

金诚信(603979)

报告日期: 2024年12月24日

铜板块弹性标的, 矿服+资源双轮驱动

——金诚信深度报告

投资要点

国内矿服行业龙头, 新增布局上游资源板块, 矿服盈利能力及铜产量弹性均优于行业, 矿服稳定增长+铜板块量价齐升, 公司 α 与 β 兼具, 业绩弹性可期。

公司转型集团化矿业公司, 形成“矿服+资源”双轮驱动

公司自成立以来, 始终专注于非煤地下固体矿山的开发服务业务, 实控人王氏家族从事矿服行业历史悠久。目前, 公司的矿山服务业务主要分布于非洲及欧亚地区, 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。

公司于2020年开始布局上游资源, 形成“矿服+资源”双轮驱动。先后并购5个上游资源项目, 分布在4个国家, 截止2024年9月30日, 公司保有矿产资源量铜金属249万吨, 银金属179吨, 金金属19吨, 磷矿石(品位31%)2140万吨。此外, 公司2024年12月公告, Lonshi铜矿东区新增104万吨铜资源量。

逻辑一: 矿服业务盈利能力优于同业, 有望维持稳定增长

公司为国内矿服行业龙头, 矿服业务维持较高复合增长, 盈利能力稳定且明显优于海内外同业。目前, 公司已取得紫金矿业、Ivanhoe、江西铜业、金川集团、中国有色、开磷集团等一批国内龙头矿企及外资业主认可, 2018~2023年矿服业务毛利CAGR达到20%, 毛利率维持在26%~29%。

矿服行业客户粘性较强, 随着中国矿企出海增加资本开支, 带动产业链上下游形成产业集群, 公司作为国内矿服龙头之一, 矿服业务有望受益。预计随着公司海外项目增加, 国际知名度提升, 有望拓展新的外资客户形成新的增量。此外, 截止2024年中报, 公司正在履约的矿服合同金额总计约163亿元, 预计也将支撑公司矿服业务维持稳定增长。

逻辑二: 铜产量弹性优于行业, 量价齐升助力业绩加速释放

公司资源开发板块主要产品包括铜、磷, 公司Lonshi铜矿西区于2023年底投产, 并预计2024年底达产, 贡献短期铜矿增量。中远期看, 公司San Matias铜金银矿筹建项目、Lubambe铜矿技改项目、Lonshi铜矿东区可行性研究均在推进中, 中远期产量增长潜力较大。我们预计2024~2026年公司铜金属产量(不计入Lubambe铜矿)合计分别为3.3/5/5万吨, 铜金属销量分别为3.5/5/5万吨。铜产量弹性优于行业。

铜价方面, 铜板块短期受美元指数走强影响承压, 但我们判断未来供需格局仍然趋紧, 2025年预计铜矿供给增速仅2.2%, 精炼铜需求增速约3.1%, 中长期看, 行业历史资本开支不足限制供给释放, 而新兴市场及能源转型推升需求侧增长, 供需矛盾将越发凸显, 支撑铜价中枢持续抬升。铜板块量价齐升有望主力公司业绩加速释放。

盈利预测与估值

我们预计公司2024~2026年营业收入分别为96、118、136亿元, 分别同比增长29%、23%、15%, 2024~2026年归母净利润分别为15.5、22.4、25.8亿元, 同比分别增长50%、45%、15%, EPS分别为2.48、3.59、4.14元, 对应公司PE分别为15.67、10.83、9.39倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

相关金属品种价格表现不及预期, 相关金属品种产销表现不及预期, 矿山服务业务业绩表现不及预期等。

投资评级: 买入(首次)

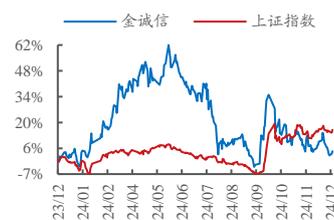
分析师: 沈皓俊
执业证书号: S1230523080011
shen haojun@stocke.com.cn

研究助理: 苏湘涵
suxianghan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥38.87
总市值(百万元)	24,245.52
总股本(百万股)	623.76

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,399	9,551	11,753	13,574
(+/-) (%)	38.18%	29.08%	23.06%	15.49%
归母净利润	1,031	1,547	2,239	2,582
(+/-) (%)	68.74%	50.02%	44.71%	15.33%
每股收益(元)	1.65	2.48	3.59	4.14
P/E	23.51	15.67	10.83	9.39

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 96、118、136 亿元，分别同比增长 29%、23%、15%，2024~2026 年归母净利润分别为 15.5、22.4、25.8 亿元，同比分别增长 50%、45%、15%，EPS 分别为 2.48、3.59、4.14 元，对应公司 PE 分别为 15.76、10.89、9.45 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：2025 年铜行业弱平衡，供需矛盾或缓和，铜价预期分歧较大。此外，市场担忧公司矿服业务表现不及预期。

我们认为：资源板块，短期铜价或受美元指数走强承压，但供给趋紧格局预计推升铜价中枢。公司铜产量弹性优于行业，盈利将进入加速通道。矿服板块，我们认为 2024 年由于非洲缺电导致业主方运营受限，公司海外矿服业务短期受到影响，但公司在手合同较多，且未来矿服板块增长逻辑顺畅，中长期矿服业务有望维持较高复合增速。

● 股价上涨的催化因素

相关金属价格表现超预期、公司矿服业务表现超预期、公司资源板块项目推进超预期、公司相关金属产销量表现超预期、海内外宏观政策超预期等。

● 风险提示

- 1) 相关金属品种价格表现不及预期。
- 2) 相关金属品种产销表现不及预期。
- 3) 矿山服务业务业绩表现不及预期等。

正文目录

1 金诚信：国内矿服行业龙头之一，转型集团化矿业公司	5
1.1 矿服业务起家，布局上游资源打造第二核心业务	5
1.2 王氏家族控股，从事矿服行业历史悠久	6
1.3 归母净利润近3年CAGR达41%，盈利能力持续提升	6
2 逻辑一：矿服业务盈利能力优于同业，有望维持稳定增长	8
2.1 公司矿服业务盈利能力稳定，且明显优于同业	8
2.2 矿服业务得到多家头部矿企认可，业务可持续性较强	9
2.3 地下矿服市场规模预计持续增长，高端服务企业市占率有望提升	11
3 逻辑二：铜产量弹性优于行业，量价齐升业绩可期	13
3.1 公司拥有五个资源项目，2024年计划产铜3万吨	13
3.2 量：2025年铜产量弹性优于行业，中远期量增潜力较大	15
3.3 价：供给趋紧有望推升铜价中枢持续抬升	16
4 盈利估值	16
4.1 矿山服务业务	16
4.2 矿山资源开发	17
5 风险提示	18

图表目录

图 1: 矿山开发产业链流程图 (红色部分为公司主营业务)	5
图 2: 矿服行业起家, 拓展资源板块	6
图 3: 公司股权结构 (截止 2024 年三季报)	6
图 4: 2015 至 2024 前三季度公司营收及增速情况	7
图 5: 2015 至 2024 前三季度公司归母净利润及增速情况	7
图 6: 资源开发业务 2023 年开始贡献利润	7
图 7: 资源开发业务毛利率水平较高	7
图 8: 公司盈利能力持续提升	8
图 9: 公司费用率总体持续改善	8
图 10: 公司经营活动现金流净额持续增长	8
图 11: 公司近年资产负债率总体维持稳定	8
图 12: 对比海外矿服公司 EBITDA 利润率	9
图 13: 对比国内矿服公司净利率	9
图 14: 近年全球主要矿企 CAPEX 呈增长趋势 (单位: 亿美元)	12
图 15: 近年铜价上涨刺激铜企进行资本开支	12
图 16: 矿山品位下滑趋势明显	12
图 17: 发现的主要铜矿深度增加	12
图 18: 2021-2023 年国内地下矿山采矿运营管理业务市场容量	13
图 19: 2021-2023 年国内地下矿山工程建设业务市场容量	13
图 20: 公司 5 个资源项目布局及概况	13
图 21: 2023-2024E 公司铜金属 (当量) 产销情况	15
图 22: 2023-2024E 公司磷矿石产销情况	15
表 1: 海外头部矿服公司概况	9
表 2: 采矿运营管理、矿山建设合同 (截止 2024 年中报)	10
表 3: 2024 年 6 月 30 日至今, 公司签署矿服项目重大合同金额合计约 103 亿元	11
表 4: 公司五个资源项目规划及进展情况	14
表 5: 公司总计拥有矿产保有权益资源量 (截止 2024 年 9 月 30 日)	14
表 6: Lonshi 铜矿东区新增资源量情况 (截止 2024 年 10 月 31 日)	14
表 7: 铜业弹性表	15
表 8: 铜行业供需平衡表 (单位: 万吨)	16
表 9: 公司分产品盈利预测	17
表 10: 可比公司 Wind 一致预测 (截止 2024 年 12 月 24 日)	17
表附录: 三大报表预测值	19

1 金诚信：国内矿服行业龙头之一，转型集团化矿业公司

公司为国内矿服龙头之一，打造“矿服+资源”双轮驱动业务模式。公司经营模式为矿业纵向一体化，包括以矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发、矿山机械设备制造在内的矿山服务业务，以及矿山资源开发业务。

矿山服务板块，公司是能够为矿山开发提供综合服务的高端服务商之一。公司自成立以来，始终专注于非煤地下固体矿山的开发服务业务，涉及矿山资源品种主要包括铜、铅、锌、铁、镍、钴、金、银、磷、钾等。目前，公司的矿山服务业务主要分布于非洲及欧亚地区，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，竣工竖井最长达 1526 米，斜坡道最长达 8008 米，目前均处于国内前列。2023 年矿山服务业务实现营收 66 亿元，同比增长 26%；掘进总量 459 万立方米，采矿量 3933 万吨。

资源开发板块，公司拥有 5 个自有矿山资源项目，产品主要涉及铜、磷矿石。目前，公司保有矿产资源量铜金属 353 万吨（计入 Lonshi 铜矿东区新增资源量），银金属 179 吨，金金属 19 吨，磷矿石（品位 31%）2140 万吨。2024 年公司计划铜金属（当量）产量 3 万吨，销量 3.2 万吨，计划生产、销售磷矿石约 30 万吨。

图1： 矿山开发产业链流程图（红色部分为公司主营业务）



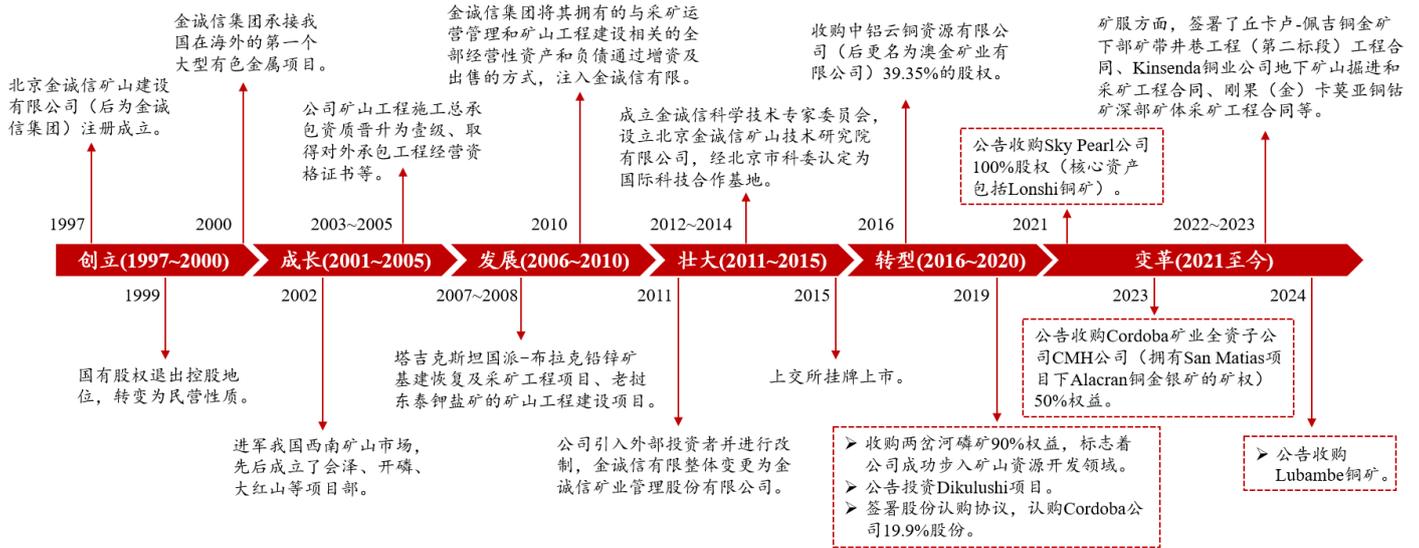
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.1 矿服业务起家，布局上游资源打造第二核心业务

公司自成立以来，20 余年专注于矿山服务领域，积累了丰富的丰富项目经验。1997 年金诚信集团前身成立，为最早混合所有制企业，并于 1999 年转为民营性质。2010 年，金诚信集团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，注入到子公司金诚信有限（金诚信前身）。2011 年，金诚信有限整体变更为金诚信矿业管理股份有限公司。2015 年，公司于上交所挂牌上市。

2019 年公司正式步入资源开发领域，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。2019 年 5 月，公司取得两岔河磷矿 90% 权益，正式步入资源开发领域；同年 8 月，公告投资刚果（金）Dikulushi 项目；同年 11 月，公告认购 Cordoba 公司 19.9% 股份。2021 年，公告收购 SkyPearl 公司 100% 股权。2023 年，公告收购 Cordoba 矿业全资子公司 CMH 公司 50% 权益。2024 年，公司公告收购 Lubambe 铜矿。

图2: 矿服行业起家, 拓展资源板块



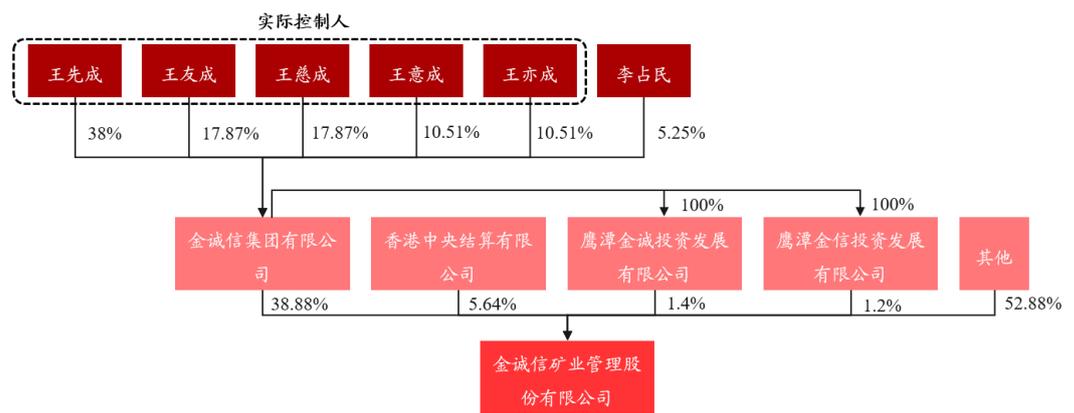
资料来源: 公司官网, 公司公告, 公司招股说明书, 浙商证券研究所

1.2 王氏家族控股, 从事矿服行业历史悠久

公司实际控制人为王先成家族。截止2024年9月30日, 公司实际控制人为王先成、王慈成、王友成、王意成、王亦成(系兄弟), 合计持有金诚信集团95%股权, 直接及间接持有公司合计39.3%股份。公司第一大股东为金诚信集团有限公司, 直接及间接持有公司合计41.48%股份。

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3: 公司股权结构(截止2024年三季报)



资料来源: 公司年报, Wind, 浙商证券研究所

1.3 归母净利润近3年CAGR达41%, 盈利能力持续提升

公司营收及归母净利润规模持续增长。2020~2023年公司营业收入3年CAGR达24%, 归母净利润3年CAGR达41%。2023年公司矿服业务维持稳定增长, 资源板块利润释放, 公司营业收入达到74亿元(同比+38%), 归母净利润达到10亿元(同比+69%)。2024年

前三季度，公司营收约 70 亿元（同比+31%），归母净利润达 11 亿元（同比+54%），主要由于 Lonshi 铜矿实现销售贡献增量，叠加铜价上涨贡献业绩。

图4：2015 至 2024 前三季度公司营收及增速情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：2015 至 2024 前三季度公司归母净利润及增速情况



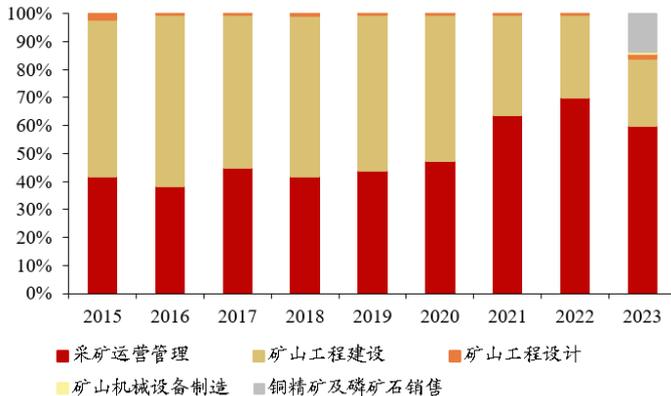
资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司目前矿服业务贡献主要利润，且维持较高复合增速，2018~2023 年矿服业务毛利 CAGR 达到 20%，2023 年资源板块开始贡献业绩并快速崛起。

2024 年前三季度，公司矿服业务实现营收 49 亿元，占公司营收比例约 71%，实现毛利 14 亿元，占公司毛利比例约 61%；公司矿山资源开发业务实现毛利 9 亿元，占毛利比例约 39%，预计未来随着公司旗下铜矿项目产量增长，资源板块毛利贡献比例将有所提升。

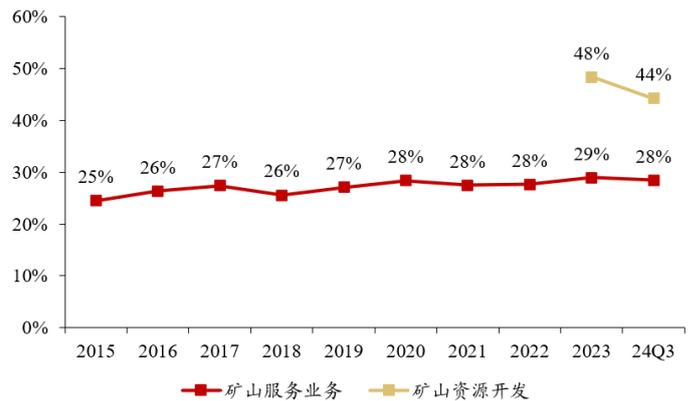
公司资源开发业务毛利率较高，预计随着该业务毛利贡献占比增加，将支撑公司盈利能力进一步提升。2024Q3 公司矿服业务毛利率约 28%，矿山资源开发业务毛利率约 44%。

图6：资源开发业务 2023 年开始贡献利润



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

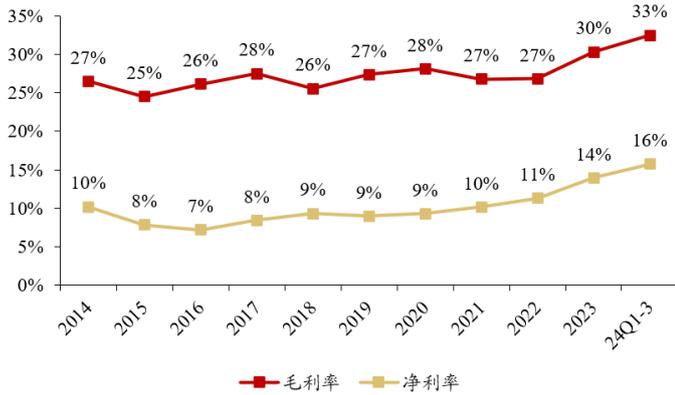
图7：资源开发业务毛利率水平较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

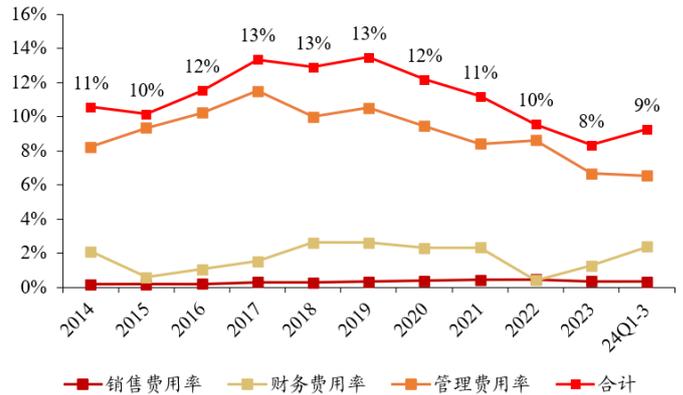
2014 年以来，公司盈利能力持续提升，费用率总体持续改善。2024 年前三季度公司毛利率达 33%，净利率达 16%，主要由于资源板块毛利贡献占比提升。截止 2024 年前三季度公司销售费用率、财务费用率以及管理费用率分别为 0.3%、2.4%及 6.5%，合计约 9.3%，其中，2023-2024 年公司财务费用率略有提升，主要由于公司矿山资源项目基建投资结束相应借款利息不再资本化，以及公司海外资产的汇兑损益影响。

图8: 公司盈利能力持续提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

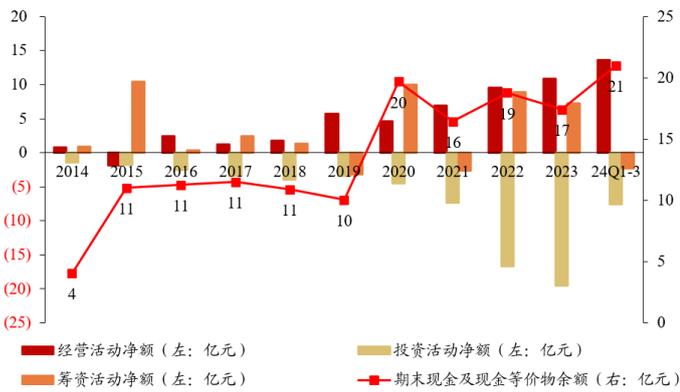
图9: 公司费用率总体持续改善



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

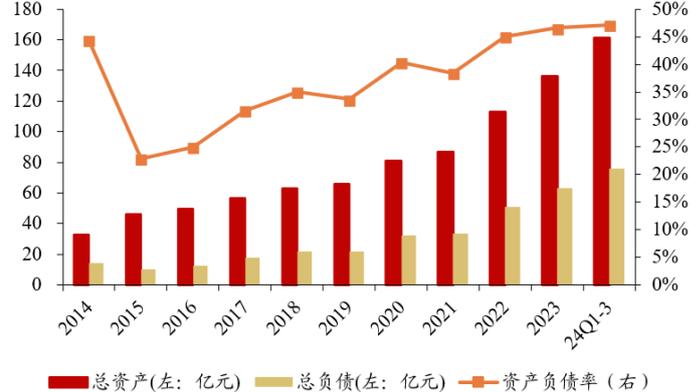
公司现金流情况较好, 资产负债率总体维持稳定。2024年三季度末, 公司现金及现金等价物余额约 21 亿元, 2024 年前三季度, 公司投资活动现金流净流出约 7.6 亿元, 同比减少 53%, 主要由于公司 Lonshi 铜矿和两岔河磷矿南采区基建投资均已完成。公司资产负债率水平较为稳定, 截止 2024 年三季度, 公司资产负债率约 47%。

图10: 公司经营活动现金流净额持续增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 公司近年资产负债率总体维持稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

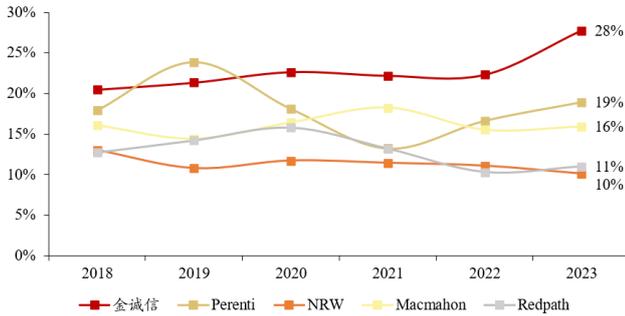
2 逻辑一: 矿服业务盈利能力优于同业, 有望维持稳定增长

2.1 公司矿服业务盈利能力稳定, 且明显优于同业

对比海外同行业公司, 我们选取 4 家以矿山服务业务贡献主要利润的海外公司作为可比标的, 可比公司最新 2023 财年 EBITDA 利润率均值约为 14%, 其中, Redpath 公司矿山服务业务营收规模与金诚信更为接近, 2023 年 EBITDA 利润率仅 11%。而金诚信 2023 年 EBITDA 利润率约 28%, 盈利能力明显优于海外同业。

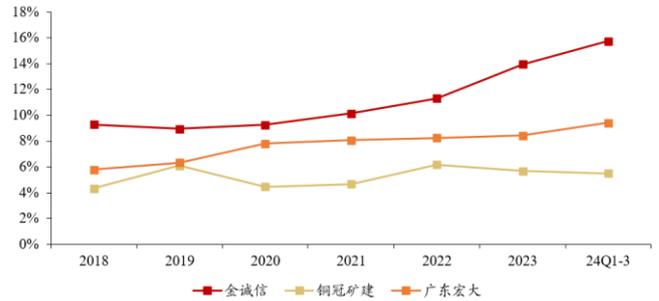
对比国内同行业公司, 我们选取广东宏大、铜冠矿建 2 家以矿山服务业务贡献主要营收的国内上市公司作为可比标的, 广东宏达、铜冠矿建 2023 年净利率分别为 8%、6%, 金诚信 2023 年净利率约 14%, 盈利能力优于国内同业。

图12: 对比海外矿服公司 EBITDA 利润率



资料来源: Bloomberg, ATON Group 官网, 浙商证券研究所。注: Perenti、Macmahon、NRW Holdings 统计口径为相应的财年数据。

图13: 对比国内矿服公司净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表1: 海外头部矿服公司概况

公司	简介	业务布局地区	核心业务及营收占比	矿服营收规模 (亿元)
Perenti	成立于1987年, 世界上最大的采矿服务公司之一, 在露天和地下采矿方面拥有超过35年的经验。目前在11个国家经营62个项目, 拥有超过9000名员工。		<ul style="list-style-type: none"> • Surface Mining (14%) • Underground Mining (63%) 	151
Macmahon	成立于1963年, 一家多元化的承包商, 为各大宗商品行业的主要资源公司提供服务, 在地表和地下采矿、采矿支持和民用基础设施方面具有领先能力。		<ul style="list-style-type: none"> • Surface Mining (65%) • Underground Mining (26%) 	146
NRW Holdings	成立于1994年, 公司专门在澳大利亚和北美提供工程、制造、施工、运营和维护服务。		<ul style="list-style-type: none"> • Civil (23%) • Mining (52%) • Minerals, Energy & Technologies (27%) 	110
Redpath	成立于1962年, 是全球地下采矿承包商龙头公司。目前在14个国家经营106个项目, 拥有9958名员工。		<ul style="list-style-type: none"> • Mining (100%) 	75

资料来源: 各公司官网及年报, ATON Group 官网, Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所。注: 1) 考虑数据可得性, 矿服营收规模数据中, Perenti 公司统计口径为地下矿山服务业务数据, 其他公司统计口径为矿山服务业务数据。2) 核心业务及营收占比数据、矿服营收规模数据 Perenti、Macmahon、NRW Holdings 统计口径为2024财年数据, Redpath 统计口径为2023年数据。

2.2 矿服业务得到多家头部矿企认可, 业务可持续性较强

公司为多家国内龙头矿企提供矿山服务, 并取得国际大型矿业公司认可。公司经过多年市场开发, 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、云南铜业、海南矿业、

西部矿业、北方矿业、紫金矿业、赤峰黄金、老挝开元、Ivanhoe、Vedanta、EMR、ShalkiyaZinc 等。

表2: 采矿运营管理、矿山建设合同 (截止 2024 年中报)

合同对方	工程内容	工程类别	合同约定工期	金额
云南迪庆有色金属有限责任公司	普朗铜矿一期采选工程首采区域采矿总承包	采矿运营管理	总合同期 8 年,计划完工时间为 2024 年 12 月	约 188,900 万元
	普朗铜矿一期采选工程首采区域采矿总承包合同补充协议(四)	采矿运营管理	计划完工时间为 2024 年 12 月	约 21,265 万元
	普朗铜矿一期采选工程首采区南部矿段采切工程施工合同	采矿运营管理	2021 年 7 月至 2024 年 7 月	约 12,805 万元
海南矿业股份有限公司	海南矿业股份有限公司地采铁矿石回采承包合同	采矿运营管理	2022 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 31 日	约 50,000 万元
	海南矿业股份有限公司地采-120m 水平以上生产采准工程施工合同	采矿运营管理	2021 年 12 月 25 日-2024 年 12 月 31 日	约 14,645 万元
瓮安县天一矿业有限公司	贵州省瓮安县玉华乡老虎洞磷矿采选工程二标段	矿山工程建设	工期总日历天数为 1169 天,计划开工日期为 2022 年 2 月 8 日,竣工日期 2025 年 4 月 22 日(具体开工日期以开工令为准)	约 52,510 万元
贵州锦麟化工有限责任公司	贵州锦麟化工有限责任公司摩天冲 250 万吨/年采选工程建设项目采矿 EPC 总承包工程	矿山工程建设	2022 年 9 月 1 日至 2024 年 10 月 24 日	约 26,614 万元
	贵州锦麟化工有限责任公司摩天冲磷矿一采区 150 万吨/年采矿生产业务外包工程	采矿运营管理	公司为联合体承包人牵头人,服务年限 7 年,具体起始日期以发标人通知为准。	合同约 75,379.5 万元,最终以联合体各成员实际验收完成工作量及结算款为准
临沂会宝岭铁矿有限公司	会宝岭铁矿-340m 中段北翼采矿工程	采矿运营管理	2020 年 6 月 25 日至 2024 年 6 月 24 日	约 35,552 万元
	会宝岭-270m 中段北翼采矿及采切工程	采矿运营管理	2022 年 3 月 5 日至 2026 年 3 月 4 日	约 31,188 万元
Shalkiya Zinc LTD JSC	哈萨克斯坦共和国克孜勒奥尔达地区沙尔基亚铅锌矿沙尔基亚矿山设施的基建和施工工程	矿山工程建设	合同工期 50 个月	约 10,710 万美元
Konkola Copper Mines Plc	孔科拉铜矿 4 号竖井建设及采矿工程承包合同	采矿运营管理	2023 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日	约 16,705 万美元
Lubambe Copper Mine Limited	Lubambe 铜矿有限公司地下采矿南翼开拓和生产运营	矿山工程建设	2023 年 6 月 1 日至 2026 年 6 月 30 日	约 11,666.76 万美元
塞尔维亚紫金矿业股份有限公司	塞尔维亚 Timok 铜金矿矿山井巷工程及其补充协议	矿山工程建设	2019 年 7 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日	约 64,562 万元
	丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带井巷工程(第二标段)	矿山工程建设	1#进风井工程:计划开工日期 2022 年 4 月 1 日,计划竣工日期 2027 年 4 月 19 日 2#回风井工程:计划开工日期 2022 年 4 月 1 日,计划竣工日期 2025 年 10 月 28 日	约 71,785 万元
塞尔维亚紫金铜业有限公司	JM 矿、ZB 金矿矿山井巷工程(第二标段)补充协议	矿山工程建设	JM 矿井巷工程于 2021 年 1 月 1 日计划开工,于 2025 年 12 月 31 日竣工,施工总工期 1825 天	约 85,887 万元
科米卡矿业简易股份有限公司	刚果(金)卡莫亚铜钴矿深部矿体采矿工程(百安第一期),该合同为十年期框架协议合作协议下第一期具体施工合同	采矿运营管理	两年,暂定 2023 年 6 月 1 日开工(具体开工日期以开工通知为准)	约 8,960 万美元
Kamoa Copper SA	卡莫阿铜矿卡库拉井下开拓工程及其补充协议	采矿运营管理	2019 年 3 月 21 日-2023 年 12 月 12 日	折合约 404,963 万元
Kipushi Corporation SA	Kipushi 锌铜矿采矿合同	矿山工程建设及采矿运营管理	预计自 2023 年 8 月 1 日至 2028 年 1 月 31 日	约 19,457 万美元

资料来源: 公司 2024 半年报, 浙商证券研究所

矿服行业客户粘性较高，业务可持续性较强。矿山开发周期较长，属于资本密集型行业，客户粘性较高，矿山开发服务商得到业主认可后，有望承接后续综合一体矿山管理服务业务，或业主企业矿山服务项目。

中国矿企在“一带一路”倡议驱动下，出海投资增加，预计带动一批上下游企业出海，形成产业集群效应，公司有望从中受益。此外，随着公司海外矿服项目增加，公司已取得纯外资客户认可，公司知名度提升，有望形成新的增量。截止2024年中报，公司正在履约的矿服合同金额总计约163亿元。2024年6月30日至今，公司公告新签Kamoa Copper SA、中色非洲矿业有限公司、云南迪庆有色金属有限责任公司、如瓦西矿业等公司相关矿服项目，合同金额总计约103亿元，预计支撑公司矿服业务稳定增长。

表3：2024年6月30日至今，公司签署矿服项目重大合同金额合计约103亿元

公告日期	发包人	工程名称	合同工期	根据预计工作量预估合同金额
2024/12/21	Kamoa Copper SA	主斜坡道底部与南斜坡道联络巷附近的进路式采矿，以及南斜坡道东西向进路式采矿等	5年，双方约定本合同工期自2023年12月13日至2028年12月12日或依据合同条款延长的期限	约9.9亿美元
2024/11/26	中色非洲矿业有限公司	谦比希铜矿主矿体、西矿体采矿工程	2024年1月1日-2025年12月31日	约1.2亿美元
2024/11/26	山东黄金矿业(莱州)有限公司焦家金矿	焦家金矿南区主井二期工程	总日历天数1190天，以发包人下达开工令日起算	约1.7亿元
2024/10/8	云南迪庆有色金属有限责任公司	云南迪庆有色金属有限责任公司普朗铜矿一期采选工程北部矿段采切工程及采矿总承包工程	北部矿段采矿总承包工程：计划自2024年10月10日至2034年10月9日，实际开工日期以发包人批准的开工报告为准 北部矿段采切工程：计划自2024年10月10日至2027年7月16日，实际开工日期以发包人批准的开工报告为准	约13.3亿元
2024/9/13	如瓦西矿业(RuashiMiningSAS)	400ml分段1#采场、520ml、540ml分段采切工程及400ml分段1#采场东、540ml中段硫化矿回采工程	预计3年，至2027年6月30日	约0.8亿美元
2024/7/17	江西铜业股份有限公司武山铜矿	武山铜矿三期扩建工程三井(主井、副井、风井)(三标段)	合同工期预计至2025年9月	约1.3亿元

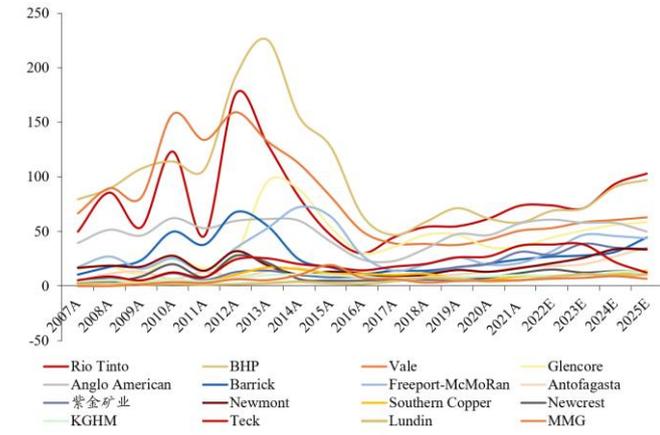
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.3 地下矿服市场规模预计持续增长，高端服务企业市占率有望提升

近年有色金属价格中枢抬升，预计刺激矿企加大资本开支力度。此外，矿山向深部资源进行开发成为必然趋势，预计地下矿山服务市场中长期总体将持续增长。

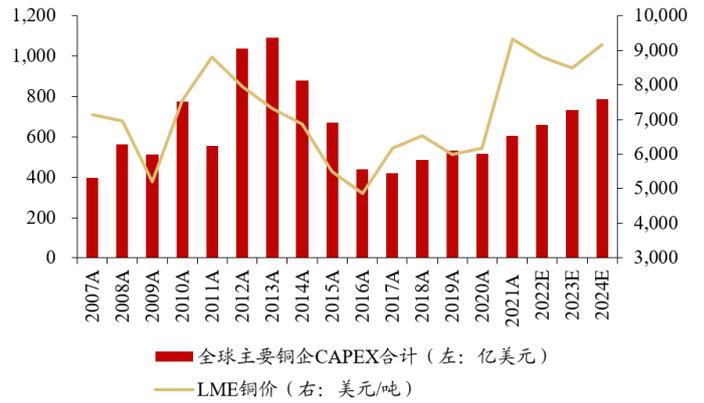
2017-2018年全球主要的有色金属价格企稳反弹，2020-2021年全球流动性宽松背景下金属价格大幅上涨，刺激全球主要的矿企进行资本开支。我们统计全球主要16家矿企，据Bloomberg数据，2017-2023E合计CAPEX复合增速约11%。

图14: 近年全球主要矿企 CAPEX 呈增长趋势 (单位: 亿美元)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

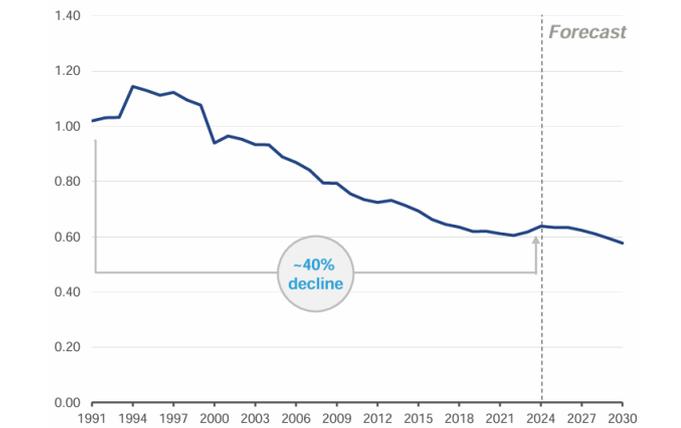
图15: 近年铜价上涨刺激铜企进行资本开支



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

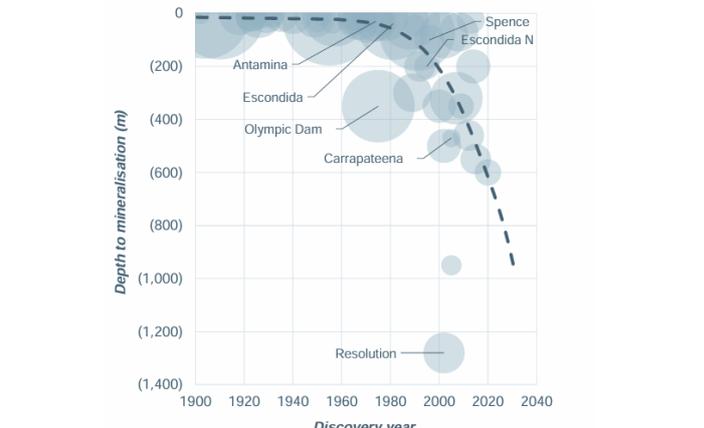
全球露天矿及浅层地下矿开发时间较长, 高品位矿石资源枯竭问题凸显, 近年矿山品位明显下降, 且新发现的主要铜矿深度明显增加, 据统计, 矿山普遍的开采深度已超过 1000 米, 矿山向更深部资源进行开发成为必然趋势。

图16: 矿山品位下滑趋势明显



资料来源: BHP 官网, 浙商证券研究所

图17: 发现的主要铜矿深度增加

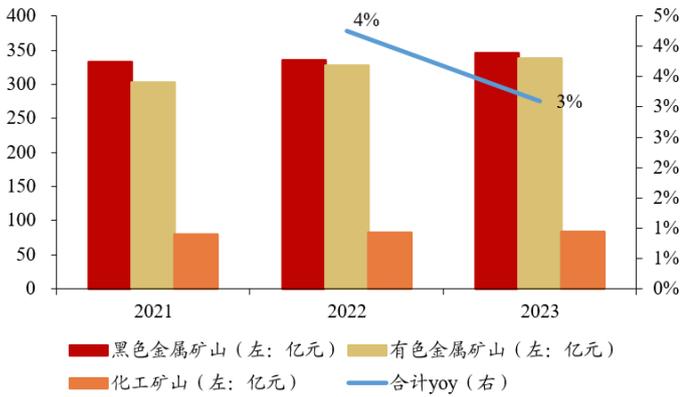


资料来源: BHP 官网, 浙商证券研究所

2023 年国内地下采矿运营管理和矿山工程建设的市场容量约为 855 亿元。其中采矿运营业务市场容量约为 768 亿元, 矿山工程建设业务市场容量约为 87 亿元。

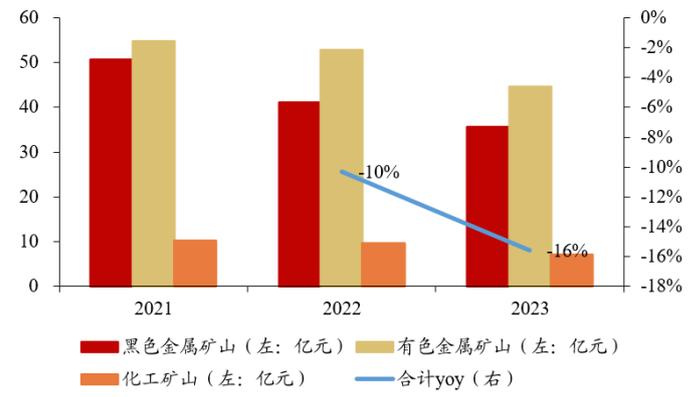
未来, 预计高端矿山服务企业的市占率有望逐步提升。高端矿山服务市场中, 由于大中型矿山对矿山服务企业的资质、施工能力、人员素质、装备水平等要求较高, 市场进入门槛越来越高, 高端矿山服务企业数量短期不会增加, 小型服务商由于监管对行业承包委托方式的限制调整, 预计数量逐步减少。

图18: 2021-2023年国内地下矿山采矿运营管理业务市场容量



资料来源: 金诚信公告, 浙商证券研究所

图19: 2021-2023年国内地下矿山工程建设业务市场容量



资料来源: 金诚信公告, 浙商证券研究所

3 逻辑二: 铜产量弹性优于行业, 量价齐升业绩可期

3.1 公司拥有五个资源项目, 2024年计划产铜3万吨

公司先后并购了两岔河磷矿、刚果(金) Dikulushi 铜矿、刚果(金) Lonshi 铜矿、参股哥伦比亚 San Matias 铜金银矿、Lubambe 铜矿, 目前公司拥有 5 个资源项目, 分布在 4 个国家。其中, Dikulushi 铜矿、Lonshi 铜矿、两岔河磷矿为目前公司主力在产矿山, 哥伦比亚 San Matias 铜金银矿项目建设顺利推进中。Lubambe 铜矿为在产矿山, 公司在推进项目技改。

图20: 公司 5 个资源项目布局及概况



资料来源: 公司官网, 公司年报, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 除 Lubambe 铜矿, 其余项目持股比例数据截止 2024 年中报。除 Lonshi 铜矿, 其他项目资源量及品位数据截止 2024 年中报。

表4: 公司五个资源项目规划及进展情况

项目	项目规划及进展
Dikulushi 铜矿	已于 2021 年 12 月投产的 Dikulushi 铜矿 (年产约 1 万吨铜金属)
Lonshi 铜矿	矿体分为西区和东区, 其中: 西区采、选、冶联合工程已于 2023Q4 投产, 预计 2024 年末实现达产, 达产后年产铜金属约 4 万吨 东区跨 PE12162 和 PE13093 两个采矿权, 后续公司将继续进行项目可行性研究、初步设计编制等工作
两岔河磷矿	矿山整体生产规模 80 万吨/年, 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
San Matias 铜金银矿	根据 2023 年 12 月公告的可行性研究成果, 项目建设期预计 2 年, 建成后矿山寿命预计为 14.2 年。 截止 2024 年中报, 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, EIA 完成后, Alacran 铜金银矿将进入建设阶段
Lubambe 铜矿	矿山为在产铜矿, 矿山设计规模为 250 万吨/年, 公司收购该矿山前, 由于多种原因, 矿山一直无法达产。 公司于 2024 年 6 月正式接管 Lubambe 铜矿, 力争在保持生产稳定的前提下, 在 2024-2026 年期间对整个矿山系统进行技术改造, 使矿山具备达产条件。

资料来源: 公司官网, 公司年报, 公司公告, 浙商证券研究所。

截止 2024 年 9 月 30 日, 公司保有矿产资源量铜金属 249 万吨, 银金属 179 吨, 金金属 19 吨, 磷矿石 (品位 31%) 2140 万吨。此外, 公司 2024 年 12 月公告, Lonshi 铜矿东区新增资源量情况, 共探获 (探明+控制+推断) 类矿石量 2604.8 万吨, 铜金属量 104 万吨, 铜平均品位 3.99%。

表5: 公司总计拥有矿产保有益资源量 (截止 2024 年 9 月 30 日)

铜金属 (万吨)	银金属 (吨)	金金属 (吨)	磷矿石 (万吨, 品位 31.00%)
249	179	19	2140

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表6: Lonshi 铜矿东区新增资源量情况 (截止 2024 年 10 月 31 日)

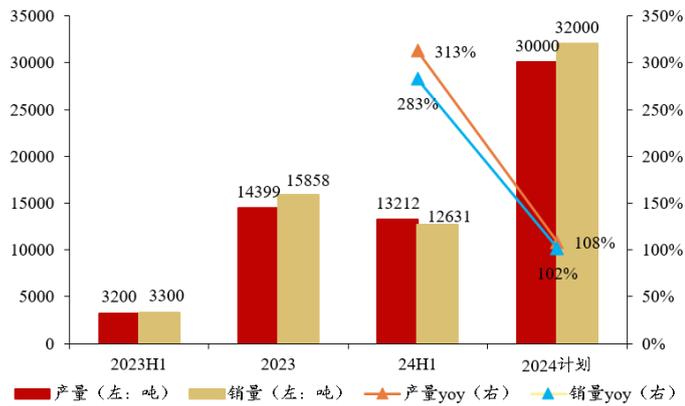
矿种	资源量类型	矿石量 (万吨)	金属量 (万吨)	平均品位 (%)
铜	探明资源量	452.2	15.1	3.34
	控制资源量	1321.2	58.7	4.44
	推断资源量	831.4	30.2	3.63
	合计	2604.8	103.9	3.99

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2023 年公司铜金属 (当量) 产量 1.44 万吨, 销量 1.59 万吨。其中, Dikulushi 铜矿生产约 0.98 万吨, 销售约 1.02 万吨; Lonshi 铜矿产阴极铜 0.46 万吨, 未对外销售。2023 年公司生产、销售磷矿石约 16 万吨。

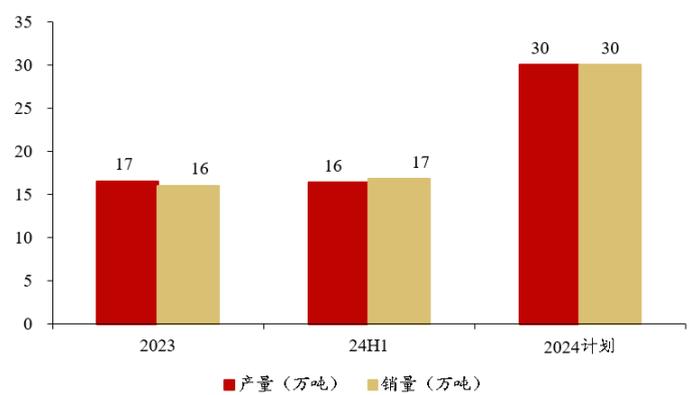
2024 年公司计划铜金属 (当量) 产量 3 万吨, 销量 3.2 万吨 (未包含 Lubambe 铜矿项目)。其中, Dikulushi 铜矿计划生产、销售铜金属 (当量) 约 1 万吨; Lonshi 铜矿计划产铜金属 2 万吨, 销售铜金属 3.2 万吨。2024 年公司计划生产、销售磷矿石约 30 万吨。

图21: 2023-2024E公司铜金属(当量)产销情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所。注: 数据未包含 Lubambe 铜矿项目。

图22: 2023-2024E公司磷矿石产销情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

3.2 量: 2025年铜产量弹性优于行业, 中远期量增潜力较大

预计金诚信 Dikulushi 铜矿及 Lonshi 铜矿 2025 年合计铜总产量达 5 万吨, 同比增长 67%。选取 A 股及 H 股其他 11 家布局上游铜资源的公司作为同业可比公司, A 股同业公司 2025 年铜总产量增速均值约 14%; H 股同业公司 2025 年铜总产量增速均值约 35%, 金诚信 2025 年铜总产量弹性明显优于行业。

表7: 铜业弹性表

代码	公司	市值 (亿元)	资源量 (万吨)	铜总产量 (万吨)						PE(Wind一致预期)	
				2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2025yoy	24-26CAGR	2025年
601899.SH	紫金矿业	4316	10467	88	101	110	122	135	11%	11%	11.2
603993.SH	洛阳钼业	1620	3464	25	39	60	63	63	5%	2%	12.2
600362.SH	江西铜业	759	912	20	20	20	20	20	0%	0%	9.9
000630.SZ	铜陵有色	458	637	5	18	19	25	31	30%	27%	10.5
601168.SH	西部矿业	409	593	14	13	18	18	20	0%	5%	9.5
000878.SZ	云南铜业	266	362	6	6	6	6	6	0%	0%	11.1
603979.SH	金诚信	262	340	0	1	3	5	5	67%	29%	12.2
000737.SZ	北方铜业	161	133	4	4	4	4	4	0%	0%	12.9
A股上市公司指标平均值									14%	9%	11
1208.HK	五矿资源	319	692	30	35	40	51	54	27%	16%	9.4
2099.HK	中国黄金国际	149	679	9	2	4	8	8	72%	31%	6.5
1258.HK	中国有色矿业	195	549	15	17	16	17	17	6%	3%	5.9
2362.HK	金川国际	66	447	6	6	6	9	10	43%	27%	-
H股上市公司指标平均值									35%	17%	7.3

资料来源: 公司年报, 公司公告, 公司公众号, Wind, 浙商证券研究所。注: 2024-2026 年产量数据为预测值, 存在预测偏差风险。铜矿总产量统计金属量。金诚信铜总产量数据暂未考虑 Alacran 铜金银矿及 Lubambe 铜矿。紫金矿业、江西铜业、西部矿业、云南铜业资源量数据截止 2024 年 6 月 30 日, 中国黄金国际资源量数据截止 2024 年 9 月 30 日, 表中其他公司资源量数据截止 2023 年 12 月 31 日, 金诚信资源量数据计入 Lonshi 铜矿东区新增资源量。PE 数据截止 2024 年 12 月 12 日。

此外, 公司仍有其他铜矿增量项目持续推进中, 中远期铜增量可期:

(1) **San Matias 铜金银矿:** Alacran 矿床环境影响评估报告尚待批复, 完成后, Alacran 铜金银矿将进入建设阶段, 根据 2023 年 12 月公告的可行性研究成果, 项目建设期预计 2 年, 建成后矿山寿命预计为 14.2 年, 项目累计回收铜 797 百万磅, 金 0.55 百万盎司, 则矿山生命周期内年均产铜约 2.5 万吨, 年均产金约 1.2 吨。

(2) **Lubambe 铜矿**: 公司于 2024 年 1 月公告收购 Lubambe 铜矿, 并于 2024 年 7 月完成股权交割。据公司公告, 公司聘请了第三方专业机构编制了《赞比亚鲁班比铜矿采选工程可行性研究》, 在矿山原设计规模下, 考虑对现有矿山进行一定的技改优化, 预计可实现项目年均产铜精矿含铜金属 3.25 万吨。

(3) **Lonshi 铜矿东区**: 2024 年 12 月公司公告东区勘探报告通过评审, 并公布资源量估算数据, 后续公司将继续进行项目可行性研究、初步设计编制等工作。

3.3 价: 供给趋紧有望推升铜价中枢持续抬升

2025 年铜矿供给预计持续紧张, 有望推升铜价中枢抬升。我们梳理了 17 家头部矿企最新的 2025 年产量指引, 预计明年铜矿供给增速仅 2.2%, 精炼铜需求增速约 3.1%, 供给紧张程度有望进一步加剧, 预计供需缺口扩大, 支撑明年铜价中枢抬升。

中长期看, 预计供需缺口扩大趋势不变。历史资本开支不足, 且近年全球新发现的大型铜矿数量较少, 供给干扰持续, 强制性约束供给释放。需求侧面对能源转型、新兴市场崛起, 需求长期有望维持稳定增长。

表8: 铜行业供需平衡表 (单位: 万吨)

		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给端	全球铜矿产量 (万吨)	2068	2111	2190	2227	2267	2317
	增速	0.3%	2.1%	3.7%	1.7%	1.8%	2.2%
	全球精炼铜产量 (万吨)	2459	2480	2565	2695	2759	2801
	增速	2.1%	0.9%	3.4%	5.1%	2.4%	1.5%
需求端	全球精炼铜消耗量 (万吨)	2503	2518	2597	2689	2770	2857
	增速	2.9%	0.6%	3.1%	3.6%	3.0%	3.1%
	全球-新能源与传统需求						
	全球-新能源板块耗铜量合计	150	193	243	410	448	518
	全球-新增光伏耗铜量总计	80	96	130	245	248	281
	全球-新能源汽车新增耗铜量总计	25	45	75	109	135	162
	全球-风电新增装机耗铜量总计	45	51	38	56	66	76
	全球-精炼铜传统需求合计	2354	2325	2354	2279	2322	2339
	全球-新能源需求占比	6%	8%	9%	15%	16%	18%
供给过剩(+)/短缺(-)	-44	-38	-32	6	-11	-56	

资料来源: ICSG, IEA, Navigant Research, GWEC, SMM, 北极星太阳能光伏网, 各矿业公司官网, 浙商证券研究所

4 盈利估值

4.1 矿山服务业务

目前, 公司得到多家国内矿业龙头公司认可, 矿服行业客户粘性较强, 业主一般不会更换矿服承包商, 预计随着中国企业海外矿山项目资本开支增加, 将带动产业链上下游企业出海形成产业集群, 金诚信作为国内矿服龙头之一, 有望收益。此外, 公司境外业务已取得纯外资业主认可, 预计公司知名度提升后, 有望拓展新的客户及矿山项目。公司目前在手合同较多, 预计也将支撑公司矿山服务业务稳定增长。结合公司矿山服务业务历史表

现以及增长潜力，我们预计 2024~2026 年，矿山服务业务营业收入分别为 73/84/100 亿元，毛利率水平基本维持在 29%。

4.2 矿山资源开发

公司目前贡献业绩的主力矿山包括 Dikulushi 铜矿、Lonshi 铜矿、两岔河磷矿。由于 Lubambe 铜矿处于技改中，而 San Matias 铜金银矿项目在推进项目建设，暂不计入产销量考虑。

1) **产销量假设：**根据公司主要项目产量表现及未来项目规划，我们预计 2024~2026 年公司铜金属产量合计分别为 3.3/5/5 万吨，铜金属销量分别为 3.5/5/5 万吨。预计 2024~2026 年公司磷矿石产量、销量维持 30 万吨。

2) **价格假设：**我们预计铜行业未来供给仍然趋紧，有望推升价格中枢，预计 2024~2026 年铜均价分别为 7.5/8.3/8.5 万元/吨。

3) **毛利率：**Dikulushi 铜矿、以及两岔河磷矿南部采区已进入稳产阶段，预计成本基本维持稳定；Lonshi 铜矿 2024 年处于爬产阶段，预计 2024 年底达产，2025~2026 年成本将有改善。我们预计 2024~2026 年公司矿山资源开发板块毛利率分别为 48%/57%/59%。

表9：公司分产品盈利预测

	2021A	2022	2023	2024E	2025E	2026E
矿山服务业务						
营业收入(万元)	429,959	522,886	660,749	726,824	835,848	1,003,017
增速	16%	22%	26%	10%	15%	20%
营业成本(万元)	311,704	378,341	469,440	516,384	593,842	712,610
毛利率	28%	28%	29%	29%	29%	29%
矿山资源开发						
营业收入(万元)	-	-	62,578	211,701	322,898	337,815
增速	-	-	0%	238%	53%	5%
营业成本(万元)	-	-	32,307	110,784	138,828	138,828
毛利率	-	-	48%	48%	57%	59%
合计						
营业收入(万元)	450,381	535,486	739,921	955,119	1,175,340	1,357,426
增速	17%	19%	38%	29%	23%	15%
营业成本(万元)	329,767	391,779	515,333	640,755	746,256	865,024
毛利率	27%	27%	30%	33%	37%	36%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

矿山服务业务，我们选取广东宏大作为可比公司，公司以矿山服务业务贡献主要营业收入，2024 年可比公司 PE 约为 24.54 倍。矿山资源开发业务，我们选取紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业作为可比公司，公司均布局上游铜矿业项目，2024 年可比公司平均 PE 约为 12.07 倍。

表10：可比公司 Wind 一致预测（截止 2024 年 12 月 24 日）

代码	证券简称	总市值(亿元)	每股收益(元/股)				市盈率 PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
矿山服务行业										
002683.SZ	广东宏大	210	0.96	1.13	1.32	1.53	21.31	24.54	20.89	18.08
铜资源开发行业										
601899.SH	紫金矿业	4,154	0.80	1.22	1.45	1.64	15.53	12.77	10.75	9.51
603993.SH	洛阳钼业	1,510	0.38	0.54	0.61	0.69	13.61	12.89	11.40	10.17
601168.SH	西部矿业	389	1.17	1.55	1.82	2.08	12.19	10.54	9.00	7.86
平均值							13.78	12.07	10.38	9.18
603979.SH	金诚信	242	1.65	2.48	3.59	4.14	23.51	15.67	10.83	9.39

资料来源：Wind，浙商证券研究所

基于以上分析，我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 96、118、136 亿元，分别同比增长 29%、23%、15%，2024~2026 年归母净利润分别为 15.5、22.4、25.8 亿元，同比分别增长 50%、45%、15%，EPS 分别为 2.48、3.59、4.14 元，对应公司 PE 分别为 15.67、10.83、9.39 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

1) 相关金属品种价格表现不及预期。公司资源开发业务产品主要涉及铜、磷矿石，金属价格影响因素较多，包括宏观政策、供需扰动等，存在相关金属品种价格表现不及预期的可能。

2) 相关金属品种产销表现不及预期。公司铜矿项目主要布局在非洲刚果（金）及哥伦比亚，若境外市场政策、经营环境等出现变化，或对公司项目生产经营以及项目推进等产生影响。

3) 矿山服务业务业绩表现不及预期等。目前，公司的矿山服务业务主要分布于非洲及欧亚地区，矿山服务业务经营情况影响因素较多，包括业主方影响、地区经营风险等，新签合同金额有一定不确定性，存在矿山服务业务业绩表现不及预期的可能。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,331	9,174	11,234	12,965
现金	1,918	2,189	2,911	3,301
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2,435	3,779	4,593	5,337
其它应收款	115	218	226	286
预付账款	93	124	140	165
存货	1,656	1,986	2,356	2,706
其他	1,113	878	1,009	1,170
非流动资产	6,295	6,472	7,958	9,407
金融资产类	92	114	110	116
长期投资	315	317	309	297
固定资产	4,429	4,610	4,637	4,609
无形资产	638	624	609	588
在建工程	107	187	1,687	3,187
其他	713	620	606	609
资产总计	13,625	15,645	19,192	22,372
流动负债	3,837	4,788	5,550	6,039
短期借款	740	1,040	1,242	1,042
应付款项	1,487	1,993	2,237	2,642
预收账款	0	0	0	0
其他	1,611	1,755	2,071	2,355
非流动负债	2,509	1,985	2,812	3,240
长期借款	1,406	806	779	753
其他	1,103	1,179	2,033	2,488
负债合计	6,346	6,773	8,362	9,279
少数股东权益	61	56	47	36
归属母公司股东权	7,218	8,817	10,783	13,056
负债和股东权益	13,625	15,645	19,192	22,372

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,085	1,523	2,264	2,794
净利润	1,032	1,541	2,230	2,572
折旧摊销	541	594	660	702
财务费用	94	79	82	95
投资损失	84	108	94	81
营运资金变动	(702)	(761)	(823)	(675)
其它	36	(39)	22	19
投资活动现金流	(1,954)	(927)	(2,243)	(2,235)
资本支出	(1,647)	(800)	(2,161)	(2,159)
长期投资	(279)	(23)	12	6
其他	(28)	(104)	(94)	(81)
筹资活动现金流	722	(312)	702	(169)
短期借款	157	300	202	(200)
长期借款	546	(600)	(27)	(27)
其他	19	(12)	526	58
现金净增加额	(137)	271	723	390

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7399	9551	11753	13574
营业成本	5153	6408	7463	8650
营业税金及附加	84	143	176	204
营业费用	28	42	48	58
管理费用	392	621	752	876
研发费用	102	172	212	244
财务费用	95	41	38	37
资产减值损失	(13)	(0)	4	6
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	(84)	(108)	(94)	(81)
其他经营收益	14	18	22	26
营业利润	1347	2037	2999	3459
营业外收支	(16)	(9)	(10)	(11)
利润总额	1331	2028	2989	3448
所得税	299	487	759	876
净利润	1032	1541	2230	2572
少数股东损益	0	(6)	(9)	(10)
归属母公司净利润	1031	1547	2239	2582
EBITDA	2080	2663	3687	4186
EPS (最新摊薄)	1.65	2.48	3.59	4.14

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	38.18%	29.08%	23.06%	15.49%
营业利润	71.19%	51.25%	47.25%	15.33%
归属母公司净利润	68.74%	50.02%	44.71%	15.33%
获利能力				
毛利率	30.35%	32.91%	36.51%	36.27%
净利率	13.94%	16.20%	19.05%	19.02%
ROE	14.29%	17.55%	20.76%	19.78%
ROIC	11.20%	13.93%	15.09%	14.89%
偿债能力				
资产负债率	46.58%	43.29%	43.57%	41.48%
净负债比率	19.91%	2.54%	11.28%	8.12%
流动比率	1.91	1.92	2.02	2.15
速动比率	1.27	1.29	1.39	1.48
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.65	0.67	0.65
应收账款周转率	3.40	3.49	3.42	3.32
应付账款周转率	3.88	3.92	3.73	3.76
每股指标(元)				
每股收益	1.65	2.48	3.59	4.14
每股经营现金	1.74	2.44	3.63	4.48
每股净资产	11.57	14.14	17.29	20.93
估值比率				
P/E	23.51	15.67	10.83	9.39
P/B	3.36	2.75	2.25	1.86
EV/EBITDA	11.63	9.19	6.91	6.05

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>