

2023年09月26日

金诚信（603979.SH）

公司快报

Lonshi 铜矿正式开工，资源开发项目逐步兑现

投资要点

- ◆ **事件：**9月20日公司发布公告，位于刚果金的 Lonshi 铜矿采矿、选矿、冶炼联合工程已经完成建设期的各项工作，将于2023年9月20日正式进入生产阶段。
- ◆ **公司以矿山服务业务为基础，布局矿山资源开发，完成点到面的延伸。**公司是一家及矿山工程建设、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矿山综合服务企业，在矿山工程建设、采矿运营管理领域位于行业领先地位，同时，公司也是我国业内较少能精确把握自然崩落法采矿技术的服务商之一。公司基于矿山服务积累的优势，积极布局矿山资源开发板块，参股 Cordoba 矿业公司，合资运营 San Matias 铜金银矿，并购两岔河磷矿、刚果（金）Dikulushi 铜矿、刚果（金）Lonshi 铜矿，实现合计拥有权益金属储量铜 127 万吨、银 367 万吨、金 21 万吨、磷矿石 1920 万吨，形成“服务+资源”的业务模式。
- ◆ **上半年矿服业务完成目标，刚果（金）Lonshi 进入生产阶段。**2023 年半年度公司营业收入达到 32.79 亿元，同比提升 32.30%；实现归母净利润 4.02 亿元，同比提升 36.37%；Q2 单季度营业收入达到 18.03 亿元，环比提升 22.15%，实现归母净利润 2.17 亿元，环比提升 17.30%。在矿山服务领域，上半年公司新签及续签合同 43 亿元，同比提升 30.30%，海外方面首次进入西非市场，承接赤峰黄金加纳瓦萨金矿地下采矿项目；国内方面首次承接贵州福麟矿业鸡公岭磷矿井巷和山东黄金焦家金矿专用回风井井筒掘砌项目。从工作计划来看，公司实现采供矿量 1,874.41 万吨，同比提升 9.22%，完成年计划的 44.86%，实现掘进总量 211.52 万立方米，同比提升 34.85%，已完成年度计划的 49.30%，符合半年度计划。在矿山资源开发领域，上半年刚果（金）Dikulushi 生产铜精矿含铜 3200 吨，含银金属量 7.51 吨，实现铜金矿含铜销售量 3300 吨，营业收入达到 1.68 亿元。刚果（金）Lonshi 目前已正式进入生产阶段，预计年产约 4 万吨铜金属。贵州两岔河磷矿项目南部正式投产，北采区征地、工勘、道路改扩建等工作稳步推进，已完成工业场地初平和场内联络道路修建，具备进场施工条件。
- ◆ **矿山资源开发项目逐步落地，打开公司成长新曲线。**公司矿山资源开采业务主要商品为铜、磷矿石。公司持有刚果（金）Dikulushi 铜矿 100%权益，项目资源含量铜 8 万吨、白银 192 吨，其中采矿权 PE606 矿床铜银矿石量 113 万吨，铜、白银平均品位分别为 6.33%、144g/t，该项目于 2021 年 12 月投产，计划 2023 年生产铜精矿含铜达到 8000 吨；公司持有刚果（金）Lonshi 铜矿 100%权益，该项目拥有 87 万吨铜采矿权资源量，平均品位 2.82%，预计将于 2024 年实现达产，年产 4 万吨铜金属；公司通过子公司开景矿业收购 Cordoba 子公司 CMH 50%的股权，从而间接获得 San Matias 铜金银矿项目权益。San Matias 的 Alacran 铜金银矿床原矿石量 1.02 亿吨，铜金银品位分别为 0.41%、0.26 克/吨、2.30 克/吨；公司持有贵州两岔河磷矿 90%权益，其磷矿石资源量 2133.41 万吨，P₂O₅ 平均品位 32.65%，南部矿区已正式投产，生产规模 30 万吨/年，北部矿区建设期三年，达产后将实现

有色金属 | 其他稀有金属III

投资评级

增持-B(首次)

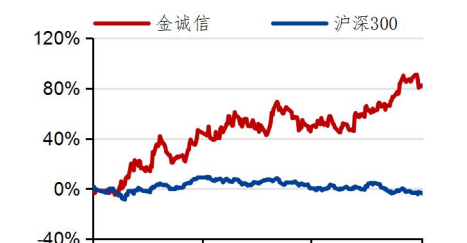
股价(2023-09-26)

37.00 元

交易数据

总市值（百万元）	22,278.87
流通市值（百万元）	22,278.87
总股本（百万股）	602.13
流通股本（百万股）	602.13
12 个月价格区间	38.66/19.86

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.34	26.38	80.37
绝对收益	4.91	21.95	76.14

分析师

席钊耀

 SAC 执业证书编号：S0910523030002
 xiqian Yao@huajinsec.cn

相关报告

生产规模 50 万吨/年。

- ◆ **投资建议：**公司在立足矿山服务业务的同时，扩展矿山资源开发业务，打开第二成长曲线，目前 Dikulushi 铜矿已实现生产，Lonshi 铜矿预计明年将带来业绩放量，贵州两岔河磷矿南部采区已正式投产，北部采区建设期 3 年。我们预测公司 2023-2025 年营业收入将分别达到 71.66、107.24、125.41 亿元，增速分别为 33.8%、49.7%、16.9%；归母净利润分别达到 9.76、17.49、21.36 亿元，增速分别为 60.1%、79.1%、22.1%；对应 PE 分别为 22.8、12.7、10.4 倍，首次覆盖给予增持-B 建议。
- ◆ **风险提示：**1) 大宗商品价格大幅波动；2) 矿山开发项目进度不及预期；3) 宏观经济波动风险；4) 矿山当地政治及经济环境、政策及法律法规等发生重大变化。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,504	5,355	7,166	10,724	12,541
YoY(%)	16.6	18.9	33.8	49.7	16.9
净利润(百万元)	471	610	976	1,749	2,136
YoY(%)	28.9	29.5	60.1	79.1	22.1
毛利率(%)	26.8	26.8	29.5	32.9	32.9
EPS(摊薄/元)	0.78	1.01	1.62	2.90	3.55
ROE(%)	8.5	9.8	13.8	20.0	19.8
P/E(倍)	47.3	36.5	22.8	12.7	10.4
P/B(倍)	4.4	3.7	3.3	2.6	2.1
净利率(%)	10.5	11.4	13.6	16.3	17.0

数据来源：聚源，华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

(1) 矿山服务：矿山服务作为公司核心业务，竣工最深达到 1526 米，斜坡道最长达到 8008 米，已承担 30 余个海外大型矿山建设和采矿运营管理项目。2023 年上半年公司已完成掘进总量 211.52 万立方米，实现年计划的 49.30%，符合计划预期，并签订续签及新签合同 43 亿元。预计 2023-2025 年公司矿山服务业务营收增速将分别达到 20.00%、20.32%、20.56%。基于公司近些年矿山服务业务毛利率基本稳定在 27%-28% 之间，预计 2023-2025 年矿山服务业毛利率将稳步提升，分别达到 27.83%、28.02%、28.53%。

(2) 铜矿：公司计划 2023 年 Dikulushi 铜精矿产量 8000 吨，销售量 1 万吨，预计 2023-2025 年 Dikulushi 铜矿每年平均销售铜精矿 1 万吨；Lonshi 铜矿采矿、选矿、冶炼联合工程已建成投产，预计 2024 年实现生产，年产规模为 4 万吨铜金属，考虑到产能爬坡影响，预计 2024-2025 年 Lonshi 铜矿铜金属销量分别为 3.25 万吨、3.75 万吨。综上所述，预计公司 2023-2025 年将实现铜精矿销量 1 万吨、4.35 万吨、4.75 万吨，营收增速将分别达到 100.00%、345.62%、9.20%。从铜价来看，预计明年美联储将迎来降息周期，铜价未来有望上行，我们假设 2023-2025 年均价分别为 61675.5 元/吨、63181.6 元/吨、63181.6 元/吨。根据公司半年报数据测算，并伴随明年可能迎来的美联储降息周期，铜价有望继续上涨，预计 2023-2025 年铜矿毛利率将分别达到 43.22%、44.00%、44.00%。

(3) 磷矿：贵州两岔河磷矿分为南、北两个采矿区，南部矿采矿生产规模 30 万吨/年，根据公司半年报披露已正式投产，我们预计今年产量将达到 15 万吨；北部采矿区生产规模 50 万吨/年，建设期 3 年。综上所述，预计公司 2023-2025 年将实现磷矿销量 15 万吨、30 万吨、30 万吨，营收增速将分别达到 100.00%、100.00%、0.00%。从磷矿价格来看，我们假设矿价格 2023-2025 年将维持 950 元。成本端，根据公司公告显示两岔河磷矿总成本费用 199 元/吨，考虑到人工费用提升，假设磷矿生产成本 299 元/吨测算，预计 2023-2025 年磷矿毛利率均为 68.53%。

表 1：分产品预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
矿山服务						
收入	37.21	43.00	52.29	62.75	75.50	91.02
增速	10.71%	15.56%	21.60%	20.00%	20.32%	20.56%
毛利率	25.60%	27.11%	28.40%	27.83%	28.02%	28.53%
铜矿						
收入	-	-	-	6.17	27.48	30.01
增速	-	-	-	100.00%	345.62%	9.20%
毛利率	-	-	-	43.22%	44.00%	44.00%
磷矿						
收入	-	-	-	1.43	2.85	2.85
增速	-	-	-	100.00%	100.00%	0.00%
毛利率	-	-	-	68.53%	68.53%	68.53%
其他业务						
收入	1.42	2.04	1.26	1.32	1.41	1.53
增速	94.52%	43.66%	-38.24%	4.76%	6.82%	8.51%
毛利率	21.85%	11.55%	-6.65%	5.13%	5.22%	10.66%
合计						
收入	38.63	45.04	53.55	71.66	107.24	125.41
增速	12.51%	16.57%	18.90%	33.82%	49.65%	16.94%
毛利率	28.16%	26.78%	26.84%	29.52%	32.89%	32.92%

资料来源：华金证券研究所预测

二、可比公司估值

我们选取钕铁硼磁材相关公司紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、云南铜业作为可比公司。可比公司 2023-2025 年平均 PE 估值为 12.65、10.68、9.53 倍。公司作为国内矿山服务头部企业之一，资源开发类业务进入落地兑现期，带动公司未来业绩提升。

表 2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	EPS/元			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601899.SH	紫金矿业	12.65	3,330.31	0.88	1.08	1.31	14.31	11.69	9.63
603993.SH	洛阳钼业	6.08	1,313.23	0.40	0.53	0.58	15.26	11.49	10.49
600362.SH	江西铜业	19.56	677.31	1.84	1.92	2.05	10.62	10.17	9.55
000878.SZ	云南铜业	11.79	236.23	1.13	1.26	1.39	10.42	9.36	8.48
平均值							12.65	10.68	9.53
300748.SZ	金诚信	37.00	222.79	1.62	2.90	3.55	22.82	12.74	10.43

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 Wind 一致预期，截至日期 2023 年 9 月 26 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5779	6540	7899	10187	13094
现金	1848	2133	2674	3432	4641
应收票据及应收账款	2037	2009	2768	3540	4820
预付账款	55	80	108	136	216
存货	792	1170	1355	1844	2365
其他流动资产	1047	1147	994	1236	1052
非流动资产	2905	4731	4904	4967	5036
长期投资	51	22	36	43	45
固定资产	1626	2095	2215	2226	2244
无形资产	636	648	651	655	658
其他非流动资产	592	1966	2002	2044	2089
资产总计	8684	11271	12803	15154	18130
流动负债	2225	3278	3853	4378	5240
短期借款	433	584	634	747	973
应付票据及应付账款	942	1512	1854	2037	2513
其他流动负债	849	1182	1365	1594	1754
非流动负债	1105	1803	1850	1980	2011
长期借款	941	1507	1566	1687	1722
其他非流动负债	164	296	283	293	289
负债合计	3331	5081	5702	6358	7250
少数股东权益	65	61	68	80	97
股本	594	602	602	602	602
资本公积	1733	1872	1872	1872	1872
留存收益	2806	3322	4184	5732	7623
归属母公司股东权益	5288	6128	7033	8716	10782
负债和股东权益	8684	11271	12803	15154	18130

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	689	957	967	955	1445
净利润	457	605	983	1762	2152
折旧摊销	248	329	313	353	402
财务费用	105	23	6	59	64
投资损失	22	32	28	30	26
营运资金变动	-225	-63	-362	-1247	-1199
其他经营现金流	81	31	-1	-1	-1
投资活动现金流	-737	-1661	-512	-445	-496
筹资活动现金流	-259	888	36	134	36

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.78	1.01	1.62	2.90	3.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.59	1.61	1.59	2.40
每股净资产(最新摊薄)	8.44	9.88	11.38	14.17	17.61

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4504	5355	7166	10724	12541
营业成本	3298	3918	5050	7199	8418
营业税金及附加	28	43	40	65	81
营业费用	20	26	36	48	45
管理费用	300	368	485	715	797
研发费用	79	94	115	175	184
财务费用	105	23	6	59	64
资产减值损失	-68	-67	-100	-83	-60
公允价值变动收益	10	-7	0	0	0
投资净收益	-22	-32	-28	-30	-26
营业利润	605	787	1312	2359	2874
营业外收入	3	2	3	2	3
营业外支出	7	8	6	10	11
利润总额	600	781	1309	2352	2865
所得税	143	176	325	590	713
税后利润	457	605	983	1762	2152
少数股东损益	-14	-5	7	13	17
归属母公司净利润	471	610	976	1749	2136
EBITDA	881	1181	1637	2708	3255

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	16.6	18.9	33.8	49.7	16.9
营业利润(%)	20.0	30.1	66.8	79.8	21.8
归属于母公司净利润(%)	28.9	29.5	60.1	79.1	22.1
获利能力					
毛利率(%)	26.8	26.8	29.5	32.9	32.9
净利率(%)	10.5	11.4	13.6	16.3	17.0
ROE(%)	8.5	9.8	13.8	20.0	19.8
ROIC(%)	6.9	7.6	10.2	14.9	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	38.4	45.1	44.5	42.0	40.0
流动比率	2.6	2.0	2.1	2.3	2.5
速动比率	1.8	1.3	1.4	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.8	0.8
应收账款周转率	2.2	2.6	3.0	3.4	3.0
应付账款周转率	3.6	3.2	3.0	3.7	3.7
估值比率					
P/E	47.3	36.5	22.8	12.7	10.4
P/B	4.4	3.7	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	25.1	19.3	13.7	8.1	6.5

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

席钊耀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn