



矿业巨头产量释放，顺周期成长优势突出

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 年内铜产量增速保守预计 50%，内需复苏主线下铜价有望保持高位，铜板块业绩弹性突出；2) 华越镍钴项目实现满产，助力 2022 年投资收益达到 7.26 亿元，远期继续成为公司利润的增长点；3) 宁德时代成为公司第二大股东，协同开发盐湖锂资源，新能源板块协同效应增强。
- **铜板块业绩弹性突出：**2023 年 TFM 和 KFM 双矿新建项目投产，年内铜产量指引中值为 41.55 万吨，同比 2022 年增长 50%。TFM 权益金纠纷解决后，库存铜的售出将带来额外业绩弹性。铜需求侧来看，地产保交付利好竣工链条的消费，国家电网计划投资超 5200 亿创历史新高，新能源领域需求增速维持高位。铜冶炼端新增产能有限，国内供需维持紧平衡，内需复苏将对铜价形成脉冲式驱动，全年铜价重心有望保持高位。
- **华越项目达成满产，助力盈利能力提升：**公司对华越镍钴持有股权 30%，华越项目于 2021 年 12 月正式投产，2022 年 4 月达产，2022 年公司投资收益 7.26 亿元，同比上年增长 558.2%，主要为华越项目贡献，2023 年华越项目实现全年满产，未来将成为拓宽公司利润的增长点，并促进公司在新能源领域的突破布局，成为公司开辟印尼市场的重要桥头堡。
- **深度绑定宁德时代，新能源板块协同加强：**2021 年 4 月宁德时代获得 KFM25% 的股权；2022 年 9 月宁德时代通过洛阳矿业间接持有 24.68% 的股份，成为公司第二大股东；2023 年 1 月公司与宁德时代合作共同开发玻利维亚境内两座巨型盐湖。依托公司在非洲、南美洲和东南亚的已有布局，双方在新能源金属资源领域建立全方面的战略合作伙伴关系，在锂、钴、镍、铜等新能源金属资源的投资开发等方面发挥各自优势，全面合作，积极融入新能源产业综合价值链。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2023-2025 年公司实现归母净利润分别为 106.4/124.3/129.3 亿元，同比增长 75.4%/16.8%/4.0%，实现 EPS 分别为 0.49 元/0.58 元/0.60 元，对应 PE 分别为 11/9/9X。可比公司 2023-2024 年一致性预期 PE 平均水平为 10.5/10.3 倍，鉴于公司铜钴产量具有高弹性，顺周期趋势中矿业公司往往表现出双击效应，给予洛阳钼业 2023 年 15 倍估值，对应股价 7.35 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**金属价格大幅下跌风险，矿山增产不及预期风险，海外运营风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	172990.86	191834.34	201040.74	203690.02
增长率	-0.50%	10.89%	4.80%	1.32%
归属母公司净利润（百万元）	6066.95	10639.31	12430.40	12928.03
增长率	18.82%	75.37%	16.83%	4.00%
每股收益 EPS（元）	0.28	0.49	0.58	0.60
净资产收益率 ROE	11.59%	17.92%	17.83%	16.12%
PE	19	11	9	9
PB	2.24	1.99	1.70	1.48

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zslans@swsc.com.cn

联系人：黄腾飞
电话：13651914586
邮箱：htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	215.99
流通 A 股(亿股)	176.66
52 周内股价区间(元)	4.15-6.18
总市值(亿元)	1,231.16
总资产(亿元)	1,374.50
每股净资产(元)	1.84

相关研究

目 录

1 洛阳钼业：世界级、现代化的矿业巨头	1
1.1 多元化奠定格局，三步走实现愿景	1
1.2 贸易营收大幅增长，铜钴业务毛利领先	3
2 拥有优质矿山资源，打造“矿业+贸易”新模式	5
2.1 刚果（金）铜钴业务：双矿协同发展，产量集中释放	6
2.2 澳大利亚铜金业务：成熟业务贡献稳定业绩	7
2.3 中国钨钼矿：三大钨钼矿山并行	8
2.4 巴西铌磷矿：产量稳定，实现稳定业绩贡献	9
2.5 埃珂森：探索“矿业+贸易”的现代化矿业之路	10
3 铜板块将迎量价齐升，新能源形成一体化布局	11
3.1 铜板块有望迎来量价齐升	11
3.2 华越项目完成满产，助力盈利能力提升	13
3.3 深度绑定宁德时代，新能源板块协同加强	14
4 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测	14
4.2 相对估值	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 洛阳钼业发展历程.....	1
图 2: 公司“三步走”战略导向.....	2
图 3: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月)	2
图 4: 公司营业收入 (2017-2022)	3
图 5: 公司归母净利润 (2017-2022)	3
图 6: 产品营收占比分布图 (2017-2022)	3
图 7: 产品毛利占比分布图 (2017-2022)	3
图 8: 产品毛利率 (2017-2022)	4
图 9: 总毛利率及净利率 (2017-2022)	4
图 10: 期间费用率 (2017-2022)	4
图 11: 可比公司费率比较 (2017-2022)	4
图 12: 公司矿山资源及业务分布情况	5
图 13: 公司矿业资源地理位置分布.....	5
图 14: TFM 铜钴矿股权结构.....	6
图 15: TFM 铜钴产量	6
图 16: NPM 铜金矿股权结构.....	8
图 17: NPM 铜金产量	8
图 18: 公司钼钨金属产量.....	9
图 19: 巴西铌磷业务股权结构.....	10
图 20: 公司铌磷产量	10
图 21: IXM 股权结构.....	11
图 22: IXM 平台物流仓储地图	11
图 23: 竣工周期向上利好铜消费	11
图 24: 电网投资额创新高.....	11
图 25: 全球铜矿产量及预期.....	12
图 26: 新能源用铜增量预估	12
图 27: 公司铜产量及变化.....	13
图 28: 公司铜产品库存及变化.....	13
图 29: 华越镍钴股权结构.....	13
图 30: 投资收益变化	13

表 目 录

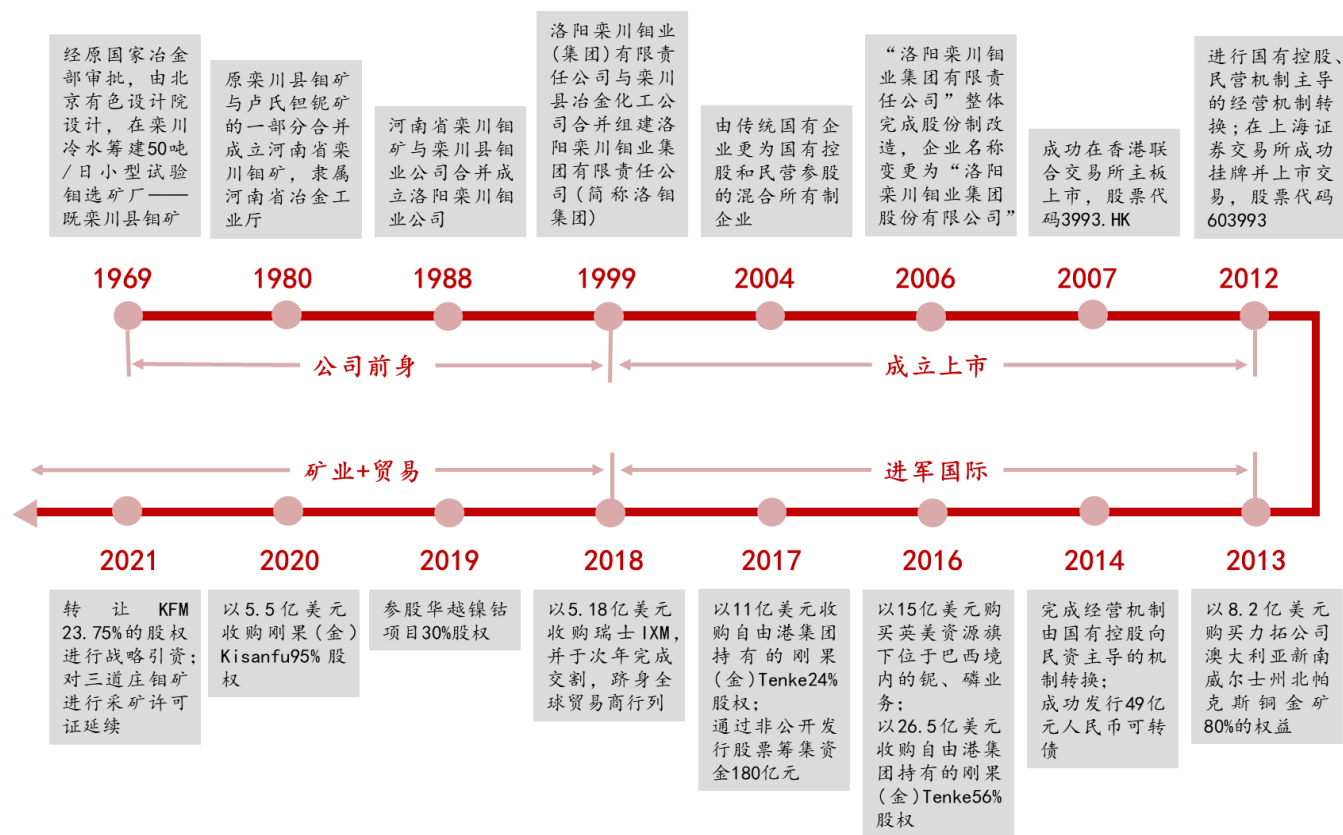
表 1: 铜钴资源量及储量	6
表 2: NPM 铜金矿资源量及储量	7
表 3: 钼钨资源量及储量	9
表 4: 巴西铌磷矿资源量及储量	10
表 5: 主营业务拆分	15
表 6: 可比公司估值 (股价取自 2023 年 3 月 20 日)	16
附表: 财务预测与估值	17

1 洛阳钼业：世界级、现代化的矿业巨头

1.1 多元化奠定格局，三步走实现愿景

洛阳钼业发展历史悠久，板块布局多元。公司主要从事基本金属、稀有金属的采、选、冶等矿山采掘及加工业务和矿产贸易业务。洛阳钼业的前身最早可追溯至 1969 年，经过不断发展以及两次混合所有制改革后，成为民营控股、国资参股的股份制公司，并于 2007 年在香港联合交易所上市，2012 年在上海证券交易所上市。自上市以来，公司凭借国内三大钼钨矿，深耕钼钨业务，同时积极探索全球优质矿产资源，公司在 2013 年收购澳大利亚 NPM 铜金矿 80% 股权，2016 年收购巴西铌磷矿权，同年收购位于刚果（金）的 TFM 铜钴矿 56% 的矿权，并在 2017 年将权益占比增持至 80%，2018 年公司收购瑞士贸易公司埃珂森（IXM）全部股权，2019 年公司参股华越镍钴 30% 股权，2020 年收购位于刚果（金）KFM 铜钴矿 95% 的股权。通过持续地收购投资、整合资源，公司形成了铜钴、铜金、铌磷、镍钴、钼钨、贸易等多元化的矿业板块布局。

图 1：洛阳钼业发展历程

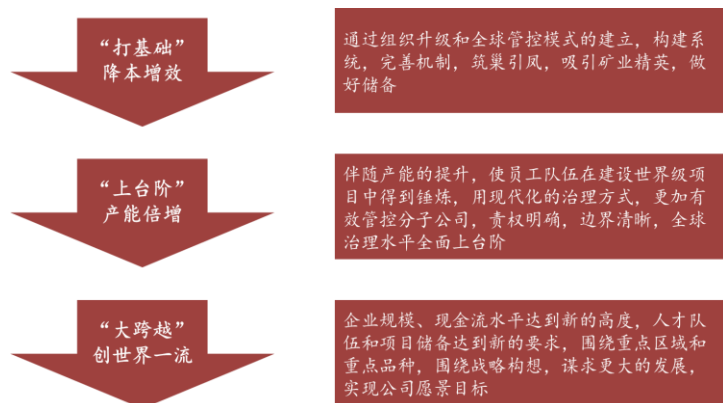


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司制定三步走战略，创建一流矿业企业。公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲五大洲，目前是全球第二大的钴、铌生产商、全球前七大钼生产商，也是领先的铜生产商。公司基本金属贸易业务位居全球前三，为达成“打造一家受人尊敬的、世界级、现代化资源公司”的愿景，公司确定了“矿山+贸易”的发展模式，制订了“三步走”的发

展目标：第一步“打基础”降本增效，通过组织升级和全球管控模式的建立，构建系统，完善机制，筑巢引凤，吸引矿业精英，做好储备。第二步“上台阶”产能倍增，加快 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿两个世界级项目建设和投产。伴随产能的提升，队伍在建设世界级项目中得到锤炼。用现代化的治理方式，更加有效管控分子公司，全球治理水平全面上台阶。第三步“大跨越”创世界一流，企业规模、现金流水平达到新高度，人才队伍和项目储备达到新要求，围绕重点区域和重点品种，谋求更大的发展，实现愿景目标。

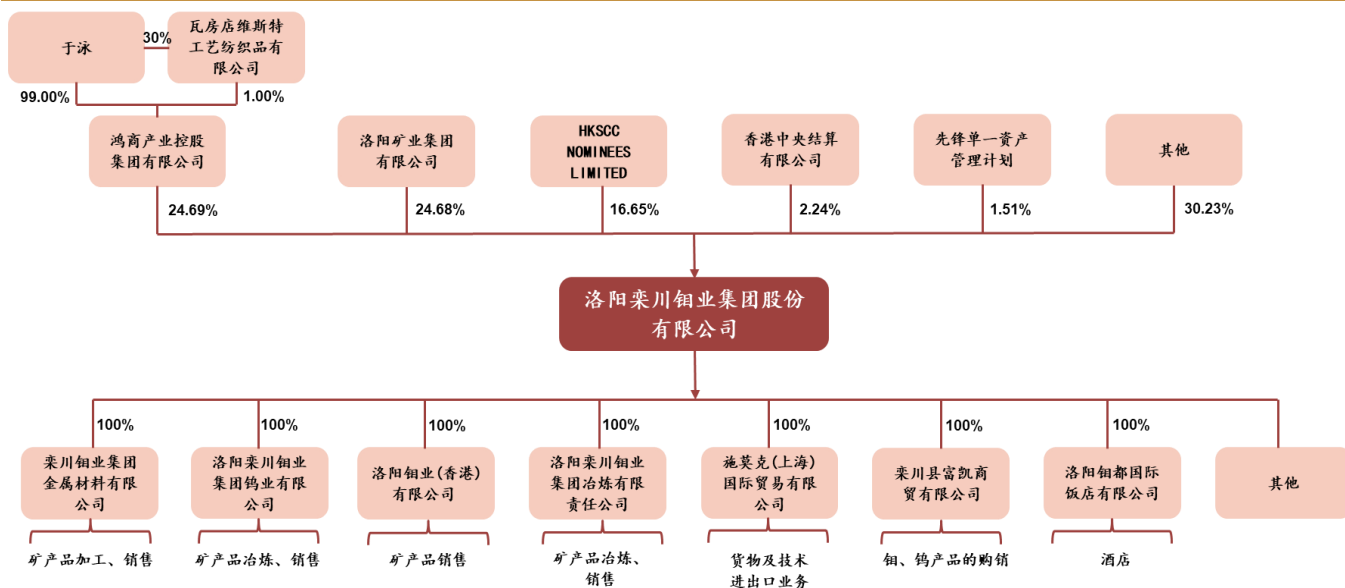
图 2：公司“三步走”战略导向



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司股权结构清晰，于泳为实际控制人。截至 2023 年 3 月，公司总股本为 2159924 万股。鸿商产业控股集团有限公司拥有其 24.69% 的股份，于泳拥有鸿商产业控股集团有限公司 99% 的股份，可以间接控制洛阳钼业。洛阳矿业集团有限公司拥有公司 24.68% 的股份，其实际控制人人为洛阳市国资委，另外香港中央结算有限公司拥有公司 16.65% 的股份。子公司方面，公司直接或间接控股多家企业，基本从事矿业生产、加工、冶炼、销售等业务，公司还下设洛阳钼都国际饭店有限公司，从事酒店相关业务。

图 3：公司股权结构（截至 2023 年 3 月）

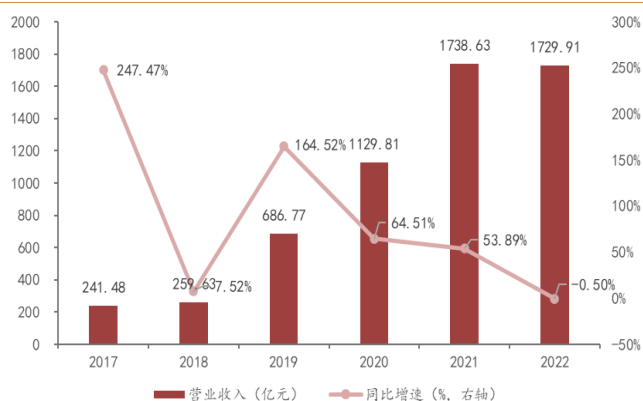


数据来源：公司年报，西南证券整理

1.2 贸易营收大幅增长，铜钴业务毛利领先

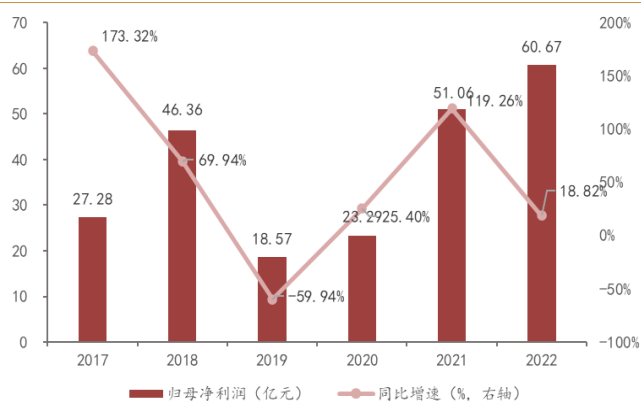
收购埃珂森后营收大幅增长，盈利能力持续增强。2019 年公司与埃珂森 (IXM) 进行财务合并后，当年营收达 686.77 亿元，同比上升 164.52%，此后营业收入持续增长，2021 年在铜、钴价格大涨的背景下，公司营收达到 1738.6 亿元，同比上升 53.9%。2022 年刚果(金)铜钴业务销售受阻，公司营业收入小幅下降至 1729.91 亿元，同比降幅为 0.5%。利润方面，2019 年公司因收购埃珂森导致归母净利负增长，此后逐年改善，2022 年归母净利润总计 60.67 亿元，同比增长 18.82%。

图 4：公司营业收入 (2017-2022)



数据来源：公司年报，西南证券整理

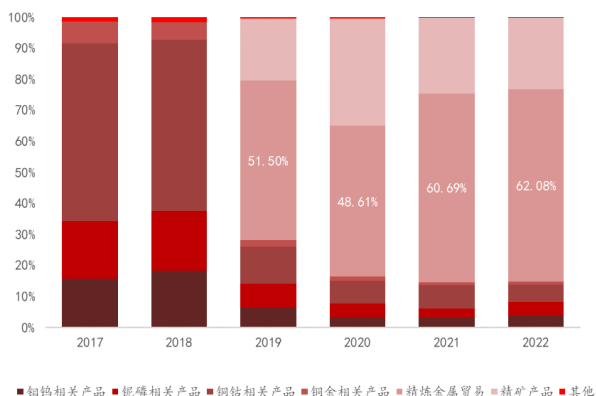
图 5：公司归母净利润 (2017-2022)



数据来源：公司年报，西南证券整理

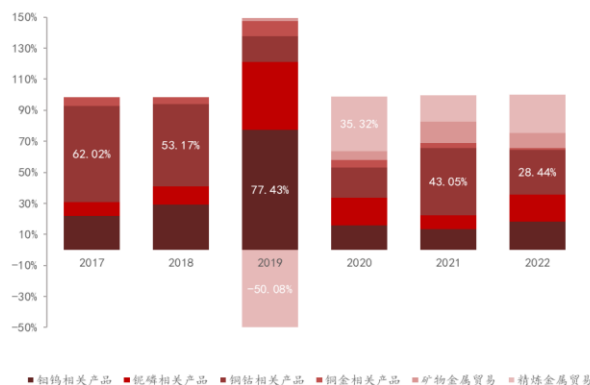
贸易营收占据首位，铜钴业务毛利领先。2022 年公司精炼金属贸易业务贡献营收 1073.91 亿元，占比 62.08%，精矿产品贸易次之，实现营收 399.17 亿元，占比 23.07%，再次为铜钴、钨磷和钼钨业务，分别占比 5.64%、4.26%和 4.03%。盈利能力方面，近年来公司主要毛利来源为铜钴业务，2022 年铜钴业务实现毛利润 45.64 亿元，占公司本年总毛利的 28.44%。其次为贸易业务，2022 年精炼金属贸易业务贡献毛利 39.33 亿元，占比 24.50%，钨磷和钼钨业务分别贡献毛利占比 18.35%和 17.36%。

图 6：产品营收占比分布图 (2017-2022)



数据来源：公司年报，西南证券整理

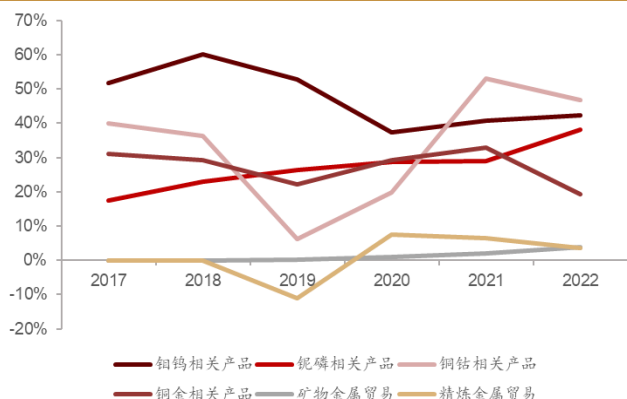
图 7：产品毛利占比分布图 (2017-2022)



数据来源：公司年报，西南证券整理

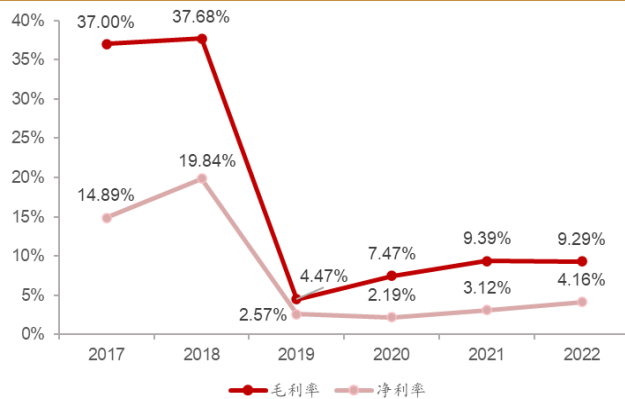
降本增效成果显著,盈利能力稳步提升。公司于 2019 年提出三年降本 5 亿美元的目标,并于 2020 年提前完成。此后公司持续在各运营单元开展降本增效活动,采用先进的现代化采矿技术、工艺、装备,通过集中采购、技术改进、管理变革等方式继续巩固低成本运营优势。公司铜钴、钼钨、钼磷业务的毛利率稳步上行,2022 年公司整体毛利率水平为 9.29%,净利率增长至 4.16%。

图 8: 产品毛利率 (2017-2022)



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

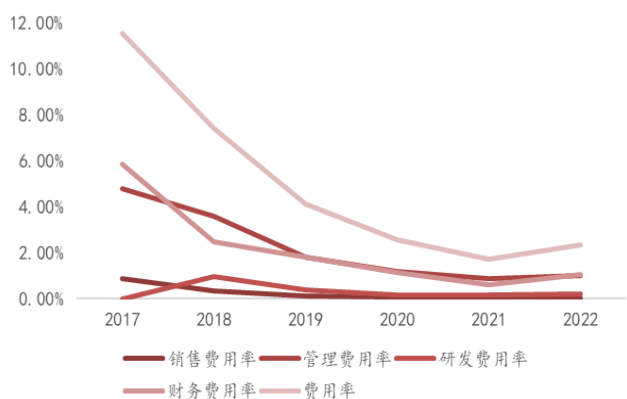
图 9: 总毛利率及净利率 (2017-2022)



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

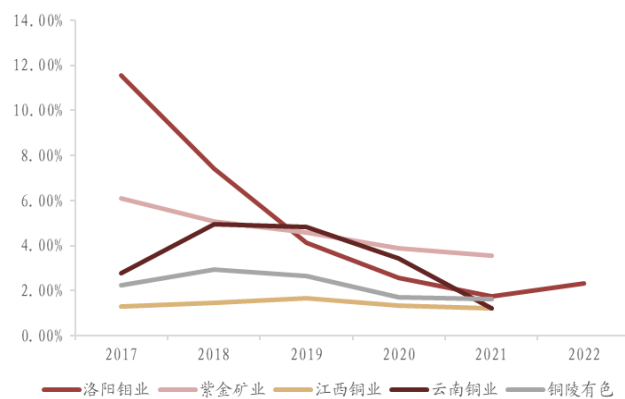
费率稳步下降,水平处于同业较低位置。公司持续优化人事架构和管理体系,严控非生产性成本,各项费率自 2017 后均呈现持续下降趋势,2022 年公司总费用率仅有 2.36%,和江铜、铜陵有色等老牌矿山企业水平相近,费率的降低为公司盈利能力的提升做出贡献。

图 10: 期间费用率 (2017-2022)



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 11: 可比公司费率比较 (2017-2022)

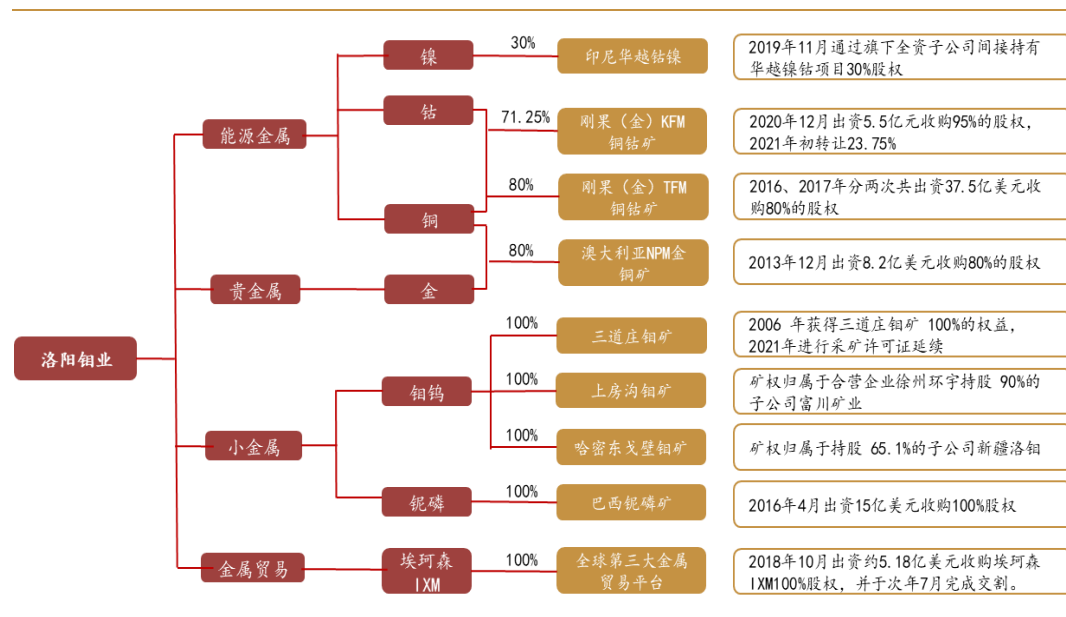


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

2 拥有优质矿山资源，打造“矿业+贸易”新模式

公司业务分为矿业和贸易两大板块。在矿业板块，公司在刚果（金）拥有全球顶级的 TFM 铜钴矿 80% 的权益和 KFM 铜钴矿 71.25% 的权益，拥有澳洲 NPM 铜金矿 80% 权益，拥有巴西 CIL 磷矿和 NML 铌矿 100% 权益，并参股印尼华越镍钴 30% 的股份。在我国境内拥有三道庄钼钨矿、上房沟钼矿和新疆钼矿。在贸易板块，公司拥有全球第三大基本金属贸易商埃珂森（IXM）100% 的股权。

图 12：公司矿山资源及业务分布情况



数据来源：公司官网、公司年报，西南证券整理

图 13：公司矿业资源地理位置分布



数据来源：公司年报，西南证券整理

2.1 刚果（金）铜钴业务：双矿协同发展，产量集中释放

TFM 与 KFM 两座矿山提供优质铜钴资源。全球钴资源主要分布在非洲刚果(金)，2021 年刚果(金)产量占全球比例超过 70%。公司作为全球领先的钴生产商和重要的铜生产商，于刚果(金)运营两座铜钴矿：TFM 铜钴矿和 KFM 铜钴矿。两座矿山资源量丰富，铜钴矿石平均品位高，具备巨大勘探潜力，在公司转型过程中发挥重要作用，进一步巩固了公司在新能源原材料领域的地位。

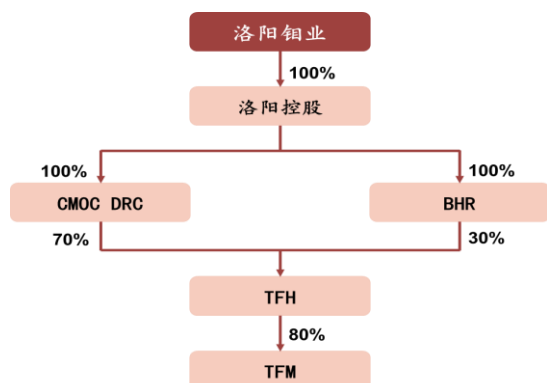
表 1：铜钴资源量及储量

矿山名称	主要品种	资源量			储量			矿石处理量 (百万吨)	资源剩余 可开采年限	许可证/采矿 权有效期
		矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)			
刚果(金)	铜	1374.9	2.3	3,101.04	277.5	2.84	789.48	8.83	31.4 年	3-12 年
TFM 铜钴矿	钴	1374.9	0.26	353.74	277.5	0.3	82.26			
刚果(金)	铜	199	2.13	423.87	66.5	2.91	193.52	/	10 年	24 年
KFM 铜钴矿	钴	199	1.01	200.99	66.5	1.19	79.52			

数据来源：公司公告及官网，西南证券整理

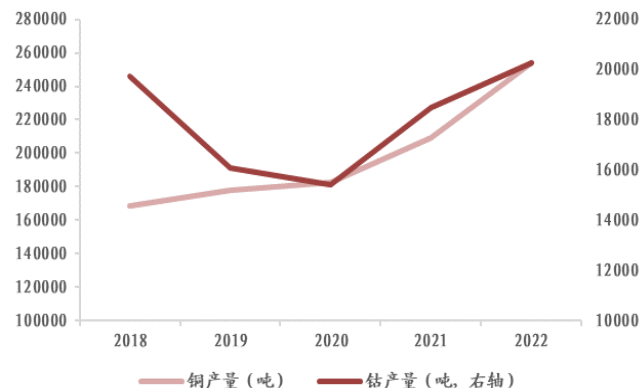
TFM 铜钴产量持续增长。TFM 位于刚果（金）境内，是一家集铜、钴矿石勘探、开采、提炼、加工和销售为一体的矿业公司，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。TFM 下属的 Tenke 铜钴矿是全球储量最大、品位最高的铜钴矿之一，矿区面积超过 1500 平方公里，铜钴资源自给率较高。根据 2022 年年报披露，TFM 矿区拥有矿石储量 2.7 亿吨，铜金属储量为 789.48 万吨，平均品位 2.84%，钴金属储量为 82.26 万吨，平均品位 0.3%。矿区资源剩余可开采年限为 31.4 年。2021 年 7 月 TFM 铜钴矿 10K 扩产增效项目生产系统开始带料试车，扩产项目可将日处理矿石量从 15000 吨增加至 25000 吨，在此项目投产的带动下，2021 年该板块铜、钴产量同比分别增长 14.53%和 19.86%。2022 年，TFM 混合矿项目基建剥离与土建施工任务圆满完成，安装工程中区工程进度完成 90%，东区工程进度完成 30%，全年实现铜年产量 25.43 万吨、钴年产量 2.02 万吨。

图 14：TFM 铜钴矿股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：TFM 铜钴产量



数据来源：公司公告，西南证券整理

KFM 铜钴矿年内正式形成产出。Kisanfu 铜钴矿（以下简称“KFM”）毗邻 TFM 铜钴矿，是世界级绿地项目，资源量丰富，铜钴矿石平均品位高，具备巨大勘探潜力。2020 年 12 月公司通过全资子公司 Natural Resource Elite Investment Limited 以 5.5 亿美元对价从自由港麦克米伦公司处购买其所间接持有的百慕大子公司 Jenny East Holdings Ltd. 和 Kisanfu Holdings Ltd. 100% 股份，目前公司间接持有 KFM 铜钴矿 71.25% 的权益。KFM 铜钴矿的收购使得公司铜钴资源储量更加丰富，后续投产后铜、钴产量将大幅增加。截至 2022 年底，TFM 矿区拥有矿石资源量 1.99 亿吨，铜金属资源量为 423.87 万吨，平均品位 2.13%，钴金属资源量为 200.99 万吨，平均品位 1.01%，矿区采矿权有限年限为 24 年。2022 年 6 月，公司第六届董事会第六次临时会议审议通过《关于投资建设刚果（金）KFM 开发项目的议案》，同意在项目建设投资不超过 18.26 亿美元范围内投资建设 KFM 开发项目（一期）。目前 KFM 厂房营地建设完成，主要设备安装就绪，实现安全、优质、高效投料，项目预计于 2023 年第二季度投产。2023 年 KFM 铜产量指引 7-9 万吨、钴产量指引 2.4-3 万吨，助力公司铜钴产量大幅度提升。

2.2 澳大利亚铜金业务：成熟业务贡献稳定业绩

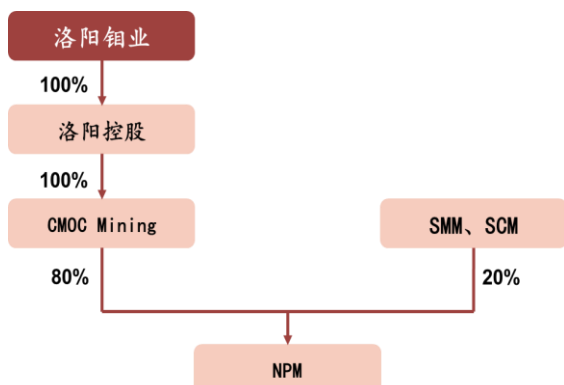
成熟的铜金矿业务提供稳定产量。澳大利亚 Northparkes 铜金矿（以下简称“NPM”）位于新南威尔士州中西部帕克斯市西北 27 公里，拥有完善的基础设施，是澳大利亚第一座采用成本低、技术含量高的自然崩落法进行井下采矿的矿山，其井下自然崩落法开采技术自动化程度高达 100%。该矿主要业务范围覆盖铜金属的采、选，主要产品为铜精矿，副产品为黄金和白银。截至 2022 年底，NPM 已探明的资源量达 2.56 亿吨，其中铜品位为 0.56%，金品位为 0.22g/t，银品位 1.99g/t，NPM 年矿石处理量达 684 万吨，资源剩余可开采年限为 14.8 年。2023 年 NPM 项目的重点是做好矿源规划和供矿搭配，加快 E31 和 E31 北投产、降低 E48 入矿、加大 E26 出矿、规划 E22 可研，全面提高入选品位，年内铜产量指引为 2.4-2.7 万吨，金产量指引为 2.5-2.7 万盎司。

表 2：NPM 铜金矿资源量及储量

	资源量 (百万吨)	品位			处理量 (百万吨)	资源剩余 可开采年限	许可证/采矿权 有效期
		铜 (%)	金 (g/t)	银 (g/t)			
探明	255.9	0.56	0.22	1.99	6.84	14.8	6-14 年
控制	213.4	0.53	0.16	1.77			
推断	57.5	0.57	0.19	1.7			
类别	储量 (百万吨)	品位					
		铜 (%)	金 (g/t)	银 (g/t)			
证实	28.1	0.48	0.31	1.25			
可信	73.2	0.54	0.26	2.11			
证实及可信	101.4	0.53	0.27	1.87			

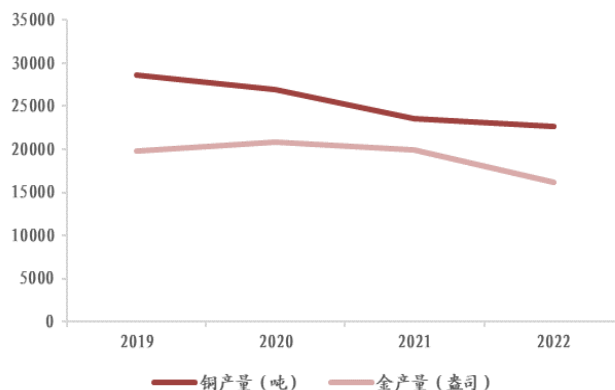
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 16: NPM 铜金矿股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17: NPM 铜金产量



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 中国钼钨矿：三大钼钨矿山并行

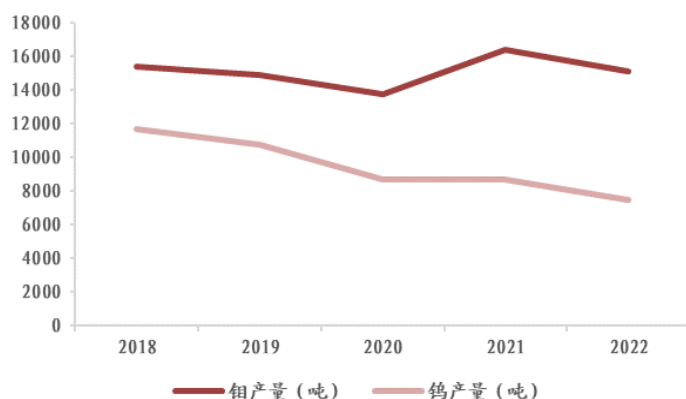
公司是全球前七大钼生产商及最大白钨生产商之一，目前拥有三道庄、上房沟和新疆东戈壁三大钼矿，主要从事钼、钨、铁金属的采选、冶炼、深加工、科研等，拥有钼钨采矿、选矿、冶炼、化工等上下游一体化业务，主要产品包括钼铁、仲钨酸铵、钨精矿及其他钼钨相关产品，同时回收副产铁、铜、萤石、铼等矿物。

三道庄钼钨矿位于河南省栾川县，属于全球最大的原生钼矿田—栾川钼矿田的一部分，矿区属特大型钼钨矿床，由一个主矿体构成，形状简单，呈规模巨大的层状或似层状，为世界最大的原生钼矿之一，也是中国第二大白钨矿床。三道庄钼钨矿已有四十多年的开采历史，90 年代以前主要以小规模洞采为主，大规模露天采矿始于 90 年代末。露天矿于 1991 年开始筹建，1997 年底生产能力达到 5000 吨/日，2006 年 4 月底生产能力达到 30000 吨/日，2022 年实现采矿量 1262.7 万吨。

上房沟钼矿位于河南省栾川县，紧邻三道庄钼矿，亦属于栾川钼矿田的一部分。上房沟钼矿伴生铁金属，为公司合营的洛阳富川矿业有限公司对其进行运营。上房沟钼矿的矿区面积为 1.2073km²，开采标高为 1520-1154m，矿山生产规模为 165 万吨/年。矿山为地下转露天开采，1987 年主平硐开始掘进，1988 年河南省计委批复 1000 吨/天采选工程项目，1993 年地下开采投产，1996 年开始露天基建，形成露天和地下联合开采，至 2004 年底露采形成 1000 吨/天生产能力，由于矿岩稳固性差，地下开采于 2004 年底全部停止并转为露天开采，至 2007 年形成了 5000 吨/天的露采能力。目前，上房沟钼矿共设置 1 个露天采场、5 个废石场、1 个工业场地，2022 年实现采矿量 507.75 万吨。

哈密市东戈壁钼矿为洛阳钼业控股公司新疆洛钼持有，是一座特大型、斑岩型钼矿，被列为国家 358 找矿项目的重要成果。该矿不但具有储量大、品位高、易选别、选矿回收率高等特点，而且埋藏浅，适合露天大规模开采。东戈壁钼矿项目是河南省产业援疆的重点项目、新疆“十二五”规划的重点项目和哈密地区重点工业项目。东戈壁钼矿已经取得自然资源部颁发的采矿许可证，并开展了矿区临时设施、基建期所需输电线路架设、矿区 35KV 变电站、外联道路、管沟开挖等基础性建设工作，完成了工程地质勘察、初步设计及各种选矿试验、设备考察和选型，但由于环保原因，当前项目暂时处于缓建阶段。

图 18：公司铜钨金属产量



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：铜钨资源量及储量

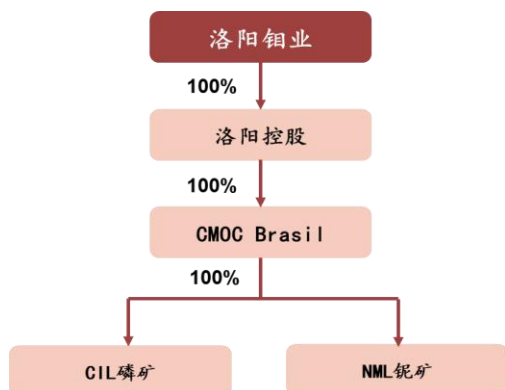
矿山名称	主要品种	资源量			储量			矿石处理量 (百万吨)	资源剩余 可开采年限	许可证/采矿 权有效期
		矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)			
上房沟钼矿	钼	295.72	0.087	25.73	51.3	0.1	5.13	12.6	4.1 年	3 个月
	铁	69.11	0.17	11.61	17.26	0.189	3.26			
新疆钼矿	钼	445	0.139	61.94	26.96	0.199	5.36	5.1	5.3 年	11 年
三道沟钼钨矿	钼	20.82	19.33	402.45	1.35	30.01	40.51	/	38 年	22 年
	钨	441	0.115	50.72	141.58	0.139	19.68			

数据来源：公司年报，西南证券整理

2.4 巴西铌磷矿：产量稳定，实现稳定业绩贡献

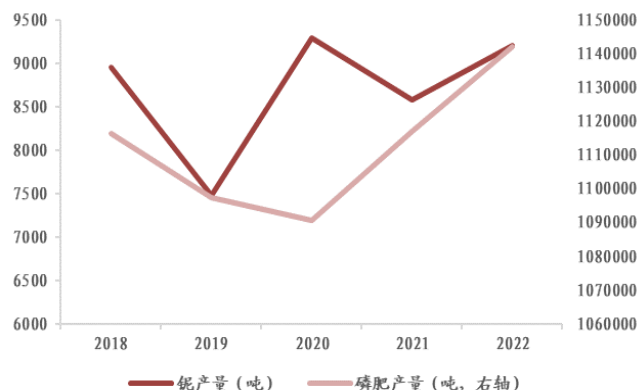
铌磷板块产量稳定，实现稳定业绩贡献。公司于巴西境内运营的 CMOC Brasil Mineracao Industria E Participacoes Ltda.（以下简称“CMOC Brasil”）旗下主要资产为 NML 铌矿和 CIL 磷矿，是公司在 2016 年于英美资源手中收购。NML 是全球第二大铌生产商，业务范围覆盖铌矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售。该矿通过对铌矿石进行破碎、格筛、浓缩、浸出及冶炼等工序进行加工。CIL 经营范围覆盖磷全产业链，是巴西领先的磷肥生产商。磷矿的开采方式为露天开采作业，主要产品为磷肥、动物饲料补充剂及中间产品等，主要客户为巴西境内的化肥混合商。截至 2022 年底，巴西矿区铌金属储量 738.22 万吨，两个矿区品位分别为 3.3% 和 5.5%，磷金属储量 1.91 亿吨，品位 12.65%。近年来公司的铌磷业务产量稳定，2023 年铌金属产量指引为 0.84-1 万吨，磷肥产量指引为 105-125 万吨，同比 2022 年变化不大，铌磷板块为公司贡献稳定业绩。

图 19：巴西铌磷业务股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：公司铌磷产量



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：巴西铌磷资源量及储量

矿山名称	主要品种	资源量			储量			矿石处理量 (百万吨)	资源剩余 可开采年限	许可证/采矿权有效期
		矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)			
巴西矿区一	铌	143.00	1.01	145.09	40.06	0.97	38.98	3.3	12 年	根据巴西采矿法，采矿特许权没有到期日
巴西矿区二	铌	168.80	0.34	57.38	33.76	0.5	17.03	5.5	35 年	
巴西矿区二	磷	791.75	10.4	8,191.42	191.33	12.62	2415.07			

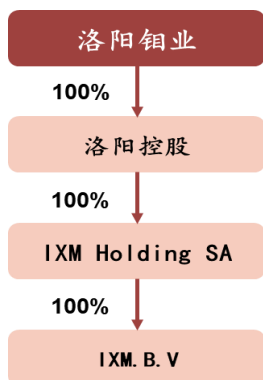
数据来源：公司年报，西南证券整理

2.5 埃珂森：探索“矿业+贸易”的现代化矿业之路

收购全球第三大基本金属贸易商，探索“矿业+贸易”的现代化矿业之路。埃珂森的主要交易对象包括铜、铅、锌精矿和铜、铝、锌、镍等精炼金属以及少量贵金属精矿和钴、铌等特种金属，构建全球化的物流和仓储体系，业务覆盖全球 80 多个国家。多年来 IXM 深耕于矿产贸易行业，积累了丰富的经验，建立了良好声誉，构建了一定的行业壁垒。公司深度挖掘 IXM 与公司业务结合点，加速贸易与矿产协同向纵深发展，推进 IXM 与各运营单位的产销协同、与集团总部各部门的业务协同、与金融机构的投融资协同、与上下游客户的资源协同，成功将埃珂森打造成为公司新的盈利增长点。

降低波动风险，创造持续盈利。2022 年虽然全球经济受到了新冠疫情的重大影响，金属价格波动剧烈，但 IXM 充分体现了其业务模式抗周期性的特点，完成精矿产品贸易量 311.8 万吨、精炼金属产品贸易量 313.7 万吨，贸易业务为公司贡献了毛利 54.8 亿元。IXM 在进行有色金属现货贸易的同时，也持有可净额结算的同样金属品种的期货合同。利用现货交易与期货交易较强的关联性，通过期现结合的业务模式平滑价格波动，降低行业周期性和价格波动带来的风险，给企业创造稳定持续的盈利。

图 21: IXM 股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22: IXM 平台物流仓储地图



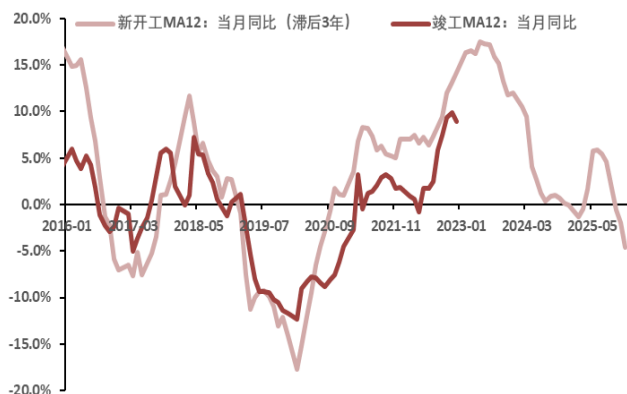
数据来源：公司官网，西南证券整理

3 铜板块将迎量价齐升，新能源形成一体化布局

3.1 铜板块有望迎来量价齐升

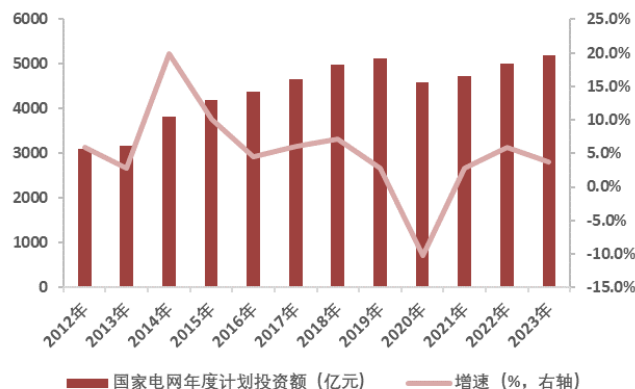
内需复苏是年内铜价交易的主要逻辑，价格重心有望维持高位。传统的消费部门中，地产、家电部门对 2022 年消费形成拖累，地产“三支箭”相继落地，保交付利好竣工链条的铜消费，年内竣工增速预计有回升空间。2023 年国家电网计划投资超 5200 亿创历史新高，新能源汽车、光伏、风电增速维持高位，铜消费维持正向增长。供给侧来看，全球铜矿山产量增幅仍然偏大，但冶炼端新增产能不多，精炼铜增速偏低，预计国内供需维持紧平衡格局。铜作为宏观驱动的品种，低库存叠加紧平衡的格局下，内需复苏的主旋律将对铜价形成脉冲式驱动，全年铜价重心有望保持高位。

图 23: 竣工周期向上利好铜消费



数据来源：Wind，西南证券整理

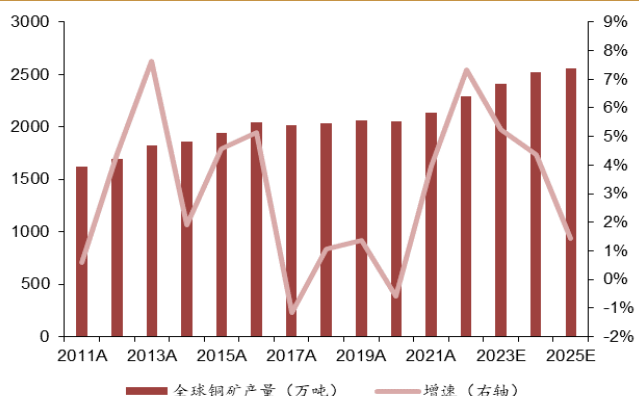
图 24: 电网投资额创新高



数据来源：国家电网，西南证券整理

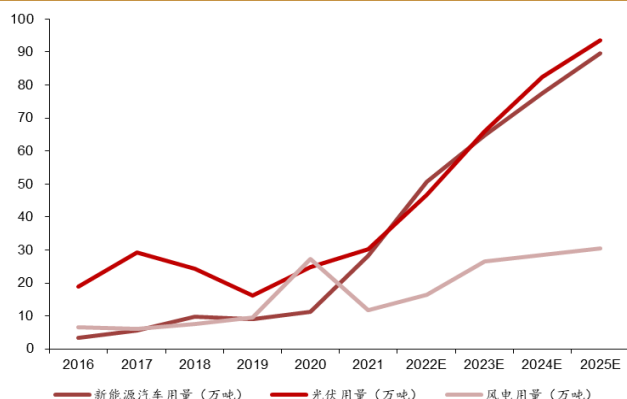
长周期供需增速错配，铜价有望继续抬升。全球矿山资本开支在 2009-2011 年的牛市周期中大幅提升，随后伴随着铜价走熊，资本开支也进入了长达五年的下行周期。本轮铜价大涨后，海外矿山的资本开支有小幅提升，但相较上轮周期幅度较低。从现存主要矿山的生产计划来看，在 2022-2025 年，以 Grasberg、Kamoa-Kakula、QB2、Quellaveco、Chuquicamata 为首的矿山仍将释放增量，但产量增速逐年下滑，2025 年之后全球矿山投资的减少带来新项目的匮乏，铜矿产量后继增长乏力。需求端来看，新能源带动的电气化需求长期向好，铜需求增长动能切换。新能源发电领域中的铜消费主要集中在光伏和风电两个领域，根据中国光伏协会预测，“十四五”期间国内年均光伏新增装机约 80GW，全球新增光伏装机为 254GW，光伏用铜主要集中在逆变器、汇流箱、线缆等部件，光伏单位耗铜量约为 0.55 万吨/GW。风电用铜主要分布在电缆、变压器、接电装置等部件，陆上风电用铜量为 0.35 万吨/GV，海上风电用铜量为 0.96 万吨/GV。“十四五”期间预计国内年均新增风电装机 50GW，全球新增风电装机 100GW。2023 年光伏、风电预计占据铜消费约 92 万吨，“十四五”期间将持续贡献增量。根据国际铜业协会数据，传统油车的单车用铜量约为 20kg，纯电动汽车单车用铜约 83kg，混动汽车用铜约 49kg。2022 年新能源汽车产量增速高达 99%，渗透率达到 26%，新能源占比的提升弥补传统汽车用铜量的下滑，带动汽车用铜整体上行，预计 2023 年新能源汽车板块将提供约 65 万吨的消费量。

图 25：全球铜矿产量及预期



数据来源：智利国家铜业委员会，西南证券整理

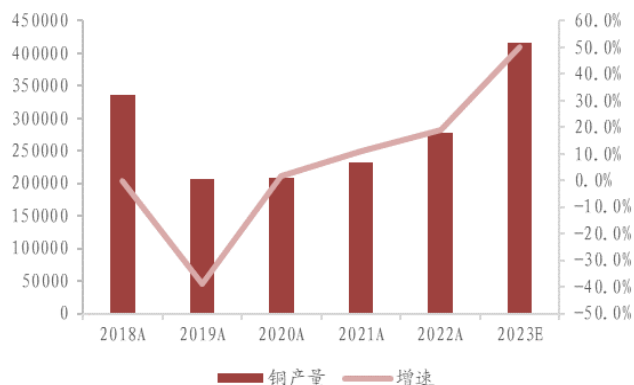
图 26：新能源用铜增量预估



数据来源：Wind，西南证券整理

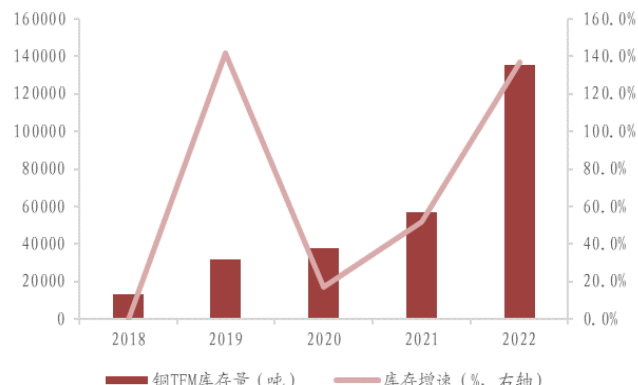
项目集中落地，铜产量年内迎来爆发式增长。公司的铜业务主要分布在三个项目：刚果（金）TFM 铜钴矿，刚果（金）KFM 铜钴矿以及澳大利亚 NPM 铜金矿，2023 年 TFM 和 KFM 双矿新建项目投产，对公司铜产量形成明显贡献。根据公司公告指引，年内 TFM 铜产量指引为 29-33 万吨，KFM 铜产量指引为 7-9 万吨，NPM 铜产量指引为 2.4-2.7 万吨，铜产量总计中值为 41.55 万吨，上限为 44.7 万吨。由于 2022 年公司的实际产量 27.7 万吨，接近当年指引的上边界，预计 2023 年铜产量增速在 50%-61% 之间。此外，公司 2022 年由于刚果（金）疫情带来的交通受阻和 TFM 增储权益金带来的纠纷，公司的铜钴产品均有滞销情况，年末 TFM 铜库存高达 13.3 万吨，同比上升 137%。权益金纠纷解决后，库存铜有望陆续售出，将为公司金属销量和业绩带来额外弹性。

图 27：公司铜产量及变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：公司铜产品库存及变化



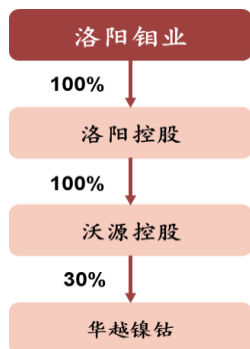
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 华越项目完成满产，助力盈利能力提升

参与华越镍钴项目，助力产业多元化。2018年10月，由华友钴业旗下华青与青创国际、沃源控股等合资成立的华越公司，在印度尼西亚 Morowali 工业园区建设年产 6 万吨镍金属量的红土镍矿湿法治炼项目。2019年11月，洛钼控股与 Newstride Limited 签订股权转让协议，受让沃源控股有限公司 100% 股份，从而间接取得沃源控股持有的华越镍钴 21% 股份。2020年7月25日，洛钼控股通过沃源控股认购华越镍钴新增注册资本的方式将对华越镍钴持有的股权增持至 30%，公司按比例包销氢氧化镍钴产品，布局镍金属。

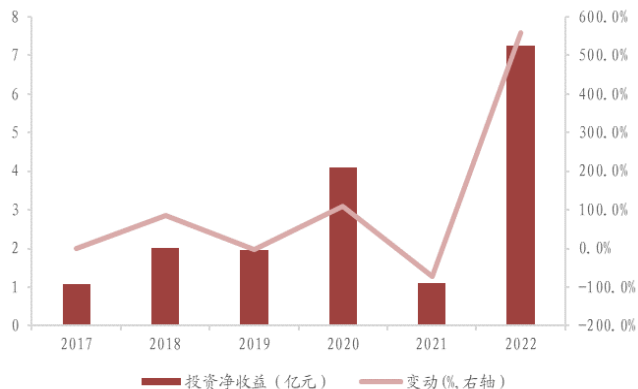
华越项目满产提升盈利能力，促进新能源纵深发展。新能源汽车产业仍处于高速扩张阶段，是近年来引领世界绿色发展的主力产业。未来三元动力电池有望成为新能源汽车的主流动力电池，而高镍三元材料则是三元动力电池的核心材料，占据三元电池成本的 40% 以上，具有广阔的市场前景。公司参股的华越项目于 2021 年 12 月正式投产，2022 年 4 月达产，2022 年公司投资收益 7.26 亿元，同比上年增长 558.2%，主要为华越项目贡献，2023 年华越项目实现全年满产，未来将成为拓宽公司的利润增长点，并促进公司在新能源领域的突破布局，成为公司开辟印尼市场的重要桥头堡。

图 29：华越镍钴股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：投资收益变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 深度绑定宁德时代，新能源板块协同加强

宁德时代入股 KFM 铜钴项目。2021 年 4 月公司全资子公司洛钼控股与宁德时代间接控股公司邦普时代签订《战略合作协议》，双方就项目战略入股、产品包销、扩大合作和建立新能源金属全方位战略合作伙伴关系方面深化合作。邦普时代通过全资子公司香港邦普时代新能源获得 KFM 控股 25% 的股权，交易完成后洛钼控股与邦普时代在 KFM 控股的持股比例分别为 75% 和 25%，KFM 控股持有位于刚果(金)的 Kisanfu 铜钴矿项目 95% 的权益。

宁德时代成为公司第二大控股股东。2022 年 9 月公司上层控股股东洛阳国宏、四川时代与宁德时代签署《投资框架协议》，本次交易前洛阳矿业直接持有公司 24.68% 的股份，洛阳国宏通过洛阳矿业间接持有公司 24.68% 的股份。交易完成后，宁德时代全资控股子公司四川时代将通过洛阳矿业间接持有 24.68% 的股份，宁德时代成为公司第二大股东。

拓展新领域，大跨步挺进战略新局。2023 年 1 月，公司与宁德时代合作共同开发玻利维亚境内两座巨型盐湖的开发权，其中乌尤尼盐沼锂储量估计超过 2100 万吨，公司初期投资逾 10 亿美元用于改善道路等基础设施，并建设两座锂提取工厂，碳酸锂年产能将达到 5 万吨。此外，依托公司在非洲、南美洲和东南亚的已有布局，双方在新能源金属资源领域建立全方面的战略合作伙伴关系，在锂、钴、镍、铜等新能源金属资源的投资开发等方面发挥各自优势，全面合作，积极融入新能源产业综合价值链，构建立体市场网络，促进新项目落地。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

铜钴业务：根据公司产量指引，假设公司 2023-2025 年刚果(金)TFM 和 KFM 的铜产量总计为 39、50、54 万吨，钴产量总计为 4.9、6.3、6.7 万吨。假定基本面向好的背景下铜价中枢维持高位，钴走向过剩的背景下价格中枢下移。

铜金业务：根据公司产量指引，假设公司 2023-2025 年 NPM 项目的铜产量总计为 2.55、3.0、3.0 万吨，黄金产量总计为 2.6、2.8、2.8 万盎司。假定基本面向好的背景下铜价中枢维持高位，美联储货币周期切换的背景下金价中枢上移。

钨钼业务：根据公司产量指引，假设公司 2023-2025 年中国钨产量维持在 1.4 万吨，钨产量维持在 7000 吨。假设钨、钨价格在需求向好、供给刚性的背景下整体维持高位。

铌磷业务：根据公司产量指引，假设公司 2023-2025 年巴西铌产量维持在 9200 吨，磷肥产量维持在 115 万吨。铌及巴西磷肥的基本面稳中向好，预计二者价格维持稳定。

贸易业务：根据公司贸易量，假定 2023-2025 年公司贸易营收以 0%、1%、2% 的增速扩张，假定贸易业务毛利水平维持在 3.3% 附近。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 5：主营业务拆分

单位：亿元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
铜钴业务	收入	132.68	97.48	299.38	375.52	370.90
	增速	59.97%	-26.53%	207.11%	25.43%	-1.23%
	毛利率	52.95%	46.82%	42.85%	42.95%	45.83%
铜金业务	收入	16.53	12.93	18.07	21.32	21.92
	增速	15.11%	-21.78%	39.76%	17.98%	2.81%
	毛利率	32.79%	19.33%	30.98%	30.92%	30.89%
钼钨业务	收入	53.50	69.66	50.40	47.60	47.60
	增速	50.66%	30.21%	-27.65%	-5.56%	0.00%
	毛利率	40.88%	42.28%	43.06%	41.24%	41.24%
锑磷业务	收入	50.87	73.68	74.42	75.16	75.91
	增速	-2.09%	44.85%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	28.92%	38.03%	30.00%	30.00%	30.00%
贸易业务	收入	1479.93	1473.08	1473.08	1487.81	1517.57
	增速	57.32%	-0.46%	0.00%	1.00%	2.00%
	毛利率	3.39%	3.73%	3.30%	3.30%	3.30%
其他业务	收入	5.11	3.08	3.00	3.00	3.00
	增速	17.63%	-39.71%	-2.68%	0.00%	0.00%
	毛利率	14.06%	5.14%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	1738.63	1729.91	1918.35	2010.41	2036.90
	增速	53.89%	-0.50%	10.89%	4.80%	1.32%
	毛利率	9.39%	9.29%	11.82%	12.90%	13.22%

数据来源：公司年报，西南证券整理

预测 2023-2025 年公司营收为 1918.4 亿元/2010.4 亿元/2036.9 亿元，同比 +10.9%/+4.8%/+1.3%；实现归母净利润分别为 106.4 亿元/124.3 亿元/129.3 亿元，同比 +75.4%/16.8%/4.0%，三年复合增长率为 28.7%，实现 EPS 分别为 0.49 元/0.58 元/0.60 元，对应 PE 分别为 11/9/9X。

4.2 相对估值

我们选取同类型公司紫金矿业、华友钴业、云南铜业、江西铜业进行比较，2023-2024 年对应一致性预期 PE 平均水平分别为 10.5/10.3 倍。鉴于在同类型公司中，公司铜钴产量的增长弹性居于首位，而顺周期趋势中矿业公司往往表现出双击效应，公司理应享有估值溢价，给予洛阳钼业 2023 年 15 倍估值，对应股价 7.35 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值（股价取自 2023 年 3 月 20 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（X）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601899.SH	紫金矿业	11.80	0.60	0.81	0.95	1.06	14.77	14.62	12.45	11.10
603799.SH	华友钴业	53.65	3.19	2.80	5.15	7.07	18.92	19.13	10.42	7.59
000878.SZ	云南铜业	12.36	0.38	1.01	1.14	1.23	15.39	12.29	10.84	10.06
600362.SH	江西铜业	18.88	1.63	1.60	1.60	1.71	11.16	11.83	11.80	11.04
平均值							19.05	11.42	10.49	10.29

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

金属价格大幅下跌风险，矿山增产不及预期风险，海外运营风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	172990.86	191834.34	201040.74	203690.02	净利润	7191.70	12611.73	14734.88	15324.76
营业成本	156926.25	169168.59	175111.35	176752.35	折旧与摊销	4381.74	5141.51	5511.90	5825.93
营业税金及附加	1235.11	1399.29	1453.75	1474.09	财务费用	1808.47	324.23	328.01	342.67
销售费用	97.17	107.67	111.36	113.59	资产减值损失	-65.27	-124.27	-83.42	-90.99
管理费用	1790.81	1941.69	2011.04	2057.43	经营营运资本变动	-3884.08	-1850.15	-1203.39	-548.47
财务费用	1808.47	324.23	328.01	342.67	其他	6021.20	1712.79	1644.96	1650.65
资产减值损失	-65.27	-124.27	-83.42	-90.99	经营活动现金流净额	15453.76	17815.83	20932.94	22504.56
投资收益	725.92	653.33	620.66	589.63	资本支出	-12352.82	-8100.00	-6100.00	-4100.00
公允价值变动损益	-1610.83	-2247.32	-2221.90	-2128.53	其他	4981.17	-827.57	-2761.15	-2145.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7371.65	-8927.57	-8861.15	-6245.23
营业利润	9889.06	17423.16	20507.41	21501.98	短期借款	-6804.39	2387.12	676.72	-1246.85
其他非经营损益	-84.59	-66.09	-66.58	-69.29	长期借款	5364.59	-305.42	597.71	976.77
利润总额	9804.47	17357.07	20440.84	21432.69	股权融资	36.06	0.00	0.00	0.00
所得税	2612.77	4745.34	5705.95	6107.92	支付股利	-1524.34	-1213.39	-2127.86	-2486.08
净利润	7191.70	12611.73	14734.88	15324.76	其他	831.53	2228.27	7732.52	7230.92
少数股东损益	1124.75	1972.43	2304.48	2396.73	筹资活动现金流净额	-2096.55	3096.58	6879.08	4474.76
归属母公司股东净利润	6066.95	10639.31	12430.40	12928.03	现金流量净额	8652.86	11984.85	18950.88	20734.08
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	32647.57	44632.41	63583.29	84317.37	成长能力				
应收和预付款项	7328.51	6433.30	6999.52	7199.39	销售收入增长率	-0.50%	10.89%	4.80%	1.32%
存货	32254.72	34780.18	36043.13	36360.16	营业利润增长率	12.52%	76.19%	17.70%	4.85%
其他流动资产	13451.00	9918.02	10190.67	10269.13	净利润增长率	32.50%	75.37%	16.83%	4.00%
长期股权投资	1933.91	1933.91	1933.91	1933.91	EBITDA 增长率	15.58%	42.35%	15.11%	5.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	41714.83	47543.28	51001.34	52145.37	毛利率	9.29%	11.82%	12.90%	13.22%
无形资产和开发支出	19870.48	17022.29	14174.09	11325.90	三费率	2.14%	1.24%	1.22%	1.23%
其他非流动资产	15818.21	16787.80	17925.95	18510.52	净利率	4.16%	6.57%	7.33%	7.52%
资产总计	165019.22	179051.20	201851.92	222061.76	ROE	11.59%	17.92%	17.83%	16.12%
短期借款	20107.51	22494.63	23171.35	21924.50	ROA	4.36%	7.04%	7.30%	6.90%
应付和预收款项	5779.47	6787.54	7145.33	7074.65	ROIC	12.82%	18.09%	21.93%	25.42%
长期借款	18975.17	18669.75	19267.46	20244.23	EBITDA/销售收入	9.29%	11.93%	13.11%	13.58%
其他负债	58119.65	60715.11	69624.02	77752.30	营运能力				
负债合计	102981.80	108667.04	119208.16	126995.68	总资产周转率	1.14	1.12	1.06	0.96
股本	4319.85	4319.85	4319.85	4319.85	固定资产周转率	6.53	6.13	5.42	4.94
资本公积	27681.92	10402.53	10402.53	10402.53	应收账款周转率	223.77	223.45	217.24	215.67
留存收益	19704.28	29130.20	39432.74	49874.69	存货周转率	5.29	5.04	4.94	4.88
归属母公司股东权益	51698.56	58072.88	68028.00	78053.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.70%	—	—	—
少数股东权益	10338.85	12311.28	14615.76	17012.49	资本结构				
股东权益合计	62037.42	70384.16	82643.76	95066.09	资产负债率	62.41%	60.69%	59.06%	57.19%
负债和股东权益合计	165019.22	179051.20	201851.92	222061.76	带息债务/总负债	40.04%	39.86%	37.40%	34.90%
					流动比率	1.71	1.94	2.29	2.76
					速动比率	1.07	1.24	1.59	2.03
					股利支付率	25.13%	11.40%	17.12%	19.23%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.49	0.58	0.60
					每股净资产	2.39	2.69	3.15	3.61
					每股经营现金	0.72	0.82	0.97	1.04
					每股股利	0.07	0.06	0.10	0.12
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	16079.26	22888.89	26347.32	27670.58					
PE	19.05	10.86	9.30	8.94					
PB	2.24	1.99	1.70	1.48					
PS	0.67	0.60	0.57	0.57					
EV/EBITDA	1.17	4.33	3.05	2.14					
股息率	1.32%	1.05%	1.84%	2.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn