

金诚信（603979）：磷化工崛起将推动公司资源弹性释放，公司成长路径已现结构性升级

2021年09月04日

推荐/维持

金诚信 公司报告

投资要点：

- 在6月14日及8月18日两篇报告中，我们对金诚信分别做了详细的深度梳理及分析。而在当前时点上，我们认为有必要提示市场，金诚信的成长路径已经出现结构性的升级优化，这家公司或许值得被重新认知梳理，因公司成长路径的结构性升级会带来成长性的配置机会。
- 作为国内非煤地下固体矿山开采产业链一体化龙头企业，公司核心成长逻辑主要基于两点。其一是**公司主营矿服业务维持稳定且有效增长，这为公司成长性提供安全边际**；其二是**公司矿山资源的有效注入及矿产产量的释放，这有助推动公司成长弹性的释放**。此外，公司**极高品质磷矿及铜矿资源的存在**，**新能源行业上游矿端资源注入**则有助公司**成长逻辑进一步优化**。从各角度考虑，我们认为公司或已逐步进入戴维斯双击阶段。
- 主营矿服业务稳定增长，公司具有强成长安全边际**。公司矿服业务包括矿山工程建设及采矿运营管理，该业务具有明确的订单有效性及抗周期波动性。矿服业务的强订单有效性源于矿业资本开支通常为长周期类资本项目，合同期限为五年或更久。从合同签订到矿体项目的试产至达产，矿服项目具有强预见性（合同周期）、强收入增长性（试产至达产合同金额相应增加）、强执行度（合同款项有效支付）及强粘性（合同续签概率高）。根据公司当前已披露的日常经营承包合同，我们预计未来三年该业务板块会稳定维持年均20%以上增速。
- 公司矿服业务具有抗大宗价格波动特点，有助强化公司成长属性**。矿开采行业的资本支出滞后于金属价格平均约1.5年，而近两年金属价格系统性高企将带动全球矿业资本开支规模进入再扩张阶段，即公司所处的采矿行业将进入结构性扩张时期。考虑到公司海外业务占比持续攀升所带来的行业市占率提升，公司自身主营业务成长属性有持续强化的逻辑。此外，从公司21H1已公布的采矿及掘进量观察，已分别实现5.98%及22.3%的增长，而从公司2017-2020年采供矿量及掘进总量年均增速观察，分别达到28.2%及3.6%（该阶段伦敦铜定价分别上行覆盖4400-10700美元/吨，美黄金定价分别上下覆盖1150-2080美元/盎司），反映在商品价格波动周期下公司主营业务稳定增长的特点，同时历史数据的均值增长水平也可以与公司矿服业务增长预期数据相印证，这进一步证明了公司所独有的强成长安全边际。
- 铜矿项目提升公司现金流入及资产价值**。公司当前有四个矿山项目，总权益金属量分别为铜105.4万吨，金5.9吨，银246.2吨以及P205约623.3万吨。其中刚果（金）Dikulushi将于2021年底试产，2022年将进入年产铜金属1万吨的达产状态。该矿铜品位高至6.31%，吨矿完全生产成本约4000美元/吨，考虑到21年至今伦敦铜均价约9200元/吨（毛利超过56%，保守预计净利或为35%之上约3300元/吨），意味着2022年起该矿将贡献现金流约6.75亿元（比价按7.34计算），贡献净利约2.36亿元。鉴于公司2021年预期或实现净利润均值为4.8亿元，预计铜板块的产出或推动公司2022年净利润出现约50%的增长。此外，从远期观察，随着刚果（金）Lonshi铜矿产出的释放，公司至2024年后矿产铜或进入年产5万吨金属吨规模。从DCF折现角度考虑，在未考虑增储情况下，刚果（金）的Dikulushi及Lonshi铜矿分别按8年及21年时间折算，在65000元/吨铜均价，25%净利率及8%折现率条件（年净利贡献约8.13亿元），刚果（金）两个铜矿价值或为69.3亿元。
- 极优质磷矿项目优化公司资源属性并助推资源弹性**。公司拥有的贵州两岔河磷矿是国内十分稀缺的高品位磷矿（P205品位高达32.7%），公司将直接受益于优质磷矿资源的注入及投产。由于在中国P205品位在30%以上的磷矿十分稀缺，整体占比低于10%（全国磷矿平均品位约17%），而工业用尤其是电子用磷资源对磷矿的品位要求更高，意味着国内超过70%的磷矿作为杂质含量多及矿物颗粒细的胶磷矿（容易出现泥化现象）而无法有效利用，这凸显了**公司优质磷矿资源的稀缺性及有效性特点，有助于提升磷矿的资源属性**。当前公司该采矿权权益资源量2133.4万吨（初步设计权益产能80万吨/年，2018年可行性研究），考虑到贵州两岔河矿区附近仍有一定体量的磷资源存在，以及矿区资源开发一体化的技术要求和效益优势，我们

公司简介：

公司是一家集有色金属矿山、黑色金属矿山和化工矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发等业务为一体的专业性管理服务企业，拥有矿山工程施工总承包壹级资质和对外承包工程资格，是国内矿山行业最早通过质量、环境、职业健康安全管理体系认证的企业之一。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	25.19-10.31
总市值（亿元）	137.51
流通市值（亿元）	137.51
总股本/流通A股（万股）	59,144/59,144
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.41

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

分析师：胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080001

认为公司的磷矿资源储备有较大概率出现增长，同时相关开采产能或有进一步提升。按当前公司磷矿资源量及 23 年开采时间推算，在 30%以上品位磷矿石售价平均 480 元/吨均价，40%净利率及 8%折现率背景下（年净利贡献约 1.54 亿元），磷矿价值约 17.52 亿元。

- **公司成长路径的结构性升级带来配置机会。** 受益于矿业资本开支进入高景气周期（行业强成长性），公司主营矿服项目的持续稳定扩张及海外市场市占率的持续攀升（提升公司成长性），公司自身矿商项目的逐步释放（提升公司业绩及估值弹性），以及磷化工行业的新能源周期共振，我们认为公司将从矿服企业的单一概念切换至矿服龙头+新能源类资源矿企的多元化概念。这意味着除了公司现金流及利润的预期改善外，公司的成长环境也有进一步提升的空间，需关注公司成长路径的结构性升级所带来的配置机会。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 45.93 亿元、62.54 亿元、75.62 亿元；归母净利润分别为 5.1 亿元、7.9 亿元和 10.7 亿元；EPS 分别为 0.87 元、1.36 元和 1.84 元，对应 PE 分别为 25.7、16.5 和 12.2。考虑公司主营业务稳定性的强增长（年均 20%增速，年均净利持续 5 亿元以上），矿业业务的有效产出（矿产铜及高品质磷矿产出），以及新能源矿山资源概念的注入（提升估值弹性），公司 EPS 及 PE 的双增长有望推动市场价值的再重估。基于以上论断，我们给予公司 2022 年 30 倍 PE，目标价格上调至 40.28 元（238 亿总市值），维持“推荐”评级。
- **风险提示：**流动性收缩风险；铜、磷价格大幅下跌，资源注入不及预期；公司矿端项目产出不及预期；全球矿山资本开支计划不及预期；项目国政治风险。

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,433.96	3,863.45	4,593.42	6,254.14	7,561.93
增长率	10.59%	12.51%	18.89%	36.15%	20.91%
净利润（百万元）	309.57	365.28	509.65	794.12	1,071.21
增长率	6.45%	16.60%	42.26%	55.82%	34.89%
净资产收益率	7.26%	7.70%	10.37%	14.31%	16.72%
每股收益(元)	0.53	0.63	0.87	1.36	1.84
PE	42.42	35.68	25.73	16.52	12.24
PB	3.08	2.77	2.67	2.36	2.05

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
流动资产合计	4478	5873	5751	7854	9400	营业收入	3434	3863	4593	6254	7562		
货币资金	1089	2077	1378	2502	3025	营业成本	2493	2776	3320	4381	5091		
应收账款	1886	1953	2517	3427	4144	营业税金及附加	14	16	20	26	32		
其他应收款	43	56	67	91	110	营业费用	12	16	21	25	30		
预付款项	19	35	35	35	35	管理费用	290	289	372	513	635		
存货	868	658	910	1200	1395	财务费用	90	90	59	95	164		
其他流动资产	150	169	191	241	280	研发费用	71	76	92	125	151		
非流动资产合计	2094	2208	2261	2562	2951	资产减值损失	1.51	4.04	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	48	48	49	50	公允价值变动收益	-1.50	1.18	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1392	1363	1301	1326	1427	投资净收益	0.10	-32.48	-30.00	-30.00	-30.00		
无形资产	415	420	446	475	520	加: 其他收益	2.62	6.59	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	57	63	63	63	63	营业利润	422	504	680	1059	1428		
资产总计	6572	8081	8012	10417	12352	营业外收入	3.93	1.85	0.00	0.00	0.00		
流动负债合计	1816	2136	1845	3565	4593	营业外支出	10.64	7.31	0.00	0.00	0.00		
短期借款	513	609	214	1508	2243	利润总额	415	498	680	1059	1428		
应付账款	666	671	819	1080	1255	所得税	108	140	170	265	357		
预收款项	90	0	46	109	184	净利润	307	358	510	794	1071		
一年内到期的非流动	143	188	166	177	171	少数股东损益	-2	-7	0	0	0		
非流动负债合计	395	1123	1173	1223	1273	归属母公司净利润	310	365	510	794	1071		
长期借款	261	221	271	321	371	主要财务比率							
应付债券	0	755	755	755	755		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
负债合计	2211	3259	3018	4788	5866	成长能力							
少数股东权益	99	79	79	79	79	营业收入增长	10.59%	12.51%	18.89%	36.15%	20.91%		
实收资本(或股本)	583	583	583	583	583	营业利润增长	12.83%	19.38%	34.87%	55.82%	34.89%		
资本公积	1594	1597	1597	1597	1597	归属于母公司净利	6.22%	18.00%	39.52%	55.82%	34.89%		
未分配利润	1925	2234	2632	3251	4087	获利能力							
归属母公司股东权益	4262	4743	4915	5550	6407	毛利率(%)	27.39%	28.16%	27.73%	29.95%	32.67%		
负债和所有者权益	6572	8081	8012	10417	12352	净利率(%)	8.95%	9.27%	11.10%	12.70%	14.17%		
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润(%)						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)							
经营活动现金流	575	460	292	514	725	偿债能力							
净利润	307	358	510	794	1071	资产负债率(%)	34%	40%	38%	46%	47%		
折旧摊销	223.16	252.32	144.22	159.64	185.00	流动比率	2.47	2.75	3.12	2.20	2.05		
财务费用	90	90	59	95	164	速动比率	1.99	2.44	2.62	1.87	1.74		
应付帐款的变化	303	-67	-564	-910	-717	营运能力							
预收帐款的变化	49	-90	46	63	76	总资产周转率	0.53	0.53	0.57	0.68	0.66		
投资活动现金流	-342	-447	-260	-524	-640	应收账款周转率	2	2	2	2	2		
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	应付账款周转率	5.41	5.78	6.17	6.59	6.48		
长期股权投资减少	0	0	0	-1	-1	每股指标(元)							
投资收益	0	-32	-30	-30	-30	每股收益(最新摊	0.53	0.63	0.87	1.36	1.84		
筹资活动现金流	-317	995	-731	1134	438	每股净现金流(最新	-0.15	1.73	-1.20	1.93	0.90		
应付债券增加	-318	755	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.31	8.13	8.42	9.51	10.98		
长期借款增加	12	-39	50	50	50	估值比率							
普通股增加	-2	0	0	0	0	P/E	42.42	35.68	25.73	16.52	12.24		
资本公积增加	-11	3	0	0	0	P/B	3.08	2.77	2.67	2.36	2.05		
现金净增加额	-85	1008	-699	1124	523	EV/EBITDA	17.66	15.21	14.89	10.18	7.67		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018年9月加入东兴证券研究所。

胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有1年PE机构及4年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019年7月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526