

金诚信（603979.SH）

矿服稳健增长，铜矿放量提升业绩弹性

公司研究 · 深度报告

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040005

◆ 公司概况：依托矿服业务，拓宽至资源开发

公司是具备矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发、矿山设备制造等综合服务能力的高端矿业开发服务商，处于行业领先地位，且为打造产业链一体化的综合竞争优势，公司业务进一步拓宽至资源开发，现已形成初具规模的矿产资源储备。其中，在矿山服务领域，公司目前在境内外承担近40个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目；在矿山资源领域，公司现已储备4座铜矿、1座磷矿资源，分布在4个国家，拥有铜、银、金、磷矿产的生产能力。

◆ 矿山服务：矿服业务优势突出，有望保持稳健增长

公司专注于非煤地下固体矿山的开发服务业务，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，公司始终贯彻以领先的技术为矿山业主提供超值服务的理念，以优质的矿山工程建设服务获得矿山业主的认可，进而承接后期的采矿运营管理业务。公司专注高端市场，国内外两大市场并重，其中海外业务高速发展；2016-2023年在公司矿服业务保持高速增长的同时，海外业务的占比也在持续提升，约从2016年的24.3%提升到2023年的61.8%，且海外项目的毛利率更高，以公司2022年的数据为例，境内项目毛利率约25.8%，境外项目毛利率约28.8%。24年前三季度公司矿服营收增速相比前几年有所下滑，主要是受到非洲赞比亚和刚果(金)电力供应紧张影响，预计随着当地雨季来临，水电供应逐步恢复，基于公司在手订单以及优秀的历史兑现情况，未来几年矿服业务仍可保持15%-20%的增长。

◆ 矿山资源：资源开发业务逐步放量，提升利润弹性

公司依托于矿服业务，持续购得性价比高的矿山，现已储备4座铜矿、1座磷矿，且未来仍有增储的潜力。其中，刚果(金)Dikulushi铜矿已于2021年底投产后经历一年爬坡后实现满产，年产能约1万吨；刚果(金)Lonshi铜矿已于2023年9月正式进入生产阶段，2024年处于产能爬坡周期，全年计划生产铜金属2.0万吨，销售铜金属2.2万吨，目前基本已实现满产，达产后年产约4万吨铜金属，另外Lonshi铜矿有很大的增储空间，于近期发公告增储104万吨铜金属，未来会有二期甚至三期的扩产规划；哥伦比亚San Matias铜金银矿目前正在等待当地的环评批复，计划建设年产2.5万吨铜和1.4吨金的产能，建设周期1.5-2.0年；赞比亚Lubambe铜矿原设计铜产能为3.25万吨，投产后产能利用率较低，平均成本较高，公司收购后目前正在进行技改项目，计划投入1亿多美金、花3年时间进行技改，完成后预计该项目将正常贡献利润。按照公司目前的规划来看，现有铜矿有效年产能约5万吨，预计2027年哥伦比亚San Matias铜矿放量加上赞比亚Lubambe铜矿正常贡献利润，将新增有效权益产能约5万吨，预计2029年Lonshi铜矿二期投产，将再次新增权益产能约4-5万吨。综上公司中长期规划铜矿年产能将达到约15万吨，是国内铜企中成长性最快的企业之一。除了铜矿项目之外，公司于国内还有一个两岔河磷矿项目，目前南采区30万吨/年的产能已满产，北采区50万吨/年的产能需要3年基建期，预计将于2026年建成。

◆ 风险提示：公司矿山服务和资源开发进展不达预期的风险；全球铜价下跌超预期的风险。

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

预计公司2024-2026年营收分别为105.15/138.14/152.10亿元，同比增速分别为42.1%/31.4%/10.1%；归母净利润分别为16.12/23.06/25.09亿元，同比增速分别为56.3%/43.1%/8.8%；摊薄EPS分别为2.58/3.70/4.02元，当前股价对应PE为14.0/9.8/9.0X。通过多角度估值，我们认为公司股票价值在48.07-51.77元之间，2025年动态市盈率在13-14倍之间，相对于目前股价约有32%-43%左右空间，对应总市值在300-323亿元之间。考虑到公司深耕矿服领域，矿服业务有望保持稳健增长；矿山资源业务持续兑现，现有铜矿有效年产能约5万吨，中长期规划铜矿有效年产能将达到约15万吨，是国内铜企中成长性最快的企业之一，维持“优于大市”评级。

公司概况

依托矿服业务，拓宽至资源开发

- ◆ **金诚信矿业管理股份有限公司**是具备矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发、矿山设备制造等综合服务能力的高端矿业开发服务商，处于行业领先地位。为打造产业链一体化的综合竞争优势，公司业务进一步拓宽至资源开发，现已形成初具规模的矿产资源储备。上市以来，公司业务持续扩张，业绩稳步提升，在技术、人才、装备、运营等方面竞争优势明显。
- ◆ **公司成长路径清晰**。1997年12月，经冶金工业部批准，公司前身北京金诚信矿山建设有限公司注册成立。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。目前，公司已实现集矿山工程建设、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综合服务能力，是能够为矿山提供综合服务的高端开发服务商之一，采供矿量、竣工竖井深度、斜坡道长度等多项指标均处于国内前列，更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。自2019年开始，公司第二主业蓄势待发，资源开发业务逐步步入正轨，现已储备4座铜矿、1座磷矿资源，分布在4个国家，拥有铜、银、金、磷矿产的生产能力。

图：公司发展关键时间节点

◆ 创立1997-2000

- 1997年注册成立；
- 1999年转为民营性质；
- 2000年承接中色赞比亚谦比希项目，实现出海。

◆ 成长2001-2005

- 2002年进军我国西南矿山市场，成立多个项目部；
- 2004年矿山工程施工总承包资质晋升为壹级；
- 2005年取得对外承包工程经营资格证书。

◆ 发展2006-2010

- 2007年承接塔吉克斯坦派—布拉克项目基本建设；
- 2008年承接老挝钾盐矿建设工程等，项目布局不断丰富。

◆ 壮大2011-2015

- 2012年系统规划建设金诚信科研创新体系；
- 2015年在上海证券交易所成功挂牌上市。

◆ 转型2016-2020

- 2016年收购澳金矿业有限公司(AKN)39.35%股权；
- 2017年与Normet签署合资协议，进军矿山智能设备制造领域；
- 2017年开启和紫金矿业合作，卡莫阿项目为公司赢得市场口碑；
- 2019年取得贵州两岔河矿业90%股权，步入矿山资源开发领域；
- 2019年8月公司购买托克集团下属的Dikulushi铜矿下属的两个矿业权及相关资产；
- 2019年与艾芬豪集团签订战略投资加拿大科尔多巴矿业公司的《股份认购协议》。

◆ 变革2021-2024

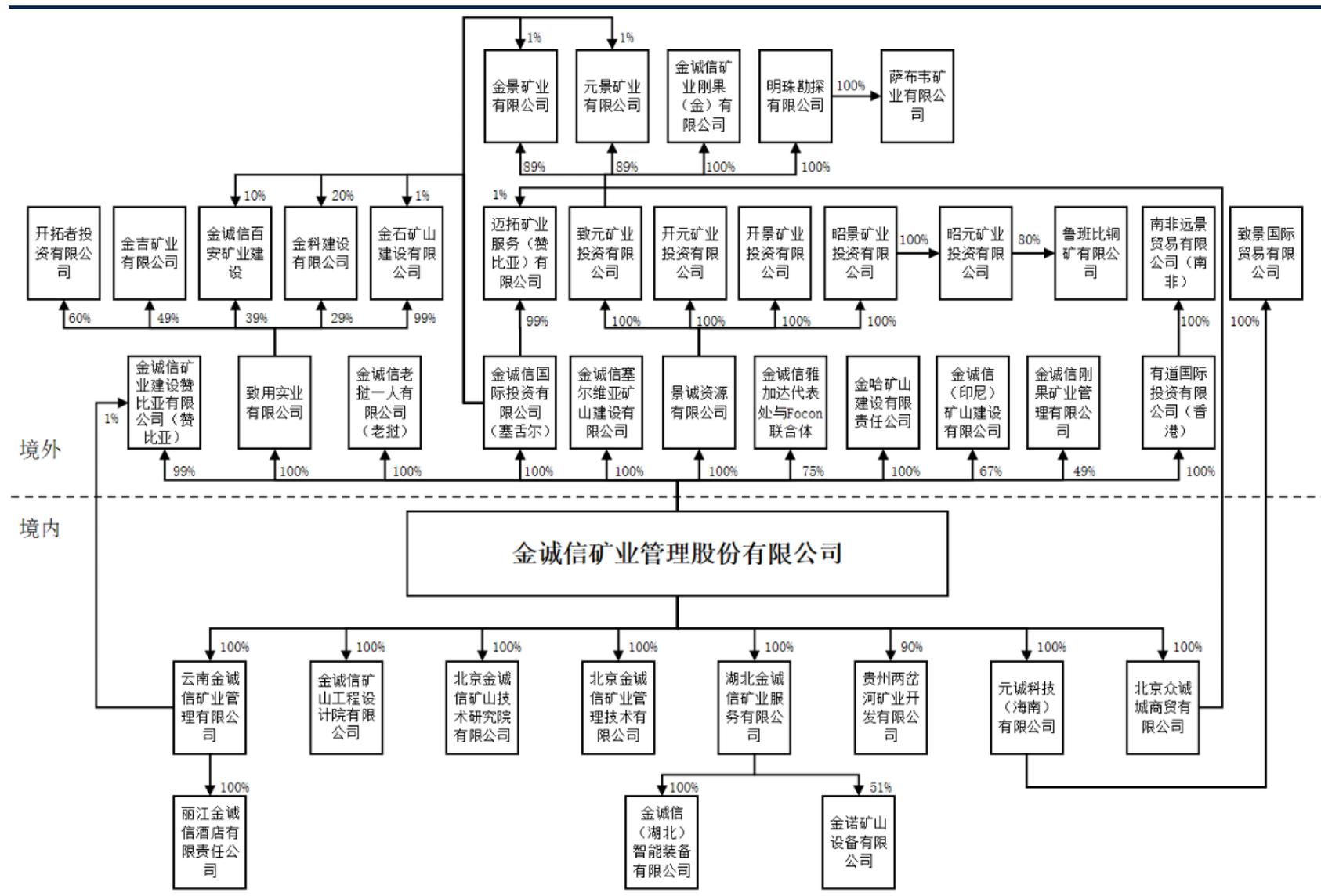
- 2021年4月与欧亚资源集团就Lonshi铜矿项目完成交割；
- 2021年12月Dikulushi铜矿项目进入试生产工艺调试阶段，资源业务开始兑现；
- 2022年12月收购科尔多巴矿业位于哥伦比亚全资子公司CMH的50%权益；
- 2023年下半年两岔河磷矿南部采区30万t/a产能正式投产；
- 2023年9月Lonshi铜矿正式进入生产阶段；
- 2024年7月与EMR就赞比亚Lubambe铜矿80%股权完成交割。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理架构和股权结构

图：公司管理架构和股权结构（截止至2024年11月末）

公司实际控制人具备丰富的矿山开发经验。截至2024年三季度末，公司控股股东为金诚信集团有限公司，持有公司38.88%股份。公司实际控制人为王先成家族，王先成、王慈成、王友成、王亦成、王意成系同胞兄弟，通过直接及间接方式合计控制发行人43.16%的股权。控股股东董事长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。



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务范围和经营业绩

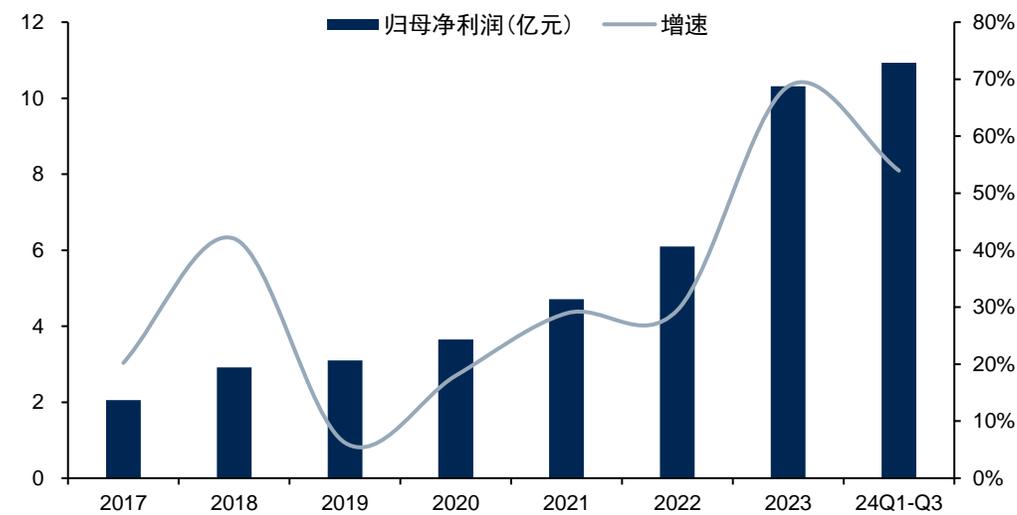
- ◆ **2024年三季报**：24年前三季度实现营收69.71亿元，同比+31.23%；实现归母净利润10.93亿元，同比+53.96%；实现扣非归母净利润10.89亿元，同比+54.81%；实现经营活动产生的现金流量净额13.62亿元，同比+148.24%。公司24Q1/Q2/Q3分别实现营收19.73/23.00/26.98亿元，Q3环比+17.30%；24Q1/Q2/Q3分别实现归母净利润2.74/3.39/4.80亿元，Q3环比+41.71%；24Q1/Q2/Q3分别实现扣非归母净利润2.70/3.39/4.79亿元，Q3环比+41.22%。
- ◆ **矿山服务**：24年前三季度实现营收48.78亿元，同比+3.04%；实现毛利13.89亿元，同比+2.94%；毛利率28.49%。矿服业务24Q1/Q2/Q3分别实现营收15.51/17.53/15.74亿元，Q3环比-10.21%；24Q1/Q2/Q3分别实现毛利4.06/5.22/4.62亿元，Q3环比-11.45%；24Q1/Q2/Q3分别实现毛利率26.16%/29.76%/29.35%。公司24年前三季度矿服营收增速相比前几年有所下滑，主要是受到非洲赞比亚和刚果(金)电力供应紧张影响，预计随着当地雨季来临，水电供应会逐步恢复。总体来看，公司矿服业务保持稳健增长。
- ◆ **矿山资源开发**：24年前三季度实现营收19.75亿元，同比+343.56%；实现毛利8.74亿元，同比+291.86%；毛利率44.25%。矿山资源开发24Q1/Q2/Q3分别实现营收3.89/4.72/11.13亿元，Q3环比+135.80%；24Q1/Q2/Q3分别实现毛利1.69/1.99/5.05亿元，Q3环比+153.82%；24Q1/Q2/Q3分别实现毛利率43.49%/42.17%/45.40%。公司Q3矿山资源业务规模环比实现大幅提升，主要得益于：1) 自2024年7月起，赞比亚Lubambe铜矿产销量纳入公司自有矿山资源项目产销量；2) 刚果(金) Dikulushi铜矿释放了前期的库存，销量环比明显提升；3) 刚果(金) Lonshi铜矿随着产能逐步爬升，预计Q3铜矿产销量环比也有比较明显的提升。另外LME铜24Q1/Q2/Q3均价分别为8573/9892/9336美元/吨，Q3环比-5.63%，但公司Q3矿山资源业务毛利率反而还有所提升，我们认为这主要是得益于Lonshi铜矿随着产能逐步爬坡，成本也有所优化的结果。公司矿山资源开发业务总体呈现快速增长的趋势。

图：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



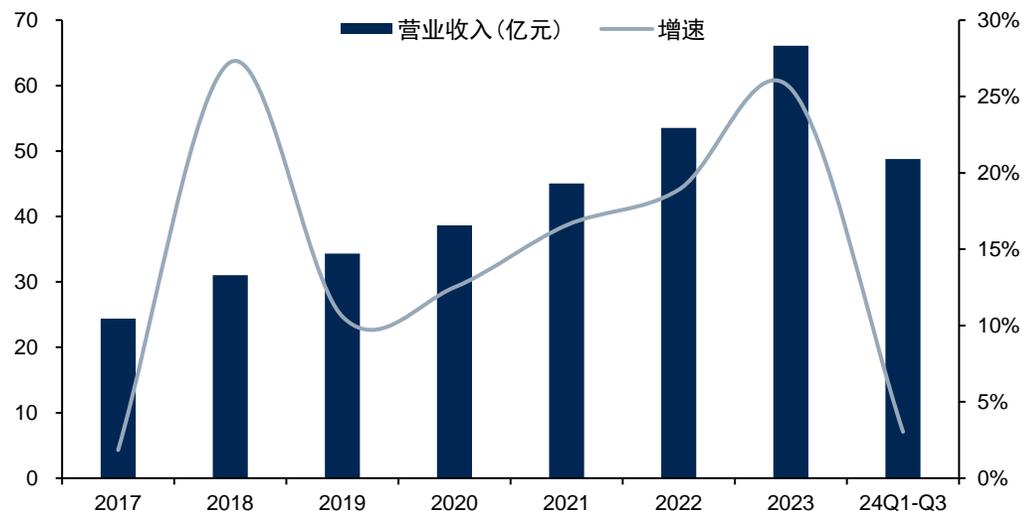
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

矿山服务 矿服业务优势突出，有望保持稳健增长

公司矿服业务做大做精，跨越行业周期

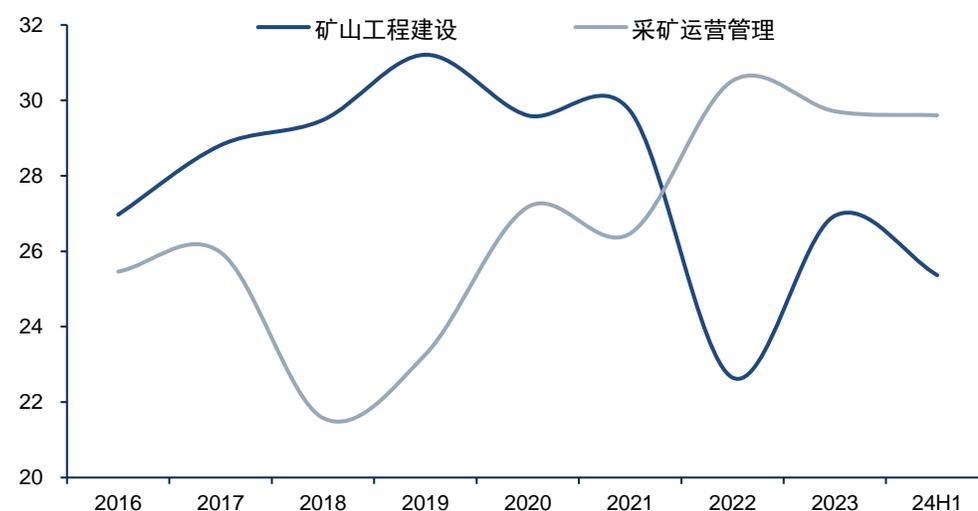
- ◆ 公司专注于非煤地下固体矿山的开发服务业务，经过多年的市场开拓，明确了以“大市场、大业主、大项目”为主的目标市场策略，公司始终贯彻以领先的技术为矿山业主提供超值服务的理念，以优质的矿山工程建设服务获得矿山业主的认可，进而承接后期的采矿运营管理业务。
- ◆ 公司矿山工程建设服务的业务模式目前主要为施工总承包，通过招投标的方式获得。矿山工程建设业务按照工程内容可划分为竖井工程、平(斜)巷道工程、斜坡道工程以及相配套的安装工程、附属工程等。公司的国内矿山工程建设业务在投标报价时，通常采用定额预算法，即主要根据招标文件的要求，套用有关行业定额或地方定额并结合矿山工程建设特征、项目风险程度、竞争激烈程度以及公司对投标项目的综合评价，确定工程单价或工程总价。公司的境外矿山工程建设业务报价时，对中资业主通常仍采用定额预算法，对外资业主通常采用成本加成法。
- ◆ 公司采矿运营管理服务内容主要包括开采设计、中深孔设计、计划管理、出矿品位管理、采空区管理、辅助系统管理。公司采矿运营管理业务目前一般采用成本利润法，即按采矿工序分别测算出钻孔、落矿、出矿、运输、提升、充填、通风、排水、供电等工序成本和费用，在成本费用的基础上计取企业管理费和利润。公司在参与投标并报价时，按照招标文件的要求及项目特征，分别进行采切工程和采矿工程的成本测算，再根据公司对项目的综合评价确定采矿运营单价及投标总价。
- ◆ 公司矿服业务毛利率长期稳定在24-30%水平。公司专注于高端市场，国内外两大市场并重，其中海外业务高速发展。2016-2023年在公司矿服业务保持高速增长的同时，海外业务的占比也在持续提升，约从2016年的24.3%提升到2023年的61.8%，且海外项目的毛利率更高，以公司2022年的数据为例，境内项目毛利率约25.8%，境外项目毛利率约28.8%。

图：公司矿服业务营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司矿服业务分业务毛利率（单位：%）



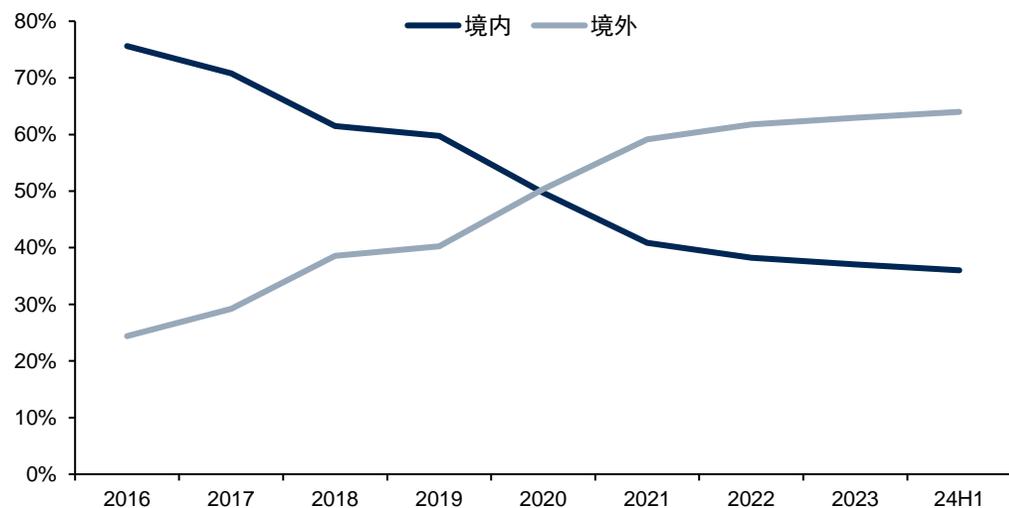
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司矿服业务做大做精，跨越行业周期

◆从客户情况来看，公司秉承“大业主”导向，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。公司目前在境内外承担近40个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目。通常来说，大业主发生经营困难导致无力还款的概率小，绑定大客户可降低回款风险。更重要的是，通过与大业主的紧密合作，公司实现了和客户的共同成长。可以看到，公司与客户的合作项目由点及面、不断深入，例如公司与中国有色在海外的合作已由赞比亚Chambishi项目延伸至印度尼西亚Dairi铅锌矿项目；公司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、Bor铜金矿项目；公司与金川集团的合作也由国内项目逐步拓展至刚果(金)Musonoi铜钴矿项目、Kinsenda铜矿项目。

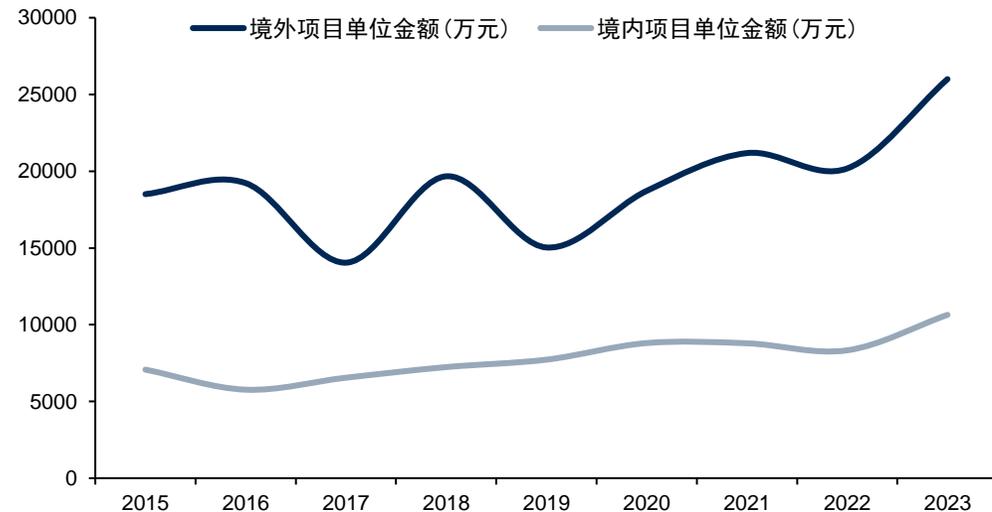
◆从项目规模来看，公司以大项目为主，境外项目占比持续提升，且单位规模整体高于境内项目。目前，公司矿山工程建设及采矿运营管理国内项目主要分布在海南、云南、贵州、四川和安徽等区域，海外项目主要集中在赞比亚、刚果(金)、加纳、塞尔维亚、哈萨克斯坦、老挝等区域。近年来，公司境内项目平均金额保持在5000万元以上，2023年甚至达到1亿元以上，境外项目平均金额在1.5亿元以上，2023年甚至达到2.5亿元以上。比如普朗铜矿一期采选工程首采区域采矿总承包项目，合同期8年，金额约18.9亿元；卡莫阿-卡库拉铜矿地下进路式采矿工程，合同期从2023年12月13日至2028年12月12日，金额约9.93亿美元。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。

图：公司矿服业务境内和境外占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司矿服业务在建项目单位金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司矿服业务做大做精，跨越行业周期

◆ 公司矿服业务核心竞争优势：

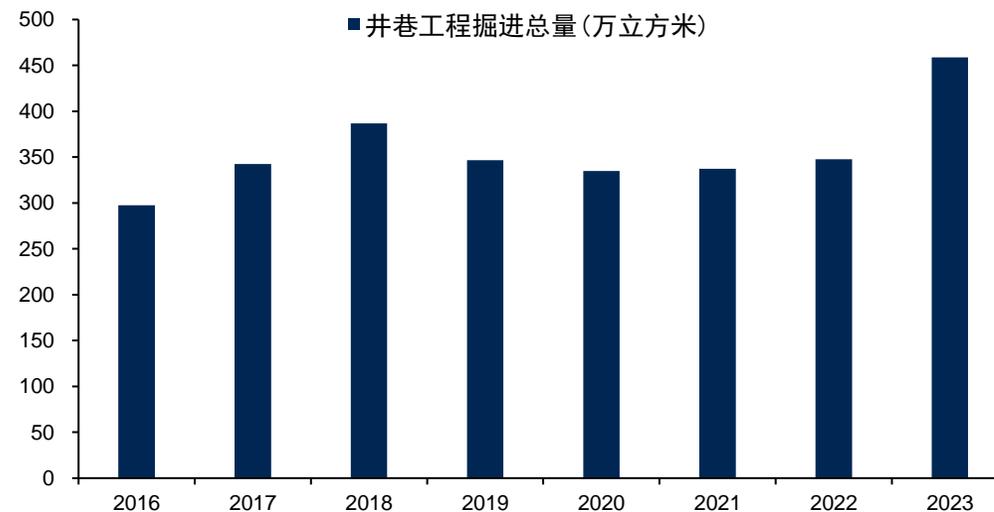
- **技术优势：**公司在大立方涌水、高温、流沙层等各种复杂水文地质条件下进行井巷工程施工等诸多方面拥有丰富的实践经验；未来伴随世界范围内浅部资源的枯竭，矿产资源开发逐步向深化方向发展，公司具备同时施工10条超千米竖井的能力，所承建的会泽3#竖井掘砌及配套工程是国内目前已完工的最深的竖井工程，井筒净直径6.5m，井深1526m。
- **人才优势：**公司打造了一支门类齐备、结构合理、经验丰富的人才队伍，管理和专业技术骨干稳定，在公司工作时间平均超过5年，部分骨干超过10年，且均有多年的现场工作实践经验，技术精深，管理经验丰富，能够敏锐把握市场趋势和技术发展前沿。近年来，随着海外业务占比不断增加，公司采用自国内派出优秀管理、技术人员并与本土化用工政策相结合的人员配备方式，在严控技术质量标准的同时积极为项目东道国解决就业问题。
- **装备优势：**随着公司机械化作业程度不断加深，公司现已配有各类高端矿山开发装备，不仅有各种类型铲运机、液压掘进凿岩台车、采矿台车、矿用卡车、大型凿井提升机等关键作业设备，还拥有国际一流的喷浆台车、全自动锚索台车、锚杆台车、移动式液压劈裂机、大孔钻车、装药台车、通用底盘多功能服务车等。
- **行业口碑：**作为国内较早“走出去”的矿山开发服务商之一，公司积累了近二十年的海外运营经验，逐步探索并实现了可复制的“管理及技术输出+本土化运营”的海外运营商业模式，逐步得到海外客户及所在国监管部门的认可，境外客户群从单一中资背景扩展到纯外资业主。其中，公司自2017年开始成功承接刚果(金)卡莫阿项目，取得了超预期的效率和业务表现，得到了包括艾芬豪在内等一批国际大型矿业公司的认可。

图：公司采供矿总量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司井巷工程掘进总量（万立方米）

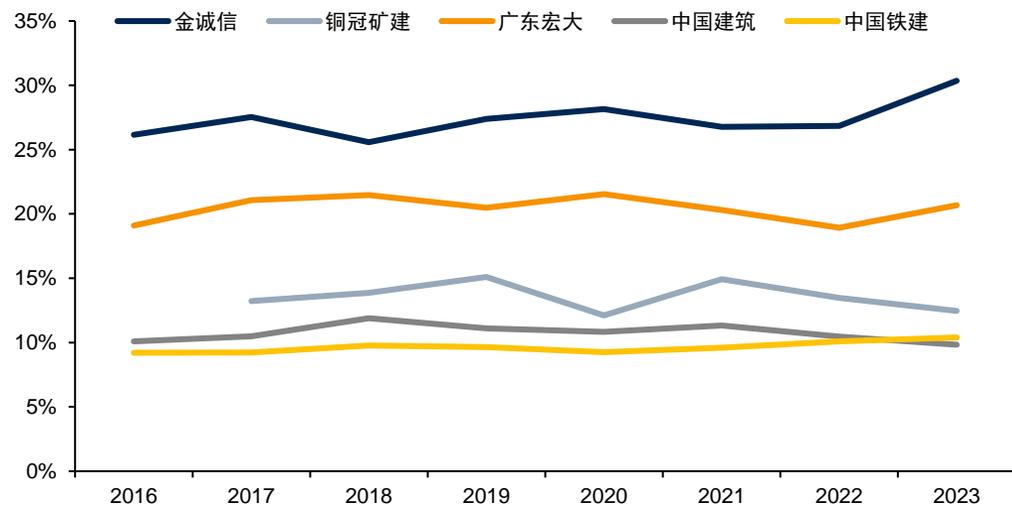


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司矿服业务做大做精，跨越行业周期

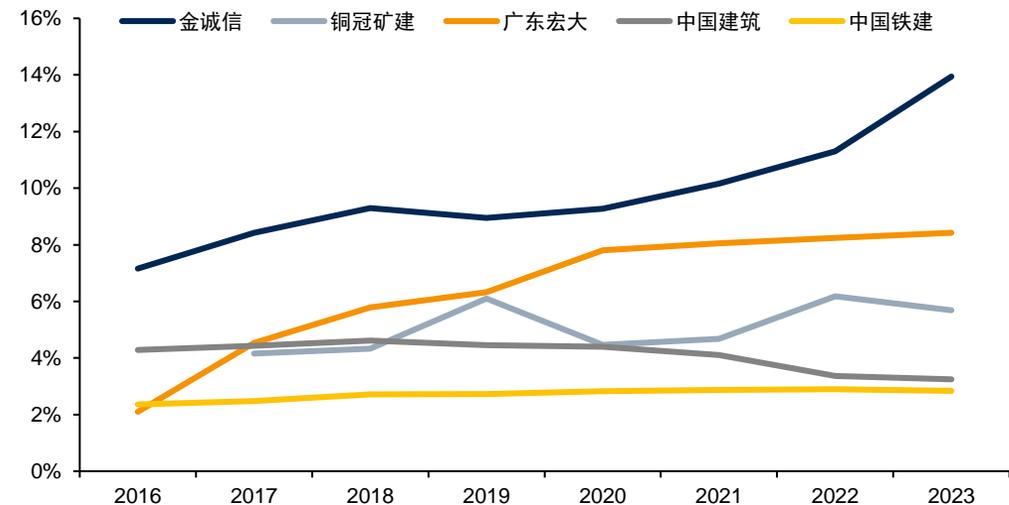
- ◆ **公司矿服业务未来有望保持较强的盈利能力：** 矿山开发服务行业一般可包括矿山地质勘查、矿山设计研究、矿山建设、矿山采矿运营以及矿山选矿五大环节。随着矿山开采向着大型化、无轨化、数字化、智能化、生态化方向的发展，开采深度、开采难度对矿山开发技术提出更高的要求，因此行业专业化要求越来越高，使得业主将部分或全部工序外包给第三方服务商成为趋势。矿山开采环境复杂，大矿山开采服务存在进入壁垒。同时，国内矿山开采技术仍在发展中，技术领先的企业可形成差异化优势。因此，我们看到公司相较于传统建筑业企业及较小规模的同业企业具备更强的议价能力，毛利率、净利率水平长期保持较高水平。
- ◆ **公司矿服业务未来有望持续增长：** 1) 现有客户，区别于传统建筑行业依托新签订单分析规模增速，矿山服务行业因业主矿山开采具有长期持续的特征，且一旦进入业主更换服务商存在成本，具备先入优势，所以在行业特性决定高客户黏性下，公司规模随着业主发展共同成长。以公司与紫金矿业的长期合作为例，在项目数量上，从刚果(金)Kamoa项目延伸至塞尔维亚Timok铜金矿项目、塞尔维亚博尔铜矿；在项目规模上，卡莫阿项目2017年矿上工程建设合同价款约0.24亿美元，2019年开始的卡莫阿铜矿卡库拉井下开拓工程，总价款达2.88亿美元，2021年基于后续生产计划又签订了补充协议，该项目总价款达4.18亿美元，2024年12月鉴于原有合同期满，就后续五年的地下开拓和采矿签署承包合同，预计该项目总价款达9.93亿美元，和优秀业主的绑定带动了公司的发展。2) 新进客户，矿服行业市场集中度低，针对国内外的高端市场，公司持续跟踪优质项目，每年只要签下1-2个大的订单，也能持续助力公司做大做强。截至2024年3月底，公司矿山工程建设及采矿运营管理业务剩余合同额合计91.33亿元，在手剩余合同额规模较大，为公司保持业务规模提供了较强的保障。综上所述，我们认为公司矿服业务在前几年保持高增速的基础之上，未来仍有望持续快速增长。

图：相关企业销售毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：相关企业销售净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司矿服业务做大做精，跨越行业周期



表：公司采矿运营管理和矿山工程建设重大合同

序号	合同对方	工程内容	工程类别	合同约定工期	金额	履行情况
1	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	正在履行
2	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	正在履行
3	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	正在履行
4	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	正在履行
5	临沂会宝岭铁矿有限公司	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	正在履行
6	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	正在履行
7	海南矿业股份有限公司	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	正在履行
8	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	正在履行
9	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	正在履行
10	Lubambe Copper Mine Limited	鲁班比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	正在履行
11	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	正在履行
12	塞尔维亚紫金矿业有限公司	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	正在履行
13	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，具体开竣工时间以发包人下达开工令为准。	约85,887万元	正在履行
14	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	正在履行
15	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	约41,795万美元	正在履行
16	Kipushi Corporation SA	Kipushi 锌铜矿采矿合同	矿山工程建设	预计自2023年8月1日至2028年1月31日	约19,457万美元	正在履行

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

矿服业务市场空间有多大？

- ◆ 作为矿山开发的上游行业，矿山服务业的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。
- ◆ **国际市场：**全球矿产资源分布差异巨大，西方发达国家占比先发优势，催生了一批大型国际矿业开发企业如：BHP Billiton、Vale、Rio Tinto、Anglo American、Freeport-McMoran、Barrick Gold等，同时也催生了一批国际大型矿山服务商如：Redpath Holdings、Thyssen Schachtbau、Leighton、Dumas、Cementation、Byrnescut Mining、Deilmann-Haniel等，这些国际服务商具有较强的技术实力和资金优势，与开发商具有很好的合作关系和沟通渠道，几乎包揽了全球大型优质矿山开发的服务业务。随着我国“一带一路”战略的纵深推进，中国矿业公司在国际上的投资越来越多，一些国际矿山项目的“中国成分”也在不断增加。在中国企业投资的国际矿山项目中，中国矿山服务企业的参与程度逐年提高，成为中国矿山服务企业走向世界的有效载体。
- ◆ **国内市场：**从全国范围来看，大中型矿山数量占比较少，但是产量占整体矿山行业比例较高；小型矿山虽然数量众多，但是产量占全行业比重较低。国内矿山工程建设业务需由具备专业资质的服务商承担，目前已形成较为成熟的市场体系；采矿运营管理服务是近十几年才发展起来的新型运营模式，“自有自采”格局仍存在，但随着国家对探矿权、采矿权的放开，其他行业资本迅速进入矿产行业，矿业市场专业化分工进一步细化，外包市场份额将逐步扩大。矿山开发业务外包模式的优越性在于运营服务商拥有专业成熟的技术管理队伍，可以在短时间内组建配套的运营团队，迅速开展生产经营活动；有实力的服务商可以提供生产运营装备，从而减少业主的投入，降低投资风险和财务成本。目前国内矿山服务行业的集中度较低，大型矿山服务企业较少。
- ◆ **市场规模：**目前市场上并未有公司主营业务市场容量的准确数据，所以公司建立相关模型对国内市场容量进行推算，预计2023年国内采矿运营管理和矿山工程建设的市场容量约为854.98亿元，公司2023年国内业务销售收入约为24.48亿元，市场占有率仅2.86%。国外市场方面，按照现在公开的矿山8000多座，假定其中约5%是高端市场，参照公司过往数据，假设单个项目金额在2亿元，据此测算下来国外市场容量也在800亿元左右，公司2023年国外业务销售收入约为41.59亿元，市场占有率也并不高。综上对于公司而言，全球矿服业务市场还有很大的拓展空间。

表：国内地下矿山采矿运营管理业务国内市场容量

表：国内地下矿山工程建设业务国内市场容量

目标市场	2023年度			2022年度			2021年度		
	地下采矿量 (万吨)	采切量 (万立方米)	市场容量 (亿元)	地下采矿量 (万吨)	采切量 (万立方米)	市场容量 (亿元)	地下采矿量 (万吨)	采切量 (万立方米)	市场容量 (亿元)
黑色金属矿山	34,866.80	1,673.61	345.82	34,069.06	1,635.31	334.44	34,502.61	1,656.13	332.65
有色金属矿山	27,315.66	2,355.08	338.22	26,811.88	2,314.83	327.87	25,254.10	2,162.72	302.14
化工矿山	8,424.72	404.39	83.56	8,379.60	402.22	82.26	8,231.92	395.13	79.37
合计	70,607.17	4,433.07	767.60	69,260.53	4,352.37	744.57	67,988.63	4,213.98	714.16

目标市场	2023年度		2022年度		2021年度	
	掘进量 (万立方米)	市场容量 (亿元)	掘进量 (万立方米)	市场容量 (亿元)	掘进量 (万立方米)	市场容量 (亿元)
黑色金属矿山	553.59	35.69	654.13	41.16	819.36	50.57
有色金属矿山	693.20	44.68	839.27	52.80	887.74	54.79
化工矿山	108.77	7.01	152.33	9.58	163.89	10.11
合计	1355.55	87.38	1645.73	103.54	1870.99	115.47

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：备注：黑色金属仅含铁矿，有色金属矿山包括铜矿、铅锌矿和金矿，化工矿山仅含磷矿。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：备注：黑色金属仅含铁矿，有色金属矿山包括铜矿、铅锌矿和金矿，化工矿山仅含磷矿。

矿服业务主要发展趋势：向技术知识密集型转变

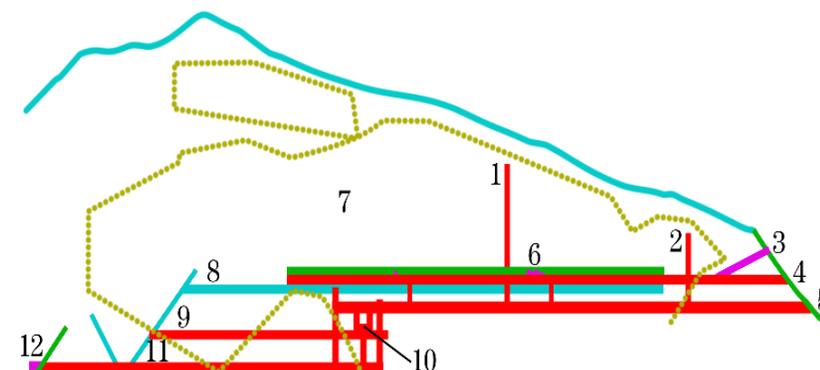
- ◆ **竞争焦点向技术密集、知识密集转变。**国际矿山开发新技术、新工艺正不断涌现，深井建设施工与开采技术、数字化矿山管理技术、自动化、智能化开采技术等日益成熟，矿山服务业的科技含量不断提升，科技已经成为国内外矿山服务企业竞争的新杠杆，矿山服务业开始由劳动密集型向技术知识密集型转变。
- ◆ **自然崩落法助力低成本大规模开采。**自然崩落法指仅依靠拉底与放矿即可实现矿石的可控性持续崩落的地下采矿方法，作为一种技术要求高、适用于大规模的开采方法，其生成能力甚至可以媲美露天采矿法，是目前及可预见的未来开采低品位、深埋硬岩矿石的最理想方法之一。1895年，自然崩落采矿法在美国密执根州苏必利尔湖铁矿皮瓦贝克铁矿首次试验成功，经过100多年的发展，已在全球得到广泛应用，如智利El Teniente铜矿、美国Henderson铝矿、南非Palabora铜矿等，高效率、低成本得到验证。
- ◆ **公司是国内唯二具备自然崩落法成功经验的公司之一。**我国对自然崩落法的研究起步较晚，20世纪60年代曾在易门铜矿狮山分矿和山东莱芜铁矿马庄矿试验过阶段自然崩落法，但都未能得到推广应用。目前，国内仅中条山铜矿峪矿、云南铜业普朗铜矿采用自然崩落法，年生产能力分别为600万吨、1250万吨。公司作为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，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，使之成为目前国内规模最大的地下金属矿山。

表：常见采矿方法适用条件及优势

采矿方法	适用条件	特征
自然崩落法	矿体足够大，并且易于自然破碎	减少矿石凿岩和爆破作业，低运行成本、高产能，易于实现高度机械化和自动化
无底柱分段崩落法	适用于急倾斜厚大矿体，且上盘围岩可控碎裂	高效率、大规模，做好矿山规划可实现自动化，会产生一定程度的矿石损失和贫化
上向分层充填法	适用于急倾斜矿体和不规则矿体	小规模开采，由于采矿可以按矿体形态调整，具备高选择性，可以降低废石引起的贫化
房柱法	用于倾角不超过50度的矿体	可优化开采顺序，可同时多项并行作业，可快速应对不断变化的市场行情，高效灵活，但会有一定程度的矿石损失
分段空场采矿法	用于倾角较陡，形状规则边界明显的大型矿体	高效率、大规模，贫化率低，可以使用废料作为填充物

资料来源：Epiroc，国信证券经济研究所整理

图：普朗铜矿开拓系统投影



1, 2-溜井 3-3850进风系统 4-3720无轨平硐 5-3660有轨平硐
6-3736拉底平巷 7-矿体 8-3700回平硐 9-3600回风平巷
10-破碎站 11-3540皮带平硐 12-选矿厂

资料来源：吴维虎等，《普朗铜矿自然崩落采矿法生产矿量管理研究》，矿业研究与开发，2018年5月，第38卷，第5期：起止46-49页；国信证券经济研究所整理

矿山资源 资源开发业务逐步放量，提升利润弹性

资源开发业务持续突破

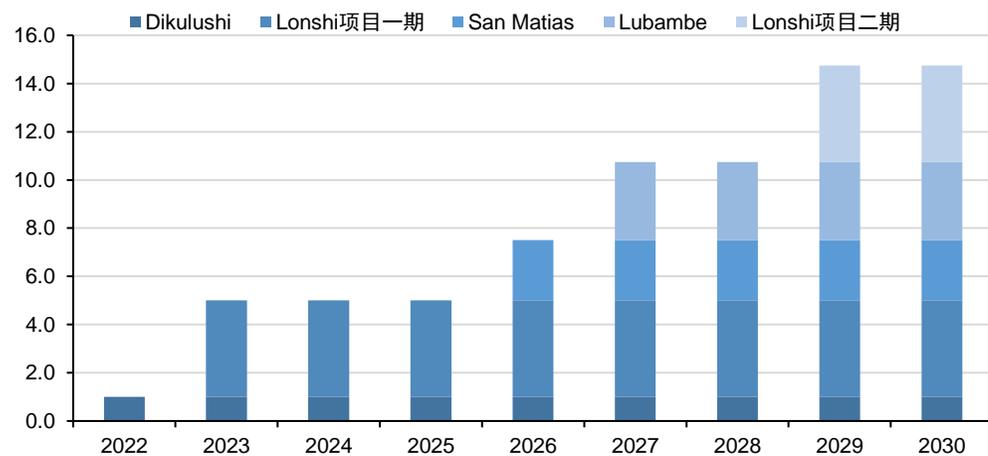
- ◆ 2018年，公司顺应行业发展趋势，提出五大业务板块，明确矿山资源开发板块是公司未来重点发展的新兴业务。公司自2019年开始在全球布局资源开发业务，取得了显著效果。公司充分利用从事矿山服务积累的技术优势、管理优势、行业经验和人才优势，积极向矿山资源开发领域延伸，先后并购了两岔河磷矿、刚果(金)Dikulushi铜矿、刚果(金)Lonshi铜矿、哥伦比亚San Matias铜金银矿以及赞比亚Lubambe铜矿。截至目前，公司资源项目已增至5个，分布在4个国家，拥有铜、银、金、磷矿产的生产能力。随着自有矿山资源项目的陆续建设及投产，公司资源业务收入及盈利能力快速提高，逐步形成矿山资源并购、勘探、建设、采矿、选矿、冶炼、产品销售的全产业链。
- ◆ 资源项目逐步投产放量：刚果(金)Dikulushi铜矿已于2021年底投产后经历一年爬坡后实现满产，年产能约1万吨；刚果(金)Lonshi铜矿已于2023年9月正式进入生产阶段，2024年处于产能爬坡周期，全年计划生产铜金属2.0万吨，销售铜金属2.2万吨，目前基本已实现满产，达产后年产约4万吨铜金属，另外Lonshi铜矿有很大的增储空间，于近期发公告增储104万吨铜金属，未来会有二期甚至三期的扩产规划；哥伦比亚San Matias铜金银矿目前正在等待当地的环境环评批复，计划建设年产2.5万吨铜和1.4吨金的产能，建设周期1.5-2.0年；赞比亚Lubambe铜矿原设计铜产能为3.25万吨，投产后产能利用率较低，平均成本较高，公司收购后目前正在进行技改项目，计划投入1亿多美金、花3年时间进行技改，完成后预计该项目将正常贡献利润。除了铜矿项目之外，公司于国内还有一个两岔河磷矿项目，目前南采区30万吨/年的产能已满产，北采区50万吨/年的产能需要3年基建期，预计将于2026年建成。
- ◆ 公司未来是国内铜矿企业当中成长性最快的矿山之一。按照公司目前的规划来看，现有铜矿有效年产能约5万吨，预计2027年哥伦比亚San Matias铜矿放量加上赞比亚Lubambe铜矿正常贡献利润，将新增有效权益产能约5万吨，预计2029年Lonshi铜矿二期投产，将再次新增权益产能约4-5万吨。综上公司中长期规划铜矿有效年产能将达到约15万吨，是国内铜企中成长性最快的企业之一。

表：公司总计拥有矿产保有资源量(权益资源量)

铜金属(万吨)	银金属(吨)	金金属(吨)	磷矿石(万吨, 品位31.86%)
340	179	19	1895

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司铜矿产能预测(万吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：Lubambe铜矿自技改完成后才计入有效产能。

Dikulushi铜矿：体量较小，已实现达产达标

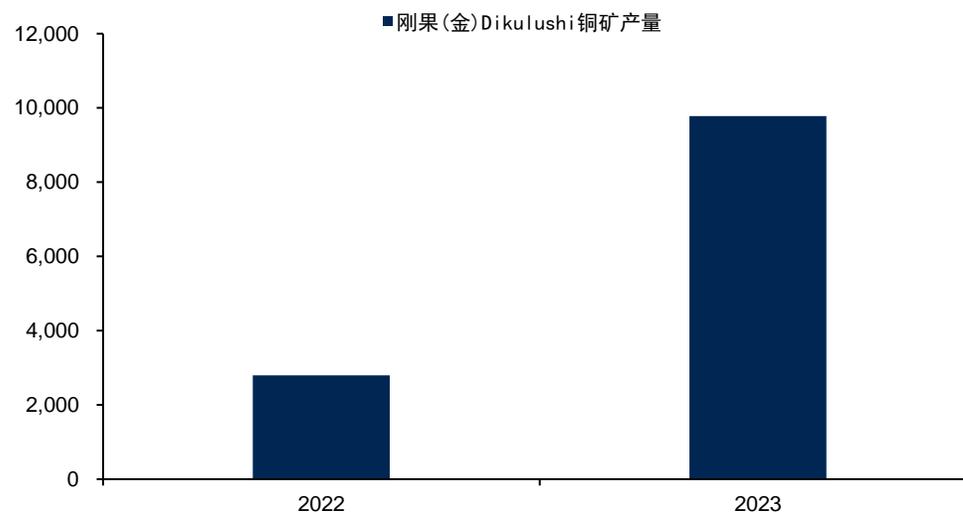
- ◆ 2019年8月，公司以自有资金购买托克集团下属的刚果(金)Dikulushi铜矿下属的两个矿业权及相关资产，交易对价275万美元，收购成本较低，该矿山于2015年停产，于2020年矿权交割和矿区交接事宜全面完成。刚果(金)Dikulushi铜矿位于刚果(金)东南部加丹加(Katanga)省，采矿权面积68.77平方公里，项目资源量约为8万吨铜，其中：采矿权PE606矿床Dikulushi铜矿矿石量约113万吨，铜平均品位6.33%。该项目已于2021年12月投产。
- ◆ **股权结构：**公司持股90%，刚果(金)国有资产管理部持股10%。根据刚果(金)矿业法等法律规定，在矿权收购交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(指定机构持有股权)。2023年，公司将Dikulushi铜矿10%股权转让给刚果(金)国有资产管理部。
- ◆ **产销情况：**2022年，Dikulushi铜矿因井下矿岩破碎、涌水量大，掘进效率低，进而影响通风、排水、充填等系统正常运行，产量低于预期，全年生产铜精矿含铜(当量)2800吨，全年未实现对外销售；2023年，Dikulushi铜矿持续优化回采工艺、完成胶结充填改造，全年采选矿量、回收率及金属量等主要指标均完成计划目标，全年生产铜精矿含铜(当量)约9777.49吨，全年销售铜精矿含铜(当量)约10,201.52吨，实现铜精矿销售收入约5.06亿元；2024年，Dikulushi铜矿全年计划生产、销售铜精矿含铜(当量)约10000吨，根据目前的情况来看，全年达标且超产的可能性较高。
- ◆ **成本变化：**预计2023年单吨铜完全成本约5000美金/吨，预计2024年单吨铜完全成本有望进一步优化至4500美金/吨。

图：刚果(金)Dikulushi铜矿



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：刚果(金)Dikulushi铜矿产量(吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Lonshi铜矿：提前投产，未来增储和扩产的潜力大

- ◆ 2021年4月，公司完成Sky Pearl Exploration Limited 100%股权收购，获得其全资子公司Sabwe Mining Sarl持有的位于刚果(金)的1个铜矿采矿权(Lonshi铜矿)及其周边7个探矿权，交易总对价3378万美元。刚果(金)Lonshi铜矿位于刚果(金)加丹加省东南部，距离赞比亚边境3公里，公司收购时采矿权资源量约为87万吨铜，平均品位2.82%。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。原矿主ERG在周边有大量优质资产，出于优化资产且考虑该项目要从露采转地采，所以才出售该资产。
- ◆ **资源增储：**公司于2024年12月发布增储公告：截至2024年10月31日，东区共探获(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%，其中探明铜金属量15万吨，占比为14.55%；控制铜金属量59万吨，占比为56.44%；推断铜金属量30万吨；探明+控制铜金属量占比70.99%。Lonshi铜矿西区采、选、冶联合工程已于2023年四季度投产，预计2024年末实现达产，达产后年产铜金属约4万吨；此次增储，也为未来的扩产奠定了良好的基础。
- ◆ **产销情况：**Lonshi铜矿项目原计划2023年底投产，实际已于2023年9月20日正式进入生产阶段，较计划提前一个季度投产，项目于2023年生产阴极铜4621.82吨，暂未对外销售；2024年是Lonshi铜矿投产后的产能爬坡年，全年计划生产铜金属2.0万吨，销售铜金属2.2万吨，根据目前的情况来看，全年达标且超产的可能性较高。
- ◆ **成本变化：**2024年是Lonshi铜矿投产后的第一年，投产初期单位铜成本较高，随着产能逐步达到满产状态，单位铜成本将会有明显优化，预计之后单吨铜完全成本有望进一步优化至4500美金/吨。

图：刚果(金)Lonshi铜矿



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表：刚果(金)Lonshi铜矿东区资源量

矿种	资源量类型	矿石量(万吨)	金属量(吨)	平均品位(%)
铜	探明资源量	452.2	151247	3.34
	控制资源量	1321.2	586705	4.44
	推断资源量	831.4	301533	3.63
	合计	2604.8	1039486	3.99

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

San Matias铜金银矿：预计25年启动建设，26年投产

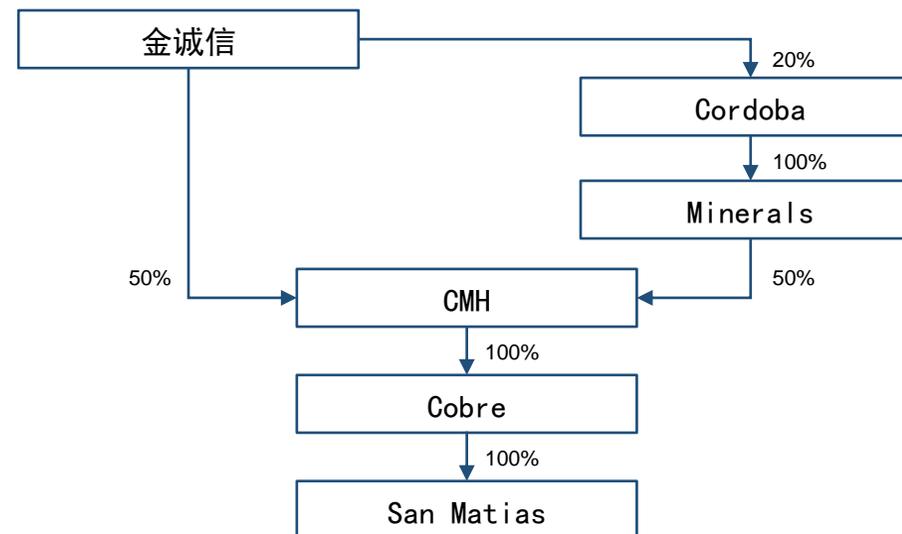
- ◆ 科尔多巴矿业 (Cordoba) 是艾芬豪集团旗下在加拿大上市的勘探公司，专注于勘探以及收购铜和黄金项目。2019年11月16日，公司与艾芬豪集团正式签订《股份认购协议书》，战略投资科尔多巴并持有其19.9%的股权，2020年1月17日完成交割。2022年12月8日，公司拟出资不超过10,000万美元收购科尔多巴矿业位于哥伦比亚全资子公司CMH的50%权益，并签订了附生效条件的《框架协议》。2023年5月8日，交易各方约定的交割条件均已满足，公司与科尔多巴方办理完毕交割手续，公司现持有CMH公司50%的股权及相应的投票权。
- ◆ San Matias铜金银项目位于哥伦比亚，包括El Alacran矿床、Montiel East矿床、Montiel West矿床和Costa Azul矿床。其中，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。根据Alacran铜金银矿的可行性研究 (FS)，项目初始资本成本约为4.204亿美元，用于传统露天矿山的建设；项目年平均矿石开采量约为610万吨/年，对应约年产2.5万吨铜、1.4吨金和16吨银；项目建设期预计2年，建成后矿山寿命预计为14.2年；项目矿山寿命期内，铜现金成本 (不包括维持资本) 2.66美元/磅，扣除贵金属副产品销售收入后1.35美元/磅；项目目前正在等待环境影响评估 (EIA) 的审批，预计在审批之后将转入建设阶段。

图：San Matias铜金银矿地理位置



资料来源：Cordoba Minerals官网，国信证券经济研究所整理

图：San Matias铜金银矿股权结构

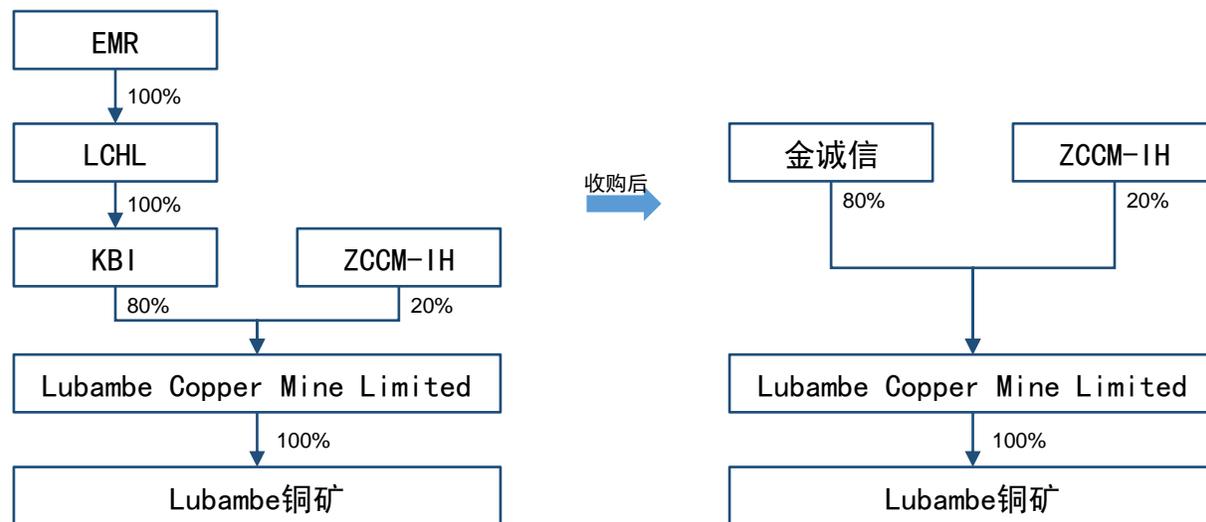


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Lubambe铜矿：实施技改，中长期有望兑现收益

- ◆ **收购背景：**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. 持有的Lubambe Copper Mine Limited (LCML) 之80%股权，并以1美元收购Lubambe Copper Holdings Limited向LCML提供的约8.57亿美元贷款所形成的债权，本次交易完成后，公司将拥有Lubambe铜矿80%的权益。公司自2017年开始承接Lubambe铜矿井下矿山服务业务，矿山设计规模为250万吨/年，但由于多方面原因，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，卖方选择退出该项目。本次收购已于2024年7月11日完成股权交割，公司获得LCML80%的股权。另外公司于2024年8月发布公告，将在未来6个月内向Lubambe铜矿的少数股东ZCCM-IH转让Lubambe铜矿10%的股权，本次转让完成后，公司将持有70%的股权并主导Lubambe铜矿的运营管理，剩余30%股权由ZCCM-IH持有。
- ◆ **基本情况：**Lubambe铜矿位于非洲赞比亚铜带省孔科拉盆地，距离赞比亚首都卢萨卡以北350km；项目资源量(探明+控制+推断)为8660万吨，铜品位1.95%，酸溶铜0.35%；项目为地下开采，采矿设计规模250万吨/年，但一直未达产，2022年采矿量约为147万吨，其采选工程目前的施工操作相对较为粗放；我们预计该项目2024年铜精矿含铜金属量产量仅在1-2万吨区间，以此导致单位铜成本较高，在现有铜价基础上很难贡献利润。
- ◆ **项目技改：**公司认为Lubambe铜矿在采矿及选矿方案方面有改进空间：采矿方面，目前开拓运输效率偏低，随着矿区采场的不断向深部延伸，矿(废)石的运距越来越长，导致相关运输成本负担不断加重，根据矿体赋存状况和矿山已有开拓系统工程布置，可在现有基础上开拓运输系统实现斜坡道和胶带斜井相辅相成，进而提升矿(废)石的运输效率，缩减运输成本；选矿方面，目前选矿厂产能有待提升，通过优化磨矿系统，可以改善磨矿产品的组成，为后续的浮选创造有利条件，提升回收率，同时优化选矿指标选择，避免过磨及过细而导致的产能浪费和对浮选(尤其是精选作业)的不利影响。技改项目总投资金额约为8.01亿元，建设周期为3年，在考虑技改优化后，预计可实现项目年均铜精矿产量7.75万吨，铜精矿含铜金属量3.25万吨。

图：Lubambe铜矿股权结构

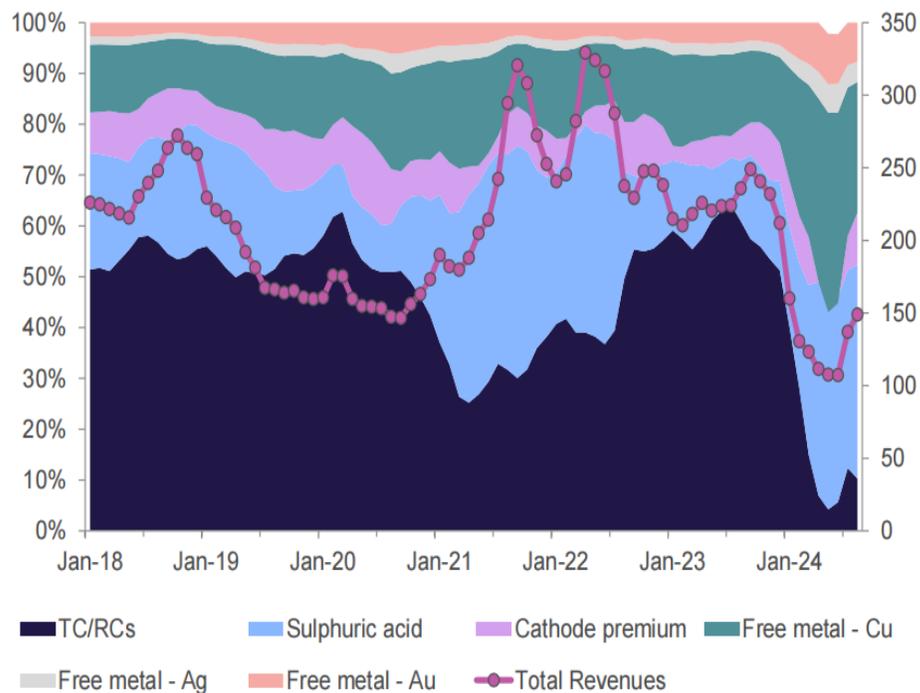


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

铜行业：长单加工费创历史新低，冶炼企业利润承压

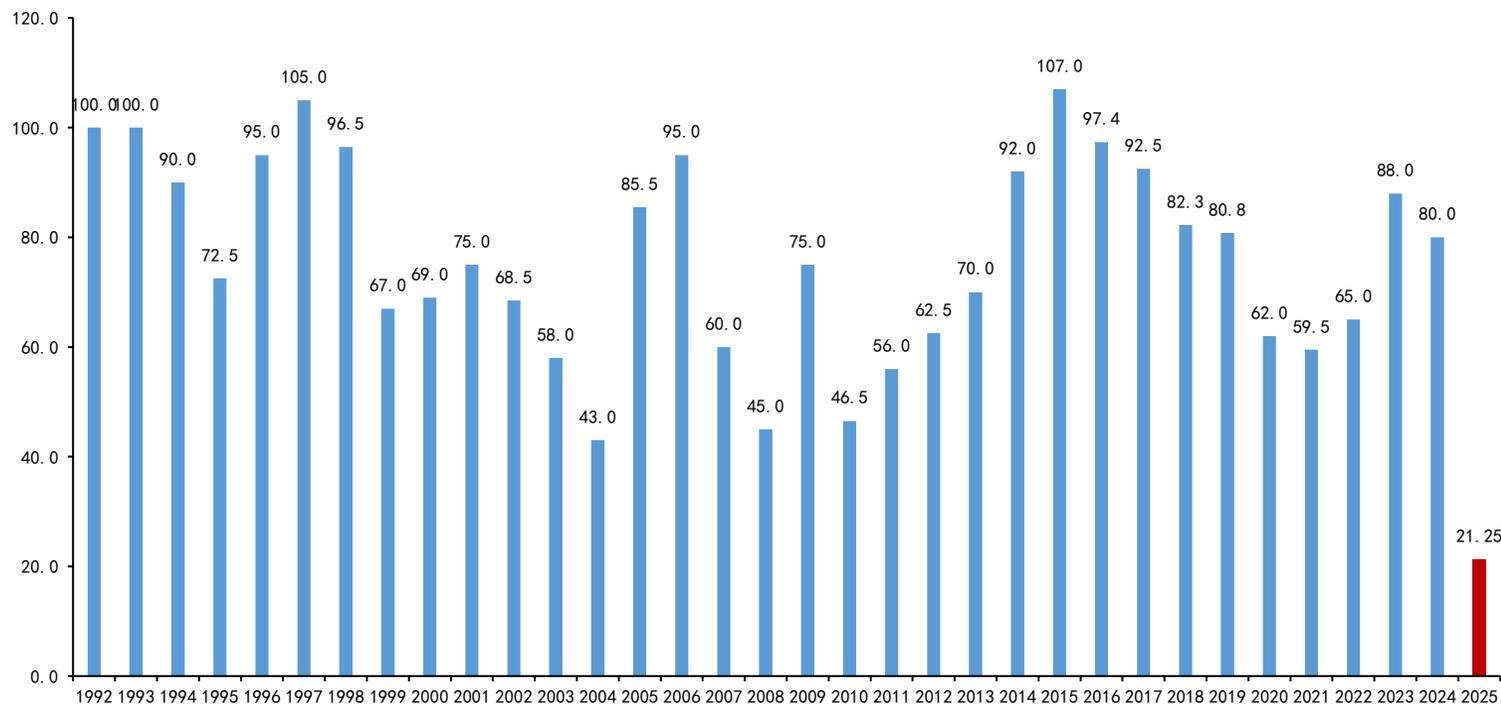
- ◆ **铜精矿长单加工费创历史新低。**据行业网站消息，12月初南美某矿山与中国某冶炼厂签订2025年铜精矿长单TC 21.25美元/吨，远低于2024年80美元/吨的水平。市场早先预期25年长单加工费谈判比较艰难，买卖双方心理价位相差太大，不少机构推测粗炼加工费落在35-40美元/吨，刚好处于冶炼厂盈亏平衡线附近。实际结果出来后，确实比预想的要低。其他冶炼厂不一定参照这个长单，可能各自去谈，并且如此低的加工费，冶炼厂可能降低长单比例。
- ◆ **加强多金属回收，增加废铜用量。**在铜精矿粗炼加工费大幅降低的情况下，冶炼厂为了保产量，一方面加强副产品回收，恰逢贵金属价格处于历史较高水平，可以弥补一部分低加工费的影响，另一方面增加废铜用量。无论采取何种措施，低加工费对利润的影响仍将十分显著，如左图所示，冶炼厂的收入大部分来自加工费，加工费的高低基本决定了冶炼厂盈利水平的高低。某些特殊年份高企的硫酸价格可以抵消加工费的影响，如2021-2022年，但硫酸价格波动极大。

图：中国铜冶炼厂收入构成（美元/吨）



资料来源：CRU，国信证券经济研究所整理

图：2025年铜精矿长单粗炼加工费创历史新低（美元/吨）



资料来源：CRU，国信证券经济研究所整理

铜行业：冶炼产能增量远大于铜矿增量

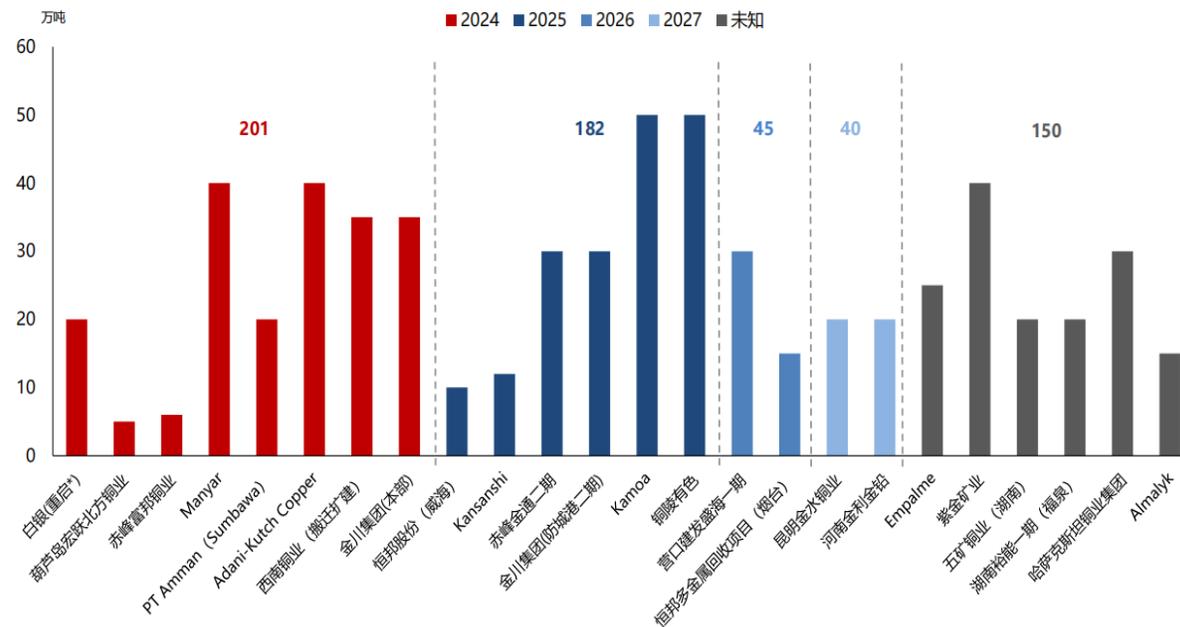
- ◆ **长单加工费下降主因冶炼产能集中投产，冶炼环节相对过剩。**近几年是国内外铜粗炼产能的集中投放期，根据上海有色网的统计，2025年将有182万吨铜粗炼产能投产，远超过铜精矿的增量。由于新增铜粗炼产能要么依托大型矿山就地建设，如自由港印尼项目或者Kamoa冶炼厂，要么位于沿海地区具备区位优势，如铜陵有色新材料项目或者金川防城港项目。新增项目成本低，在精矿供应不足的情况下，要通过压低加工费迫使高成本的老旧冶炼产能减产，改变铜精矿供需失衡现状。
- ◆ **严控铜冶炼新增产能有利于远期格局改善。**2024年5月份，国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，其中提到“优化有色金属产能布局，严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能”。由于已经审批和在建的冶炼项目比较多，最近3年铜冶炼产能过剩，因此文件更有利于改善远期供需格局。铜冶炼现状与氧化铝产能现状非常类似，都要经历一个沿海低成本产能替代内陆高成本产能的过程，在这个过程中必然要挤压冶炼环节利润。

表：全球铜精矿供需平衡（单位：千吨）

年份	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
铜精矿产量	18114	18946	19618	19657	20295	20578	20723	20781
冶炼损失	290	303	314	315	325	329	332	333
铜粗炼产量	17822	18572	19097	19447	20647	20847	20447	20297
铜精矿库存变动	71	74	76	117	145	125	123	122
全球铜精矿供需平衡	-69	-4	131	-221	-822	-724	-178	30

资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

图：全球粗炼产能集中投放



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

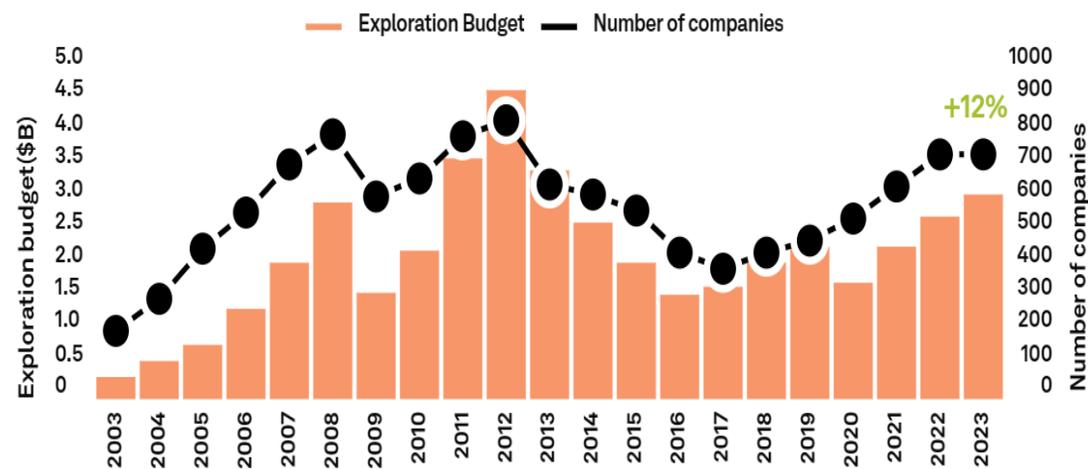
铜行业：铜矿增量来自刚果(金)和智利

◆ 普遍预计2025年铜精矿产量增量在60-100万吨左右。2025年铜精矿增量主要来自刚果(金)的卡莫阿铜矿、金赛维尔铜矿，智利的Los Pelambres、Quebrada Blanca、秘鲁的Las Bambas项目、蒙古的OT矿等，增量比起2024年，来源相对分散，2024年增量主要来自刚果(金)TFM、KFM及QB2等项目。

◆ 长逻辑依然有效：资本开支不足。尽管铜均价已经高于上一轮周期，但铜矿的勘探开支仍未达到上一轮高度，并且矿企对于在产项目深边部找探矿的投入大于对绿地项目勘探的投入，这与十几年前不同。

图：全球铜勘探开支弱增长

Copper budget jumps to highest since 2013



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

表：主要矿山产量变化（单位：万吨）

矿山	地区	矿企	类型	2023年增量	2024年增量	2025年增量	2023-2025
Kamoa	刚果金	紫金&艾芬豪	新建	6.0	4.4	16.2	26.6
Quellaveco	秘鲁	英美资源	新建	21.0	0.0	1.0	22.0
巨龙铜矿	中国	紫金矿业	新建	3.9	1.2	0.0	5.1
Timok	塞尔维亚	紫金	新建	2.8	1.2	1.5	5.4
Mirador	厄瓜多尔	铜陵	新建	0.0	0.0	2.0	2.0
Pilares	墨西哥	南方铜业	新建	2.5	0.0	0.0	2.5
Musonoi	刚果金	金川国际	新建	0.0	0.0	3.8	3.8
Kalongwe (湿法)	刚果金	盛屯	新建	3.2	1.8	0.0	5.0
Udokan (铜精矿+湿法)	俄罗斯	Udokan	新建	1.0	6.0	6.0	13.0
KFM (湿法)	刚果金	洛阳钼业	新建	11.4	6.6	2.0	20.0
Lonshi (湿法)	刚果金	金诚信	新建	0.5	1.5	2.0	4.0
Dikulushi (湿法)	刚果金	金诚信	新建	0.6	0.0	0.0	0.6
Boa Esperanza (Tucumã)	巴西	MineraçãoCaraiba	新建	0.0	1.0	4.5	5.5
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	新建	1.0	3.0	1.0	5.0
Malmyzh	俄罗斯	RMK	新建	0.0	0.0	10.0	10.0
Bor	塞尔维亚	紫金	扩建	0.7	1.7	1.5	3.9
Quebrada Blanca2	智利	Teck	扩建	5.6	15.0	6.0	26.5
Buena Vista Zinc - Sonora	墨西哥	南方铜业	扩建	0.0	1.2	0.9	2.2
Los Pelambres	智利	Antofagasta	扩建	2.5	3.5	1.5	7.5
Oyu Tolgoi Underground	蒙古	力拓	扩建	3.7	5.0	10.0	18.7
Salobo	巴西	Vale	扩建	5.3	2.0	0.0	7.3
Grasberg Ground	印尼	Freeport	扩建	4.2	6.3	0.0	10.5
Spence Growth Option	智利	BHPB	扩建	1.4	0.0	0.0	1.4
Aktogay	哈萨克斯坦	KAZ Minerals	扩建	2.5	0.0	0.0	2.5
Salvador	智利	Codelco	扩建	0.0	0.0	4.4	4.4
Toromocho	秘鲁	中铝	扩建	0.0	1.0	7.0	8.0
Chuquibambilla	智利	Codelco	扩建	0.0	2.0	4.0	6.0
Kansanshi S3	赞比亚	第一量子	扩建	0.0	2.6	2.4	5.0
Chalcobamba	秘鲁	MMG	扩建	0.0	0.0	10.0	10.0
Kinsevere-Nambulwa	刚果金	MMG	扩建	0.0	0.0	3.2	3.2
TFM (湿法)	刚果金	洛阳钼业	扩建	2.6	17.4	0.0	20.0
KPM (湿法)	刚果金	深圳亿特	扩建	0.0	4.0	1.0	5.0
Mantoverde	智利	Capstone	扩建	0.0	2.0	6.0	8.0
Adina	智利	Codelco	扩建		2.0	2.0	4.0
Las Bambas	秘鲁	MMG	复产	4.8	0.0	0.0	4.8
甲玛铜矿	中国	中国黄金	复产	0.0	2.4	4.1	6.5
Batu Hijau	印尼	安曼矿业	复产	0.0	7.0	0.0	7.0
Escondida	智利	BHPB	增产	4.6	11.0	5.0	20.6
Highland Valley Copper	加拿大	Teck	增产	0.0	2.0	3.2	5.1
总计增量				93.7	119.6	125.1	338.5
实际增量（考虑干扰后）				48.0	37.8	80.0	165.8
干扰量（总计增量-ICSG增量）				45.7	81.8	45.1	172.5

资料来源：银河期货，国信证券经济研究所整理

铜行业：供需平衡表

- ◆ **需求端：地产对需求拖累减少，电源电网建设持续发力。**地产领域用铜占铜需求比例接近20%，如果考虑地产后周期的家电行业，合计占铜需求比例30%。2024年房屋新开工和竣工面积同比均有20%以上下滑，这对铜、铝在内的工业金属有较大拖累，但是2024年电源电网投资增速高、家电需求高增，对冲了地产领域的下滑。展望2025年，随着主网侧新能源大规模接入和负荷侧市场化改革，特高压及配套主网建设、电网智能化需求快速提升，预计电力投资维持高增速。同时随着地产领域用铜基数的下降，对铜需求的拖累也将减少。
- ◆ **供需紧平衡。**通过24年上半年铜价上涨后的需求表现来看，价格短期大幅拉涨明显抑制需求，尤其国内出现了“金三银四”逆季节累库，最终使铜价上涨乏力后回落。更长期看，加快了下游产业链“以铝节铜”相关技术研发和实践，长期不利于铜应用扩张。从供给端来看，2025年铜供给增速维持在2%-3%左右。不同于23年四季度大型铜矿减产带来的供给收缩预期，当前来看25年行业层面没有特别大的供需矛盾，预期短缺或者过剩幅度大都在1%以内。当前处于美联储降息周期，叠加国内货币和财政增量政策发力，总体利于铜需求，在供给可控的情况下，25年铜价中枢有望进一步抬升。

表：不同行业研究机构的全球精炼铜供需平衡表（单位：万吨）

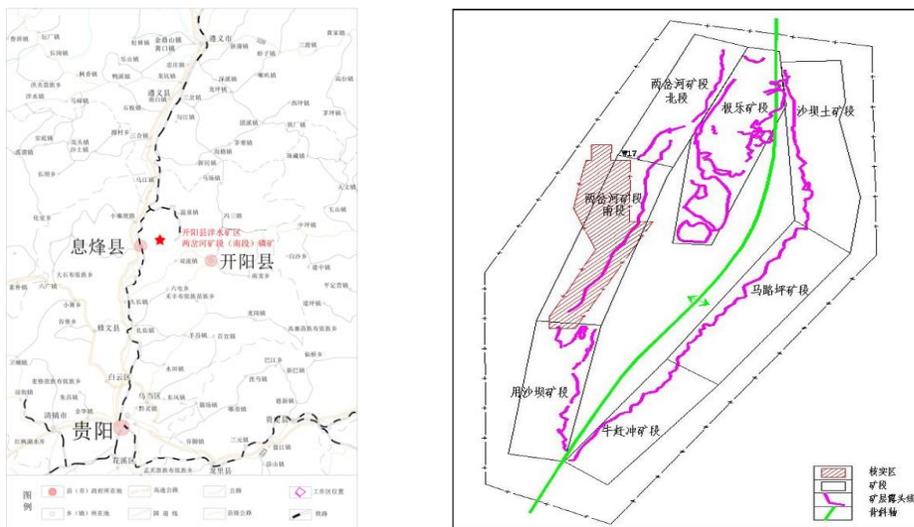
预测机构	2024E					2025E				
	精炼铜产量	YoY	精炼铜需求	YoY	供需平衡	精炼铜产量	YoY	精炼铜需求	YoY	供需平衡
A	2649		2630		19	2742	3.5%	2735	4.0%	7
B	2657	2.7%	2649	2.3%	8	2749	3.5%	2741	3.5%	8
C	2615	2.8%	2592	2.9%	23	2661	1.8%	2663	2.7%	-2
D	2654	0.3%	2649	2.3%	5	2685	1.2%	2726	2.9%	-41
E	2654	2.4%	2629	1.5%	25	2681	1.0%	2705	2.9%	-24

资料来源：上海有色网，Wood Mackenzie，J.P.Morgan，BofA，UBS，国信证券经济研究所整理

两岔河磷矿：南部采区顺利达产，北部采区建设稳步推进

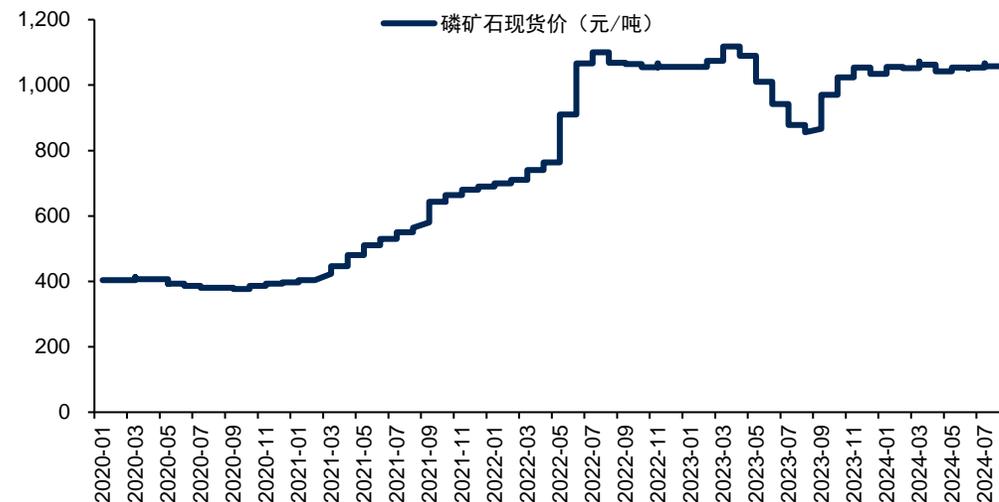
- ◆ 2019年5月，公司通过公开竞买竞得两岔河矿业90%股权，转让股权作价2.91亿元，其主要资产为两岔河矿段(南段)磷矿采矿权，其余10%股权由开磷集团持有。截至2024年6月末，两岔河磷矿采矿权资源量为2106万吨磷矿石， P_2O_5 平均品位31.86%。该矿权所处的开磷矿区属于国家规划矿区，探明储量达11亿吨，具有磷矿资源储量大、品位高、有害杂质少、重金属元素镉检测不出的特点， P_2O_5 平均品位33.67%，全国 P_2O_5 含量超过33%的优质磷矿85%集中在该矿区，是国内唯一不经选矿就可直接用于生产高浓度磷复肥的优质原料。
- ◆ **开发方案：**公司于2022年2月发布《关于投资建设两岔河矿段(南段)磷矿采矿工程的公告》，项目采用分区地下开采，南部采区生产规模30万t/a，采用平硐+斜坡道开拓；北部采区生产规模50万t/a，采用混合井开拓，矿山整体生产规模80万t/a(2424t/d)，采矿方法为条带式充填法和上向水平分层充填法，其中南部采区建设期1年，北部采区建设期3年，产品为磷矿石原矿，平均品位30.31%。根据磷矿采矿工程可行性研究报告，项目达产年份，单位总成本费用为198.89元/吨、经营成本为153.71元/吨。
- ◆ **产销情况：**南部采区生产规模30万t/a，已于2023年下半年正式投产，取得建成即达标的好成绩，于2023年完成生产、销售15万吨磷矿石的经营目标，于2024年上半年生产16.37万吨、销售16.77万吨；北部采区生产规模50万t/a，于2023年下半年开始基建，预计将于2026年建成投产。目前磷矿石行业仍然处于景气周期当中，公司磷矿石业务也能贡献比较可观的净利润。

图：两岔河磷矿地理位置和矿区矿段分布图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：磷矿石现货价



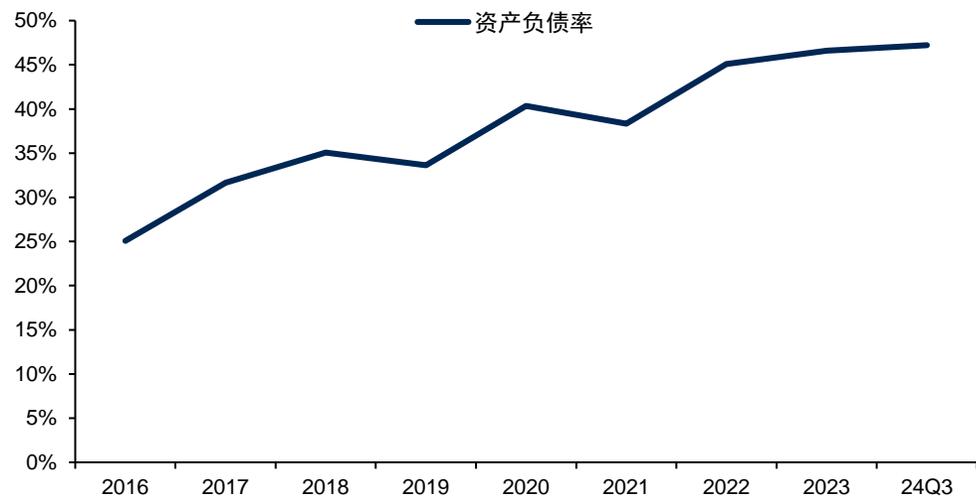
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

财务分析和盈利预测

收入实现质量提升，财务数据总体稳健

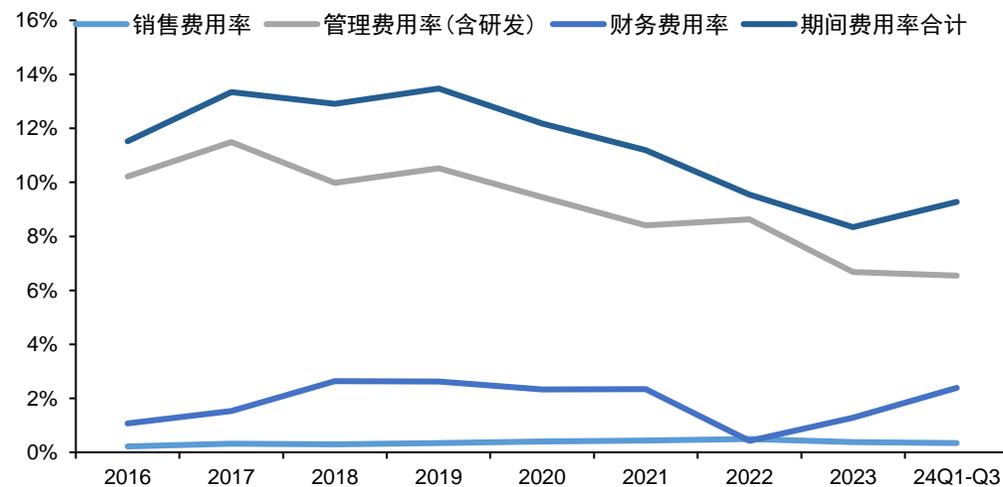
- ◆ **现金流方面：**公司24年前三季度实现经营活动产生的现金流量净额13.62亿元，同比+148.24%，表明公司收入实现质量提升；截止至24年三季度，公司资产负债率为47.22%，相比2023年末提升了0.64个百分点；在手货币资金约21.91亿元，同比+19.35%；在手存货约16.01亿元，同比+32.56%。
- ◆ **期间费用方面：**24年前三季度，公司销售费用2354万元，同比+3.53%；管理费用约3.76亿元，同比+32.59%；研发费用8010万元，同比-8.32%；财务费用约1.67亿元，同比+195.61%，财务费用同比大幅提升主要由于公司矿山资源项目基建投资结束借款利息不再资本化，以及23年同期外币货币性资产的汇兑收益较高。

图：公司资产负债率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司期间费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司拟发行第二期可转换公司债券



融资方面：公司营业收入和净利润连续多年保持高增长，财务数据总体稳健，但由于资源开发项目投资支出增长，公司投资活动现金流净流出规模也持续扩大。考虑到未来仍存在大额的项目投资支出，公司对外部融资仍存在一定依赖。公司于2020年12月公开发行可转换公司债券，发行规模10亿元，“金诚转债”截至2024年9月30日，累计共有约5.04亿元转换为公司股票，剩下约有4.96亿元尚未转股，最新转股价为12.23元/股；另外公司于2024年9月28日新一期《向不特定对象发行可转换公司债券预案》，拟发行可转债募集资金总额不超过人民币20亿元，募集资金主要用于：1) 赞比亚鲁班比铜矿采选工程（技改）项目；2) 矿山采矿运营及基建设备购置项目；3) 地下绿色无人智能生产系统研发项目；4) 补充流动资金。

表：公司直接融资金额历年明细

融资方式	年度	募资总额(亿元)	资金用途
IPO首发	2015年	16.33	矿山基建/采矿设备购置项目；北京矿山新技术研发中心建设项目；补充矿山工程建设和采矿运营管理业务运营资金项目
公司债	2017年	2.00	偿还金融机构借款；补充流动资金
公司债	2018年	1.20	偿还金融机构借款；补充流动资金
可转债	2020年	10.00	矿山采矿运营及基建设备购置项目；智能化、无人化开采技术研发项目；补充流动资金
可转债	2024年	20.00 (拟发行)	赞比亚鲁班比铜矿采选工程（技改）项目；矿山采矿运营及基建设备购置项目；地下绿色无人智能设备研发项目；补充流动资金

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：公司拟发行可转债不超过20亿元用于投资以下项目

序号	项目名称	总投资金额	拟投入募集资金额
1	赞比亚鲁班比铜矿采选工程（技改）项目	80,115.91	80,000.00
2	矿山采矿运营及基建设备购置项目	94,762.09	80,000.00
2.1	国内矿山工程业务项目	30,896.30	30,000.00
2.2	国外矿山工程业务项目	63,865.79	50,000.00
3	地下绿色无人智能设备研发项目	8,962.15	8,000.00
4	补充流动资金	32,000.00	32,000.00
合计		215,840.15	200,000.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

假设前提：我们的盈利预测基于以下假设条件——

行业方面：2024-2026年LME铜价分别为9390、9500、9500美元/吨；

公司方面：

1) 2024-2026年公司矿服业务营收增速分别为10%、15%、15%；

2) 2024-2026年公司铜矿销量分别为4.50、7.60、7.80万吨（包含Lubambe铜矿销量，目前Lubambe铜矿处于技改过程中，暂未贡献利润）；

3) 2024-2026年公司期间费用率保持相对稳定。

表：公司产品销量以及营收和利润预测

	单位	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
矿山服务业务营收	百万元	3,721.06	4,299.59	5,228.86	6,607.49	7,268.24	8,358.47	9,612.25
YoY		10.72%	15.55%	21.61%	26.37%	10.00%	15.00%	15.00%
矿山服务业务毛利率		28.40%	27.50%	27.64%	28.95%	28.95%	28.95%	28.95%
铜矿销量								
Dikulushi铜矿	万吨				1.02	1.30	1.10	1.10
Lonshi铜矿	万吨					2.40	4.00	4.00
San Matias铜金矿	万吨							0.20
Lubambe铜矿	万吨					0.80	2.50	2.50
铜矿销量总计	万吨				1.02	4.50	7.60	7.80
磷矿销量	万吨				15.00	34.77	30.00	30.00
矿山资源开发业务营收	百万元				625.78	3,125.57	5,253.56	5,385.52
YoY					—	399.47%	68.08%	2.51%
矿山资源开发业务毛利率					48.37%	38.51%	42.00%	42.10%
营业收入	百万元	3,863.45	4,503.81	5,354.86	7,399.21	10,515.01	13,814.08	15,209.92
YoY		12.51%	16.57%	18.90%	38.18%	42.11%	31.37%	10.10%
营业成本	百万元	2,775.54	3,297.67	3,917.79	5,153.33	7,153.97	9,167.41	10,138.26
YoY		11.32%	18.81%	18.80%	31.54%	38.82%	28.14%	10.59%
综合毛利率	百万元	28.16%	26.78%	26.84%	30.35%	31.96%	33.64%	33.34%
归母净利润	百万元	365.28	470.98	609.75	1,031.22	1,612.23	2,306.39	2,508.63
YoY		18.00%	28.94%	29.46%	69.12%	56.34%	43.06%	8.77%
EPS		0.63	0.79	1.01	1.71	2.58	3.70	4.02

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

◆ 绝对估值：47.11-62.21元

公司专注于非煤地下固体矿山的开发服务业务，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，公司始终贯彻以领先的技术为矿山业主提供超值服务的理念，以优质的矿山工程建设服务获得矿山业主的认可，进而承接后期的采矿运营管理业务。24年前三季度，公司矿服营收增速相比前几年有所下滑，主要是受到非洲赞比亚和刚果(金)电力供应紧张影响，预计随着当地雨季来临，水电供应逐步恢复，基于公司在手订单以及优秀的历史兑现情况，未来几年矿服业务仍可保持15%-20%的增长。公司依托于矿服业务，持续购得性价比高的矿山，现已储备4座铜矿、1座磷矿，且未来仍有增储的潜力。按照公司目前的规划来看，现有铜矿有效年产能约5万吨，预计2027年哥伦比亚San Matias铜矿放量加上赞比亚Lubambe铜矿正常贡献利润，将新增有效权益产能约5万吨，预计2029年Lonshi铜矿二期投产，将再次新增权益产能约4-5万吨。公司中长期规划铜矿有效年产能将达到约15万吨，是国内铜企中成长性最快的企业之一。综上，按照行业和公司的成长思路，我们预期公司2024-2026年营收分别为105.15/138.14/152.10亿元，同比增速分别为42.1%/31.4%/10.1%，归母净利润分别为16.12/23.06/25.09亿元，同比增速分别为56.3%/43.1%/8.8%；摊薄EPS分别为2.58/3.70/4.02元，当前股价对应PE为14.0/9.8/9.0X。

根据以下主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司的合理估值区间为47.11-62.21元。

表：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	16.57%	18.90%	38.18%	42.11%	31.37%	10.10%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本/营业收入	73.22%	73.16%	69.65%	68.04%	66.36%	66.66%	66.00%	66.00%	66.00%
管理费用/营业收入	6.51%	6.70%	5.02%	5.43%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
研发费用/营业收入	1.75%	1.76%	1.38%	1.03%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
销售费用/销售收入	0.44%	0.49%	0.38%	0.34%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
营业税及附加/营业收入	0.62%	0.81%	1.13%	2.54%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
所得税税率	23.82%	22.53%	22.48%	23.70%	23.50%	23.50%	23.50%	23.50%	23.50%
股利分配比率	20.70%	24.20%	22.37%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

无杠杆Beta	0.96	T	23.70%
无风险利率	2.50%	Ka	8.74%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆Beta	1.07
公司股价（元）	36.3	Ke	9.48%
发行在外股数（百万）	624	E/(D+E)	86.57%
股票市值(E, 百万元)	22642	D/(D+E)	13.43%
债务总额(D, 百万元)	3512	WACC	8.75%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%
永续增长率变化	2.5%	79.28	70.65	63.44	57.32	52.07
	2.0%	73.62	66.09	59.71	54.24	49.50
	1.5%	68.87	62.21	56.50	51.56	47.24
	1.0%	64.83	58.87	53.71	49.20	45.23
	0.5%	61.34	55.95	51.25	47.11	43.45
	0.0%	58.30	53.39	49.08	45.25	41.84
	-0.5%	55.63	51.13	47.14	43.58	40.39

资料来源：国信证券经济研究所分析

◆ 相对估值：48.07-51.77元

选取与公司相近的铜矿公司进行对比，采用PE法估值。

铜板块选取可比上市公司是紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、铜陵有色、西部矿业和云南铜业。其中，紫金矿业是国内首家百万吨矿产铜企业，过去十年相继用较低代价并购了刚果(金)卡莫阿铜矿、西藏巨龙铜矿、塞尔维亚博尔铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿等一批世界级铜矿项目，在这些世界级项目的加持下，公司矿产铜产量快速提升，成为近几年全球增长最快的大型铜矿公司；洛阳钼业在全球范围内拥有多金属品种的布局，能有效降低风险，其在刚果(金)拥有两座世界级铜钴矿山，目前仍有巨大增长潜力；江西铜业拥有从矿山采选至铜产品加工的完整产业链，是国内最大的铜加工生产商；铜陵有色同样拥有从矿山采选至铜产品加工的完整产业链，于2023年8月收购控股股东旗下世界特大型铜矿-厄瓜多尔米拉多铜矿；西部矿业是国内领先的铜矿生产企业，重点项目玉龙铜矿改扩建项目已顺利投产，另有集团锂资源股权的注入，产业结构持续升级；云南铜业是一家铜勘探、采选、冶炼、销售一体化的大型铜产业集团，于2023年6月托管控股股东Toromocho铜矿。根据Wind一致预期数据显示，这些可比上市公司2025年平均估值水平在10倍左右。考虑到金诚信依托于矿服业务，持续购得性价比高的矿山，现有铜矿有效年产能约5万吨，中长期规划铜矿有效年产能将达到约15万吨，是国内铜企中成长性最快的企业之一，所以相比同行可比上市公司应有一定的估值溢价，给予公司2025年13-14倍左右估值目标，对应约300-323亿市值。

表：同类公司估值比较

代码	公司简称	股价 20241231	EPS				PE				PB	总市值 亿元
			2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026		
603979	金诚信	36.30	1.71	2.58	3.70	4.02	21.2	14.0	9.8	9.0	2.7	226
601899	紫金矿业	15.12	0.80	1.22	1.45	1.64	18.9	12.4	10.4	9.2	3.0	3897
603993	洛阳钼业	6.65	0.38	0.54	0.61	0.69	17.5	12.3	10.8	9.7	2.3	1366
600362	江西铜业	20.64	1.88	2.11	2.21	2.34	11.0	9.8	9.3	8.8	0.9	588
000630	铜陵有色	3.23	0.21	0.30	0.33	0.41	15.4	10.8	9.7	7.9	1.2	413
601168	西部矿业	16.07	1.17	1.55	1.82	2.08	13.7	10.4	8.8	7.7	2.3	383
000878	云南铜业	12.19	0.79	1.08	1.19	1.38	15.5	11.2	10.2	8.8	1.7	244
可比上市公司均值（不包括金诚信）							15.3	11.1	9.9	8.7	1.9	NA

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测；备注：同类公司估值来自于Wind一致性预期

◆ 投资建议：合理估值在48.07-51.77元

综上几个方面估值，我们认为公司股票价值在48.07-51.77元之间，2025年动态市盈率在13-14倍之间，相对于目前股价约有32%-43%左右空间，对应总市值在300-323亿元之间。考虑到公司深耕矿服领域，矿服业务有望保持稳健增长；矿山资源业务持续兑现，现有铜矿有效年产能约5万吨，中长期规划铜矿有效年产能将达到约15万吨，是国内铜企中成长性最快的企业之一，维持“优于大市”评级。

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司合理估值在48.07-51.77元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为1.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，考虑到公司自身在生产经营等各方面存在明显的竞争优势，最终给予公司2025年13-14倍PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置都加入了很多个人的判断：

基于对产业格局和供需基本面的判断，我们认为：未来全球铜价有望维持高位。短期来看，产业层面最突出的矛盾是铜矿短缺，尤其是在巴拿马铜矿停产后，影响持续存在；中长期角度来看，过去十年全球有色矿业资本开支总体不足，新发现铜矿难度显著增加，制约了中长期铜矿供应释放的空间，需求端，铜作为新能源领域发展的关键金属，风电、光伏、新能源车等领域都会拉动铜需求增长，所以全球铜中长期供应不足的问题可能会逐步凸显。但公司所处行业可能会发生较大的不利变化，比如供给超预期释放，或需求增长速度不及预期，从而导致铜价有可能大幅下跌的风险。

政策和环境风险

公司在全球范围内拥有多个矿山资源的采矿权，在开发资源的同时也承担着保护环境的任务，如若管理不善可能会造成环境风险。另外，海外国家在矿产资源相关政策的变化可能也会给公司带来一定的政策风险。

经营风险

公司在生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

财务风险

公司若财务管理不当，未来存在短期流动性的风险。

市场风险

公司在全球矿山行业市场面临现有及新竞争对手的竞争，倘若公司未能有效竞争，导致不能保持现有的市场份额或者扩大市场份额的风险。

其他风险

公司未能获得任何相关政府补助的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2133	1918	1000	1000	1000
应收款项	2171	2550	3624	4761	5242
存货净额	1170	1656	2405	3100	3417
其他流动资产	1062	1202	1708	2244	2471
流动资产合计	6540	7331	8741	11109	12134
固定资产	3365	4536	5585	6503	7330
无形资产及其他	648	638	617	595	574
投资性房地产	696	806	806	806	806
长期股权投资	22	315	415	515	615
资产总计	11271	13625	16164	19529	21460
短期借款及交易性金融负债	907	1248	1429	2030	1653
应付款项	1512	1487	2159	2783	3068
其他流动负债	858	1102	1607	2076	2289
流动负债合计	3278	3837	5194	6889	7009
长期借款及应付债券	1507	2083	2083	2083	2083
其他长期负债	296	426	476	526	576
长期负债合计	1803	2509	2559	2609	2659
负债合计	5081	6346	7753	9498	9667
少数股东权益	61	61	65	70	75
股东权益	6128	7218	8347	9961	11717
负债和股东权益总计	11271	13625	16164	19529	21460

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	1.01	1.71	2.58	3.70	4.02
每股红利	0.25	0.38	0.78	1.11	1.21
每股净资产	10.18	11.99	13.38	15.97	18.78
ROIC	9%	13%	15%	19%	18%
ROE	10%	14%	19%	23%	21%
毛利率	27%	30%	32%	34%	33%
EBIT Margin	17%	22%	23%	24%	24%
EBITDA Margin	23%	29%	27%	29%	29%
收入增长	19%	38%	42%	31%	10%
净利润增长率	29%	69%	56%	43%	9%
资产负债率	46%	47%	48%	49%	45%
股息率	0.7%	1.1%	2.2%	3.2%	3.4%
P/E	35.8	21.2	14.0	9.8	9.0
P/B	3.6	3.0	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	22.0	13.3	10.5	8.1	7.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5355	7399	10515	13814	15210
营业成本	3918	5153	7154	9167	10138
营业税金及附加	43	84	268	345	380
销售费用	26	28	36	48	53
管理费用	368	392	592	781	858
研发费用	94	102	108	111	122
财务费用	23	95	248	318	350
投资收益	(32)	(84)	(60)	(50)	(50)
资产减值及公允价值变动	(10)	12	43	0	0
其他收入	(148)	(229)	(76)	(79)	(90)
营业利润	787	1347	2124	3025	3290
营业外净收支	(6)	(16)	(3)	(1)	(1)
利润总额	781	1331	2120	3024	3289
所得税费用	176	299	502	711	773
少数股东损益	(5)	0	6	7	8
归属于母公司净利润	610	1031	1612	2306	2509
现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	610	1031	1612	2306	2509
资产减值准备	8	16	3	2	2
折旧摊销	320	484	512	601	692
公允价值变动损失	10	(12)	(43)	0	0
财务费用	23	95	248	318	350
营运资本变动	202	(751)	(1100)	(1222)	(476)
其它	(12)	(16)	1	3	3
经营活动现金流	1138	754	985	1690	2730
资本开支	0	(1663)	(1500)	(1500)	(1500)
其它投资现金流	2	(1)	0	0	0
投资活动现金流	31	(1957)	(1600)	(1600)	(1600)
权益性融资	48	0	0	0	0
负债净变化	611	546	0	0	0
支付股利、利息	(148)	(231)	(484)	(692)	(753)
其它融资现金流	(1858)	357	180	602	(378)
融资活动现金流	(883)	988	(303)	(90)	(1130)
现金净变动	286	(215)	(918)	0	0
货币资金的期初余额	1848	2133	1918	1000	1000
货币资金的期末余额	2133	1918	1000	1000	1000
企业自由现金流	(679)	(658)	(273)	467	1532
权益自由现金流	24	245	(210)	930	1011

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032