

2021年08月29日

矿山服务+资源开发双轮驱动，价值或迎重估

金诚信(603979)

评级:	买入	股票代码:	603979
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	23.67/10.31
目标价格:	31.28	总市值(亿)	137.98
最新收盘价:	23.33	自由流通市值(亿)	137.98
		自由流通股数(百万)	591.44

▶**事件。**公司公布中报。2021H1，公司实现收入 21.4 亿元，同比增长 19.93%，归母净利润 2.4 亿元，同比增长 21.15%。

▶**矿山服务业务粘性高，海外扩张带动成长性日益展现。**根据公司公告，2021H1 公司新签卡莫阿铜矿卡库拉井下开拓工程、谦比希铜矿东南矿体采矿掘进工程、普朗铜矿采选工程等多个项目；同时，截止 2020 年底，公司主营在建项目金额 37 亿元以上，且在手订单较为充足，因此尽管海外项目收到一定疫情影响，公司 2021H1 收入仍同比增长接近 20%。由于矿山服务涉及技术复杂、产业链长，同时如果施工不利或者中途更换服务商，都会造成至少半年以上停产（矿企业主损失很大），因此行业壁垒和客户粘性都较高，在公司 2021H1 新签订单中，卡莫阿铜矿、谦比希铜矿、普朗铜矿等大型项目合同均为矿体生命周期内续签或扩充签约（负责标段、矿区数增加），体现公司竞争力。同时，2021H1，公司新签多个海外项目，而海外矿企规模及资本开支大于国内矿企，发展空间更广，预计未来公司矿服业务将呈现“强成长、弱周期”的特点。

▶**自有矿山业务加速发展，服务+资源双轮驱动打开天花板。**公司先后并购了刚果 Dikulushi 铜银矿（项目资源量约为 8 万吨铜、192 吨白银）和刚果（Lonshi）铜矿（采矿权资源量约为 87 万吨铜，平均品位 2.82%），根据公司年报，Dikulushi 矿预计 2021 年底投产（预计年产量 1 万吨铜当量），Lonshi 矿预计 2023 年底投产。我们按照不含税 4.9 万元/吨的铜精矿价格测算（目前国内价格 5.2-5.5 万元/吨），投产后，两个矿预计分别能够贡献净利润 2/6 亿元左右，从而大幅增厚公司整体利润，因此我们认为公司服务+资源双轮驱动下，成长天花板将进一步打开。此外，由于公司本身主业为矿山服务，对矿山设计开发流程十分熟悉，因此我们看好公司自有矿山有成本优势，进一步增强公司确定性。此外，公司还参股 Cordoba Mines 公司，从而参股其哥伦比亚铜金矿项目，未来预计获得一定收益。

▶**优质磷矿资源或迎价值重估。**公司 2019 年已获得贵州两岔河磷矿 90% 股权，该磷矿资源量 2100 余万吨，品位 32.65%，是国内极为稀缺及优质的磷矿，根据半年报披露，该磷矿计划于年底前开工建设，2024 年投产。按照 30 年开采周期，估算年产量 80 万吨，在 420-430 元/吨价格（目前市场 32% 以上品位磷矿价格 500 元/吨以上）预计每年可以贡献净利润 1.5-2 亿元。由于新能源及农业化肥等需求预计稳定增长，我们认为长期而言磷矿需求将上升，且优质的磷矿资源未来将进行价值重估，进一步提升公司内在价值。展望未来，我们不排除公司与开磷集团进一步合作，提升公司在高品质磷资源的布局范围。

投资建议

考虑到 2021 年海外疫情仍对经济有一定影响，小幅下调 2021 年收入预测 1.1% 至 47.91 亿元，同时下调费用率假设，提升 2021 年归母净利润预测 6.2% 至 5.03 亿元。考虑到 2022 年公司自有矿山业务将投产，公司在原有主业上新增资源开发业务，上调 2022 年收入预测 11.1% 至 64.41 亿元、上调归母净利润预测 40.7% 至 8.24 亿元。根据我们的利润拆分，2022 年公司矿山服务/自有矿山分别贡献净利润 6.2/2.0 亿元左右。我们认为由于矿山服务行业高粘性高壁垒，估值应高于一般建筑、咨询企业，给予 25x PE 估值，而目前矿业公司紫金矿业、江西铜业估值 15-20x 2022E PE，因此给予公司自有矿山业务 15x PE 估值，对应总市值 185 亿元，调整目标价至 31.28 元（原：16.20 元），维持买入评级。

风险提示

疫情影响海外开工需求，金属价格下降，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3433.96	3863.45	4791.31	6440.73	7890.51
YoY (%)	10.59%	12.51%	24.02%	34.43%	22.51%
归母净利润(百万元)	309.57	365.28	502.87	824.08	1008.72
YoY (%)	6.22%	18.00%	37.67%	63.87%	22.41%
毛利率 (%)	27.39%	28.16%	28.20%	30.59%	30.18%
每股收益 (元)	0.52	0.62	0.85	1.39	1.71
ROE	7.26%	7.70%	9.59%	13.82%	14.74%
市盈率	44.57	37.77	27.44	16.74	13.68

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

分析师: 郁暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3863.45	4791.31	6440.73	7890.51	净利润	358.26	493.21	808.25	989.34
YoY (%)	12.51%	24.02%	34.43%	22.51%	折旧和摊销	252.32	151.58	156.06	165.90
营业成本	2775.54	3440.02	4470.62	5508.88	营运资金变动	-354.70	-98.30	-766.86	-666.69
营业税金及附加	16.33	20.25	27.22	33.34	经营活动现金流	459.95	639.71	290.66	581.77
销售费用	15.60	19.34	26.00	31.86	资本开支	-360.10	-249.66	-249.66	-249.66
管理费用	289.30	358.78	482.29	590.85	投资	-90.28	0.00	0.00	0.00
财务费用	89.79	87.10	88.13	88.71	投资活动现金流	-447.28	-249.66	-249.66	-249.66
资产减值损失	-4.04	-4.04	-4.04	-4.04	股权募资	991.52	8.03	0.00	0.00
投资收益	-32.48	0.00	0.00	0.00	债务募资	75.12	0.00	0.00	0.00
营业利润	503.85	685.78	1124.04	1375.97	筹资活动现金流	995.07	-854.75	-201.79	-225.13
营业外收支	-5.46	0.34	0.34	0.34	现金净流量	1007.75	-464.70	-160.78	106.98
利润总额	498.39	686.12	1124.38	1376.31	主要财务指标				
所得税	140.13	192.91	316.14	386.97	成长能力 (%)				
净利润	358.26	493.21	808.25	989.34	营业收入增长率	12.51%	24.02%	34.43%	22.51%
归属于母公司净利润	365.28	502.87	824.08	1008.72	净利润增长率	18.00%	37.67%	63.87%	22.41%
YoY (%)	18.00%	37.67%	63.87%	22.41%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.62	0.85	1.39	1.71	毛利率	28.16%	28.20%	30.59%	30.18%
资产负债表 (百万元)					净利率率	9.27%	10.29%	12.55%	12.54%
货币资金	2077.20	1612.50	1451.71	1558.70	总资产收益率 ROA	4.52%	6.32%	9.12%	9.82%
预付款项	34.72	34.72	34.72	34.72	净资产收益率 ROE	7.70%	9.59%	13.82%	14.74%
存货	658.30	815.90	1060.34	1306.60	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3102.61	3186.85	4083.22	4871.10	流动比率	2.75	2.48	2.50	2.57
流动资产合计	5872.84	5649.97	6630.00	7771.12	速动比率	2.43	2.11	2.09	2.13
长期股权投资	48.33	48.33	48.33	48.33	现金比率	0.97	0.71	0.55	0.52
固定资产	1363.45	1236.20	1222.04	1256.82	资产负债率	40.33%	33.25%	33.42%	33.00%
无形资产	420.42	410.95	401.47	392.00	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2207.76	2310.22	2408.20	2496.34	总资产周转率	0.54	0.60	0.76	0.82
资产合计	8080.60	7960.19	9038.20	10267.45	每股指标 (元)				
短期借款	608.57	608.57	608.57	608.57	每股收益	0.62	0.85	1.39	1.71
应付账款及票据	871.70	1032.41	1281.68	1532.79	每股净资产	8.02	8.87	10.08	11.57
其他流动负债	655.66	638.49	763.18	879.51	每股经营现金流	0.78	1.08	0.49	0.98
流动负债合计	2135.93	2279.47	2653.42	3020.87	每股股利	1.15	0.11	0.18	0.22
长期借款	221.29	221.29	221.29	221.29	估值分析				
其他长期负债	901.61	146.14	146.14	146.14	PE	37.77	27.44	16.74	13.68
非流动负债合计	1122.90	367.43	367.43	367.43	PB	1.55	2.63	2.31	2.02
负债合计	3258.83	2646.90	3020.85	3388.30					
股本	583.41	591.44	591.44	591.44					
少数股东权益	79.05	69.39	53.56	34.19					
股东权益合计	4821.77	5313.29	6017.35	6879.16					
负债和股东权益合计	8080.60	7960.19	9038.20	10267.45					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究员。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。