠股东金诚信集团，多年积淀布局完善.....	5
1.2 “矿服+资源”双轮驱动，打造产业链一体化优势.....	6
1.3 矿山一体化服务龙头，经营稳健潜力十足.....	8
2 矿山开发服务为基，海外市场打开成长空间.....	10
2.1 行业端：金属价格走高激发矿企投资，新一轮景气周期呈现	10
2.2 市场端：海外矿服先行者，积极探索增量空间.....	11
2.3 技术端：秉承智慧矿山建设理念，自然崩落法构建技术护城河	14
2.4 客户端：坚持“大业主+大项目”策略，客户黏性驱动高增长.....	19
3 布局矿山资源业务，创造盈利高弹性	21
3.1 收购贵州两岔河磷矿，首次进军资源开发领域.....	22
3.2 收购刚果（金）Dikulushi 铜矿，已顺利投产	23
3.3 收购 Sky Pearl，积极布局刚果（金）Lonshi 铜矿	24
3.4 参股 Cordoba 公司，SanMatias 铜金银矿潜力巨大	24
4 盈利预测与投资建议.....	26
4.1 矿山开发服务	26
4.2 矿山资源业务	26
4.3 投资建议	27
5 风险提示	27

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权及业务结构 (截至 22 年 Q3)	6
图表 3: 矿山开发产业链	7
图表 4: 公司矿山资源项目发展情况	7
图表 5: 2012-2022Q3 公司营业总收入及同比	8
图表 6: 2012-2022Q3 公司归母净利润及同比	8
图表 7: 2011-2021 年公司主营业务收入构成	8
图表 8: 2011-2021 年公司境内外收入构成	8
图表 9: 2012-2022Q3 公司毛利率及净利率	9
图表 10: 2011-2021 年公司各项主营业务毛利率	9
图表 11: 2012-2022Q3 公司期间费率	9
图表 12: 2012-2022Q3 公司资产负债率	9
图表 13: 2000-2021 年全球有色金属勘探投资与有色金属价格指数 (SMMI) 趋势对比	10
图表 14: 2010-2022E 全球 Top40 矿企资本支出	10
图表 15: 2010-2022 年 LME 铜结算价	10
图表 16: 2010-2021 年中国非油气资源勘探投资额	11
图表 17: 2021 年我国主要矿产资源对外依存度	11
图表 18: 2010-2021 年我国采矿业对外直接投资存量额	12
图表 19: 我国境外矿业投资项目分布	12
图表 20: 我国主要矿类境外权益资源量	12
图表 21: 公司全球项目分布 (含国内)	13
图表 22: 2016-2021 年公司境外资产规模及占比	13
图表 23: 2016-2021 年公司境内外在建项目均价	13
图表 24: 2011-2021 年公司海外市场营业收入及占比	14
图表 25: 2011-2021 年公司海外市场毛利及毛利率	14
图表 26: 全球铜矿平均品位趋势	14
图表 27: 1993-2021 年全球铜矿山露天矿品位对比	15
图表 28: 1993-2021 年全球地下铜矿品位对比	15
图表 29: 全球部分露天开采转地下开采的铜矿	15
图表 30: 公司矿山开发服务板块施工能力	16
图表 31: 公司矿山开发服务板块重点项目工程记录	16
图表 32: 采矿方法的分类及其适用条件	16
图表 33: 自然崩落法采矿示意图	17
图表 34: 普朗矿区钻孔及 KT1 矿体空间模型	17
图表 35: 普朗铜矿三维可视化综合监控系统	18

图表 36: 迪迈科技露天矿智能调度系统	18
图表 37: 公司与工程建设同业公司毛利率对比	18
图表 38: 公司与有色金属同业公司毛利率对比	18
图表 39: 公司当前在建矿山项目	19
图表 40: 公司历年在建项目平均金额	21
图表 41: 公司历年前五大客户签约金额及占收入比重	21
图表 42: 公司历年采供矿量	21
图表 43: 公司历年掘进总量	21
图表 44: 公司矿山资源业务发展时间线	22
图表 45: 公司总计拥有矿产保有资源权益储量	22
图表 46: 两岔河各级别磷矿资源量情况	22
图表 47: 2021 年中国正极材料出货量结构	23
图表 48: 2016-2021 年磷酸铁锂电池装机量及占比	23
图表 49: 公司铜矿并购节点及铜价	23
图表 50: Dikulushi 矿相关数据	24
图表 51: Lonshi 铜矿资源数据	24
图表 52: SanMatias 项目地理位置	25
图表 53: SanMatias 矿区分布	25
图表 54: SanMatias 铜金银矿资源信息	25
图表 55: 近三年市盈率 (TTM) 走势	26

1 深耕矿山开发服务，积极向资源领域进发

1.1 背靠股东金诚信集团，多年积淀布局完善

公司成立于1997年，是集有色金属矿山、黑色金属矿山和化工矿山工程建设、矿山运营管理、矿山设计与技术研发等业务为一体的综合性服务商，也是矿山开发服务行业的龙头企业。公司深耕矿山开发服务领域多年，项目遍及国内各省及海外市场，2000年公司承接中国在海外的第一个大型有色金属项目“赞比亚谦比希项目”的采矿运营管理业务，开启了海外业务拓展的步伐。2002年公司大举进军国内西南矿山市场，先后成立了会泽、开磷、大红山等项目部。2010年起，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；同年8月，公司通过重组合并了金诚信集团采矿运营管理和矿山工程建设的资产和业务。随着“四五战略”推进与战略转型，公司具备了矿山工程施工总承包一级资质和对外承包工程资格，已从单纯的施工管理业务向矿山建设和采矿运营管理服务、矿山智能设备制造、矿山科技研发、矿山资源开发、矿山产品贸易流通的全产业链覆盖，并逐步形成具有鲜明特色的业务板块，核心竞争力不断增强。

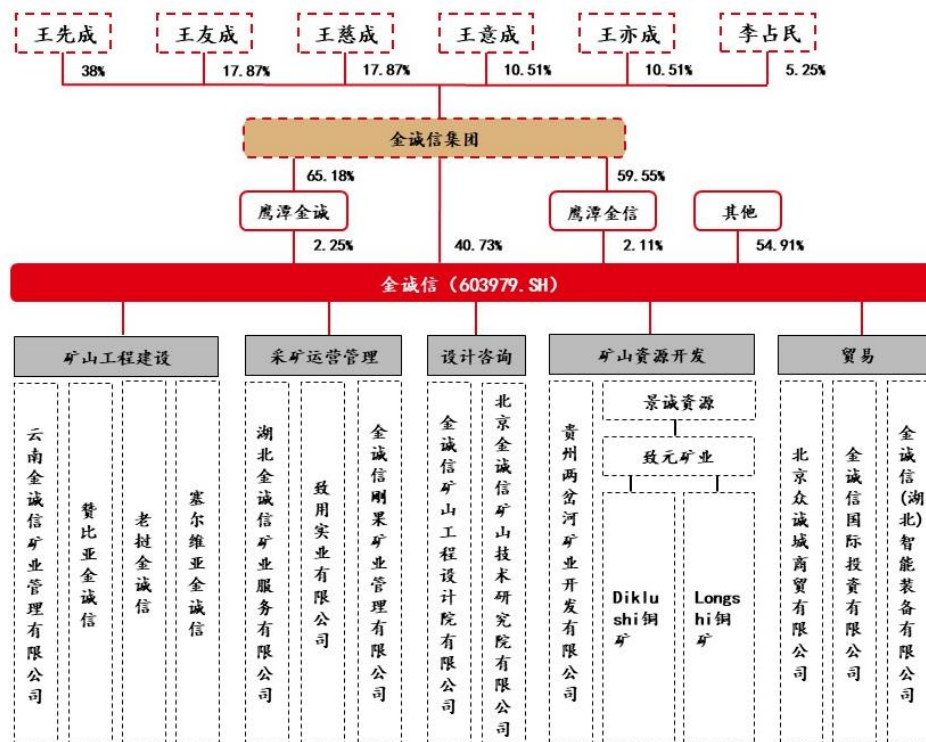
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

截至 2022 年第三季度，金诚信集团为公司控股股东，持有公司 40.73% 股权，王先成、王慈成、王友成、王亦成、王意成五兄弟为金诚信集团实际控制人，持有金诚信集团股权比例 94.75%，股权结构较为稳定。公司在国内和海外市场拥有 31 家（分）子公司和控股公司，业务结构主要分为矿山工程建设、采矿运营管理、工程设计咨询、矿山资源开发和贸易五大业务板块。目前公司境内在建矿山工程建设、采矿运营管理项目 20 个，海外在建项目 12 个。

图表2：公司股权及业务结构（截至 22 年 Q3）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 “矿服+资源”双轮驱动，打造产业链一体化优势

矿山开发产业链包括矿地质勘察、矿山设计研究、矿山建设、矿山采矿运营、矿山选矿、矿产品冶炼六个环节。公司主营业务双引擎之一的矿山开发服务主要包括采矿运营管理、矿山工程建设及矿山设计与技术研发，服务对象为大中型非煤类矿山，涉及矿山资源品种主要包括铜、铅、锌、铁、镍、钴、金、银、磷等。公司打造“矿建+服务”一体化综合经营模式，通过矿山工程建设获得矿山业主认可，进而承接后期采矿运营管理业务，以便缩短建设周期，实现快速投产达产，满足客户需求，进而持续增强客户粘性。

图表3：矿山开发产业链



资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

此外，公司利用多年积累的矿山服务管理技术和品牌优势，积极向资源开发领域延伸，逐步探索出“服务+资源”的业务模式，以“矿山开发服务”和“资源开发”作为双轮驱动，推动公司从单一的矿山开发服务企业向矿山综合服务转型。目前公司已拥有贵州两岔河矿业磷矿采矿权、刚果（金）Dikulushi 铜矿采矿权、刚果（金）Lonshi 铜矿采矿权及其周边 7 个探矿权、并参股加拿大 Cordoba 矿业公司。

图表4：公司矿山资源项目发展情况

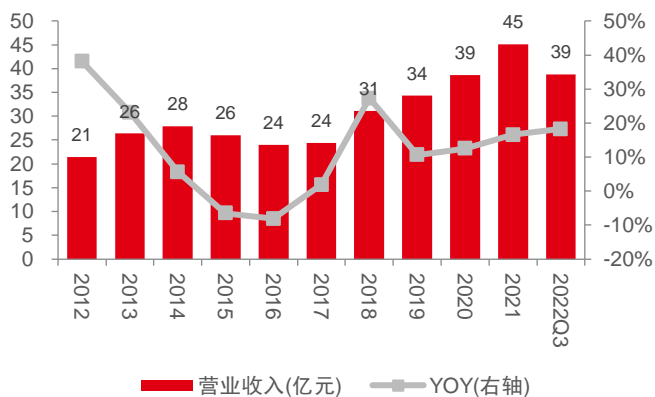
矿山项目	项目信息
贵州两岔河磷矿	两岔河磷矿采矿权资源量为 2133.41 万吨磷矿石，P2O5 平均品位 32.65%。根据项目初步设计，矿山整体生产规模 80 万 t/a，采用分区地下开采，其中南部采区生产规模 30 万 t/a，建设期 1 年，生产期 20 年；北部采区生产规模 50 万 t/a，建设期 3 年，生产期 18 年；产品为磷矿石原矿，平均品位 30.31%。
刚果(金)Dikulushi 铜银矿	项目位于刚果（金）东南部加丹加（Katanga）省，采矿权面积 68.77 平方公里，项目资源量约为 8 万吨铜、192 吨白银，其中：采矿权 PE606 矿床 Dikulushi 铜银矿石量约 113 万吨，铜平均品位 6.33%，银平均品位 144g/t，该项目已于 2021 年 12 月投产。
刚果(金)Lonshi 铜矿	项目位于刚果（金）加丹加省东南部，采矿权资源量约为 87 万吨铜，平均品位 2.82%，项目达产后年产约 4 万吨铜金属。
哥伦比亚 SanMatias 铜金银矿	公司参股 Ivanhoe 旗下 Cordoba 公司，间接参股下属 SanMatias 铜金银矿项目，项目中 Alacran 矿床铜金银矿床原矿石量约 102.1 百万吨，铜品位 0.41%、金品位 0.26 克/吨、银品位 2.30 克/吨。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

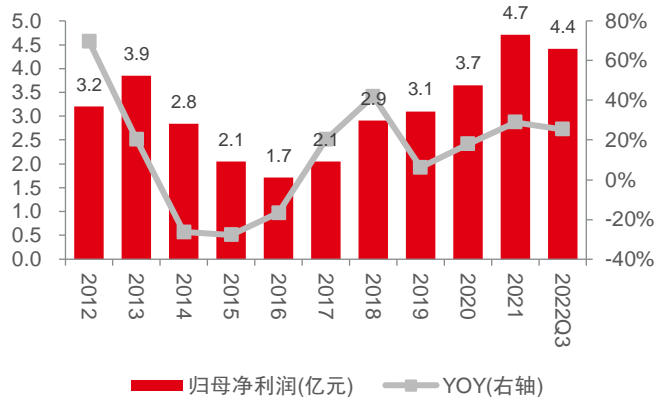
1.3 矿山一体化服务龙头，经营稳健潜力十足

平稳渡过疫情周期，业绩稳步提升。公司坚定“矿山开发服务+资源开发”双轮驱动战略，新冠疫情期间业绩表现仍然坚挺，2021年公司营业总收入为45.0亿元，YOY+16.6%，近十年CAGR为+7.7%，营收增长稳健。截至2022年Q3，公司实现营收38.8亿元，YOY+18.2%。同期利润水平持续上扬，2021年公司归母净利润为4.7亿元，YOY+28.9%，近十年CAGR为+3.9%，2022年Q3公司归母净利润为4.4亿元，YOY+25.3%。

图表5：2012-2022Q3 公司营业总收入及同比



图表6：2012-2022Q3 公司归母净利润及同比

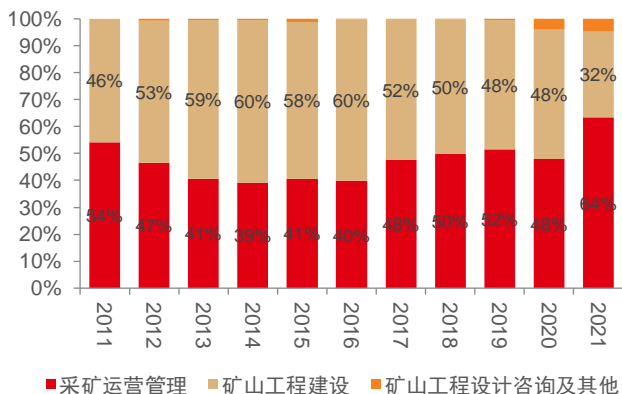


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

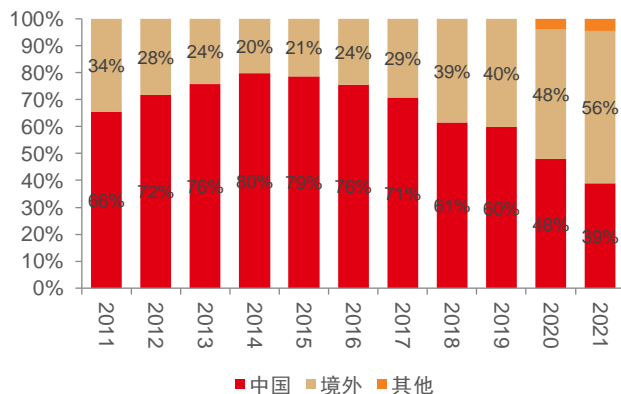
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

矿山开发服务贡献主要营收，海外矿服助力迅速扩张。2021年公司矿山开发服务业务占据总营收的95.2%，其中矿山工程建设占比63.5%，采矿运营管理业务占比31.7%。公司营收结构稳定，未来随着公司矿山项目陆续投产，矿山资源业务占比有望增加。公司是国内较早出海的矿山开发服务商，与全球多家知名矿企合作。2017年公司正式成立海外事业部，海外收入占比从2017年的24%增加至2021年的56%。由于海外矿山资源禀赋优于国内，海外矿企盈利能力优于国内，对于公司收入和利润的改善明显。

图表7：2011-2021 年公司主营业务收入构成



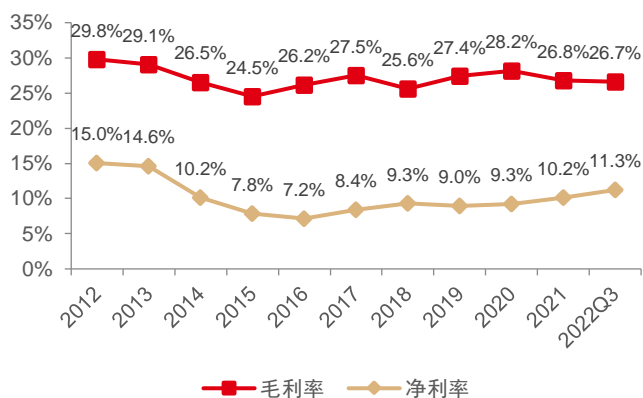
图表8：2011-2021 年公司境内外收入构成



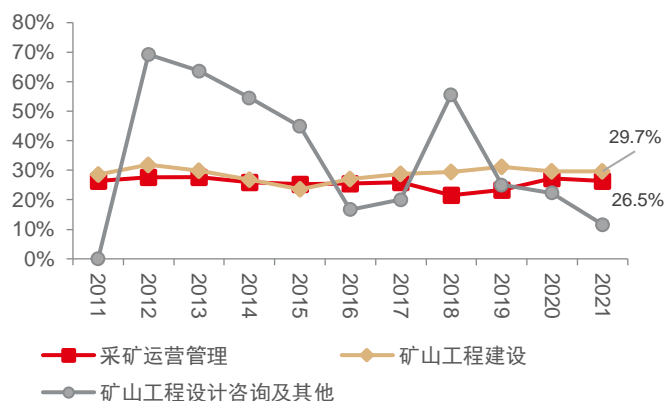
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司盈利水平持续稳定，矿服业务抗周期能力强。截至 2022 年 Q3，公司毛利率为 26.7%，净利率为 11.3%，公司客户主要为大型矿山，客户稳定性较强，因此近十年利润水平均保持稳定。矿山工程建设和采矿运营管理是公司的核心主业，2022 年 Q3 毛利率分别为 29.7% 和 26.5%，毛利率基本稳定。

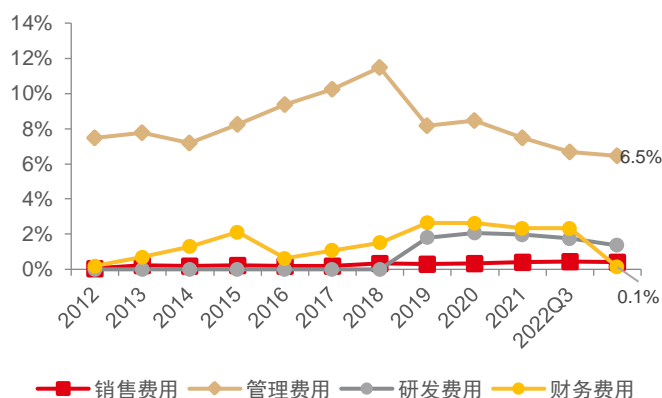
图表9：2012-2022Q3 公司毛利率及净利率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

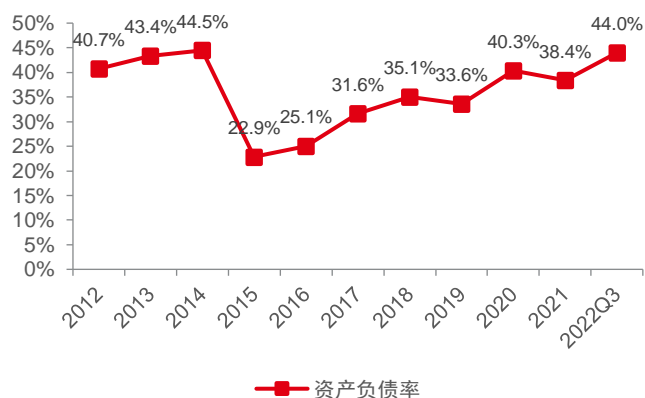
图表10：2011-2021 公司各项主营业务毛利率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

期间费率控制稳定，债资结构良好。公司期间费用率整体保持小幅下降趋势，2021 年公司期间费用率为 11.2%，较 2019 年下降 2.3%，截至 2022Q3 期间费用率仅为 8.4%，其中销售/管理/研发/财务费用分别为 0.4%/6.5%/1.4%/0.1%，管理费用率较 2017 年高点下降 5 个百分点。随着公司规模逐渐扩张，管理层通过提升成本管控能力实现降本增效，期间费用率维持稳定下降状态。近年公司资产负债率略有增加，截至 2022 年 Q3 公司资产负债率 44%，具备较强的偿债能力和抗风险能力。

图表11：2012-2022Q3 公司期间费率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表12：2012-2022Q3 公司资产负债率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 矿山开发服务为基，海外市场打开成长空间

2.1 行业端：金属价格走高激发矿企投资，新一轮景气周期呈现

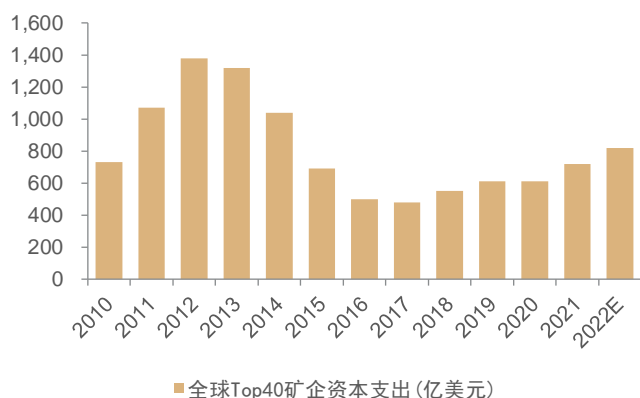
金属价格上涨，头部矿企加大投资力度。2020-2021 年全球货币政策宽松，有色金属价格上涨。受益于价格上涨，矿企利润规模扩大，现金储备增多，从而激发矿企加大矿业项目勘察投入。从资本开支角度出发，全球范围内头部矿商均已增加资本支出。以铜矿为例，随着 LME 铜价上涨，2021 年头部铜企 BHP 的资本支出增至 61.1 亿美元，较 2017 年增加 17.5%。由于矿企资本支出相较价格高点往往出现一定滞后，随着当前有色金属价格不断回升，采矿业市场景气状况维持，从而拉动矿山服务市场进入景气周期。

图表13：2000-2021 年全球有色金属勘探投资与有色金属价格指数(SMMI)趋势对比



资料来源：iFinD, Statista, 中邮证券研究所

图表14：2010-2022E 全球 Top40 矿企资本支出



资料来源：Statista, PWC-mine, 中邮证券研究所

图表15：2010-2022 年 LME 铜结算价



资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

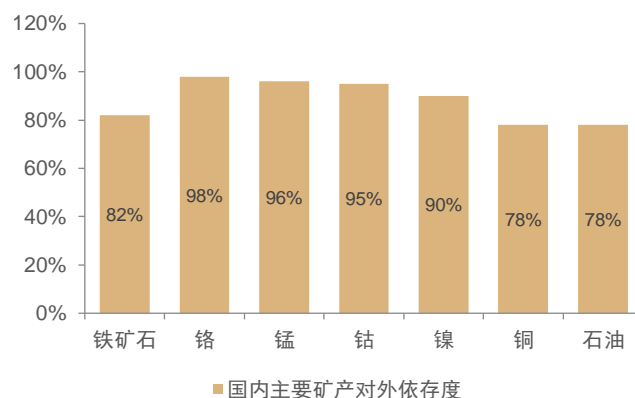
2.2 市场端：海外矿服先行者，积极探索增量空间

境内勘探预算低迷，矿源对外依存度居高。国内矿产资源勘查开发力度不断减弱，非油气地质勘查投资自 2012 年高点起连续下滑，至 2020 年已缩减至 161.6 亿元，2021 年小幅抬升至 173.81 亿元，但占全球勘查投入比重较低，与加拿大、澳大利亚等矿业大国相差较大。而且日趋严格的生态环保政策将进一步缩小矿产勘查开发活动范围。由于资源禀赋原因，我国主要矿类对外依存度居高不下，目前国内度大于 50% 的矿种超过 10 种，其中铁矿石 82%、铬矿 98%、锰矿 96%、钴矿 95%、镍矿 90%、铜矿 78%，因此外部环境对国内矿产供给至关重要，加大海外矿业投资力度成为满足我国矿产资源需求的必要选择。

图表16：2010-2021 年中国非油气资源勘探投资额



图表17：2021 年我国主要矿产资源对外依存度

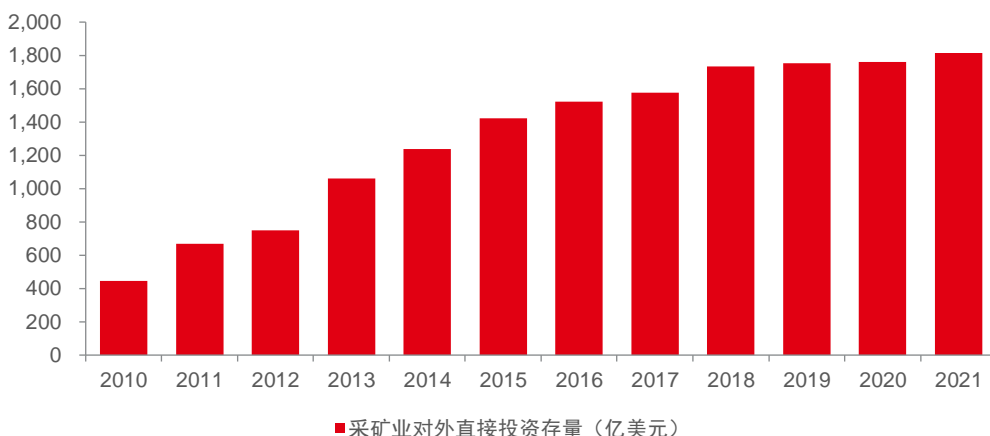


资料来源：中国矿产资源报告，中国政府网，中邮证券研究所

资料来源：财新网，中邮证券研究所

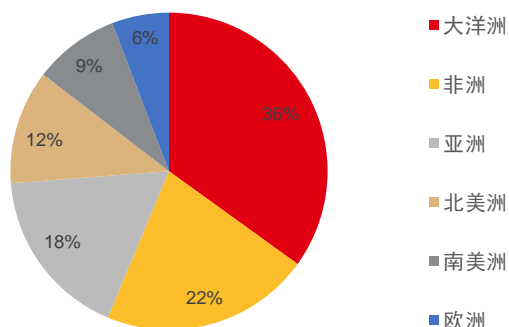
海外投资力度攀升，积极开拓境外市场。我国采矿业对外直接投资存量规模一路攀升，截至 2021 年已上涨至 1815.1 亿美元，是 2010 年投资存量的 4.1 倍。矿业海外投资项目已经遍布全球，其中大洋洲占比 36%，非洲和亚洲位居其后，分别占据 22%/18%，美洲占比 21%，欧洲占比 6%。矿业海外投资的矿种主要集中在铁、铜、锂、钴、镍、铝等矿种，截至 2021 年我国在 30 个国家投资铁矿勘查开发，涉及 80 余个矿业项目，拥有境外权益资源量 269.5 亿吨，占全球总资源量的 11.9%；境外获得锂、钴、镍矿权益资源量为 1717/388/1620 万吨，是国内资源量的 1.6/5.6/1.4 倍。目前中国矿业公司与国际头部矿企相比，在公司规模、盈利能力、矿山数量等方面尚有一定的差距，随着国家“一带一路”战略的推进，优质头部矿企将持续加大海外市场投资力度。

图表18：2010-2021年我国采矿业对外直接投资存量额



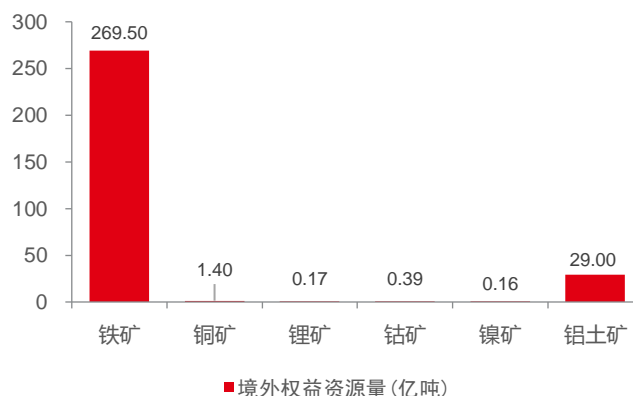
资料来源：中国对外投资统计公报，中国矿业对外直接投资趋势及机遇分析，中邮证券研究所

图表19：我国境外矿业投资项目分布



资料来源：《中国矿业国际合作发展历程和现状分析》，中邮证券研究所

图表20：我国主要矿类境外权益资源量



资料来源：《中国矿业国际合作发展历程和现状分析》，中邮证券研究所

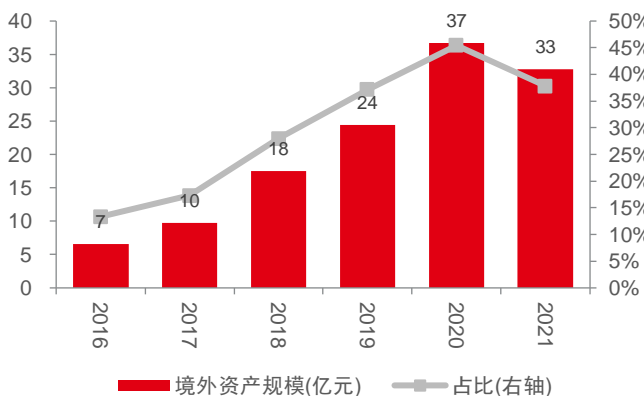
公司是国内较早“走出去”的矿山开发服务商之一，项目已遍及海外多个国家。2003年承接第一个海外项目—赞比亚 Chambishi 项目的矿山开发业务，期间积累了丰富的国际化矿山服务经验，建立了较好的品牌影响力，成为“一带一路”战略计划中被国际大型矿业公司认可的内资矿山开发服务商。公司陆续承接了赞比亚 Chambishi 铜矿、Lubambe 铜矿等大型矿山开发业务，并成功进入矿业资源丰富的刚果(金)市场，为 Kamoa 铜矿、Kamoya 铜钴矿、Musonoi 铜钴矿提供矿山开发服务。公司承接的位于塞尔维亚的 Timok 铜金矿、Bor 铜金矿、丘卡卢-佩吉铜金矿矿山工程项目，哈萨克斯坦 Shalkiya 铅锌矿山的基建工程等境外项目，为公司未来海外市场的拓展奠定了坚实基础。在矿山工程建设及采矿运营管理业务国际化发展的同时，公司矿山设计业务也在南非、蒙古、印尼、刚果(金)、赞比亚等多个国家进行布局。

图表21：公司全球项目分布（含国内）

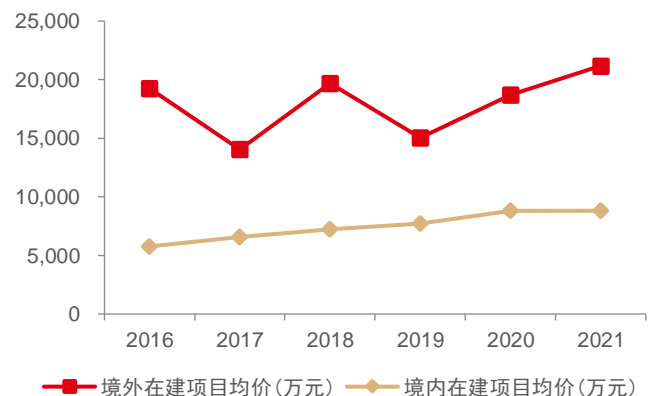

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

持续发力海外市场，为业绩增长提供引擎。截至 2021 年，公司在境内外承担 30 多个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目。公司顺应国家“一带一路”战略，作为中国矿企积极参与国际矿山项目开发服务，已经具备先入优势，并逐步扩展到纯外资业主。截至 2021 年公司境外资产规模已达 32.8 亿元，占比提升至 37.8%，较 2016 年提升 24.44%。

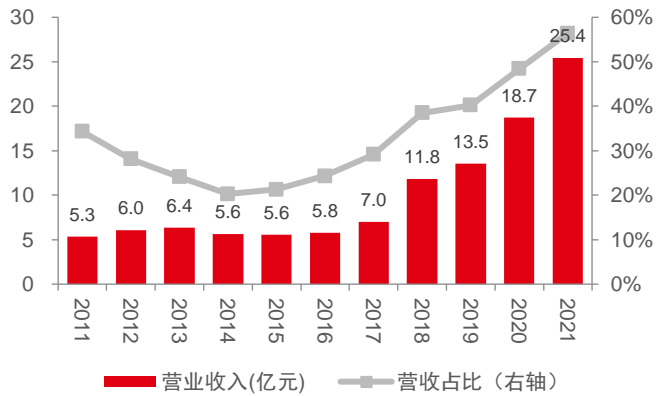
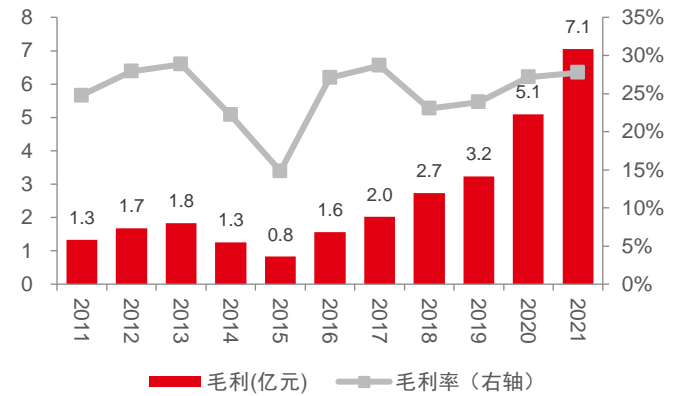
随着公司不断获取更多境外项目，海外业务营收持续攀升，2021 年已增长至 25.4 亿元，占比高达 56.4%，首次超过境内收入。尽管公司境外项目数量少于境内，但项目均价远高于境内市场，驱动公司利润水涨船高，截至 2021 年海外业务毛利已达 7.1 亿元，毛利率亦保持在 27.7% 的较高水平。公司持续发力海外市场，为营收和利润不断拓展增长空间。

图表22：2016-2021 年公司境外资产规模及占比


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表23：2016-2021 年公司境内外在建项目均价


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

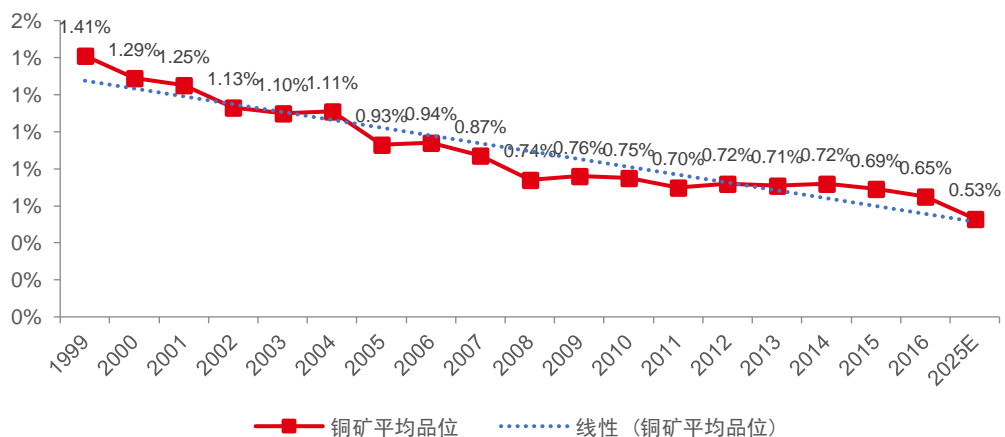
图表24：2011-2021 年公司海外市场营业收入及占比

图表25：2011-2021 年公司海外市场毛利及毛利率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

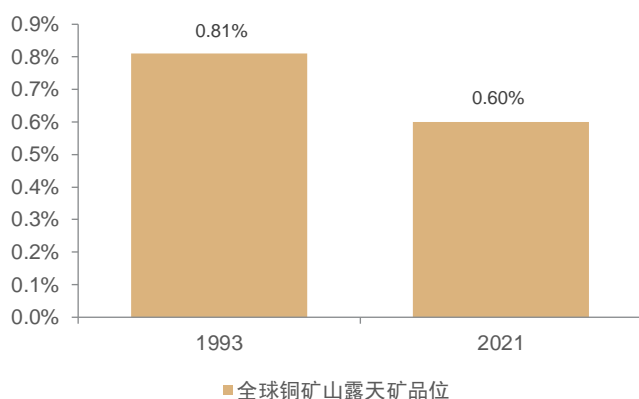
2.3 技术端：秉承智慧矿山建设理念，自然崩落法构建技术护城河

全球矿产综合开采品位逐年下滑，深部地下开采市场不断扩大。矿山开采首选高品位矿石，随着开采深度增加，矿石品位逐步降低。以铜矿为例，平均品位已经由 1999 年的 1.41% 下降至 2016 年的 0.65%，目前全球原矿综合品位大约保持在 0.6% 的水平。而且全球铜矿山老龄化严重，约有一半的铜矿已超过 50 年，在全球最大的七个矿山中，有四个已经开采超过 70 年，矿山开发难度增大。

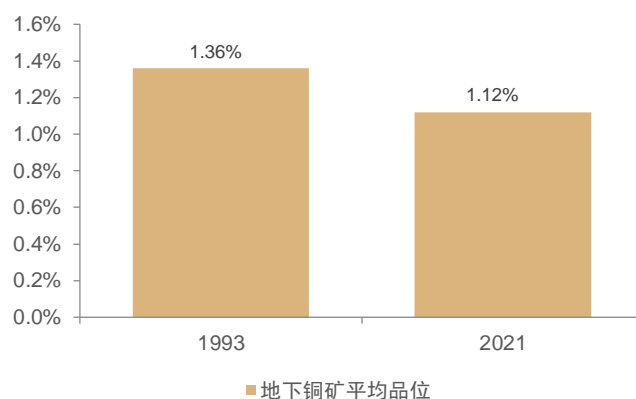
图表26：全球铜矿平均品位趋势


资料来源：im-mining, mining，中邮证券研究所

图表27：1993-2021 年全球铜矿山露天矿品位对比



图表28：1993-2021 年全球地下铜矿品位对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

历经多年开采，在产的大部分全球主力矿山或将由露天开采转入地下开采阶段，如自由港位于印尼的 Grasberg 金铜矿、洛阳钼业位于刚果（金）的 Tenke 铜钴矿、力拓位于蒙古的 OyuTolgoi 金铜矿、智利国家铜业位于智利的 Chuquicamata 铜矿、纽蒙特位于南非的 Phalaborwa 铜矿等，开采模式的变更为从事矿山工程建设和采矿运营服务的专业化公司提供了市场空间。

图表29：全球部分露天开采转地下开采的铜矿

铜矿名称	所在国家	股东	铜矿储量（万吨）
Grasberg 金铜矿	印尼	自由港	280000
Tenke 铜钴矿	刚果（金）	洛阳钼业	380
OyuTolgoi 金铜矿	蒙古	力拓	3110
Chuquicamata 铜矿	智利	智利国家铜业	102800

资料来源：维基百科，中国有色网，路透社，人民网，中邮证券研究所

公司在深井采矿领域具备技术优势，处于国内行业前列。未来随着浅部资源的枯竭，矿产资源开发逐步向深部化方向发展。当前国外采深 1000 米以上的金属矿山 112 座，其中采深超过 3000 米的有 16 座，我国采深 1000 米以上的金属矿山已达 16 座，目前金属矿山的开采深度以大约 10-30m/a 的速度下降，预计未来我国将有 1/3 的金属矿山开采深度达到 1000m。而深井矿山开采因为地应力增大、井温升高、矿床地质结构条件恶化等，带来了一系列工程技术问题。公司在深井采矿领域具备技术优势，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已完工的最深竖井工程，井筒净直径 6.5m，井深 1526m。目前竣工竖井最深达 1526 米，在建竖井最深达 1559 米，斜坡道最长达 8008 米，目前均处于国内前列。

图表30：公司矿山开发服务板块施工能力



图表31：公司矿山开发服务板块重点项目工程记录

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

自然崩落法是唯一能与露天开采经济效益相媲美的高效地下采矿方法，其生产能力大，便于组织管理，作业安全，开采成本低。采场中用自然应力从拉底空间向上逐层破碎矿石并从底部巷道进行局部放矿，在将阶段全高的整体矿石都破碎后在崩落岩石覆盖下从底部巷道大量放矿的阶段崩落采矿法。

图表32：采矿方法的分类及其适用条件

采矿方法	原理	方法细分	适用场景
空场法	矿块划分为矿房和矿柱，分两步进行回采，先对矿房进行开采，再对矿柱进行开采，通过矿床周围围岩自身的强度和矿柱来支撑采空区的顶板。	全面采矿法	矿岩比较稳定，且矿体倾角在 30° 以上，且厚度一般在 5m 以上。
		房柱采矿法	矿岩比较稳定，矿体呈水平或者缓倾斜发展，矿体厚度普遍 3m 以上。
		留矿法	矿岩非常稳固，矿体属于急倾斜，薄或者中厚矿体，矿体没有发生结块，并且没有被氧化。
		分段采矿法	矿岩比较稳定，矿体的倾斜度在 5°~20° 之间，厚度为中厚或者较厚矿体。
		阶段采矿法	矿岩比较稳定，矿体为倾斜或者缓慢倾斜矿体，比较适用于较厚或者极厚矿体开采中。
崩落法	崩落法指的是一步回采，根据回采面开采情况，同时崩落周围围岩并充满整个采矿区，进行统一控制和管理，围岩崩落以后，势必引起一定范围内的地表塌陷。因此，围岩能够崩落，地表允许塌陷，乃是使用本类方法的基本	单层崩落法	矿产资源周围围岩极其不稳定性，但矿石比较稳定，矿体呈现缓慢倾斜，矿体比较薄或者极薄的矿产资源价值比较高，且地表允许陷落的矿产开采中。
		分层崩落法	地表允许陷落，矿岩不稳固的急倾斜中厚矿体，且矿石比较贵重，价值比较高的矿产资源开采中。
		无底柱发生分段崩落法	周围地表允许发生陷落，矿体为中等稳固，但围岩不稳定的中厚到至厚矿体资源开采中。

条件。即使周围的围岩不稳定，也可以采用崩落法进行开采。

阶段性崩落法 矿床周围地表允许发生陷落，而且矿体总体结构为中等稳固，且围岩不稳定的厚矿体或者极厚矿体开采中。

自然崩落法 矿体足够大，并且易于自然破碎，减少矿石凿岩和爆破作业，低运行成本、高产能，易于实现高度机械化和自动化。

干式填充法 矿体围岩不稳定的倾斜或者急倾斜的薄和中厚矿体开采中。

水力填充法 向水平分层填充法比较适用于中厚或者较厚矿体，且矿石比较稳定，价值比较高昂的矿产资源开采中。而下向水平分层填充法则比较适用于矿岩均不稳定，但矿产资源比较贵重，稀有金属矿产资源开采中。

胶结填充法 围岩极其不稳定，而且地表不允许发生陷落的贵重金属矿体开采中。

充填法

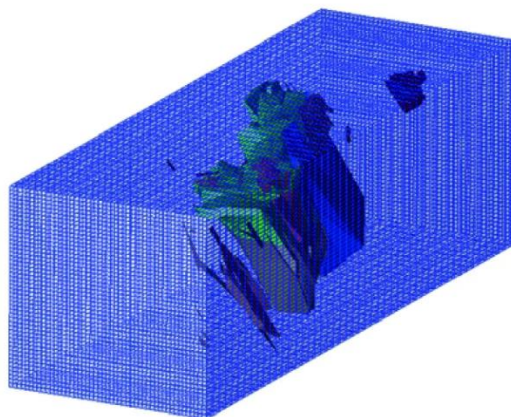
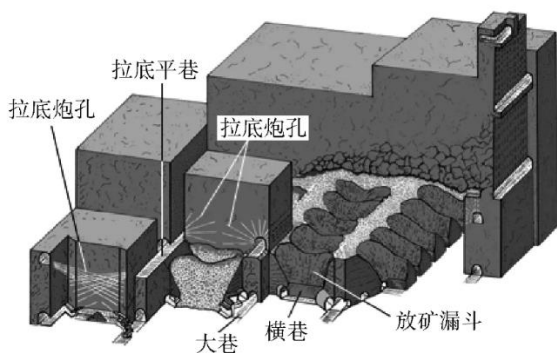
充填法可分为两步回采，在进行第一步回采时，随着回采工作面的推进，通过填充材料充填采空区，避免发生矿岩冒落，无论矿岩是否稳固都可以采用此种方法。

资料来源：《探究采矿方法的分类及其适用条件》，中邮证券研究所

公司是国内为数不多能够精确把握自然崩落法采矿技术的服务商之一。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，保障了1250万吨/年生产能力的实现，使之成为目前国内规模最大的地下金属矿山。

图表33：自然崩落法采矿示意图

图表34：普朗矿区钻孔及KT1矿体空间模型

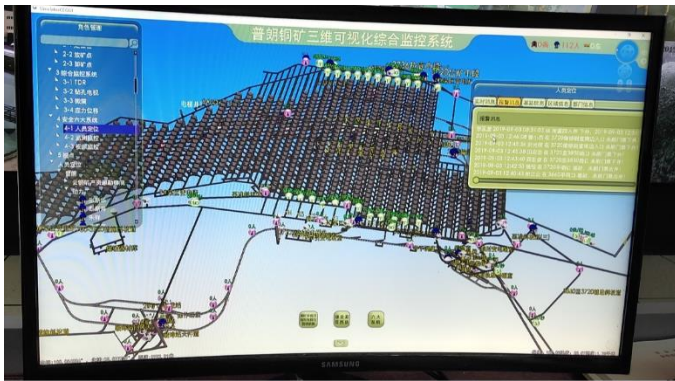


资料来源：《普朗铜矿自然崩落法采矿底部结构稳定性研究》，中邮证券研究所

资料来源：《普朗铜矿自然崩落法采矿底部结构稳定性研究》，中邮证券研究所

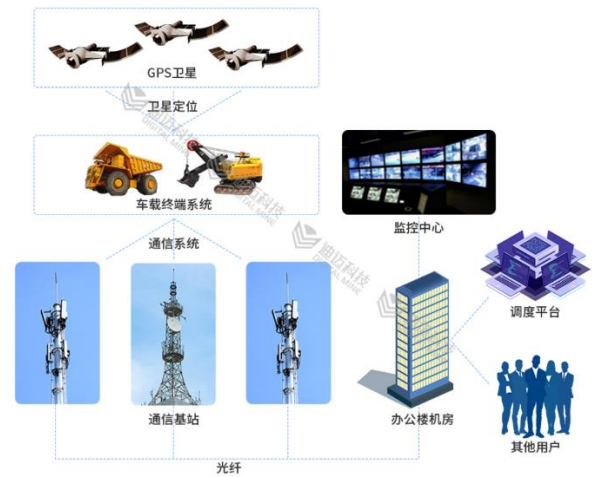
公司在创立之初就积极布局智慧矿山建设，以安全生产和降本增效为目标，贯穿矿山数字化、信息化和智能化三个阶段，涵盖生产技术协同、过程智能管控、智能装备与系统、大数据分析、虚拟实训等方面，构成了智慧矿山建设核心技术支撑平台。同时公司还将智能化开采应用作为主攻方向，自主研发和遥控和自动驾驶铲运机技术，目前已在普朗铜矿成功投用。由金诚信集团投资成立的迪迈科技，专注于数字矿山科学技术，为矿山企业过程管控和科学管理提供整体解决方案。目前产品已应用于国内外400余矿企和机构，公司有望成为矿山信息化、智能化领军企业和数字矿山科技的领导者。

图表35: 普朗铜矿三维可视化综合监控系统



资料来源: 公司官网, 中邮证券研究所

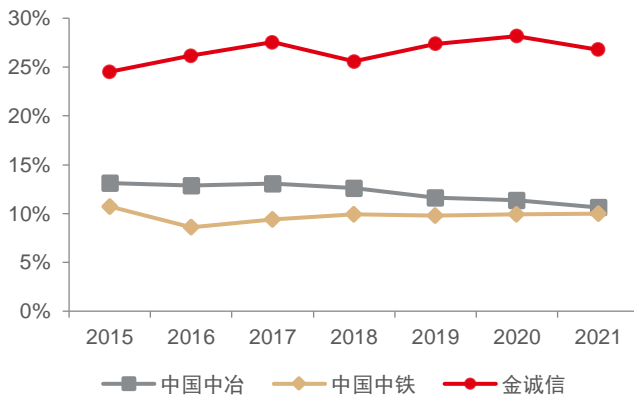
图表36: 迪迈科技露天矿智能调度系统



资料来源: 迪迈科技, 中邮证券研究所

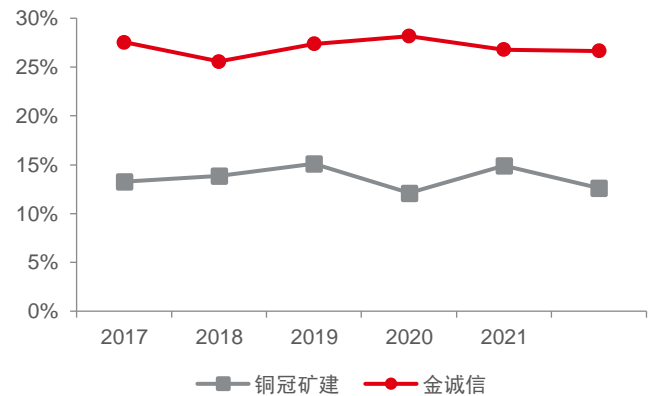
凭借先进技术优势, 公司盈利能力持续优异。矿山开采的条件较多, 加之矿场环境复杂, 采矿业存在准入壁垒。目前国内矿山开采技术仍处于发展阶段, 技术领先的企业可以打造护城河, 形成矿山开发服务的差异化优势。因此相较于同业公司中的工程建设类企业以及其他规模较小的矿服企业, 公司兼具规模优势和技术优势, 能够为客户提供更加优质的服务, 且议价能力较强, 因此盈利能够长期保持较高水平。

图表37: 公司与工程建设同业公司毛利率对比



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表38: 公司与有色金属同业公司毛利率对比



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

2.4 客户端：坚持“大业主+大项目”策略，客户黏性驱动高增长

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，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，包括江西铜业、金川集团、中国有色、开磷集团、驰宏锌锗、云南铜业、海南矿业、西部矿业、北方矿业、紫金矿业、Ivanhoe、Vedanta、EMR、ShalkiyaZinc等。合作项目也由点及面、不断深入。公司与中国有色在海外的合作已由赞比亚 Chambishi 项目延伸至赞比亚 Luanshya 铜矿项目和印度尼西亚 Dairi 铅锌矿项目；与紫金矿业的合作也由刚果（金）Kamoa 项目延伸至塞尔维亚 Timok 铜金矿项目、塞尔维亚 Bor 铜金矿项目、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿项目。

图表39：公司当前在建矿山项目

市场	项目名称	业主名称	成立时间	相关矿山	所在地区
境内市场	武山三期项目	江西铜业集团有限公司	2020.06	武山铜矿	江西
	普朗项目	云南迪庆有色金属有限责任公司	2014.06	普朗铜矿	云南
	海矿石碌项目	海南矿业股份有限公司	2009.12	石碌铁矿	海南
	开磷项目	贵州开磷有限责任公司	2006.05	磷矿	贵州
	会泽项目	云南驰宏锌锗股份有限公司会泽矿业分公司	2002.05	会泽铅锌矿	云南
	锡铁山项目	西部矿业股份有限公司锡铁山分公司	2015.12	锡铁山铅锌矿	青海
	白玉项目	四川鑫源矿业有限责任公司	2017.01	呷村银多金属矿	四川
	黄岗项目	内蒙古黄岗矿业有限责任公司	2005.08	铁锡多金属矿	内蒙古
	会宝岭项目	临沂会宝岭铁矿有限公司	2011.09	会宝岭铁矿	山东
	逊克项目	黑河银泰矿业开发有限责任公司	2018.06	东安金矿	黑龙江
	金川项目	金川集团股份有限公司	2003.05	龙首矿镍矿	甘肃
	肃北项目	肃北县博伦矿业开发有限责任公司	2010.05	七角井铁矿	甘肃
	汇金项目	莱州汇金矿业投资有限公司	2018.11	纱岭金矿	山东
	银山项目	江西铜业集团银山矿业有限责任公司	2015.03	多金属矿	江西
	武山项目	江西铜业股份有限公司	1990.10	武山铜矿	江西
	大冶项目	湖北省大冶市大红山矿业有限公司	2003.09	石头嘴铜铁矿	湖北
	庐江项目	安徽金牛矿业有限公司	2009.05	大包庄硫铁矿	安徽
	瓮安项目	贵州瓮安县天一矿业有限公司	2022.03	老虎洞磷矿	贵州

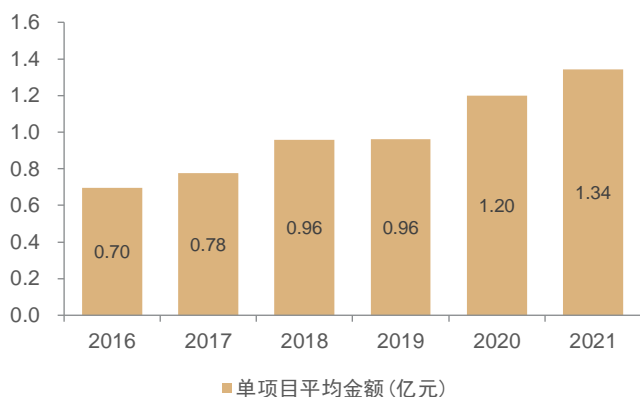
	金盛项目	莱州金盛矿业投资有限公司	—	山东省胶东半岛金矿	山东
	波尔项目	紫金矿业塞尔维亚紫金铜业有限公司	2020.10	JM 矿、ZB 金矿	塞尔维亚
	卡莫阿项目	Kamoa Copper SA	2017.10	卡莫阿铜矿	刚果（金）
	东南矿体项目	中色非洲矿业有限公司	2020.01	谦比希东南矿体	赞比亚
	谦比希项目	中色非洲矿业有限公司	2003.07	谦比希铜矿	赞比亚
	KCM 项目	Konkola Copper Mines plc	2012.08	Konkola（孔科拉）铜矿	赞比亚
	鲁班比项目	Lubambe Copper Mine Limited	2017.04	鲁班比铜矿	赞比亚
	卢安夏项目	中色卢安夏铜业有限公司	2018.02	巴鲁巴铜矿	赞比亚
境外市场	百安项目	柯米卡简易有限公司	2019.04	卡莫亚铜钴矿	刚果（金）
	金塞项目	Rakita 勘探有限公司	2019.04	Timok 铜金矿	塞尔维亚
	金印达瑞项目	中色（印尼）达瑞矿产有限公司	2019.11	达瑞铅锌矿	印度尼西亚
	金森达项目	金川集团国际资源有限公司	2022.06	金森达铜矿	刚果（金）
	佩吉项目	塞尔维亚紫金矿业有限公司	2022.02	丘卡卢-佩吉铜金矿	塞尔维亚
	沙尔基亚项目	哈萨克斯坦沙尔基亚锌业有限公司	2021.11	沙尔基亚铅锌矿	哈萨克斯坦
	金科项目	金川集团梅特瑞斯公司	2019.12	穆松尼（Musonoi）铜钴矿	刚果（金）

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

从项目规模来看，公司以大项目为主。2016-2021 年公司平均项目规模由 0.70 亿元上升至 1.34 亿元。当有色金属价格出现大幅波动时，大项目能保持更稳定的运营，有助于公司保持稳定利润。同时由于矿山服务行业集中度较低，大项目本身存在一定准入门槛，对于矿服企业的综合服务能力具备严格要求，专注于大项目有利于避免过度竞争，保障公司长期经营稳健。

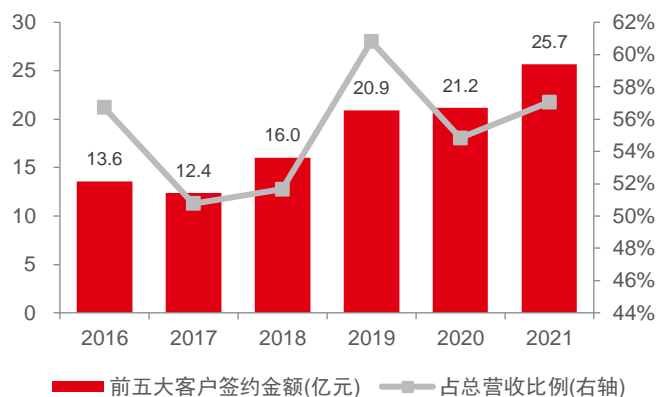
大业主规模稳步上升，抗风险能力增强。当矿价持续走低时，众多中小矿山受限于资金压力，往往采取停产减产的方式来维持运营，而大型矿山可以通过平衡开采品位等手段来维系矿山的生产运营，甚至主动增加矿山工程建设投资，以较低投入获取矿业权。因此拥有优质大型客户的矿山开发服务企业，经营更为稳健。公司前五大客户签约额稳步上升，2021 年已增至 25.7 亿元，且占总营收比重均在 50% 以上。

图表40：公司历年在建项目平均金额



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

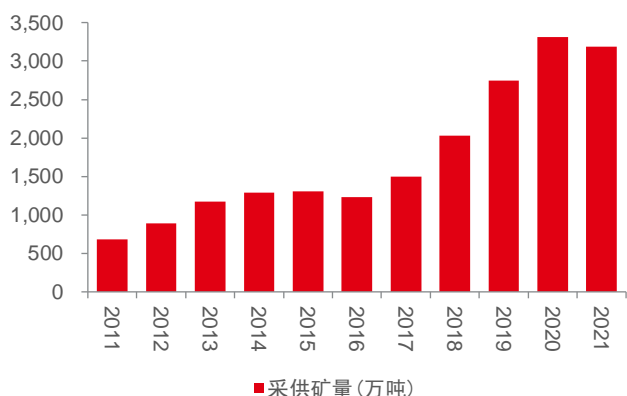
图表41：公司历年前五大客户签约金额及占收入比重



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

受益于大客户战略，公司采供矿量持续增长，为公司业绩增长提供稳定动力。2021年公司采供矿量高达3187.3万吨，近十年实现4.68倍增速。2021年公司掘进总量为337.44万m³，多年保持较高水平。经过多年市场开发，公司形成了稳定客户群，大项目格局已经形成。优质客户群能够拓展潜在项目资源，助力公司业绩不断增厚。

图表42：公司历年采供矿量



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

图表43：公司历年掘进总量



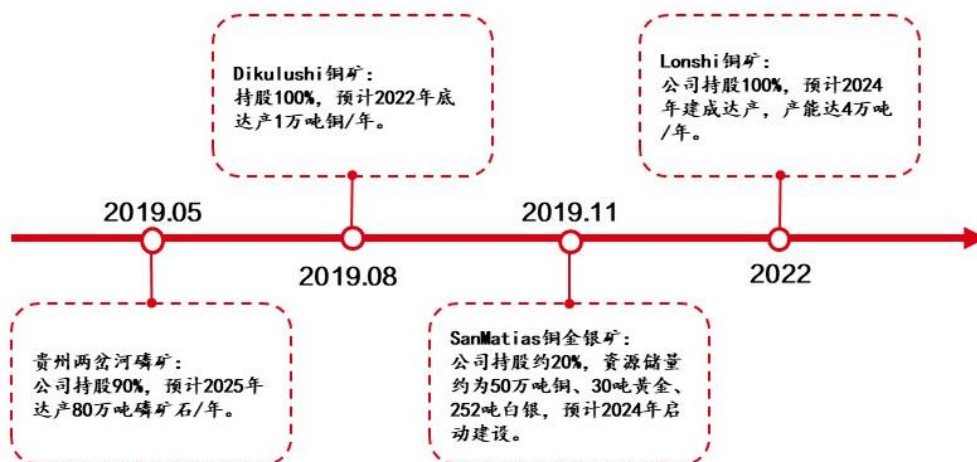
资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

3 布局矿山资源业务，创造盈利高弹性

公司顺应行业发展趋势，明确矿山资源业务作为未来第二增长极。2019年5月与开磷集团合作以2.91亿元取得贵州省两岔河磷矿项目90%股权，正式转型矿企；同年8月收购位于刚果（金）的Dikulushi矿区下属的两个矿业权及相关资产；同年11月收购艾森豪集团旗下哥伦比亚SanMatias铜金银矿近20%股权；2021年1月，公司全资收购欧亚资源下属的Sky Pearl 100%股权，同时获得其位于刚果（金）的Lonshi铜矿开采权。矿山资源开发已经成为公司第二大核心业务，通过资源勘探、资产并购与开发等举措，形成了从资源勘探、项目开发、矿山建设、服务运营到产品销售的全产业链打造，实现矿山开发服务与资源开发板块的“双轮

驱动”。公司矿山项目涉及到铜矿、金矿、银矿和磷矿，目前总计拥有的矿产保有资源权益储量为铜 106 万吨，银 249 吨，金 7 吨，品位为 32.65% 的磷矿石 1920 万吨。依托矿山开发服务主业优势，未来资源开发的潜力巨大。

图表44：公司矿山资源业务发展时间线



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表45：公司总计拥有矿产保有资源权益储量

铜金属 (万吨)	银金属 (吨)	金金属 (吨)	磷矿石 (万吨, 品位 32.65%)
106	249	7	1920

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.1 收购贵州两岔河磷矿，首次进军资源开发领域

公司于 2019 年 5 月通过公开竞买取得贵州两岔河磷矿采矿权，公司持股 90%，贵州开磷集团股份有限公司持股 10%。

两岔河磷矿储量丰富，资源禀赋优异。两岔河矿段位于开阳县洋水矿区，矿区面积 4.8 平方公里，是全国优质磷矿区，矿区内采矿权资源量(331+332+333)为 2133.41 万吨磷矿石，P205 平均品位 32.65%。根据项目初步设计，矿山整体生产规模 80 万 t/a，采用分区地下开采，其中南部采区生产规模 30 万 t/a，建设期 1 年，生产期 20 年；北部采区生产规模 50 万 t/a，建设期 3 年，生产期 18 年；最终产品为磷矿石原矿，平均品位 30.31%。

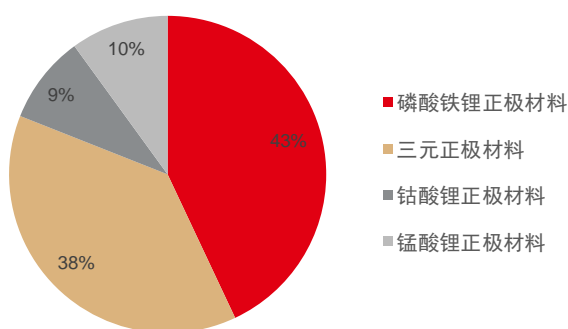
图表46：两岔河各级别磷矿资源量情况

类别	331	332	333	合计
矿石量 (万吨)	165.57	365.99	1601.85	2133.41
品位	33.67%	32.85%	32.25%	32.65%
P ₂ O ₅ (万吨)	55.75	120.23	516.60	692.58

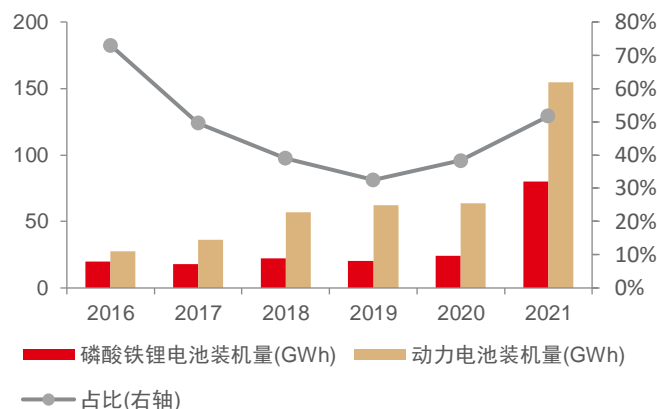
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

新能源汽车行业的蓬勃发展，为动力电池市场带来增益。动力电池根据材料类别主要分为三元、磷酸铁锂、锰酸铁锂、钛酸锂电池，市场主要以三元电池和磷酸铁锂电池为主。磷酸铁锂电池以其稳定的化学性能和低廉的成本越发获得市场青睐，2021年国内正极材料出货量中，磷酸铁锂正极材料占比43%，超过三元正极材料。同时磷酸铁锂电池装车量也一路走高，2021年装车量高达79.8GWh，占动力电池装机量51.7%，近五年CAGR高达+31.9%，磷酸铁锂在新能源电池领域的应用超越三元，且增速十分迅猛。预计随着国内汽车动力电池产业不断发展，磷酸铁锂装车量市场份额将持续提升。

图表47：2021年中国正极材料出货量结构



图表48：2016-2021年磷酸铁锂电池装机量及占比



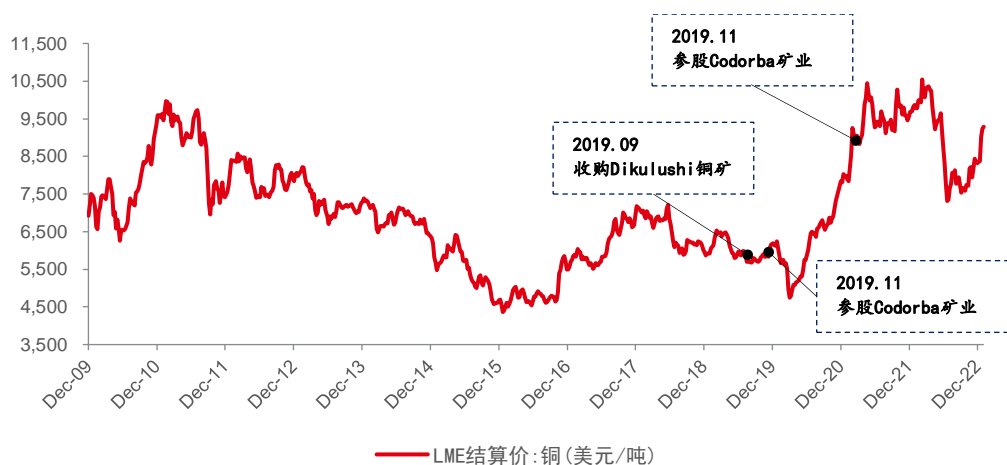
资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

资料来源：商业汽车评论，央视网，中邮证券研究所

3.2 收购刚果（金）Dikulushi 铜矿，已顺利投产

2019年8月，公司通过全资子公司 Eunital Mining Investment Limited 以275万美元低价收购 Anvil Mining Congo SA 位于刚果（金）Dikulushi 铜银矿下属两个矿权及相关资产，持有100%权益，自此开启铜矿资源开发进程。收购期间铜价正处于低位区间，具备显著成本优势。

图表49：公司铜矿并购节点及铜价



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

该项目位于刚果（金）东南部加丹加（Katanga）省，采矿权面积 68.77 平方公里，项目资源量为 8.1 万吨铜、191.6 吨白银。根据 AMC 提供的前期资源/储量估算资料，采矿权 PE606 矿床 Dikulushi 铜银矿石量约 113 万吨，铜平均品位 6.33%，折合铜金属量 7.14 万吨，银平均品位 144g/t，折合银金属量 164 吨；采矿权 PE13085 矿床拥有铜银矿石量 57.5 万吨，铜平均品位 1.63%，折合铜金属量 0.94 万吨，银平均品位 48 克/吨，折合银金属量 27.6 吨。该矿山属于高品位优质资源，该项目已于 2021 年 12 月投产。

图表50: Dikulushi 矿相关数据

矿权编号	矿种	有效期限	面积 (m ²)	矿床名称	矿石量 (万吨)	铜资源量 (万吨)	银资源量 (吨)
PE606	Ag, Cu	20020131-20220130	40.77	Dikulushi	113.1	7.14	164
PE13085	Ag, Cu	20130727-20430726	28	Kabusanje+Kazumbula	27.5	0.94	27.6

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.3 收购 Sky Pearl，积极布局刚果（金）Lonshi 铜矿

2021 年 1 月，公司通过全资子公司致元矿业使用自有资金收购 Eurasian Resources Group Sarl 旗下 Sky Pearl Exploration Limited 的 100% 股权，获得其全资子公司 Sabwe Mining Sarl 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。该项目位于刚果（金）加丹加省东南部，距离赞比亚边境 3 公里，采矿权资源量约为 87 万吨铜，平均品位 2.82%。

图表51: Lonshi 铜矿资源数据

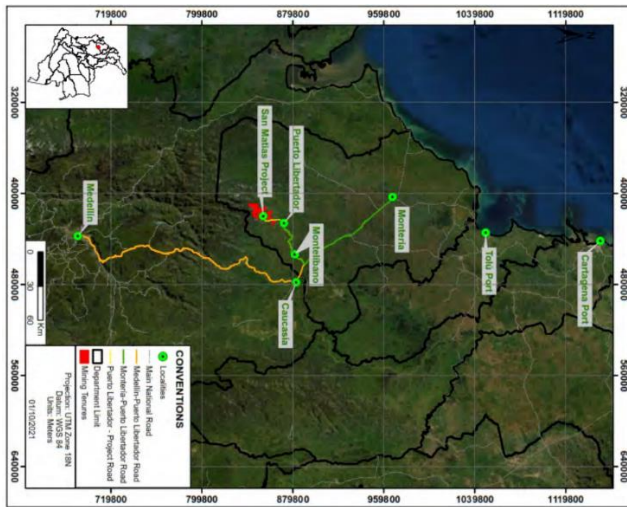
矿权	类别	资源量(万吨)	铜品位	折合铜金属量 (万吨)
PE13093	探明+控制	2633	2.73%	72
	原露采坑底部保安矿柱	456	3.29%	15
	合计	3089	2.82%	87

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司预计该项目将于 2023 年底投产，达产后处理矿石能力预计超过 100 万吨/年，届时铜矿的年产量能够达到 4 万吨以上。采矿权周边 7 个探矿权面积超过 900 平方公里，均分布于刚果（金）东南部，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。

3.4 参股 Cordoba 公司，SanMatias 铜金银矿潜力巨大

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 Cordoba 矿业公司 19.9% 的股权，间接参股其下属的 SanMatias 铜金银矿项目。该项目矿权面积约 200 平方公里，同时另有 25 平方公里正在申请，包括 Alacran、Montiel East、Montiel West 和 Costa Azul 四个矿床。

图表52: SanMatias 项目地理位置

图表53: SanMatias 矿区分布


资料来源：COLOMBIA 预可行性研究，中邮证券研究所

资料来源：Cordoba 官网，中邮证券研究所

Cordoba 公司已发布针对 SanMatias 铜金银矿内的 Alacran 矿床的预可行性研究结果，根据报告信息，SanMatias 项目矿石控制的资源量 1.219 亿吨，当量铜品位 0.46%，其中铜金属量 51.8 万吨，此外保有金金属量 30.97 吨，银金属量 258.22 吨。该项目的控制+推测的矿石资源量为 1.27 亿吨，合计铜金属量 52.84 万吨，金金属量 31.96 吨，银金属量 262.30 吨，平均当量铜品位为 0.64%。

图表54: SanMatias 铜金银矿资源信息

控制资源							
分类	矿石量(百万吨)	铜品位	金品位 (克/吨)	银品位 (克/吨)	铜金属量 (万吨)	金金属量 (盎司)	银金属量 (盎司)
Alacran	105.6	0.44%	0.27	2.52	46.67	921957	8545652
Montiel East	4.3	0.46%	0.35	1.53	1.98	48800	211200
Montiel West	4.6	0.24%	0.49	1.32	1.12	72600	211200
Costa Azul	7.4	0.24%	0.21	0.65	2.03	49200	211200
控制总量	121.9	0.42%	0.28	2.33	51.80	1092557	9108452
推测资源							
分类	矿石量(百万吨)	铜品位	金品位 (克/吨)	银品位 (克/吨)	铜金属量 (万吨)	金金属量 (盎司)	银金属量 (盎司)
Alacran	2.6	0.20%	0.17	0.86	0.52	14,531	72308
Montiel East	1.8	0.25%	0.15	0.88	0.44	8,500	50300
Montiel West	0.6	0.07%	0.54	0.96	0.04	11,100	19000
Costa Azul	0.1	0.29%	0.16	0.60	0.04	600	2400
推测总量	5.1	0.204%	0.206	0.874	1.04	34731	144008

资料来源：COLOMBIA 预可行性研究，中邮证券研究所

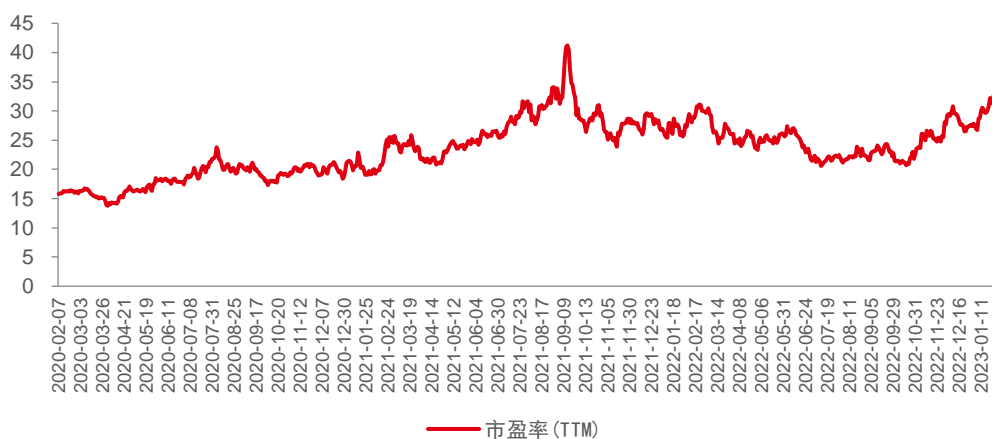
4 盈利预测与投资建议

4.1 矿山开发服务

作为公司传统主业，公司依据服务合同进行结算，因此收入和利润增速较为明确，盈利水平较为稳定。我们假设 22-24 年矿山服务收入复合增速 20%，毛利率稳定在 27%左右，净利率约 10%左右。预计 22-24 年公司矿服业务营业收入分别为 54.05/64.86/77.83，净利润分别为 5.95/7.13/8.56 亿元。

目前 LME 铜价约为 9000 美元，该价格与 2021 年铜价持平。由于矿山企业成本相对固定，我们认为目前情况下铜企的盈利与 2021 年持平。因此我们参考金诚信 2021 年估值表现对其 2023 年矿服业务进行估值。2021 年金诚信 PE (TTM) 估值均值为 26.32 倍，我们给予 2023 年矿服业务 26.32 倍估值，对应目标市值 188 亿元。

图表55：近三年市盈率（TTM）走势



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4.2 矿山资源业务

基本假设：

- 1) 铜价：以最新 LME 铜结算价为参考，若未来两年铜价保持稳定水平，预计 2023-2024 年铜价为 9000 美元/吨；
- 2) 磷矿含税价格（元）：以磷矿最新现货价格为参考，若未来两年磷矿价格保持稳定，计 2023-2024 年磷矿含税价格为 1000 元/吨；
- 3) 其他：美元对人民币汇率按 7.0 进行考虑，所得税率按 25%进行考虑，铜矿计价系数按照 0.85 考虑；
- 4) 销量：预计 23-24 年铜金属销量 1/4 万吨，磷矿石销量 16/30 万吨。

基于以上假设，我们预计公司矿山资源业务 22-24 年实现营业收入 0/6.77/26.91 亿元，净利润分别为 0/2.09/10.09 亿元。我们给予 2023 年矿山资源业务 15 倍估值，对应目标市值 31 亿元。

4.3 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 54.05/71.63/104.74 亿元，YOY+20.01%/+32.53%/+46.23%，净利润分别为 5.95/9.23/18.66 亿元。我们看好公司矿山服务行业地位和矿山资源开发业务的前景，且 23 年是矿山资源放量的首年，给予公司 23 年 219 亿目标市值，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

宏观经济波动：若经济下行，矿石原料价格不及预期，导致矿企资本开支减少，影响矿山服务行业景气度；

海外市场开拓不及预期：海外矿山项目开发受当地政治、经济政策影响较大，加之海外疫情反复给项目进度带来风险；

项目投产不及预期：若项目投产不及预期，导致公司产能释放进度缓慢，影响公司未来业绩水平。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	4,503.81	5,404.80	7,162.85	10,473.90	营业收入	16.57%	20.01%	32.53%	46.23%
营业成本	3,297.67	3,943.10	5,057.11	7,017.74	营业利润	20.03%	31.85%	54.85%	101.82%
税金及附加	27.75	35.13	47.27	53.42	归属于母公司净利润	28.93%	26.24%	55.18%	102.21%
销售费用	19.74	28.31	39.66	42.98	获利能力				
管理费用	300.13	424.28	567.30	652.43	毛利率	26.78%	27.04%	29.40%	33.00%
研发费用	78.68	122.57	169.60	167.85	净利率	10.46%	11.00%	12.88%	17.81%
财务费用	105.44	28.94	23.78	17.44	ROE	8.91%	10.21%	13.68%	21.66%
资产减值损失	10.96	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.76%	8.57%	11.72%	19.07%
营业利润	604.79	797.39	1,234.79	2,492.08	偿债能力				
营业外收入	2.67	2.65	2.88	2.72	资产负债率	38.35%	37.56%	36.51%	34.01%
营业外支出	7.12	7.34	7.56	7.44	流动比率	2.60	2.49	2.42	2.56
利润总额	600.33	792.70	1,230.11	2,487.36	营运能力				
所得税	142.98	198.18	307.53	621.84	应收账款周转率	2.28	2.45	2.69	3.27
净利润	457.35	594.53	922.58	1,865.52	存货周转率	6.21	6.22	6.37	6.63
归母净利润	470.95	594.53	922.58	1,865.52	总资产周转率	0.54	0.60	0.71	0.88
每股收益(元)	0.78	0.99	1.53	3.10	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.78	0.99	1.53	3.10
货币资金	1,847.52	1,377.38	888.53	848.03	每股净资产	8.79	9.68	11.21	14.31
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
应收票据及应收账款	2,036.67	2,473.33	3,002.27	3,607.92	PE	36.43	28.86	18.60	9.20
预付款项	54.87	57.47	78.92	105.90	PB	3.24	2.95	2.54	1.99
存货	792.50	944.66	1,302.95	1,855.04	现金流量表				
流动资产合计	5,778.72	6,061.79	6,794.85	8,606.78	净利润	457.35	594.53	922.58	1,865.52
固定资产	1,626.00	1,897.50	2,259.50	2,621.50	折旧和摊销	270.34	36.50	47.00	45.00
在建工程	145.82	195.82	255.82	310.82	营运资本变动	-221.83	-501.69	-740.89	-1,222.29
无形资产	635.92	777.92	918.92	1,111.92	其他	182.71	60.99	64.71	75.16
非流动资产合计	2,905.32	3,368.82	3,931.82	4,541.82	经营活动现金流净额	688.57	190.32	293.40	763.40
资产总计	8,684.04	9,430.61	10,726.66	13,148.60	资本开支	-530.42	-505.02	-615.12	-660.36
短期借款	433.43	393.50	285.96	212.22	其他	-206.76	-27.02	-35.81	-52.37
应付票据及应付账款	942.44	1,127.69	1,372.77	1,648.76	投资活动现金流净额	-737.18	-532.04	-650.93	-712.73
其他流动负债	849.45	915.72	1,151.66	1,505.82	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,225.32	2,436.91	2,810.39	3,366.80	债务融资	-199.55	0.00	0.00	0.00
其他	31.95	31.95	31.95	31.95	其他	-59.93	-128.42	-131.32	-91.17
非流动负债合计	1,105.40	1,105.40	1,105.40	1,105.40	筹资活动现金流净额	-259.48	-128.42	-131.32	-91.17
负债合计	3,330.72	3,542.31	3,915.79	4,472.20	现金及现金等价物净增加额	-324.13	-470.14	-488.85	-40.50
股本	593.97	593.97	593.97	593.97	加额				
资本公积金	1,732.99	1,732.99	1,732.99	1,732.99					
未分配利润	2,657.83	3,103.63	3,887.83	5,473.52					
少数股东权益	65.46	65.46	65.46	65.46					
其他	303.07	392.25	530.64	810.47					
所有者权益合计	5,353.31	5,888.30	6,810.88	8,676.40					
负债和所有者权益总计	8,684.04	9,430.61	10,726.66	13,148.60					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	买入	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048