

# 金诚信 (603979.SH)

## 国际矿服企业成长正当时，“服务+资源”协同效应初现

**核心看点：**矿服行业竞争格局分层化明显，中大型矿山对矿服企业存在明显高标准要求，产业壁垒深厚。公司搭建系统化矿建服务体系，经历多年国内外矿山服务经验积累，在一体化服务上构筑核心实力，业务规模将跟随承接项目规模稳健增长。此外，公司2019年开启“服务+资源”战略模式，以“小步快跑”模式实现产业链条协同优势。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为3.79、5.18、7.94亿元，对应PE分别为22.7、16.6、10.8倍。我们认为，公司所处行业位置稳固，未来业绩增长稳定且确定性强，利润兑现与低估值水平下公司股价具备迎接“戴维斯双击”潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

**矿山投资开发兼具资本密集型与长周期投入特点，回款期与矿建进度是矿企生命线。**大型矿山建设周期久，施工进度决定实际投产时间，建设作业成果影响后续矿石产出情况及达产周期。因此大型矿企对矿山建设服务商筛选严苛、谨慎，安全性、效率性、成本水平、确定性是矿山服务质量关键考核指标。能否在智慧化矿山、一体化服务、国际化市场、超深埋地下矿四大趋势下维持高质量服务品质是矿服企业核心竞争点。我们认为，搭建系统化服务架构是实现综合实力提升核心要点。

**金诚信：研发+产业链协同+口碑积累构筑竞争优势，“服务+资源”模式渐入佳境。**1) 公司具备业内领先矿山施工技术与研发能力，专业化技术团队与工程经验为高品质矿建服务背书；2) 延伸产业链横纵搭建“五大板块”，业务模式上相辅相生并拓展新业务增长点；3) 依托卡莫阿、谦比希等海外大型矿山开发绩效积累国际信誉，收获外企认可；4) 资源上“小步快走”与“服务+资源”模式协同发展，以矿山建设优势提升资源变现实力，为公司利润增长提供较高确定性。

**投资建议：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为3.79、5.18、7.94亿元，对应PE分别为22.7、16.6、10.8倍。我们认为，公司所处行业位置稳固，未来业绩增长稳定且确定性强，利润兑现与低估值水平下公司股价具备迎接“戴维斯双击”潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**全球宏观经济波动风险；应收账款风险；矿山开发服务突发安全风险；海外市场开拓不确定性风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,105	3,434	3,859	4,816	5,950
增长率 yoy (%)	27.2	10.6	12.4	24.8	23.5
归母净利润(百万元)	291	310	379	518	794
增长率 yoy (%)	42.0	6.2	22.3	36.7	53.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.50	0.53	0.65	0.89	1.36
净资产收益率 (%)	7.1	7.0	8.0	8.4	11.5
P/E(倍)	29.5	27.8	22.7	16.6	10.8
P/B(倍)	2.1	2.0	1.9	1.4	1.3

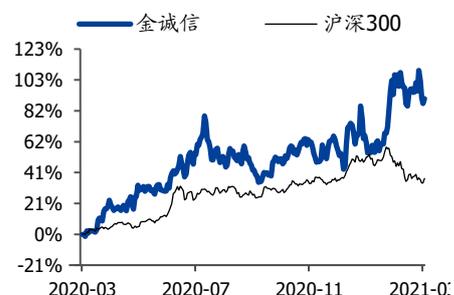
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	采掘服务
最新收盘价	14.74
总市值(百万元)	8,599.44
总股本(百万股)	583.41
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	6.76

#### 股价走势



#### 作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱：liusimeng@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4604	4478	4791	6165	6690
现金	1144	1089	1015	1533	1599
应收票据及应收账款	2563	1981	2306	2763	3187
其他应收款	21	43	32	59	56
预付账款	37	19	45	47	64
存货	684	868	914	1284	1306
其他流动资产	155	478	478	478	478
<b>非流动资产</b>	1669	2094	2192	2668	3051
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1201	1392	1433	1836	2127
无形资产	52	415	473	539	618
其他非流动资产	416	287	286	293	305
<b>资产总计</b>	6273	6572	6984	8833	9740
<b>流动负债</b>	1556	1816	1919	2233	2418
短期借款	489	513	513	513	513
应付票据及应付账款	765	783	987	1197	1376
其他流动负债	302	519	419	523	530
<b>非流动负债</b>	644	395	372	450	460
长期借款	566	261	237	315	326
其他非流动负债	77	135	135	135	135
<b>负债合计</b>	2200	2211	2291	2682	2878
少数股东权益	20	99	98	96	91
股本	585	583	583	665	665
资本公积	1605	1594	1594	2512	2512
留存收益	1823	2067	2388	2826	3496
归属母公司股东权益	4053	4262	4594	6055	6771
<b>负债和股东权益</b>	6273	6572	6984	8833	9740

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	182	575	441	261	906
净利润	289	307	378	515	789
折旧摊销	184	223	202	254	332
财务费用	82	90	61	68	85
投资损失	-1	-0	0	0	0
营运资金变动	-337	-108	-243	-576	-300
其他经营现金流	-33	63	43	27	32
<b>投资活动现金流</b>	-388	-342	-300	-730	-714
资本支出	409	255	98	476	382
长期投资	0	-87	0	0	0
其他投资现金流	21	-175	-202	-254	-332
<b>筹资活动现金流</b>	130	-317	-215	987	-126
短期借款	-81	24	0	0	0
长期借款	368	-306	-23	78	10
普通股增加	0	-2	0	81	0
资本公积增加	0	-11	0	919	0
其他筹资现金流	-158	-22	-192	-91	-136
<b>现金净增加额</b>	-60	-86	-74	518	66

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3105	3434	3859	4816	5950
营业成本	2311	2493	2851	3517	4143
营业税金及附加	14	14	15	18	21
营业费用	9	12	12	14	18
管理费用	254	290	320	395	482
研发费用	56	71	75	97	117
财务费用	82	90	61	68	85
资产减值损失	21	2	14	10	17
其他收益	3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
资产处置收益	12	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	374	422	512	698	1067
营业外收入	10	4	6	6	6
营业外支出	5	11	8	7	8
<b>利润总额</b>	379	415	510	696	1066
所得税	90	108	133	181	277
<b>净利润</b>	289	307	378	515	789
少数股东损益	-3	-2	-1	-2	-5
<b>归属母公司净利润</b>	291	310	379	518	794
EBITDA	625	680	751	988	1434
EPS (元/股)	0.50	0.53	0.65	0.89	1.36

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	27.2	10.6	12.4	24.8	23.5
营业利润 (%)	36.0	12.8	21.2	36.3	53.0
归属母公司净利润 (%)	42.0	6.2	22.3	36.7	53.4
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	25.6	27.4	26.1	27.0	30.4
净利率 (%)	9.4	9.0	9.8	10.7	13.3
ROE (%)	7.1	7.0	8.0	8.4	11.5
ROIC (%)	6.5	6.4	7.4	7.7	10.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	35.1	33.6	32.8	30.4	29.6
净负债比率 (%)	-0.5	-2.1	-2.7	-8.7	-8.2
流动比率	3.0	2.5	2.5	2.8	2.8
速动比率	2.4	1.7	1.7	2.0	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1.2	1.5	1.8	1.9	2.0
应付账款周转率	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.53	0.65	0.89	1.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.31	0.99	0.76	0.45	1.55
每股净资产 (最新摊薄)	6.95	7.31	7.87	10.38	11.61
<b>估值比率</b>					
P/E	29.5	27.8	22.7	16.6	10.8
P/B	2.1	2.0	1.9	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.8	12.7	11.4	8.3	5.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. “精诚所至，金石为开”，打造国际化矿山管理服务企业.....	5
1.1 实业为本，口碑立命，公司为享誉全球矿山一体化服务供应商.....	5
1.2 业务成长步伐夯实，利润兑现稳定.....	7
2. 矿业格局变迁，矿服产业深厚壁垒应运而生.....	10
2.1 全球矿企趋势：金融化、垄断化、全球化.....	10
2.2 矿服项目格局分化，大项目对应严要求.....	12
2.3 市场国际化与业务一体化并行，地下矿区与数字化开采渐成风向.....	13
2.4 产业空间规模：全球市场广阔，壁垒深厚.....	16
3. 体系化团队+精耕细作模式，海外业务渐入佳境.....	17
3.1 研发与制造实力出众，夯实业务承接能力.....	17
3.2 围绕矿山产业链构建五大协同板块，纵深互补完善服务水平.....	18
3.3 产业扩张与市场反身性，口碑积累下进军海外客户体系.....	19
3.4 业务增量瓶颈来自团队数量，三重维度提升业绩规模.....	22
4. 迈入“资源”行业，开启业绩增量新篇章.....	23
4.1 收购贵州开磷优质磷矿，正式开启“服务+资源”模式.....	23
4.2 收购刚果金 Dikulushi 铜矿，规划 2021 实现 1 万吨铜金属复产目标.....	24
4.3 参股哥伦比亚 Cordoba 铜金银矿，与艾芬豪合作进一步升级.....	24
4.4 收购 Sabwe，铜资源量买入百万量级.....	25
4.5 战略收储与成本把控兼顾，稳扎稳打推进“资源+服务”开发模式.....	25
5. 盈利预测及投资建议.....	26
5.1 盈利预测假设.....	26
5.2 投资建议.....	27
风险提示.....	28

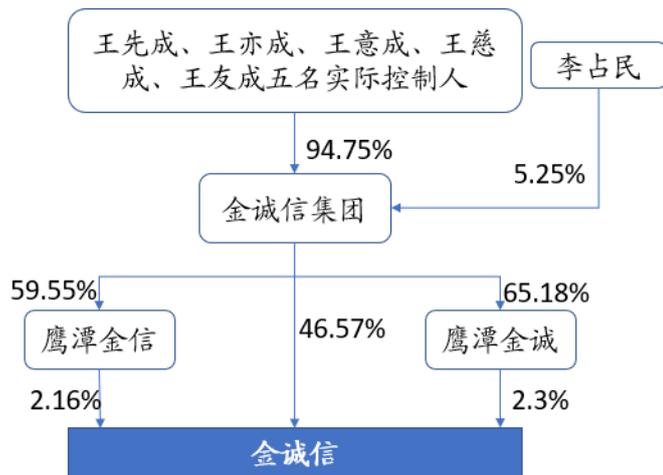
## 图表目录

图表 1: 金诚信已对接多座国内外中大型非煤矿山项目.....	5
图表 2: 公司股权架构.....	6
图表 3: 王先成被授予“世界生产力科学院院士”证书照片.....	6
图表 4: 公司历史沿革.....	6
图表 5: 矿山开发产业链及公司主营范围.....	7
图表 6: 公司收入变动情况（亿元）.....	8
图表 7: 公司毛利润变动情况（亿元）.....	8
图表 8: 公司采矿量与掘进量变动情况.....	8
图表 9: 公司各项主营毛利率变动情况.....	9
图表 10: 公司主营业务毛利率及营业成本拆分.....	9
图表 11: 公司生产人员及劳务外包单位工时成本推算.....	10
图表 12: 全球大型矿企持股结构中金融机构占比高.....	10
图表 13: 2018 年全球前 10 大公司产量占全球比例.....	11
图表 14: 2020 年全球矿业并购案例呈现明显全球化格局.....	11
图表 15: 2020 年全球矿山行业收购（控股）跨国案例占比已达 51%.....	11
图表 16: 全球矿服市场四象限.....	12
图表 17: 一般大型矿山项目前期投资金额巨大，回款周期久.....	13
图表 18: 四重维度论述矿建服务质量与考核点.....	13

图表 19: 中国采矿业对外投资规模呈逐年递增态势.....	14
图表 20: 不同工业阶段矿山发展特点与技术水平.....	15
图表 21: 以铜矿为例全球矿山品位下移, 开采难度加大.....	15
图表 22: 全球铜资源转化率逐年走低证明矿山建设周期延长.....	15
图表 23: 以芬兰 Kemi 矿为例展现井下信息化建设架构.....	16
图表 24: 各国采深一千米以上金属矿山数量情况.....	16
图表 25: 全球对标大型矿企下大型矿山金属矿矿服市场规模约 716 亿美元.....	16
图表 26: 全球矿服产业格局较为分散.....	17
图表 27: 公司研发水平与施工技术业内领先.....	18
图表 28: 金诚信技术人员数量变化.....	18
图表 29: 金诚信研发支出金额变化.....	18
图表 30: 金诚信“五大板块”间协同效应与未来规划.....	19
图表 31: 金诚信开拓海外客户与中大型项目“三步走”逻辑.....	20
图表 32: 截至 2020H1 公司在矿运营管理、矿山工程建设合同.....	20
图表 33: 金诚信内循环营运模式难以短期复制, 核心壁垒深厚.....	22
图表 34: 公司国内外项目数量及平均项目收入贡献.....	23
图表 35: 两岔河资源量数据情况.....	24
图表 36: 两岔河磷矿建设与开采关键经济指标.....	24
图表 37: Dikulushi 采矿权对应资源量数据.....	24
图表 38: Codoba 铜金银矿资源储量情况.....	25
图表 39: Sabwe 旗下 1 个铜矿及 7 个探矿权资源储量情况.....	25
图表 40: 公司“小步快走”模式下资源收储体量持续提升.....	26
图表 41: 公司分业务盈利预测 (亿元) .....	错误!未定义书签。
图表 42: 可比公司估值表.....	28



图表 2: 公司股权架构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 日期截至 2020 年 6 月 30 日

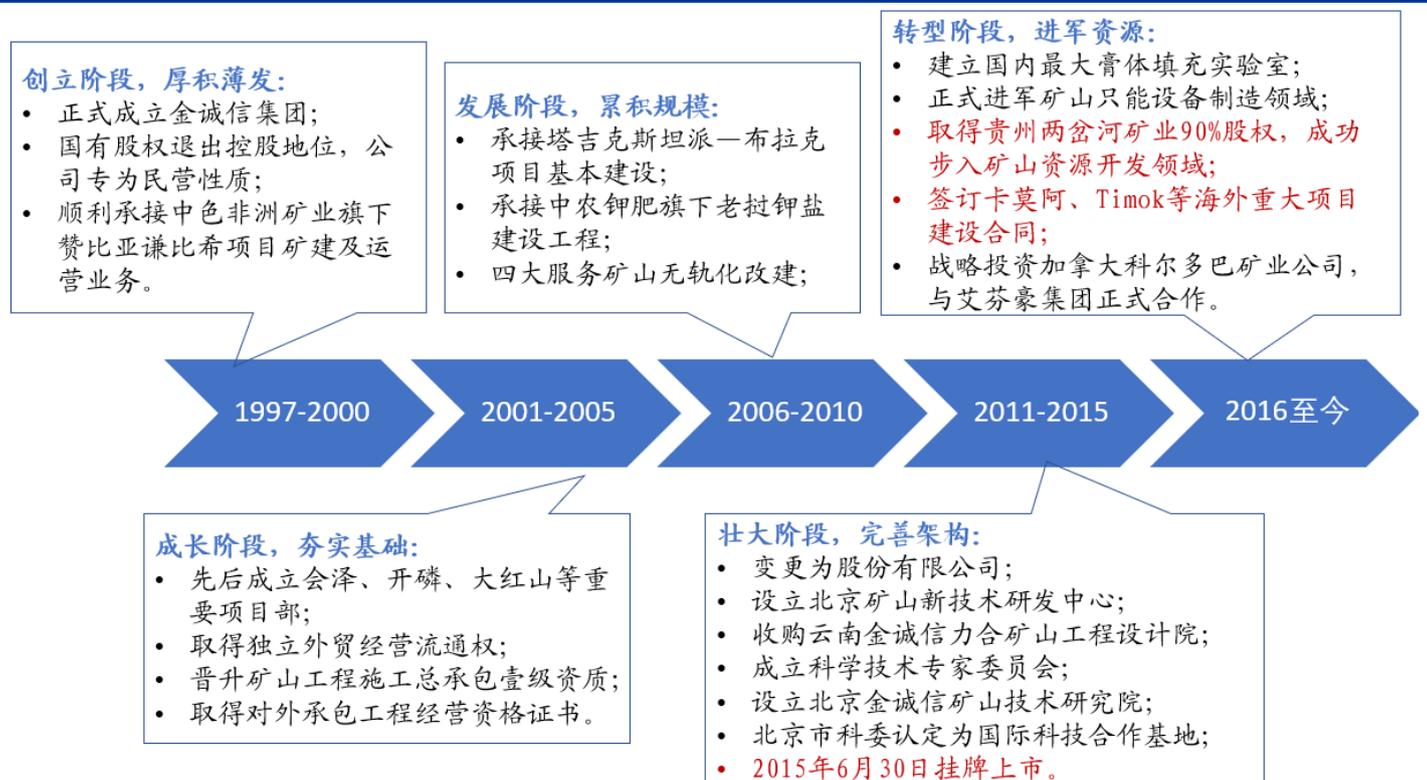
图表 3: 王先成被授予“世界生产力科学院院士”证书照片



资料来源: 《东方企业文化》, 国盛证券研究所

步伐夯实, 基础卓越, 逐步搭建“服务+资源”业务开发模式。公司创立以来主要经历五个阶段, 分别对应不同业务规模下成长历程, 整体来看, 可以概括为: (1) 创立初期改制民营性质, 跟随国企走向海外矿山业务; (2) 针对国内大型矿山项目成立项目部, 精进国内业务市场; (3) 与国资背景海外项目搭建合作关系, 进一步提升海外业务规模; (4) 搭建工程设计院、科技合作基地等研发架构, 增厚背部实力, 推进机械化、规模化进程; (5) 海外口碑积累渐现成果, 与艾芬豪集团正式开启合作, 先后承接卡莫阿、Timok 等海外大型矿建项目, 并正式开启矿山资源开发领域。

图表 4: 公司历史沿革

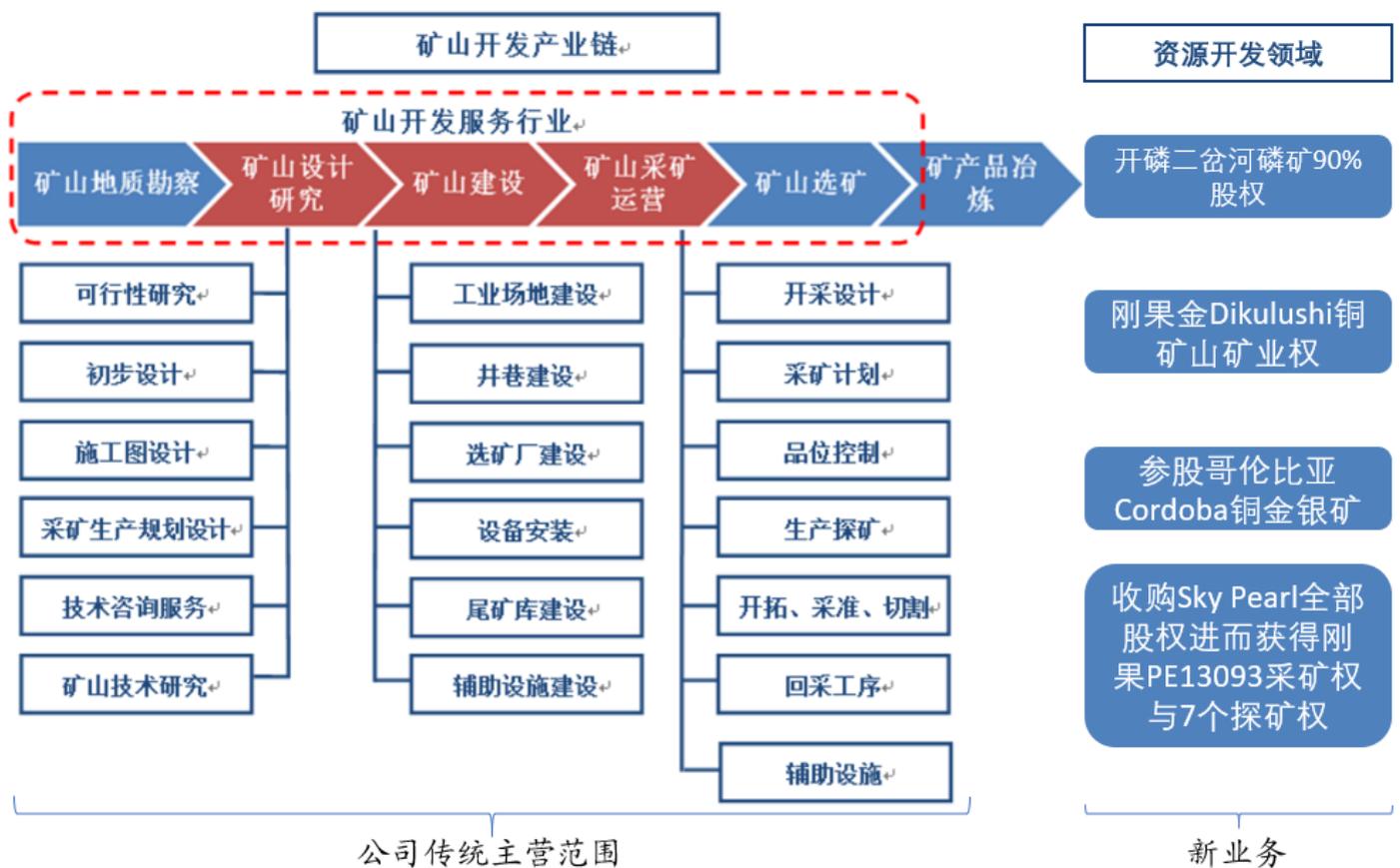


资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

立足地下矿山开发服务，搭建由设计研究至矿山建设及矿山开采运营一体化主营模式。公司传统主营按照矿山开发流程大体可分为三大环节：（1）矿山设计研究：为已取得地质勘探成果矿山的建设和生产进行全面规划，规划出技术可行、经济合理矿产资源开发及配套解决方案；（2）矿山工程建设：各类矿山在基本建设期、改扩建期所涉及固定资产投资工程施工和设备、设施安装调试工作；（3）矿山采矿运营：矿山生产期间的资源配置、过程管理、技术支持和回采作业等实施。

涉足资源开发领域，实现“资源+服务”板块协同战略。公司自2019年开始正式步入资源收储业务，先后参控股四家国内外矿山，并逐步推进前期准备工作。公司在资源开发上规划为“小步快走”模式，注重边际效益与风险管控，并寻找可兑现公司矿建优势资源地区，同时创新式引用参股中大型矿山并提前锁定矿建工程合同的业务协同模式，与主营业务在收入上构建杠杆效应。

图表5：矿山开发产业链及公司主营范围



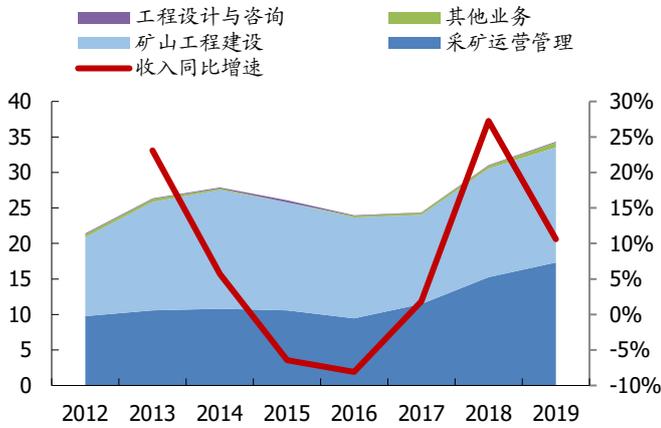
资料来源：公司招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

## 1.2 业务成长步伐夯实，利润兑现稳定

公司收入与毛利主要来自矿山工程建设与采矿运营管理，近年来业绩增速重回上涨趋势。当前公司业务收入与利润主要来自传统主营板块，工程设计咨询、智能设备制造板块对业绩影响较低，资源开发业务尚未进入开采环节，暂无利润贡献。从业绩变动趋势上看，2015-2016年受金属价格下跌影响，国内矿企受资源品位制约导致运营/扩张收缩，对公

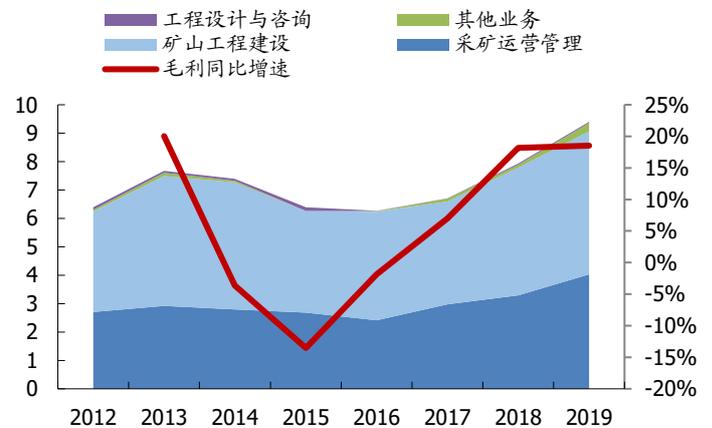
司收入与毛利形成消极影响。2017年后受益于铜、铝等工业金属价格回升，公司收入规模在2018/2019同比分别实现27.3%/10.6%同比增速，毛利实现18.2%/18.5%同比增速。

图表6: 公司收入变动情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

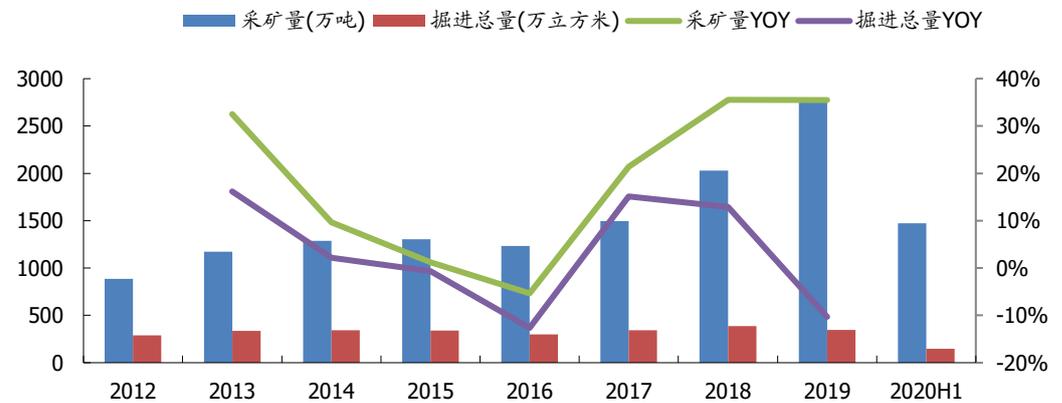
图表7: 公司毛利润变动情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

采矿量与掘进总量为衡量公司采矿运营及矿山工程建设体量核心指标，2017年以来指标重回上升趋势。2016年为公司业务扩张低谷，采矿量与掘进总量分别同比下滑5.4%/12.6%，2017年后工程总量指标快速回涨，随着公司承接海外大型矿山项目开启建设周期，近三年采矿量录得30.6%复合增速，掘进总量录得5.24%复合增速。

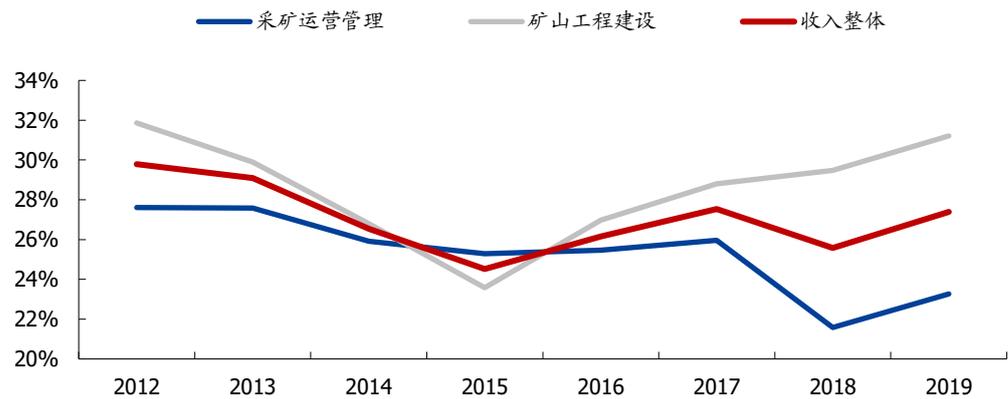
图表8: 公司采矿量与掘进量变动情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

主营业务毛利率走势略有分化，综合毛利率长期稳定于25%-28%之间。公司矿山工程业务毛利率自2015年来维持上升趋势，主要来自公司矿服降本增效与服务品质提升带来业务溢价，由23.6%逐渐提升至2019年31.2%，同期采矿运营毛利率自25.3%降至23.3%，主因国内外包比重上升直接抬高成本，双主营毛利率走势分化，整体毛利率基本维稳。

图表9: 公司各项主营毛利率变动情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

矿山工程建设人员向内部培训转移, 业务分包占比降低。2017年后公司逐步承接多个海外大型矿山工程建设项目, 对相应工程提高机械化、标准化业务水平, 内部培训而非外包模式有利于公司提高员工在标准化作业上任务效率。此外, 公司自聘用人员平均工时成本低于外包工时成本。2019年矿山工程建设分包工程费占收入比重同比降低6.3pcts至14.4%, 人工费用同比增长4.7pcts至7.1%, 劳务综合费用(人工费用+分包工程费)占比下滑。

图表10: 公司主营业务毛利率及营业成本拆分

采矿运营管理	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
毛利率	27.6%	27.6%	25.9%	25.3%	25.5%	26.0%	21.6%	23.3%
同比绝对变化量	-	0.0%	-1.7%	-0.6%	0.2%	0.5%	-4.4%	1.7%
营业成本占比	72.4%	72.4%	74.1%	74.7%	74.5%	74.0%	78.4%	76.7%
人工费用	11.7%	12.1%	8.1%	8.1%	8.8%	7.7%	9.2%	8.6%
材料费用	18.2%	18.7%	18.2%	17.1%	13.6%	13.8%	15.0%	15.6%
机械作业费	22.5%	22.9%	24.8%	25.3%	24.4%	23.2%	26.8%	25.6%
其他直接费用	3.1%	3.0%	2.5%	2.4%	3.0%	2.5%	2.7%	3.1%
间接费用	4.9%	5.6%	5.6%	5.5%	7.4%	6.5%	7.3%	7.0%
分包工程费	11.9%	10.1%	15.0%	16.3%	17.4%	20.2%	17.6%	16.9%
矿山工程建设	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
毛利率	31.9%	29.9%	26.8%	23.6%	27.0%	28.8%	29.5%	31.2%
同比绝对变化量	-	-2.0%	-3.1%	-3.2%	3.4%	1.8%	0.7%	1.7%
营业成本占比	68.1%	70.1%	73.2%	76.4%	73.0%	71.2%	70.5%	68.8%
人工费用	6.6%	6.6%	2.7%	2.5%	1.8%	1.7%	2.4%	7.1%
材料费用	14.8%	15.0%	15.5%	16.0%	17.2%	16.5%	16.2%	15.8%
机械作业费	15.8%	16.8%	17.6%	18.2%	15.3%	17.7%	21.5%	21.6%
其他直接费用	6.7%	5.0%	4.5%	4.4%	2.5%	2.7%	2.6%	2.8%
间接费用	7.6%	8.0%	8.3%	7.7%	8.5%	8.2%	7.2%	7.0%
分包工程费	16.7%	18.6%	24.5%	27.6%	27.8%	24.4%	20.7%	14.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司生产人员及劳务外包单位工时成本推算

项目	单位	2015	2016	2017	2018	2019
生产人员	人	2,772	2,179	2,465	3,748	4,349
合计人工费用	亿元	1.24	1.08	1.10	1.76	2.64
生产人员工时总数	万工时	554	436	493	750	870
劳务外包工时总数	万工时	1,860	1,790	1,570	1,746	1,499
平均生产人员工时成本	工时/元	22.34	24.87	22.37	23.47	30.31
平均外包工时成本	工时/元	31.47	29.75	32.73	33.40	35.07

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 假设公司生产人员单日常工时 8 小时, 一年 250 工作日

## 2. 矿业格局变迁, 矿服产业深厚壁垒应运而生

### 2.1 全球矿企趋势: 金融化、垄断化、全球化

国际矿业公司普遍呈现高度金融化。矿山产业天然呈现长周期投资与资本密集特点, 较长投资窗口期对企业现金流管理提出高要求, 而大额资产收购需企业合理应用融资手段进行杠杆撬动。因此在行业长期发展演变下, 全球核心矿企持股中金融机构比例持续提升, 更善于运用融资渠道使其更易占据长期优势。

图表 12: 全球大型矿企持股结构中金融机构占比高

公司名称	金融机构持股比例
雅宝公司	93%
美铝公司	88%
纽蒙特黄金集团公司	85%
自由港麦克莫兰	74%
巴里克黄金公司	74%
皮博迪能源公司	71%
第一量子	54%
必和必拓	50%
淡水河谷公司	48%

资料来源: 《全球矿业发展报告 2019》, 国盛证券研究所

优质矿源向龙头集中, 矿山行业逐渐垄断化。优质矿企在低融资成本与规模化效应加持下更具竞争优势, 一方面可通过资源勘探优势挖掘矿产资源, 另一方面运用资本力量在逆周期收购优质矿产, 逐渐形成矿山资源垄断化局面。根据《全球矿业发展报告 2019》记录, 铁矿石、铜矿、铝土矿开采 CR10 分别达到 82%/46%/60%, 并持续呈现集中化趋势。在这一趋势下, 对于全球优质矿山服务企业而言, 市场发展重点由简单工程外包向跟随大矿山生命周期进行服务切换, 而能否进入全球核心矿企服务链体系成为关键。

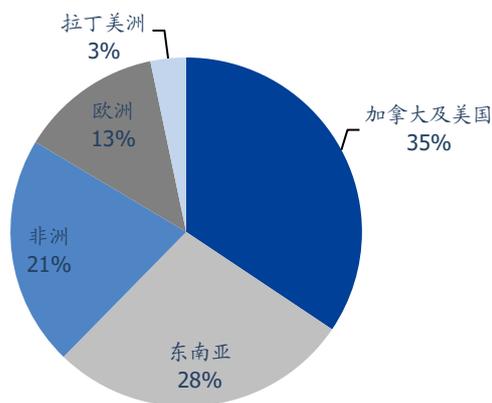
图表 13: 2018 年全球前 10 大公司产量占全球比例

金属类别	比例
铂	96%
钯	94%
铀	85%
锂	84%
铁矿石	82%
钴	64%
铝土矿	60%
钼	47%
铜	46%
镍	42%
银	37%
锌	34%
金	28%
铅	27%

资料来源:《全球矿业发展报告 2019》, 国盛证券研究所

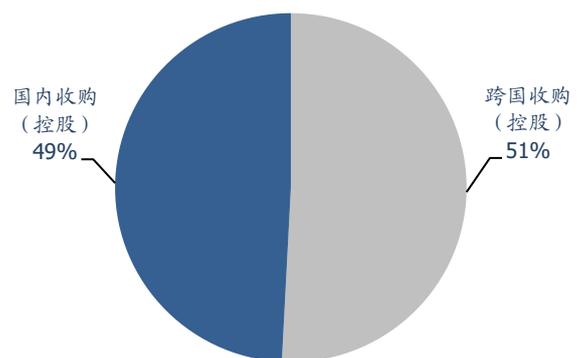
矿业全球化趋势显著, 强者恒强风格基本确立。顺延金融化与垄断化趋势, 大型矿企在资源上的战略布局逐渐打破国家地域瓶颈, 全球化勘探与跨国别并购逐渐成为主流, 大型矿企一方面通过分散化资源提升运营稳定性, 另一方面在产业链运行上推出标准化、指标化考核, 提高服务商准入门槛。而对于矿服企业, 核心企业可跟随国内企业迈向海外市场, 但海外化运营与外企市场突围成为新关键, 机遇与挑战并存。

图表 14: 2020 年全球矿业并购案例呈现明显全球化格局



资料来源: S&P Global Market Intelligence, 国盛证券研究所

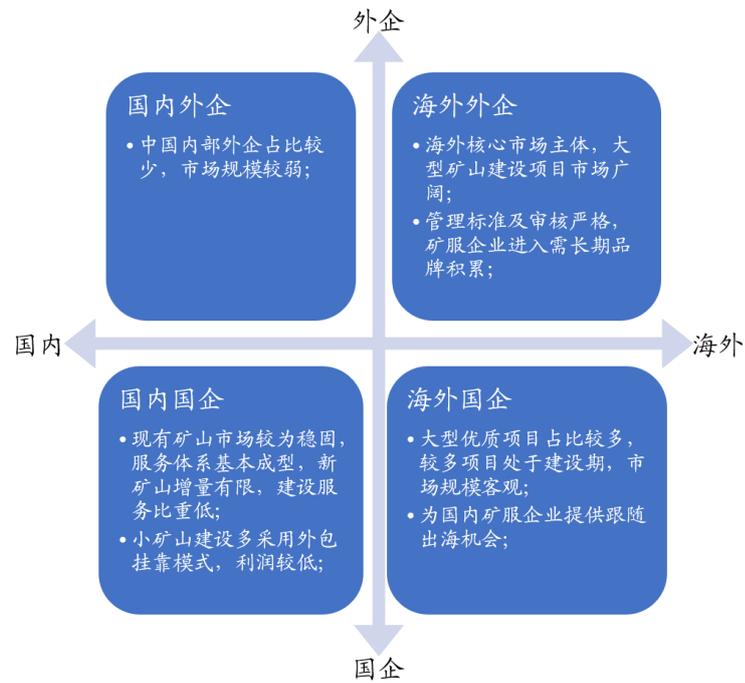
图表 15: 2020 年全球矿山行业收购(控股)跨国案例占比已达 51%



资料来源: S&P Global Market Intelligence, 国盛证券研究所

综上矿山行业发展趋势与变革特点, 我们认为对于中国矿服企业, 未来核心市场增量来自国内矿企向海外市场扩张以及企业自身挤入外企矿服体系。

图表 16: 全球矿服市场四象限

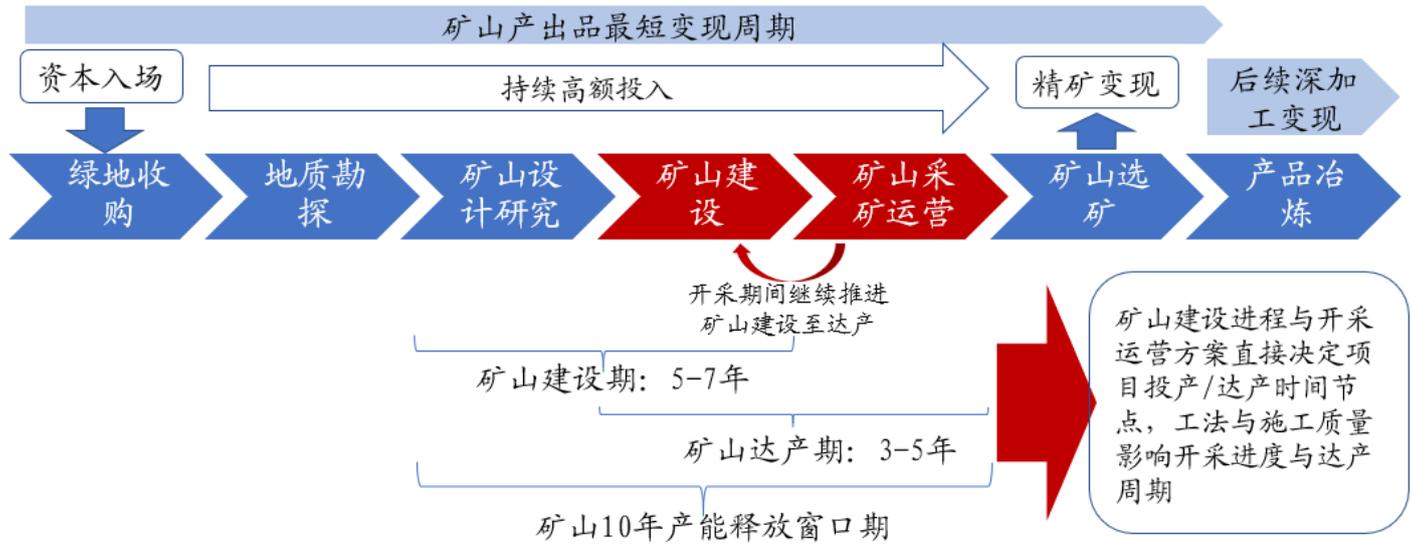


资料来源：国盛证券研究所整理

## 2.2 矿服项目格局分化，大项目对应严要求

矿山投资开发兼具资本密集型与长周期投入特点，回款期与矿建进度是矿企生命线。从矿山开发产业链条上看，矿山绿地项目收购至采选冶环节，需先后经历地质勘探、矿山设计研究（可行性研究方案）、矿山建设等环节，其中矿山建设耗时最久，一般大型矿山至少需经历 5-7 年建设周期才可进入投产环节。基于此，矿山建设施工进度往往决定矿山实际投产时间与可研规划时间差距，建设作业成果影响后续矿石产出情况及达产周期。对国际矿企旗下大型矿山项目而言，前期投入多以十亿元为单位，项目进度滞后或建设成果未达预期不仅推迟矿山现金流出，还需承担巨额财务成本，因此大型矿企对矿山建设服务商筛选严苛、谨慎。

图表 17: 一般大型矿山项目前期投资金额巨大, 回款周期久



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所整理

**四重维度看待矿山建设实力, 需求导向下大型项目具备高壁垒。**从矿山建设至矿石长期稳定产出, 我们认为矿服供应商实力直接展现于以下四维度: 安全性、效率性、成本水平、确定性。考虑到矿山建设对投产期、长期开采成本、营运效率等方面具有显著影响, 矿企对服务商建设费更具忍耐度, 高标准需求导向驱使产业供需分层以及高标准服务品质收获溢价渠道。

图表 18: 四重维度论述矿建服务质量与考核点



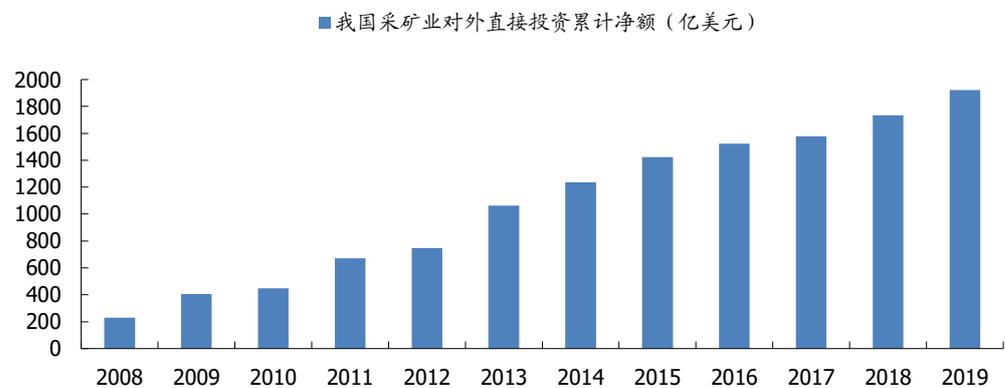
资料来源: 《关于井下矿山建设智慧矿山的思考》, 国盛证券研究所整理

### 2.3 市场国际化与业务一体化并行, 地下矿区与数字化开采渐成风向

矿山开采海外投资已成风向，新矿占比提升下一体化运营模式为产业趋势。我国矿山总体资源储量丰富，但在铜、铝等大宗工业金属存在明显供应不足问题，且矿体综合品位与矿脉面积较海外优质矿山存在明显差距。“十二五”以来国家倡导“一带一路”战略，将资源优势国家向经济优势转变，海外矿山资源反哺国内需求。近年来，中国采矿业对外直接投资累计净额持续增长，规模不断提升，为国内矿服企业走出国内提供良好土壤。与此同时，随着海外新一批规模化矿山项目落地项目，更利于建设期工序环节平稳过渡的一体化业务数量提升，也为矿服公司带来广阔高端市场。

- ✓ **传统业务模式：**主要以小型矿山劳务分包服务模式运营，一般以包工序（包运矿、包凿岩、包安装等）、包区段、包清工等形式运作，市场门槛较低，价格成本敏感，目前国内竞争较为激烈；
- ✓ **一体化业务模式：**一般采用设计—建设—采矿运营等业务一揽子承包模式或先工程建设再接续采矿运营管理的服务模式，可降低产业链各环节转换成本支出，实现工序环节间更经济、平稳过渡。一体化业务模式对承包商提出更高专业技术要求和更完善产业链搭建，同时也提供更多自主创新空间。目前国内外中大型矿山多采用一体化模式。

图表 19: 中国采矿业对外投资规模呈逐年递增态势



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所整理

随着人力成本不断提升与开采效率标准升高，矿山运营模式正朝着智慧化矿山发展。智慧矿山以矿山数字化、信息化为基础前提，对矿山生产、安全、技术支持与后勤保障等进行主动感知、自动分析和快速处理，进而实现安全高效、井下无人运营模式。矿山运营也从单纯劳动密集型转化为技术密集型产业。对于矿服企业，智慧化矿山建设在工程标准化、机械化、信息化以及远程操控方面提出集成式要求，综合实力与技术积累为竞争核心。

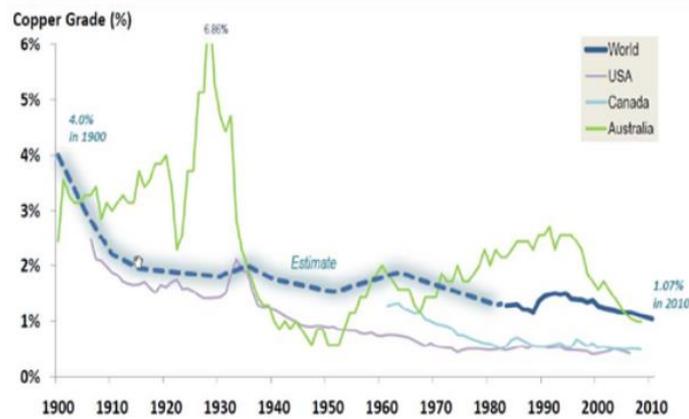
图表 20: 不同工业阶段矿山发展特点与技术水平

矿山发展阶段	工业化	矿山地测采技术	井下通信
传统矿山	工业 1.0 蒸汽机时代	根据矿体露头找矿; 光学仪器测量角度, 手工记录数据, 皮尺测量距离, 手工制图; 矿山开采基本属于露天, 采矿多为手工劳动。	人工哨子
规模矿山	工业 2.0 电力时代	采用钻孔勘探深部矿体; 自动记录数据并可自动校检数据的测量仪器, 使用平面制图软件; 针对矿山开采的设备开始应用于矿山。	对讲机或固定电话设备
数字矿山	工业 3.0 自动化时代	物探技术已经成熟, 使用矿产品光谱分析仪器, 基于大量数据分析预测找矿技术得到应用; 测量仪器高精度多样化且具有对数据自动分析功能, 三维制图软件使用, 建立矿山数字化信息管理系统; 矿山开采全面实现机械化。	3G 或矿山独立基站
感知矿山	工业 3.0 自动化时代	基于大量数据分析的预测找矿技术成熟, 地质勘探开始探索深部找矿技术; 测量仪器高精度多样化且对数据自动分析功能成熟, 三维制图成熟, 虚拟矿山技术成熟; 矿山开采自动化设备开始使用;	4G 网络
智慧矿山	工业 4.0 智能制造时代	地质探矿深度增加; 无人自动测量成图技术应用, 三维制图+人工干预下自动设计成图技术实现; 远程遥控和自动化采矿设备应用, 进一步实现智能采矿、无人采矿。	4G+网络

资料来源: 《关于井下矿山建设智慧矿山的思考》, 国盛证券研究所

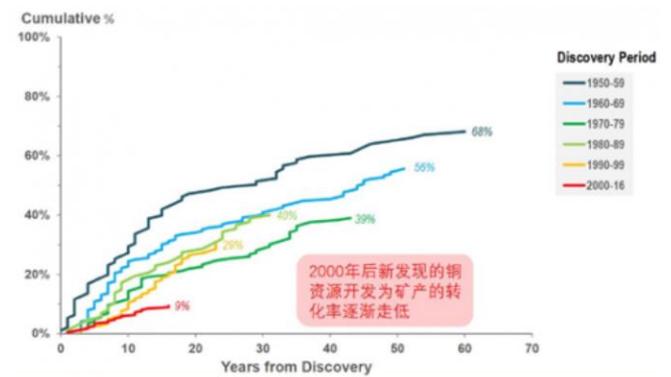
**全球露天及浅层地下矿品位持续降低, 超深埋地下矿成为后续矿山开采趋势。**随着全球露天矿持续开采, 高品位矿源与地表待勘探大型矿脉逐渐消失, 未来核心矿山开采走向地下超深埋矿种。深埋矿山除了搭建于智能化矿山特性外, 还具有地质环境复杂、高温高压环境、作业量庞大、安全风险加剧等特点, 对企业在技术支持与标准化运营上树立更高要求。

图表 21: 以铜矿为例全球矿山品位下移, 开采难度加大



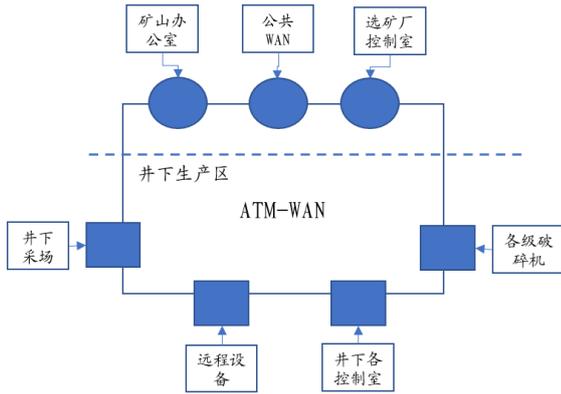
资料来源: 中国报告网, 国盛证券研究所

图表 22: 全球铜资源转化率逐年走低证明矿山建设周期延长



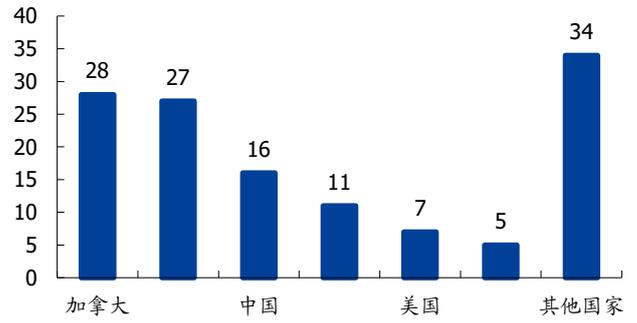
资料来源: MinEx Consulting, 中国报告网, 国盛证券研究所

图表 23: 以芬兰 Kemi 矿为例展现井下信息化建设架构



资料来源:《谦比希铜矿数字信息化集成管理系统建设》, 国盛证券研究所

图表 24: 各国采深一千米以上金属矿山数量情况

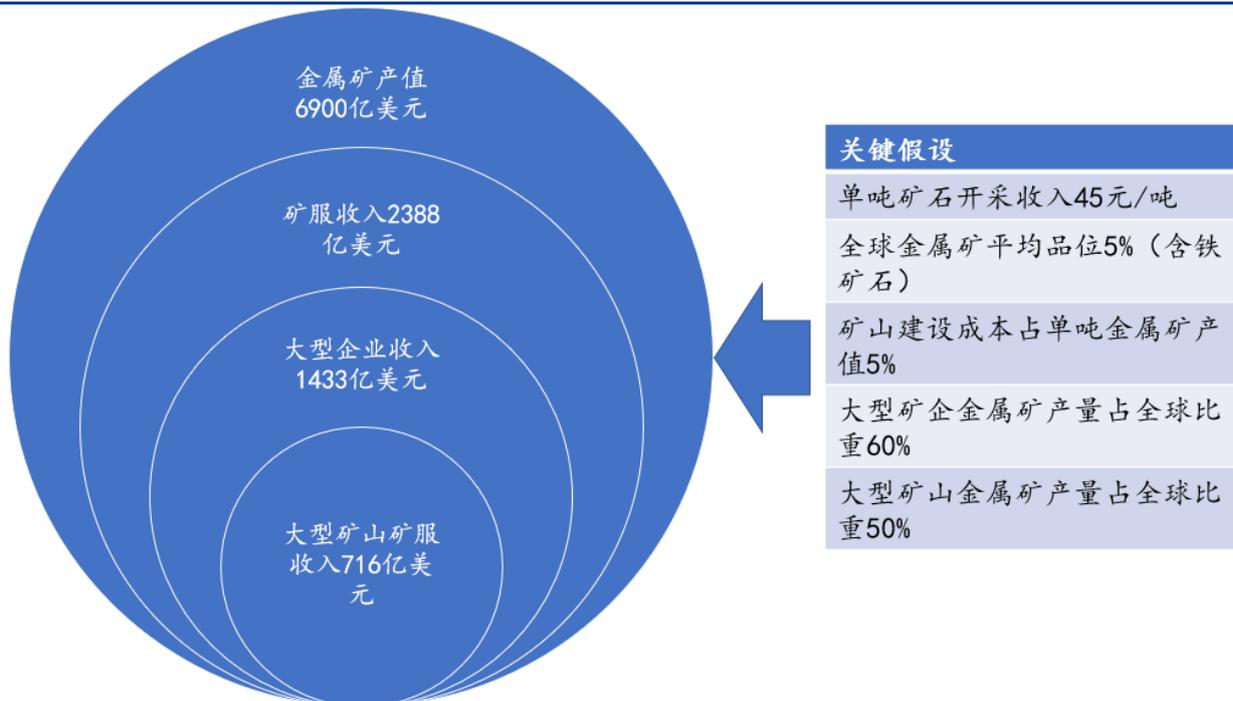


资料来源: 矿业汇, 国盛证券研究所

## 2.4 产业空间规模: 全球市场广阔, 壁垒深厚

全球对标大型矿企大型矿山金属矿矿服市场规模约 716 亿美元。根据《全球矿业发展报告 2019》显示, 2018 年全球矿产资源总产量 227 亿吨, 其中金属矿占比 7%, 对应 15.89 亿吨。全球金属矿总产值 6900 亿美元, 则单吨金属产值约 434.2 美元。金诚信年报数据显 示, 平均每吨矿山开采收入约 75 元, 考虑到露天/浅层矿开采成本偏低, 合理假设 全球平均单吨矿石开采成本为 45 元/吨, 5% 平均资源品位下单吨金属开采成本为 900 元/吨。假设矿山建设成本占单吨金属矿产值 5%, 则全球金属矿矿服收入约占总产值 35%, 对应市场空间 2388 亿元/年。此外, 按照金诚信公司大矿山、大客户定位原则, 分别假设全球 60% 金属矿开采来自大型矿企、50% 来自大型矿山估算, 则符合核心矿服 企业业务规模为 716 亿美元。

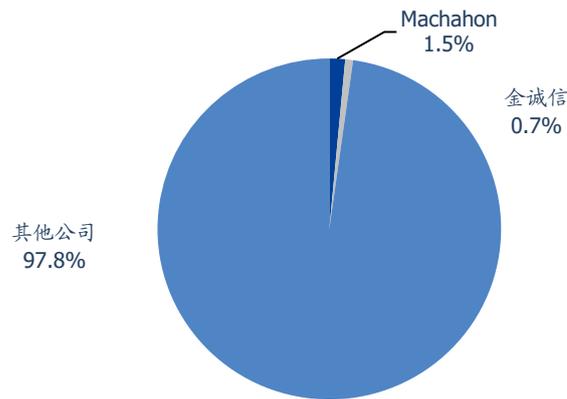
图表 25: 全球对标大型矿企下大型矿山金属矿矿服市场规模约 716 亿美元



资料来源:《全球矿业发展报告 2019》, 公司公告, 国盛证券研究所测算

国内外产业集中度较低，行业具备龙头化发展基础。以 2019 年数据为基准，金诚信营收规模为 34.3 亿元，仅约为全球市场规模 0.7%，公司海外核心竞争者 Machahon 为全球矿服龙头之一，收入规模 13.8 亿澳元（澳洲 2020 财年），约占全球市场规模 1.5%。Redpath、ByrneCut 等其他全球龙头没有公开数据查询，但考虑相关企业运营矿山数量规模，收入规模上应暂未出现市占率在 2.5% 以上企业。由于全球大型矿企对矿山开采运营要求提升，机械化、自动化运营模式为矿服企业开拓业务边界，矿服市场预计将向龙头集中化趋势发展。

图表 26: 全球矿服产业格局较为分散



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所测算

### 3. 体系化团队+精耕细作模式，海外业务渐入佳境

#### 3.1 研发与制造实力出众，夯实业务承接能力

公司具备业内领先矿山施工技术与研发能力，专业化技术团队与工程经验为高品质矿建服务背书。公司历经 30 余年国内外中大型矿山建设项目，累计各类地下矿作业环境施工经验，以解决实际矿建过程中突发难题及效率提升为出发点，总结四项国家级工法，海外两大矿山工程荣获境外工程鲁班奖，公司在施工经验积累下逐渐总结矿建综合方法论，形成以安全为基本高效作业模式。此外，公司先后组建金诚信研究院、设计院、膏体充填实验室、博士后科研工作站，对接矿山设计研究业务，并于 2019 年作为负责人单位承担“金属矿深竖井高效掘进与成井关键技术及装备”国家十三五重大专项课题。

图表 27: 公司研发水平与施工技术业内领先

科研技术优势	核心内容	综合体现
施工技术	大立方涌水、高温、流沙层等地质条件施工经验	为多家客户提供设计有望建议等增值服务，赞比亚谦比希铜矿西矿体开拓基建工程、老挝东泰钾盐验证工程荣获境外工程鲁班奖，完成国内 <b>1526 米最深竖井工程</b> ；
技术成果	科学技术专家委员会与长期施工下方法论总结	<b>4 项国家级工法、11 项发明专利</b> ，参与 12 项国家或行业标准（规范）制定，作为负责人单位承担国家十三五重大专项课题；
充填技术	组建膏体充填实验室，创建尾砂、制备、输送、自控“四位一体”测试平台	承担 <b>100 余家</b> 企业业务交流工作，数十项委托试验任务；
科研组织	设立科技创新事业部，统筹金诚信研究院、设计院、膏体充填实验室、博士后科研工作站	已成为国内领先非煤矿山设计、研究、资讯机构；

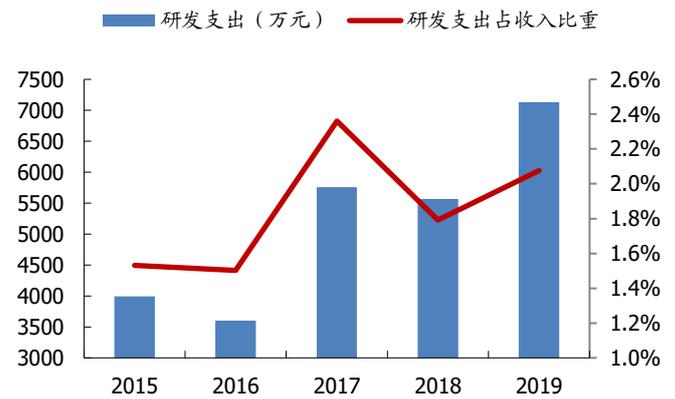
资料来源：公司公告，公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 28: 金诚信技术人员数量变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 29: 金诚信研发支出金额变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 3.2 围绕矿山产业链构建五大协同板块，纵深互补完善服务水平

公司为完善矿服一体化业务体系，构建矿山工程建设和采矿运营服务、矿山智能设备制造、矿山科技创新、矿山资源开发及矿山产品贸易“五大板块”。“五大板块”在业务模式上相辅相生，紧扣国内外大型矿山安全、高效、确定性、降成本核心需求，在充分调动公司内生平台实力与上下游协同效应，并拓展新业务增长点，实现板块间价值兑现。

图表 30: 金诚信“五大板块”间协同效应与未来规划

五大板块	业务间协同效果	未来经营规划
矿建服务	为资源开发创造有利条件与业务边界	推进内部机制和考核体系创新，全面构建信息化管理平台，提升作业效率
矿山智能设备制造	以智能设备为引，提升作业过程中设备管理、操作、维修、保养水平	以市场开发为着力点，拓宽分销渠道，重点型号产品实现突破
矿山科技创新	为矿建服务与资源开发提供技术支持	继续以外部市场开发为导向，提升独立经营能力
矿山资源开发	为矿建服务进一步开拓市场，带来杠杆效应	坚持实施“小步快走”战略与“资源+服务”协同战略，重点在并购优质中性矿产资源，以稀贵金属、铜、磷为主，推进现有三座参控股矿山进度
矿山产品贸易	通过集中采购模式为其他业务板块实现成本节约	做好赞比亚、刚果(金)仓储规划，重点开拓刚果(金)市场

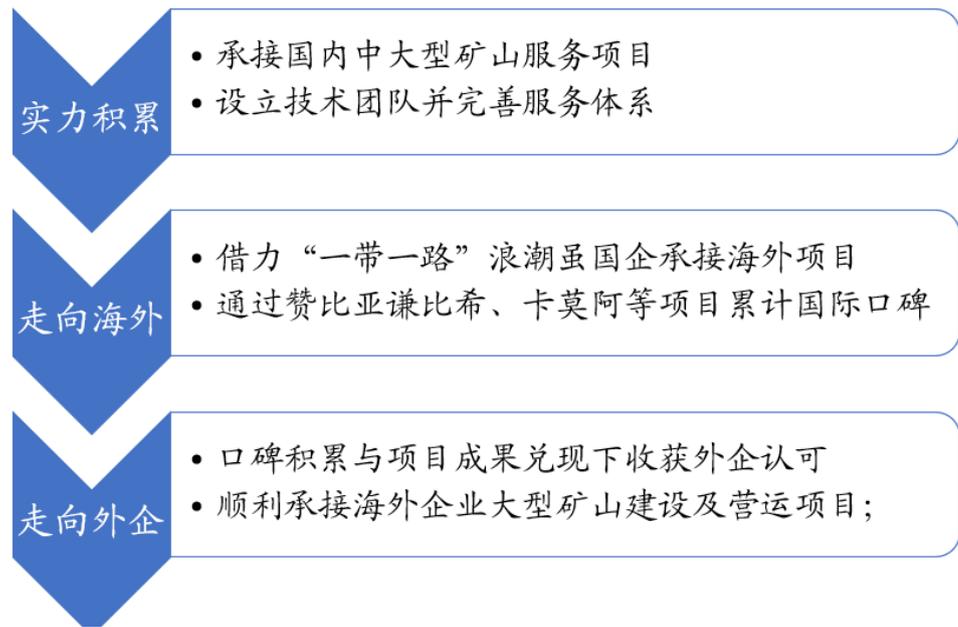
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 产业扩张与市场反身性，口碑积累下进军海外客户体系

如前文所述，矿山建设与开采环节一定程度上决定矿山实际产出时间与回款周期，重资产与高投入导致中大型矿企对矿服承办商产生严苛筛选，其中关键参考习惯为公司历史大型项目，而中大型矿建项目往往需要 3-5 年建设期，导致认证周期较长。**正式承包矿服业务后，由于矿企更换服务商沉没成本高、涉及工期推迟，因此矿山服务行业客户粘性极高，单一中大型矿山服务周期常在 5 年以上，为矿服企业提供长期业务来源。**

**依托海外大型矿山开发绩效积累国际信誉，未来有望开启海外龙头市场。**公司首先依托国内矿企海外矿山收储带来业务增量，率先切入赞比亚谦比希项目并逐步积累海外营运经验，经历多年施工经验积累与国内口碑后顺利承接世界第三大铜矿刚果(金)卡莫阿-卡库拉矿山开发服务，实现切入海外大型项目。**在卡莫阿铜矿项目上公司持续创新月度掘进记录，远超既定目标，成功展现“金诚信效率”，大项目树立国际口碑有望成为公司对接海外大型矿企敲门砖。**2019 年公司先后承接鲁班比铜矿、timok 铜金矿以及参股艾芬豪实控人旗下 Cordoba 铜金银矿，证明公司已顺利开拓开外客户资源。

图表 31: 金诚信开拓海外客户与中大型项目“三步走”逻辑



资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理

图表 32: 截至 2020H1 公司在矿运营管理、矿山工程建设合同

序号	合同主体	工程类别	合同约定工期	合同金额	合同状态
1	云南迪庆有色金属有限责任公司	采矿运营管理	总合同期 8 年	约 188900 万元	正在履行
2	Konkola Coppez Mines pic	矿山工程建设及采矿运营管理	合同履行期限 5 年	约 50366 万美元	正在履行
3	临沂会宝岭铁矿有限公司	采矿运营管理	计划开工日期 2018 年 3 月 25 日， 工期总日历天数 1095 天	约 13696 万元	正在履行
4	中色卢安夏铜业有限公司	采矿运营管理	2018. 2.1-2020.12. 31	约 5000 万美元	正在履行
5	海南矿业股份有限公司	采矿运营管理	2018.9.1-2021.11 31	约 54220 万元	正在履行
6	云南睐宏铭铍股份有限公司	矿山工程建设	2018. 6.1-2023. 5. 29	约 17735 万元	正在履行
7	海南矿此股份有限公司	矿山工程建设	2018.12. 25-2021.12.24	约 14500 万元	正在履行
8	Lubanfce Copper Mine Limited	矿山工程建设	2019.4.1-2024. 3. 31	约 9498.81 万美元	正在履行
9	莱州汇金矿业投资公司	矿山工程建设	副井工程掘砌 720 日历天，进风井工程掘砌 520 日历天	约 20648.2 万元	正在履行
<b>10</b>	<b>Rakita Exploration doo Bor</b>	<b>矿山工程建设</b>	<b>2019. 7.1-2021. 7.1</b>	<b>约 25,277 万美元</b>	<b>正在履行</b>
11	西部矿业股份有限公司	采矿运营管理	2019.1.1-2021.12. 31	约为 42534 万元	正在履行
<b>12</b>	<b>Kamoa Copper SA</b>	<b>矿山工程建设</b>	<b>2019.3.21-2023.12.12</b>	<b>约 28794. 68 万美元</b>	<b>正在履行</b>
13	黑河银泰矿业开发有限责任公司	矿山工程建设及采矿运营管理	东安金矿井下采矿工程合同期 36 个月，东安金矿二期开拓及安装工程工期 15 个月	约为 25628 万元	正在履行
<b>14</b>	<b>中国瑞林工程技术股份有限</b>	<b>矿山工程建设</b>	<b>工期 45 个月</b>	<b>约 7340 万美元</b>	<b>正在履行</b>

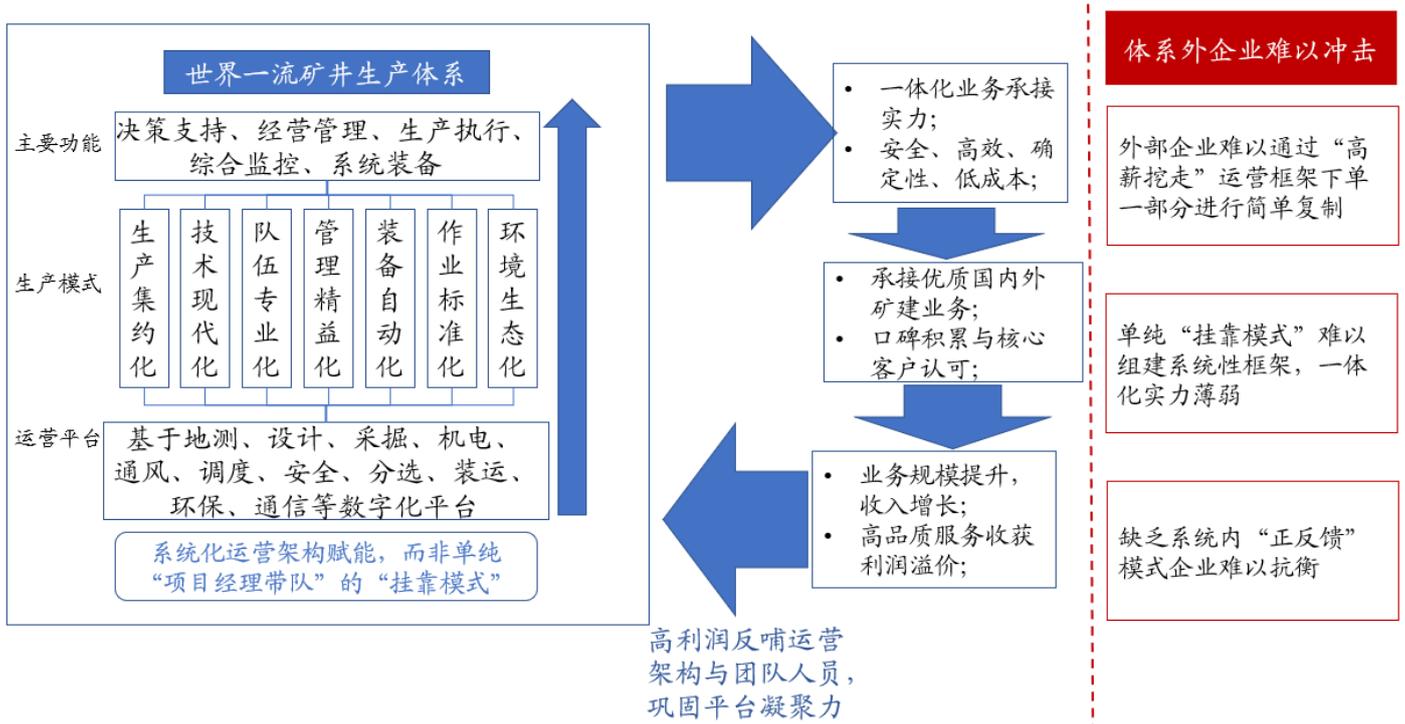
**公司非洲分公司**

15	中色(印尼)矿业有限公司	矿山工程建设	承包商保证在发包人签发工程开工报告后 21.5 个月内完成设施调试	约 5080 万美元	正在履行
16	Rakita Exploration doo Bor	矿山工程建设	2020 年 7 月 15 日至 2021 年 7 月 25 日	约 2044 万美元	正在履行
17	南北县博伦矿业开发有限责任公司	采矿运营管理	合同总工期 37 个月, 工期自 2019 年 11 月 25 日至 2022 年 12 月 31 日	约 39000 万元	正在履行
18	江西铜业集团银山矿业有限责任公司	采矿运营管理	以发包人批准的开工令时间为开始时间, 终止时间为 2022 年 12 月 31 日	约 12950 万元	正在履行
19	云南驰宏锌锗股份有限公司	采矿运营管理	计划开工日期 2020 年 1 月 26 日, 计划竣工日期 2021 年 12 月 31 日	约 6776.5 万元	正在履行
20	四川鑫源矿业有限公司	采矿运营管理	自 2020 年 1 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日截止, 3 年	约 40238 万元	正在履行
21	赤峰宇邦矿业	矿山工程建设	基建、斜井及坡道二期工程及采矿工程一标段基建工程施工合同	41725 万元	暂未确定最终开工日期
21	赤峰宇邦矿业	采矿运营管理	矿山工程承包合同	85075 万元	暂未确定最终开工日期

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**系统化营运架构+内生态循环, 护城河优势明显且难以短期复制。**公司多年组建结构化业务生态, 涵盖自技术研发至底层生产员工的全套体系架构, 通过行业标杆领导+优质团队+前沿化技术支持实现优质矿山服务质量+高效率产出品质+规范化作业模式+综合成本优化, 并在多年优质项目背书下对接高品质矿建项目, 利润反哺企业人员与研发规模, 实现公司与市场间正反馈循环。同时, 在这一模式下, 外部企业难以通过“高薪挖人”模式进行简单复制, 小型矿企“挂靠模式”无法实现内循环框架, 实际服务实力难与金诚信抗衡。

图表 33: 金诚信内循环运营模式难以短期复制, 核心壁垒深厚



资料来源: 《世界一流矿建建设的研究与实践》, 公司公告, 国盛证券研究所整理

### 3.4 业务增量瓶颈来自团队数量, 三重维度提升业绩规模

**核心团队数量限制可承接项目增速。**为确保承接项目施工质量, 公司并未施行项目统一承接与人员招聘扩增模式。对待项目, 公司以“大企业、大项目”为筛选标准, 优选高附加值矿种与较长服务年限矿山, 除部分井下作业采用外包模式外, 团队人员与经理层级采用内部培养模式, 进而导致公司存在可承接项目总数瓶颈。2015-2019 年公司承接项目数量维持在 31-35 个。

**公司通过三重途径延续业绩增速:**

- ✓ 优选国内外大型矿山项目, 通过项目体量提升收入规模, 公司单一项目收入规模呈现持续上升趋势;
- ✓ 单一矿山工程建设或采矿运营管理项目转变为工程运营+采矿模式, 发挥公司一体化业务优势, 实现单一项目更大规模收入水平;
- ✓ 矿山工程标准化、机械化、智能化方向改进, 提升单一员工业务贡献总量。

图表 34: 公司国内外项目数量及平均项目收入贡献

年份	2015	2016	2017	2018	2019
境内项目					
仅矿山工程建设(个)	15	16	9	7	8
平均收入(万元/年)	7,112	6,324	6,567	8,216	3,579
仅采矿运营管理(个)	6	7	5	5	4
平均收入(万元/年)	4,755	3,024	5,086	5,565	7,156
工程建设+运营(个)	8	8	12	14	14
平均收入(万元/年)	8,740	7,055	7,140	7,348	10,254
合计(个)	29	31	26	26	26
平均收入(万元/年)	<b>7,073</b>	<b>5,767</b>	<b>6,547</b>	<b>7,239</b>	<b>7,723</b>
境外项目					
仅矿山工程建设(个)	1	0	2	2	6
平均收入(万元/年)	6,190	0	3,288	14,917	10,386
仅采矿运营管理(个)	0	0	0	2	1
平均收入(万元/年)	0	0	0	2,104	10,700
工程建设+运营(个)	2	3	3	2	2
平均收入(万元/年)	24,667	19,224	21,211	41,986	31,134
合计(个)	3	3	5	6	9
平均收入(万元/年)	<b>18,508</b>	<b>19,224</b>	<b>14,042</b>	<b>19,669</b>	<b>15,032</b>
境内外项目					
仅矿山工程建设(个)	16	16	11	9	14
平均收入(万元/年)	7,054	6,324	5,971	9,705	6,496
仅采矿运营管理(个)	6	7	5	7	5
平均收入(万元/年)	4,755	3,024	5,086	4,576	7,864
工程建设+运营(个)	10	11	15	16	16
平均收入(万元/年)	11,926	10,374	9,954	11,678	12,864
合计(个)	32	34	31	32	35
平均收入(万元/年)	8,145	6,955	7,756	9,569	9,602

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 迈入“资源”行业, 开启业绩增量新篇章

### 4.1 收购贵州开磷优质磷矿, 正式开启“服务+资源”模式

公司于2019年5月通过公开竞价方式以2.91亿元取得贵州两岔河矿业开发公司90%股份, 收购公司旗下核心资产为贵州省开阳县洋水矿区两岔河矿段(南段)磷矿采矿权, 账面价值3.08亿元。

两岔河磷矿资源禀赋优异, 公司与开磷集团多年矿服合作下已具备多年磷矿开采经验, 矿山顺利投产后有望每年贡献约0.6亿元利润增量。两岔河磷矿地处国内最优质磷矿区域——开磷矿区, 矿山资源量2133万吨, 平均品位32.65%, 公司规划产能80万吨/

年，可开采年限超 15 年，总规划投资 6.8 亿元。公司预计 2023 年 11 月投产，2024 年底达产，达产后年均净利润有望达到 0.6 亿元，投资收益率 11.9%，税后投资回收期 9.22 年。项目整体回报客观，利润兑现确定性强。

图表 35: 两岔河资源量数据情况

资源量统计类别	331	332	333	合计
资源量 (万吨)	165.57	365.99	1601.85	2133.41
品位	33.67%	32.85%	32.25%	32.46%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 数据选取自 2018 年 12 月两岔河磷矿开采可研方案

图表 36: 两岔河磷矿建设与开采关键经济指标

指标名称	单位	数量	指标名称	单位	数量
矿山建设时间	年	3	总投资	万元	67700
矿山服务年限	年	8	销售收入	万元	26207
采出矿石	万吨	1553	经营成本	万元	12297
矿石品位	%	30.36	净利润	万元	5980
总投资收益率	%	11.94	项目投资回收期	年	8.42

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 数据选取自 2018 年 12 月两岔河磷矿开采可研方案

## 4.2 收购刚果金 Dikulushi 铜矿, 规划 2021 实现 1 万吨铜金属复产目标

**自有资金收购 Dikulushi 铜矿, 开启铜资源收储进程。**公司为进一步拓展业务链条, 加快海外业务发展步伐, 以自有资金购买刚果(金) Dikulushi 矿区下属两个矿业权及相关资产, 收购费用仅为 275 万美元。根据公告数据, 采矿权保有资源量为: 铜银矿石量 113.1 万吨, 铜平均品位 6.31%, 折合 7.14 万吨铜金属量; 银平均品位 145g/t, 折合 164 吨。其他相关资产包括矿业权开发相关尾矿库、办公室及各类车间、机械设备。

**公司规划 Dikulushi 铜矿 2021 年实现年产 1 万吨铜金属复产目标, 同时进行外围勘察工作, 争取新增 1-2 处资源潜力区。**整体看, 矿采矿权收购中包含采矿设备与基础设施, 综合成本较低, 可开采年限仅为 7 年但投入较低, 从公司多年铜矿山开采经验看, 投产后预计为公司提供客观正收益。

图表 37: Dikulushi 采矿权对应资源量数据

矿山名称	矿权编号	矿种	面积 (KM2)	矿床名称	矿石量(万吨)	铜资源量 (万吨)	银资源量(吨)
Dikulushi	PE606	铜银矿	40.77	Dikulushi	113.1	7.14	164
	PE13085	铜银矿	28	Kabusanje+Kazumbula	27.5	0.94	27.6

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4.3 参股哥伦比亚 Cordoba 铜金银矿, 与艾芬豪合作进一步升级

**公司参股哥伦比亚 Cordoba 铜金银矿 19.9% 股权, 并享有股权优先购买权。**根据公告, 公司于 2020 年 1 月已顺利认购完成加拿大 Cordoba 公司增发普通股, 持有目标公司股权 19.9%。Cordoba 公司旗下核心资产为哥伦比亚 San Matias 铜金银项目, 目前已处于

预可研阶段。Cordoba 公司控股股东为 HPX，实际控制人为加拿大艾芬豪矿业公司创始人罗伯特·弗里兰德，该投资本质是公司与卡莫阿项目大股东之一——艾芬豪合作关系进一步提升。

图表 38: Codoba 铜金银矿资源储量情况

资源类别	矿石量	铜品位	金品位	银品位	铜金属量	金金属量	银金属量
单位	百万吨	%	%	%	万吨	万盎司	万盎司
控制总量	114.3	0.45	0.26	2.42	51.83	94.29	888.72
推测总量	4.8	0.26	0.2	1.21	1.23	2.99	18.53

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

项目初步测算年均净利润约 **5600 万美元**。根据 CMC 公司披露项目投资初步测算结果，在铜价 3.24 美元/磅、金价 1400 美元/盎司、银价 17.75 美元/盎司下，项目预计税后净现值 2.11 亿美元，内部收益率 20.3%，折合年均净利润约 5600 万美元，公司享有净利润权益约 7500 万元/年。

#### 4.4 收购 Sabwe，铜资源量买入百万量级

公司以自有资金收购 Sky Pearl，再获得刚果（金）1 个铜矿采矿权及 7 个探矿权。根据公司公告，2021 年 2 月顺利以 3378 万美元 100% 收购 Sky Pearl，其旗下资产主要为刚果（金）地区 PE13093 采矿权与周边 7 个探矿权。根据 ERG 公司 2020 年资源估算资料，目前探明和控制铜金属资源量 72 万吨，品位 2.74%，原露采坑底部仍有铜金属 15 万吨，品位 3.29%。周边 7 个探矿权总面积超 900 平方千米，均位于中非铜矿带，具有优厚增储潜力。该矿为公司“小步快走”的最新步伐，为公司铜金属储量抬升至百万吨量级。

图表 39: Sabwe 旗下 1 个铜矿及 7 个探矿权资源储量情况

矿权编号	矿种	位置	采矿面积 (km <sup>2</sup> )	矿石量 (万吨)	铜资源品位 (%)	铜资源量 (万吨)
		中非铜矿带	-	2633	2.74	72
PE13093	铜矿	原露采坑底部 保安矿柱	-	456	3.29	15
7 个探矿权	铜矿	中非铜矿带	大于 900	-	-	-

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

#### 4.5 战略收储与成本把控兼顾，稳扎稳打推进“资源+服务”开发模式

从公司当前三次资源投资模式与资源禀赋上看，公司坚持以“小步快走”和“服务+资源”协同模式进行资源开发。三处资源体量规模偏小，投入成本与开采建设更为灵活，与公司整体资产水平较为契合。同时，三处资源具有“服务+资源”开发建设基础，形成公司业务上协同效应，以矿山建设优势提升资源变现实力，各处项目具有较为理想投资回报率及投资回收期，为公司利润增长提供较高确定性。

我们认为，公司未来间延续“小步快走”模式，在现有资源项目上逐步提升新收购项目体量，兼顾矿山成本与投资周期，并以“服务+资源”放宽可选项目边界，看好公司业务协同效应与未来资源板块带来业绩释放。

图表 40: 公司“小步快走”模式下资源收储量持续提升

铜资源量 (权益, 万吨)	银资源量 (权益, 吨)	磷资源量 (权益, 万吨)
105	369	1920

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测假设

#### 营业收入

**1) 采矿运营管理与矿山工程建设:** 作为公司核心主营, 在打开海外市场背景下, 公司有望凭借业内口碑与矿建项目背书, 顺利打入海外龙头矿企市场。此外, 公司已发布公告详细披露可转债后续投资额, 我们通过可转债项与非可转债项分拆进行业务增速分析对比, 预计采矿运营管理业务 2020-2022 年收入增速分别为 9.4%、27.1%和 11.4%; 矿山工程建设业务收入增速分别为 15.3%、21.6%和 13.9%。

**2) 资源板块:** 公司旗下现有参控股资源项目四个, 根据公司披露公告对各项目后续盈利规划, 我们谨慎假设公司未来 5 年暂无其他项目投产落地, 2020-2022 年收入体量分别为 0、0、5.3 亿元。

#### 毛利率

**采矿运营管理与矿山工程建设:** 国内市场对采矿运营管理及矿山工程建设一般采用行业标准定价上浮利润率模式, 海外企业采用市场定价与协商模式, 海外业务毛利率水平整体略高于国内矿服业务。考虑到公司未来趋势上海外业务占比将继续提升, 但短期国内新签订单规模略有提升, 因此我们谨慎预计 2020-2022 年采矿运营管理业务毛利率维持在 22-23.5%水平, 矿山工程建设毛利率分别为 29.8%、30.3%和 30.8%。

#### 期间费用率

**销售费用率:** 公司销售费用主要用于支付职工薪酬。当前公司积极对接海外大型矿山矿企, 销售费用率与当期业务规模呈正向关系, 我们预计销售费用率将维持 0.3%水平;

**管理费用率:** 公司日常费用主要集中在管理费用, 其中主要为职工薪酬。管理职工人数与公司在营矿山数量基本呈正比关系, 而随着公司对接海外大型矿山数量比重上升, 单一矿山贡献收入体量增加, 销售费用率有望缓慢降低。我们预计 2020-2022 年管理费用率分别为 8.3/8.2/8.1%。

**研发费用率:** 公司研发费用主要投入于地下矿建设备研发、施工工法研究等方面, 预计未来三年研发费用率仍维持在 2%水平。

**财务费用率:** 公司对接海外大型项目时需提前投入资金采购建设设备, 考虑到公司目前在对接新前期投入已通过公开市场融资形式解决, 债务水平预计不会进一步增加, 财务费用率维持平稳。

图表 41: 公司分业务盈利预测 (亿元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>采矿运营管理</b>					
营业收入	15.3	17.3	19.0	24.4	27.2
YOY%	33.0	13.4	9.4	27.1	11.4
营业成本	12.0	13.3	14.8	18.7	20.8
营业毛利	3.3	4.0	4.2	5.7	6.4
毛利率 (%)	21.5	23.3	22.0	23.5	23.5
<b>矿山工程建设</b>					
营业收入	15.3	16.2	18.7	22.7	25.8
YOY%	21.7	6.0	15.3	21.6	13.9
营业成本	10.8	11.1	13.1	15.8	17.9
营业毛利	3.3	4.0	5.6	6.9	8.0
毛利率 (%)	29.5	31.2	29.8	30.3	30.8
<b>资源板块</b>					
营业收入	-	-	0.0	0.0	5.3
YOY%	-	-	-	-	-
营业成本	-	-	0.0	0.0	2.0
营业毛利	-	-	0.0	0.0	3.3
毛利率 (%)	-	-	-	0.0	62.3
<b>矿山工程设计与咨询及其他收入</b>					
营业收入	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
YOY%	0.8	0.3	0.5	0.2	0.2
营业成本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
营业毛利	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
毛利率 (%)	44.4	33.3	40.0	40.0	40.0
<b>其他业务</b>					
营业收入	0.4	0.7	0.8	0.9	0.9
营业成本	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
营业毛利	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>期间费用</b>					
销售费用率 (%)	0.29	0.34	0.30	0.30	0.30
管理费用率 (%)	8.19	8.44	8.30	8.20	8.10
研发费用率 (%)	1.79	2.08	1.93	2.01	1.97
合计 (%)	10.27	10.86	10.53	10.51	10.37

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

## 5.2 投资建议

矿服行业竞争格局分层化明显, 小型矿山服务市场主要以业务挂靠或承包为主, 市场壁垒较低, 竞争激烈。中大型矿山对矿服企业存在明显高标准要求, 企业需经历多年服务

积累与市场口碑才能进入，产业壁垒深厚。公司是国内矿服行业龙头，与国内主要核心矿企均有服务合作，内生态系统完善巩固自身在一体化服务上绝对地位。同时，公司经历近 20 年海外矿山市场积累，逐渐收获外企认可，外部矿山项目陆续落地，业务规模有望持续稳健增长。此外，公司 2019 年开启“服务+资源”战略模式，整体业绩提升渠道。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.79、5.18、7.94 亿元，对应 PE 分别为 22.7、16.6、10.8 倍。

考虑到公司为目前市场唯一上市非煤矿山服务企业，我们选取涉及井下作业与油气开发企业作为可比公司。我们认为，公司所处行业位置稳固，未来业绩增长稳定且确定性强，横向比较看公司估值水平低于可比公司，未来“资源+服务”双轮驱动下公司股价具备迎接“戴维斯双击”潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 42: 可比公司估值表

代码	简称	股价				EPS		PE	
		20210326	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
002683.SZ	宏大爆破	30.57	0.54	0.76	1.07	56.6	40.2	28.6	
601808.SH	中海油服	14.99	0.57	0.73	0.94	26.3	20.5	15.9	
002738.SZ	中矿资源	22.49	0.57	1.05	1.42	39.5	21.4	15.8	
002353.SZ	杰瑞股份	35.69	1.77	2.12	2.55	20.2	16.8	14.0	
平均值						35.6	24.8	18.6	
603979.SH	金诚信	14.74	0.65	0.89	1.36	22.7	16.6	10.8	

资料来源: Wind 一致预期, 国盛证券研究所预测

注: 可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

## 风险提示

### 全球宏观经济波动风险

金属工业品消费需求受全球宏观经济波动影响，金属价格与市场供需关系及未来消费预期变动影响。矿山服务企业收入水平不直接受金属品价格影响，但金属价格下跌可能导致矿山企业减少当期矿石开采活动，进而一定程度上对公司业绩造成负面影响。

### 应收账款风险

近三年年末，公司应收账款账面价值分别为 24.39/25.63/19.81 亿元，占近三年营业收入比例分别为 99.96%、82.55%、57.69%。尽管近三年应收账款绝对值持续下降，但与收入比值仍处较高位置，公司面临一定的应收账款余额较大风险。

### 矿山开发服务突发安全风险

公司所属矿山开发服务行业存在固有高危性。因工程及水文地质条件复杂，工作人员可能会受到冒顶片帮、透水等自然灾害潜在威胁，安全风险相对较高。一旦公司服务矿山发生重大安全施工，可能会影响公司正常运营及市场口碑，进而恶化公司业绩。

### 海外市场开拓不确定性风险

公司近三年海外收入占比分别为 28.8%、38.0%、39.4%，比例呈现逐年抬升趋势，海外市场为公司未来业绩增长主要来源。由于全球经济形势不确定性增加，汇率变动、业务所在地整治、经济和文化等因素加大了海外业务风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com