

## 洛阳钼业 (603993.SH)

2024年05月27日

## 国内有色金属矿业巨头，铜钴项目放量助成长

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

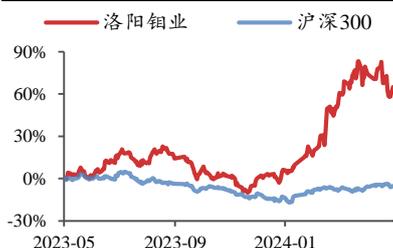
李怡然（分析师）

日期	2024/5/27
当前股价(元)	8.54
一年最高最低(元)	9.87/4.61
总市值(亿元)	1,844.58
流通市值(亿元)	1,508.66
总股本(亿股)	215.99
流通股本(亿股)	176.66
近3个月换手率(%)	79.52

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 有色金属矿业巨头，优质项目放量助增长，首次覆盖给予“买入”评级

公司是拥有优质矿山资源和全球金属贸易网络的矿业巨头，旗下钨、钴、铌、钼金属产能居世界前列且是全球重要的铜生产商，且是全球领先的金属贸易商之一。公司旗下的 TFM 和 KFM 铜钴矿项目顺利放量，将为公司业绩增长提供动能。我们看好 TFM 三期及 KFM 二期项目顺利放量，叠加铜、钴产品价格中枢提升，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 114.19/156.05/190.01 亿元，对应 PE 为 16.2/11.8/9.7 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

### ● KFM 及 TFM 铜钴矿项目放量，铜、钴供需结构支撑价格中枢

随着 KFM 与 TFM 扩建矿项目陆续投产，2023 年公司铜产量达到 41.95 万吨、钴产量达到 5.55 万吨，其中铜产能将仅次于紫金矿业位居国内第二，钴产能超过嘉能可居全球首位。此外，由于全球主要铜矿企业资本开支不足致短期新增产能不足，及新能源产业发展拉动铜需求增长，偏紧的供需结构将持续，叠加加息周期逐步进入尾声，预计铜价将得到支撑。新能源行业景气同样带动钴金属需求快速增长，中短期钴供需关系维持稳定。随着刚果（金）项目放量，叠加产品价格得到支撑，我们看好中短期内公司铜钴板块业绩将持续增长。

### ● 多元化资源布局贡献稳定收入，新能源金属布局有望提供增量

公司拥有多个优质矿山资源及基础金属贸易商 IXM，为公司业绩提供稳定支撑：**(1) 钨钼板块：**公司在中国境内拥有三道庄钨钼矿等三座钼矿资源，为国内领先的钨、钼金属生产商；**(2) 铌磷板块：**依靠巴西境内优质的铌矿资源，公司成长为全球重要的铌金属供应商，并布局磷化工全产业链，是巴西领先的磷肥供应商；**(3) 矿产贸易板块：**收购 IXM 后，公司引入强大的销售网络和仓储物流体系，与原有矿产业务形成协同效应，并有效对冲产品价格波动的风险；**(4) 镍、锂等新能源金属：**公司积极参与投资华越镍钴开发项目，并加强与新能源领域巨头宁德时代的合作关系，加快公司在新能源金属领域布局的步伐。我们看好在多元化资源布局下，未来公司营收和盈利能力将持续稳定发展，并具备一定的成长弹性。

● **风险提示：**原材料价格波动风险；项目进展不及预期；政策变动风险等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	172,991	186,269	196,584	208,134	218,974
YOY(%)	-0.5	7.7	5.5	5.9	5.2
归母净利润(百万元)	6,067	8,250	11,419	15,605	19,001
YOY(%)	18.8	36.0	38.4	36.7	21.8
毛利率(%)	9.3	9.7	13.8	16.9	18.7
净利率(%)	3.5	4.4	5.8	7.5	8.7
ROE(%)	11.6	11.9	15.0	17.0	17.2
EPS(摊薄/元)	0.28	0.38	0.53	0.72	0.88
P/E(倍)	30.4	22.4	16.2	11.8	9.7
P/B(倍)	3.6	3.2	2.6	2.2	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目录

1、全球矿业巨头持续扩张，“矿山+贸易”模式开拓成长空间	4
1.1、引入股东宁德时代促发展实现战略绑定，推出员工持股计划显信心	6
1.2、贸易业务助力营收增长，铜钴业务提供稳定盈利	7
2、TFM 和 KFM 铜钴矿项目放量，铜钴业务迎可观增量	8
2.1、收购刚果（金）优质矿山资源，产能和营收增长潜力可期	8
2.2、铜行业：供需结构偏紧，铜价有望维持高景气	10
2.3、钴行业：印尼镍钴资源有望提供增量，预计未来钴市场产销两旺	12
3、多元业务稳定贡献，积极融入新能源产业链	12
3.1、钨钼板块：业务稳定贡献，新疆钨矿有望放量	12
3.2、铌磷板块：铌、磷产量较指引中值小幅增长	14
3.3、IXM：布局“矿产+贸易”业务模式，打造营收和盈利增长点	15
3.4、新能源金属：与国内新能源龙头合作，有望打造新增量	16
4、盈利预测与投资建议	17
5、风险提示	18
附：财务预测摘要	19

## 图表目录

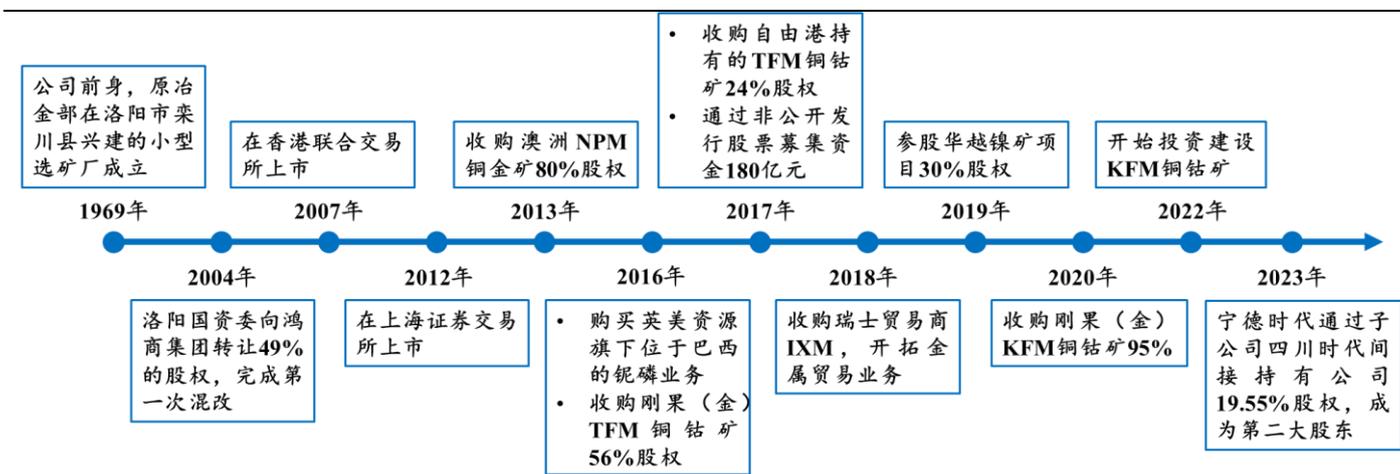
图 1：2013 年起公司持续布局海外优质矿山资源	4
图 2：公司在全球金属材料价格低位积极布局各类矿产资源	4
图 3：公司主要业务和产品类型相对多元化	5
图 4：2022 年公司引入宁德时代成为公司第二大股东（截至 2023 年 12 月 31 日）	6
图 5：2019-2021 年矿产贸易业务贡献主要营收增量	7
图 6：2023 年矿产贸易业务营收占比近 75%	7
图 7：2023 年矿山挖掘业务毛利润贡献超 95%	8
图 8：2023 年铜钴业务是公司主要的毛利润来源	8
图 9：2023 年公司毛利率同比提高 0.44pct 至 9.72%	8
图 10：2023 年公司财务费用率及管理费用率分别同比提高 0.57pct/0.25pct	8
图 11：截至 2023 年末，公司共持有刚果（金）TFM 铜钴矿 80%权益	9
图 12：截至 2023 年末，宁德时代子公司拥有 KFM 铜钴矿 23.75%权益	9
图 13：2023 年公司铜钴业务营收规模同比上涨 152.30%	9
图 14：随着 KFM 铜矿放量及出口限制解除，2023 年公司铜钴板块的铜销量同比上涨 198.89%	9
图 15：2024 年公司铜钴板块预计实现铜产量 52 万吨以上及钴产量 6 万吨以上	10
图 16：2024 年 3 月起铜价持续高位运行	10
图 17：2019 年起全球铜库存持续维持在低位	10
图 18：全球铜企资本开支与铜价有较强的相关性	11
图 19：2018-2023 年全球精炼铜产量 CAGR 为 2.45%	11
图 20：2023 年中国精炼铜消费量同比增长 10.01%	11
图 21：2022 年中国精铜终端市场中电力需求的占比接近 50%	11
图 22：2023 年电网基本建设投资额维持上涨趋势	11
图 23：新能源汽车持续放量将为铜消费贡献增量	11
图 24：2023 年钴产量同比增长 16.75%至 23 万吨	12
图 25：2023 年刚果（金）钴产量占全球总量的 74%	12
图 26：2018-2023 年全球钴需求 CAGR 为 13.84%	12
图 27：2023 年动力电池钴需求占比提升至 50%	12
图 28：2023 年，钨、钼金属产量较 2022 年小幅上涨	13
图 29：2023 年钨钼板块营业收入同比上涨 23.63%	13
图 30：2023 年钨钼板块毛利润同比上涨 27.38%	13
图 31：2023 年因供给端偏紧，钨精矿整体处于相对高位	13
图 32：2023 年铌磷业务营业收入同比下降 14.17%	14
图 33：2023 年铌磷业务毛利润同比下降 44.95%	14
图 34：2023 年公司铌金属产量小幅上涨 4.50%	14
图 35：2023 年公司磷肥产量同比小幅上涨 1.09%	14

图 36: 大宗商品贸易商通过链接上下游获得套利机会.....	15
图 37: 不同地区资源禀赋和需求存在差异 (2022 年) .....	15
图 38: 公司在亚洲、欧洲和美洲均覆盖销售网络.....	15
图 39: 矿产贸易业务助公司整体营收突破千亿.....	15
图 40: 贸易业务营收在疫情不利影响下仍保持韧性.....	16
图 41: 2023 年贸易业务承压, 毛利润同比下滑 62.56%.....	16
图 42: 公司与国内锂电材料龙头华友钴业共同开发印尼镍钴矿项目 .....	16
表 1: 公司在刚果(金)及巴西储备充足的矿产资源(截至 2023 年 12 月 31 日) .....	5
表 2: 公司控股股东鸿商集团与宁德时代关系紧密.....	6
表 3: 首次员工持股计划主要针对公司核心管理层.....	7
表 4: 公司业绩拆分与盈利预测 .....	17
表 5: 与可比公司相比, 公司估值合理 .....	18

## 1、全球矿业巨头持续扩张，“矿山+贸易”模式开拓成长空间

积极布局海内外矿山资源，地方国资企业逐步成长为全球矿业巨头。1969年，经原国家冶金部审批，洛阳栾川钼业集团股份有限公司（以下简称“洛阳钼业”或公司）前身栾川县小型选矿厂正式成立，并于1999年与栾川县冶金化工公司合并成立洛阳栾川钼业集团。2004年，公司首次进行混合所有制改革，鸿商集团获得公司49%股权，实现“国资控股、民营参股”的跨越式发展。2007年，公司成功在香港联合交易所上市，股票代码为3993.HK。2012年，公司在上海证券交易所上市，股票代码为603993.SH。2013年，公司出资收购澳大利亚Northparkes铜金矿，开启出海扩张征程。2014年，公司再次进行混合所有制改革，民营资本鸿商集团获得公司控制权。2015-2023年，公司持续并购海外优质矿山资源，包括巴西的CIL磷矿和NML钼矿，刚果（金）的TFM和KFM铜钴矿等，同时公司积极开拓新业务模式，通过收购全球第三大金属贸易商IXM，实现向金属贸易业务种类的延伸，逐步确立“矿业+贸易”的发展模式。

图1：2013年起公司持续布局海外优质矿山资源



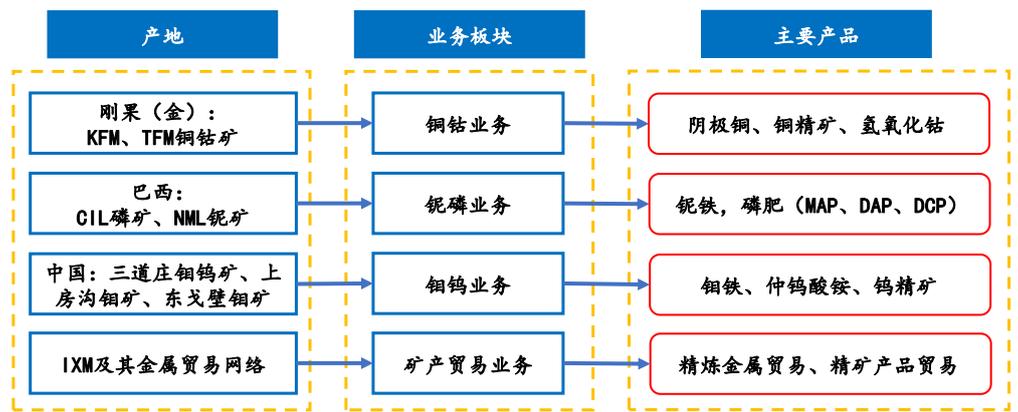
资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

图2：公司在全球金属材料价格低位积极布局各类矿产资源



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司已经形成基本金属、稀有金属的矿山采掘加工和矿产贸易的多元化业务布局。2023年12月公司完成澳大利亚铜金板块业务交割后，公司矿山采掘加工业务主要由铜钴、钨钼和钼磷三大业务板块构成，分布于中国、刚果（金）和巴西，且公司积极与新能源龙头企业宁德时代合作，在印尼、玻利维亚等地开拓能源金属业务。公司矿产贸易业务主要由子公司 IXM 负责，IXM 总部位于瑞士，业务范围覆盖全球 80 多个国家，是全球前列的基本金属贸易商。目前，公司的钨、钼、磷产品主要采取“工厂-经销商-消费用户”的业务模式，通过第三方贸易商将产品销售给当地消费者；而铜、钴、钼等产品主要采取“矿山-IXM-终端加工厂和冶炼厂”的业务模式，通过 IXM 的物流和销售网络增厚产品利润，实现业务协同联动。

**图3：公司主要业务和产品类型相对多元化**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司面向全球布局资产，矿产资源优势明显。在铜钴板块，公司持有的 TFM 铜钴矿是全球储量最大、品位最高的矿山之一，加上 2023 年实现投产的 KFM 矿山项目，预计 2024 年将实现产铜 52 万吨以上和产钴 6 万吨以上，铜产量进入全球前十之列，钴产量超越嘉能可稳居全球首位。在钼磷板块，公司旗下拥有巴西境内的 NML 钼矿和 CIL 磷矿，目前是全球领先的钼生产商和巴西领先的磷产品生产商。在钨钼板块，公司是全球重要的钨、钼金属生产商之一，其中东戈壁钨矿目前处于缓建环节，随着技术和基础建设的完善，未来有望进一步释放产能。

**表1：公司在刚果（金）及巴西储备充足的矿产资源（截至 2023 年 12 月 31 日）**

矿山名称	矿石主要品种	资源量			储量			处理量 (万吨)	资源开采 剩余年限	许可证/采矿权 有效期
		矿石量 (亿吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (亿吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)			
刚果(金)	铜	13.63	2.25	3063.11	2.65	2.83	749.83	12.5	17	2-11 年
TFM 铜钴矿	钴	13.63	0.25	334.12	2.65	0.29	77.13			
刚果(金)	铜	1.93	2.07	400.71	0.61	2.82	170.98	4.3	8.9	23 年
KFM 铜钴矿	钴	1.93	0.99	190.52	0.61	1.11	66.97			
巴西矿区一	钼	1.49	1.00	149.7	0.42	0.96	40.18	3.3	12.6	
巴西矿区二	钼	1.60	0.34	53.9	0.34	0.42	14.22	5.5	33.2	长期有效
	磷	7.87	10.45	8222.63	1.83	12.75	2328.28			
三道庄钨钼矿	钨	2.81	0.09	24.46	1.00	0.08	8.44	13	9	11.5 年
	钼	0.65	0.17	10.97	0.26	0.11	2.84			
上房沟钨矿	钨	4.37	0.14	60.97	0.22	0.22	4.65	5.3	4.1	10 年
	铁	0.16	20.42	326.7	0.01	30.0	40.51			
东戈壁钨矿	钨	4.41	0.12	50.82	1.42	0.14	19.68	-	38	21 年

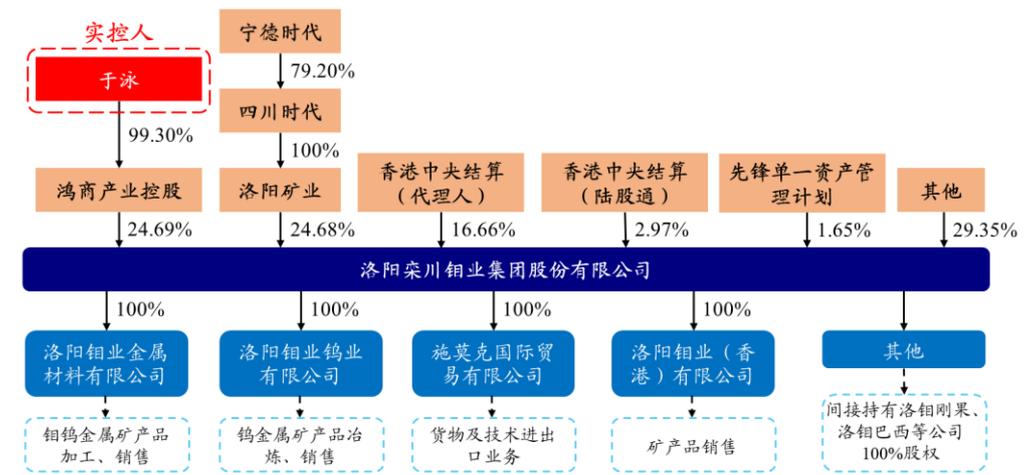
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.1、引入股东宁德时代促发展实现战略绑定，推出员工持股计划显信心

公司股权结构清晰，民营企业鸿商集团处于主导地位。公司在经历 2004 年、2014 年两次混合所有制改革后，逐步从国有控股转变为民营控股、国资参股的股权结构。2014 年，公司股东鸿商集团通过二级市场增持公司股份至 36.01% 成为公司第一大股东，于泳先生成为公司实际控制人。

引入宁德时代，有望形成协同效应助推公司未来发展。2022 年 9 月，公司第二大股东洛阳矿业的控股股东洛阳国宏与宁德时代控股子公司四川时代达成合作协议，洛阳国宏以其持有的洛阳矿业股权增资四川时代。增资完成后，宁德时代间接持有公司股本总额的 19.55%，并成为公司第二大股东。

图4：2022 年公司引入宁德时代成为公司第二大股东（截至 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind、开源证券研究所

在成为公司第二大股东前，宁德时代与公司控股股东鸿商集团已有多次合作。2015 年，鸿商集团联合招银国际资本共同参与宁德时代的定向增发，截至 2018 年 6 月上市前，鸿商集团通过全资子公司西藏鸿商共持有 3.21% 股权且是宁德时代第七大股东。此后，鸿商集团与宁德时代在极氪汽车、小康人寿项目上多次达成合作。

表2：公司控股股东鸿商集团与宁德时代关系紧密

日期	事件	影响
2015	鸿商集团入股宁德时代，截至宁德时代上市前，鸿商集团通过子公司西藏鸿商共持有宁德时代股权 3.21%	宁德时代上市前，鸿商集团为其第七大股东，截至 2023 年 6 月 30 日，鸿商集团一直维持宁德时代前十大股东的地位
2021	宁德时代连同鸿商集团一起参与极氪汽车 Pre-A 轮投资	极氪汽车是宁德时代的重要合作伙伴
2021	2021 年，宁德时代向小康人寿（控股股东为鸿商集团，增资前持有 50% 股权）注资 9 亿元	此前未涉足保险领域的宁德时代成为小康人寿第二大股东（股权占比为 30%），小康人寿获得流动资金
2022	鸿商集团参与吉阳智能的 A 轮融资，且是唯一的出资方	宁德时代是吉阳智能的重要合作伙伴与客户

资料来源：天眼查、宁德时代招股说明书、开源证券研究所

推出员工持股计划激励核心员工。2021 年，公司推出第一期员工持股计划，以 2 元每股的价格受让股票 4851.33 万股，主要参与对象为公司董事、高级管理人员等核心员工，考核年度为 2021-2023 年，要求以 2020 年业绩为基数，2021-2023 年净资产收益率年复合增长率均不低于 12%。员工持股计划通过建立和完善员工和股

东的利益共享机制，有利于达成公司中长期战略规划。2023年，该持股计划2022年度的业绩考核指标已达成，对应权益分配期权益已分配完毕。

**表3：首次员工持股计划主要针对公司核心管理层**

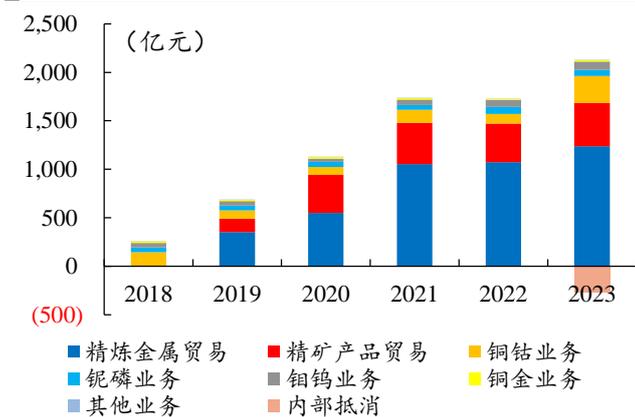
项目	计划公告日	持股计划规模	人员范围	认购价格	每期分配比例	业绩考核目标
2021年员工持股计划	2021.05	4851.33万股，占公告日公司总股本的0.22%	公司董事、高级管理人员及其他核心成员共5人	2.00元/股	30%/30%/40%	(1) 2021-2023年资产负债率不高于60%； (2) 以2020年为基数，2021-2023年净资产收益率年复合增长率不低于12%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、贸易业务助力营收增长，铜钴业务提供稳定盈利

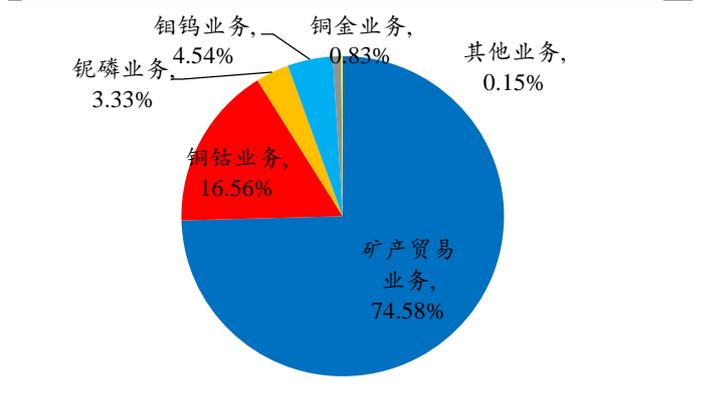
矿产贸易业务贡献稳定营收，受商品价格及权益金问题影响矿山挖掘业务营收下滑。2023年，公司矿产贸易业务贡献营收1680.78亿元，较2022年同期同比增长14.10%，矿山采掘业务同比下滑75.44%至445.18亿元。其中，铜钴业务板块受益于权益金问题解决及铜钴销量上涨，营收同比提高187.24%至280.01亿元，钼磷业务营收因产品价格中枢下移同比下滑14.17%至63.24亿元，钼钨业务的营收同比增长23.63%至86.11亿元，铜金业务营收同比增长22.37%至15.82亿元。

**图5：2019-2021年矿产贸易业务贡献主要营收增量**



数据来源：Wind、开源证券研究所

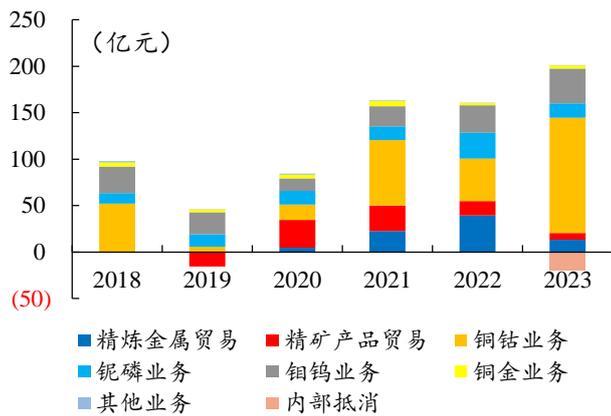
**图6：2023年矿产贸易业务营收占比近75%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

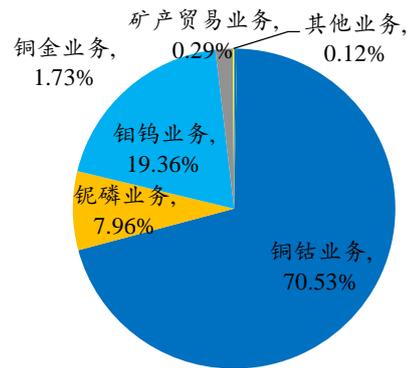
矿山采掘加工业务为公司盈利核心。2023年，公司矿产贸易业务/铜钴板块/钼磷板块/钼钨板块分别为公司贡献毛利润20.55/124.02/15.42/37.51亿元，对应毛利率分别为2.72%/44.29%/24.39%/43.56%。其中，铜钴业务受益于权益金问题解决后销量大幅上涨，毛利润规模同比提高171.72%，但因钴价大幅下滑及铜价高位震荡，整体毛利率同比下降2.53pct，巴西地区的钼磷业务因磷产品价格下跌，毛利润同比下滑44.95%，毛利率同比下降13.64pct。

图7：2023年矿山挖掘业务毛利润贡献超95%



数据来源：Wind、开源证券研究所

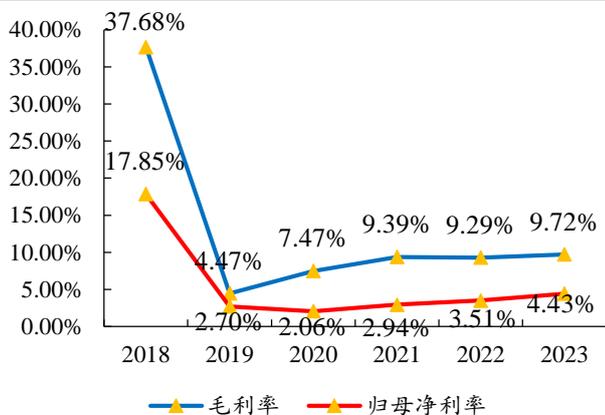
图8：2023年铜钴业务是公司主要的毛利润来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

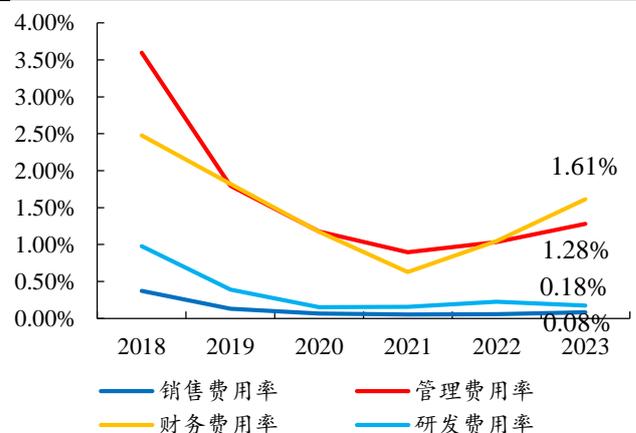
整体毛利率持续改善，费用率相对稳定。从毛利率水平看，2019年公司在引入矿产贸易业务板块后整体毛利率中枢下移，但2019-2023年公司整体毛利率处于上行区间。2023年，公司整体毛利率同比提高0.44pct至9.72%。从费用率来看，由于公司营收持续扩张，2018-2023年公司各项费用支出同比增加，2023年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为0.08%/1.28%/1.61%/0.18%，其中销售/管理/财务费用率分别同比增加0.03pct/0.25pct/0.57pct，研发费用率同比下降0.05pct。

图9：2023年公司毛利率同比提高0.44pct至9.72%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023年公司财务费用率及管理费用率分别同比提高0.57pct/0.25pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、TFM和KFM铜钴矿项目放量，铜钴业务迎可观增量

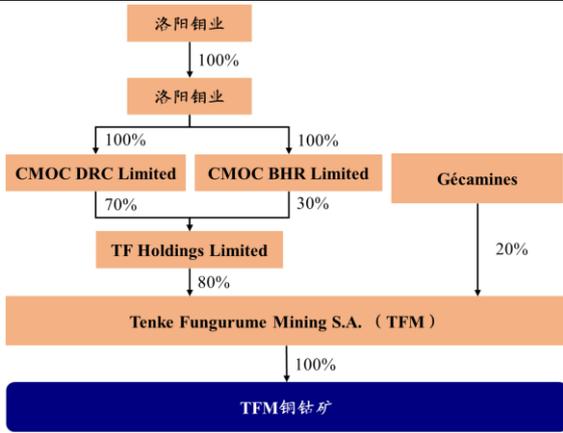
### 2.1、收购刚果(金)优质矿山资源，产能和营收增长潜力可期

优质资源 TFM 铜钴矿助推铜钴业务成为公司重要盈利来源。2016年和2020年，公司分别获得TFM和KFM铜钴矿的控制权，助公司拥有全球前列的铜、钴金属储量和产能。2022年，受物流受阻和权益金问题的影响，铜钴业务销量同比下滑超30%，营收同比下滑26.53%，但受益于国际市场铜、钴价格维持高位，仍能贡献毛利润45.64亿元，占公司毛利润总额的28.41%。

(1) TFM 铜钴矿：TFM铜钴矿矿区面积超过1500平方公里，是全球范围内储量最大、品位最高的铜钴矿之一。公司间接持有TFM铜钴矿80%股权，业务范围覆盖铜、钴矿石的开采、提炼和加工，主要产品为阴极铜和中间体氢氧化钴。

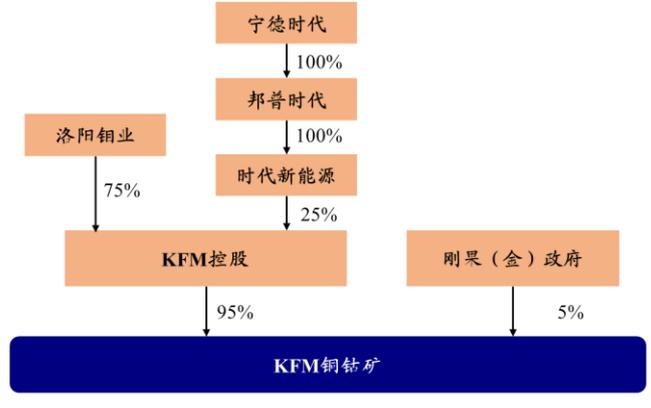
**(2) KFM 铜钴矿：**2020 年公司通过洛钼控股全资子公司 NREIT 收购 KFM 铜钴矿 95% 权益，并于 2021 年向宁德时代转让 KFM 铜钴矿 23.75% 权益。截至 2023 年 12 月 31 日，KFM 铜钴矿资源量为 190.52 万吨，钴金属品位达 0.99%，是全球相对稀缺的高钴矿，且与公司现有的 TFM 铜钴矿相距 33 公里，有利于形成协同效应。

图11：截至 2023 年末，公司共持有刚果（金）TFM 铜钴矿 80% 权益



数据来源：公司公告、开源证券研究所

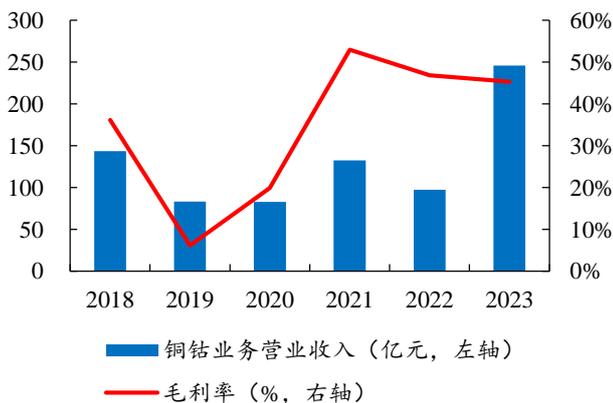
图12：截至 2023 年末，宁德时代子公司拥有 KFM 铜钴矿 23.75% 权益



数据来源：公司公告、开源证券研究所

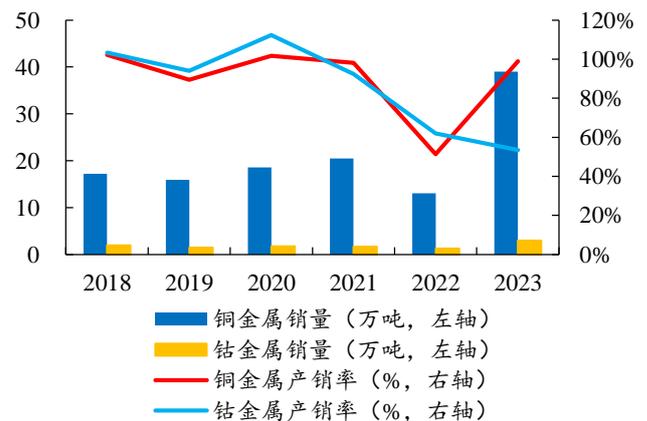
**权益金问题解决，铜钴板块产销量同比大幅上涨。**截至 2023 年 12 月 31 日，公司掌握 TFM 铜钴矿 80% 权益，而刚果（金）政府的国有控股公司 Gecamines 掌握其余 20% 权益。**2021 年四季度起**，公司就 TFM 铜钴矿因增储及其引起的权益金问题与刚果（金）政府及 Gecamines 展开沟通。因双方未能达成一致协议，**2022 年三季度起**，TFM 铜钴矿产品出口被禁止出口。经过近两年的协商和谈判，**2023 年 4 月**，公司与 Gecamines 就增储权益金问题达成共识，产品出口恢复正常。截至 2023 年末，公司铜钴板块铜、钴产量分别为 39.40 万吨和 5.55 万吨，其中铜销量同比上涨 198.89% 至 38.98 万吨，钴销量同比上涨 136.73% 至 2.97 万吨。

图13：2023 年公司铜钴业务营收规模同比上涨 152.30%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：随着 KFM 铜矿放量及出口限制解除，2023 年公司铜钴板块的铜销量同比上涨 198.89%

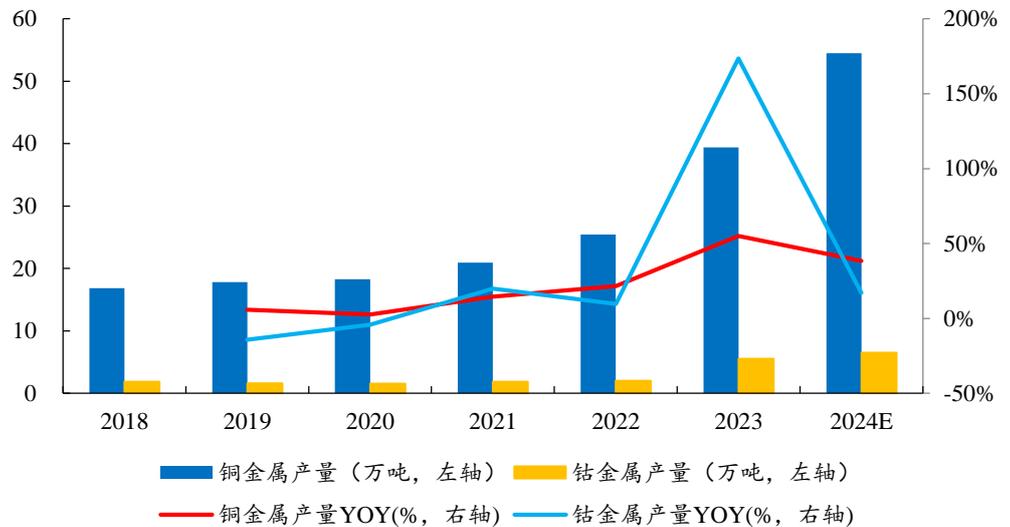


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**开发项目逐步落地，2023-2024 年刚果（金）铜钴矿产量有望持续增长。**公司 2021-2022 年共计投资 43.36 亿美元用于开发 TFM 和 KFM 铜钴矿，项目逐步建成投产，其中，TFM 新增铜产能 20 万吨，钴产能 1.7 万吨，KFM 新增铜产能 9 万吨，钴产能 3 万吨，预计 2024 年公司铜产量将超过 52 万吨，钴产量超过 6 万吨。同时，公司将在刚果（金）项目中启动增储计划，推动 TFM 三期和 KFM 二期项目落地，

未来五年内有望实现铜产量 80-100 万吨，钴产量 9-10 万吨。

图15：2024 年公司铜钴板块预计实现铜产量 52 万吨以上及钴产量 6 万吨以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、铜行业：供需结构偏紧，铜价有望维持高景气

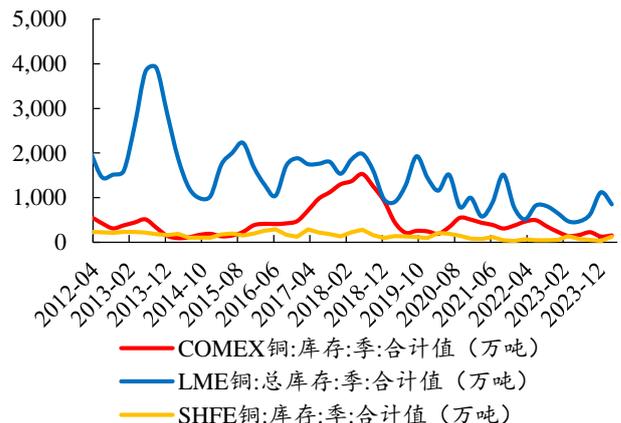
供需结构性矛盾难以缓解将持续，预计中长期铜价维持高景气。供给端：虽各大铜企资本支出在 2017 年后有所回暖，但考虑到铜矿从投资建设到投产要求 5-7 年的周期，叠加原有铜矿品位逐步下降及全球铜库存处于低位，预期短期内铜矿供给端增长有限。需求端：目前中国是精炼铜最主要的消费国，随着国内内需逐步回暖，叠加相对稳定的海外需求，预计铜消费将维持小幅上涨趋势。因此，在供需结构维持偏紧状态的基础下，预期铜价将维持高景气。

图16：2024 年 3 月起铜价持续高位运行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2019 年起全球铜库存持续维持在低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

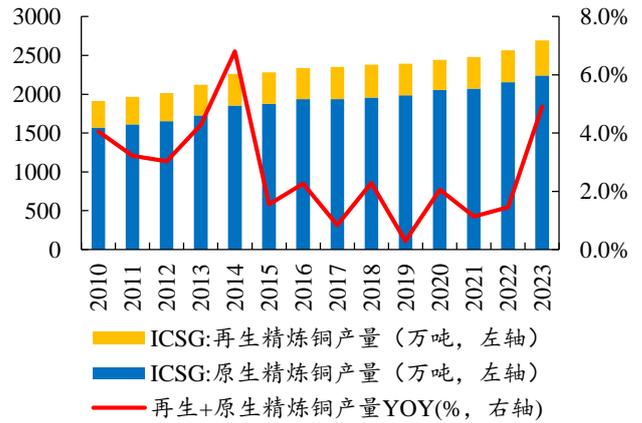
铜企资本开支不足，铜供给中长期增量有限。铜价与铜企资本开支有较强的相关性：2010 年铜价走高有效刺激铜企增加资本支出以加快矿山的投入和建设，而随着 2015 年前后铜价持续低迷，铜企增加资本投入的积极性亦持续低迷。从产量数据看，2018-2023 年全球精炼铜产量 CAGR 为 2.45%，低于 2012-2023 年铜产量增速。2020 年后铜价走高有利于铜企资本开支提高，但考虑到铜矿从建设到最终投产放量需要 5-7 年的周期，预计中长期供给增量有限。

图18: 全球铜企资本开支与铜价有较强的相关性



数据来源: Bloomberg、Wind、开源证券研究所

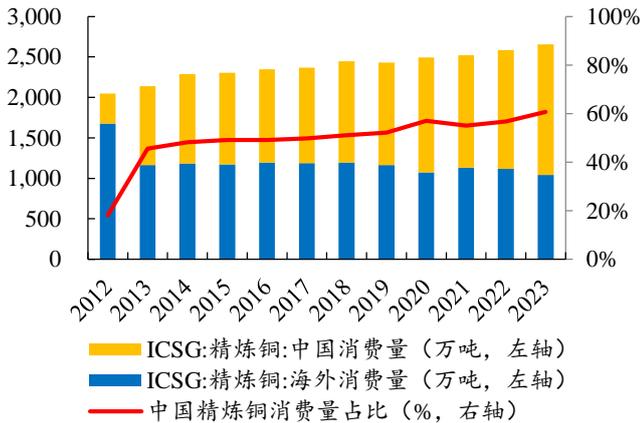
图19: 2018-2023 年全球精炼铜产量 CAGR 为 2.45%



数据来源: ICSG、开源证券研究所

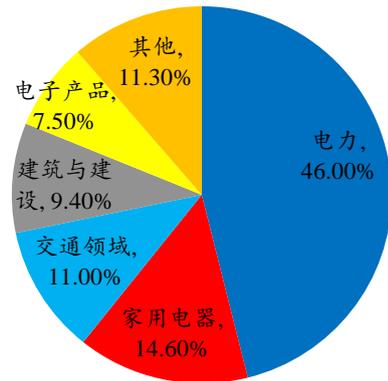
国内铜消费需求有望提升，海外需求逐步回暖。从国内市场看，国内铜消费需求主要集中于电力投资、地产、家电等传统领域，家电出口、电网投资提升利好铜在传统领域的消费需求，新能源领域的电动车、光伏等需求亦有望带来新增量。从海外市场看，海外制造业复苏及电网投资需求有望拉动海外铜需求提升。

图20: 2023 年中国精炼铜消费量同比增长 10.01%



数据来源: ICSG、开源证券研究所

图21: 2022 年中国精铜终端市场中电力需求的占比接近 50%



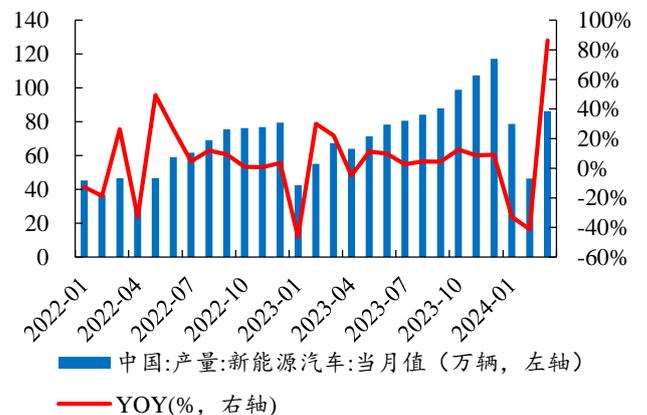
数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图22: 2023 年电网基本建设投资额维持上涨趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 新能源汽车持续放量将为铜消费贡献增量

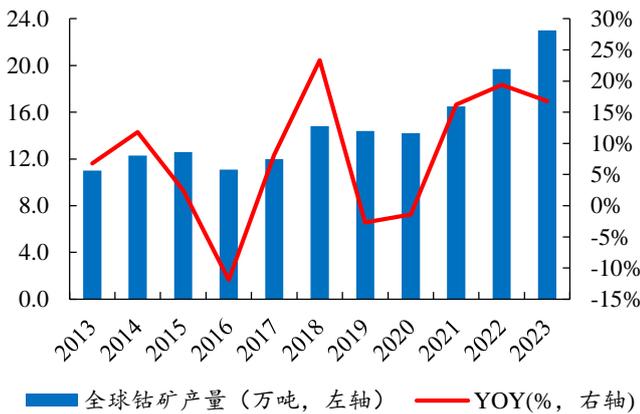


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.3、钴行业：印尼镍钴资源有望提供增量，预计未来钴市场产销两旺

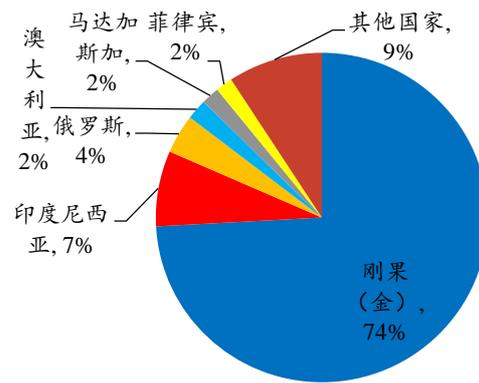
市场供给稳定增长，印尼镍钴矿有望提供增量。2023年，全球钴产量同比增长16.75%达23.0万吨，2018-2023年钴产量年复合增长率达9.22%。其中，印度尼西亚钴产量从2022年的0.96万吨增长至2023年的1.7万吨，受益于HPAL工艺的应用，印度尼西亚境内丰富的低品位镍钴矿实现高效回收利用，有望助推印度尼西亚成为全球钴供应的新增长极。

图24：2023年钴产量同比增长16.75%至23万吨



数据来源：USGS、Wind、开源证券研究所

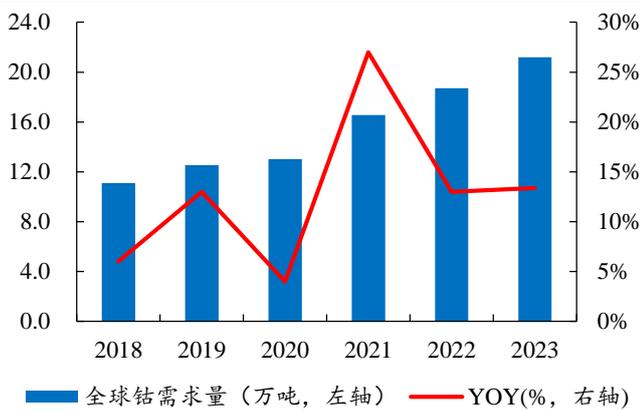
图25：2023年刚果（金）钴产量占全球总量的74%



数据来源：USGS、开源证券研究所

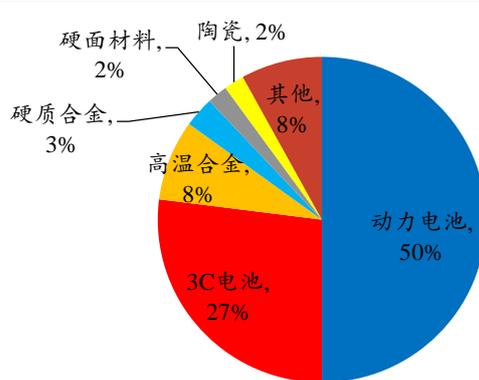
新能源行业需求增长带动钴需求稳定增长。2023年，全球钴需求总量同比增长13.37%至21.20万吨，2018-2023年钴需求量年复合增长率达13.84%。2023年，新能源领域动力电池钴需求量为10.60万吨，占全球钴金属消费需求的50%，是驱动需求上行的核心因素。

图26：2018-2023年全球钴需求CAGR为13.84%



数据来源：国际钴协会、开源证券研究所

图27：2023年动力电池钴需求占比提升至50%



数据来源：国际钴协会、开源证券研究所

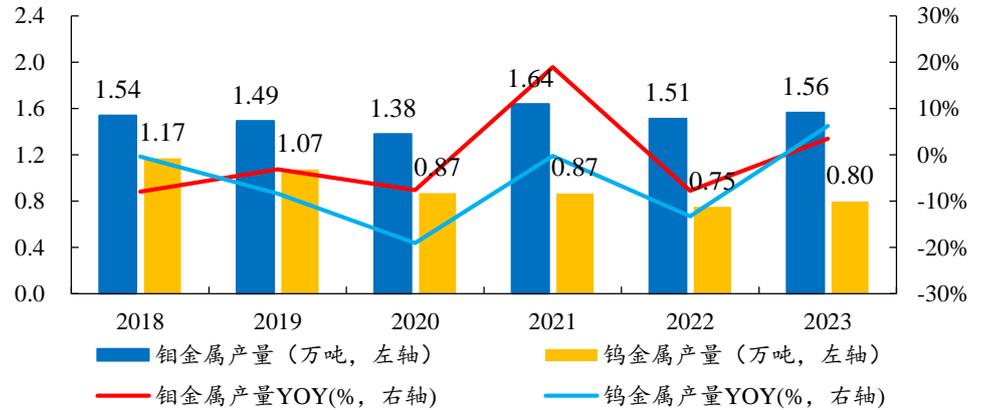
## 3、多元业务稳定贡献，积极融入新能源产业链

### 3.1、钨钼板块：业务稳定贡献，新疆钼矿有望放量

公司是全球重要的钨、钼金属生产商。公司是全球前七大的钨生产商及最大的白钨精矿生产商之一，拥有河南三道庄钨钼矿、上房沟钨铁矿及新疆东戈壁钨矿三大钨矿资源，主要从事钨、钼金属的采选、冶炼和加工，主要产品包括钨铁、仲钨酸铵（APT）、钨精矿等，同时回收副产铁、铜、萤石等矿物。2023年，公司钨金

属/钨金属产量分别为 1.56 和 0.80 万吨，分别同比上涨 3.45%/6.21%。

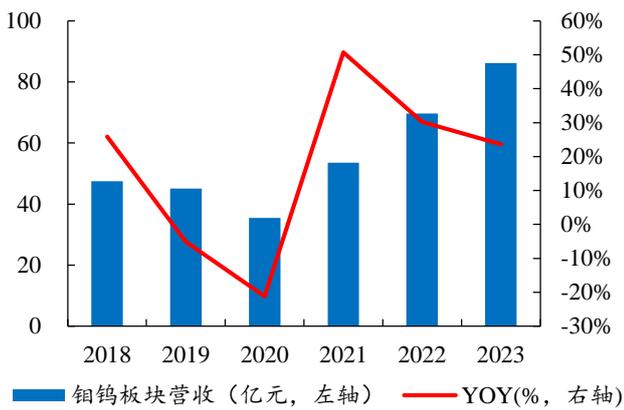
图28：2023 年，钼、钨金属产量较 2022 年小幅上涨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

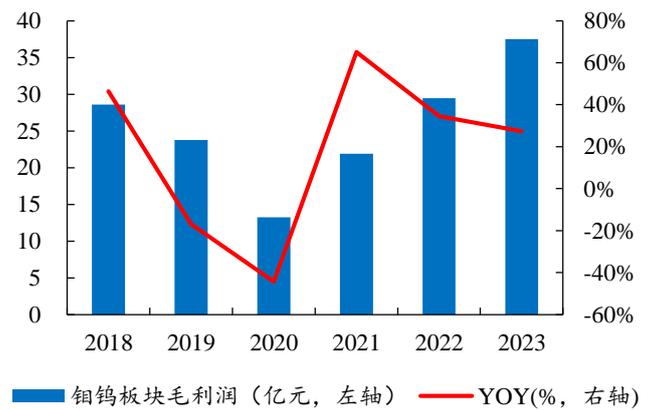
受益于市场高景气，公司钼钨板块业务业绩稳定增长。2023 年，公司钼钨板块业务实现营业收入 86.11 亿元，同比增长 23.63%，实现毛利润 37.51 亿元，同比增长 27.38%，营收及毛利润提升主要得益于 2023 年钼金属价格整体高位运行。

图29：2023 年钼钨板块营业收入同比上涨 23.63%



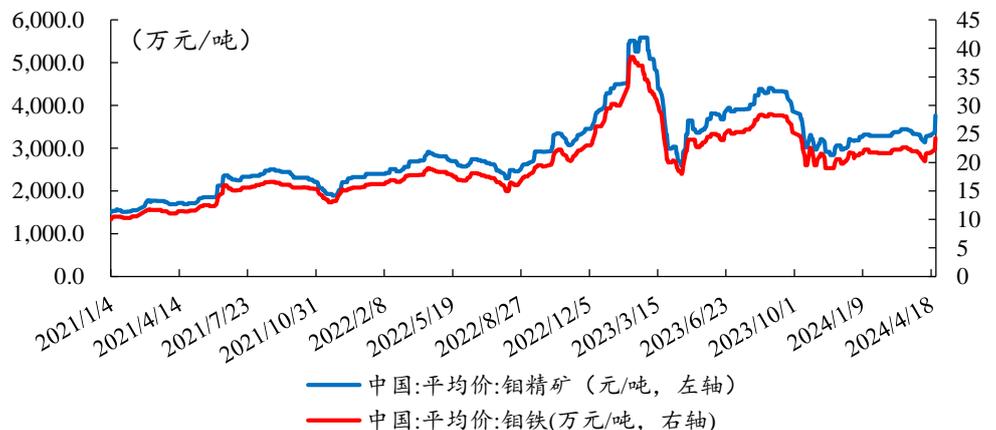
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2023 年钼钨板块毛利润同比上涨 27.38%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2023 年因供给端偏紧，钼精矿整体处于相对高位



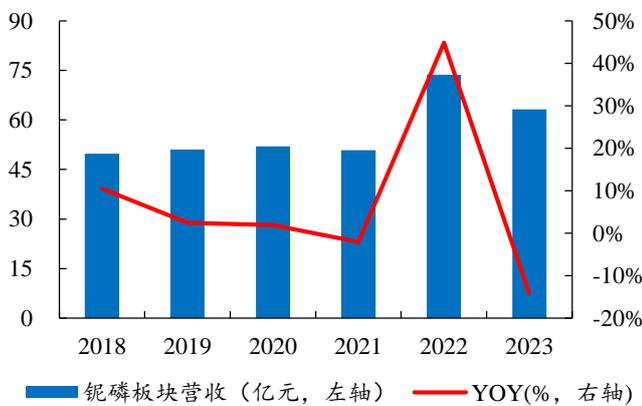
数据来源：Wind、开源证券研究所

新疆优质钼矿开发在即，钼钨业务有望迎增量。新疆哈密市东戈壁钼矿是新疆地区第一个特大型斑岩型钼矿，具有规模大（矿石储量达 1.42 亿吨）、品位高、埋藏浅、易露采的优势。前期由于环保及技术原因一直处于未开发状态，后续开发有望为钼钨板块带来可观增量。

### 3.2、钼磷板块：钼、磷产量较指引中值小幅增长

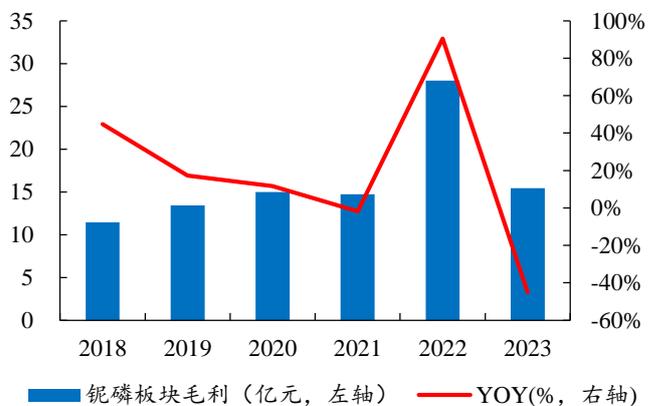
2023 年公司钼磷业务板块业绩相对承压。2016 年，公司收购了英美资源在巴西境内的钼磷业务板块，通过 CMOC Brasil 运营 NML 钼矿和 CIL 磷矿，并成为世界第二大钼金属供应商及巴西第二大磷肥供应商。其中，钼矿业务主要为钼矿石的开采和加工，主要产品为钼铁，磷矿业务覆盖磷化工全产业链，主要产品包括各类磷肥和动物饲料补充剂。2023 年，因磷价偏弱运行，钼磷业务板块营业收入同比下降 14.17% 至 63.24 亿元，毛利润同比下降 44.95% 至 15.42 亿元。

图32：2023 年钼磷业务营业收入同比下降 14.17%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

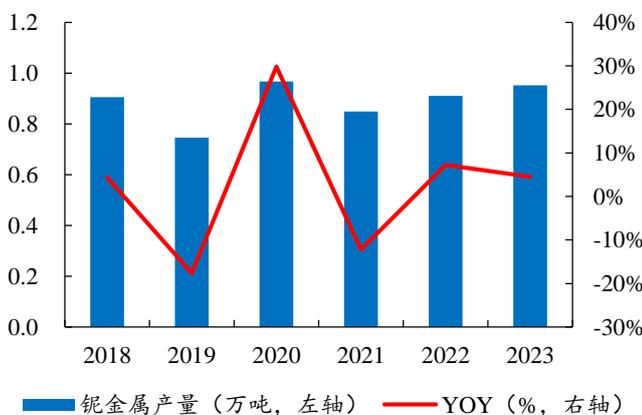
图33：2023 年钼磷业务毛利润同比下降 44.95%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

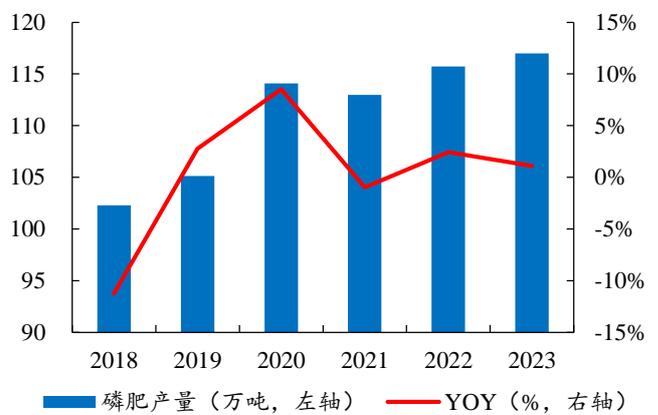
钼、磷产量小幅增长。2023 年，公司钼金属产量为 0.95 万吨，同比增长 4.50%，磷肥 (HA+LA) 产量为 117.00 吨，同比增长 1.09%。对比 2017-2023 年钼金属/磷肥 (HA+LA) 产量均值 0.89 万吨/111.78 万吨同比小幅提升，但基于公司生产计划及产能建设计划，可判断中短期内钼磷板块业务产量增量有限。

图34：2023 年公司钼金属产量小幅上涨 4.50%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：2023 年公司磷肥产量同比小幅上涨 1.09%

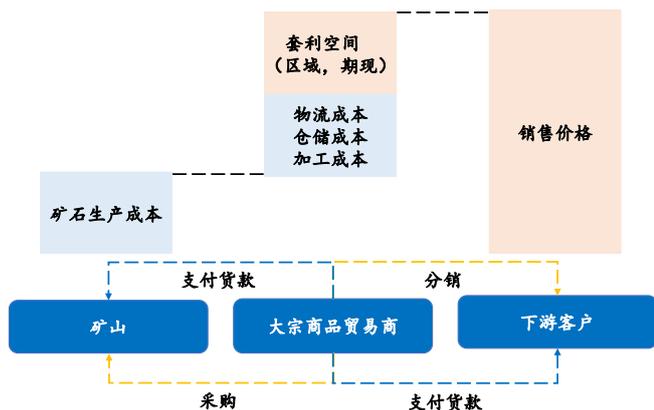


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、IXM：布局“矿产+贸易”业务模式，打造营收和盈利增长点

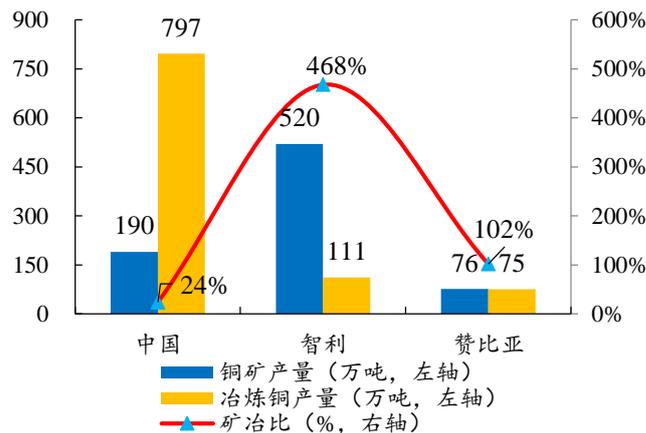
大宗商品贸易商主要通过商品流通环节进行套利。由于原材料转化为终端消费品的流通过程中，往往会出现时间和空间的错位，大宗商品贸易商可以有效调和其中矛盾并从中创造利益。**从地理空间看**，由于各地资源禀赋的差异，原材料产地和消费者往往不相同，贸易商可以通过仓储和物流体系优化供需结构并获得地理套利机会。**从时间上看**，由于期货和现货市场的存在，贸易商可以基于仓储和销售体系建立市场预测能力，并通过期货工具赚取期现价差。

图36：大宗商品贸易商通过链接上下游获得套利机会



资料来源：开源证券研究所

图37：不同地区资源禀赋和需求存在差异（2022年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

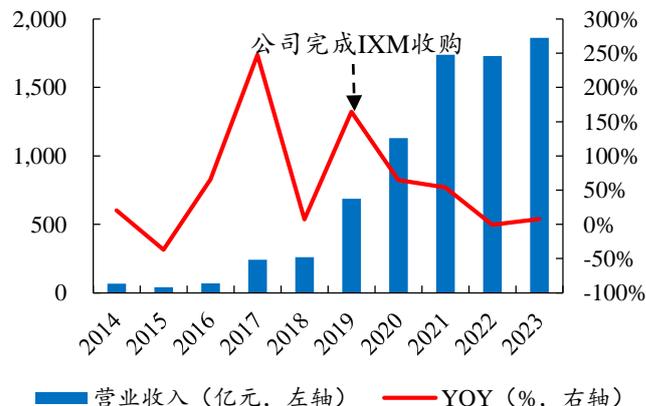
**收购基本金属贸易商 IXM，公司获得新营收增长点。**公司在 2019 年完成收购 IXM，成功开拓“矿业+贸易”的业务模式。IXM 总部位于瑞士日内瓦，旗下金属贸易网络业务覆盖全球 80 多个国家，主要业务地区包括中国、欧洲、拉美和北美，是全球第三大基本金属贸易商。IXM 的业务模式主要包含精矿产品贸易和精炼金属贸易两部分，精矿产品贸易业务的毛利主要来自加工费和精炼费，而精炼金属贸易的毛利主要来自升贴水变化和期现套利。收购贸易商 IXM 后，2019-2023 年公司营收 CAGR 达 28.33%。

图38：公司在亚洲、欧洲和美洲均覆盖销售网络



资料来源：公司官网

图39：矿产贸易业务助公司整体营收突破千亿

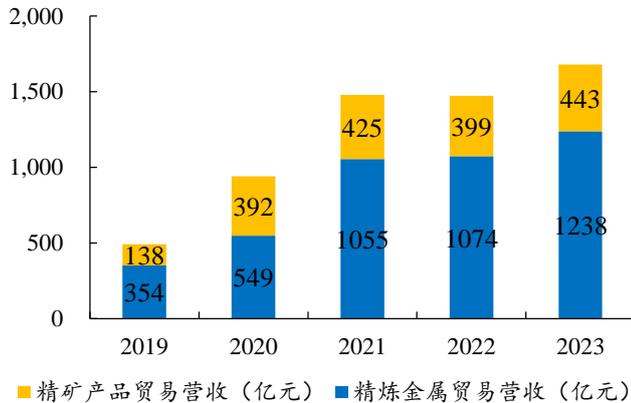


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**矿产贸易业务有效增厚公司营收规模和套利空间。**2020-2022 年在金属价格剧烈波动和疫情不利影响下，矿产贸易业务仍能为公司贡献稳定业绩。2023 年，公司精炼金属贸易营收规模为 1237.99 亿元，占总营收的 66.46%，精矿产品贸易营收为 442.79 亿元，占总营收的 23.77%。从盈利角度看，矿产贸易业务毛利润水平持续改

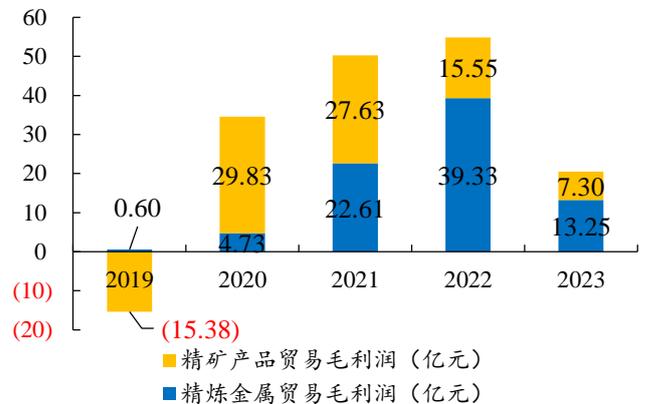
善，2023 年公司矿业贸易业务毛利润为 20.55 亿元，同比下降 62.56%。

图40：贸易业务营收在疫情不利影响下仍保持韧性



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图41：2023 年贸易业务承压，毛利润同比下滑 62.56%

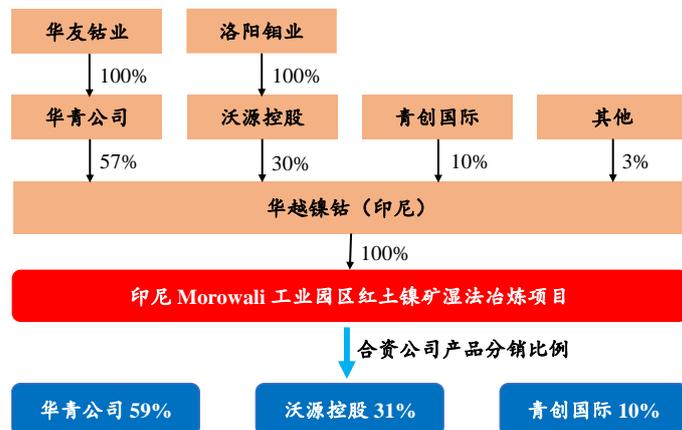


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.4、新能源金属：与国内新能源龙头合作，有望打造新增量

参与投资华越镍钴开发项目，布局印尼优质镍、钴资源。2019 年，公司通过股权收购和增资间接持有华越镍钴 30% 股权。通过本次投资，公司实现参与印尼 Morowali 工业园区建设的红土镍矿湿法冶炼项目（6 万吨镍金属量混合氢氧化镍钴产能），目前项目已达产。由于 HPAL 工艺可以从印尼低品位红土镍矿中回收元素钴，且有低能耗、低成本等优势，因此 HPAL 工艺推广有望成为钴供应的重要增量。公司布局印尼镍、钴产业链，有望切入新能源领域产业链，为未来发展打造新增量。

图42：公司与国内锂电材料龙头华友钴业共同开发印尼镍钴矿项目



数据来源：公司公告、开源证券研究所

加强与新能源巨头宁德时代战略合作关系，加快新能源领域布局。2021 年，公司全资子公司洛钼控股与宁德时代间接控股子公司邦普时代达成《战略合作协议》，通过项目战略入股（向宁德时代转让 KFM 铜钴矿 23.75% 的权益）、产品包销等方式在新能源领域深化合作。2023 年，公司与宁德时代共同获得开发玻利维亚境内 Uyuni 和 Oruro 盐湖的开发权，并将建设两座锂盐工厂，项目落地后将新增 5 万吨碳酸锂产能。与宁德时代的合作，有望发挥双方优势并形成协同效应。

#### 4、盈利预测与投资建议

根据公司在建项目规划和主营业务景气度的分析，我们对公司的盈利预测如下：

**(1) 矿产贸易业务：**预计公司 IXM 贸易平台业务规模稳定，2024-2026 年精炼金属贸易业务营收规模分别为 1263/1288/1314 亿元，精矿产品贸易业务营收规模分别为 452/461/470 亿元。

**(2) 铜钴板块：**由于刚果（金）的 TFM 和 KFM 项目已陆续投产放量，假设 2024-2026 年公司铜钴板块铜金属销量为 54/57/65 万吨，钴金属销量为 4/6/7 万吨。

**(3) 钨钼板块：**考虑到公司现有钨钼矿山开采规模相对稳定，但存在矿石品位下降的问题，假设 2024-2026 年公司钨金属销量为 1.4/1.4/1.3 万吨，钼金属销量为 0.7/0.7/0.7 万吨。

**(4) 铌磷板块：**公司在巴西地区的铌磷业务相对稳定，假设 2024-2026 年公司磷肥销量维持在 117 万吨，2024-2026 年铌金属销量维持在 1.0 万吨。

**(5) 其他业务：**因华越镍矿项目有望提供增量，假设其他业务板块营收小幅增长，预计 2024-2026 年营业收入分别为 3.7/3.9/4.1 亿元，毛利率稳定在 9.2%。

表4：公司业绩拆分与盈利预测

业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
精矿产品贸易	营业收入（亿元）	399.2	442.8	451.6	460.7	469.9
	毛利润（亿元）	15.6	7.3	6.8	6.9	7.0
	毛利率（%）	3.9	1.6	1.5	1.5	1.5
精炼金属贸易	营业收入（亿元）	1073.9	1238.0	1262.8	1288.0	1313.8
	毛利润（亿元）	39.3	13.2	13.9	14.2	14.5
	毛利率（%）	3.7	1.1	1.1	1.1	1.1
铜钴板块	铜销量（万吨）	13.0	39.0	54.0	57.0	65.0
	钴销量（万吨）	1.3	3.0	4.0	6.0	7.0
	营业收入（亿元）	97.5	280.0	394.9	491.8	583.7
	毛利润（亿元）	45.6	124.0	232.9	315.1	375.7
	毛利率（%）	46.8	44.3	59.0	64.1	64.4
钨钼板块	钨销量（万吨）	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3
	钼销量（万吨）	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
	营业收入（亿元）	69.7	86.1	69.7	67.6	63.6
铌磷板块	毛利润（亿元）	29.4	37.5	25.1	22.9	21.5
	毛利率（%）	42.3	43.6	36.0	34.0	33.8
	铌销量（万吨）	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
	磷销量（万吨）	115.7	116.4	117.0	117.0	117.0
	营业收入（亿元）	73.7	63.2	62.6	62.8	62.8
铜金板块	毛利润（亿元）	28.0	15.4	13.2	13.5	13.5
	毛利率（%）	38.0	24.4	21.2	21.5	21.5
	营业收入（亿元）	12.9	15.8	-	-	-
其他业务	毛利润（亿元）	2.5	3.4	-	-	-
	毛利率（%）	19.3	21.2	-	-	-
	营业收入（亿元）	3.1	2.9	3.7	3.9	4.1
合计	毛利润（亿元）	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
	毛利率（%）	5.1	8.3	9.2	9.2	9.2
	营业收入（亿元）	1729.9	1862.7	1965.8	2081.3	2189.7
合计	毛利润（亿元）	160.6	181.1	271.3	351.0	409.4
	毛利率（%）	9.3	9.7	13.8	16.9	18.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：由于澳大利亚铜金业务已剥离，故 2023 年后将不贡献业绩）

**相对估值法方面**，我们选取了主营业务中含有铜业务的紫金矿业、西部矿业、金诚信进行比较，以 2024 年 5 月 24 日股价为基准，同业可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 17.1/13.8/12.0 倍。我们预计 2024-2026 年公司将实现归母净利润分别为 114.19/156.05/190.01 亿元，对应 PE 为 16.2/11.8/9.7 倍，相较于同业可比公司，公司估值处于相对低估的水平，考虑到公司铜产量居行业前列，叠加全球铜供需结构偏紧催动铜价中枢提升，刚果（金）铜钴板块业务盈利规模有望持续增厚，对比同业公司具备较高的成长空间，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**表5：与可比公司相比，公司估值合理**

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601899.SH	紫金矿业	18.2	0.8	1.0	1.3	1.4	22.7	18.2	14.5	12.6
601168.SH	西部矿业	19.7	1.2	1.5	1.7	1.8	16.8	12.9	11.7	10.9
603979.SH	金诚信	1.2	1.7	2.8	3.7	4.5	34.1	20.2	15.3	12.6
可比公司平均 PE							24.5	17.1	13.8	12.0
603993.SH	洛阳钼业	8.5	0.4	0.5	0.7	0.9	22.4	16.2	11.8	9.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测，数据截至 2024 年 5 月 24 日收盘）

## 5、风险提示

**(1) 原材料价格波动风险：**公司主要产品为矿产品或初加工产品，产品价格与原材料价格相关性较强，若未来原材料价格大幅上涨，将影响公司盈利；

**(2) 项目进展不及预期：**公司后续新建项目主要为 TKM 三期及 KFM 三期开发项目，而铜钴业务是公司利润的重要来源，若项目规划发生变动或项目建设进度不及预期，将影响公司盈利；

**(3) 政策变动风险：**公司旗下资源分布在亚洲、南美、非洲等多个国家，地缘政治风险或当地产业政策变动对公司的业务有较大影响，将影响公司盈利。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	85682	83648	91639	105189	122048
现金	32648	30716	37140	50141	64809
应收票据及应收账款	800	1132	756	1320	822
其他应收款	5017	4252	4642	5223	4915
预付账款	2130	1182	2589	1252	2867
存货	32255	31430	32629	32844	34488
其他流动资产	12833	14935	13884	14409	14147
<b>非流动资产</b>	79337	89327	88864	89341	88419
长期投资	1934	2229	3058	3903	4733
固定资产	28056	35604	37222	38171	38391
无形资产	19448	22960	22176	21540	20782
其他非流动资产	29900	28534	26408	25727	24512
<b>资产总计</b>	165019	172975	180504	194530	210467
<b>流动负债</b>	50061	48980	48055	49337	48813
短期借款	20108	24954	22531	23743	23137
应付票据及应付账款	3957	4698	3525	4982	3681
其他流动负债	25997	19328	21999	20612	21996
<b>非流动负债</b>	52921	52032	47798	43388	38828
长期借款	21125	20768	16268	11991	7365
其他非流动负债	31796	31264	31530	31397	31464
<b>负债合计</b>	102982	101012	95853	92724	87641
少数股东权益	10339	12422	13691	15425	17536
股本	4320	4320	4320	4320	4320
资本公积	27682	27695	27695	27695	27695
留存收益	19704	26078	38381	55458	76090
<b>归属母公司股东权益</b>	51699	59540	70960	86381	105290
<b>负债和股东权益</b>	165019	172975	180504	194530	210467

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	15454	15542	13932	22332	21918
净利润	7192	8531	12688	17339	21112
折旧摊销	4382	2761	4153	4522	4859
财务费用	1808	3004	1235	1147	726
投资损失	-726	-2483	-1107	-1439	-1676
营运资金变动	-1571	3566	-3603	1101	-2890
其他经营现金流	4369	164	565	-338	-214
<b>投资活动现金流</b>	-7372	-10659	-945	-4329	-1502
资本支出	10518	12924	3484	3843	3262
长期投资	1730	-1633	-829	-845	-830
其他投资现金流	1416	3899	3368	359	2590
<b>筹资活动现金流</b>	-2097	-8606	-6563	-5002	-5747
短期借款	-6804	4847	-2423	1212	-606
长期借款	6365	-357	-4500	-4277	-4626
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	36	13	0	0	0
其他筹资现金流	-1693	-13109	360	-1937	-515
<b>现金净增加额</b>	8653	-2927	6424	13001	14669

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	172991	186269	196584	208134	218974
营业成本	156926	168158	169455	173037	178032
营业税金及附加	1235	3084	3342	3538	3723
营业费用	97	155	137	145	153
管理费用	1791	2387	2556	2706	2847
研发费用	389	327	393	417	438
财务费用	1808	3004	1235	1147	726
资产减值损失	-65	-141	-97	-113	-131
其他收益	85	112	99	105	102
公允价值变动收益	-1611	1681	-258	163	275
投资净收益	726	2483	1107	1439	1676
资产处置收益	29	3	16	9	13
<b>营业利润</b>	9889	13288	20531	28975	35261
营业外收入	20	25	21	22	23
营业外支出	104	105	87	99	97
<b>利润总额</b>	9804	13208	20465	28898	35187
所得税	2613	4677	7777	11559	14075
<b>净利润</b>	7192	8531	12688	17339	21112
少数股东损益	1125	281	1269	1734	2111
<b>归属母公司净利润</b>	6067	8250	11419	15605	19001
EBITDA	15820	17930	25714	34061	40134
EPS(元)	0.28	0.38	0.53	0.72	0.88

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.5	7.7	5.5	5.9	5.2
营业利润(%)	12.5	34.4	54.5	41.1	21.7
归属于母公司净利润(%)	18.8	36.0	38.4	36.7	21.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.3	9.7	13.8	16.9	18.7
净利率(%)	3.5	4.4	5.8	7.5	8.7
ROE(%)	11.6	11.9	15.0	17.0	17.2
ROIC(%)	6.6	7.3	9.5	11.6	12.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	62.4	58.4	53.1	47.7	41.6
净负债比率(%)	68.1	62.0	37.9	15.5	-3.2
流动比率	1.7	1.7	1.9	2.1	2.5
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.3	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	223.8	192.8	208.3	200.5	204.4
应付账款周转率	111.8	65.9	88.8	77.4	83.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.38	0.53	0.72	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.72	0.65	1.03	1.01
每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.71	3.24	3.95	4.83
<b>估值比率</b>					
P/E	30.4	22.4	16.2	11.8	9.7
P/B	3.6	3.2	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	5.4	4.8	3.0	1.8	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn