

2024 年 11 月 15 日

金诚信 (603979.SH)

投资评级：增持（首次）

——矿服&资源双轮驱动，铜矿放量打开成长空间

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
SAC: S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024 年 11 月 14 日

收盘价 (元)	40.07
一年内最高/最低 (元)	61.00/34.65
总市值 (百万元)	24,994.03
流通市值 (百万元)	24,994.03
总股本 (百万股)	623.76
资产负债率 (%)	47.22
每股净资产 (元/股)	13.31

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **矿服世家，资源业务放量打开成长空间。**实控人王先成家族生长于矿工世家，公司自 1997 年成立以来，一直从事采矿运营管理和矿山工程建设等业务。在矿山服务业务保持稳定发展的基础上，公司逐步探索出具有金诚信特色的“服务+资源”的业务模式，推动公司从单一的矿山服务企业向集团化的矿业公司全面转型。
- **矿服运营稳步增长，盈利基本盘。**矿服业务与金属价格呈现正相关关系，随着金属价格的上涨，矿企会加大资本开支，近年来金属价格维持高位，矿服业务整体稳步增长。(1) **采矿供量**稳步提升，且随着海外业务占比提升，单位盈利稳步增长，受此影响公司采矿业务营收及毛利稳步增长，2018–2023 年 CAGR 分别为 17%和 19%，平均毛利率 26%。(2) **掘进业务**保持基本稳定，常年维持 340 万立方米左右，2014–2023 年平均单位毛利 125 元/立方米，平均毛利率 27%，保持基本稳定。截止 24 年中报，矿服大合同总额 120 亿元，估算年均合同金额 28 亿元。从项目规模来看，大业主规模稳步上升，客户粘性大且抗风险能力增强，保证公司盈利基本盘。
- **发力矿山资源，国内国外两开花。**依托矿服先进运营优势，公司切入矿山资源开发，保障其运营及盈利的高确定性。(1) **磷矿**：与磷肥巨头共同开发贵州两岔河磷矿项目，且磷酸铁锂产能释放，价格有望保持高位，保障盈利的确定性。**项目吨生产成本 155 元/吨，按照 2019 年至今（5 年一期）的均价、最低价、最高价和当前价（税后）测算，预计达产后净利润分别为 1.52、0.28、3.89 和 3.74 亿元。目前处于产能释放期达产后有望释放业绩弹性。**(2) **铜矿**：拥有刚果（金）Dikulushi 铜矿、Lonshi 铜矿，赞比亚 Lubambe 铜矿和哥伦比亚 San Matias 铜金银矿四座铜矿项目，**全部达产后年产铜 11.14 万吨、金 1.51 吨、银 11.18 吨；权益产量铜 8.80 万吨、金 0.91 吨、银 6.71 吨。Dikulushi 铜矿已达产，年产铜 1 万吨，其余三座矿山处于爬产或建设期，按照 2019 年至今（5 年一期）的均价、最低价、最高价和当前价测算，预计三座矿山达产后净利润分别为 2.04、-0.55、4.38 和 3.42 亿美元，权益净利润分别为 1.57、-0.42、3.35 和 2.59 亿美元。**随着后续矿山的逐步达产，铜矿板块业绩有望大幅释放。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 14.63、20.58、23.39 亿元，对应 PE 分别为 17.08X、12.15X、10.69X。我们选取同行业 A 股相关龙头公司为可比公司，采用毛利加权平均计算得出 2024–2026 年平均 PE 分别为 22.48X、18.13X、13.65X，公司 24–26 年估值低于可比公司均值，鉴于公司成长确定性相对更高，具备较高安全边际。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**在建项目进展不及预期的风险；金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；地缘政治风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,355	7,399	9,990	12,101	13,802
同比增长率 (%)	18.90%	38.18%	35.01%	21.13%	14.06%
归母净利润 (百万元)	610	1,031	1,463	2,058	2,339
同比增长率 (%)	29.47%	69.12%	41.91%	40.60%	13.66%
每股收益 (元/股)	0.98	1.65	2.35	3.30	3.75
ROE (%)	9.95%	14.29%	16.52%	19.29%	18.39%
市盈率 (P/E)	40.99	24.24	17.08	12.15	10.69

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 14.63、20.58、23.39 亿元，对应 PE 分别为 17.08X、12.15X、10.69X。我们选取同行业 A 股相关龙头公司为可比公司，采用毛利加权平均计算得出 2024–2026 年平均 PE 分别为 22.48X、18.13X、13.65X，公司 24–26 年估值低于可比公司均值，鉴于公司成长确定性相对更高，具备较高安全边际。

首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

（1）矿服板块：2024–2026 年预计采矿供量分别为 4442、4886 和 5374 万吨；掘进分别为 449、472 和 495 万立方米。

（2）资源板块：2024–2026 年预计磷矿销量分别为 45、80 和 80 万吨；铜矿销量分别为 3.2、4.7 和 6.0 万吨。

投资逻辑要点

矿服业务与金属价格呈现正相关关系，随着金属价格的上涨，矿企会加大资本开支，近年来金属价格维持高位，矿服业务整体稳步增长。依托矿服先进运营优势，公司切入矿山资源开发，保障其运营及盈利的高确定性。

（1）磷矿：与磷肥巨头共同开发贵州两岔河磷矿项目，且磷酸铁锂产能释放，价格有望保持高位，保障盈利的确定性。

（2）铜矿：拥有刚果（金）Dikulushi 铜矿、Lonshi 铜矿，赞比亚 Lubambe 铜矿和哥伦比亚 San Matias 铜金银矿四座铜矿项目，全部达产后年产铜 11.14 万吨、金 1.51 吨、银 11.18 吨；权益产量铜 8.80 万吨、金 0.90 吨、银 6.71 吨。随着后续矿山的逐步达产，铜矿板块业绩有望大幅释放。

核心风险提示

在建项目进展不及预期的风险；金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；地缘政治风险。

内容目录

1. 金诚信：矿服世家，资源业务放量打开成长空间	5
1.1. 矿服世家，打造矿服+资源双战略	5
1.2. 矿服为基本盘，资源业务开始放量	5
2. 矿服运营稳步增长，盈利基本盘	7
2.1. 采矿供量&单位毛利双升，采矿业务营收及利润稳步增长	7
2.2. 掘进业务保持基本稳定，总体微增	8
2.3. 在手订单充足，保证盈利基本盘	9
3. 发力矿山资源，国内国外两开花	10
3.1. 矿服运营优势，保障矿山开发高确定性	10
3.2. 磷矿：与下游客户合作开矿，利润有保障	11
3.3. 铜矿：达产后年产铜 11 万吨，业绩有望大幅释放	13
4. 盈利预测与评级	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值与评级	17
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 公司实控人为王先成家族持股 41.39%.....	5
图表 2: 公司 2018 年至 2024H1 营收情况 (亿元, %)	6
图表 3: 公司 2018 年至 2024H1 归母净利润情况 (亿元, %)	6
图表 4: 公司 2018 年至 2024H1 期间费用率 (%)	6
图表 5: 公司 2018 年至 2024H1 毛利率及净利率 (%)	6
图表 6: 公司 2018 至 2023 年年各项业务营收情况 (亿元)	7
图表 7: 公司 2018 至 2023 年年各项业务毛利情况 (亿元)	7
图表 8: 采矿供量稳步提升	8
图表 9: 采矿业务单位盈利稳步提升	8
图表 10: 采矿业务毛利率保持稳定	8
图表 11: 掘进量保持稳定	9
图表 12: 掘进业务单位毛利保持稳定	9
图表 13: 掘进业务盈利基本稳定	9
图表 14: 高金属价格刺激资本开支, 保障矿服业务增长	10
图表 15: 矿服合同 120 亿元	10
图表 16: 矿山开发服务产业链	11
图表 17: 公司现拥有“一磷四铜”五座国内外矿山	11
图表 18: 贵州磷矿石价格保持高位	12
图表 19: 两岔河磷矿盈利测算	13
图表 20: 公司铜矿项目产量	13
图表 21: Dikulushi 铜产量	14
图表 22: Lonshi 铜矿项目盈利测算	14
图表 23: Lubambe 铜矿项目盈利测算	15
图表 24: San Matias 铜金银矿项目盈利测算	15
图表 25: 四座铜矿盈利测算汇总	16
图表 26: 公司 2024-2026 年主营业务关键假设表	17
图表 27: 金诚信可比公司估值表	18

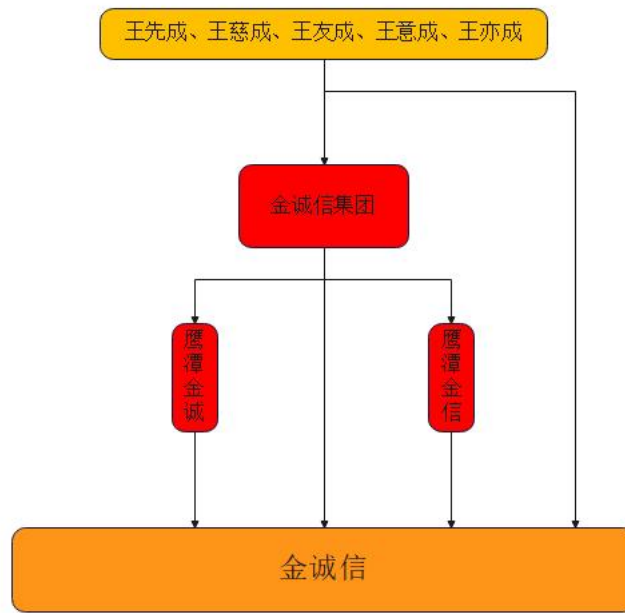
1. 金诚信：矿服世家，资源业务放量打开成长空间

1.1. 矿服世家，打造矿服+资源双战略

金诚信集团自 1997 年成立以来，一直从事采矿运营管理和矿山工程建设等业务。公司实际控制人王先成家族（截止 24 年中报直接及间接持有公司合计 41.3855%）从事矿山开发服务的历史源远流长。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。

公司在矿山服务业务保持稳定发展的基础上，利用多年积累的矿山服务管理优势、技术优势和品牌优势，积极向资源开发领域延伸，借助并充分发挥传统主业优势，逐步探索出具有金诚信特色的“服务+资源”的业务模式，以“矿山服务”、“资源开发”双轮驱动，推动公司从单一的矿山服务企业向集团化的矿业公司全面转型。

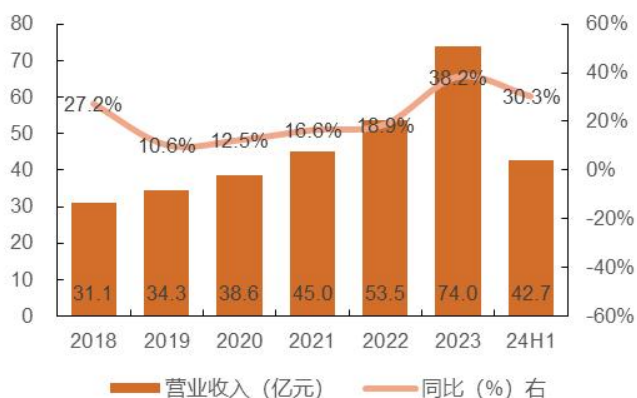
图表 1：公司实控人为王先成家族持股 41.39%



资料来源：公司公告，华源证券研究，说明：股权结构截止 24 年半年报

1.2. 矿服为基本盘，资源业务开始放量

公司持续稳健发展，利润增速高于营收增速。从营收来看，2018 年到 2023 年 CAGR 19%，到 2023 年已达 74 亿元，24 年 H1 实现营收 42.7 亿元，同增 30.3%；细分来看，2022 年之前公司营收增速保持平稳增长，23 年因矿山资源业务放量，营收增速开始放大至 38.2%。从利润来看，2018 年到 2023 年 CAGR 28.8%，到 2023 年归母净利润已达 10.3 亿元，24 年 H1 归母净利润 6.1 亿元，同增 52.29%；细分来看，公司利润变动与营收相对应，但整体增速高于营收，且随着矿山资源开始放量，利润开始快速释放。

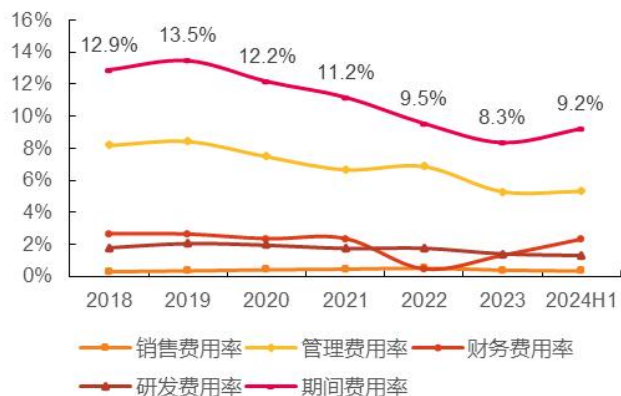
图表 2：公司 2018 年至 2024H1 营收情况 (亿元, %)


资料来源：wind，华源证券研究所

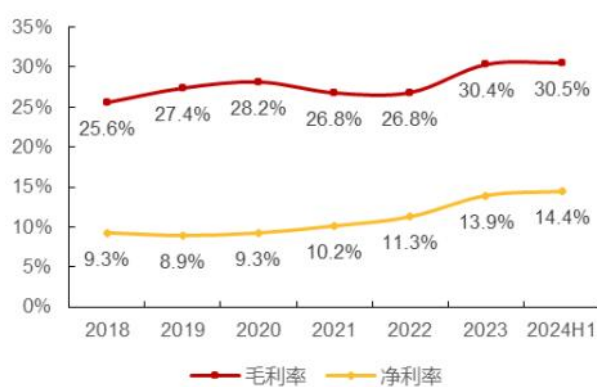
图表 3：公司 2018 年至 2024H1 归母净利润情况(亿元,%)


资料来源：wind，华源证券研究所

费率稳步下降，矿山资源板块提升利润率。从期间费用率来看，整体呈下降趋势，由 2018 年的 12.9% 下降至 2023 年 8.3%。其中 24 年 H1 为 9.2%，主因系财务费用上升 1pct 至 2.3%，由公司矿山资源项目基建投资结束借款利息不再资本化，以及上期外币货币性资产的汇兑收益较高所致。公司毛利率稳步增长，矿山资源板块放量前基本维持 25%–28% 左右，矿山资源板块放量后，毛利率提升至 30%；净利率方面，与毛利率相对应，矿山资源板块放量净利率由之前的 10% 左右上升至 14%。

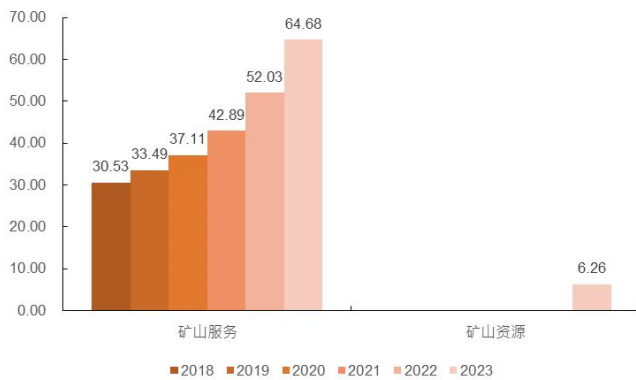
图表 4：公司 2018 年至 2024H1 期间费用率 (%)


资料来源：wind，华源证券研究所

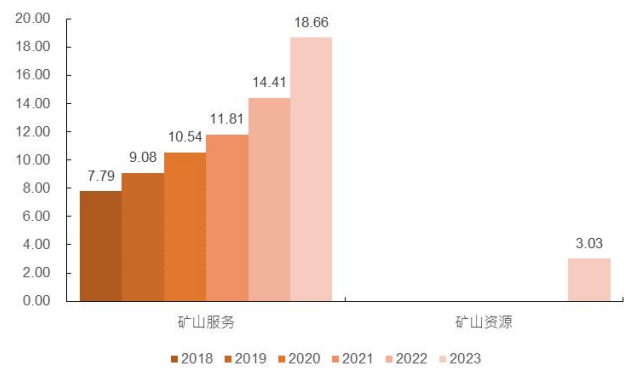
图表 5：公司 2018 年至 2024H1 毛利率及净利率 (%)


资料来源：wind，华源证券研究所

主营业务营收&毛利快速增长。分业务营收来看，公司主营矿服（采矿运营管理、矿山工程建设）和矿山资源（铜矿和磷矿）。矿服板块营收 2018–2023 年 CAGR 为 16.2%、毛利 2018–2023 年 CAGR 为 19.09%；矿山资源板块 23 年开始放量，实现营收 6.26 亿元，毛利 3.03 亿元，毛利率 48.40%。

图表 6：公司 2018 至 2023 年年各项业务营收情况(亿元)


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 7：公司 2018 至 2023 年年各项业务毛利情况(亿元)


资料来源：wind，华源证券研究所

2. 矿服运营稳步增长，盈利基本盘

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，涉及矿山资源品种主要包括铜、铅、锌、铁、镍、钴、金、银、磷、钾等。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，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、爆破作业单位一级资质；全资子公司云南金诚信拥有矿山工程施工总承包壹级资质；全资子公司金诚信技术公司获得矿山工程施工总承包贰级资质；全资子公司金诚信设计院拥有矿山工程施工总承包贰级资质、冶金行业（冶金矿山工程）专业甲级工程设计资质，目前已具备集矿山工程建设、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。

2.1. 采矿供量&单位毛利双升，采矿业务营收及利润稳步增长

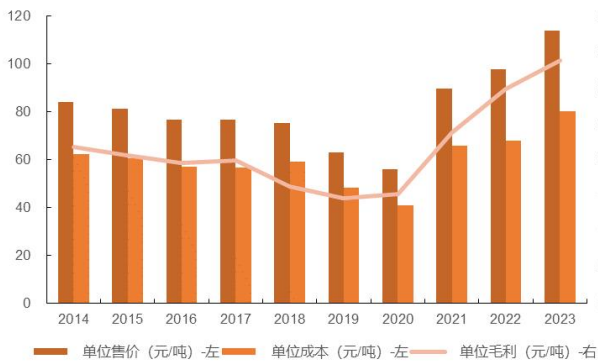
公司采矿供量稳步提升，自 2014 年的 1287 万吨提升至 2023 年的 3933 万吨，CAGR 13%，特别是 2018 年之后，随着公司海外客户的拓展，采矿供量快速提升。从单位盈利来看，除 2020 年受疫情影响，单位盈利略有下滑外，2019 年以前保持稳定，随着海外业务占比提升，单位盈利稳步增长，至 23 年单位毛利 34 元/吨，较 2014 年增长 12 元/吨，增幅 56%，2014-2023 年 CAGR5%。受采矿供量提升以及单位毛利提升影响，公司采矿业务营收及毛利稳步增长，2014-2023 年 CAGR 分别为 17%和 19%，毛利率平均值为 26%左右。

图表 8：采矿供量稳步提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：采矿业务单位盈利稳步提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：采矿业务毛利率保持稳定

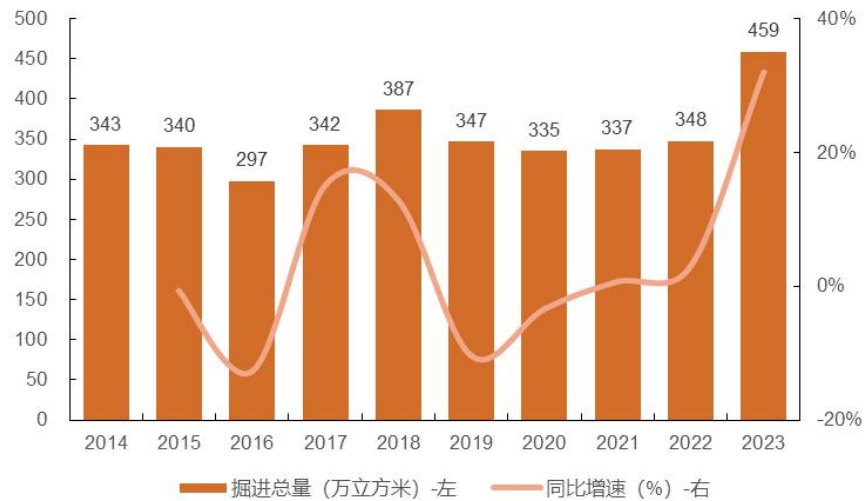


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 掘进业务保持基本稳定，总体微增

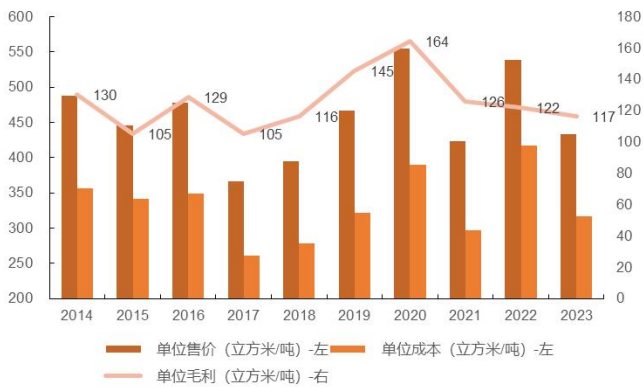
掘进业务保持基本稳定，从掘进量来看，常年维持 340 万立方米左右，23 年增长主要来自于海外新订单的增长，24 年指引为 449 万立方米，掘进量再上新台阶。2014-2023 年单位毛利平均值为 125 元/立方米左右，毛利率平均值为 27%左右，保持基本稳定。

图表 11：掘进量保持稳定



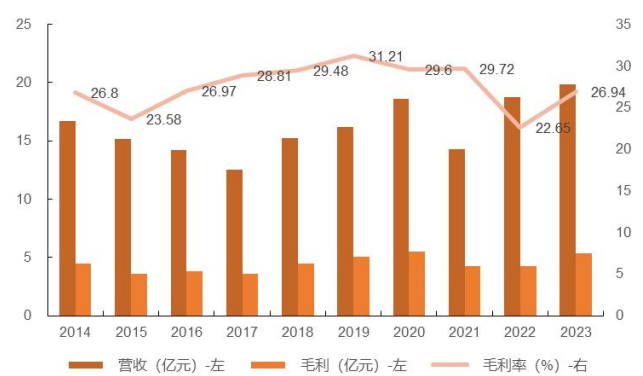
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：掘进业务单位毛利保持稳定



资料来源：公司公告，华源证券研究所

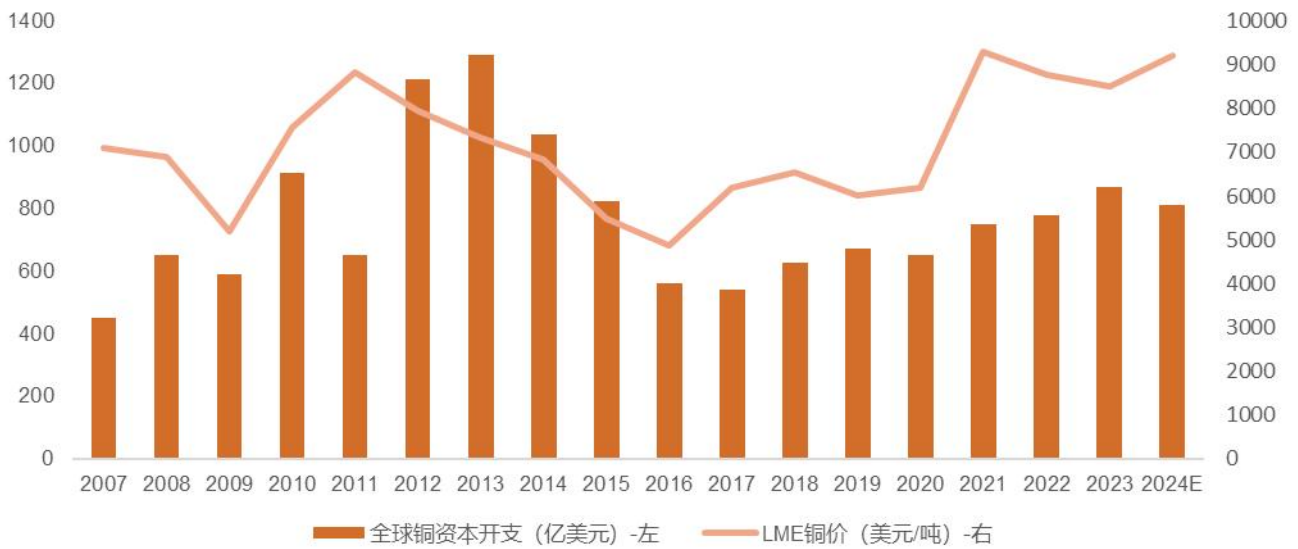
图表 13：掘进业务盈利基本稳定



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.3. 在手订单充足，保证盈利基本盘

高金属价格刺激资本开支，保障矿服业务增长。公司矿服业务与金属价格呈现正相关关系，随着金属价格的上涨，矿企会加大资本开支，勘探、开发新项目以及提高现有矿山产能利用率。以铜为例，随着铜价的上涨，资本开支持续提升。

图表 14：高金属价格刺激资本开支，保障矿服业务增长


资料来源：标普，华源证券研究所

截止到 24 年半年报，公司矿服大合同总额 120 亿元，按照合同期限，估算平均年合同金额 28 亿元。从项目规模来看，以大公司项目为主，大业主规模稳步上升，客户粘性大且抗风险能力增强。分布于非洲及欧亚地区，服务的矿山包括赞比亚 Chambishi 铜矿、Konkola 铜矿，刚果（金）Kamoa 铜矿、Kamoya 铜钴矿、Musonoi 铜钴矿、Kinsenda 铜矿、Kipushi 锌铜矿，加纳 Wassa 金矿，塞尔维亚 Timok 铜金矿、Bor 铜金矿、丘卡卢-佩吉铜金矿，哈萨克斯坦 Shalkiya 铅锌矿，印度尼西亚 Dairi 铅锌矿、老挝开元钾盐矿等，境外高质量项目的承接为公司未来海外市场的持续发展奠定了坚实基础，保证公司盈利基本盘。

图表 15：矿服合同 120 亿元

序号	合同对方	工程内容	工程类别	金额
1	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	采矿运营管理	约188,900万元
2	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补充协议（四）	采矿运营管理	约21,265万元
3	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南部矿段采切工程施工合同	采矿运营管理	约12,805万元
4	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	采矿运营管理	约50,000万元
5	海南矿业股份有限公司	海南矿业股份有限公司地采-120m水平以上生产采准工程施工合同	采矿运营管理	约14,645万元
6	瓮安县天一矿业有限公司	贵州省瓮安县玉华乡老虎洞磷矿采选工程二标段	矿山工程建设	约52,510万元
7	贵州锦麟化工有限公司	贵州锦麟化工有限公司摩天冲250万吨/年采选工程建设项目采矿EPC总承包工程	矿山工程建设	约26,614万元
8	贵州锦麟化工有限公司	贵州锦麟化工有限公司摩天冲磷矿一采区150万吨/年采选生产业务外包工程	采矿运营管理	合同约75,379.5万元
9	临沂会宝岭铁矿有限公司	会宝岭铁矿-340m中段北翼采矿工程	采矿运营管理	约35,552万元
10	临沂会宝岭铁矿有限公司	会宝岭-270m中段北翼采矿及采切工程	采矿运营管理	约31,188万元
11	Shalkiya Zinc LTD JSC	哈萨克斯坦共和国克孜勒奥尔达地区沙尔基亚铅锌矿沙尔基亚矿山设施的基建和施工工程	矿山工程建设	约10,710万美元
12	Konkola Copper Mines Plc	孔科拉铜矿4号竖井建设及采矿工程承包合同	采矿运营管理	约16,705万美元
13	Lubambe Copper Mine Limited	Lubambe铜矿有限公司地下采矿南翼开拓和生产运营	矿山工程建设	约11,666.76万美元
14	塞尔维亚紫金矿业有限公司	塞尔维亚Timok铜金矿矿山井巷工程及其补充协议	矿山工程建设	约64,562万元
15	塞尔维亚紫金矿业有限公司	丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带井巷工程（第二标段）	矿山工程建设	约71,785万元
16	塞尔维亚紫金矿业有限公司	JM矿、ZB金矿矿山井巷工程（第二标段）补充协议	矿山工程建设	约85,887万元
17	科米卡矿业简易股份有限公司	刚果（金）卡莫亚铜钴矿深部矿体采矿工程（百安第一期），该合同为十年期框架协议合作模式下第一期具体施工合同	采矿运营管理	约8,960万美元
18	Kamoa Copper SA	卡莫亚铜矿卡库拉井下开拓工程及其补充协议	采矿运营管理	折合约404,963万人民币
19	Kipushi Corporation SA	Kipushi锌铜矿采矿合同	矿山工程建设及采矿运营管理	约19,457万美元
合计			合同总金额120亿元	年均合同金额28亿元

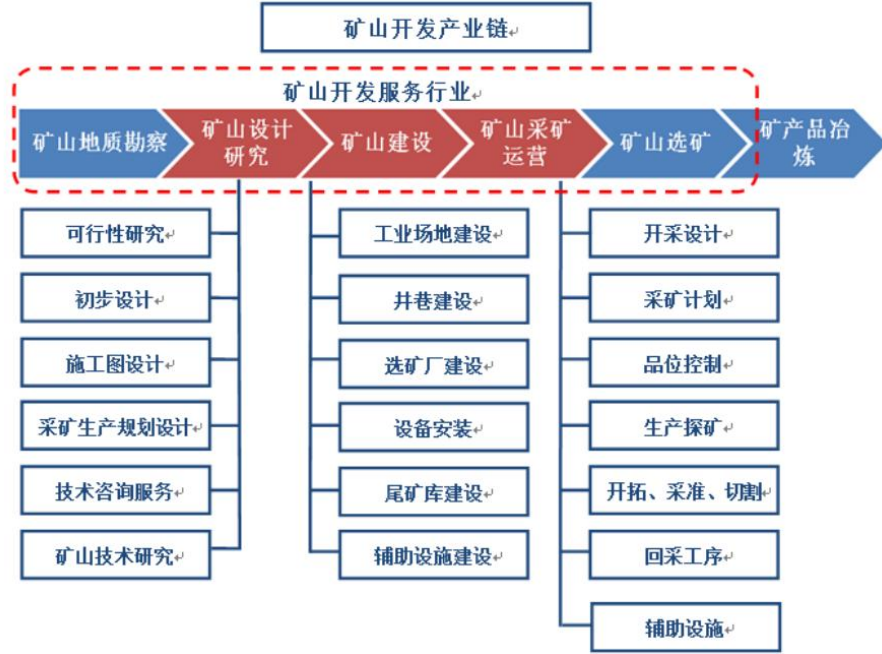
资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 发力矿山资源，国内国外两开花

3.1. 矿服运营优势，保障矿山开发高确定性

矿服行业发展与矿山开发密切相关，公司依托为大业主做矿山工程建设及运营，积累丰富的地质、建设及运营经验，提高了应对不同水文地质条件和各种形式的矿体赋存状况开发能力。依托矿服先进运营优势，公司切入矿山资源开发，保障其运营及盈利的高确定性。

图表 16：矿山开发服务产业链



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

经过多年的并购发展，公司现拥有“一磷四铜”五座矿山，在国内拥有两岔河磷矿（90%），在海外拥有刚果（金）Dikulushi 铜矿（90%）、Lonshi 铜矿（100%），赞比亚 Lubambe 铜矿（70%）和哥伦比亚 San Matias 铜金银矿（60%）。**资源量方面**：磷矿资源量 2122 万吨，权益资源量 1910 万吨；铜资源量 286 万吨，权益资源量 223 万吨；金资源量 32 吨，权益资源量 19 吨；白银资源量 298 吨，权益资源量 179 吨。**满产后产量方面**：产量：磷矿 80 实物万吨，铜 11.14 万吨，金 1.51 吨，银 11.18 吨。权益产量：磷矿 72 实物万吨，铜 8.80 万吨，金 0.91 吨，银 6.71 吨。

图表 17：公司现拥有“一磷四铜”五座国内外矿山

矿山名称	所在地	权益比例	主要品种	保有资源量 (含可采储量)			储量			矿山规模 (万吨/年)	年产能	备注
				矿石量 (万吨)	品位	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	品位	金属量 (万吨)			
两岔河磷矿	中国贵州	90%	磷	2122	P ₂ O ₅ (%) 31.87	-	466	P ₂ O ₅ (%) 31.18	-	80	80实物万吨	
金景矿业	刚果 (金)	90%	铜	55	铜 (%) 6.52	3.59	38	铜 (%) 7.1	-	15	1万吨	
			铜	35	铜 (%) 2.28	0.80	-	-	-	-	-	
			铜	80	铜 (%) 1.2	0.96	-	-	-	-	-	
元景矿业	刚果 (金)	90%	铜	48	铜 (%) 2.55	1.22	-	-	-	-	-	
			铜	35	铜 (%) 1.6	0.56	-	-	-	-	-	
Sabwe 公司	刚果 (金)	100%	铜	3057	铜 (%) 2.78	84.98	1839.08	铜 (%) 2.72	-	150	3.72万吨	2023年9月20日投产
San Matias 铜金银矿	哥伦比亚	60%	铜、金、银	铜	0.36	47.27	9795	铜 (%) 0.41	-	803	3.18万吨	
				金	0.24	31.51	-	金 (g/t) 0.23	-	-	1.51吨	
				银	2.27	298.05	-	银 (g/t) 2.63	-	-	11.18吨	预计24年12月投产，25年全年满产
Lubambe 铜矿	赞比亚	70%	铜	7460	铜 (%) 1.97	146.96	-	-	250	3.25万吨		

资料来源：公司公告，华源证券研究所，说明：24 年 8 月公司拟转让 Lubambe 铜矿 10% 股权至 70%，此处假设已完成股权变更

3.2. 磷矿：与下游客户合作开矿，利润有保障

与下游客户合作开矿，利润有保障。公司贵州两岔河 80 万吨磷矿项目，公司持股 90%，贵州开磷集团股份有限公司持股 10%。开磷集团前身为贵州开阳磷矿矿务局，是我国目前最

大的磷矿石地下开采企业，高浓度磷肥生产能力居国内第二，季戊四醇生产能力居国内第一。2006 年至今公司承建开磷集团的贵州开阳磷矿矿山建设及生产开拓工程项目，开采运营经验丰富。项目建成后，采出的原矿品位和杂质含量满足用户要求可直接对开磷集团销售，利润有保障。

贵州磷酸铁锂产能释放，磷矿石价格有望保持高位。2022 年之前锂辉石价格基本保持稳定，自 2023 年以来，因贵州磷酸铁锂产能大幅增长，磷矿需求旺盛，导致磷矿石由之前 400 元/吨的相对稳定价格上涨至当前 1020 元/吨，最高上涨至 1050 元/吨（最低 305 元/吨）。贵州磷酸铁锂产能仍处于产能释放期，对磷矿石需求稳步增长，磷矿石价格或维持高位。

图表 18：贵州磷矿石价格保持高位



资料来源：wind，华源证券研究所

两岔河磷矿项目达产后，在当前高价下有望释放利润弹性。根据公司可行性分析报告，两岔河磷矿吨生产成本 155 元/吨，按照 2019 年至今（5 年一期）的均价、最低价、最高价和当前价（税后）测算，预计达产后净利润分别为 1.52、0.28、3.89 和 3.74 亿元。截止到 24 年中报，公司磷矿石项目实现销量 16.77 万吨，营收 1.36 亿元，归母净利润 0.29 亿元，当前正处于爬产期盈利较弱，达产后，在当前高价下有望释放利润弹性。

图表 19：两岔河磷矿盈利测算

	单位	5年一期均价	5年一期最低价	5年一期最高价	当前价
产量	万吨	80	80	80	80
单位售价	元/吨	497	270	929	903
单吨成本	元/吨	155	155	155	155
单吨毛利	元/吨	342	115	774	748
营业收入	亿元	3.97	2.16	7.43	7.22
营业成本	亿元	1.94	1.78	2.25	2.23
生产成本	亿元	1.24	1.24	1.24	1.24
营业税金及附加	亿元	0.35	0.19	0.66	0.64
销售费用	亿元	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	亿元	0.34	0.34	0.34	0.34
财务费用	亿元	0.01	0.01	0.01	0.01
利润总额	亿元	2.03	0.38	5.18	4.99
所得税	亿元	0.51	0.09	1.30	1.25
净利润	亿元	1.52	0.28	3.89	3.74
吨净利	元/吨	190	35	486	468

资料来源：可行性分析报告，wind，华源证券研究，当前价为 10 月 25 日价格

3.3. 铜矿：达产后年产铜 11 万吨，业绩有望大幅释放

公司在海外拥有刚果(金)Dikulushi 铜矿(90%)、Lonshi 铜矿(100%)，赞比亚 Lubambe 铜矿(70%)和哥伦比亚 San Matias 铜金银矿(60%)四座铜矿项目，全部达产后年产铜 11.14 万吨、金 1.51 吨、银 11.18 吨；权益产量为铜 8.80 万吨、金 0.90 吨、银 6.71 吨。细分来看：

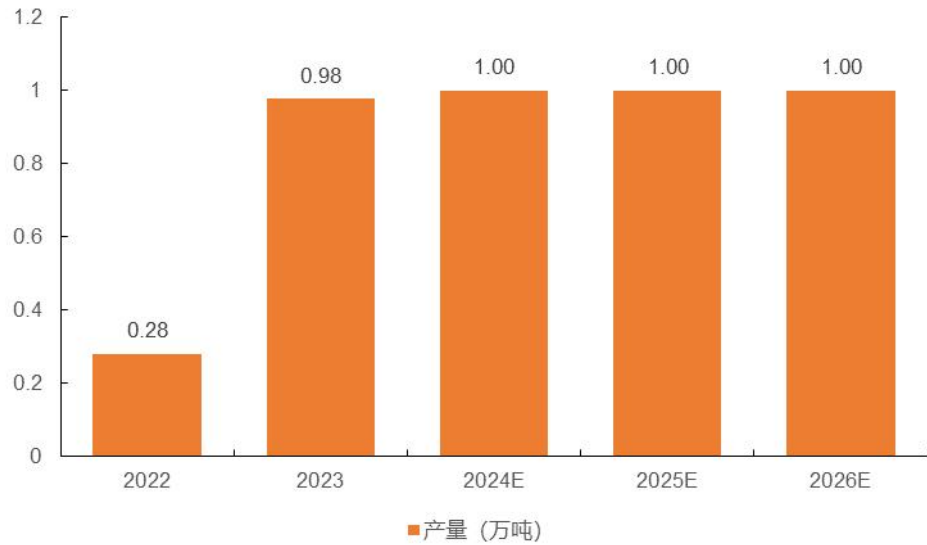
图表 20：公司铜矿项目产量

项目名称	权益	达产后产量			达产后权益产量		
		铜(万吨)	金(吨)	银(吨)	铜(万吨)	金(吨)	银(吨)
刚果(金) Dikulushi 铜矿	90%	1.00			0.90		
刚果(金) Lonshi 铜矿	100%	3.72			3.72		
赞比亚 Lubambe 铜矿	70%	3.25			2.28		
哥伦比亚 San Matias 铜金银矿	60%	3.18	1.51	11.18	1.91	0.90	6.71
合计		11.14	1.51	11.18	8.80	0.90	6.71

资料来源：可行性分析报告，公司公告，华源证券研究，说明：24 年 8 月公司拟转让 Lubambe 铜矿 10% 股权至 70%，此处假设已完成股权变更

(1) 刚果(金) Dikulushi 铜矿项目

2019 年 8 月，公司以 275 万美元收购 Dikulushi 矿区下属的两个矿业权及相关资产 90% 股权，Dikulushi 项目是公司第一个独立开采运营的铜矿项目，为后续其他铜矿的开发积累了宝贵的项目经验。该项目于 2021 年 12 月 17 日正式投产，经过两年爬产，2024 年公司预计产销量 1 万吨。

图表 21: Dikulushi 铜产量


资料来源：公司公告，华源证券研究所

(2) 刚果（金）Lonshi 铜矿项目

刚果（金）Lonshi 铜矿项目是采、选、冶联合工程。项目拟定露天和地下联合开采，采选原矿处理规模合计为 150 万吨/年（地上 55 万吨/年、地下 95 万吨/年）。采出的矿石经破碎+磨浮产出硫化铜精矿和氧化铜精矿，通过湿法冶炼（硫化矿需提前焙烧）生产阴极铜，达产后年产铜 3.72 万吨/年。该项目 23 年 9 月投产，2023 年产铜 0.46 万吨，24 年计划生产 2 万吨，根据公司规划力争 24 年末实现达产。

根据公司可行性分析报告，Lonshi 铜矿项目吨生产成本 4307 美元/吨（约 3.06 万元/吨），按照 2019 年至今（5 年一期）的均价、最低价、最高价和当前价测算，预计达产后净利润分别为 0.85、-0.02、1.62 和 1.25 亿美元。

图表 22: Lonshi 铜矿项目盈利测算

	单位	5年一期均价	5年一期最低价	5年一期最高价	当前价
产量	万吨	3.72	3.72	3.72	3.72
单位售价	美元/吨	7973	4627	10925	9520
单吨成本	美元/吨	4307	4307	4307	4307
单吨毛利	美元/吨	3667	320	6618	5213
营业收入	亿美元	2.96	1.72	4.06	3.54
营业成本	亿美元	1.75	1.75	1.75	1.75
生产成本	亿美元	1.60	1.60	1.60	1.60
三费及税金附加	亿美元	0.15	0.15	0.15	0.15
利润总额	亿美元	1.21	-0.03	2.31	1.79
所得税	亿美元	0.36	-0.01	0.69	0.54
净利润	亿美元	0.85	-0.02	1.62	1.25
吨净利	美元/吨	2281	-62	4347	3364

资料来源：可行性分析报告，wind，华源证券研究，当前价为 10 月 25 日价格

(3) 赞比亚 Lubambe 铜矿项目

Lubambe 铜矿为在产矿山，设计规模为 250 万吨/年，但由于多方面原因，矿山一直无法达产，公司收购后依托先进的管理运营经验对现有项目进行技改，达产后年产铜 3.25 万吨。

根据公司可行性分析报告，Lubambe 铜矿项目吨生产成本 6281 美元/吨（约 4.46 万元/吨），按照 2019 年至今（5 年一期）的均价、最低价、最高价和当前价测算，预计达产后净利润分别为 0.05、-0.81、0.72 和 0.40 亿美元。

图表 23：Lubambe 铜矿项目盈利测算

	单位	5年一期均价	5年一期最低价	5年一期最高价	当前价
矿石量	万吨	250	250	250	250
产量	万吨	3.25	3.25	3.25	3.25
单位售价	美元/吨	7973	4627	10925	9520
单吨成本	美元/吨	6281	6281	6281	6281
单吨毛利	美元/吨	1693	-1654	4644	3239
营业收入	亿美元	2.59	1.50	3.55	3.09
营业成本	亿美元	2.52	2.52	2.52	2.52
生产成本	亿美元	2.04	2.04	2.04	2.04
三费及税金附加	亿美元	0.48	0.48	0.48	0.48
利润总额	亿美元	0.07	-1.01	1.03	0.58
所得税	亿美元	0.02	-0.20	0.31	0.17
净利润	亿美元	0.05	-0.81	0.72	0.40
吨净利	美元/吨	158	-2497	2224	1241

资料来源：可行性分析报告，wind，华源证券研究，当前价为 10 月 25 日价格

（4）哥伦比亚 San Matias 铜金银矿项目

San Matias 铜金银矿项目为露天开采，总规模 803 万吨/年，达产后预计年产铜 3.18 万吨、金 1.51 吨、银 11.18 吨。根据公司可行性分析报告，San Matias 铜金银矿项目吨铜生产成本（未扣金银）4653 美元/吨（约 3.3 万元/吨），按照 2019 年至今（5 年一期）的均价、最低价、最高价和当前价测算，预计达产后净利润分别为 1.14、0.29、2.04 和 1.76 亿美元。

图表 24：San Matias 铜金银矿项目盈利测算

	单位	5年一期均价	5年一期最低价	5年一期最高价	当前价
铜产量	万吨	3.18	3.18	3.18	3.18
金产量	吨	1.51	1.51	1.51	1.51
银产量	吨	11.18	11.18	11.18	11.18
铜售价	美元/吨	7973	4627	10925	9520
金售价	美元/盎司	1824	1270	2737	2731
银售价	美元/盎司	22	12	35	33
铜生产成本	美元/吨	4653	4653	4653	4653
铜生产成本（扣金银）	美元/吨	1320	2377	-360	-334
营业收入	亿美元	3.59	2.19	5.06	4.61
营业成本	亿美元	1.86	1.77	1.96	1.93
生产成本	亿美元	1.48	1.48	1.48	1.48
三费及税金附加	亿美元	0.38	0.29	0.48	0.45
利润总额	亿美元	1.73	0.42	3.10	2.68
所得税	亿美元	0.59	0.13	1.06	0.92
净利润	亿美元	1.14	0.29	2.04	1.76
吨净利	美元/吨	3598	911	6428	5558

资料来源：可行性分析报告，wind，华源证券研究，当前价为 10 月 25 日价格

除 Dikulushi 铜矿（90%）已达产外，其余三座矿山均处于爬产或建设期，根据可行性分析报告，按照 2019 年至今（5 年一期）的均价、最低价、最高价和当前价测算，预计三座矿山达产后净利润分别为 2.04、-0.55、4.38 和 3.42 亿美元，权益净利润分别为 1.57、-0.42、3.35 和 2.59 亿美元。随着后续矿山的逐步达产，铜矿板块业绩有望大幅释放。

图表 25：四座铜矿盈利测算汇总

项目名称	权益	生产成本 (美元)	达产后净利润 (亿美元)				达产后权益净利润 (亿美元)			
			5年一期均价	5年一期最低价	5年一期最高价	当前价	5年一期均价	5年一期最低价	5年一期最高价	当前价
刚果(金) Dikulushi 铜矿	90%									
刚果(金) Lonshi 铜矿	100%	4307	0.85	-0.02	1.62	1.25	0.85	-0.02	1.62	1.25
赞比亚 Lubambe 铜矿	70%	6281	0.05	-0.81	0.72	0.40	0.04	-0.57	0.51	0.28
哥伦比亚 San Matias 铜金银矿	60%	4653	1.14	0.29	2.04	1.76	0.69	0.17	1.22	1.06
合计			2.04	-0.55	4.38	3.42	1.57	-0.42	3.35	2.59

资料来源：可行性分析报告，wind，华源证券研究，当前价为 10 月 25 日价格，说明：24 年 8 月公司拟转让 Lubambe 铜矿 10% 股权至 70%，此处假设已完成股权变更

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024-2026 年作出如下假设：

(1) 矿服板块：2024-2026 年预计采矿供量分别为 4442、4886 和 5374 万吨；掘进分别为 449、472 和 495 万立方米；

(2) 资源板块：2024-2026 年预计磷矿销量分别为 45、80 和 80 万吨；铜矿销量分别为 3.2、4.7 和 6.0 万吨。

图表 26：公司 2024-2026 年主营业务关键假设表

	单位	2023	2024E	2025E	2026E
1. 铜及磷矿石					
1.1 铜					
铜销量	万吨	1.02	3.20	4.70	6.00
单位售价	万元/吨	6.14	6.61	6.64	7.08
单位成本	万元/吨	3.17	3.30	3.30	3.30
单位毛利	万元/吨	2.97	3.31	3.34	3.78
营收	亿元	6.26	21.16	31.19	42.48
成本	亿元	3.23	10.56	15.51	19.80
毛利	亿元	3.03	10.60	15.68	22.68
毛利率	%	48.37	50.10	50.28	53.39
1.2 磷矿石					
磷矿石销量	万吨	16	45	80	80
单位售价	元/吨	759	800	800	800
单位成本	元/吨	400	400	400	400
单位毛利	元/吨	359	400	400	400
营收	亿元	1.21	3.60	6.40	6.40
成本	亿元	0.64	1.80	3.20	3.20
毛利	亿元	0.57	1.80	3.20	3.20
毛利率	%	47.30	50.00	50.00	50.00
铜及磷矿石合计：					
营收	亿元	6.26	24.76	37.59	48.88
成本	亿元	3.23	12.36	18.71	23.00
毛利	亿元	3.03	12.40	18.88	25.88
毛利率	%	48.37	50.08	50.23	52.94
2. 矿山服务					
2.1 采矿运营管理					
销量	万吨	3933	4442	4886	5374
单位售价	元/吨	113.93	115.00	115.00	115.00
单位成本	元/吨	80.09	85.00	85.00	85.00
单位毛利	元/吨	33.84	30	30	30
营收	亿元	44.81	51.08	56.19	61.80
成本	亿元	31.50	37.75	41.53	45.68
毛利	亿元	13.31	13.32	14.66	16.12
毛利率	%	29.71	26.09	26.09	26.09
2.2 矿山工程建设					
销量	万立方米	459	449	472	495
单位售价	立方米/吨	433	480	480	480
单位成本	立方米/吨	317	360	360	360
单位毛利	立方米/吨	117	120	120	120
营收	亿元	19.87	21.56	22.64	23.78
成本	亿元	14.52	16.17	16.98	17.83
毛利	亿元	5.35	5.39	5.66	5.94
毛利率	%	26.94	25.00	25.00	25.00
矿山服务合计					
营收	亿元	64.68	72.64	78.83	85.58
成本	亿元	46.02	53.93	58.51	63.51
毛利	亿元	18.66	18.72	20.32	22.07
毛利率	%	28.85	25.76	25.77	25.78
主营业务总计					
营收	亿元	70.94	97.40	116.42	134.46
成本	亿元	49.25	66.29	77.22	86.51
毛利	亿元	21.69	31.12	39.20	47.94
毛利率	%	30.58	31.95	33.67	35.66

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 估值与评级

根据以上假设,我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 14.63、20.58、23.39 亿元,对应 PE 分别为 17.08X、12.15X、10.69X。我们选取同行业 A 股相关龙头公司为可比公司,采用毛利加权平均计算得出 2024–2026 年平均 PE 分别为 22.48X、18.13X、13.65X,公司 24–26 年估值低于可比公司均值,鉴于公司成长确定性相对更高,具备较高安全边际。首次覆盖,给予“增持”评级。

图表 27: 金诚信可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS(元/股)				PE				PB
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
矿服板块												
002683.SZ	广东宏大	29.41	224	0.96	1.13	1.32	1.53	30.79	26.12	22.24	19.25	3.53
002738.SZ	中矿资源	39.39	284	3.15	1.29	1.55	2.49	12.50	30.55	25.44	15.82	2.45
平均值									28.33	23.84	17.53	2.99
磷矿板块												
600141.SH	兴发集团	23.90	264	1.25	1.62	2.01	2.30	19.12	14.78	11.91	10.40	1.25
002312.SZ	川发龙蟒	16.74	316	0.22	0.33	0.40	0.48	76.09	50.77	42.15	34.61	3.37
002895.SZ	川恒股份	20.85	113	1.53	1.79	2.26	2.78	13.66	11.65	9.21	7.49	1.98
600096.SH	云天化	22.61	415	2.47	2.85	2.96	3.07	9.16	7.93	7.63	7.38	1.93
002539.SZ	云图控股	8.13	98	0.74	0.74	0.90	1.11	10.99	10.98	8.99	7.31	1.13
平均值									19.22	15.98	13.44	1.93
铜板块												
601899.SH	紫金矿业	15.61	4,013	0.80	1.22	1.45	1.64	19.51	12.83	10.75	9.50	3.13
603993.SH	洛阳钼业	7.44	1,528	0.38	0.54	0.61	0.69	19.58	13.72	12.14	10.82	2.55
000630.SZ	铜陵有色	3.36	430	0.21	0.30	0.35	0.42	16.00	11.04	9.72	8.06	1.29
600362.SH	江西铜业	22.01	616	1.88	2.12	2.21	2.33	11.71	10.38	9.96	9.47	1.00
000878.SZ	云南铜业	13.27	266	0.79	1.08	1.19	1.38	16.84	12.24	11.11	9.60	1.80
000737.SZ	北方铜业	9.48	168	0.35	0.59	0.71	0.79	27.16	16.00	13.42	11.98	3.21
平均值									12.70	11.18	9.91	2.16
加权平均估值									22.48	18.13	13.65	
603979.SH	金诚信	40.07	250	1.65	2.35	3.30	3.75	24.24	17.08	12.15	10.69	3.01

资料来源: wind, 华源证券研究。注: 收盘价、市值截止至 11 月 14 日, EPS 来自 wind 一致预期, PB 来自 wind

5. 风险提示

(1) 在建项目进展不及预期的风险。公司在建项目较多且部分处于产能释放期,若产能释放不及预期或在建项目进展不及预期,或对公司主要产品产销量产生较大影响,从而导致业绩不及预期;

(2) 金属价格超预期下跌的风险。对金属价格预测做了谨慎的预期,若出现大幅下跌,可能对公司业绩形成拖累;

(3) 安全生产风险。公司矿山开采存在一定安全事故的风险,若出现安全事故公司盈利或出现较大影响;

(4) 地缘政治风险。公司海外项目较多,若出现地缘政治风险,或对公司业绩产生一定影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,918	2,006	2,725	3,879
应收票据及账款	3,321	4,460	5,403	6,162
预付账款	93	133	161	183
其他应收款	115	179	217	248
存货	1,656	2,229	2,588	2,894
其他流动资产	227	341	414	472
流动资产总计	7,331	9,348	11,507	13,838
长期股权投资	315	369	423	477
固定资产	4,545	4,472	4,689	5,237
在建工程	107	756	1,072	1,187
无形资产	638	619	605	591
长期待摊费用	48	49	25	25
其他非流动资产	641	646	646	646
非流动资产合计	6,295	6,912	7,460	8,164
资产总计	13,625	16,260	18,967	22,001
短期借款	740	890	1,040	1,190
应付票据及账款	1,487	2,170	2,520	2,817
其他流动负债	1,611	1,994	2,332	2,616
流动负债合计	3,837	5,054	5,892	6,624
长期借款	2,119	1,883	1,924	2,023
其他非流动负债	390	390	390	390
非流动负债合计	2,509	2,273	2,314	2,413
负债合计	6,346	7,328	8,206	9,037
股本	602	624	624	624
资本公积	1,895	2,227	2,227	2,227
留存收益	4,720	6,006	7,813	9,867
归属母公司权益	7,218	8,856	10,664	12,718
少数股东权益	61	76	97	246
股东权益合计	7,279	8,932	10,761	12,964
负债和股东权益合计	13,625	16,260	18,967	22,001

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1,032	1,511	2,111	2,520
折旧与摊销	541	497	566	611
财务费用	95	125	126	132
投资损失	84	46	46	46
营运资金变动	-676	-862	-752	-595
其他经营现金流	10	-43	-43	-43
经营性现金净流量	1,085	1,273	2,053	2,670
投资性现金净流量	-1,954	-1,149	-1,149	-1,349
筹资性现金净流量	722	-36	-185	-167
现金流量净额	-137	88	718	1,154

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,399	9,990	12,101	13,802
营业成本	5,153	6,779	7,872	8,802
税金及附加	84	100	121	138
销售费用	28	45	54	62
管理费用	392	649	787	897
研发费用	102	180	218	248
财务费用	95	125	126	132
资产减值损失	-13	4	5	5
信用减值损失	-116	-154	-186	-212
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-84	-46	-46	-46
公允价值变动损益	-2	0	0	0
资产处置收益	2	1	1	1
其他收益	14	11	11	11
营业利润	1,347	1,928	2,708	3,282
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	17	11	11	11
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,331	1,920	2,699	3,273
所得税	299	442	621	786
净利润	1,032	1,478	2,078	2,488
少数股东损益	0	15	21	149
归属母公司股东净利润	1,031	1,463	2,058	2,339
EPS(元)	2	2	3	4

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	38.18%	35.01%	21.13%	14.06%
营业利润增长率	71.19%	43.20%	40.42%	21.21%
归母净利润增长率	69.12%	41.91%	40.60%	13.66%
经营现金流增长率	13.38%	17.33%	61.23%	30.10%
盈利能力				
毛利率	30.35%	32.14%	34.94%	36.23%
净利率	13.94%	14.80%	17.17%	18.02%
ROE	14.29%	16.52%	19.29%	18.39%
ROA	7.57%	9.00%	10.85%	10.63%
ROIC	16.65%	17.84%	20.58%	21.42%
估值倍数				
P/E	24.24	17.08	12.15	10.69
P/S	3.38	2.50	2.07	1.81
P/B	3.55	2.88	2.38	1.99
股息率	0.49%	0.71%	1.00%	1.14%
EV/EBITDA	12	11	8	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。