



## 买入（首次）

所属行业：有色金属/工业金属  
当前价格(元)：50.23

### 证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003

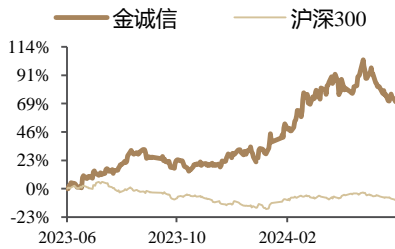
邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

### 研究助理

谷瑜

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.93	-5.30	1.27
相对涨幅(%)	-5.95	-3.49	3.73

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 金诚信(603979.SH)：矿服为基，铜磷资源开辟新增长

## 投资要点

- 矿山服务&资源开发双轮驱动。**公司以“矿山服务”、“资源开发”双轮驱动，从单一的矿山服务企业向集团化的矿业公司全面转型。**矿山服务方面。**截至2023年年报，公司在境内外承担近40个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目，2023年实现采供矿量3933.10万吨，处于国内前列。**资源开发方面，**公司在手两岔河磷矿，刚果(金)Dikulushi铜矿、刚果(金)Lonshi铜矿，并参股哥伦比亚San Matias铜金银矿，拟并购鲁班比铜矿。**截至2023年年报，公司总计拥有权益资源储量铜金属120万吨，银金属179吨，金金属19吨，磷矿石(31.87%品位)1910万吨。**公司绝大部分营收及毛利来自矿山工程建设和采矿运营管理，2023年两项收入合计占比87.4%；毛利合计占比83.1%；同时，2023年公司资源开发板块首次贡献营收，铜精矿和磷矿石实现销售，占收入比重为8.5%，贡献13.5%的毛利。
- 矿服业务为基石，深耕海外市场。**公司业务集中于非煤地下矿山的开发服务领域，目前以地下矿山开发服务中的设计研究、工程建设和采矿运营为主营业务。截至2023年年报，公司矿服业务在建项目数量总计39项，其中境内23个，境外16个。公司的海外矿山服务业务主要分布于非洲及欧亚地区，服务的矿山包括赞比亚Chambishi铜矿、Lubambe铜矿，刚果(金)Kamoa铜矿、加纳Wassa金矿，塞尔维亚Timok铜金矿、Bor铜金矿、丘卡卢-佩吉铜金矿等，海外矿服收入占比持续提升。大多数年份公司采矿运营管理和矿山工程建设业务毛利率维持在25%-30%区间，较为稳定。
- 铜磷资源开发放量，开辟新增长。**公司矿山资源开发业务的主要产品为铜、磷矿石。①公司持有贵州两岔河磷矿90%股权，2023年两岔河磷矿南部采区(30万吨/年)正式投产，北部采区落地后规模预计达80万吨/年。②公司持有刚果(金)Dikulushi铜矿90%股权，刚果(金)Dikulushi铜矿重启，产量趋稳，2023年生产铜精矿15198.74吨，折合生产铜精矿含铜(当量)约9777.49吨。③公司持有刚果(金)Lonshi铜矿100%权益，Lonshi铜矿提前投产，实现资源开发新跨越，2023年实现阴极铜产量4622吨，2024年计划生产铜金属2万吨，达产后年产约4万吨铜金属。④哥伦比亚San Matias铜金银矿持股比例提升至60%，全力推进项目建设。⑤鲁班比铜矿推进交割，低对价入手非洲铜矿资产，拟收购Lubambe铜矿80%的权益，技改优化后预计可实现项目年均铜精矿产量为7.75万吨，铜精矿含铜金属量3.25万吨。
- 盈利预测。**根据公司2024年经营计划以及矿山投产进度，我们预计2024-2026年公司磷矿石产量为30万吨，铜金属产量分别为3/5/5万吨。价格方面，我们预计2024-2026年铜价分别为76000/78000/80000元/吨，磷矿石价格保持在1050元/吨。我们选取了国内铜矿开发领域龙头公司紫金矿业、洛阳钼业和西部矿业作为可比公司。结合上述量价假设，我们预计公司2024-2026年实现营业收入95/116/128亿元，实现归母净利16.3/23.0/24.8亿元，截至2024年6月25日收盘，公司310亿市值对应2024-2026年PE分别为19.0x、13.5x、12.5x，2025-2026年PE估值与可比公司相当。公司稳健且有增长的高毛利率矿服业务以及依靠矿服业务积累的经验技术开拓的矿产开发业务双轮驱动，我们看好公司发展以及两岔河磷矿北部采区投产、成功并入鲁班比铜矿、参股的San Matias铜金银矿投产，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**铜矿供给超预期致铜价不及预期；地缘政治风险影响公司海外项目进度；境外市场经营风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	617.53		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	617.53	营业收入(百万元)	5,355	7,399	9,534	11,575	12,752
52 周内股价区间(元):	29.52-60.22	(+/-)YOY(%)	18.9%	38.2%	28.9%	21.4%	10.2%
总市值(百万元):	31,018.64	净利润(百万元)	611	1,031	1,632	2,296	2,481
总资产(百万元):	13,769.63	(+/-)YOY(%)	29.8%	68.7%	58.3%	40.6%	8.1%
每股净资产(元):	12.37	全面摊薄 EPS(元)	0.99	1.67	2.64	3.72	4.02
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	26.8%	30.4%	33.9%	35.6%	35.4%
		净资产收益率(%)	10.0%	14.3%	18.8%	21.3%	19.0%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 金诚信：矿山服务&资源开发双轮驱动 .....	6
1.1. 发轫于 90 年代的矿服龙头，转型成为矿服&资源双驱动企业 .....	6
1.2. 股权结构稳定，矿服历史源远流长 .....	7
1.3. 下属企业约 40 家 .....	8
2. 矿服业务为基石，深耕海外市场 .....	9
2.1. 公司业务集中于非煤地下矿山的开发服务领域 .....	9
2.2. 在手订单充裕，海内外市场齐发展 .....	10
2.3. 矿服海内外在建项目达 39 项，业务量维持高增速 .....	12
3. 铜磷资源开发放量，开辟新增长 .....	14
3.1. 两岔河磷矿南部采区正式投产，北部采区落地后预计规模达 80 万吨/年 .....	14
3.2. 刚果（金）Dikulushi 铜矿重启，产量趋稳 .....	15
3.3. 刚果（金）Lonshi 铜矿提前投产，资源开发新跨越 .....	16
3.4. 哥伦比亚 San Matias 铜金银矿持股比例提升，全力推进项目建设 .....	17
3.5. 鲁班比铜矿推进交割，低对价入手非洲铜矿资产 .....	19
4. 盈利预测 .....	23
5. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 公司大事记.....	6
图 2: 公司股权结构.....	7
图 3: 公司营业收入占比.....	9
图 4: 公司毛利占比.....	9
图 5: 营业收入及同比增速.....	9
图 6: 归母净利及同比增速.....	9
图 7: 主要业务毛利率.....	9
图 8: 毛利率和净利率.....	9
图 9: 矿山开发服务产业链.....	10
图 10: 中国采矿业营业收入及同比增速.....	10
图 11: 我国矿业行业总营收占 GDP 比重.....	10
图 12: 普朗项目.....	11
图 13: 采供矿量及增速.....	12
图 14: 掘进总量及增速.....	12
图 15: 2023 年公司营收结构.....	13
图 16: 2023 年公司矿服业务境内外占比 (单位: 亿元).....	13
图 17: 2023 年采矿运营管理成本构成 (单位: 万元).....	13
图 18: 2023 年矿山工程建设成本构成 (单位: 万元).....	13
图 19: 公司矿服毛利率.....	13
图 20: 矿区交通位置示意图.....	15
图 21: 矿区矿段分布图.....	15
图 22: Dikulushi 铜矿投产以来产销量及预测.....	16
图 23: 交通位置图.....	17
图 24: 矿区区域位置简图.....	17
图 25: 矿区交通位置图.....	18
图 26: LCML 股权结构.....	19
图 27: 矿山地理位置图.....	20
图 28: 矿权范围图.....	20
图 29: 现采区矿区划分图.....	21
图 30: Lubambe 铜矿近年来产量及产能利用率.....	21

表 1: 公司总计拥有矿产保有资源储量 (权益储量) .....	7
表 2: 主要参控股公司.....	8
表 3: 公司部分增值服务项目 .....	11
表 4: 公司矿服业务在建项目数量及总金额 .....	12
表 5: 各矿山保有资源量及储量情况 .....	14
表 6: 收购 AMC 公司 Dikulushi 矿区下属的两个矿业权及相关资产时, 矿区基本情况..	16
表 7: 鲁班比铜矿采掘计划表.....	21
表 8: 铜价敏感性分析.....	22
表 9: 公司矿产品产量预测 .....	23
表 10: 公司营业收入、营业成本和毛利预测 (单位: 百万元) .....	23
表 11: 可比公司估值表 (截至 2024.06.25) .....	24

## 1. 金诚信：矿山服务&资源开发双轮驱动

公司以矿服起家，跨入资源开发领域。公司在矿山服务业务保持稳定发展的基础上，利用多年积累的矿山服务管理优势、技术优势和品牌优势，积极向资源开发领域延伸，借助并充分发挥传统主业优势，逐步探索出“服务+资源”的业务模式，以“矿山服务”、“资源开发”双轮驱动，推动公司从单一的矿山服务企业向集团化的矿业公司全面转型。

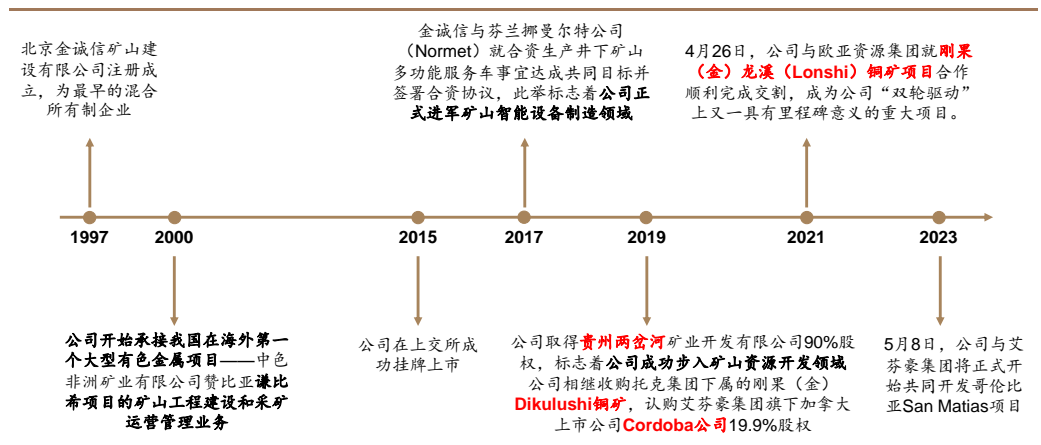
### 1.1. 发轫于 90 年代的矿服龙头，转型成为矿服&资源双驱动企业

1997 年 12 月 5 日，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。1999 年 3 月，国有股权退出控股地位，金诚信转变为民营性质。2000 年 7 月，公司开始承接我国在海外第一个大型有色金属项目——中色非洲矿业有限公司赞比亚谦比希项目的矿山工程建设和采矿运营管理业务。2002，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。2015 年 6 月 30 日，公司在上交所成功挂牌上市。

2017 年 8 月 3 日，金诚信与芬兰挪曼尔特公司 (Normet) 就合资生产井下矿山多功能服务车事宜达成共同目标并签署合资协议，此举标志着公司正式进军矿山智能设备制造领域。

2019 年 5 月 23 日，公司与贵州开磷集团股份有限公司签署股权转让协议，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。2019 年下半年公司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. (简称“Cordoba 公司”) 19.9% 股权。2021 年 4 月 26 日，公司与欧亚资源集团就刚果 (金) 龙溪 (Lonshi) 铜矿项目合作顺利完成交割，成为公司“双轮驱动”上又一具有里程碑意义的重大项目。2023 年 5 月 8 日，公司与艾芬豪集团旗下科尔多巴矿业公司及其全资子公司在公司北京总部隆重举行合资运营哥伦比亚 San Matias 项目交割仪式，公司与艾芬豪集团将正式开始共同开发哥伦比亚 San Matias 项目。

图 1：公司大事记



资料来源：公司官网，公司公告 (2019-2020 年报)，德邦研究所

➤ 矿山服务方面。截至 2023 年，公司在境内外承担近 40 个大型矿山工程

建设和采矿运营管理项目，2023 年实现采供矿量 3933.10 万吨；竣工竖井最深 1526 米，斜坡道最长达 8008 米，目前均处于国内前列。

- **资源开发方面。**公司在手两岔河磷矿，刚果（金）Dikulushi 铜矿、刚果（金）Lonshi 铜矿，并参股哥伦比亚 San Matias 铜金银矿。截至 2023 年，公司总计拥有权益资源储量铜金属 120 万吨，银金属 179 吨，金金属 19 吨，磷矿石（31.87%品位）1910 万吨。

表 1：公司总计拥有矿产保有资源储量（权益储量）

铜金属（万吨）	银金属（吨）	金金属（吨）	磷矿石（万吨，品位 31.87%）
120	179	19	1,910

资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所

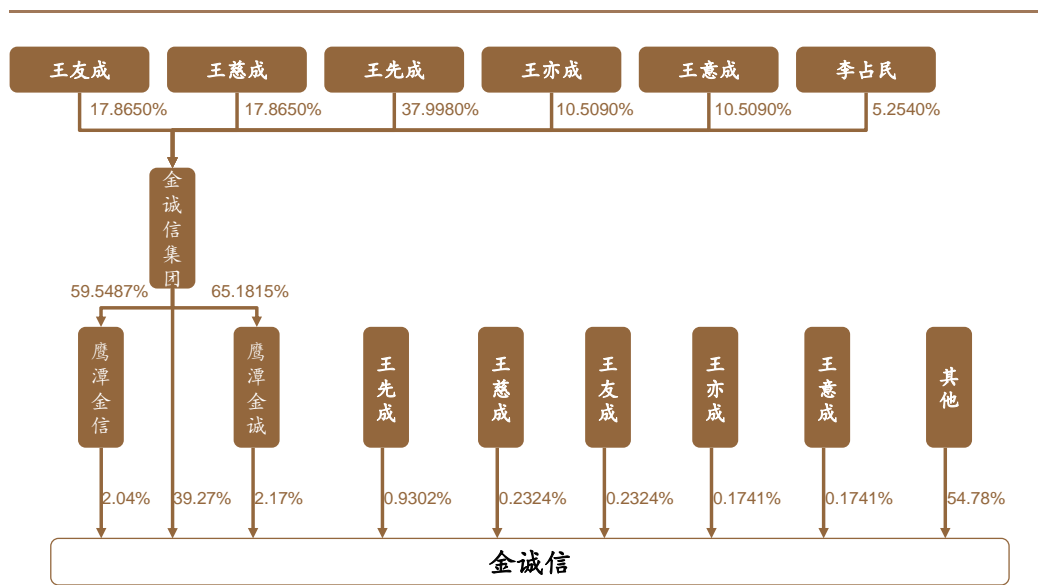
注：上述权益储量包含的 San Matias 铜金银矿资源量按照公司持有 Cordoba 矿业 19.995%权益及 CMH 公司 50%权益计算。公司对 CMH 公司（即 San Matias 铜金银矿项目公司）的股权投资对价将按照协议约定条件分期支付，若后续公司选择不再出资 2000 万美元认购 CMH 公司增发新股，届时公司持有 CMH 公司的股权比例将下降至 40%，权益储量将相应进行调整。

## 1.2. 股权结构稳定，矿服历史源远流长

公司的控股股东为金诚信集团，截至 2024 年一季度，持有公司 39.27%的股权；实控人为五位自然人：王先成、王慈成、王友成、王亦成、王意成，合计持有金诚信集团约 94.75%的股权。其中王先成为金诚信集团董事长、公司董事；王慈成为金诚信集团董事，公司董事、常务副总裁；王友成为金诚信集团董事，公司董事、副总裁；王亦成为公司项目经理顾问；王意成为公司物资管理中心专业总监。

金诚信集团自 1997 年成立以来一直从事采矿运营管理和矿山工程建设等业务，其于 2010 年 8 月将其拥有的与采矿运营管理和矿山工程建设相关的全部经营性资产和负债通过增资及出售的方式注入公司。此后，金诚信集团不再从事采矿运营管理、矿山工程建设业务，而成为一家股权管理公司。实际控制人王先成家族从事矿山开发服务的历史源远流长。王先成先生生长于矿工世家，祖辈六代均工作于温州矾矿，该矿位于中国井巷之乡——浙江省苍南县，至今已有 600 多年开采史。王氏家族自上世纪 80 年代就开始独立从事矿山开发服务业。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所，控股股东持股比例截至 2024 年一季度，股权穿透截至 2023 年报

### 1.3. 下属企业约 40 家

截至 2023 年年报，公司集团内有 37 家子公司和 2 家合营联营企业，主营矿山管理建设、矿山工程设计、矿产品采选等业务。

矿山工程建设主要指矿山基建期各项建设工程、矿山生产期改扩建各项建设工程以及其他单项技改措施工程等。采矿运营管理是以矿山持续稳定的采矿生产为目标，保证矿山在一定的生产周期内，按照核准的生产规模，连续均衡地产出质量合格的矿石。矿山设计与技术研发是指为矿山的建设、改扩建和技术革新而进行的规划、设计和咨询服务，旨在根据矿床赋存状况和经济技术条件，选择技术可行、经济合理的矿产资源开发方案。资源开发业务已逐步涵盖矿山资源的并购、勘探、建设、采矿、选矿、冶炼、产品销售等环节。2023 年，公司自营的贵州两岔河磷矿、刚果（金）Dikulushi 铜矿、刚果（金）Lonshi 铜矿均进入生产期，通过并购增加了在哥伦比亚 San Matias 铜金银矿项目公司层面 50% 的权益。

表 2：主要参控股公司

子公司名称	主要经营地	注册资本	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
					直接	间接	
金诚信技术公司	北京	5,000 万元人民币	北京	反井工程	100		设立
老挝金诚信	老挝万象	16,912,000,000 基普	老挝万象	矿产勘探、挖掘开采服务	100		设立
两岔河矿业	贵州	1,000 万元人民币	贵州	矿产品采选	90		非同一控制下企业合并
金景矿业	刚果(金)	100,000.00 美元	刚果(金)		90		设立
Sabwe 公司	刚果(金)	4,650,000 刚果法郎	刚果(金)			100	非同一控制下企业合并
金诚信设计院	北京	5500 万元人民币	北京	矿山工程设计	100		非同一控制下企业合并
云南金诚信	云南	8950.72 万元人民币	云南		100		同一控制下企业合并
赞比亚金诚信	赞比亚铜带省	506.50 万克瓦查	赞比亚铜带省		99	1	设立
金诚信塞尔维亚	塞尔维亚	118,028,300.00RSD	塞尔维亚		100		设立
百安矿业	刚果(金)	10 万美元	刚果(金)			100	设立
元景矿业	刚果(金)	1,635 万刚果法郎	刚果(金)			90	设立
印尼达瑞项目联合体	印度尼西亚		印度尼西亚			75	设立
金哈矿山建设	哈萨克斯坦	1,250 万坚戈	哈萨克斯坦	矿山管理建设	100		设立
SkyPearlExplorationLimited	刚果(金)	50,000 美元	开曼群岛				100
金印公司	印度尼西亚	10,000,000,000 印尼卢比	印度尼西亚		67		设立
刚果(金)金诚信	刚果(金)	10 万美元	刚果(金)			100	设立
金刚公司	刚果(金)	200 万美元	刚果(金)		49	51	设立
金科建设	刚果(金)	10 万美元	刚果(金)			100	设立
金吉公司	刚果(金)	100,000.00 美元	刚果(金)			100	设立
开拓者公司	加纳	16,500,000 加纳塞地	加纳			100	设立
开景矿业	香港	1 万美元	香港	矿山管理建设 投资 贸易		100	设立
湖北金诚信	湖北	5,000 万元人民币	湖北		100		设立
致用实业	毛里求斯	1 万美元	毛里求斯		100		设立
迈拓矿业	赞比亚	1.5 万克瓦查	赞比亚	矿业服务	-	100	设立
致元矿业	毛里求斯	1 万美元	毛里求斯			-	100
景诚资源	香港	1 万美元	香港		100		设立
开元矿业	香港	1 万美元	香港			100	设立

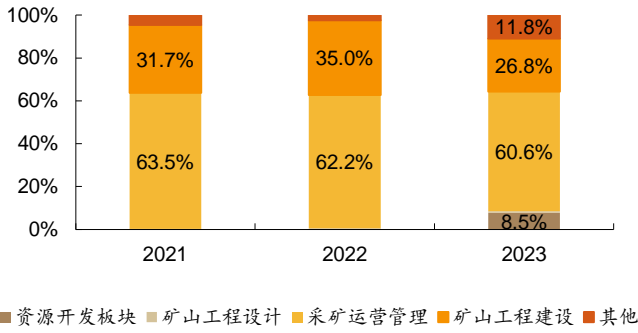
资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所

公司绝大部分营收及毛利来自矿山工程建设和采矿运营管理，2023 年两项收入占比分别为 26.8%、60.6%，合计占比 87.4%；两项毛利占比分别为 23.8%、59.3%，合计占比 83.1%。2023 年公司资源开发板块首次贡献营收，铜精矿和磷



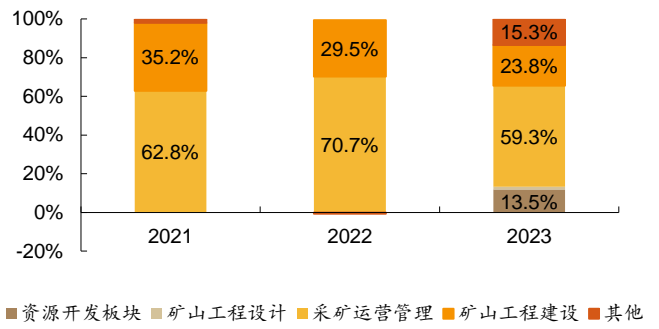
矿石实现销售，占收入比重为 8.5%，贡献 13.5%的毛利。

图 3：公司营业收入占比



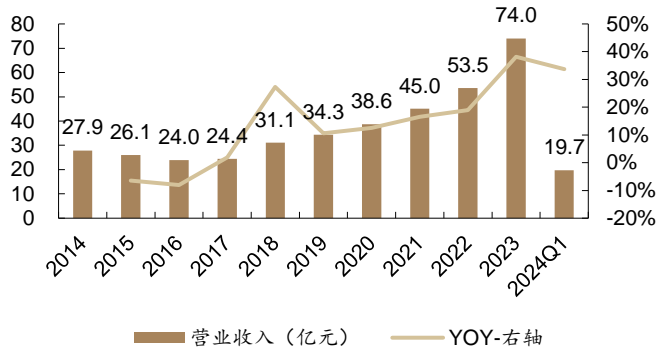
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所  
注：“其他”包含矿山机械设备制造等

图 4：公司毛利占比



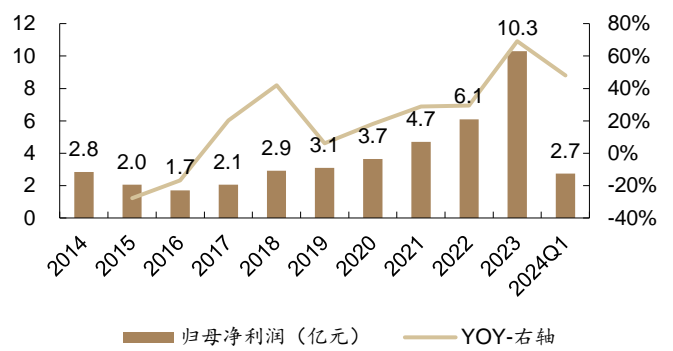
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所  
注：“其他”包含矿山机械设备制造等

图 5：营业收入及同比增速



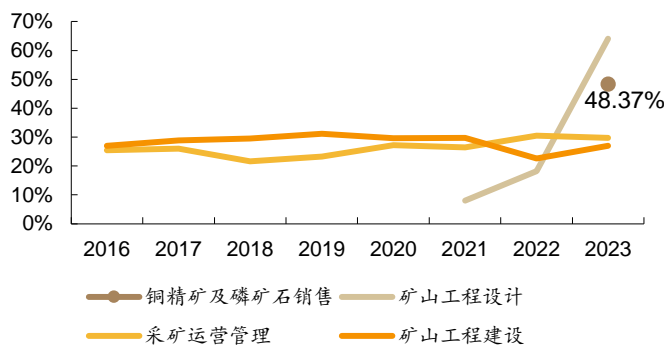
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 6：归母净利润及同比增速



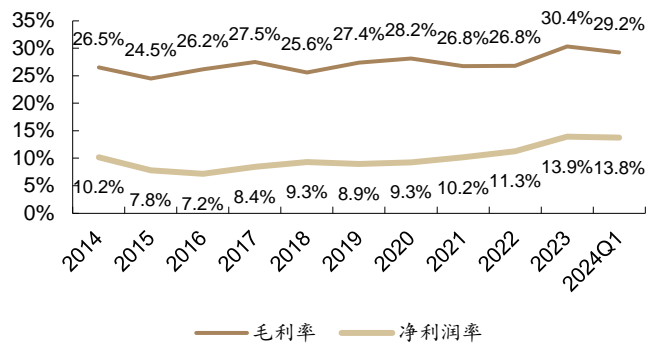
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 7：主要业务毛利率



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 8：毛利率和净利率



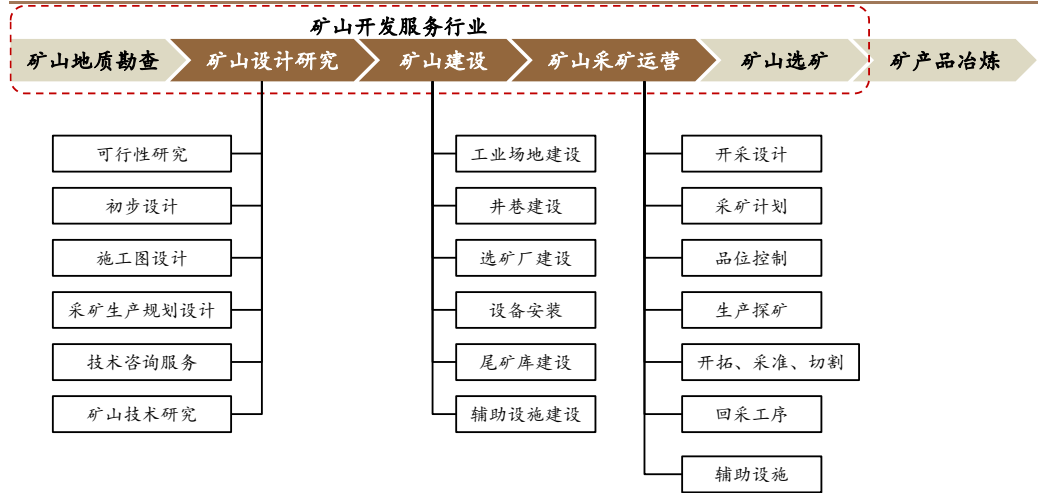
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

## 2. 矿服业务为基石，深耕海外市场

### 2.1. 公司业务集中于非煤地下矿山的开发服务领域

金诚信集团自 1997 年成立起，一直从事采矿运营管理和矿山工程建设等业务，优势之一是利用先进的无轨设备施工斜坡道和平巷工程，其中，大断面斜坡道施工速度在行业内一直处于领先地位，曾多次刷新全国施工纪录。公司目前以地下矿山开发服务中的设计研究、工程建设和采矿运营为主营业务，其在地下矿山开发服务产业链中的位置如下所示：

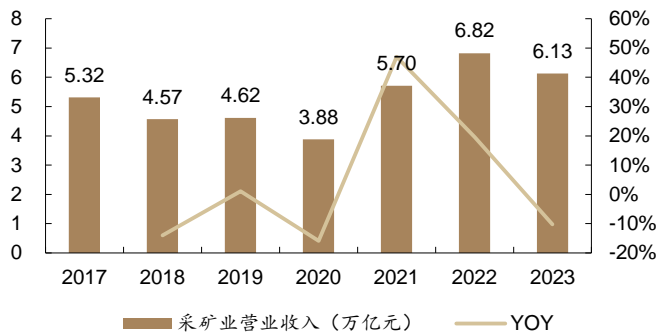
图 9：矿山开发服务产业链



资料来源：公司公告-招股书，德邦研究所  
注：深色底色部分为公司的主营业务

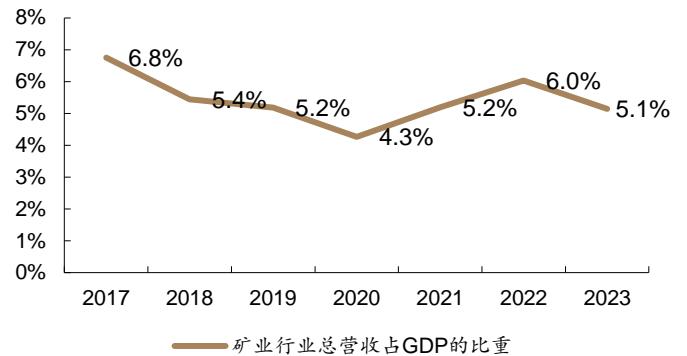
矿山开发服务业是矿山开发的上游行业，其发展与矿产行业的总体形势休戚相关。矿山工程建设与矿山开发投资关系密切，行业周期变化基本一致；采矿运营管理受矿业整体行业形势影响相对较少，其服务对象主要是已建成的矿山，业务持续性强。由于大中型矿山开发前期投资大，涉及业务范围广，且由于矿山停产维护期成本开支也很高，业主采矿运营业务只要盈利、甚至盈亏平衡时，就会维持生产。因此，采矿运营管理市场与宏观经济长期发展趋势具有较为一致的周期性，但短期波动较小。近年来，中国采矿业营收在 6 亿元左右，占 GDP 比重约为 5%。

图 10：中国采矿业营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国家统计局，德邦研究所

图 11：我国矿业行业总营收占 GDP 比重



资料来源：Wind，国家统计局，德邦研究所

## 2.2. 在手订单充裕，海内外市场齐发展

公司在境内外承担近 40 个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目，2023 年实现采供矿量 3933.10 万吨；竣工竖井最深达 1526 米，斜坡道最长达 8008 米，目前均处于国内前列。公司是国内为数不多能够精确把握自然崩落法采矿技术的

服务商之一，并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。2021 年 12 月 14 日，由公司承建并申报的“普朗铜矿一期采选工程矿山井巷工程出矿系统”获中国建设工程鲁班奖，而且是该年度有色金属行业唯一获奖项目。

图 12: 普朗项目



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司是国内较早“走出去”的矿山服务商之一，自 2003 年承接赞比亚 Chambishi 项目矿山开发业务，至今已 20 年。目前，公司的海外矿山服务业务主要分布于非洲及欧亚地区，服务的矿山包括赞比亚 Chambishi 铜矿、Konkola 铜矿、Lubambe 铜矿，刚果（金）Kamoa 铜矿、Kamoya 铜钴矿、Musonoi 铜钴矿、Kinsenda 铜矿、Kipushi 铜矿、加纳 Wassa 金矿、塞尔维亚 Timok 铜金矿、Bor 铜金矿、丘卡卢-佩吉铜金矿，哈萨克斯坦 Shalkiya 铅锌矿、印度尼西亚 Dairi 铅锌矿、老挝开元钾盐矿等，境外高质量项目的承接为公司未来海外市场的持续发展奠定了坚实基础。此外，公司通过评审矿山实施方案、提出设计优化建议等形式，为矿山业主提供了大量的增值服务，一些重大安全隐患得以消除、矿山投资降低、施工工期缩短、损失贫化指标改善，为业主创造了可观的经济效益和社会效益。

表 3: 公司部分增值服务项目

序号	服务的项目	服务时间	服务内容	取得的效果
1	锡铁山项目	2019 年	对采矿方法提出了优化设计方案和采场顶板管理技术措施，该方案得到有效实施，改变了以往生产与安全被动的局面，经济与社会效益明显。	
2	普朗项目	2021 年	泥石流是自然崩落法不可避免的问题，公司针对矿体开采该技术成果在普朗铜矿成功的实施，有效地防治了采木条件，开展了泥石流产生及危害研究，取得了成功并得到区危害性大的泥石流的产生，保证了生产安全，节约了较好的实施。	
3	刚果（金）Kamoa 项目	2021-2022 年	刚果（金）Kamoa 项目是一大规规模采矿项目，针对该矿床矿该成果技术在刚果（金）Kamoa 矿得到了较好的实施，石品位高、矿体厚大等主要开采技术条件，公司通过专题研为矿山的顺利投产和达产起到了重要的作用。由于该究，开发了超大进路全断面掘进低贫损采矿技术，较好地解技术先进、可操作性强，得到了业主的高度评价，为决了该项目的采矿技术问题。	
4	佩吉项目	2023 年	佩吉项目公司风井需要穿过软弱膨胀性岩层，施工难度大。该技术先进，安全可靠，可操作性强等优点，取得了公司通技术攻关，采用挖机开挖、短掘短支、钢筋混凝土支很好的实际效果与经济效益。目前已推广应用到多个护的综合技术，较好地解决了这一技术难题。	

资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所

公司主要从事的采矿运营管理和矿山工程建设业务，与客户的收入结算方式如下：

- **采矿运营管理业务：**合同履行期间，业主每月按采矿结算额的 90-95% 支付采矿进度款，次年的一季度之内总结算后再支付剩余的结算尾款。
- **矿山工程建设业务：**合同履行期间，业主每月按工程进度结算额的 80-85% 支付工程进度款，工程竣工结算后，工程款支付至总结算价的 95%，余下的 5% 作为工程质量保证金，保修期为一年，保修期满后，支付剩余的资金。

### 2.3. 矿服海内外在建项目达 39 项，业务量维持高增速

截至 2023 年报，公司矿服业务在建项目数量总计 39 项，其中境内 23 个，境外 16 个。

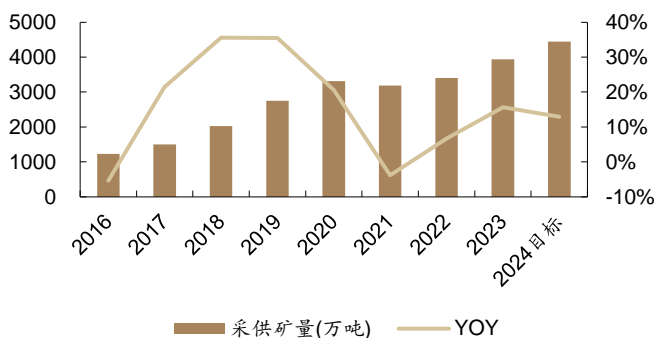
表 4：公司矿服业务在建项目数量及总金额

业务地区	项目数量 (个)	总金额 (万元)
境内	23	244,762.36
境外	16	415,986.77
合计	39	660,749.13

资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所

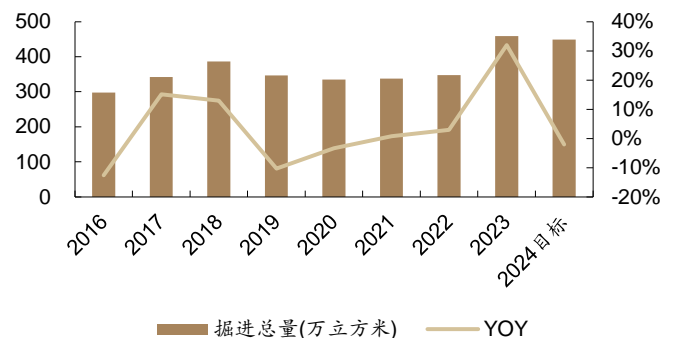
2023 年矿服板块海内外完成掘进总量（含采切量）458.58 万立方米，计划完成率为 106.88%；采供矿量 3933.10 万吨，计划完成率为 94.13%，2016 年来公司采供矿量 CAGR 高达 18.0%，掘进总量 CAGR 达到 6.4%。公司 2023 年实现矿服（采矿运营管理+矿山工程建设+矿山机械设备制造+矿山工程设计与咨询）营业收入 66 亿元，同比增长 25.52%，占总营业收入的 89.30%。其中，海外矿服全年实现营业收入 42 亿元，同比增长 28.83%，占报告期内矿服营业收入的 62.96%，海外矿服收入占比持续提升。

图 13：采供矿量及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

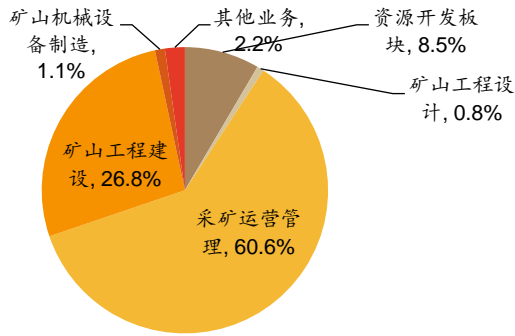
图 14：掘进总量及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

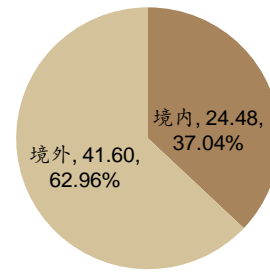
注：①掘进总量包括采切量；②公司矿山服务业务结算形式除掘进总量和采供矿量两外，还包括支护、充填、安装等工程作业量。

图 15: 2023 年公司营收结构



资料来源: 公司公告-2023 年报, 德邦研究所

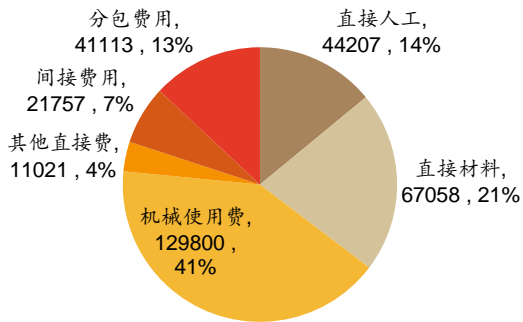
图 16: 2023 年公司矿服业务境内外占比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告-2023 年报, 德邦研究所

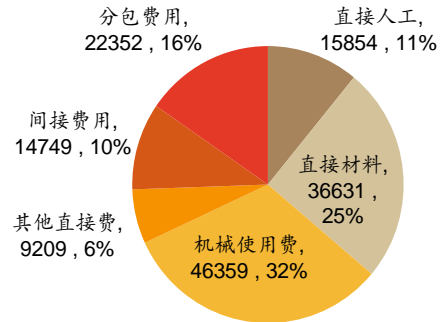
成本构成方面, 2023 年采矿运营管理业务机械使用费占比约 41%, 直接材料占比 21%; 矿山工程建设的机械使用费为 32%, 直接材料占比 25%, 其余为直接人工和分包费用等。

图 17: 2023 年采矿运营管理成本构成 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告-2023 年报, 德邦研究所

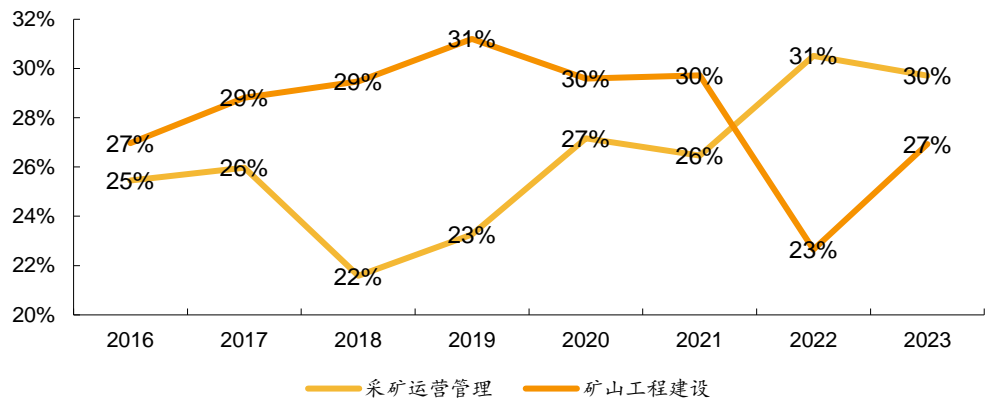
图 18: 2023 年矿山工程建设成本构成 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告-2023 年报, 德邦研究所

大多数年份公司采矿运营管理和矿山工程建设业务毛利率维持在 25%-30% 区间, 较为稳定。

图 19: 公司矿服毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

### 3. 铜磷资源开发放量，开辟新增长

公司矿山资源开发业务的主要产品为铜、磷矿石。公司利用多年从事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，积极向资源开发领域延伸，先后并购了两岔河磷矿、刚果（金）Dikulushi 铜矿、刚果（金）Lonshi 铜矿，并参股哥伦比亚 San Matias 铜金银矿。公司 2023 年年报披露，公司总计拥有的铜金属资源权益储量 120 万吨，银金属资源权益储量 179 吨，金金属资源权益储量 19 吨，磷矿石（品位 31.87%）保有资源权益储量 1910 万吨。

公司自有的资源开发项目包括贵州两岔河矿段磷矿 80 万吨/年采矿工程、Dikulushi 铜矿采选工程、Lonshi 铜矿采选冶联合工程，参股 Cordoba 矿业，各矿山具体保有资源量及储量情况如下：

表 5：各矿山保有资源量及储量情况

矿山名称	权益比例	主要品种	保有资源量（含可采储量）			储量			矿山规模 （万吨/年）	资源剩余可开 采年限（年）
			矿石量 （万吨）	品位		矿石量 （万吨）	品位			
两岔河磷矿	90%	磷	2,122	P2O5(%)	31.87	466	P2O5(%)	31.18	80	19
Dikulushi 矿床		铜	55	铜(%)	6.52	38	铜(%)	7.1	15	3.11
金景矿业	90%	铜	35	铜(%)	2.28	-	-	-	-	-
Boomgate 矿床		铜	80	铜(%)	1.2	-	-	-	-	-
Golfcourse 矿床		铜	48	铜(%)	2.55	-	-	-	-	-
元景矿业	90%	铜	35	铜(%)	1.6	-	-	-	-	-
Kazumbula 矿床		铜	3,057	铜(%)	2.78	1,839.08	铜(%)	2.72	165	11.75
Kabusanje 矿床		铜		铜(%)	0.36	9,795	铜(%)	0.41		
Sabwe 公司	100%	铜	13,130	金(g/t)	0.24		金(g/t)	0.23	730	14.2
SanMatias 铜金银矿	60%	铜、金、银		银(g/t)	2.27		银(g/t)	2.63		

资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所

#### 3.1. 两岔河磷矿南部采区正式投产，北部采区落地后预计规模达 80 万吨/年

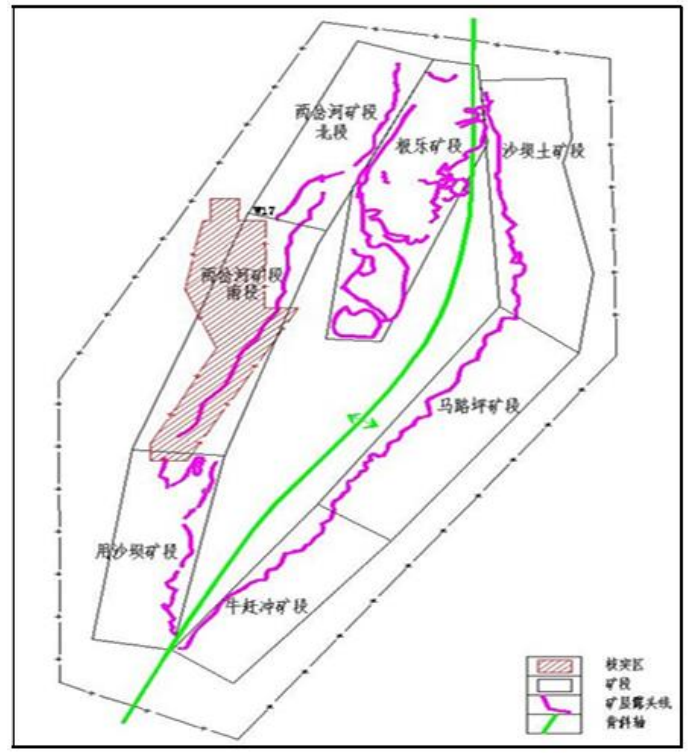
公司持有贵州两岔河磷矿 90% 股权，贵州开磷集团股份有限公司持股 10%。项目位于贵州省贵阳市开阳县金中镇，建设规模 80 万吨/年，利用开磷集团极乐矿段 800 主平硐现有斜坡道进行延深。截至 2023 年末，两岔河磷矿采矿权资源量为 2122 万吨磷矿石，P<sub>2</sub>O<sub>5</sub> 平均品位 31.87%，矿山采用分区地下开采，其中南部采区生产规模 30 万吨/年，已于 2023 年下半年正式投产，生产期 20 年；北部采区生产规模 50 万吨/年，建设期 3 年，生产期 18 年；最终产品为磷矿石原矿，平均品位 30.31%。

图 20: 矿区交通位置示意图



资料来源: 公司公告-两岔河磷矿可研报告, 德邦研究所

图 21: 矿区矿段分布图



资料来源: 公司公告-两岔河磷矿可研报告, 德邦研究所

2023 年公司首次产出磷矿石, 产量 16.5 万吨, 实现销售 16.0 万吨, 产销率 96.8%, 预计 2024 年南部采区生产规模 30 万吨实现达产。盈利方面, 2023 年两岔河矿业归属于母公司股东净资产 3.06 亿元, 营业收入 1.21 亿元, 实现归母净利润 2264.9 万元, 我们测算磷矿石单吨净利为 142 元。投资方面, 两岔河磷矿采矿工程初步设计总投资估算为 9.8 亿元, (包含两岔河(南段)磷矿采矿权账面价值 3.2 亿元)。2023 年投资 1.3 亿元, 已累计投资 5.1 亿元。

### 3.2. 刚果(金) Dikulushi 铜矿重启, 产量趋稳

公司目前通过子公司金景矿业、元景矿业分别拥有位于刚果(金)东南部加丹加(Katanga)省的两个矿业权(PE606、PE13085), 采矿权面积 68.77 平方公里。2020 年, 公司购买 AMC 公司的 Dikulushi 矿区下属的两个矿业权及相关资产, 交易对价为 275 万美元。其他相关资产主要包括 Dikulushi 矿区中与上述两个矿业权开发相关的构筑物、机器设备。构筑物主要为尾矿库、办公室、会议室、宿舍及各类车间等; 机器设备主要为球磨机及其驱动电机、粗破设备、柴油发电机、铲运机、挖掘机、双层振动筛、皮带机及各类油罐。该矿山项目于 2015 年停产, 全部房屋建筑物及机器设备于 2015 年停产, 购买时部分设备主要部件已拆除、无基本维修保养。Dikulushi 铜矿属于 PE606 采矿权的一部分, 收购后于 2021 年 12 月投产, 恢复生产项目共投入约 8624 万元。

表 6: 收购 AMC 公司 Dikulushi 矿区下属的两个矿业权及相关资产时, 矿区基本情况

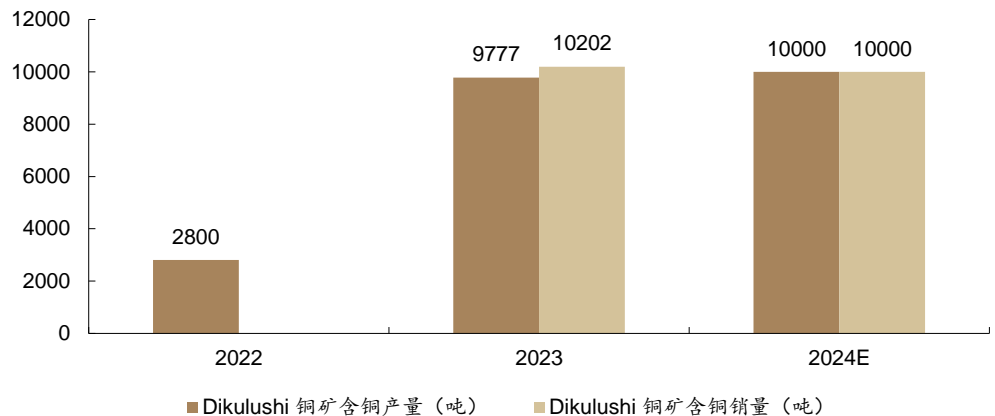
区块名称	矿权编号	矿种	有效期限		面积 (平方千米)	矿床名称
Dikulushi	PE606	Ag, Cu	20020131	20220130	40.77	Dikulushi
	PE13085	Ag, Cu	20130727	20430726	28	Kabusanje+Kazumbula

资料来源: 公司公告-金诚信矿业管理股份有限公司关于投资刚果(金) Dikulushi 项目的公告, 德邦研究所  
注: 截至 2023 年报, Dikulushi 铜矿已经完成采矿权续期

公司持有刚果(金) Dikulushi 铜矿 90% 股权, 刚果(金) 国有资产管理部  
门持有 10%, 根据刚果(金) 矿业法等法律规定, 在矿权收购交割及采矿权续期  
完成后, 矿业公司需转让相应比例的股权给刚果(金) 国有资产管理部  
门(指定机构持有股权)。2023 年公司将 Dikulushi 铜矿 10% 的股权转让给刚果(金) 国  
有资产管理部, 相关转让手续已办理完毕。截至 2023 年末, Dikulushi 铜矿  
保有矿石量约 55 万吨, 铜平均品位 6.52%, 矿山生产规模 15 万吨/年。

Dikulushi 铜矿投产以来, 2022 年生产铜精粉 4271.43 吨, 铜金属品位 55.31%,  
含铜金属量 2362.54 吨, 含银金属量 5799.43 千克, 累计折合生产铜精矿含铜(当  
量) 约 2800 吨, 未实现销售。2023 年 Dikulushi 铜矿生产铜精矿 15198.74 吨,  
折合生产铜精矿含铜(当量) 约 9777.49 吨; 销售铜精矿 15857.87 吨, 折合销  
售铜精矿含铜(当量) 约 10201.52 吨。Dikulushi (迪库路希) 铜矿 2024 年全  
年计划生产、销售铜精矿含铜(当量) 约 10000 吨。

图 22: Dikulushi 铜矿投产以来产销量及预测



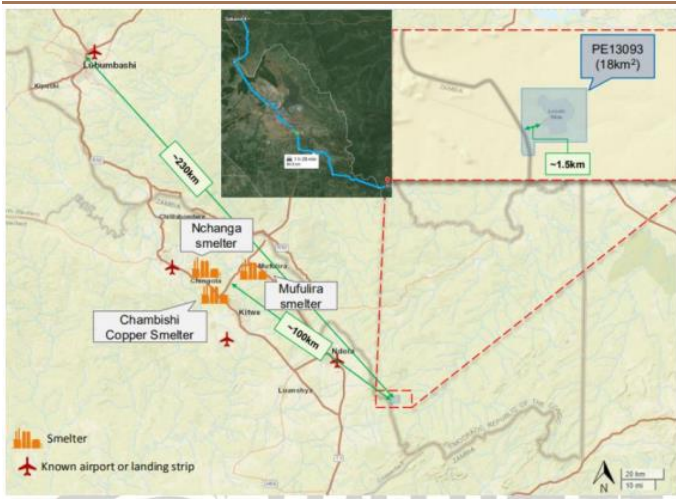
资料来源: 公司公告-2022&2023 年报, 德邦研究所

### 3.3. 刚果(金) Lonshi 铜矿提前投产, 资源开发新跨越

公司持有 Lonshi 铜矿 100% 权益, Lonshi 铜矿位于刚果(金) 加丹加省东  
南部, 项目矿权号 PE13093, 面积 18km<sup>2</sup>, 有效期 2014~2044 年, Lonshi 铜矿  
采选原矿设计处理规模 150 万吨/年, 通过湿法冶炼系统生产标准阴极铜。其中:  
1160m 标高以上矿体为露天开采, 原矿生产能力为 55 万吨/天(1667 吨/天);  
1160m 标高以下矿体为坑内开采, 原矿生产能力为 95 万吨/天(2878 吨/天)。

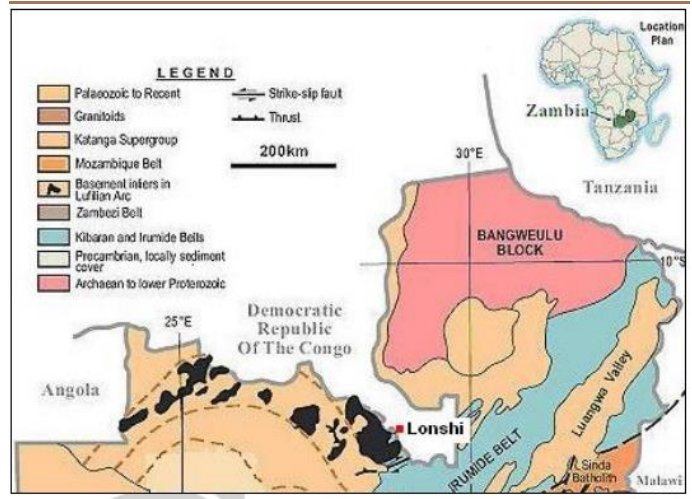


图 23: 交通位置图



资料来源: 公司公告-刚果(金) Lonshi 铜矿项目可行性研究报告, 德邦研究所

图 24: 矿区区域位置简图



资料来源: 公司公告-刚果(金) Lonshi 铜矿项目可行性研究报告, 德邦研究所

2021 年 4 月, 公司完成 Sky Pearl Exploration Limited 100% 股权的收购, 获得其全资子公司 Sabwe Mining Sarl (简称“Sabwe”) 持有的位于非洲刚果民主共和国的 1 个铜矿采矿权 (Lonshi 铜矿) 及其周边 7 个探矿权, 与此同时受让 ERG 下属公司已向 Sabwe 提供的融资贷款。采矿权 PE13093 位于刚果(金) 加丹加省东南部, 属于中非铜矿带东段, 距离赞比亚边境 3km。采矿权 PE13093 面积为 18km<sup>2</sup>, 矿证有效期至 2044 年 7 月, 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。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。

2021 年 8 月, 公司投资建设“刚果(金) Lonshi 铜矿采、选、冶联合工程”。根据可研, 项目总投资估算约 38954 万美元 (含矿权收购款 3378 万美元), 建设周期 2-2.5 年。Lonshi 铜矿已于 2023 年投产, 2023 年投资 12636.83 万美元, 已累计投资 40772.04 万美元。

该项目 2023 年 4 季度已进入生产期, 较计划提前一个季度投产, 用不到两年时间建成一座现代化采选冶联合企业——2023 年第四季度生产阴极铜 4621.82 吨, 暂未对外销售, 另外生产的半成品铜精矿尚待冶炼加工。项目达产后年产约 4 万吨铜金属。截至 2023 年末, Lonshi 铜矿保有矿石量 3057 万吨, 平均品位 2.78%。2024 年是 Lonshi 铜矿投产后的产能爬坡年, 力争 2024 年末实现达产, 公司 2024 年计划生产铜金属 20000 吨, 销售铜金属 22000 吨。

### 3.4. 哥伦比亚 San Matias 铜金银矿持股比例提升, 全力推进项目建设

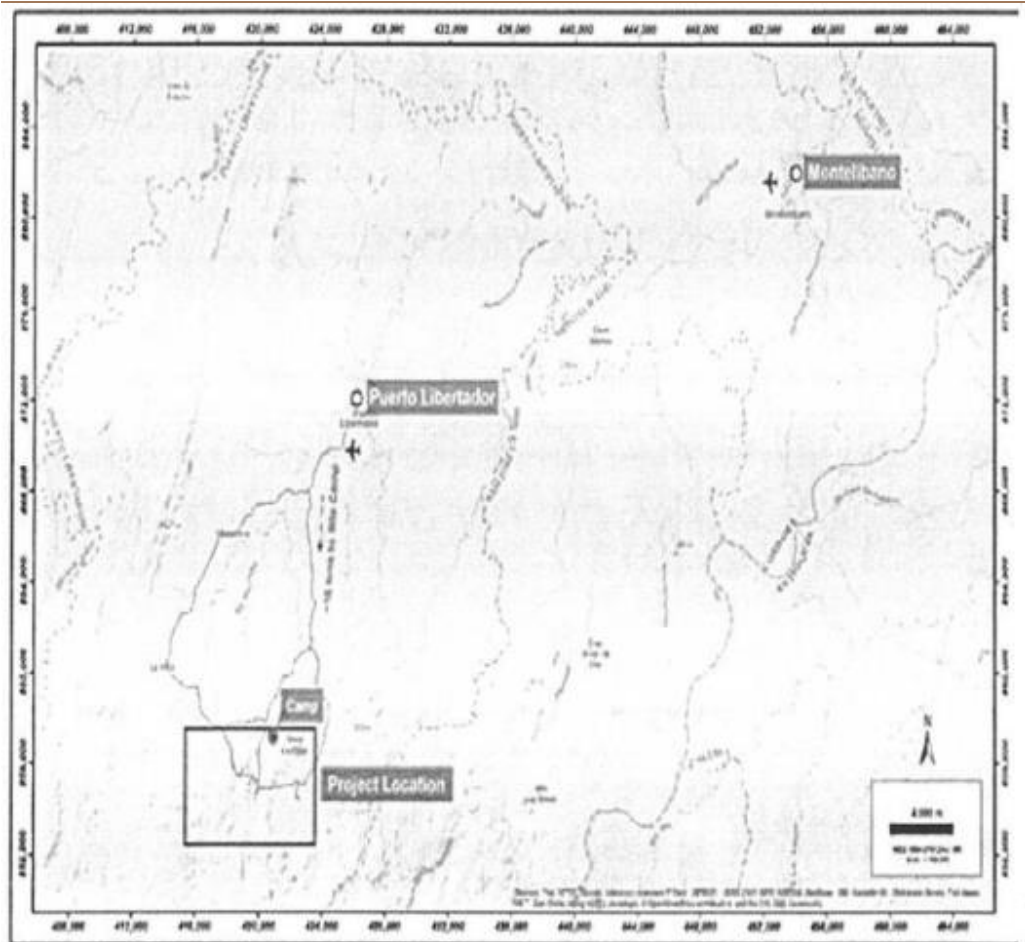
公司合计持有公司持有哥伦比亚 San Matias 铜金银矿 60% 权益。公司持有 Cordoba 矿业 19.995% 权益, 从而间接持有其下属的 San Matias 铜金银矿项目部分权益; 2023 年公司拟出资不超过 1 亿美元收购 Cordoba 矿业下属 San Matias 铜金银矿项目公司 50% 的权益, 5 月与 Cordoba 方办理完毕交割手续, 公司通过全资子公司开景矿业持有 CMH 公司 50% 的股权及相应的投票权。交易对价将在协议约定的里程碑目标完成的前提下, 分阶段支付。根据股权投资框架协议的约定, 2023 年 5 月 8 日公司已完成第一阶段 4000 万美元交易对价的支付, 并办理完毕股权交割手续。2023 年 12 月第二阶段 4000 万美元付款条件已成就, 公司根据双方约定完成其中 1400 万美元交易对价的支付。2024 年 1 月已经完成第二

阶段剩余 2600 万元美元交易对价的支付。

截至 2023 年末,公司与艾芬豪集团合作开发的 San Matias 铜金银矿 Alacran 矿床可行性研究 (FS) 已获 Cordoba 矿业董事会批准, Alacran 矿床环境影响评估报告 (EIA) 已提交哥伦比亚国家环境许可证管理局 (ANLA) 尚待批复。完成开采计划 (PTO) 和环境影响评估 (EIA) 获批是 San Matias 铜金银项目转入建设阶段的两个必要条件。公司已正式承接 Alacran 铜金银矿的设计及与采购 (EP) 服务, 加快推进 San Matias 项目的建设开发。

Alacran 铜金银矿处于哥伦比亚 Puerto Libertador (解放者港市), 位于哥伦比亚首都 Bogotá (波哥大) 西北约 390 公里, 哥伦比亚 Medellín (麦德林市) 以北 160 公里处。

图 25: 矿区交通位置图



Source: Cordoba, 2019

资料来源: 公司公告-哥伦比亚 San Matias 铜金银矿业权 Alacran 矿床项目评估报告, 德邦研究所

根据 Alacran 矿床可行性研究 (FS/采用 NI43-101 规范):

- ① Alacran 铜金银矿保有矿石量 13130 万吨, 铜品位 0.36%, 金品位 0.24 克/吨、银品位 2.27 克/吨。
- ② 项目初始资本成本(CAPEX)约为 4.204 亿美元, 用于传统露天矿山的建设, 项目建设期预计 2 年, 建成后矿山寿命预计为 14.2 年。

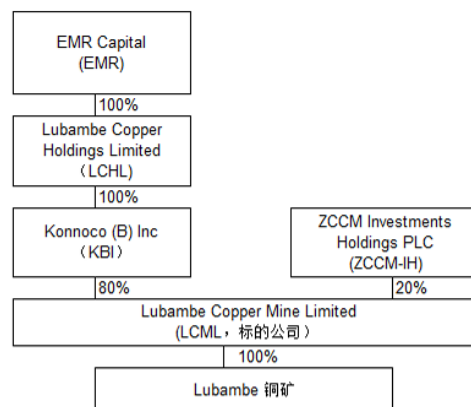
- ③ 项目预计税后净现值(NPV)3.6 亿美元(折现率 8%), 内部收益率(IRR) 为 23.8%, 投资回收期预计 3 年。金属长期价格按照铜 3.99 美元/磅, 金 1715 美元/盎司, 银 22.19 美元/盎司计算。
- ④ 矿山寿命期内, 铜现金成本(现金成本不包括维持资本): 平均每磅 2.66 美元; 扣除贵金属副产品销售收入后, 平均每磅 1.35 美元。
- ⑤ 项目年平均矿石开采量约为 610 万吨/年, 矿山寿命期内采矿总量约 9790 万吨。从露天矿中提取的矿石将通过双厂设施, 以常规破碎、浮选、再磨和重选为主要处理方法, 其中, 主选厂的处理能力为 17600 吨/天(原生矿和混合矿)。
- ⑥ 项目累计回收铜 797 百万磅(折 36.2 万吨), 金 0.55 百万盎司(折 17.1 吨), 银 5.35 百万盎司(折 166.4 吨)。

根据交易协议约定, Alacran 铜金银矿床环境影响评估(EIA) 获得哥伦比亚国家环境许可证管理局(ANLA) 批准后, 公司将支付剩余 2000 万美元款项, 用于再次认购 CMH 公司增发的新股。若在交割日后两年内, 上述环境影响评估(EIA) 未获得批准, 公司有权选择不再出资认购 CMH 公司增发的新股, 届时公司持有 CMH 公司的股权比例将下降至 40%。

### 3.5. 鲁班比铜矿推进交割, 低对价入手非洲铜矿资产

2024 年 1 月, 公司拟新设境外全资子公司以 1 美元收购 Konnoco(B)Inc. 持有 Lubambe Copper Mine Limited(简称 LCML 公司)80% 股权, 并以 1 美元收购 Lubambe Copper Holdings Limited 向 LCML 提供的 857,116,770 美元贷款所形成的债权。LCML 的核心资产为非洲赞比亚 Lubambe 铜矿。若交易顺利, 公司将拥有 Lubambe 铜矿 80% 的权益。

图 26: LCML 股权结构



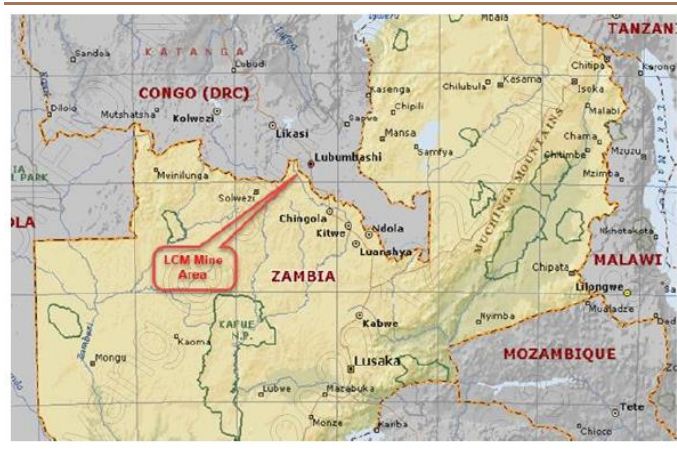
资料来源: 公司公告-金诚信矿业管理股份有限公司关于拟收购 Lubambe 铜矿的公告, 德邦研究所  
注: ①EMR 是一家专注于矿山资源的专业私募股权公司, 拥有约 50 亿美元的资产管理规模, 其战略是投资铜、黄金、焦煤和钾肥等资源。②ZCCM-IH 的控股股东是赞比亚政府全资拥有的 Industrial Development Corporation (IDC)。③公司自 2017 年开始承接 Lubambe 铜矿井下矿山服务业务, 目前正在履行的合同为《鲁班比铜矿有限公司地下采矿南翼开拓和生产运营合同》, 合同期自 2023 年 6 月 1 日至 2026 年 6 月 30 日。

LCML 是一家注册于赞比亚共和国的私营股份有限公司, 成立于 1996 年 11 月 11 日, 现阶段主要从事 Lubambe 铜矿的地下开采及选矿业务, 主要产品为铜精粉。LCHL 通过 KBI 拥有 Lubambe 铜矿 80% 权益。2017 年, 澳大利亚 EMR Capital Resources 从非洲彩虹矿业有限公司 (ARM) 和淡水河谷国际有限公司

(Vale International SA) 手中收购了 Lubambe 项目所有权。股权变更后, 原 Lubambe 项目分立为鲁班比和 Mingomba。EMR 公司拥有 Lubambe 80% 的权益, 20% 由赞比亚联合铜矿 (ZCCM-IH) 投资控股公司持有。2022 年 12 月, EMR 与美国 KoBold 公司达成 1.5 亿美元交易协议, 交易对象为 Lubambe 铜矿深部 Extension 区 52% 矿权, 目前该区更名为 Mingomba。EMR Capital 是一家专注于资源的专业私募股权公司, 拥有约 25 亿美元的资产管理规模, 其战略是投资铜、黄金、焦煤和钾肥等资源。ZCCM-IH 的控股股东是赞比亚政府全资拥有的投资工业发展公司 (IDC)。

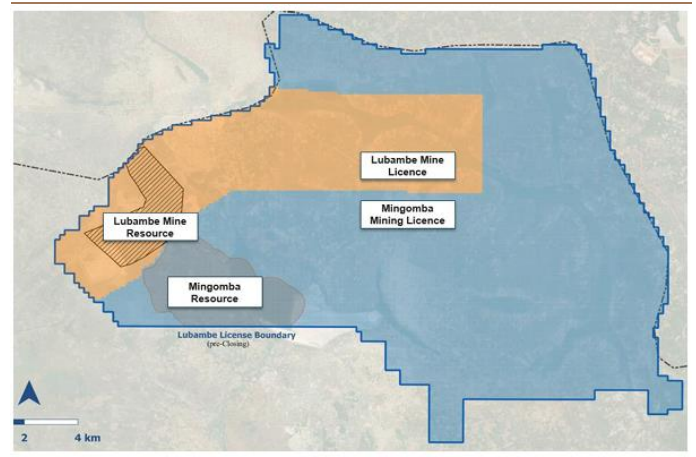
鲁班比铜矿位于赞比亚铜带省孔科拉盆地, 周边有金森达、谦比希等 30 多个铜矿, 位于赞比亚首都 Lusaka 以北 350km, 赞比亚第三大城市 Ndola 西北 125km, 公路交通较好。鲁班比持有采矿许可证 (编号 7061/HQ/LML), 开采矿种为铜和钴, 授予期为 25 年, 矿权面积 58 平方公里, 从 2008 年 4 月 29 日至 2033 年 4 月 28 日到期。

图 27: 矿山地理位置图



资料来源: 公司公告-赞比亚鲁班比铜矿采选工程可行性研究, 德邦研究所

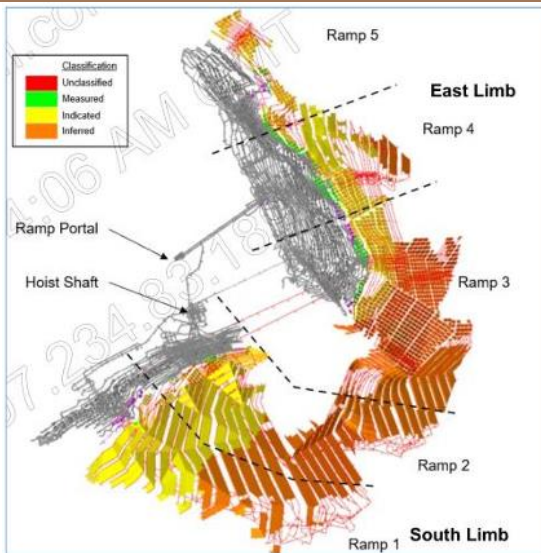
图 28: 矿权范围图



资料来源: 公司公告-赞比亚鲁班比铜矿采选工程可行性研究, 德邦研究所

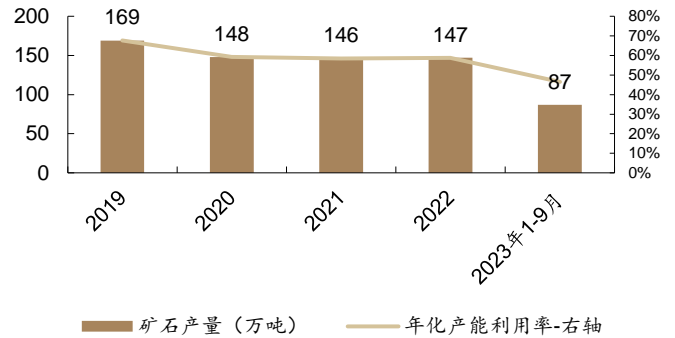
Lubambe 铜矿由现采区和拓展区组成, 现采区为在产矿山, 拓展区为待开发区。现采区由南翼和东翼组成, 于 2013 年开始开采, 设计规模为 250 万吨/年, 2019 年矿石产量约为 169 万吨, 2020 年约为 148 万吨, 2021 年约为 146 万吨, 2022 年约为 147 万吨, 2023 年 1-9 月份约为 87 万吨。根据可研报告披露的数据, 矿山投产以来一直没有达产。现采区选厂设计处理能力为年处理原矿 250 万吨, 设计最大处理能力可到 270 万吨/年, 受井下生产能力及选厂自身问题的制约, 自 2012 年投产以来, 一直未达到设计能力。

图 29: 现采区矿区划分图



资料来源: 公司公告-赞比亚鲁班比铜矿采选工程可行性研究, 德邦研究所

图 30: Lubambe 铜矿近年来产量及产能利用率



资料来源: 公司公告-赞比亚鲁班比铜矿采选工程可行性研究, 德邦研究所

截至 2023 年 9 月 30 日, Lubambe 铜矿资源量(探明+控制+推断)为 8660 万吨, 铜品位 1.95%, 酸溶铜(氧化铜) 0.35%。矿山一直无法达产, 同时由于基金可投资及持有的时间限制, LCHL 选择退出该项目。

公司认为 Lubambe 铜矿在采矿及选矿方案方面有改进空间, 拟在收购 Lubambe 铜矿后, 以稳定、正常生产为前提, 对 Lubambe 铜矿的开采方案、选矿厂产能、选矿指标等方面进行优化, 在矿山原设计规模下, 对现有矿山进行一定的技改优化, 预计可实现项目年均铜精矿产量为 7.75 万吨, 铜精矿含铜金属量为 3.25 万吨。按照可研报告, 2024-2027 年公司出矿量分别为 150/150/180/210 万吨, 2028 年达到满产 250 万吨。

表 7: 鲁班比铜矿采掘计划表

年度	出矿量 万吨	全铜品位 %Tcu	氧化铜品位 %AsCu
2024 年	150.02	1.63	0.28
2025 年	150.04	1.63	0.27
2026 年	179.99	1.72	0.29
2027 年	210.04	1.8	0.31
2028 年	250.02	1.88	0.31
2029 年	250.00	1.9	0.3
2030 年	250.00	1.9	0.29
2031 年	250.00	1.89	0.29
2032 年	250.00	1.85	0.29
2033 年	250.00	1.84	0.29
2034 年	250.00	1.84	0.29
2035 年	250.00	1.84	0.29
2036 年	200.00	1.9	0.29
2037 年	150.00	1.74	0.35

资料来源: 公司公告-赞比亚鲁班比铜矿采选工程可行性研究, 德邦研究所

初步估算项目爬坡期投资为 1.14 亿美元, 维持运营投资 1.90 亿美元; 生产期内平均的现金成本为 83.75 美元/吨, 吨铜现金成本 5590.70 美元/吨铜金属, 吨铜总成本费用为 6763.87 美元/吨铜金属, 按照铜价 8300 美元/吨, 排产期 14 年

计算, 项目年均利润总额 1588.15 万美元, 税后利润 1268.82 万美元; 税后财务净现值 ( $i=10\%$ ) 为 8419.10 万美元, 税后财务内部收益率 17.36%, 税后投资回收期 7.40 年。

**表 8: 铜价敏感性分析**

序号	铜价 (\$/t)	税后内部收益率 (%)	税后财务净现值 (千美元)	税后静态投资回收期 (a)
基准	8300	17.36	84191	7.4
1	8000	13.14	36101.5	8.38
2	8100	14.56	52270	8.03
3	8200	15.94	68081.6	7.71
4	8300	17.36	84191	7.4
5	8400	18.78	100271	7.12
6	8500	20.21	116231	6.87
7	8600	21.64	132191	6.65
8	8700	23.1	148150	6.44
9	8800	24.56	164110	6.25
10	8900	26.05	180069	6.07
11	9000	27.56	196029	5.9
12	9100	29.08	211989	5.73

资料来源: 公司公告-赞比亚鲁班比铜矿采选工程可行性研究, 德邦研究所

除购买价格外, LCHL 将向公司提供 4050 万美元贷款, 该笔资金将由公司通过贷款的方式提供至 LCML, 用于偿还 LCML 已有的第三方优先级商业贷款。此外, 公司向 LCML 提供首次 2000 万美元贷款, 该笔贷款较 LCML 其他股东贷款享有优先受偿权。该笔资金将与卖方贷款一并用于偿还 LCML 现有的第三方优先级商业贷款, 如有剩余资金, 将用于 LCML 的日常运营。

还款方面, 还款义务分为基本还款义务和额外还款义务。基本还款义务为若 2027 年及之后, 铜价高于 8818 美元/吨, 公司根据销量和还款协议约定的比例和计算方法偿还, 最多合计支付 5500 万美元; 额外还款义务在 2027-2029 年铜价超过 1 万美元/吨时触发, 累计支付金额不超过 1000 万美元。若铜价在 2027 年及之后均小于 8818 美元, 将不必偿还贷款。

- **基本还款义务触发时点:** 自 2027 年 1 月 1 日开始的每一个日历年度, 当年度平均 LME 现货结算价 (LME Cash Settlement Price) 高于 8818 美元/吨时, 对超出部分, 公司将根据当年 Lubambe 铜矿的铜精矿销量和阴极铜产量 (如有), 并按照还款协议约定的比例和计算方法, 偿还卖方贷款, 所有年度合计支付金额不超过 5500 万美元。
- **额外还款义务触发时点:** 除上述还款外, 自 2027 年 1 月 1 日至 2029 年 12 月 31 日期间, 当年度平均 LME 现货结算价高于 10000 美元/吨时, 对超出部分, 公司将根据当年 Lubambe 铜矿的铜精矿销量和阴极铜产量 (如有), 并按照还款协议约定的比例和计算方法, 偿还 LCHL 贷款, 所有年度累计支付金额不超过 1000 万美元。自 2027 年 1 月 1 日至 2029 年 12 月 31 日期间, 如当年度平均 LME 现货结算价 (LME Cash Settlement Price) 未达到 10000 美元/吨 (含), 该额外还款义务将被豁免。

## 4. 盈利预测

矿服业务方面，经过多年发展，公司在矿山工程建设、采矿运营管理业务领域基本确立了领先地位；矿山资源开发方面，公司利用多年从事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，积极向资源开发领域延伸，先后并购了两岔河磷矿、刚果（金）Dikulushi 铜矿、刚果（金）Lonshi 铜矿，并参股哥伦比亚 San Matias 铜金银矿，同时还在推进鲁班比矿的收购。

根据公司 2024 年经营计划以及矿山投产进度，我们预计 2024-2026 年公司磷矿石产量为 30 万吨，铜金属产量分别为 3/5/5 万吨。价格方面，未来随着全球铜矿平均品位的下降以及持续低位的资本开支，供给量预计将受到限制，同时，全球新能源领域和部分新兴市场的基础设施建设对于铜将产生持续需求，我们预计 2024-2026 年铜价分别为 76000/78000/80000 元/吨，磷矿石价格保持在 1050 元/吨。

表 9：公司矿产品产量预测

产量预测 (吨)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>铜</b>	<b>2800</b>	<b>14399</b>	<b>30000</b>	<b>50000</b>	<b>50000</b>
刚果（金）Dikulushi 铜矿	2800	9777	10000	10000	10000
刚果（金）Lonshi 铜矿	-	4622	20000	40000	40000
<b>磷矿石</b>		<b>165321</b>	<b>300000</b>	<b>300000</b>	<b>300000</b>

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

表 10：公司营业收入、营业成本和毛利预测（单位：百万元）

业务	指标	2023	2024E	2025E	2026E
矿山资源开发-铜精矿及磷矿石销售	营业收入	626	1996	3061	3134
	YOY		219.0%	53.3%	2.4%
	营业成本	323	940	1390	1390
	YOY		190.8%	47.9%	0.0%
	毛利	303	1057	1672	1744
	毛利率	48.4%	52.9%	54.6%	55.7%
矿山服务业务-采矿运营管理	营业收入	4481	5212	5905	6691
	YOY	34.5%	16.3%	13.3%	13.3%
	营业成本	3150	3663	4151	4703
	YOY	36.10%	16.3%	13.3%	13.3%
	毛利	1331	1548	1754	1988
	毛利率	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%
矿山服务业务-矿山工程建设	营业收入	1987	2005	2271	2573
	YOY	6.11%	0.9%	13.3%	13.3%
	营业成本	1452	1465	1660	1880
	YOY	0.23%	0.9%	13.3%	13.3%
	毛利	535	540	612	693
	毛利率	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
矿山服务业务-矿山工程设计	营业收入	57	60	63	66
	YOY	121.00%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	21	22	23	24
	YOY	-2.95%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利	37	38	40	42
	毛利率	64.1%	64.1%	64.1%	64.1%

矿山服务业务-矿山机械设备制造	营业收入	83	87	91	96
	YOY	134.33%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	73	76	80	84
	YOY	154.07%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利	10	11	11	12
	毛利率	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
其他	营业收入	166	174	183	192
	YOY	31.70%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	136	139	146	154
	YOY	1.11%	2.6%	5.0%	5.0%
	毛利	30	35	37	38
	毛利率	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	营业收入	7399	9534	11575	12752
	YOY	38.2%	28.9%	21.4%	10.2%
	营业成本	5153	6305	7449	8234
	YOY	31.5%	22.4%	18.1%	10.5%
	毛利	2246	3229	4126	4518
	毛利率	30.4%	33.9%	35.6%	35.4%

资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所预测

我们选取了国内铜矿开发领域龙头公司紫金矿业、洛阳钼业和西部矿业作为可比公司。结合上述量价假设，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 95/116/128 亿元，实现归母净利 16.3/23.0/24.8 亿元，截至 2024 年 6 月 25 日收盘，公司 310 亿市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 19.0x、13.5x、12.5x，2025-2026 年 PE 估值与可比公司相当。公司稳健且有增长的高毛利率矿服业务以及依靠矿服业务积累的经验技术开拓的矿产开发业务双轮驱动，我们看好公司发展以及两岔河磷矿北部采区投产、成功并入鲁班比铜矿、参股的 San Matias 铜金银矿投产，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值表（截至 2024.06.25）

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE			EPS		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601899.SH	紫金矿业	4480	17.35	17.53	13.99	12.85	0.99	1.24	1.35
603993.SH	洛阳钼业	1732	8.33	16.66	15.43	14.61	0.50	0.54	0.57
601168.SH	西部矿业	423	17.75	12.16	11.53	11.09	1.46	1.54	1.60
	平均值			15.45	13.65	12.85			
603979.SH	金诚信	310	50.23	19.00	13.51	12.50	2.64	3.72	4.02

资料来源：Wind，德邦研究所预测

## 5. 风险提示

**铜矿供给超预期致铜价不及预期。**公司产品为阴极铜和铜精矿，若铜矿供给超预期导致供大于求，铜价下降，削弱公司的盈利能力。

**地缘政治风险影响公司海外项目进度。**公司海外矿山位于刚果（金），地缘政治因素可能导致公司正常生产，产量不及预期或者销售物流受阻均有可能削弱公司盈利能力。

**境外市场经营风险。**近年来公司大力发展境外业务，目前矿山服务业务收入



超过 50%来自于境外，矿山资源开发项目亦大部分位于海外，截至 2023 年末，公司境外资产折合人民币 840144.75 万元，占总资产的比例为 61.66%，境外市场政治及经济环境政策、劳工保障政策、财税政策的变化均会对公司造成一定影响。在汇率方面，公司海外业务主要以外币进行结算，可能会产生汇率波动损失。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.71	2.64	3.72	4.02
每股净资产	11.99	14.09	17.48	21.14
每股经营现金流	1.80	6.04	3.41	7.75
每股股利	0.20	0.24	0.32	0.36
价值评估(倍)				
P/E	22.08	19.00	13.51	12.50
P/B	3.15	3.57	2.87	2.38
P/S	4.09	3.17	2.61	2.37
EV/EBITDA	11.63	9.61	7.44	6.07
股息率%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	30.4%	33.9%	35.6%	35.4%
净利润率	13.9%	17.3%	20.0%	19.6%
净资产收益率	14.3%	18.8%	21.3%	19.0%
资产回报率	7.6%	9.9%	12.6%	11.3%
投资回报率	11.2%	15.2%	16.7%	15.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	38.2%	28.9%	21.4%	10.2%
EBIT 增长率	82.2%	57.5%	30.0%	8.4%
净利润增长率	68.7%	58.3%	40.6%	8.1%
偿债能力指标				
资产负债率	46.6%	46.9%	40.0%	39.7%
流动比率	1.9	1.9	2.4	2.4
速动比率	1.3	1.4	1.7	1.9
现金比率	0.5	0.8	1.1	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	105.8	90.0	75.0	70.0
存货周转天数	98.7	94.4	85.0	80.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	1.7	2.1	2.5	2.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,031	1,632	2,296	2,481
少数股东损益	0	21	23	23
非现金支出	670	783	836	924
非经营收益	85	222	202	237
营运资金变动	-702	1,072	-1,251	1,119
经营活动现金流	1,085	3,730	2,106	4,784
资产	-1,647	-981	-985	-983
投资	-279	-225	0	0
其他	-28	-84	-58	-87
投资活动现金流	-1,954	-1,290	-1,043	-1,069
债权募资	804	220	178	189
股权募资	0	0	0	0
其他	-81	-309	-364	-390
融资活动现金流	722	-89	-186	-201
现金净流量	-137	2,351	877	3,514

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 25 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,399	9,534	11,575	12,752
营业成本	5,153	6,305	7,449	8,234
毛利率%	30.4%	33.9%	35.6%	35.4%
营业税金及附加	84	93	122	129
营业税金率%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%
营业费用	28	42	48	54
营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	392	580	658	750
管理费用率%	5.3%	6.1%	5.7%	5.9%
研发费用	102	150	171	194
研发费用率%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%
EBIT	1,538	2,422	3,149	3,414
财务费用	95	140	122	118
财务费用率%	1.3%	1.5%	1.1%	0.9%
资产减值损失	-13	-10	0	0
投资收益	-84	-82	-58	-87
营业利润	1,347	2,114	2,973	3,212
营业外收支	-16	17	17	17
利润总额	1,331	2,131	2,990	3,229
EBITDA	2,080	3,156	3,986	4,338
所得税	299	478	671	724
有效所得税率%	22.5%	22.4%	22.4%	22.4%
少数股东损益	0	21	23	23
归属母公司所有者净利润	1,031	1,632	2,296	2,481

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,918	4,269	5,146	8,660
应收账款及应收票据	2,435	2,409	2,523	2,583
存货	1,656	1,642	1,866	1,794
其它流动资产	1,322	1,422	1,679	1,792
流动资产合计	7,331	9,742	11,215	14,829
长期股权投资	315	555	555	555
固定资产	4,429	4,541	4,583	4,553
在建工程	107	261	392	503
无形资产	638	638	633	630
非流动资产合计	6,295	6,788	6,956	7,035
资产总计	13,625	16,530	18,171	21,864
短期借款	740	940	1,118	1,307
应付票据及应付账款	1,487	2,296	1,428	2,529
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,611	1,982	2,194	2,313
流动负债合计	3,837	5,218	4,741	6,149
长期借款	1,406	1,606	1,606	1,606
其它长期负债	1,103	923	923	923
非流动负债合计	2,509	2,529	2,529	2,529
负债总计	6,346	7,747	7,269	8,678
实收资本	602	602	602	602
普通股股东权益	7,218	8,700	10,796	13,057
少数股东权益	61	82	105	129
负债和所有者权益合计	13,625	16,530	18,171	21,864

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。