

洛阳铝业（603993）/基本金属

证券研究报告/公司点评

2024年8月27日

评级：买入（维持）

市场价格：7.64

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：安永超

执业证书编号：S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	21,599
流通股本(百万股)	17,666
市价(元)	7.64
市值(百万元)	165,018
流通市值(百万元)	134,967

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	172,991	186,269	203,088	204,333	213,708
增长率 yoy%	-1%	8%	9%	1%	5%
净利润(百万元)	6,067	8,250	11,314	13,957	16,697
增长率 yoy%	19%	36%	37%	23%	20%
每股收益(元)	0.28	0.38	0.52	0.65	0.77
每股现金流量	0.72	0.72	1.17	-0.07	2.11
净资产收益率	10%	11%	13%	14%	14%
P/E	27.2	20.0	14.6	11.8	9.9
P/B	3.2	2.8	2.4	2.0	1.7

备注：股价选取 2024 年 8 月 26 日收盘价

投资要点

- 事件：**公司发布 2024 年半年报，24 年上半年实现营业收入 1028.18 亿元，同比增加 18.6%；其中 24Q2 单季度实现营业收入 566.97 亿元，同比+33.58%，环比+22.93%。24 年上半年实现归属于上市公司股东净利润 54.17 亿元，同比+670.4%；其中 24Q2 实现归母净利润 33.46 亿元，同比+766.68%，环比+61.49%。24 年上半年实现扣非净利润 56.25 亿元，同比增加 2457.3%；其中 24Q2 单季度实现扣非净利润 35.34 亿元，同比增加 2190.78%，环比+68.98%。业绩符合预期。
- 刚果金铜钴板块：量价齐增：**
 - 1) 产销超预期，24 年上半年实现铜产量 31.38 万吨（同比增加 100.74%），约占全年产量指引中值的 58%，销量 31.18 万吨（同比增长 510.53%）；实现钴产量 5.40 万吨（同比+178%），约占全年产量指引中值的 83%，钴销量 5.09 万吨（同比增长 3442%），铜钴销量大幅增长主要系去年同期出口受限导致基数较低。
 - 2) 价：2024 上半年 LME 铜均价为 9090.30 美元/吨（同比+4.45%），金属钴均价为 12.22 美元/磅（同比-20.44%）。
 - 3) 盈利：2024H1 铜钴板块实现毛利 123.17 亿元，毛利率为 51%，其中分子公司来看，TFM 实现净利润 11.67 亿元，净利率为 8%；KFM 实现净利润 17.54 亿元，净利率为 19%。
- 巴西铌磷板块：经营稳健。**24 年上半年铌产量 0.51 万吨（同比增加 8.23%），约占全年产量指引中值的 53%，销量 0.52 万吨（同比增长 11.91%）；磷肥产量 58.33 万吨（同比+6.47%），约占全年产量指引中值的 51%。2024H1 铌磷板块实现收入 31.11 亿元，实现毛利 8.25 亿元，毛利率为 27%。
- IXM 贸易板块：盈利超预期。**24 年上半年实现贸易收入 929.73 亿元，实际贸易业务毛利率为 2.12%，同比增加 0.30pcts；IXM 公司 24 年 H1 实现净利润 6.64 亿元，同比增长 117%。
- 公司进入产能提升年，远期规划铜产量达到 80-100 万吨。**当前刚果金形成铜产能 60 万吨+钴产能 8.7 万吨，真正实现将公司资源优势转化为产量优势，2024 年是公司国际化 2.0 开启之年，未来 5 年完成“上台阶”的目标，初步进入全球一流矿业公司之列：实现年产铜 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨、钼金属 2.5-3.0 万吨、铌金属超 1 万吨。
- 盈利预测及投资建议。**我们上调 2024-2026 年铜价假设为 7.5、8.0、8.3 万元/吨，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 113.14、139.57 和 166.97 亿元（24-26 年净利润预测前值为 105.61、114.63、127.01 亿元），按照 8 月 26 日收盘 1650 亿元市值计算，对应 PE 分别为 14.6、11.8、9.9X，公司进入产能释放期，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品价格波动对公司业绩变动带来的风险、产能释放不及预期、行业景气不及预期、海外矿业投资政治风险、需求测算偏差风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

内容目录

产量超预期释放，Q2 业绩高增.....	- 3 -
继续重申：公司进入产能释放年，维持“买入”评级.....	- 6 -
风险提示.....	- 7 -

图表目录

图表 1: 公司主要财务指标变化 (亿元)	- 3 -
图表 2: 公司铜产销情况 (万吨)	- 3 -
图表 3: 公司钴产销情况 (万吨)	- 3 -
图表 4: 公司铜板块收入&毛利 (亿元)	- 4 -
图表 5: 公司钴板块收入&毛利 (亿元)	- 4 -
图表 6: 公司钽季度产销情况 (万吨)	- 4 -
图表 7: 公司磷肥季度产销情况 (万吨)	- 4 -
图表 8: 公司钽磷板块收入&毛利 (亿元)	- 5 -
图表 9: 公司钽磷板块净利润情况 (亿元)	- 5 -
图表 10: 公司钼季度产销情况 (万吨)	- 5 -
图表 11: 公司钨季度产销情况 (万吨)	- 5 -
图表 12: 公司贸易板块实际毛利&毛利率 (亿元)	- 5 -
图表 13: IXM 子公司净利润情况 (亿元)	- 5 -
图表 14: 公司 2024 年上半年业绩变化拆分 (同比, 单位: 亿元)	- 6 -
图表 15: 公司全球业务布局.....	- 6 -
图表 16: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)	- 8 -

产量超预期释放，Q2 业绩高增

- **事件：**公司发布 2024 年半年报，24 年上半年实现营业收入 1028.18 亿元，同比增加 18.6%；其中 24Q2 单季度实现营业收入 566.97 亿元，同比+33.58%，环比+22.93%。24 年上半年实现归属于上市公司股东净利润 54.17 亿元，同比+670.4%；其中 24Q2 实现归母净利润 33.46 亿元，同比+766.68%，环比+61.49%。24 年上半年实现扣非净利润 56.25 亿元，同比增加 2457.3%；其中 24Q2 单季度实现扣非净利润 35.34 亿元，同比增加 2190.78%，环比+68.98%。业绩符合预期。

图表 1：公司主要财务指标变化（亿元）

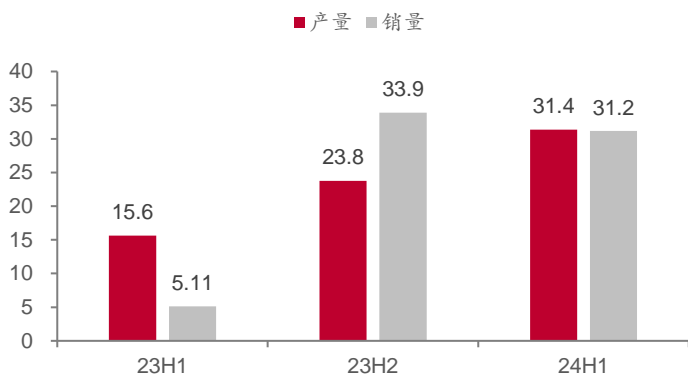
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	环比	同比	2023H1	2024H1	同比 指标变动原因
营业收入	424.43	461.21	566.97	22.93%	33.58%	867.26	1,028.18	18.6% 铜销量增加带动
营业成本	405.12	402.22	437.02	8.65%	7.87%	830.04	839.24	1.1%
毛利	19.31	59.00	129.95	120.26%	573.11%	37.22	188.94	407.6%
毛利率	4.55%	12.79%	22.92%	10.13%	18.37%	4%	18%	14.1%
销售费用	0.39	0.20	0.34	68.56%	-12.86%	0.58	0.55	-6.0%
销售费用率	0.09%	0.04%	0.06%	0.02%	-0.03%	0.07%	0.05%	-0.01%
管理费用	6.97	7.49	4.17	-44.28%	-40.17%	12.10	11.66	-3.7%
管理费用率	1.64%	1.62%	0.74%	-0.89%	-0.91%	1.40%	1.13%	-0.26%
财务费用	7.27	7.31	10.16	38.90%	39.75%	13.70	17.48	27.55%
财务费用率	1.71%	1.59%	1.79%	0.21%	0.08%	1.58%	1.70%	0.12%
研发费用	0.72	0.52	0.85	64.89%	19.37%	1.08	1.37	27.4%
研发费用率	0.17%	0.11%	0.15%	0.04%	-0.02%	0.12%	0.13%	0.01%
期间费用	15.35	15.52	15.53	0.04%	1.16%	27.46	31.05	13.1%
期间费用率	3.62%	3.37%	2.74%	-0.63%	-0.88%	3.17%	3.02%	-0.15%
投资收益	0.60	0.60	2.81	221.03%	221.04%	2.21	3.41	119.8% 本期确认联营企业投资收益同比增加
资产减值损失	-0.23	-0.01	0.00	131.16%	101.36%	-0.29	-0.01	97.6%
信用减值损失	-0.01	-0.04	0.13	427.62%	959.85%	-0.01	0.09	1156.5%
公允价值变动净收益	14.34	0.37	-30.84	-8347.96%	-315.05%	12.6	-30.5	-341.1% 本期基本金属贸易业务衍生工具公允价值同比下降
营业利润	12.13	35.26	76.20	116.09%	528.33%	16.49	111.46	575.9%
利润总额	11.96	35.41	76.12	114.97%	536.67%	16.27	111.53	585.6%
所得税费用	8.53	12.09	36.14	198.92%	323.46%	10.12	48.23	376.7% 本期铜钴业务所得税费用同比增加
归母净利润	3.86	20.72	33.46	61.49%	766.68%	7.03	54.17	670.4%
扣非净利润	1.54	20.91	35.34	68.98%	2190.78%	2.20	56.25	2457.3%
经营活动产生的现金流量净额	41.19	54.78	53.01	-3.22%	28.71%	87.62	107.79	-77.0% 本期基本金属贸易业务经营活动净流入同比增加
投资活动产生的现金流量净额	-34.26	-29.54	-40.53	37.21%	18.28%	-85.95	-70.06	-18.5% 本期铜钴业务购建固定资产支出同比减少
筹资活动产生的现金流量净额	20.82	-21.50	31.33	-245.70%	50.45%	2.11	9.83	365.4% 本期借款保证金同比减少

来源：Wind，中泰证券研究所

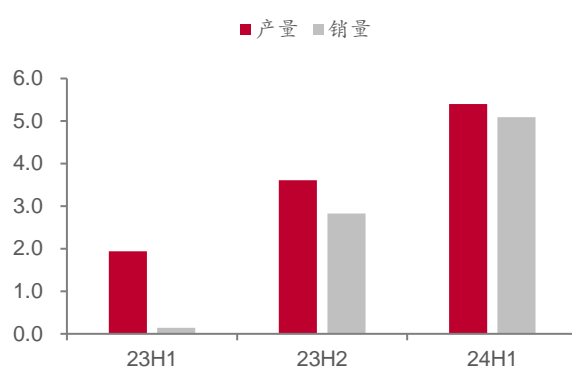
- **刚果金铜钴板块：量价齐增。**1) 产销超预期，24 年上半年实现铜产量 31.38 万吨（同比增加 100.74%），约占全年产量指引中值的 58%，销量 31.18 万吨（同比增长 510.53%）；实现钴产量 5.40 万吨（同比+178%），约占全年产量指引中值的 83%，钴销量 5.09 万吨（同比增长 3442%），铜钴销量大幅增长主要系去年同期出口受限导致基数较低。2) 价：2024 上半年 LME 铜均价为 9090.30 美元/吨（同比+4.45%），金属钴均价为 12.22 美元/磅（同比-20.44%）。3) 盈利：2024H1 铜钴板块实现毛利 123.17 亿元，毛利率为 51%，其中分子公司来看，TFM 实现净利润 11.67 亿元，净利率为 8%；KFM 实现净利润 17.54 亿元，净利率为 19%。

图表 2：公司铜产销情况（万吨）

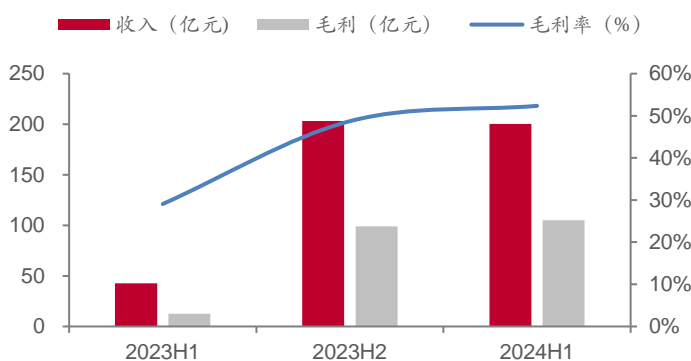
图表 3：公司钴产销情况（万吨）



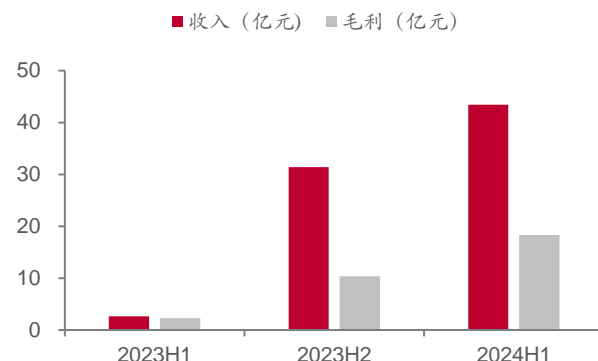
来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

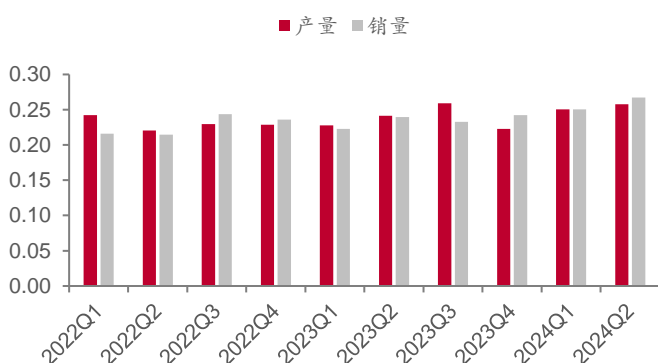
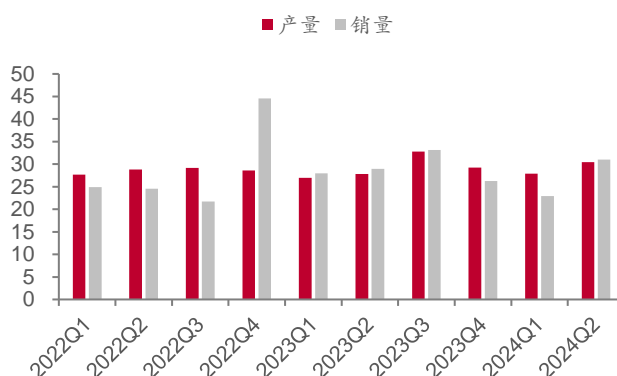
图表 4：公司铜板块收入&毛利（亿元）


来源：公司公告、Wind，中泰证券研究所

图表 5：公司钴板块收入&毛利（亿元）


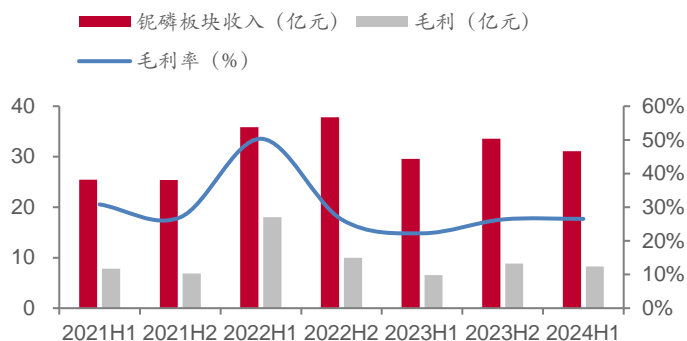
来源：公司公告、Wind，中泰证券研究所

- 巴西铌磷板块：经营稳健。** 1) 产销稳定，24 年上半年铌产量 0.51 万吨（同比增加 8.23%），约占全年产量指引中值的 53%，销量 0.52 万吨（同比增长 11.91%）；磷肥产量 58.33 万吨（同比+6.47%），约占全年产量指引中值的 51%，销量 53.89 万吨（同比-5.33%）。2) 价：2024 年上半年铌铁均价为 45.95 美元/公斤（同比-2.81%），磷酸一铵均价为 571.40 美元/吨（同比-1.24%）。3) 盈利：2024H1 铌磷板块实现收入 31.11 亿元，实现毛利 8.25 亿元，毛利率为 27%。

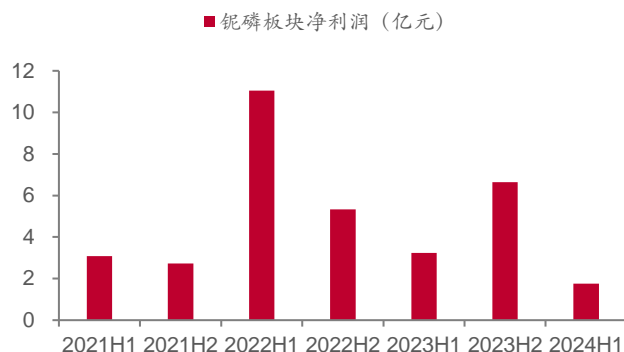
图表 6：公司铌季度产销情况（万吨）

图表 7：公司磷肥季度产销情况（万吨）


来源：公司公告，中泰证券研究所

来源：公司公告，中泰证券研究所

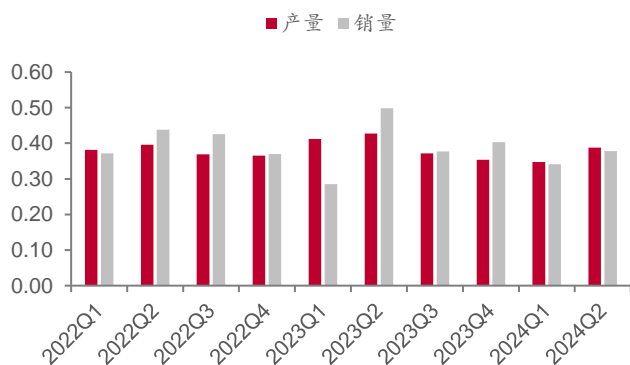
图表 8：公司钨磷板块收入&毛利（亿元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

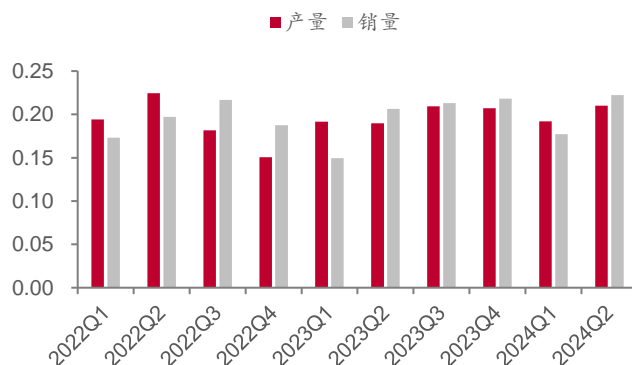
图表 9：公司钨磷板块净利润情况（亿元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **钨钼板块：盈利向好。** 1) 产销稳定，24 年上半年钼产量 0.73 万吨（同比-12.39%），约占全年产量指引中值的 54%，销量 0.72 万吨（同比-8.30%）；钨产量 0.40 万吨（同比+5.43%），约占全年产量指引中值的 57%，销量 0.40 万吨（同比+12.25%）。2) 价：2024 年上半年钼铁均价为 22.57 万元/吨（同比-17.39%），APT 均价为 19.78 万元/吨（同比+10.69%）。3) 盈利：2024H1 钨钼板块实现收入 38.81 亿元，实现毛利 15.53 亿元，毛利率为 40%，同比增加 5pcts。

图表 10：公司钼季度产销情况（万吨）


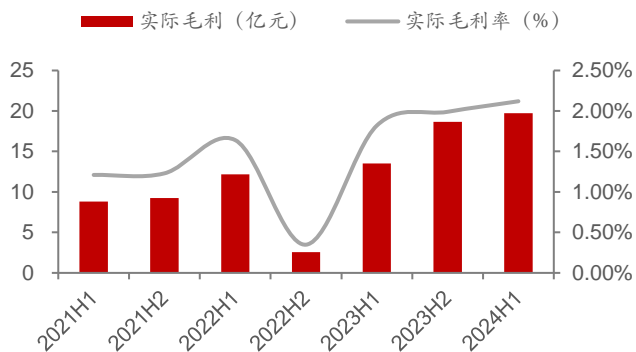
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：公司钨季度产销情况（万吨）


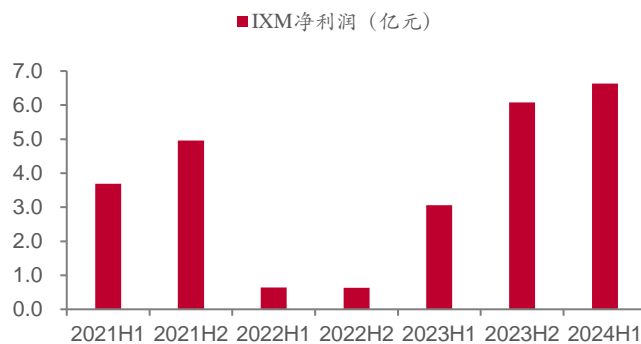
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **IXM 贸易板块：盈利超预期。** 24 年上半年实现贸易收入 929.73 亿元，实现毛利 46.09 亿元，同比增长 955%，主要系 IXM 从事期限结合的金属贸易业务，根据《企业会计准则》的要求仅核算了现货业务的成本，期货业务相关的损益计入公允价值变动损益科目，因此上半年实现公允价值变动收益-30.5 亿元。从实际贸易业务毛利率来看，24 年 H1 为 2.12%，同比增加 0.30pcts；IXM 公司 24 年 H1 实现净利润 6.64 亿元，同比增长 117%。

图表 12：公司贸易板块实际毛利&毛利率（亿元）
图表 13：IXM 子公司净利润情况（亿元）

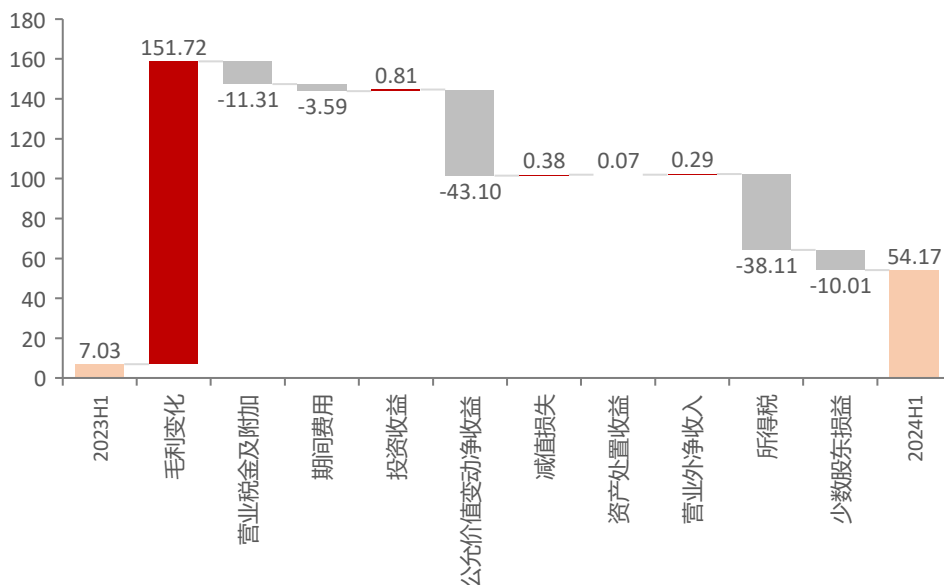


来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：公司 2024 年上半年业绩变化拆分（同比，单位：亿元）

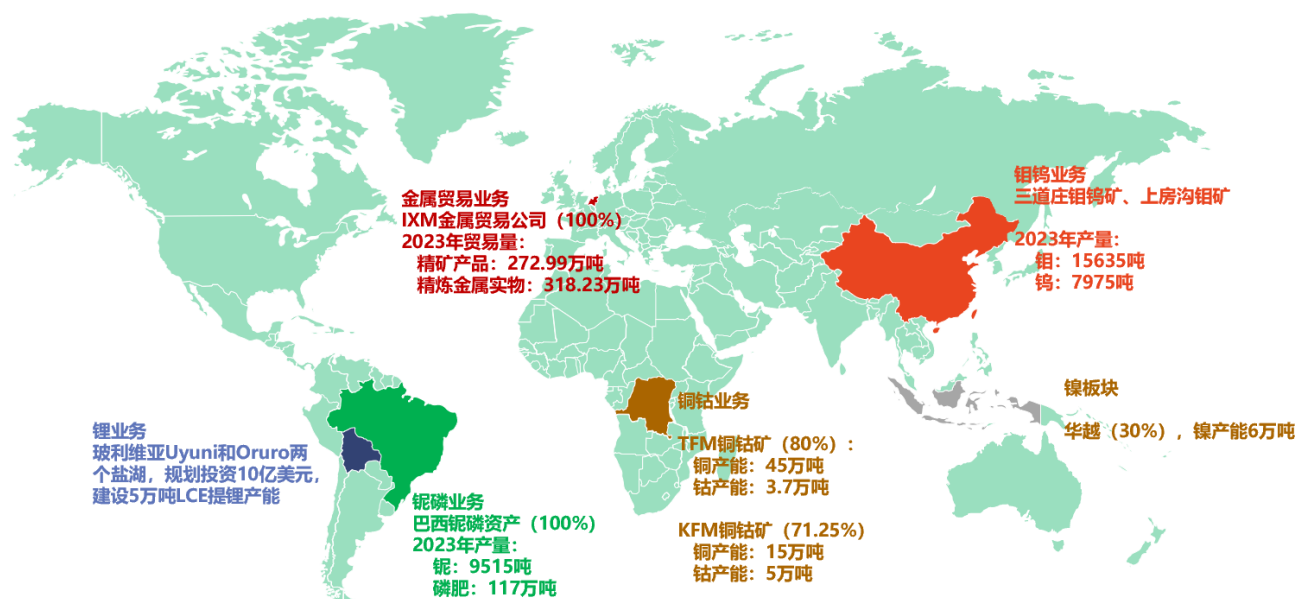


来源：Wind，中泰证券研究所

继续重申：公司进入产能释放年，维持“买入”评级

- 洛阳钼业是一家综合性矿业公司，已经初步完成全球化的资产布局，拥有世界级的资源，涉及铜、钴、锂、镍、钼、钨、铌、磷等多个金属品种，有望平滑周期波动。当前刚果金形成铜产能 60 万吨+钴产能 8.7 万吨，真正实现将公司资源优势转化为产量优势，2024 年是公司国际化 2.0 开启之年，未来 5 年完成“上台阶”的目标，初步进入全球一流矿业公司之列：实现年产铜 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨、钼金属 2.5-3.0 万吨、铌金属超 1 万吨。

图表 15：公司全球业务布局



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **盈利预测及估值:** 我们上调 2024-2026 年铜价假设为 7.5、8.0、8.3 万元/吨, 预计公司 24-26 年归母净利润分别为 113.14、139.57 和 166.97 亿元 (24-26 年净利润预测前值为 105.61、114.63、127.01 亿元), 按照 8 月 26 日收盘 1650 亿元市值计算, 对应 PE 分别为 14.6、11.8、9.9X, 维持“买入”评级。

风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司主要产品为铜、钴、钨、钼、金、镍、磷, 均具有较强周期性的特点, 公司业绩也与主营产品价格的走势基本保持一致, 其中钴价的波动对公司业绩的影响更为明显。
- **在建项目投产进度不及预期的风险。**公司远期铜规划产能 80-100 万吨, 产能释放的进度将会直接影响公司未来业绩的增长。
- **海外矿业投资政治风险。**公司主要矿产资源分布在刚果金、巴西等海外国家, 可能会产生海外投资风险。
- **新能源汽车销量不及预期的风险。**公司主营产品钴是新能源车的重要原材料, 产品销量及价格均与新能源汽车景气度息息相关。
- **需求测算偏差风险。**报告需求测算均基于一定前提假设, 存在实际达不到、不及预期风险, 可能会导致供需结构发生转变, 从而导致对主要产品价格的误判。
- **研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。**研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析, 相关数据存在更新滞后的风险。

图表 16: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	30,716	60,375	53,564	93,631	营业收入	186,269	203,088	204,333	213,708
应收票据	0	0	0	0	营业成本	168,158	167,981	168,587	172,433
应收账款	1,132	1,234	1,242	1,299	税金及附加	3,084	3,363	3,383	3,539
预付账款	1,182	2,520	2,529	2,586	销售费用	155	203	204	214
存货	31,430	32,207	57,994	40,025	管理费用	2,387	2,579	2,595	2,714
合同资产	0	0	0	0	研发费用	327	406	409	427
其他流动资产	19,187	16,354	16,650	17,180	财务费用	3,004	2,165	2,412	2,303
流动资产合计	83,648	112,691	131,979	154,722	信用减值损失	-4	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-141	0	0	0
长期股权投资	2,229	2,229	2,229	2,229	公允价值变动收益	1,681	-3,961	0	0
固定资产	35,604	33,565	31,726	30,073	投资收益	2,483	189	157	157
在建工程	10,621	10,721	10,721	10,621	其他收益	112	1	1	1
无形资产	22,960	22,397	22,595	23,064	营业利润	13,288	22,620	26,901	32,236
其他非流动资产	17,913	17,935	17,964	17,985	营业外收入	25	0	0	0
非流动资产合计	89,327	86,847	85,235	83,971	营业外支出	105	0	0	0
资产合计	172,975	199,538	217,214	238,693	利润总额	13,208	22,620	26,901	32,236
短期借款	24,954	30,000	30,000	30,000	所得税	4,677	7,917	9,415	11,283
应付票据	1,142	1,141	1,145	1,171	净利润	8,531	14,703	17,485	20,954
应付账款	3,556	3,552	3,565	3,647	少数股东损益	281	3,389	3,528	4,257
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	8,250	11,314	13,957	16,697
合同负债	2,515	3,656	3,678	3,847	NOPLAT	10,471	16,110	19,053	22,450
其他应付款	4,746	4,746	4,746	4,746	EPS (按最新股本摊薄)	0.38	0.52	0.65	0.77
一年内到期的非流动负债	3,770	3,770	3,770	3,770					
其他流动负债	8,297	8,414	8,430	8,543	主要财务比率				
流动负债合计	48,980	55,278	55,334	55,723	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	18,768	26,768	27,768	28,768	成长能力				
应付债券	2,000	2,000	2,000	2,000	营业收入增长率	7.7%	9.0%	0.6%	4.6%
其他非流动负债	31,264	31,264	31,264	31,264	EBIT增长率	39.6%	52.9%	18.3%	17.8%
非流动负债合计	52,032	60,032	61,032	62,032	归母公司净利润增长率	36.0%	37.1%	23.4%	19.6%
负债合计	101,012	115,311	116,366	117,755	获利能力				
归属母公司所有者权益	59,540	68,416	81,510	97,343	毛利率	9.7%	17.3%	17.5%	19.3%
少数股东权益	12,422	15,811	19,339	23,595	净利率	4.6%	7.2%	8.6%	9.8%
所有者权益合计	71,962	84,227	100,848	120,938	ROE	11.5%	13.4%	13.8%	13.8%
负债和股东权益	172,975	199,538	217,214	238,693	ROIC	12.9%	16.3%	17.3%	18.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	58.4%	57.8%	53.6%	49.3%
					债务权益比	112.2%	111.4%	94.0%	79.2%
					流动比率	1.7	2.0	2.4	2.8
					速动比率	1.1	1.5	1.3	2.1
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.9
经营活动现金流	15,542	25,350	-1,452	45,514	应收账款周转天数	2	2	2	2
现金收益	14,295	21,663	24,500	27,758	应付账款周转天数	5	8	8	8
存货影响	824	-777	-25,787	17,969	存货周转天数	68	68	96	102
经营性应收影响	757	-1,440	-17	-115	每股指标 (元)				
经营性应付影响	-1,111	-5	17	107	每股收益	0.38	0.52	0.65	0.77
其他影响	777	5,909	-166	-205	每股经营现金流	0.72	1.17	-0.07	2.11
投资活动现金流	-10,659	-5,708	-3,083	-3,280	每股净资产	2.76	3.17	3.77	4.51
资本支出	-10,784	-2,292	-2,962	-3,217	估值比率				
股权投资	-295	0	0	0	P/E	20	14.6	11.8	9.9
其他长期资产变化	420	-3,416	-121	-63	P/B	3	2	2	2
融资活动现金流	-8,606	10,017	-2,276	-2,167	EV/EBITDA	30	19	17	15
借款增加	1,354	13,046	1,000	1,000					
股利及利息支付	-6,762	-4,664	-5,108	-5,786					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-3,198	1,635	1,832	2,619					

来源: 公司公告、Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。