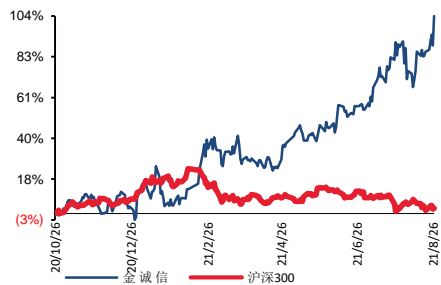


采掘 采掘服务

受益高矿价大周期，采矿服务+资源双轮驱动

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	594/594
总市值/流通(百万元)	12,954/12,954
12个月最高/最低(元)	28.35/11.11

相关研究报告:

证券分析师: 李帅华

电话: 010-88695231

E-MAIL: lish@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521070002

报告摘要

由矿山综合服务商向矿商延伸，“服务+资源”双轮驱动，公司发展进入新阶段。公司是具有高成长性矿山服务商龙头，以采矿运营管理、矿山工程建设等矿山服务为主营业务，同时积极向资源开发领域延伸，收购多个磷矿、铜矿，探索出具有金诚信特色的“服务+资源”的业务模式，公司正式进入由矿山综合服务商向矿商延伸发展的新时期。

受益高矿价后周期，业务进入高速发展期。高矿价带动行业进入景气周期，并将继续维持很长时间，矿业资本开支或在未来可预见的三年内保持扩张态势（金属价格领先矿业开支1-2年时间）。作为矿山服务的龙头企业，公司将充分受益于高矿价后周期带来的业绩增长，进入高速发展期。

全球矿山深化，自然崩落法，构建公司护城河。随着浅部资源的减少，全球矿山进入深部开采阶段，业内领先技术优势将构建公司护城河；国内唯二具备自然崩落法成功经验的服务商，有望获取紫金矿业等更多矿商巨头订单。公司深耕大型矿山开发服务的优质赛道，得到艾芬豪等国际矿商巨头认可，海外订单有望加速增长，未来想象空间更大。

低价收购优质标的，矿山产量放量在即，有望再造一个金诚信。公司利用自身优势，低价收购优质资源二岔河磷矿、Dikulushi铜矿、Lonshi铜矿和San Matias等优质矿山。Dikulushi铜矿2021年底建成投产，贡献1万吨铜金属产能，2023年底Lonshi铜矿投产再贡献4万吨铜；2024年建成投产二岔河磷矿，年产80万吨（原矿品位高达32%，免选矿）。

给予“买入”评级，6个月目标价38.2元。展望未来，能源危机以及双碳政策使得供需错配长期化，高矿价有望长期维持，全球矿业资本开支将进入加速周期，公司作为行业龙头充分受益，一方面是采矿服务进入30%+的高增速时期，随着公司在海外市场知名度的提升，海外资源开发服务将是重要突破点；另一方面，公司低位布局的资源-铜矿和磷矿将逐步进入投产期，公司营收水平和利润再上新台阶。综合预计2021-2023年，公司归母净利润分别达到5.06/9.07/11.3亿元，对应EPS分别为0.85/1.53/1.90元，对应当前股价PE为25.8/14.4/11.6倍，给予“买入”评级。给予未来六个月目标价38.3元，对应2022年的市盈率为25倍，较当前价位（10.25收盘价21.96元）有75%的空间。

风险提示：疫情反复，矿山建设项目落地不及预期；全球矿业开支不及预期；全球流动性收紧超出预期导致金属阿济格超预期下跌；

自有矿山建设及投产进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3863	4713	6727	8972
(+/-%)	12.49	22.00	42.73	33.37
净利润(百万元)	365	506	907	1130
(+/-%)	18.00	38.50	79.30	24.60
摊薄每股收益(元)	0.63	0.85	1.53	1.90
市盈率(PE)	19.71	25.81	14.40	11.55

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目 录

一、 立足矿业，双轮驱动	5
(一) 公司发展历程及大事记	5
(二) 股权结构及股东背景	6
(三) 主营矿山服务，向资源开发拓展	7
● 一体化矿山服务能力	7
● 由矿山综合服务商向矿商延伸，公司发展进入新阶段	7
● 克服疫情影响，业绩逆流而上	8
● 毛利率稳定，具备跨越矿业周期能力	8
二、 矿山服务受益行业高景气，海外业务打开成长空间	9
● 矿业服务专业化，坚持“大市场、大业主、大项目”策略	9
● 海外业务量、质提升，打开成长空间	11
● 专业化人才队伍	12
● 矿山深井化趋势+自然崩落法，技术实力构建公司护城河	13
● 矿业开支扩张，矿业服务业高速增长	15
三、 进军资源开发，价值或迎来重估	15
● 收购贵州开磷优质磷矿，实现资源开发领域零的突破	16
● 低成本收购 Dikulushi 铜矿，预计 2021 年投产	17
● 合作艾芬豪，参股哥伦比亚 Cordoba 铜金银矿	18
● 收购 Sky Pearl，2024 年起贡献 4 万吨铜产能	20
四、 盈利预测及估值	21
● 分业务经营预测	错误!未定义书签。
● 采矿运营管理项目	21
● 矿山工程建设	21
● 2025 年仅资源板块可实现再造一个金诚信	21
● 金诚信传统业务稳增长，资源开发板块为新增长极	21
五、 风险提示	23

图表目录

图表 1: 金诚信发展历程及大事记	6
图表 2: 金诚信股权结构图	7
图表 3: 矿山综合服务业务具备一体化矿山服务能力	8
图表 4: 公司营收 (单位: 万元)	8
图表 5: 归母净利润 (单位: 万元)	8
图表 6: 分业务营收情况 (单位: 万元)	9
图表 7: 分业务毛利率	9
图表 8: 主要客户企业	10
图表 9: 全球十大矿业公司生产矿业品种集中度	10
图表 10: 公司前十大矿山建设项目及前十大采矿运营项目	11
图表 11: 国内外业务营收情况 (单位: 万元)	12
图表 12: 海外业务占比逐年提升	12
图表 13: 公司科学技术专家委员会成员情况目	13
图表 14: 自然崩落法示意图	14
图表 15: 公司与紫金矿业合作合同	14
图表 16: 全球有色金属勘探预算支出	15
图表 17: 两岔河磷矿资源情况	16
图表 18: 两岔河项目成本费用表	16
图表 19: 磷矿石价格走势 (25%, 30%)	17
图表 20: DIKULUSHI 矿山资源情况	17
图表 21: SAN MATIAS 项目地理位置	18
图表 22: SAN MATIAS 矿区分布	18
图表 23: SAN MATIAS 矿山资源情况	19
图表 24: LONSHI 矿山资源情况	20
图表 25: 公司盈利分项预测	错误!未定义书签。

一、立足矿业，双轮驱动

金诚信矿业管理股份有限公司（以下简称金诚信）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、矿山运营管理、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，是行业内专注度最高的矿山开发服务企业之一。金诚信着眼于国内国外外“两个市场”战略的强力推进，通过在矿山开发服务、资源开发、机械装备、科技创新、贸易“五大板块”上的全面布局来打造起矿山建设的全产业链。

公司立足矿业服务业务，凭借技术优势和人才优势，拓展矿山资源开发。2019年，公司取得贵州两岔河矿业开发有限公司90%股权，标志着公司成功步入矿山资源开发领域，形成“服务+资源”双轮驱动的模式。

（一）公司发展历程及大事记

1997年12月，经冶金工业部批准，北京金诚信矿山建设有限公司注册成立，为最早的混合所有制企业。公司自成立之初就专注于非煤地下固体矿山的开发服务业务，经过二十多年的发展，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。

1999年3月，国有股权退出控股地位，金诚信转变为民营性质，新董事会选举王先成为公司董事长。

2000年7月，公司承接中国海外第一个大型有色属项目“赞比亚谦比希铜矿”的矿山工程建设和采矿运营管理业务，开启海外拓展步伐。

2002年，公司大举进军我国西南矿山市场，先后成立了会泽、开磷、大红山等项目部。

2008年6月，北京金诚信矿业建设有限公司更名为金诚信矿业建设集团有限公司。

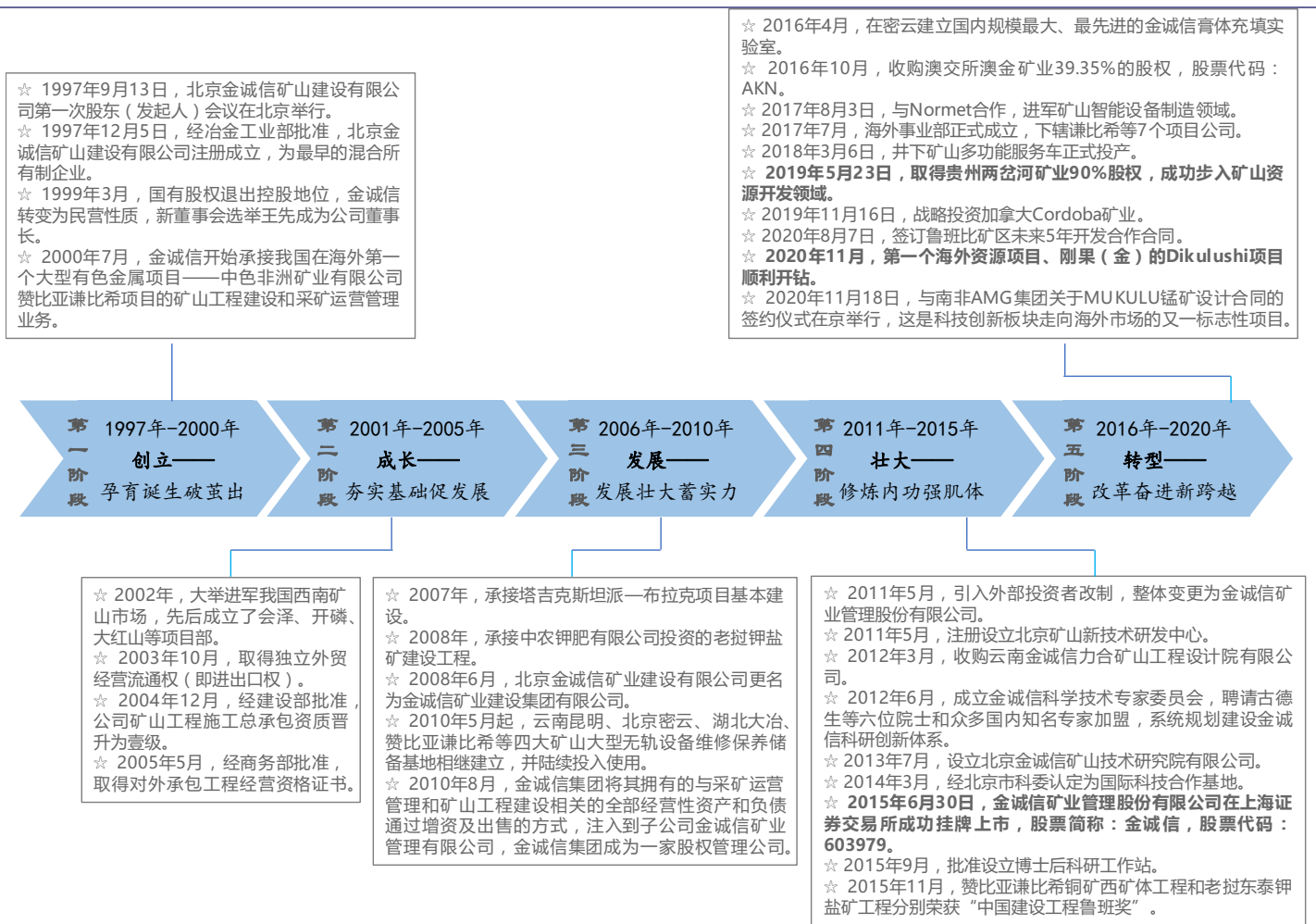
2010年5月起，云南昆明、北京密云、湖北大冶、赞比亚谦比希等四大矿山大型无轨设备维修保养储备基地相继建立并陆续投入使用。

2011年5月，公司引入外部投资者并进行改制，金诚信矿业管理有限公司整体变更为金诚信矿业管理股份有限公司。

2015年6月，金诚信矿业管理股份有限公司在上海证券交易所成功挂牌上市（股票代码603979），筹集资金15.39亿元。

2019年起，公司相继取得贵州两岔河矿业、Dikulushi、San Matias、Sky Pearl等项目的采矿权及股权，正式进入由矿山综合服务商向矿商延伸发展的新阶段。

图表 1：金诚信发展历程及大事记



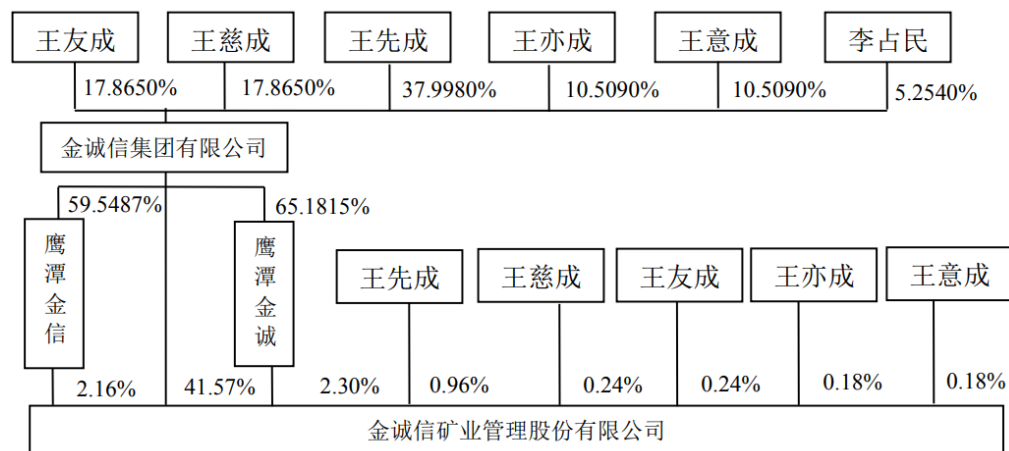
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

（二）股权结构及股东背景

金诚信集团有限公司为公司控股股东，持有公司 2.47 亿股，占比 41.57%。公司实际控制人为王先成、王慈成、王友成、王亦成、王意成（五人为同胞兄弟，并且已经签署《一致行动人协议》），通过直接持有公司股份以及间接持有金诚信集团有限公司、鹰潭金诚投资发展有限公司、鹰潭金信投资发展有限公司的股份实现对公司的实际控制，对公司具有较强的控制力。

公司实控人王先成家族为矿山开采世家，家族祖辈六代均从事矿山开采工作。王先成家族于 1980 年代开始独立从事矿山开发服务业，并于 1997 年正式创立金诚信集团，正式开启公司国内外矿服业务征程。王先成是中国安全生产协会专家委员会专家组专家，原国家安全生产监督管理总局“超大规模超深井金属矿山开采安全关键技术研究项目”领导小组成员，中国生产力学会副会长，世界生产力科学院（WAPS）矿业领域的中国籍院士，中国有色金属工业协会第四届理事会副会长，教授级高级工程师，在矿山开发服务领域积累了丰富的专业知识和项目运作经验。

图表 2：金诚信股权结构图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（三）主营矿山服务，向资源开发拓展

● 一体化矿山服务能力

公司的主营业务为包括以采矿运营管理、矿山工程建设及矿山设计与技术研发在内的矿山开发服务业务，服务对象为大中型非煤类地下固体矿山，涉及矿山资源品种主要包括铜、铅、锌、铁、镍、钴、金、银、磷等。

公司矿山开发服务业务不断在矿业产业链上、下游发展，培育新的业务增长点，从单一的矿山工程建设与采矿运营管理，积极向矿山综合服务转型，形成了集采矿运营管理、矿山工程建设、矿山设计与技术研发、矿山机械装备等业务一体化的矿山系统服务能力。

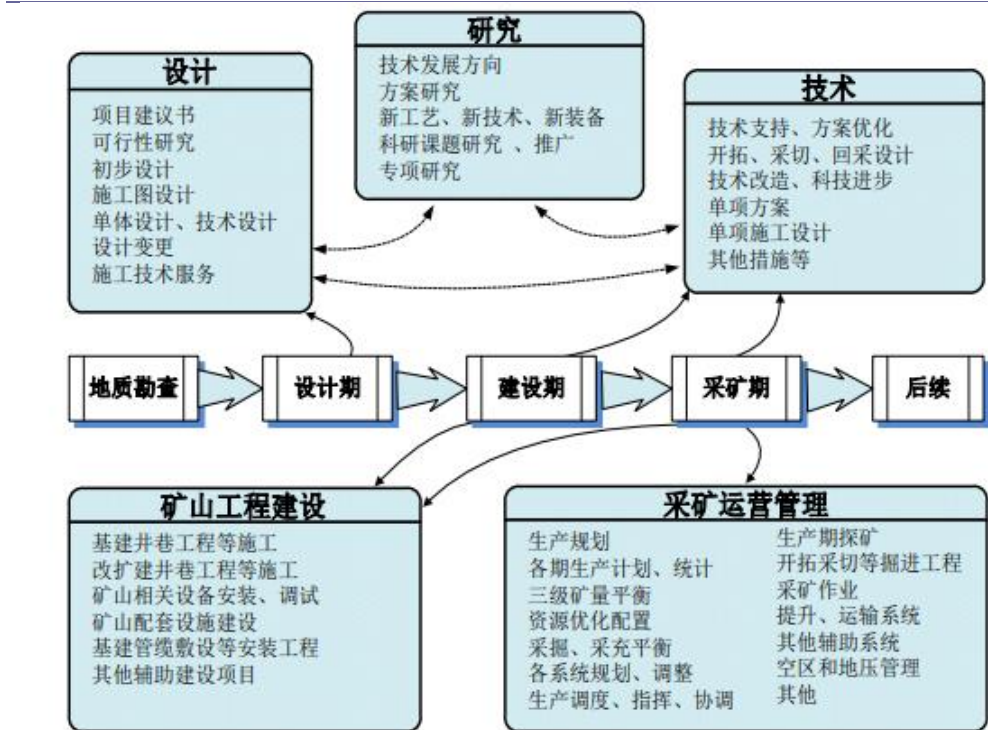
● 由矿山综合服务商向矿商延伸，公司发展进入新阶段

公司主营业务在保持稳定发展的基础上，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，借助并充分发挥主业优势，逐步探索出具有金诚信特色的“服务+资源”的业务模式，以“矿山开发服务”、“资源开发”双轮驱动，推动公司从单一的矿山开发服务企业向集团化的矿业公司全面转型。

在为刚果（金）Kamoa 项目提供矿山开发服务的基础上，公司与 Ivanhoe 的合作进一步延伸至矿山资源领域，合作开发哥伦比亚 San Matias 铜-金-银项目；公司控股开发的两岔河矿业磷矿亦是在为开磷集团提供近 15 年矿山开发服务的基础上，合作开发两岔河矿业磷矿，开启了“服务+资源”的新经营模式。同时，公司在从事多年矿山开发服务积累的技术优势、管理优势、行业经验和人才优势的基础上，积极向资源开发领域延伸，先后并购了刚果（金）Dikulushi 铜银矿、刚果（金）Lonshi 铜矿。

公司正式进入由矿山综合服务商向矿商延伸发展的新阶段。

图表 3：矿山综合服务业务具备一体化矿山服务能力

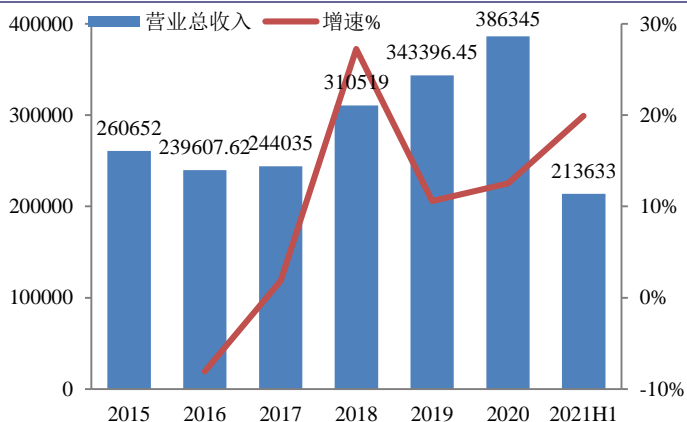


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

● 克服疫情影响，业绩逆流而上

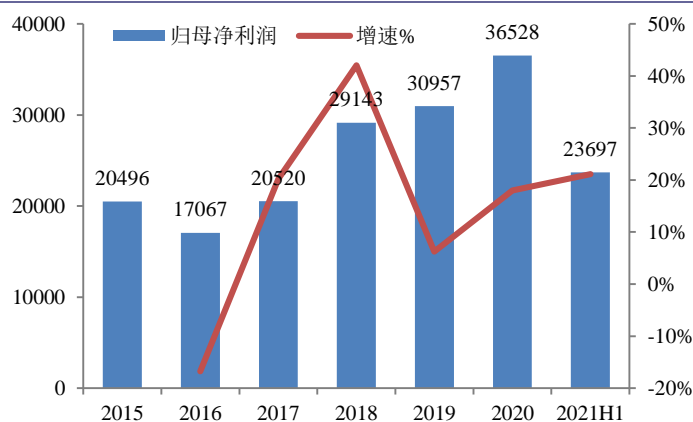
2020 年受新冠疫情冲击，市场开发难度大幅提高，但公司依旧保持了良好的增长趋势。2020 年实现营业收入 38.63 亿元，毛利率率 28.16%，毛利率较上期上升 0.77%；其中实现主营业务收入 37.21 亿元，主营业务毛利率 28.40%，主营业务毛利率较上期上升 1.29%。

图表 4：公司营收（单位：万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 5：归母净利润（单位：万元）



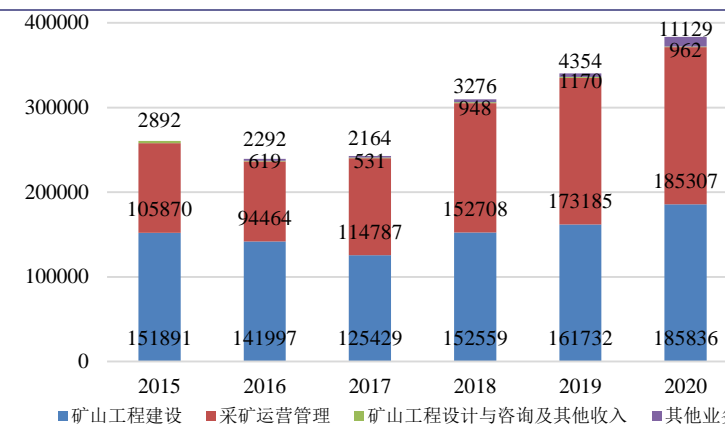
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

● 毛利率稳定，具备跨越矿业周期能力

公司客户主要为大型矿山，公司毛利率稳定，长期在 25% 以上。得益于大客户业务的扩张和

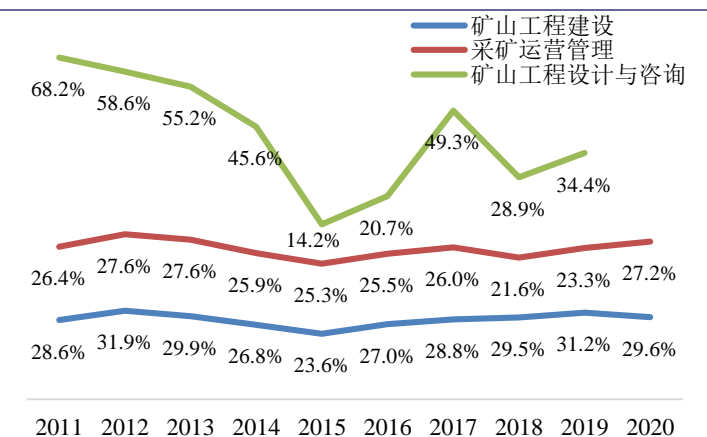
大项目的服务能力带来的溢价，公司毛利率水平稳步提升，矿山工程建设业务毛利率水平提高至 31.2%，采矿运营管理业务毛利率水平提高至 27.2%。

图表 6：分业务营收情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 7：分业务毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

从矿业周期角度来看，2013 年以后矿业资本开支显著下滑，2015 年更是矿业低谷。当矿价较低时，矿山开发投资意愿整体较低，矿山服务业务规模将受到影响，但大型矿业公司占据市场优势地位和资金优势，往往在矿业低谷时以低成本获取矿权、进行矿山建设，因此大型矿业公司矿业服务项目受影响有限。在 2013 年-2015 年的矿业低谷时，公司的主营业务中矿山工程建设和采矿运营管理业务毛利率都保持了稳定，显示了公司盈利水平具有跨越周期的能力。

二、 矿山服务受益行业高景气，海外业务打开成长空间

● 矿业服务专业化，坚持“大市场、大业主、大项目”策略

矿山开发服务行业一般可包括矿山地质勘查、矿山设计研究、矿山建设、矿山采矿运营以及矿山选矿五大环节。随着矿山开采向着大型化、无轨化、数字化、智能化、生态化方向的发展，开采深度、开采难度对矿山开发技术提出更高的要求，因此行业专业化要求越来越高，使得业主将部分或全部工序外包给第三方服务商成为趋势。

公司经过多年的市场开拓，明确了以“大市场、大业主、大项目”为主的目标市场策略，形成客户黏性，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、海南矿业、西部矿业、万宝矿产、紫金矿业、Ivanhoe、Vedanta、EMR 等。

图表 8：主要客户企业



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

大客户、大业主也是未来趋势。国际大型矿业公司高度金融化，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，因此大型矿山企业拥有全球优质资源，优质矿源向龙头集中，矿山行业逐渐垄断化。各矿种前十大公司生产了全球 82% 的铁矿石、60% 的铝土矿、46% 的铜矿、42% 的镍矿、96% 的铂、94% 的钯和 85% 的铀矿。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 9：全球十大矿业公司生产矿业品种集中度



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

通过与大业主的紧密合作，公司实现了和客户的共同成长，公司与客户的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。

图表 10：公司前十大矿山建设项目及前十大采矿运营项目

公司前十大矿山工程建设在建项目			
项目名称	内容	所在区域	合同金额
KAKULA UNDERGROUND DEVELOPMENT			
	斜坡道	刚果金	195804
鲁班比 1·2#斜坡道补充协议及 1·5#斜坡道施工合同	斜坡道	赞比亚	102964
赞比亚鲁班比南部矿体井下掘进工程	斜坡道	赞比亚	64592
卡莫阿·卡库拉井下开拓工程合同补充协议 001	斜坡道	刚果金	58500
波尔 JM 矿、ZB 金矿矿山井巷工程（第二标段）施工合同（JM）	竖井及平巷	塞尔维亚	41958
宇邦基建、斜井及斜坡道二期工程及采矿工程（一标段）基建	斜坡道及平巷	内蒙古	41725
达瑞铅锌矿井下生产系统开拓工程	斜坡道及平巷	印尼	34544
Timok 铜金矿矿山井巷工程（第一标段）	竖井	塞尔维亚	25277
麒麟厂中深部找探矿项目施工工程	竖井	云南省	17878
武山铜矿三期扩建工程一（风井系统及平巷工程）	竖井及平巷	江西省	15470
合计			598712
公司前十大采矿运营管理在执行合同			
项目名称	类型	所在区域	合同金额
KCM 采矿项目总承包合同			
	铜	赞比亚	332415
普朗铜矿一期采选工程首采区域采矿总承包	铜	云南省	188921
宇邦基建、斜井及斜坡道二期工程及采矿工程（一标段）采矿工程	银	内蒙古	85075
海南矿业股份有限公司地采铁矿石回采承包	铁	海南省	54220
锡铁山矿山采矿生产承包合同	铅锌	青海省	42534
白玉矿山采矿生产承包合同	银铅锌	四川省	40238
肃北矿山采掘生产承包合同（第二期）	铁	甘肃省	39000
会宝岭·340M 中段北翼采矿工程	铁	山东省	35552
东安金矿井下采矿工程、二期开拓及安装工程	金	黑龙江	21806
湖南宝山有色金属矿业有限责任公司井下采掘工程施工项目（采矿）	铜铅锌	湖南省	11331
合计			851092

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

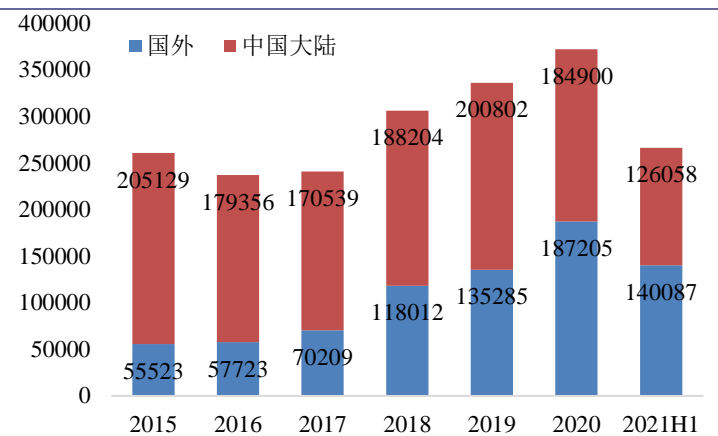
从项目规模来看，公司以大项目为主，境外项目规模整体高于境内项目。普朗铜矿一期采选工程首采区域采矿总承包项目，合同期 8 年，金额约 18.9 亿元；卡莫阿铜矿卡库拉井下开拓工程及其补充协议，合同期从 2019 年 3 月至 2023 年 12 月，合同金额 4.2 亿美元。在矿价波动下，大项目相对来说能保持更稳定的运营，较少出现停产、关闭的情况，有助于公司稳定利润水平。另一方面，矿山服务行业集中度低，大项目对于矿山服务商的技术、安全、效率等要求高，存在一定的进入门槛，专注于大项目有利于避免过度竞争，利于公司长远发展。

● 海外业务量、质提升，打开成长空间

矿业服务分为海外、国内两个市场，中企、外企两种主体。在国内市场，中国矿山市场较为稳定，国内的外企较少，服务主体主要为中国企业，国内矿山服务体系基本定型，矿山增量市场有限，小型矿山多采用外包挂靠模式，利润较低；近年内蒙古银漫矿业发生事故后，国内对小型矿山服务承包商资质进行了严格审查，资质挂靠模式将退出市场，矿山服务逐步向头部矿山服务承包商转移。

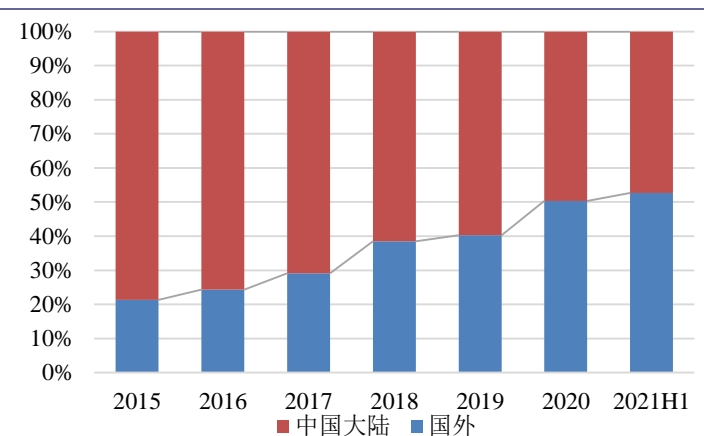
在国外市场，核心主体市场是大型矿山项目，且市场空间广泛，但矿山服务承包商进入较为困难，需要长期的品牌积累，经过严格审核和认证之后才能在市场占据一席之地。随着一带一路政策推进，中国企业走出去获取海外资源矿山，获得一些优质大型矿山项目，较多项目处于建设期，市场规模可观，为中国矿山服务商提供出海机会；而建成之后，后续的运营，也为金诚信提供运营沃土。

图表 11：国内外业务营收情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 12：海外业务占比逐年提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司是国内较早“走出去”的矿山开发服务商之一，自 2003 年承接赞比亚 Chambishi 项目矿山开发业务，至今已近 20 年，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，不但得到“一带一路”走出去的中国矿业企业的认可，也是屈指可数的被国际大型矿业公司认可的中国矿山开发服务商，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极其丰富的刚果（金）市场，为 Kamo a 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 铜金矿矿山工程项目、印度尼西亚 Dairi 铅锌矿矿山工程项目以及哈萨克斯坦 Shalkiya 铅锌矿山的基建工程为未来在欧洲、东南亚、中亚矿业市场的拓展奠定了坚实基础。2020 年海外业务占比达到 48.5%，毛利润占比达到 46.7%。

2017 年开始，公司承接艾芬豪卡莫阿铜矿卡库拉斜坡道工程承包项目，2019 年成功签署卡莫阿铜矿未来五年地下基建掘进施工合同，标志着公司业务受到国际矿业巨头认可。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”，依托海外大型矿山开发积累了国际信誉，未来海外订单有望迎来爆发期，成长空间的想象力巨大。

● 专业化人才队伍

公司技术研发人才基础坚实。公司聘请古德生、闻邦椿、洪伯潜、汪旭光、孙传尧、蔡美峰六位院士和国家级设计大师刘放来等国家级科学家加盟组建科学技术专家委员会，专业领域涵盖

矿山工程设计、矿山开采机械、采矿工程、特殊地质条件开采技术等，高级别专家院士组成的专家委员会，为公司的科技战略、技术研发与创新等提供指导与支持。

图表 13：公司科学技术专家委员会成员情况目

专家姓名	擅长领域	核心技术及领域
古德生	采矿工程	振动出矿技术及地下金属矿连续采矿技术“区域矿山”建矿模式
闻邦椿	工程机械	振动利用工程，振动机械及工程机械
洪伯潜	矿井特殊凿井工程	大直径井筒钻井法凿井技术
汪旭光	炸药与爆破技术	现代工业炸药与工程爆破技术
孙传尧	矿物加工工程	选矿方法与技术
蔡美峰	岩石力学与采矿工程	矿山地应力测量
刘放	有色矿山设计	复杂地质条件矿山设计与建设

资料来源：公司官网，公开资料，太平洋证券整理

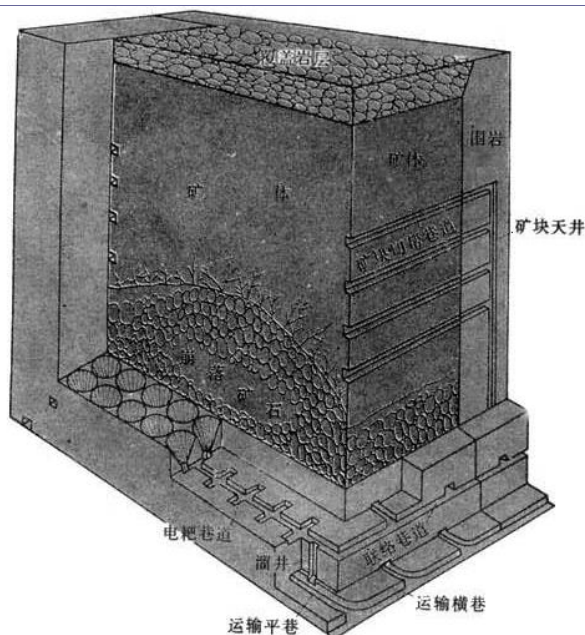
金诚信的实际控制人及各技术管理层均具备十分强大的矿山开发背景。控股股东董事长王先成生长于矿工世家，家族从事矿山开发服务多年、经验丰富。王先成是中国安全生产协会专家委员会专家组专家，原国家安全生产监督管理总局“超大规模超深井金属矿山开采安全关键技术研究项目”领导小组成员，中国生产力学会副会长，世界生产力科学院（WAPS）矿业领域的中国籍院士，中国有色金属工业协会第四届理事会副会长，教授级高级工程师，在矿山开发服务领域积累了丰富的专业知识和项目运作经验。

● 矿山深井化趋势+自然崩落法，技术实力构建公司护城河

随着浅部资源逐步减少和枯竭，矿产资源开采正向深部逐步发展，并成为长期趋势。据工程院院士蔡美峰表示，南非、加拿大、印度、俄罗斯等是世界上金属矿深井最大的国家，南非绝大多数金矿的开采都在 2000 米以下，其中姆波尼格金矿采深达到 4359 米，矿体埋深更是超过 7500 米。据《金属矿深部开采现状与发展战略》，目前国外开采深度超过千米的地下金属矿山有 112 座，其中 70% 以上为金矿和铜矿。在这 112 座矿山中，开采深度在 1000-1500 米的有 58 座，1500-2000 米的 25 座，2000-2500 米的 13 座，3000 米及以上的 16 座。中国有近 30 余座金属矿山正处于向深部全面推进阶段。在可预见的 10-15 年，中国将有 30% 以上的金属矿山采深超过千米，深部开采已成必然趋势。

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，导致大型矿山服务市场的技术壁垒提高。公司在深井采矿领域具备技术优势，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，处于国内行业前列。在矿山资源深部开采的趋势中，公司占据技术和经验优势，国内市场有望获得更高市场份额，占领挂靠小服务商退出的市场。

图表 14：自然崩落法示意图



资料来源：百度百科，太平洋证券整理

自然崩落采矿法，也称矿块崩落法，适合低品位厚大矿床开采，是一种成本低、效率高、安全性好的地下大规模采矿方法。金诚信是国内能有效掌握自然崩落法采矿技术的公司，国内规模最大的地下有色金属矿山普朗铜矿的开采运营便是代表作。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。考虑到公司深部开采技术的行业领先地位，以及国内外知名矿业公司的深度合作绑定，公司未来有较高概率获得相关矿业公司适用于自然崩落法的项目。紫金矿业旗下有多个适用自然崩落法的矿山，紫金矿业的紫金山金铜矿、Timok 铜金矿下带矿、RTB 铜矿的 JM 矿山以及铜山铜矿适用该方法。公司有望获得紫金矿业旗下系列的自然崩落法项目，给公司贡献可观业绩增量。

图表 15：公司与紫金矿业合作合同

合同订立时间	项目内容	预计完工时间	预估合同款/美元
2017 年 10 月	卡莫阿铜矿卡莫阿--卡库拉斜坡道掘进工程	2018 年 11 月	24,486,627
2019 年 03 月	Timok 铜金矿矿山井巷工程（第一标段）	2021 年 7 月	37,674,571
2019 年 06 月	卡莫阿铜矿卡库拉井下开拓工程	2023 年 12 月	287,946,769
2020 年 01 月	塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿矿山井巷工程（-80m~-320m 斜坡道工程）	2021 年 7 月	20,440,581
2021 年	塞尔维亚 JM 矿、ZB 金矿矿山井巷工程（第二标段）	JM 880 天；ZB 529 天	79,237,616
2021 年	卡莫阿铜矿卡库拉井下开拓工程补充协议	2023 年 12 月	130,000,000

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

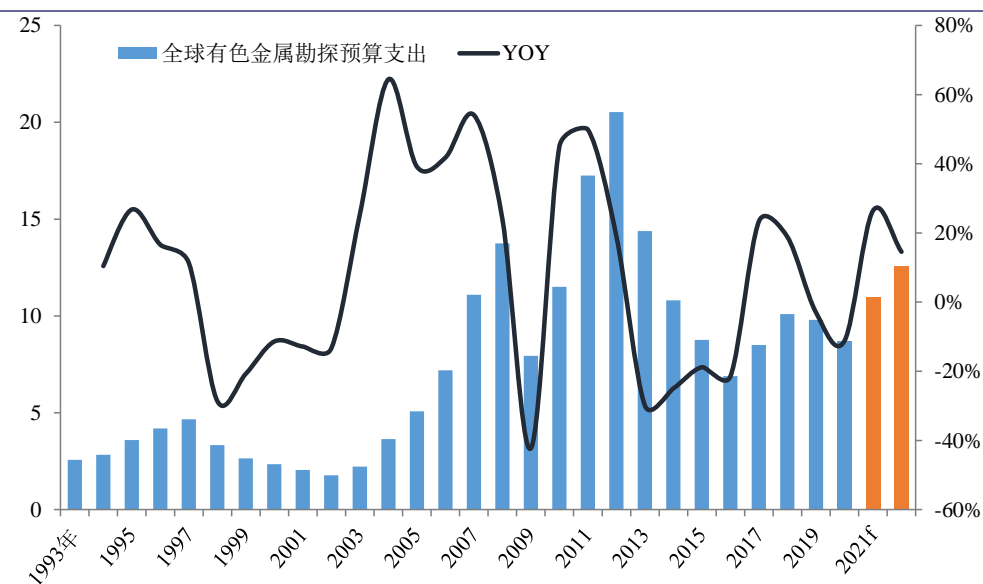
● **矿业开支扩张，矿业服务业高速增长**

当前金属价格位居历史高位，对矿业公司的资本开支形成刺激，促进矿业勘探、建设、运营数量及支出的增长。据 S&P 发布的《世界勘查趋势报告》数据，后疫情时期全球勘查预算有望同比增长 15-20%，矿业公司将通过重启勘探计划来扭转 2020 年因疫情造成的投入损失。从资本开支角度观察，多家矿商已宣布上调资本支出，如力拓计划 2021、2022 年分别支出 73 和 71 亿美元，较 2020 年分别增长 17.5%和 15%，这意味着采矿及服务行业的市场规模有望系统性放大。

根据历史经验，随着金属价格上涨，矿山资本开支上升，对矿业资本开支的带动可以延续 1-2 年，即金属价格领先矿山资本开支 1-2 年，价格见顶后投资规模仍能保持较高水平，显示矿业投入具备阶段性延续的特点。

随着金属价格高涨，叠加深部资源较长的建设和开采周期，全球矿业资本开支未来 3-5 年或维持扩张态势，矿山开发服务业开始进入高景气周期，并在未来几年内保持高景气度，矿业周期与公司自身成长属性形成共振，是公司矿山服务板块未来业绩增长的驱动力。

图表 16: 全球有色金属勘探预算支出



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

三、进军资源开发，价值或迎来重估

公司持续加大下游资源开采的战略布局力度，2019 年以来相继收购磷矿石、铜、金、银矿产资源，2019 年成功竞买贵州两岔河矿业开发有限公司 90% 股权，进军矿山资源开发领域，之后相继收购托克集团下属刚果（金）Dikulushi 铜矿、艾芬豪集团旗下 Cordoba Minerals Corp. 19.99% 股权和欧亚资源下属的 Sky Pearl Exploration Limited 100% 股权。矿山项目涉及到铜矿、金矿、银矿和磷矿，其中还有千万吨级别的矿山项目，借助公司的主业优势，未来资源开发的潜力巨大。

● 收购贵州开磷优质磷矿，实现资源开发领域零的突破

公司自 2006 年起，就一直承建开磷集团矿山的开发服务项目。2019 年 5 月，公司通过公开竞买以人民币 29,127.366 万元取得贵州两岔河矿业开发有限公司 90% 股权，并于签署了正式的股权转让协议，标的公司的主要资产为两岔河矿段（南段）磷矿采矿权。

两岔河矿段位于开阳县洋水矿区，矿区面积 4.836km²，属于全国优质磷矿区（开阳磷矿的富矿总量占全国富矿 35%）。根据《贵州省开阳县洋水矿区两岔河矿段（南段）磷矿 80 万 ta 采矿工程可行性研究报告》，两岔河磷矿采矿权范围内的磷矿石量(331+332+333)达到 2133.41 万吨，P₂O₅ 平均品位 32.65%，资源储量 692.5 万吨；设计矿山采矿生产规模 80 万 t/a。

图表 17：两岔河磷矿资源情况

类别	331	332	333	合计
矿石量	165.57	365.99	1601.85	2133.41
品位	33.67%	32.85%	32.25%	32.46%
权益	90%			

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

目前，公司完成磷矿开发建设的工程设计、外部审批等工作，力争 2021 年下半年具备开工条件。矿山建设期 3 年，2023 年 6 月建成进行试生产，2023 年 11 月底投产，投产后，预计第一年采矿量 50 万吨，第二年达产，达到 80 万吨。

开磷矿区资源储量大、品位高、有害杂质少、重金属元素镉检测不出，不经选矿就可直接作为商品直接出售，用于生产黄磷、磷肥等各类化工产品，奠定了资源开发低成本的特点。目前，在开阳磷矿品位大于 30% 的磷矿石不需选矿用其加工。据磷矿采矿工程可行性研究报告，矿山服务年限 20.57 年，项目达产年份，单位总成本费用为 179.34 元/吨、经营成本为 143.25 元/吨。

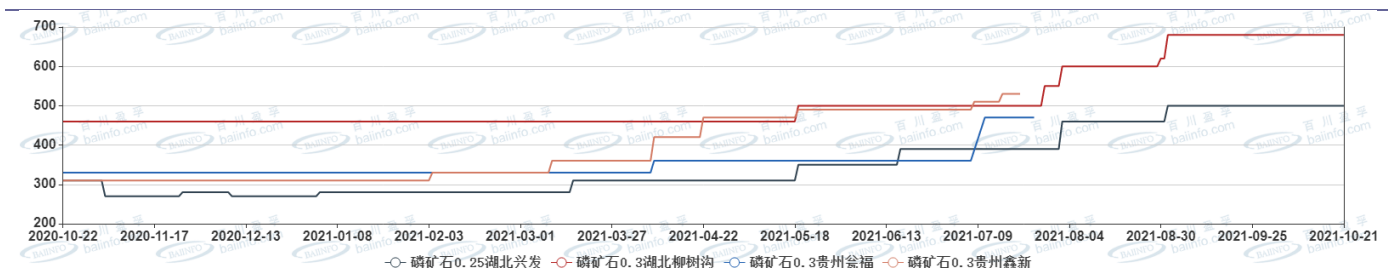
图表 18：两岔河项目成本费用表

可研报告设计成本				评估用成本			
序号	项目名称	年总成本 (万元)	单位成本	序号	项目名称	达产年单位成本	
生产规模 (万吨/年)		80		生产规模 (万吨/年)		80	
1	外购原材料	5294	66.18	一	生产成本	155.34	
2	外购燃料及动力费	1264	15.8	1	外购材料费	56.56	
3	工资及福利	2088	26.1	2	外购燃料及动力费	13.5	
4	修理费	730	9.13	3	职工薪酬	26.1	
5	其他费用	2162	27.03	4	折旧费	18.53	
5.1	其他管理费	1044	13.05	5	修理费	7	
5.2	其他制造费	292	3.65	6	维简费	18	
5.3	销售费用	506	6.33	6.1	折旧性质维简费	13.37	
5.4	安全费	320	4	6.2	更新性质维简费	4.63	
6	经营成本	11538	144.24	7	安全生产费用	4	

7	维简费	1200	15	8	矿山环境恢复治理费用	8
8	折旧费	1953	24.41	9	其他制造费用	3.65
9	摊销费	583	7.29	二	管理费用	13.64
10	利息支出	1826	22.82	1	无形资产-土地使用权撞箱费	0.59
10.1	长期借款利息	1753	21.91	2	其他管理费用	13.05
10.2	流动资金借款利息	73	0.91	三	销售费用	6.76
	总成本费用合计	17100	213.76	四	财务费用	3.6
					总成本费用合计	179.34
					经营成本合计	143.25

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 19：磷矿石价格走势（25%，30%）



资料来源：百川资讯，太平洋证券整理

按照一吨磷矿石 400 元/吨价格，成本 200 元/吨估算，一吨磷矿石毛利润 200 元/吨，投产后第一年年产 50 万吨/年，贡献营收约 2 亿元，毛利润约 1 亿元；完全达产后，年可贡献营收 3.2 亿元，毛利润 1.6 亿元，在 2020 年毛利润的基础上增加约 15%，成为公司新的利润增长点。

● 低成本收购 Dikulushi 铜矿，预计 2021 年投产

公司收购托克集团下属的刚果（金）Dikulushi 铜矿，开启铜资源开发进程。2019 年 8 月公司全资子公司与 Anvil Mining Congo SA 签订《资产购买协议》，仅以 275 万美元就收购了“刚果（金）”Dikulushi 矿区下属的两个矿业权及相关资产，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。

图表 20：Dikulushi 矿山资源情况

矿权编号	矿床名称	面积 平方千米	矿石量 万吨	铜品位 %	银品位 g/t	铜资源量	银资源量
PE606	Dikulushi	40.77	113.1	6.31	145	7.14	164.0
PE13085	Kabusanje+Kazumbula	28	57.5	1.63	48	0.94	27.6
合计		68.77	170.6	4.73	112	8.07	191.6
权益	100%						

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

该项目采矿权 PE606 矿石量 113.1 万吨，铜平均品位 6.31%，银平均品位 145 克/吨，属于高

品位优质资源；采矿权 PE13085 矿石量 57.5 万吨，铜平均品位 1.63%、银平均品位 48 克/吨，合计约 8 万吨铜资源量，标的价值远大于收购金额。

项目收购成本低，增储潜力大，现存的采矿设施和基础设施令开发投入低，加上公司具有多年铜矿山开采经验，项目预期效益非常可观，性价比很高。

Dikulushi 铜矿预计 2021 年底复产。目前该项目的矿权交割和矿区交接事宜已经全部完成，复工和资源勘探工作齐头并进，2020 年度 Dikulushi 铜矿恢复生产项目已投入资金 2248 万元。根据公司经营规划，项目有望在 2021 年底之前实现投产，2022 年达产，预计铜产能为 1 万吨/年，同时进行外围勘查工作，争取新增 1-2 处资源潜力区。

● **合作艾芬豪，参股哥伦比亚 Cordoba 铜金银矿**

公司持有艾芬豪集团旗下科尔多巴矿业公司 19.9% 的股权。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科尔多巴矿业公司 19.9% 的股权。Cordoba 专注于勘探和收购铜和黄金项目，主要资产为位于哥伦比亚的 San Matias 铜矿。其中 San Matias 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 El Alacrán、Montiel East、Montiel West 和 Costa Azul 四个矿床，正在开展编制采矿计划 and 环境评估等相关工作。

图表 21: San Matias 项目地理位置



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 22: San Matias 矿区分布



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司与艾芬豪矿业合作再进一步。公司将与艾芬豪集团共同开发 San Matias 项目，二者合作始于 Kamo a 项目，金诚信承担了其中的建设工程任务。艾芬豪集团是勘探行业的领军公司，与

BHP、紫金矿业等全球第一梯队矿企有着深入合作。我们认为，两家公司在 San Matias 项目上将充分发挥各自优势，合力打造全新现代化矿山，且后续合作有望进一步加深。

San Matias 拥有铜金属量 53.06 万吨，平均当量铜品位为 0.64%。根据公司 2019 年 7 月公布的哥伦比亚 San Matias 铜-金-银项目初步经济评估，该项目矿石控制的资源量 1.143 亿吨，当量铜品位 0.64%，其中铜金属量 51.8 万吨，此外保有金金属量 29.33 吨，银金属量 276.4 吨。该项目的控制+推测的矿石资源量为 1.191 亿吨，合计铜金属量 53.06 万吨，金金属量 30.26 吨，银金属量 282.2 吨，平均当量铜品位为 0.64%。

图表 23: San Matias 矿山资源情况

资源级别	矿石量 (百万吨)	当量铜 品位 (%)	铜品位 (%)	金品位 (g/t)	银品位 (g/t)	铜金属 量 (吨)	铜金属量 (百万磅)	金金属量 (盎司)	银金属量 (盎司)
控制									
Alacran, Phase 1	16.7	0.85	0.64	0.30	3.59	106,700	235.2	158,800	1,935,200
Alacran, Phase 2	81.2	0.61	0.44	0.24	2.45	360,200	794.2	613,500	6,389,200
Montiel East	4.3	0.70	0.46	0.35	1.53	19,800	43.7	48,800	211,200
Montiel West	4.6	0.52	0.24	0.49	1.32	11,200	24.8	72,600	195,800
Costa Azul	7.4	0.40	0.24	0.21	0.65	20,300	44.8	49,200	155,800
控制小计	114.3	0.64	0.45	0.26	2.42	518,300	1,142.7	942,900	8,887,200
推测									
Alacran, Phase 1	0.6	0.42	0.33	0.14	1.65	1,900	4.2	2,600	30,500
Alacran, Phase 2	1.6	0.40	0.32	0.13	1.57	5,200	11.5	7,000	83,100
Montiel East	1.8	0.34	0.25	0.15	0.88	4,400	9.6	8,500	50,300
Montiel West	0.6	0.39	0.07	0.54	0.96	400	1.0	11,100	19,000
Costa Azul	0.1	0.39	0.29	0.16	0.60	400	0.8	600	2,400
推测小计	4.8	0.39	0.26	0.20	1.21	12,300	27.2	29,900	185,300
权益	19.995%								

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

San Matias 的预可行性研究将在 2021 年 Q4 完成，2024 年启动建设。该项目 Alacran 矿床预可行性研究的现场工作已恢复，主要为开展环境影响评价和开采计划等工作提供技术信息，公司预计在 2021 年第四季度完成对 Alacran 矿床的环境影响评价、开采计划以及预可行性研究。预计矿山建设将于 2024 年启动。目前初始资本支出为 1.614 亿美元，扩张资本支出为 1.206 亿美元，包括维持资本、尾矿管理设施和回收成本在内的矿山 PEA 寿命资本支出总额为 5.275 亿美元。

San Matias 建成后平均铜产量为 1.81 万吨。公司目前正在勘探的 San Matias 铜-金-银项目，计划最初的开采将集中在 Alacran，针对位于矿床中心的高品位、低废料位置。项目建成后公司预计 1 至 5 年精矿年铜产量为 1.54 万吨；6 至 16 年增加至 2.07 万吨；在矿山 23 年的 PEA 总寿命期间，平均每年铜产量为 1.81 万吨。

矿山 23 年服役期，预计共产铜 41.63 万吨。根据规划，前 1-5 年矿石处理量 8000tpd，铜精矿产量 1.54 万吨/年；第 6 年起矿石处理量提升至 16000tpd，第 6-16 年铜产量 2.07 万吨/年；第 17-23 年推算产量 1.64 万吨/年；年均产铜 1.81 万吨。矿山 23 年 PEA 总寿命期间，合计产铜 41.73

万吨, 金 72.45 万盎司 (22.5 吨), 银 593 万盎司 (184 吨)。预计铜精矿中有害元素的含量非常低, 例如砷和铅。

扣除贵金属副产品收益后, 全矿山寿命周期的平均 C1 现金成本为 1.32 美元/磅铜。使用 3.25 美元/磅铜、1,400 美元/盎司黄金和 17.75 美元/盎司白银的金属价格假设, 按 8% 的贴现率计算的税前净现值为 3.47 亿美元, 税前内部收益率为 26.8%。以 8% 的贴现率和 20.3% 的税后内部收益率计算的税后净现值为 2.107 亿美元, 使用相同的金属价格假设, 投资回收期为 5.3 年。

● 收购 Sky Pearl, 2024 年起贡献 4 万吨铜产能

收购刚果金 Lonshi 铜矿, 矿山并购再下一城。据 2021 年 1 月 15 日公告, 公司拟用自有资金, 以对价 3378 万美元收购欧亚资源集团 (ERG) 旗下 SkyPearl Exploration Limited 的 100% 股权, 获得全资子公司 Sabwe Mining Sarl 持有的刚果金 Lonshi 铜矿采矿权和周边 7 个探矿权, 该项目采矿权 PE13093 范围内合计探明和控制级别资源量 (矿石量) 2,633 万吨, 铜品位 2.74%, 折合铜金属 72 万吨; 另原露采坑底部保安矿柱保有铜金属 15 万吨, 铜品位 3.29%。区内探明 Lonshi 铜矿体, 矿体在深部及延伸向尚未封闭, 具有增储的潜力。

采矿权 PE13093 周边的七个探矿权总面积超过 900km², 均分布于刚果 (金) 东南部, 属于中非铜矿带东段。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, 资源具有进一步扩大的潜力。

图表 24: Lonshi 矿山资源情况

矿权编号	类别	矿石量 万吨	铜品位 %	铜资源量 万吨
PE13093	探明+控制	2633	2.74	72
	原露采坑底部保安矿柱	456	3.29	15
合计		3089	2.82	87
权益		100%		

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

Lonshi 铜矿曾于 2001 年进行露天开采, 2008 年停止生产后一直处于维护状态。公司组织专家团队对 Lonshi 铜矿的资源情况及后续开发可行性进行了充分调研论证。Lonshi 铜矿力争 2021 年下半年开工建设, 预计通过 2 至 2.5 年的复产建设期实现全面投产, 达产后处理矿石能力预计约 150 万吨/年。即最快 2023 年下半年投产, 达产后铜产量可达 4 万吨。

根据 Lonshi 项目可研报告, 设计最终规模为采选矿石量 1500kt/a, 其中: 露采设计规模为 550kt/a, 地下开采设计规模为 950kt/a, 露采服务年限 11 年, 地下开采服务年限 13 年, 达产年平均产阴极铜 37150.74t。项目总投资 389548.17 千美元, 其中: 建设投资 351544.49 千美元, 建设期利息 15503.11 千美元, 流动资金 22500.57 千美元。项目达产年平均总成本费用为 159998.01 千美元/a, 销售收入 252625.01 千美元/a (按照当年铜价计算), 利润总额 77469.50 千美元/a (按

照当年铜价计算)。项目投资所得税前财务内部收益率为 24.42%(税后 17.58%)，项目资本金财务内部收益率 31.68%，达产年平均盈亏平衡点 (BEP) 为 48.39%。

四、盈利预测及估值

● 采矿运营管理项目

普朗项目已实现 1250 万吨计划产量，将为公司贡献稳定业绩；境外谦比希东南矿体项目、KCM 项目及境内肃北项目、海矿石碌项目、锡铁山项目等业绩放量；在建 Timok 项目和 Kamo a 项目有望转为采矿运营管理，成为公司未来业绩增长项。

假设建设项目毛利率和单位成本保持稳定，预计 2021-2025 年公司采矿总量增速在 25%/30%/35%/35%/35% (2019 年、2020 年增速为 35.5%、20.5%)，采矿运营管理项目营收为 21.5/26.9/34.9/47.1/63.6 亿元。

● 矿山工程建设

公司维持 KCM 项目、开磷项目、Lubambe 项目等传统项目储备，进一步拓展增量市场，成功签署塞尔维亚紫金矿业项目、世界级铜矿 Kamo a 项目、印尼 Dairi 项目等；未来有望继续依靠自然崩落法的项目，承接 Timok 下矿带建设项目，预计工程建设项目稳步增长，海外高附加值项目的占比提升，带动毛利率走高。

假设项目毛利率、单位成本保持稳定，预计 2021-2025 年公司矿山工程建设项目营收为 21.3/24.6/28.3/32.5/37.4 亿元。

● 2025 年仅资源板块可实现再造一个金诚信

公司当前权益储量：铜金属 105.4 万吨、金金属 5.9 吨、银金属 246.2 吨、 P_2O_5 约 623.3 万吨。我们预计 2021 年底，Dikulushi 项目将投产形成 1 万吨铜产量，Lonshi 铜矿最快 2023 年再增 4 万吨铜产能，两岔河也于 2023 年投产，届时公司将形成 5 万吨铜+80 万吨 P_2O_5 的生产能力。

按照磷矿石 400 元/吨价格，成本 200 元/吨估算，完全达产后，年可贡献营收 3.2 亿元，毛利润 1.6 亿元。当前铜价 7 万元/吨，Dikulushi 和 Lonshi 完全成本 1.5 万美元/吨和 2.8 万美元/吨估算，完全达产后可实现营收 36 亿元，仅资源板块就达到 2020 年公司所有板块营收水平，相当于再造一个金诚信。

● 金诚信传统业务稳增长，资源开发板块为新增长极

综上：矿价高位有望长期维持，全球矿业资本开支有望进入加速周期，公司作为行业龙头将充分受益，一方面是采矿服务进入 30%+ 的高增速时期，随着公司在海外市场知名度的提升，海外资源开发服务将是公司重要突破点；另一方是，公司低位布局的资源铜矿和磷矿将逐步进入投产期，公司营收水平和利润将再上新台阶，预计 2021-2023 年，公司归母净利润分别达到 5.06/9.07/11.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.85/1.53/1.90 元，对应当前股价 PE 为 25.8/14.4/11.6

倍，首次覆盖，给予“买入”评级。给予未来六个月目标价 38.2 元，对应 2022 年的市盈率为 25 倍，较当前价位（10.22 收盘价 21.81 元）有 75% 的空间。

图表 25：公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
采矿运营管理							
收入/万元	173,185	185,307	215,366	269,208	348,894	471,006	635,859
成本/万元	132,903	134,956	157,218	196,522	254,692	343,835	464,177
毛利/万元	40,282	50,351	58,149	72,686	94,201	127,172	171,682
毛利率	23.3%	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
矿山工程建设							
收入/万元	161,732	185,836	213,711	245,768	282,633	325,028	373,782
成本/万元	111,252	130,837	151,735	174,495	200,669	230,770	265,385
毛利/万元	50,480	54,999	61,976	71,273	81,964	94,258	108,397
毛利率	31.2%	29.6%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
矿山设计咨询及其他业务							
收入/万元	8,479	15,202	18,243	21,891	26,270	31,524	37,828
成本/万元	5,186	11,761	12,770	15,324	18,389	22,067	26,480
毛利/万元	3,294	3,442	5,473	6,567	7,881	9,457	11,349
毛利率	38.8%	22.6%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
资源开发业务							
两岔河磷矿							
收入/万元						20,000	32,000
成本/万元						10,000	16,000
毛利/万元						10,000	16,000
毛利率						50%	50%
Dikulushi 铜矿							
收入/万元				56,000	70,000	70,000	70,000
成本/万元				12,000	15,000	15,000	15,000
毛利/万元				44,000	55,000	55,000	55,000
毛利率				79%	79%	79%	79%
Lonshi 铜矿							
收入/万元					35,000	105,000	259,000
成本/万元					14,000	42,000	103,600
毛利/万元					21,000	63,000	155,400
毛利率					60%	60%	60%
合计							
营业收入	343,396	386,345	447,320	536,867	657,796	827,558	1,047,469
yoy		12.5%	15.8%	20.0%	22.5%	25.8%	26.6%
毛利润	94,056	108,792	125,598	150,526	184,046	230,887	291,427
yoy		15.7%	15.4%	19.8%	22.3%	25.5%	26.2%
毛利率	27.4%	28.2%	28.1%	28.0%	28.0%	27.9%	27.8%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、 风险提示

疫情反复，矿山建设项目落地不及预期；

全球矿业开支不及预期；

全球流动性收紧超出预期导致金属价格超预期下跌；

自有矿山建设及投产进度不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,089	2,077	2,137	2,153	2,608	营业收入	3,434	3,863	4,713	6,727	8,972
应收和预付款项	95	146	292	417	556	营业成本	2,493	2,776	3,394	4,529	6,090
存货	1,886	1,953	2,785	3,976	5,293	营业税金及附加	14	16	19	40	63
其他流动资产	288	241	289	209	129	销售费用	12	16	19	34	49
流动资产合计	4,604	4,478	5,873	6,771	8,597	管理费用	290	289	354	538	736
长期股权投资	0	0	48	48	48	财务费用	90	90	129	171	226
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	4	(11)	(11)	(11)
固定资产	1,201	1,392	1,363	1,322	1,260	投资收益	0	(32)	0	0	0
在建工程	128	46	86	266	446	公允价值变动	(1)	1	0	0	0
无形资产	52	415	420	419	418	营业利润	422	504	717	1,286	1,602
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	3	7	0	0	0
其他非流动资产	288	241	289	209	129	利润总额	415	498	717	1,286	1,602
资产总计	6,273	6,572	8,081	9,036	10,899	所得税	108	140	201	360	449
短期借款	489	513	609	700	800	净利润	307	358	516	926	1,154
应付和预收款项	765	783	872	1,085	1,448	少数股东损益	(2)	(7)	10	19	23
长期借款	29	70	47	47	47	归母股东净利润	310	365	506	907	1,130
其他负债	1,604	1,881	2,235	2,663	3,601						
负债合计	2,200	2,211	3,259	3,687	4,625						
股本	585	583	583	594	594						
资本公积	1,605	1,594	1,597	1,597	1,597						
留存收益	41	15	(54)	(54)	(54)						
归母公司股东权益	4,053	4,262	4,743	5,259	6,166						
少数股东权益	20	99	79	89	108						
股东权益合计	4,073	4,361	4,822	5,349	6,274						
负债和股东权益	6,273	6,572	8,081	9,036	10,899						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	575	460	443	405	750	毛利率	27.4%	28.2%	28.0%	32.7%	32.1%
投资性现金流	(342)	(447)	(410)	(410)	(410)	销售净利率	9.0%	9.5%	10.7%	13.5%	12.6%
融资性现金流	(317)	995	27	21	115	销售收入增长率	10.6%	12.5%	22.0%	42.7%	33.4%
现金增加额	(86)	966	60	16	455	EBIT 增长率	26.1%	23.9%	20.8%	72.2%	25.5%
						净利润增长率	6.2%	18.0%	38.5%	79.3%	24.6%
						ROE	7.3%	7.7%	9.6%	14.7%	15.5%
						ROA	4.7%	4.5%	5.6%	8.3%	8.4%
						ROIC	7.8%	7.5%	8.3%	12.6%	13.6%
						EPS (X)	0.53	0.63	0.85	1.53	1.90
						PE (X)	16.85	19.71	25.81	14.40	11.55
						PB (X)	1.30	1.79	3.10	3.06	2.99
						PS (X)	1.54	2.03	3.17	2.44	2.09
						EV/EBITDA (X)	6.45	7.36	10.86	7.15	5.77

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。