

# 矿业巨头启示录系列之一：以终为始， 跨越周期——嘉能可和洛钼解密

他山之石可以攻玉，我们计划打造矿业巨头启示录系列深度报告，探究全球矿业巨头的成长历史，总结矿业巨头发展的关键成因，寻求矿业公司发展的可行路径，通过梳理全球前二十大矿企发现，嘉能可和洛阳钼业具有相似的经营思路和成长路径，因此第一篇报告以嘉能可和洛阳钼业为研究对象。

**1. 嘉能可 (Glencore): 激进五十载，“野心与疯狂”铸就全球大宗商品之王。** 嘉能可由传奇商人马克·里奇创立，总部位于瑞士巴尔，从初期的石油贸易商逐渐崭露头角，经历五十载狂飙突进，已成为全球最大的大宗商品贸易商，也是全球第五大矿业企业、第一大电煤贸易企业和铬铁生产商、第一大锌生产商、第五大铜矿开采商、第三大镍矿开采商以及第二大钴生产商。我们认为嘉能可崛起有五大成因：(1) 特殊的时代背景；(2) “矿业+贸易”双轮驱动，上下游产业链全面融合；(3) 刻在骨子里的“并购基因”，拥有逆周期和长期投资理念；(4) 多元化大宗商品品类组合；(5) 掌握行业话语权，多次实现“控量保价”。

**2. 洛阳钼业：“逆周期扩张+双轮驱动”成长为矿业巨头。** 洛阳钼业以钼钨生产起家，股权混改后在海外积极扩张，现拥有钼钨铜钴铌磷等多个矿产资源品类，并延伸至新能源金属和矿业贸易，依靠“矿山+贸易”的双轮驱动发展模式完成多品种资源、贸易平台化布局，实现跨越式发展，已成为全球最大白钨生产商之一、第一大钴生产商、第二大铌生产商、重要的钼生产商、领先的铜生产商及巴西第二大磷肥生产商。我们认为五大关键因素推动洛阳钼业崛起：(1) 三次所有制改革激活了企业发展的内生动力，实现了市场化和国际化战略转型；(2) 坚定全球化、逆周期的并购和出售思路，打造多元化的矿产资源组合优势；(3) 锚定嘉能可，采取“矿业+贸易”的双轮驱动发展战略；(4) 创新管理模式，通过改革管理层、推出股权激励政策、提高 ESG 评级、持续推进降本增效等方式提升管理效率。(5) “三步走”战略规划明确，开启国际化 2.0 进程。

**3. 以终为始，跨越周期：“矿山+贸易”是矿业企业成长的可行之路。** 我们对比嘉能可和洛阳钼业成长史发现，两大矿业巨头具备以下三个相同点：一是两大矿业巨头均以“大宗商品贸易+资源并购开发”双轮驱动模式发展，嘉能可是该模式的先驱，洛阳钼业则采取与嘉能可相似的发展路径，两者均取得良好的发展，二是嘉能可和洛阳钼业的每一次跨越式发展均基本是以并购尤其是大型并购的路径实现，表明并购是矿业企业发展的重要路径，且具备逆周期特征，三是嘉能可和洛阳钼业都是多资源品类布局，且在每个领域都具备较高的市场地位，掌握行业话语权，能够通过调整自身经营策略影响甚至改变行业趋势。

**风险提示：**

- (1) 大宗商品需求下滑的风险
- (2) 供应端出现大幅增产的风险
- (3) 地缘政治的风险

有色金属

评级：看好

日期：2024.12.30

分析师 曾俊晖

登记编码：S0950524100001

☎：021-61102510

✉：zengjh1@wzkq.com.cn

行业表现

2024/12/30



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《有色金属脉动跟踪：矿业并购时代，交易方式如何选择？》(2024/12/24)
- 《中资矿企风险勘查之路：破局与寻向》(2024/12/23)
- 《有色金属脉动跟踪：仍需关注降息预期+“特朗普交易”》(2024/12/19)
- 《中国优势金属，谁主沉浮？》(2024/12/12)
- 《卫星相关的锗产业空间有多大？》(2024/12/10)
- 《有色金属脉动跟踪：并购与勘探，谁是矿业公司资源增长的主力军？》(2024/12/5)
- 《有色金属脉动跟踪：地缘冲突升级，金价走强》(2024/12/2)
- 《有色金属脉动跟踪：铜铝材出口退税取消，美元走强主要金属价格承压》(2024/11/20)
- 《十倍增长潜力来袭：镁合金耐蚀性突破开启市场增量新蓝海》(2024/11/20)
- 《财政部取消铜材、铝材出口退税，加工贸易的“供给侧改革”》(2024/11/20)

## 内容目录

引言 .....	4
一、嘉能可：激进五十载，“野心与疯狂”铸就全球大宗商品之王 .....	5
1.1 嘉能可是全球最大的大宗商品交易者 .....	5
1.2 嘉能可发展历史分为四个阶段 .....	9
1.3 嘉能可崛起的五大成因 .....	16
1.3.1 特殊的时代背景成就嘉能可 .....	16
1.3.2 “矿业+贸易”双轮驱动，上下游产业链全面融合 .....	16
1.3.3 刻在骨子里的“并购基因”，拥有逆周期和长期投资理念 .....	17
1.3.4 嘉能可具有多元化大宗商品品类组合 .....	19
1.3.5 嘉能可多次利用自身市场影响力“控量保价” .....	19
二、洛阳钼业：“逆周期扩张+双轮驱动”成长为矿业巨头 .....	21
2.1 洛阳钼业是国内有色金属矿业巨头 .....	21
2.2 洛阳钼业发展历史可分为三个阶段 .....	23
2.3 五大关键因素助力洛阳钼业崛起 .....	24
2.3.1 三次所有制改革助力洛钼腾飞，成就国企改革典范 .....	24
2.3.2 洛阳钼业逆周期收购优质资源项目 .....	26
2.3.3 “矿业+贸易”的双轮驱动，向嘉能可看齐 .....	27
2.3.4 洛阳钼业通过多方式管理创新提高管理运营效率 .....	28
2.3.5 洛阳钼业“三步走”战略规划明确，开启国际化 2.0 进程 .....	29
2.4 洛阳钼业投资能力优异，善于运用资本工具改善资产负债表 .....	29
三、“大宗商品贸易+资源并购开发”是矿业企业成长的可行之路 .....	30
风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1：全球前二十大矿业巨头 .....	4
图表 2：全球矿业巨头主要分为两类 .....	5
图表 3：矿业企业主要有两条成长路径 .....	5
图表 4：前任 CEO 伊万格拉森伯格仍是嘉能可第一大股东（截至 2024 年 2 月 29 日） .....	5
图表 5：嘉能可多个品种产量市占率位居前列 .....	6
图表 6：嘉能可多个品种贸易量市占率位居前列 .....	6
图表 7：pacorini 贸易模式 .....	7
图表 8：pacorini 是 LME 四大仓储运营商之一 .....	7
图表 9：嘉能可营收波动较大（单位：百万美元） .....	7
图表 10：嘉能可贸易业务营收占比较高 .....	7
图表 11：2021-2023 年嘉能可 EBITDA 较高（单位：百万美元） .....	7
图表 12：嘉能可生产业务 EBITDA 占比较高 .....	7
图表 13：嘉能可生产业务 EBITDA 利润率波动较大（单位：%） .....	8
图表 14：嘉能可资产负债率长期处于高位（单位：%） .....	8
图表 15：嘉能可经营现金流稳定（单位：%） .....	9

图表 16: 嘉能可发展历史分为四个阶段.....	9
图表 17: 三次石油危机期间原油价格大幅上涨.....	10
图表 18: 1993 年 Marc Rich & Co. AG 更名为 Glencore.....	11
图表 19: 嘉能可在大宗商品低位时向上游扩张建立多元贸易体系 .....	12
图表 20: 嘉能可在 1998-2001 年净利润大幅增长 (单位: 百万美元) .....	12
图表 21: 嘉能可前任 CEO 伊万·格拉森伯格.....	13
图表 22: 2000-2007 年大宗商品超级周期.....	13
图表 23: 嘉能可在大宗商品超级周期净利润大幅增长 (单位: 百万美元) .....	14
图表 24: 嘉能可逆势抄底 KCC 项目.....	14
图表 25: 嘉能可历时 405 天最终实现与超达的“世纪并购” .....	15
图表 26: 嘉能可业务覆盖全球.....	15
图表 27: 2015 年嘉能可“断臂求生” .....	16
图表 28: “矿业+贸易”双轮驱动嘉能可持续增长.....	17
图表 29: 嘉能可并购时间点选择相对宽泛.....	18
图表 30: 嘉能可并购交易以现金为主.....	18
图表 31: 煤炭和铜业务是嘉能可 EBITDA 主要贡献 .....	19
图表 32: 2016 年嘉能可对锌“控量保价”, 锌价大幅上涨.....	20
图表 33: 2016 年嘉能可锌产量和锌贸易量大幅下降.....	20
图表 34: 2015 年嘉能可对钴“控量保价”, 钴价在供需两端推动下大幅上涨.....	21
图表 35: 鸿商产业控股集团是洛阳钼业第一大股东 (截至 2024 年三季度) .....	21
图表 36: 洛阳钼业在多个矿业领域地位较高.....	22
图表 37: 洛阳钼业全球业务布局.....	22
图表 38: 洛阳钼业营收持续增长 (单位: 亿元) .....	23
图表 39: 2019 年后洛阳钼业大宗贸易业务营收占比最高.....	23
图表 40: 洛阳钼业毛利润稳定增长 (单位: 亿元) .....	23
图表 41: 铜钴业务成为洛阳钼业主要盈利贡献.....	23
图表 42: 洛钼经过三个阶段发展成长为矿业巨头.....	24
图表 43: 洛阳钼业 2004 年与 2021 年发展对比 (2022 年洛阳国资出售洛钼股权) .....	25
图表 44: Kalidas Madhavpeddi 履历 .....	26
图表 45: 洛钼在周期底部收购顶部出售.....	27
图表 46: IXM 贸易网络 .....	27
图表 47: 洛钼公告股权激励目标.....	28
图表 48: 洛钼主要资产并购和出售情况.....	29
图表 49: 洛钼上市以来直接融资占比较低 (单位: 万元) .....	30
图表 50: 洛钼通过经营和筹资保持稳定现金流 (单位: 亿元) .....	30
图表 51: 洛钼并购后利用资本市场改善负债率 (单位: %) .....	30

## 引言

他山之石可以攻玉，我们将打造矿业巨头启示录系列深度报告，探究全球矿业巨头的成长历史，总结矿业巨头发展的关键成因，寻求矿业公司发展的可行路径，发现中国矿业公司能够学习的先进经验。

梳理全球前二十大矿企，按照经营范围可以分为单一品种类型和多元化经营类型，单一品种的代表性公司有南非铜业和自由港，多元化经营类型又可以分为“多品种+勘探”和“资源+贸易”两种类型，“多品种+勘探”的代表性公司有必和必拓和紫金矿业，“资源+贸易”的代表性公司有嘉能可和洛阳钼业。按照成长路径可以分为“合并+内生增长”和“外延并购”，南非铜业和自由港是“合并+内生增长”的典型公司，“外延并购”则分为注重项目潜力和注重逆周期两个方向，必和必拓和紫金矿业由于自身勘探能力突出，并购项目时更注重项目潜力，更善于收购亏损矿、高级绿地矿，而嘉能可和洛阳钼业则是逆周期收购的代表。

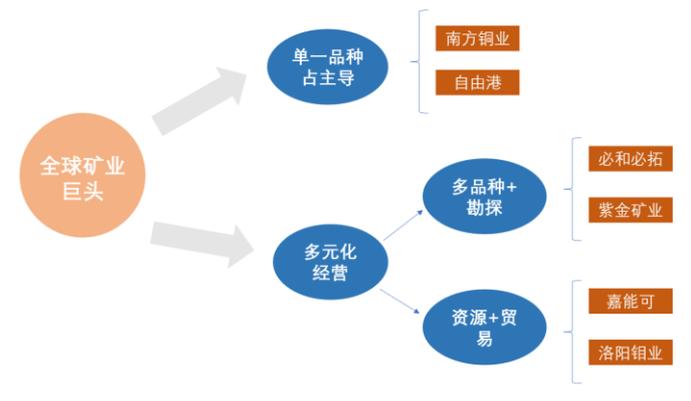
综合以上我们发现嘉能可和洛阳钼业具有相似的经营思路和成长路径，因此本篇报告以嘉能可和洛阳钼业为研究对象，以《“矿业巨头启示录”系列之一：以终为始，跨越周期——嘉能可和洛钼解密》为标题，复盘了嘉能可和洛阳钼业的成长历史，总结矿业公司发展的关键，发掘国内矿业企业成长的可行之路。

图表 1：全球前二十大矿业巨头

排名	公司	国家	成立时间	经营范围
1	必和必拓 (BHP Group)	澳大利亚	1885	多元化
2	力拓 (Rio Tinto)	澳大利亚	1873	多元化
3	南方铜业 (Southern Copper)	墨西哥	1952	铜
4	自由港-麦克莫伦 (Freeport-McMoRan)	美国	1912	铜
5	嘉能可 (Glencore)	瑞士	1974	多元化
6	紫金矿业 (Zijin Mining)	中国	1993	多元化
7	纽蒙特 (Newmont)	美国	1916	贵金属
8	淡水河谷 (Vale)	巴西	1942	多元化
9	沙特矿业 (Ma'aden)	沙特阿拉伯	1976	多元化
10	安曼矿产 (Amman Mineral)	印度尼西亚	1990	铜
11	福蒂丘金属公司 (FMG)	澳大利亚	2003	铁矿石
12	阿格尼克伊戈尔 (Agnico Eagle)	加拿大	1999	贵金属
13	英美集团 (Anglo American)	英国	2009	多元化
14	陕西煤业 (Shaanxi Coal)	中国	2004	煤炭
15	印度煤业 (Coal India)	印度	1975	煤炭
16	巴里克黄金 (Barrick Gold)	加拿大	1983	贵金属
17	惠顿贵金属 (Wheaton Precious Metals)	加拿大	2004	权利金
18	泰克资源 (Teck Resources)	加拿大	1978	多元化
19	洛阳钼业 (CMOC Group)	中国	1969	多元化
20	安托法加斯塔 (Antofagasta)	英国	1966	铜

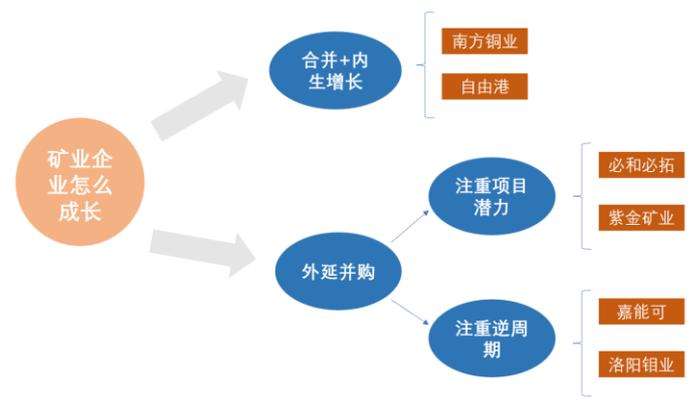
资料来源：mining.com，各公司官网，维基百科，五矿证券研究所

图表 2：全球矿业巨头主要分为两类



资料来源：五矿证券研究所

图表 3：矿业企业主要有两条成长路径



资料来源：五矿证券研究所

## 一、嘉能可：激进五十载，“野心与疯狂”铸就全球大宗商品之王

### 1.1 嘉能可是全球最大的大宗商品交易商

嘉能可(Glencore)——全球“大宗商品之王”。嘉能可(Glencore)是全球最大的大宗商品交易商，总部位于瑞士巴尔，主要业务包括能源产品和金属矿产两大块业务，其中能源产品主要是煤炭、石油产业链产品，金属矿产主要包括铜、锌、钴、铅、镍、铁铬合金、金、银等。嘉能可目前是全球最大的大宗商品贸易商，也是全球第五大矿业企业、第一大电煤贸易企业和铬铁生产商、第一大锌生产商、第五大铜矿开采商、第三大镍矿开采商以及第二大钴生产商，世界 500 强排名 24。公司在超过 40 多个国家和地区拥有办事处，拥有超过 8 万员工，在全球大宗商品市场上的影响力巨大。除第一大股东前任 CEO 伊万格拉森伯格以外，嘉能可主要股东均是投资机构，包括卡塔尔投资局、黑石集团、美国资本集团和 GQG。

图表 4：前任 CEO 伊万格拉森伯格仍是嘉能可第一大股东（截至 2024 年 2 月 29 日）



资料来源：wind，五矿证券研究所

嘉能可多个品种产量市占率位居前列。嘉能可在能源和金属矿产多个领域都具有较强影响力，铜、钴、锌、铅、镍、铬铁、动力煤等品种产量位居世界前列。2023 年全球铜产量约 2200 万吨，嘉能可铜产量 101.1 万吨，全球市占率约 4.6%，居全球第四位，2023 年全球钴产量约 23 万吨，嘉能可钴产量 4.13 万吨，全球市占率约 17.96%，居全球第一位，2023 年全球锌产量约 1200 万吨，嘉能可锌产量 91.8 万吨，全球市占率约 7.65%，居全球第一位，2023 年全球原生铅产量约 450 万吨，嘉能可铅产量 18.27 万吨，全球市占率约 4.6%，居全球第一位，2023 年全球镍产量约 360 万吨，嘉能可镍产量 9.76 万吨，全球市占率约 2.71%，居全球第四位。2023 年全球铬铁产量约 1575.53 万吨，嘉能可铬铁产量 116.2 万吨，全球市占

率约 7.38%，居全球第一位。2023 年全球煤炭出口量约 10 亿吨，嘉能可煤炭产量 1.136 亿吨，全球市占率约 11.36%，居全球第一位。

图表 5：嘉能可多个品种产量市占率位居前列

	嘉能可2023 年产量	全球2023年 产量	嘉能可全球市 占率	嘉能可排名
铜（万吨）	101.1	2200	4.60%	全球第四
钴（万吨）	4.13	23	17.96%	全球第一
锌（万吨）	91.8	1200	7.65%	全球第一
原生铅（万吨）	18.27	450	4.06%	全球第一
镍（万吨）	9.76	360	2.71%	全球第四
铬铁（万吨）	116.2	1575.53	7.38%	全球第一
出口煤炭量（亿吨）	1.136	10	11.36%	全球第一

资料来源：ifind，嘉能可公告，SMM，五矿证券研究所

**嘉能可多个品种贸易量居世界第一。**嘉能可是大宗商品贸易巨头，在多个大宗商品领域贸易量巨大，具有较大影响力，其中铜、锌、铅、镍、铁合金、氧化铝/铝、动力煤等品种贸易量居世界第一。

图表 6：嘉能可多个品种贸易量市占率位居前列

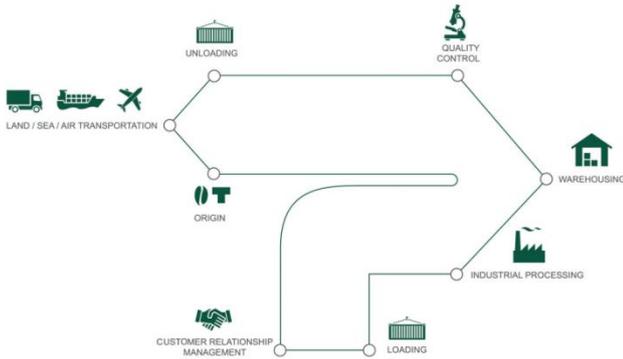
	嘉能可2023 年贸易量	全球2023年 产量	嘉能可全球 市占率	嘉能可排名
铜（万吨）	330	2200	15.00%	全球第一
锌（万吨）	250	1200	20.83%	全球第一
原生铅（万吨）	70	450	15.56%	全球第一
镍（万吨）	23.4	360	6.50%	
铁合金（万吨）	960	约8662.5	11.08%	全球第一
氧化铝/铝（万吨）	1020	14900	6.85%	全球第一
铁矿石（万吨）	7840	276000	2.84%	
煤炭（亿吨）	0.749	13.8	5.43%	
原油（亿桶）	6.45	345.6	1.87%	

资料来源：ifind，嘉能可 2023 年年报，《世界能源统计年鉴（2024 年）》，五矿证券研究所

注：煤炭为 2023 年全球海运贸易量，铁合金全球产量为估算

**嘉能可在大宗商品物流和仓储领域具有领先地位，控股子公司 Pacorini 是 LME 四大仓储运营商之一。**嘉能可在生产和贸易之外也布局了仓储和码头等基础设施业务，2010 年，嘉能可收购了 Pacorini 帕克里尼的金属业务，嘉能可控股子公司 Pacorini 与世天威、MITS 和 Henr Bath 组成 LME 四大仓储运营商，这四家公司现在运营着 505 家 LME 注册仓库，占 LME 仓库总数的 76%。嘉能可通过控制仓储，可以形成影子库存、控制大宗商品出库的速度，从而赚取货物仓储费用及现货升贴水价差。

图表 7: pacorini 贸易模式



资料来源: pacorini 官网, 五矿证券研究所

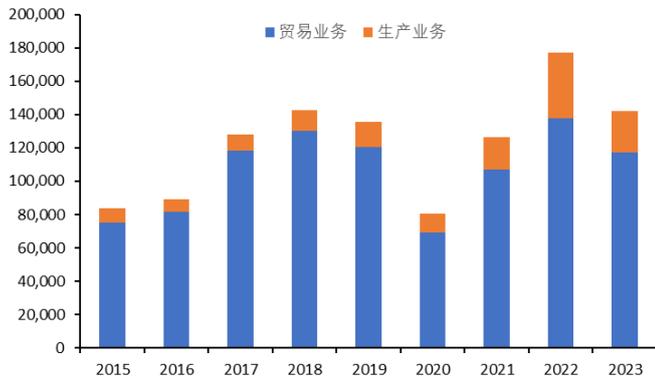
图表 8: pacorini 是 LME 四大仓储运营商之一



资料来源: pacorini 官网, 五矿证券研究所

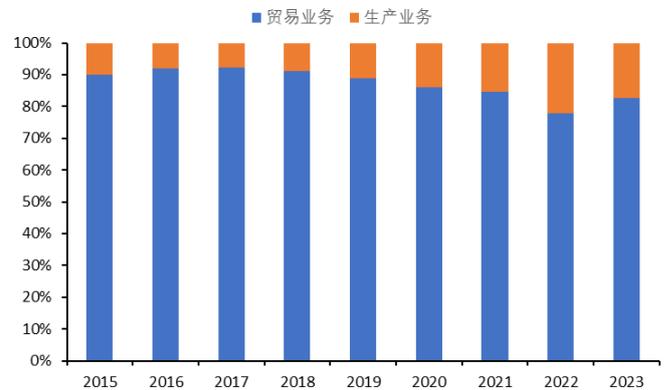
**嘉能可贸易业务贡献主要营收, 生产业务贡献主要利润。** 嘉能可营收基本跟随大宗商品周期波动, 2015-2018 年, 营收逐步增长, 2018-2020 年受美国对中国增加关税及疫情影响营收下降, 2020-2022 年随着疫情冲击减弱大宗商品价格大幅上涨, 嘉能可营收创历史新高, 2023 年随着大宗商品价格回落营收再度下降。从营收比例来看, 2015-2017 年嘉能可贸易业务营收占比在 90%左右, 2018-2022 年生产业务占比持续提升, 2022 年生产业务营收占比首次超过 20%, 2023 年小幅回落。从 EBITDA 来看, 嘉能可利润与大宗商品周期高度相关, 2022 年 EBITDA 达 241.5 亿美元, 创造历史最大盈利, 除 2020 年生产业务 EBITDA 大幅下降以外, 其他年份生产业务贡献主要利润, 2023 年生产业务贡献 EBITDA 比例超过 80%。

图表 9: 嘉能可营收波动较大 (单位: 百万美元)



资料来源: 彭博, 五矿证券研究所

图表 10: 嘉能可贸易业务营收占比较高



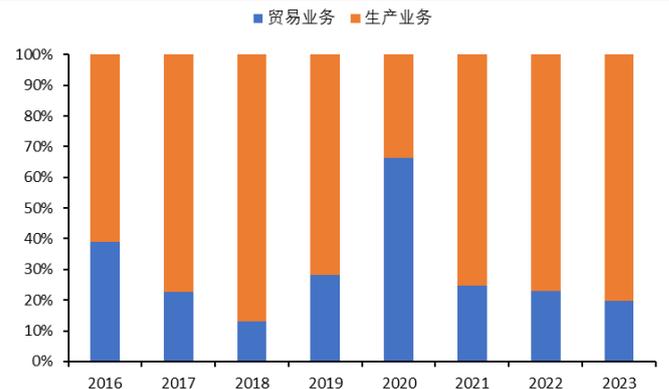
资料来源: 彭博, 五矿证券研究所

图表 11: 2021-2023 年嘉能可 EBITDA 较高 (单位: 百万美元)



资料来源: 彭博, 五矿证券研究所

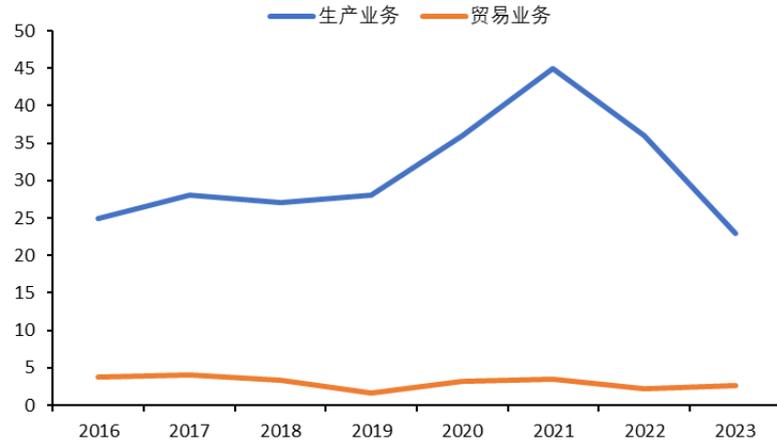
图表 12: 嘉能可生产业务 EBITDA 占比较高



资料来源: 彭博, 五矿证券研究所

生产业务盈利能力跟随周期波动，贸易业务盈利能力较低但相对稳定。嘉能可生产业务 EBITDA 利润率较高，2016-2023 年均超过 20%，但受大宗商品周期影响波动较大，2021 年生产业务 EBITDA 利润率达 45%，但 2023 年仅为 23%。嘉能可贸易业务 EBITDA 利润率较低，基本维持在 3% 左右，2023 年贸易业务 EBITDA 利润率为 2.6%。

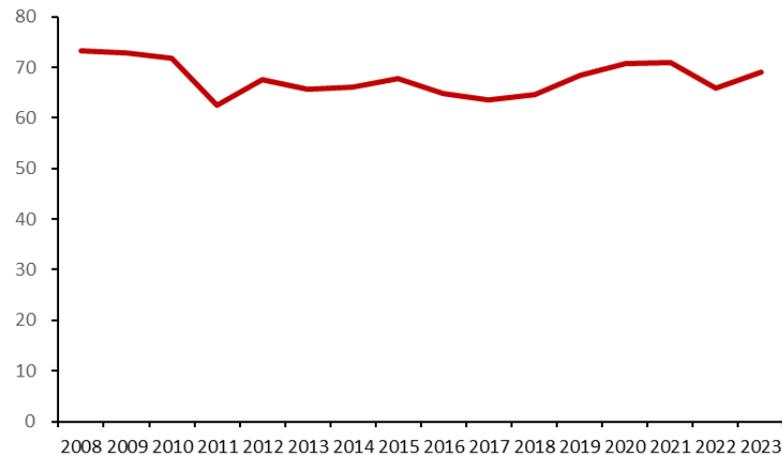
图表 13：嘉能可生产业务 EBITDA 利润率波动较大（单位：%）



资料来源：彭博，五矿证券研究所

贸易业务依赖银行信贷，资产负债率长期较高。大宗贸易业务毛利水平偏低，企业通过放大财务杠杆、扩大规模并加快周转来提高权益回报水平，因此对资金需求高，十分依赖银行信贷，而嘉能可热衷于投资并购，且以现金收购为主，公司资产负债率长期保持在 70% 左右，2023 年公司资产负债率为 69.13%。

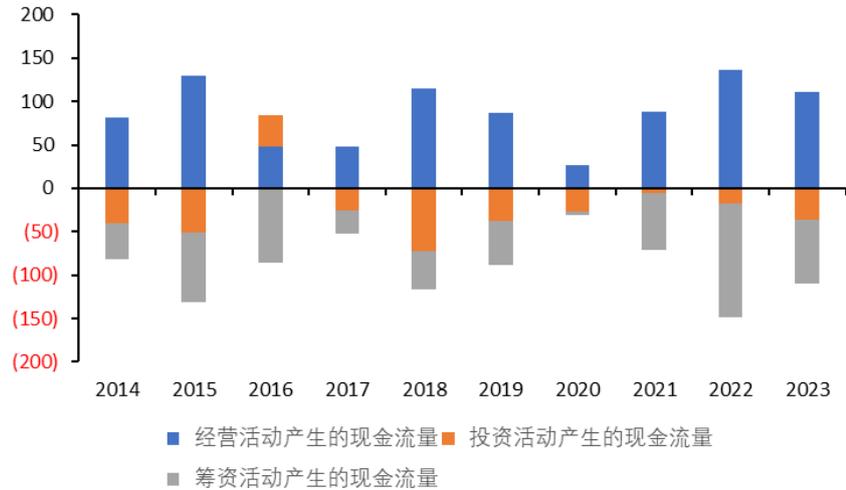
图表 14：嘉能可资产负债率长期处于高位（单位：%）



资料来源：彭博，五矿证券研究所

经营活动贡献稳定现金流，除 16 年外均有对外投资。上市以来嘉能可经营活动始终保持正向现金流，但受周期波动变化较大，2022 年以来均保持在 110 亿美元以上。投资活动现金流除 16 年以外每年均有支出，16 年受债务危机影响公司出售资产缓解现金流压力。整体来看，嘉能可每年现金余额较少，经营活动获得现金流均通过投资、还债和分红等流出。

图表 15：嘉能可经营现金流稳定（单位：%）



资料来源：wind，五矿证券研究所

## 1.2 嘉能可发展历史分为四个阶段

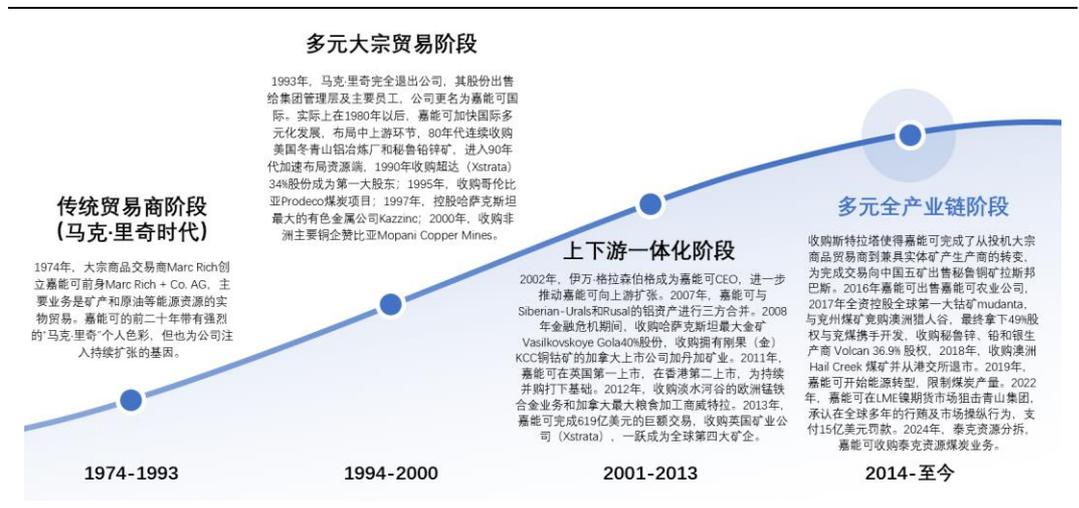
**传统贸易商阶段（1974年-1993年）：**1974年，马克·里奇（Marc Rich）创建了 Marc Rich & Co. AG，这是 Glencore 的前身，公司最初专注于国际原油和金属市场的商品交易。

**多元大宗贸易阶段（1993年-2000年）：**1993年，Marc Rich & Co. AG 更名为 Glencore，大宗商品贸易业务范围持续扩大，涵盖能源、农产品、金属和矿产等多种商品。

**上下游一体化阶段（2000年-2013年）：**2000年开始，在伊万·格拉森伯格持续推动下，嘉能可持续向上游扩张，2013年，Glencore 完成与瑞士矿业公司 Xstrata 的世纪并购，成为当时全球最大的大宗商品贸易商和全球第四大矿业企业。

**多元全产业链阶段（2014年至今）：**嘉能可已经成为多元全产业链大宗商品巨头，通过其广泛的业务网络和多元化的经营策略，对全球资源拥有显著的控制力，在全球市场多个领域和地区开展业务，包括商品交易、矿业开采、冶炼、物流和供应链管理等，开始进行资源的优化配置和风险分散。

图表 16：嘉能可发展历史分为四个阶段

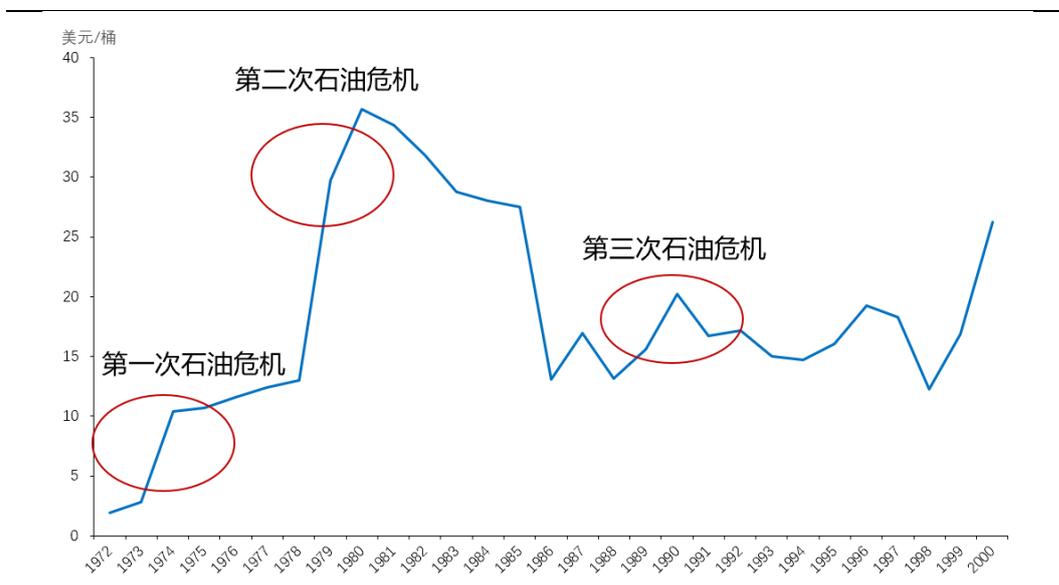


资料来源：嘉能可官网，五矿证券研究所

**传统贸易商阶段（1974-1993）：**1974年，大宗商品交易商 Marc Rich 创立嘉能可前身 Marc Rich + Co. AG，主要业务是矿产和原油等能源资源的实物贸易。嘉能可的前二十年带有强烈的“马克·里奇”个人色彩，但也为公司注入敢于冒险、持续扩张的基因。

**马克·里奇（1934-2013）：“石油之王”、“大宗商品教父”。**据《交易的世界》书中描述，嘉能可创始人马克·里奇 1934 年出生于一个比利时安特卫普犹太家庭，年少时就展现出过人的贸易天赋，二战期间随父亲逃至美国，成年后进入菲利普兄弟公司，主要做矿石和金属的贸易生意，凭借过人的胆识和无所不用手段成为公司最赚钱的交易员。尤其在 20 世纪 60 年代冷战期间，国际局势日趋紧张，马克·里奇凭借与伊朗政府的关系，提前获知石油减产和禁运的消息，囤积大量石油豪赌价格上涨，最终在 1973 年秋天第一次石油危机爆发，石油价格暴涨 3 倍多，马克·里奇一举赚到了数亿美金，但由于奖金问题宣布辞职，自立门户创立嘉能可前身 Marc Rich + Co. AG。

图表 17：三次石油危机期间原油价格大幅上涨



资料来源：wind，五矿证券研究所

**时势造英雄，三次石油危机成就马克·里奇。**自立后的马克·里奇开创“战斗贸易”模式，从局势动荡的国家取得贸易权，凭借着与伊朗、苏联、古巴等国建立的友好关系，打破了“石油七姐妹”的利益集团，成为现代大宗商品贸易的建立者和国际石油交易的主要参与者。20 世纪 80 年代初，里奇成为全球最大的独立原油交易商，马克里奇公司创造的利润，超过瑞士最大的银行瑞银，可以排在美国所有公司的前十。

### 第一次石油危机（1973 年）

1973 年，第四次中东战争爆发，以美国为首的西方国家支持以色列，OPEC 阿拉伯国家决定采取石油禁运措施，导致油价大幅上涨，美国原油价格从禁运前的 3 美元/桶上涨至禁运后的 12 美元/桶。

### 第二次石油危机（1979 年）

1979 年，伊朗爆发“伊斯兰革命”推翻了巴列维王朝，导致石油生产和出口基本停滞，随之而来的两伊战争的爆发进一步加剧了供应短缺，国际油价从 15 美元/桶翻了一番多，达到每桶 39.50 美元。

### 第三次石油危机（1990 年）

1990年，伊拉克入侵科威特，伊拉克和科威特作为重要的石油生产国，引起原油价格大幅上涨，原油价格从每桶13美元上涨至27美元。

图表 18：1993年 Marc Rich & Co. AG 更名为 Glencore



资料来源：全国能源信息平台，五矿证券研究所

由于和伊朗、苏联等原油国有生产国建立了良好的关系，凭借着对世界局势的洞察，从各种规则的缝隙里获取利润，马克·里奇在三次石油危机时总能提前获知消息并囤积大量原油，等价格飙涨后卖出获得巨额盈利，马克·里奇彻底改变了大宗商品贸易，被称为真正的“石油之王”。

**嘉能可早期就热衷于扩张。**嘉能可前身马克里奇公司早期就热衷于持续扩张，通过不断收购采矿、冶炼、精炼和加工行业的公司，拓展业务范围。1981年，公司收购荷兰谷物贸易公司 Granaria，后更名为 Glencore Agriculture（嘉能可农业），进军农产品领域，奠定了嘉能可农业产品集团的基础，随着农业板块的不断扩张，嘉能可目前已是世界上最大的小麦贸易商。1987年，通过旗下子公司购入美国冬青山铝冶炼厂 27%股份。1988年，收购秘鲁铅锌矿秘鲁 bar66.7%股份，首次取得在实体产业资产中的控股权，开始向多元化的运营企业转型。

**被美国全球通缉，锌市场控盘失败，马克·里奇狼狈出局，嘉能可（Glencore）正式成立。**1984年，马克·里奇被美司法部指控欺诈、违反禁运等多项罪名，并全球通缉，直到2001年才被比尔·克林顿总统特赦。1992年，马克·里奇拿出逾10亿美元巨资企图控制锌市场，但他押注落败并为此损失1.72亿美元。巨额亏损导致马克·里奇失去公司控制权，他被迫以估值约为10亿至15亿美元将自己51%的公司股份逐步出售给公司管理层和员工。在新领导威利·斯特霍特的带领下，公司正式更名为嘉能可（Glencore），是 Global（全球）、Energy（能源）、Commodities（大宗商品）、Resource（资源）等四个单词的合称，而里奇公司原油部门员工离开后成立了托克集团—全球最大的独立原油及成品油贸易商之一。

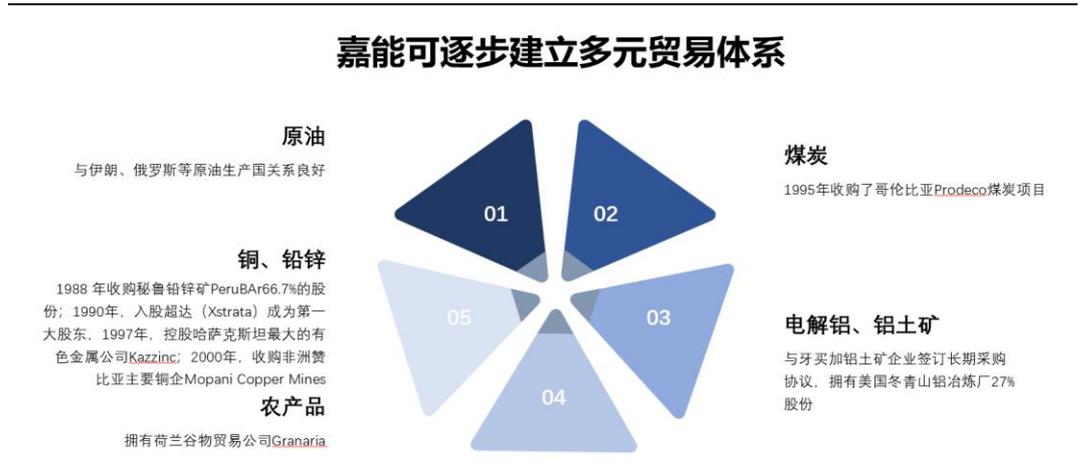
**马克·里奇的成功一方面得益于时代背景，冷战时期苏联、伊朗、古巴等国家被封锁缺乏贸易渠道，给予了大宗商品贸易商巨大的盈利空间，另一方面也得益于个人的天才头脑和冒险精神，嘉能可的成立标志着马克·里奇个人时代的终结，但马克·里奇也向嘉能可和托克注入“敢于冒险、无视规则、利润至上”的基因。**

**多元大宗贸易阶段（1994-2000）：**1993年，Marc Rich & Co. AG 更名为 Glencore，摆脱了马克里奇的嘉能可驶上快车道，在威利·斯特霍特带领下加快国际多元化发展，且在东欧剧变苏联解体后，全球大宗商品贸易市场面临重构，嘉能可抓住机会，通过一系列并购和策略合作，业务领域已涵盖原油、煤炭、铜铅锌、铝和农产品，同时也开始向金融服务和物流拓

展，为其主营业务提供后盾。

**大宗商品低潮期加速扩张，逐步建立多元贸易体系。**20世纪90年代在全球经济在亚洲四小龙辉煌过后相对低迷，大宗商品也处于相对低潮期，嘉能可利用囤积的资金优势逐步建立起多元的贸易体系，在原油、煤炭、铜铅锌、铝和农产品等领域成为全球主要大宗商品贸易商，且向中上游布局形成一体化优势。嘉能可在20世纪80年代就开始上中上游扩张，连续收购美国冬青山铝冶炼厂和秘鲁铅锌矿，进入20世纪90年代加速布局，主要是以金融控制为主，1990年收购英国矿业公司超达（Xstrata）34%股份成为第一大股东；1995年，收购哥伦比亚Prodeco煤炭项目；1997年，控股哈萨克斯坦最大的有色金属公司Kazzinc；2000年，收购非洲赞比亚主要铜企Mopani。

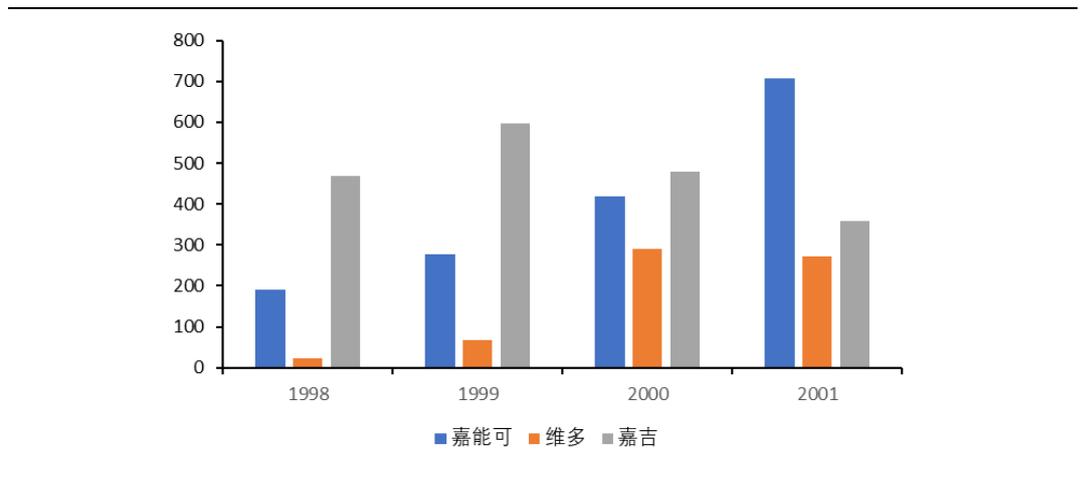
图表 19：嘉能可在大宗商品低位时向上游扩张建立多元贸易体系



资料来源：嘉能可官网，五矿证券研究所

**21世纪初嘉能可净利润超7亿美元，在大宗商品贸易行业居领先地位。**嘉能可在2000年前后完全摆脱了马克里奇的影响，盈利持续大幅增长，据《交易的世界》一书披露，在1998-2001年期间，嘉能可的净利润从不到2亿美元大幅增长至超过7亿美元，年均复合增长率超过50%，在大宗商品贸易行业居领先地位，2001年净利润超过维多和嘉吉两个老牌大宗商品贸易商。

图表 20：嘉能可在1998-2001年净利润大幅增长（单位：百万美元）



资料来源：《交易的世界》，五矿证券研究所

**上下游一体化阶段 (2001-2013)：**2002年，伊万·格拉森伯格接替威利·斯特霍特成为嘉能可CEO，进一步推动嘉能可向上游扩张。2007年，嘉能可与Siberian-Urals和Rusal的

铝资产进行三方合并。2008年金融危机期间，嘉能可收购哈萨克斯坦最大金矿 Vasilkovskoye Gola 40% 股份，收购拥有刚果（金）KCC 铜钴矿的加拿大上市公司加丹加矿业。2011年，嘉能可在英国第一上市，在香港第二上市，为持续并购打下基础。2012年，收购淡水河谷的欧洲锰铁合金业务和加拿大最大粮食加工商威特拉。2013年，嘉能可完成 619 亿美元的世纪并购，收购英国矿业公司（Xstrata），一跃成为全球第五大矿企。

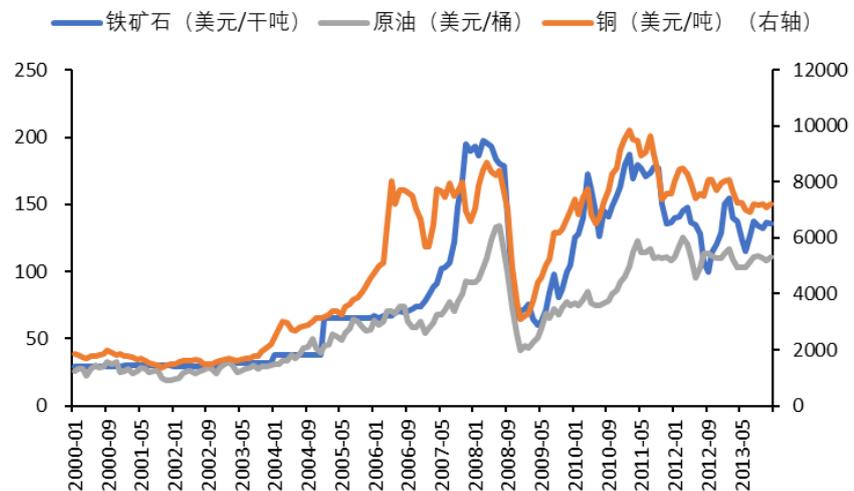
图表 21：嘉能可前任 CEO 伊万·格拉森伯格



资料来源：搜狐新闻，五矿证券研究所

**伊万·格拉森伯格：嘉能可二代掌门人，热衷于上游资源的“煤炭大王”。**伊万·格拉森伯格出生于南非，MBA 毕业后就进入嘉能可担任煤炭交易员，从内部一步一步先晋升为煤炭部门交易主管，最后担任 CEO，成为嘉能可的企业文化典范——嘉能可以培养内部员工成为管理人才为傲。伊万·格拉森伯格长期秉承着大宗商品交易员的特点，十分低调，拒绝接受一切采访，热衷于并购，在 1995 年就推动嘉能可收购哥伦比亚 Prodeco 煤炭项目，伊万·格拉森伯格的上位开启了嘉能可疯狂并购的时代。

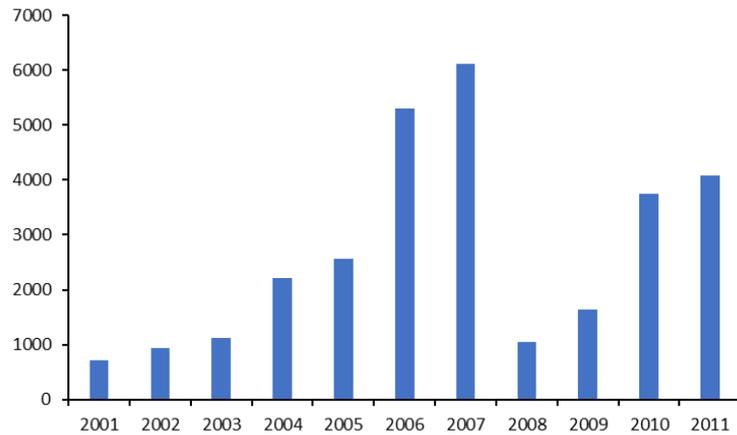
图表 22：2000-2007 年大宗商品超级周期



资料来源：if ind, 五矿证券研究所

**大宗商品超级周期，嘉能可乘风而起。**2000年以后，中国经济快速发展，成为全球经济的主要引擎，工业化和城市化进程的加速以及货物贸易的快速发展，推动了大宗商品市场的超级周期，同时美联储放松金融监管，开启了金融机构投行涉足大宗商品全领域的制度大门，2000-2007年，大宗商品迎来长达8年的大牛市，原油价格涨幅超过5倍，铁矿石价格涨幅超过6倍，铜价涨幅超过5倍，使得嘉能可盈利爆增，2001-2007年，嘉能可净利润从7.08亿美元增长至61.14亿美元，年均增长43.2%。

图表 23：嘉能可在大宗商品超级周期净利润大幅增长（单位：百万美元）



资料来源：《交易的世界》，嘉能可招股书，五矿证券研究所

**金融危机逆势抄底，成为全球钴王。**2008年全球金融危机中，刚果（金）铜钴资源的加拿大上市公司加丹加矿业（Katanga Mining）市值蒸发了90%，陷入资金困境，嘉能可以提供5亿美元融资为条件发起收购，成功获得74.4%的股权，之后股权增至86%。刚果（金）供应着全球60%以上的钴，加丹加矿业与刚果（金）政府旗下的公司共同经营Kamoto铜业公司（KCC），KCC年产铜能力可超过30万吨，年产钴能力可达3.4万吨，约占当年全球钴年产量的三成，奠定了其全球钴王的地位。

图表 24：嘉能可逆势抄底 KCC 项目



资料来源：矿冶园 五矿证券研究所

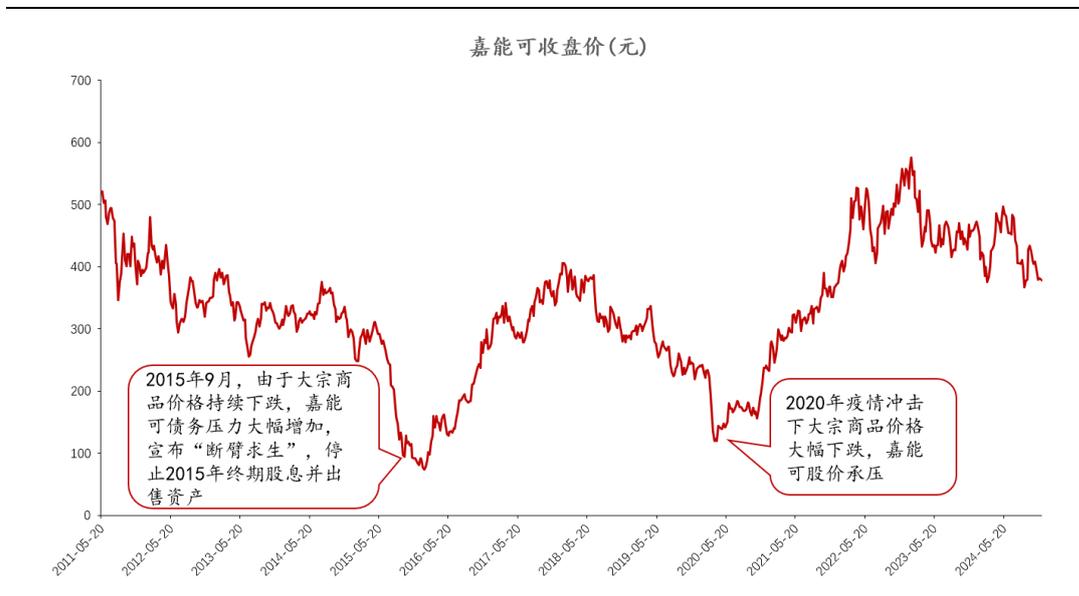
**伦交所史上最大 IPO。**早在2009年，嘉能可曾经通过出售可转债的方式融资，为2011年的IPO作铺垫，2011年5月，嘉能可在伦敦证券交易所第一次上市、并在香港证券交易所二次上市，IPO总规模为11.69亿股，包括由公司发行9.23亿股新股及由原始股东出售2.46亿股，融资规模约75亿美元，融资主要目的是收购加拿大粮食加工商Viterra和英国矿业公司超达（Xstrata），上市前市值约590亿美元。

**收购超达完成世纪并购，改写全球矿业格局。**2012年，嘉能可以每股16.25加元现金收购估



**2015年债务危机爆发，嘉能可“断臂求生”。**2013年收购超达（Xstrata）后嘉能可成为全球矿业巨头，但债务压力大增，2015年由于大宗商品价格下跌，嘉能可债务危机爆发，不得不“断臂求生”，嘉能可宣布停止2015年终期股息并出售资产以降低债务压力，并在承诺削减债务。

图表 27：2015 年嘉能可“断臂求生”



资料来源：wind，嘉能可公告，五矿证券研究所

## 1.3 嘉能可崛起的五大成因

### 1.3.1 特殊的时代背景成就嘉能可

回溯嘉能可五十年的发展史发现，嘉能可的崛起受益于特殊的时代背景，尤其是二战后的美苏冷战、21世纪第一个十年的商品大牛市以及金融资本与大宗商品市场的全面结合。

**一是美苏冷战格局下导致以原油为代表的大宗商品供需的错配。**给予大宗商品贸易商巨大的套利空间，尤其是三次石油危机中嘉能可凭借着对世界局势的洞察，从各种规则的缝隙里获得巨额利润，使得大宗商品贸易商真正站上历史的舞台。

**二是 21 世纪第一个十年的商品大牛市。**21 世纪初中国经济高速发展，大宗商品需求大幅增长，带动原油、铁矿石、铜等大宗商品价格暴涨，嘉能可享受了价格上涨的巨额利润和股权增值的双重盛宴。

**三是金融资本全面进入大宗商品领域。**早在 20 世纪 70 年代，嘉能可就充分利用金融资本的杠杆性放大大宗商品贸易，而 21 世纪初美联储批准花旗集团旗下著名的商品期货交易部门 Phibro 进行实物能源市场的交易，开启了金融机构投行涉足大宗商品全领域的制度大门，金融与大宗商品深度融合，进一步推动了大宗商品市场的繁荣。

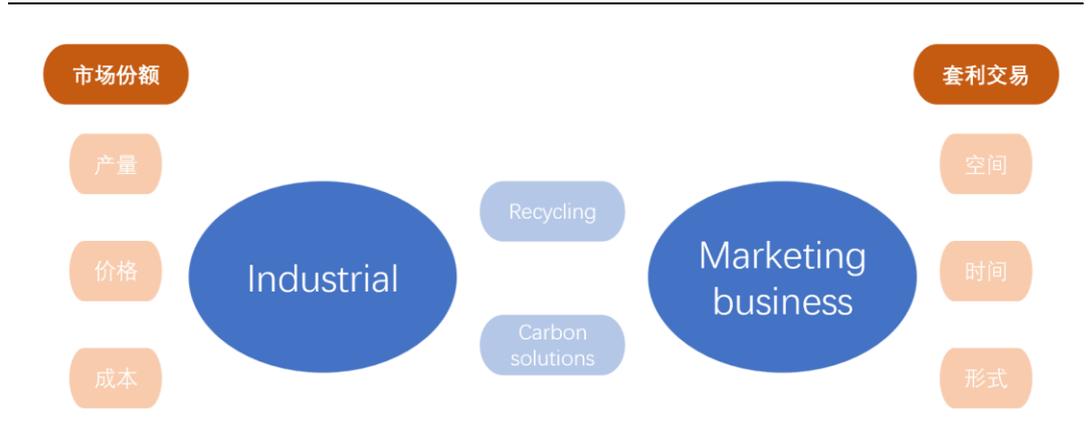
### 1.3.2 “矿业+贸易”双轮驱动，上下游产业链全面融合

**“矿业+贸易”双轮驱动嘉能可持续增长，打造上下游全产业链全面融合。**嘉能可业务分为生产业务和贸易业务两部分。**生产业务指矿产资源开发**，嘉能可通过持续的并购，已掌握众多高质量矿业资产，成为金属矿产及能源等大宗商品的重要生产商，主要包括生产铜、钴、锌、铅、镍、铬铁、煤炭等大宗商品。**贸易业务是指大宗商品采购和销售。**嘉能可建立了一套有

别于传统的大宗商品贸易盈利模式，通过提供直接融资或其他供应链金融服务，换取矿业生产企业稳定的产品包销权以及优势价格，再利用嘉能可在物流仓储方面的领先优势，借助大宗商品期货及衍生品工具，选择合适的时间地点进行交割操作，利用时空或信息优势套取利润。

“矿业+贸易”使得嘉能可业务涵盖了大宗商品的整个生命周期，从勘探、开采、生产、加工到最终的销售和分销。这种商业模式使嘉能可能够有效地控制成本、提高效率，并为客户提供一站式的解决方案。嘉能可以金融杠杆撬动大宗商品贸易，以大宗商品贸易控制自然资源开采，最终打破下游贸易商和上游生产商间的行业界限，实现对大宗商品全产业链的控制。

图表 28：“矿业+贸易”双轮驱动嘉能可持续增长



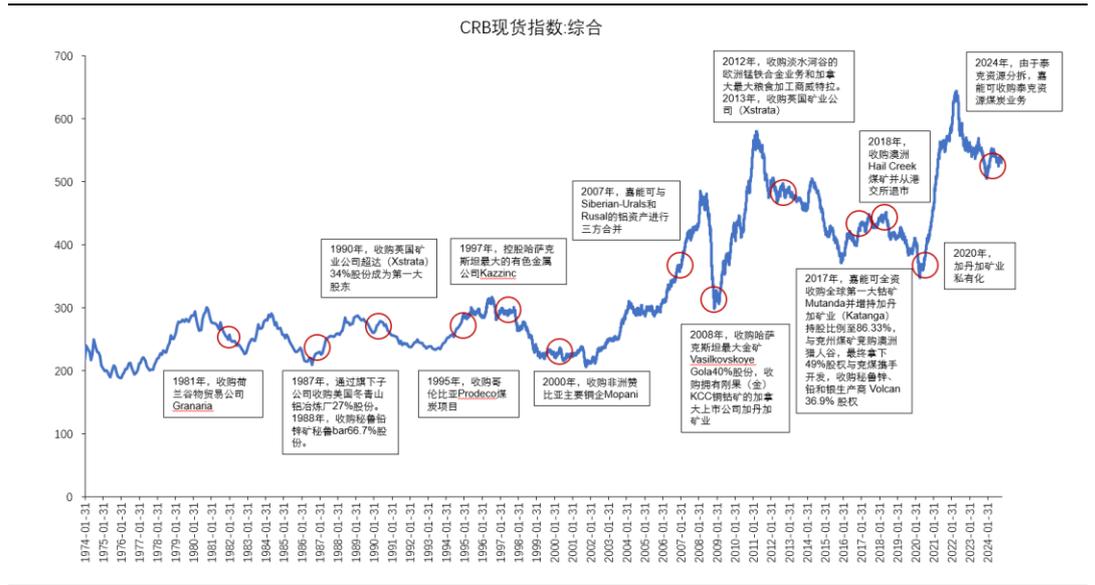
资料来源：嘉能可 2023 年年报，五矿证券研究所

### 1.3.3 刻在骨子里的“并购基因”，拥有逆周期和长期投资理念

并购是嘉能可快速扩张和增强市场竞争力的主要手段。1997 年以来，据彭博统计，嘉能可总共有 235 项项目并购或出售，平均每年并购超过 8 起，“并购基因”刻在骨子里，通过资本市场的运作，嘉能可不仅能够获得更多的资金支持，还能够通过并购来实现业务的多元化和市场的扩张。

嘉能可在有色金属领域多逆周期并购，其他资源时间点选择相对宽泛。历数嘉能可主要并购来看，公司对并购时间节点及周期要求较为宽松，其中铜钴资产以逆周期并购为主，尤其以 2000 年收购非洲赞比亚主要铜企 Mopani、2008 年收购拥有刚果（金）KCC 铜钴矿的加拿大上市公司加丹加矿业、2017 年全资收购全球第一大钴矿 Mutanda 并增持加丹加矿业（Katanga）持股比例至 86.33% 为主要代表，其他资源则没有明显周期特点，尤其是 2013 年在周期高位收购超达（Xstrata），导致公司在 2015 年大宗商品低潮期出现债务危机。

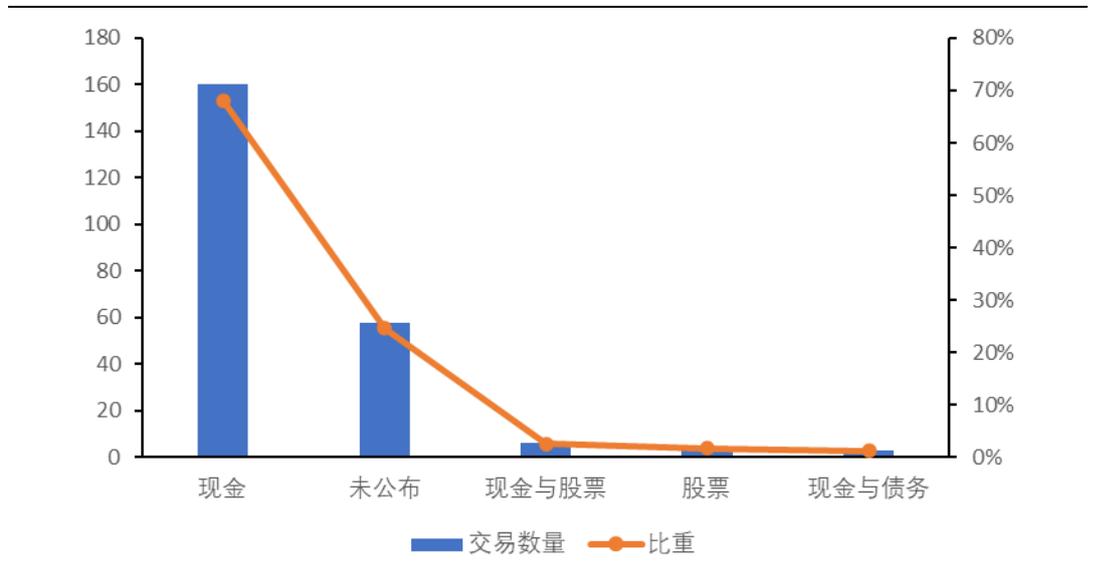
图表 29：嘉能可并购时间点选择相对宽泛



资料来源：ifind, 五矿证券研究所

**嘉能可并购多采用现金收购，更注重资产价值属性。**2011年以前嘉能可仍是私人公司，且大宗商品贸易属于轻资产业务，公司收购基本上以现金的方式进行，占比超过60%，仅收购超过以换股模式交易，从溢价情况来看，嘉能可收购的企业溢价率基本在10%左右，也有个别企业溢价率达到100%，更注重资产价值，且以达成交易为主要目标。

图表 30：嘉能可并购交易以现金为主



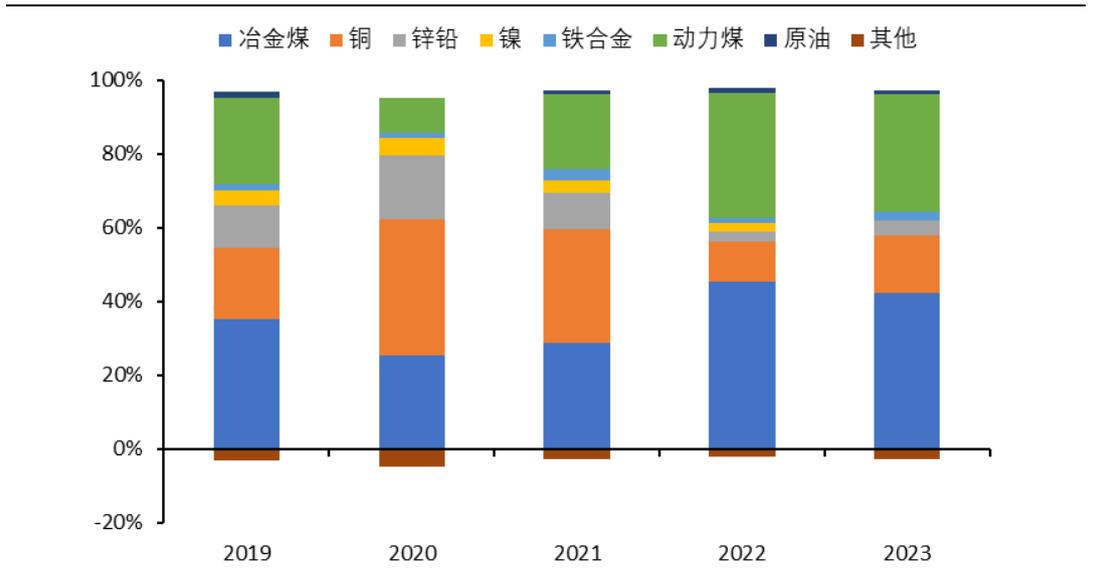
资料来源：彭博, 五矿证券研究所

**嘉能可具有长期的产业发展思路和投资理念。**嘉能可拥有三步走的产业发展思路：产业布局初期，会先与当地政府形成紧密联系，作为日后发展的重要资源；产业布局中期，根据市场环境、相关联络企业经营状况，适时介入，提供融资服务等，产业布局后期，根据自身产业发展需要，对联络企业进行并购或者追加股票投资等。嘉能可投资具备谨慎严格的原则，尤其注重长期效益及稳定性，始终以加强公司核心资源贸易业务为主要目标，并热衷于强强联手合作开发。

### 1.3.4 嘉能可具有多元化大宗商品品类组合

嘉能可具有多元化大宗商品品类组合，铜和煤炭贡献主要利润。嘉能可被誉为“大宗商品超市”，在金属、能源和农产品这三个大行业中拥有多品类产品组合，这一独特优势使得嘉能可比英国石油公司（BP）和必和必拓矿业（BHP Billiton）等单一品种生产商更具竞争力，且又胜过大宗商品品类狭窄的贸易商，比如路易达孚（Louis Dreyfus）、邦吉（Bunge）和农业贸易商嘉吉（Cargill）以及维多（Vitol）等。

图表 31：煤炭和铜业务是嘉能可 EBITDA 主要贡献



资料来源：彭博，五矿证券研究所

嘉能可拥有全球化、多元化的资产组合。嘉能可拥有全球化的产业链，业务涵盖了大宗商品的整个生命周期，从勘探、开采、生产、加工到最终的销售和分销。这种垂直整合的模式使嘉能可能够有效地控制成本、提高效率，并为客户提供一站式的解决方案。嘉能可原油贸易起家，成长至今无论是金属、矿石、煤炭、油品还是农产品，每个领域都有长期的积淀，已经是全球最大的大宗商品贸易商，也是全球第五大矿业企业、第一大电煤贸易企业和铬铁生产商、第一大锌生产商、第三大铜矿开采商、第四大镍矿开采商以及最大的钴供应商。

### 1.3.5 嘉能可多次利用自身市场影响力“控量保价”

嘉能可多次依靠市场地位“控量保价”，行业影响力显著。嘉能可在多个大宗商品领域具有市场占有率排名前列，尤其是铜、锌、钴等领域，多次利用自身市场地位“控量保价”，行业影响力显著。

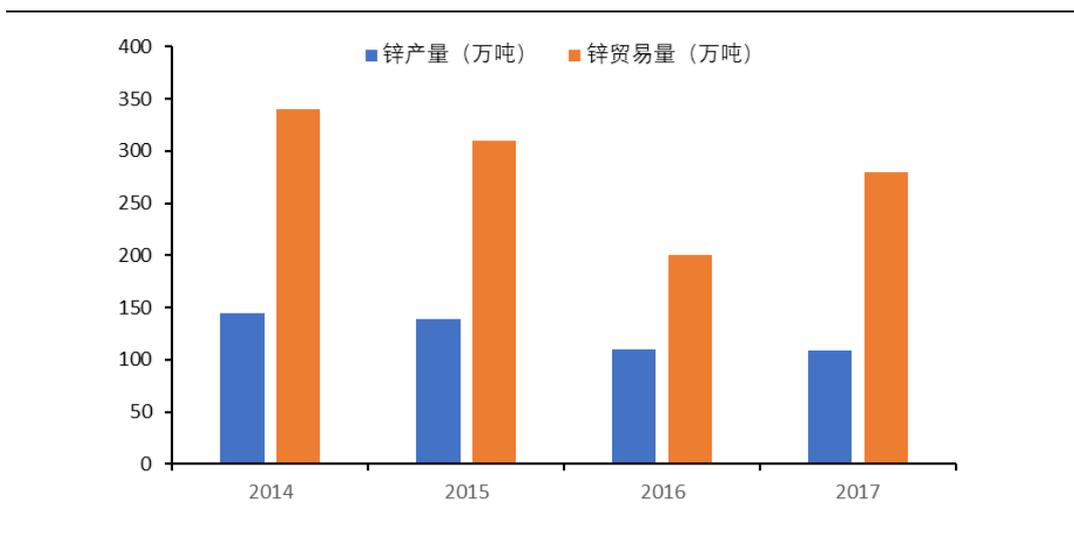
2016年嘉能可对锌“控量保价”，锌价涨幅超过1倍。嘉能可锌产量及贸易量均为全球第一，2015年嘉能可锌产量为139万吨，全球市占率超过10%，锌贸易量为310万吨，全球市占率超过25%。受全球经济下滑影响锌等大宗商品价格在2015年持续走低，2015年10月嘉能可宣布减产，2016年嘉能可锌产量为109.4万吨，同比下降21%，贸易量为200万吨，同比下降35%，随着嘉能可“减量保价”策略的实施，2017-2018年锌价持续上涨，涨幅超过100%。

图表 32: 2016 年嘉能可对锌“控量保价”， 锌价大幅上涨



资料来源: ifind, 嘉能可公告, 五矿证券研究所

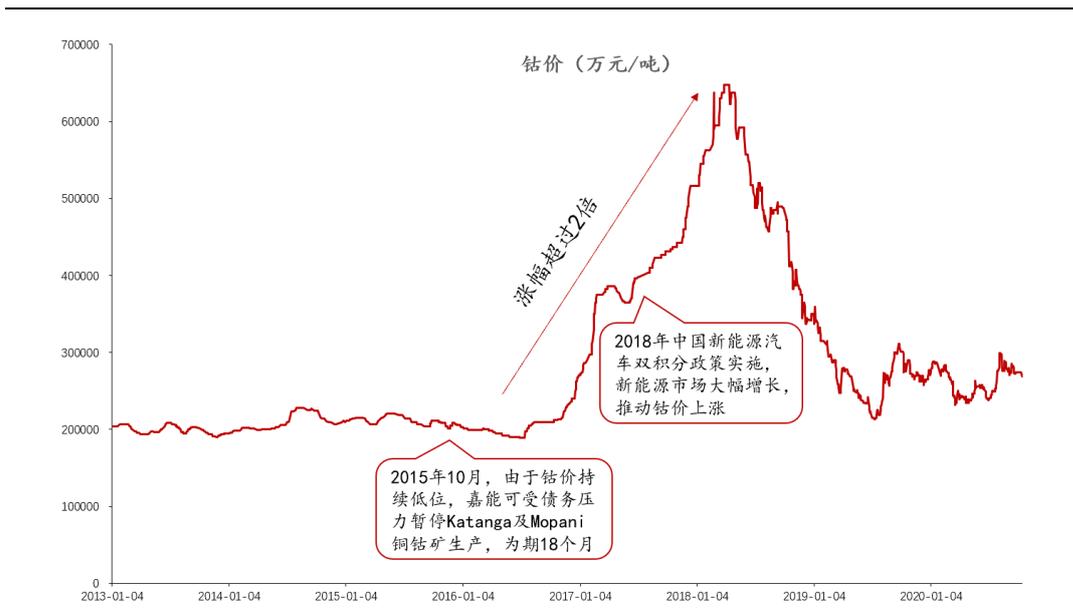
图表 33: 2016 年嘉能可锌产量和锌贸易量大幅下降



资料来源: 嘉能可公告, 五矿证券研究所

**2016 年嘉能可被动削减钴产量，中国新能源需求爆发钴价上涨超过 3 倍。** 2016 年嘉能可受债务危机影响暂停 Katanga 及 Mopani 铜钴矿生产 18 个月，叠加 2017-2018 年中国新能源汽车需求爆发，钴价暴涨超过 3 倍。

图表 34: 2015 年嘉能可对钴 “控量保价”，钴价在供需两端推动下大幅上涨



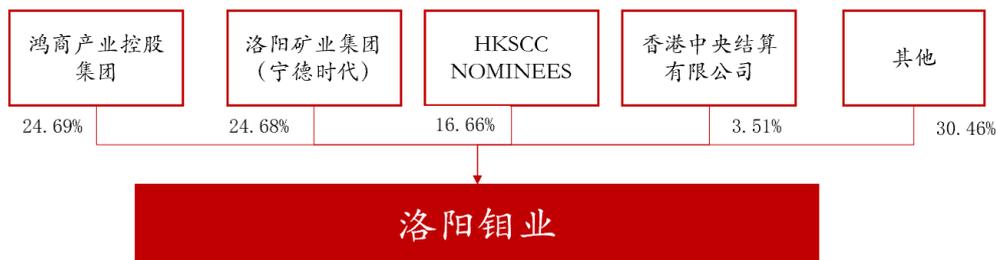
资料来源: ifind, 嘉能可公告, 交通运输部, 五矿证券研究所

## 二、洛阳钼业：“逆周期扩张+双轮驱动”成长为矿业巨头

### 2.1 洛阳钼业是国内有色金属矿业巨头

洛阳钼业是国内有色金属矿业巨头。洛阳钼业主要产品为钼、钨、铜、铌、磷、铜、钴等，主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲五大洲，是全球最大的白钨生产商之一和第二大钴、铌生产商，亦是全球前七大钼生产商和领先的铜生产商，磷肥产量位居巴西第二位，同时基本金属贸易业务位居全球前三。鸿商产业集团是公司第一大股东，持有 24.69% 股权，宁德时代子公司洛阳矿业集团是公司第二大股东，持有 24.68% 股权。

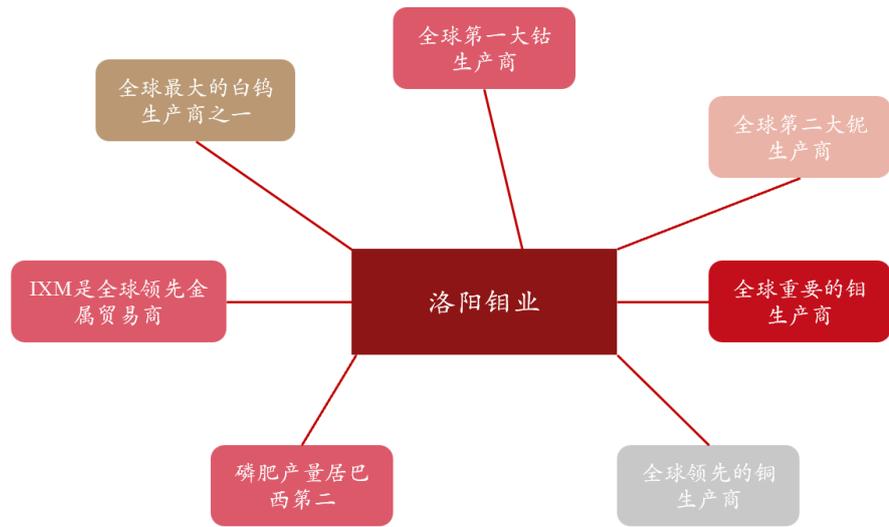
图表 35: 鸿商产业控股集团是洛阳钼业第一大股东（截至 2024 年三季度报）



资料来源: wind, 五矿证券研究所

洛阳钼业已构建优质的资产组合，在多个领域具有领先地位。洛钼通过对内加速建设在手矿山项目，对外积极并购优质资源项目，洛钼已在全球范围内建立 3 大生产基地，分别是中国钼钨基地、刚果（金）铜钴基地和巴西铌磷基地，叠加 IXM 的全球贸易网络形成了全方位业务体系，成为全球最大白钨生产商之一、第一大钴生产商、第二大铌生产商、重要的钼生产商、领先的铜生产商及巴西第二大磷肥生产商，且布局新能源赛道，参股印尼华越镍钴湿法项目，进入全球 20 强矿业公司榜单。

图表 36：洛阳钼业在多个矿业领域地位较高



资料来源：洛阳钼业官网，五矿证券研究所

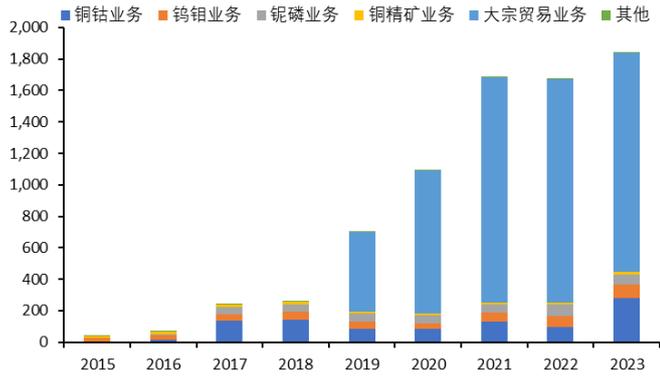
图表 37：洛阳钼业全球业务布局



资料来源：洛阳钼业官网，五矿证券研究所

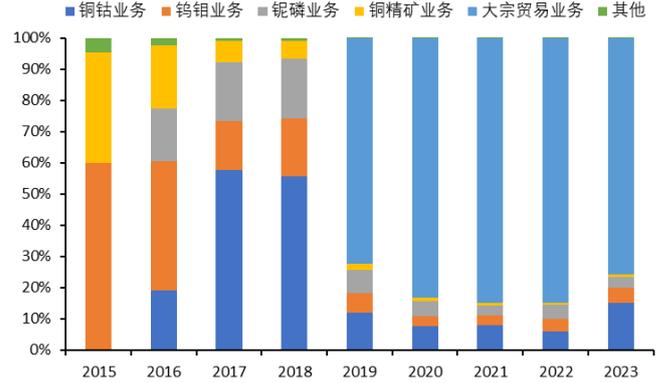
**洛阳钼业贸易业务贡献主要营收，铜钴和钨钼业务贡献主要利润。**洛阳钼业近十年营收保持稳定增长。从营收比例来看，2018 年以前铜钴业务贡献主要营收，2019 年收购 IXM 后大宗商品贸易业务贡献主要营收。从毛利润来看，钨钼和钼磷业务盈利相对稳定，铜钴业务受价格周期影响波动较大，2020-2022 年大宗商品贸易业务盈利表现较好，占比在 40% 左右，2023 年明显下降，毛利占比不足 20%，2023 年公司铜钴业务盈利亮眼，占比超过 50%。

图表 38：洛阳铝业营收持续增长（单位：亿元）



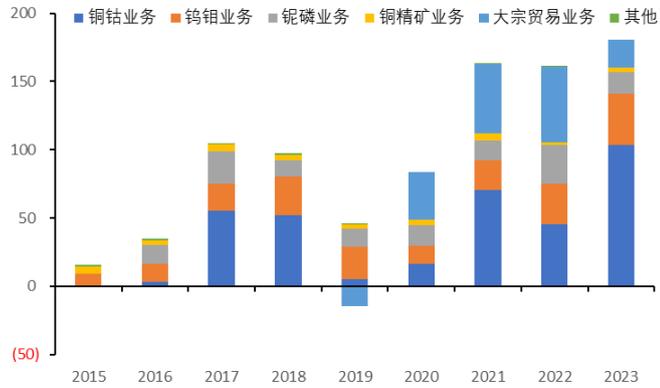
资料来源：ifind，五矿证券研究所

图表 39：2019 年后洛阳铝业大宗贸易业务营收占比最高



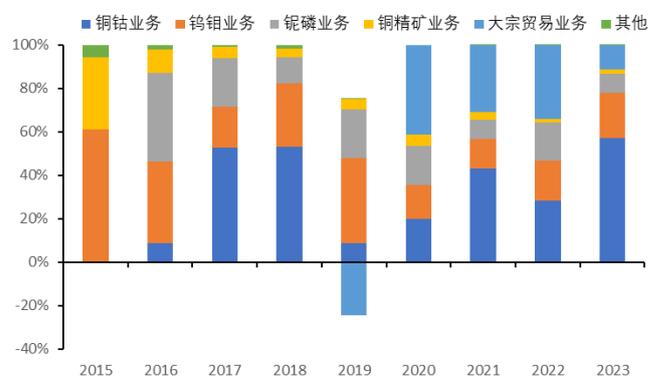
资料来源：ifind，五矿证券研究所

图表 40：洛阳铝业毛利润稳定增长（单位：亿元）



资料来源：ifind，五矿证券研究所

图表 41：铜钴业务成为洛阳铝业主要盈利贡献



资料来源：ifind，五矿证券研究所

## 2.2 洛阳铝业发展历史可分为三个阶段

根据发展模式的不同，洛钼成立至今的发展历程可分为三个阶段：

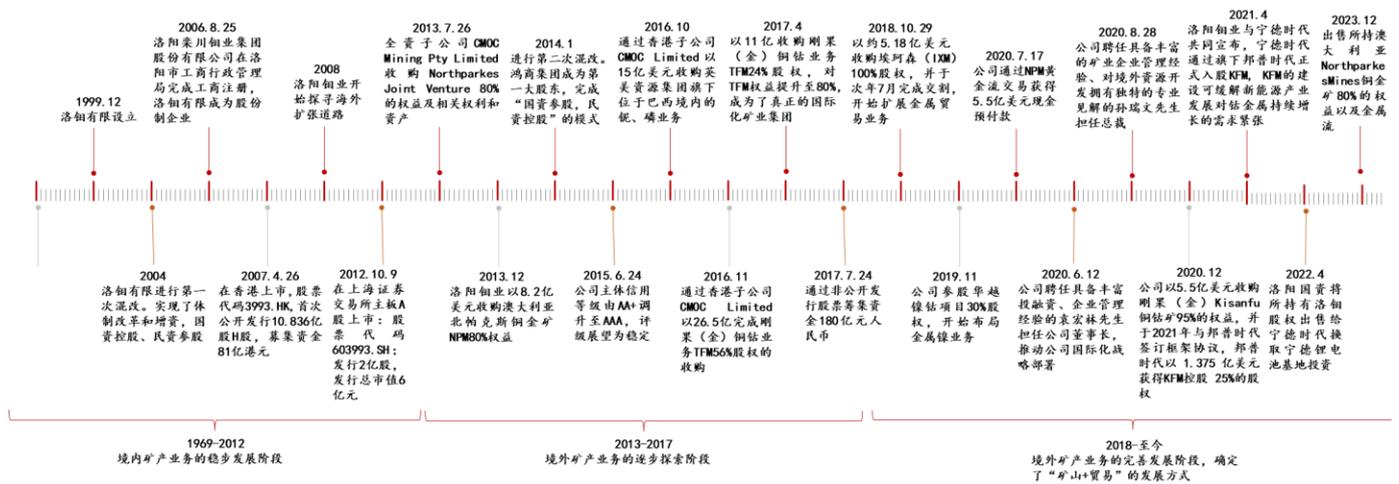
**1969 年—2012 年：稳步发展国内矿产业务。**洛钼起步于钼选矿业务，前身是国资背景下的小型实验钼选矿厂。1980~1999 年，公司分别与卢氏钼钨厂、栾川县钼业公司、栾川县冶金化工公司合并，共同成立洛阳栾川钼业集团有限责任公司；2004 年鸿商产业投资入股，公司转为国有控股和民营参股的混合所有制企业，2007 年和 2012 年公司先后在香港联交所（3993.HK）、上海证券交易所（603993.SH）上市。

**2013 年—2018 年：逆周期收购国外优质棕地矿产资源，形成国际化、多品种资源布局。**2013 年 8 月，公司在香港成立洛钼控股全资子公司，专门负责海外矿山收购。2013 年 12 月洛钼控股成功收购澳洲第四大在产铜金矿 NPM80% 的权益，公司成为澳洲第四大铜矿生产商。2014 年经历第二次混改后转为民资控股经营企业；2016 年公司以 15 亿美元收购巴西境内的铌磷业务，成为巴西境内第二大磷肥生产商。2016 年、2017 年洛钼控股分别以 26.5 亿美元、11 亿美元通过 FMDRC 和 BHR 间接收购 TFHL70%、30% 股权，合计取得 TFM 铜钴矿 80% 的权益，使公司成为全球第二大钼生产商和全球领先铜生产商。

**2018 年至今：锚定嘉能可确立“矿业+贸易”发展模式，成长为世界矿业巨头。**2018 年洛钼出资 5.18 亿美元收购 IXM 100% 股权，实现了向金属贸易业务的延伸，2019 年参股华越镍钴 30% 股权，初步布局新能源金属镍，2020 年以 5.5 亿美元获得 Kisanfu 铜钴矿 95% 矿权，

并于2021年与邦普时代签订框架协议，邦普时代以1.375亿美元获得KFM 控股25%的股权。2022年，洛阳国资退出，宁德时代成为洛阳钼业间接第二大股东，洛钼完全转变为民企。2023年12月，洛阳钼业出售所持澳大利亚 Northparkes Mines 铜金矿80%的权益以及公司与 TripleFlag 贵金属公司金属流交易项下的所有义务，携手宁德时代、邦普循环组成 CBC 联合体进入玻利维亚开发盐湖锂资源。2024年洛钼在全球最有价值矿业公司50强榜单中排名第19位，成为世界矿业巨头。

图表 42：洛钼经过三个阶段发展成为矿业巨头



资料来源：洛阳钼业官网，五矿证券研究所

## 2.3 五大关键因素助力洛阳钼业崛起

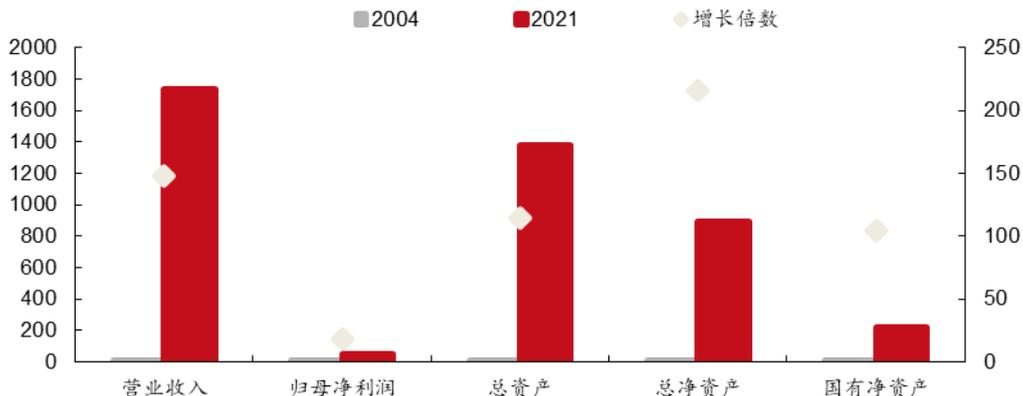
20年时间洛阳钼业由一家地方小型国企一跃成为位居全球前列的矿业巨头，我们认为有五大关键因素：(1) 三次所有制改革激活了企业发展的内生动力，实现了市场化和国际化战略转型；(2) 坚定全球化、逆周期的并购和出售思路，打造多元化的矿产资源组合优势；(3) 锚定嘉能可，收购全球第三大金属贸易公司 IXM，采取“矿业+贸易”的双轮驱动发展战略；(4) 创新管理模式，通过改革管理层、推出股权激励政策、提高 ESG 评级、持续推进降本增效等方式提升管理效率。(5) “三步走”战略规划明确，开启国际化 2.0 进程。

### 2.3.1 三次所有制改革助力洛钼腾飞，成就国企改革典范

为了克服国企制度的弊端，走出 1997 年亚洲金融危机和 2008 年美国次贷危机带来的钼行业低迷期，洛钼集团在 2003 年和 2012 年先后完成两次“混合所有制”改革，引入战略投资者鸿商集团，2022 年洛阳国资与宁德时代达成协议，完全退出洛阳钼业。洛钼经历了从国有体制、混合所有制到民营体制的三次所有制变革，建立了高度灵活、充分适应国际化要求的体制机制，目前公司实力雄厚的两大主要股东，鸿商集团发挥战略布局与文化引领作用，宁德时代提供市场与行业资源，共同推动洛钼成长。

三次所有制改革为洛钼插上了腾飞的翅膀，实现了高速扩张和弯道超车。2003 年-2021 年，洛钼主营收入增长 148 倍、利润增长 18.5 倍、总资产增长 114 倍、总净资产增长 216 倍，国有净资产增长 104 倍。洛钼集团的“混改”取得的优秀成果成为河南省乃至全国混合所有制改革的典范。

图表 43：洛阳钼业 2004 年与 2021 年发展对比（2022 年洛阳国资出售洛钼股权）



资料来源：wind，经济参考报，五矿证券研究所

**第一次改革：趁国企改革东风引入民资。**1996-2002 年间，受亚洲金融危机影响，国际矿业发展环境恶化，国内外钼价低迷，再加上国有企业普遍吃大锅饭，经营机制不活，洛阳钼业处在半停产状态，当时 6000 名职工有一半放假，出现严重亏损，濒临破产边缘。

2003 年，洛钼为了摆脱发展困境，在河南省洛阳市委市政府的主导和支持下，决定通过混改走出低谷，最终上海鸿商集团在多轮竞标中以最高出价胜出。鸿商集团注资近 2 亿元，持股 49%，为洛阳钼业第二大股东，当地政府国有股权 51%，为第一大股东。

第一次混改后利用上海鸿商引入的增量资本，洛钼加快采选规模化扩建，引进新技术和新设备，2006 年的日采选矿能力达到 2003 年的 6 倍（三道庄露天矿于 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 30,000 吨/日）；另一方面剥离汽修厂、子弟学校等 10 个辅助单位。2007 年，公司营业收入已达 71 亿元，实现利润 31 亿元，同年 4 月在香港上市，迎来了新一轮的跨越发展。

**第二次改革：实现国资控股向民资控股的体制机制转换。**2009 年-2012 年，受金融危机影响，洛阳钼业业绩出现下滑。为了摆脱困境，提高抵御风险能力，2012 年洛阳政府决定对洛阳钼业实施二次混改，鸿商集团出任大股东，主导公司经营。鸿商集团通过市场化方式增持洛阳钼业股份至 36.01%，成为第一大股东和实际控制人，国有股权 35.01%，退居第二大股东，公司所有权与经营权分离，决策快速扁平、经营灵活高效、文化简单透明。

2014 年鸿商集团控股后，企业实施内部改革，推进“三大改造”，完成 A+H 两地上市，形成低成本核心优势，推进“国内优化、海外并购”两条战略布局主线。推动洛阳钼业实现市场化、国际化、专业化、规模化、多元化的现代化转型升级和持续跨越发展，经营活力、效率均大幅提高。

**第三次改革：洛阳国资以洛钼股权投资宁德时代子公司，洛钼变身民企，洛阳国资、宁德时代和洛钼实现三赢。**2022 年，洛阳国资国宏集团拟以其持有洛阳钼业股权对宁德时代全资子公司四川时代进行增资，获得四川时代 20.8% 股权。宁德时代通过洛矿集团间接持有洛阳钼业 24.68% 的股权，成为洛阳钼业间接第二大股东。洛阳钼业与宁德时代作为全球新能源产业链中举足轻重的企业，二者优势互补，协同效应显著，同时洛阳市政府与宁德时代签署战略合作协议，协同推进新能源产业生态建设，实现三赢。

### 2.3.2 洛阳钼业逆周期收购优质资源项目

洛阳钼业聘请海外矿业投资专家专门负责投资业务。2007年洛钼在香港上市后，制定了打造世界领先矿业集团的发展战略，并于当年成立了相关海外并购小组，致力于在海外寻找合适的优质并购机会，2008年，洛钼聘请 Kalidas Madhavpeddi 为洛钼国际 CEO 负责海外投资业务。

Kalidas Madhavpeddi 在国际采矿业拥有丰富的经验。1980-2006年 Kalidas Madhavpeddi 在国际知名矿业公司自由港(Freeport-McMoRan)和其铜业务的前身之一道奇集团工作，曾担任自由港商品交易主管、道奇电缆总裁和自由港亚洲区高级副总裁等职位，具有丰富的国际矿业投融资经验，曾领导道奇收购 TFM 项目，并与日本合作方投资秘鲁 Cerro Verde 铜矿等。Kalidas Madhavpeddi 担任洛钼国际 CEO 后，将战略计划的重点放在全球扩张上，带领洛钼以 26.5 亿美元买下刚果最大铜钴矿 Tenke 的控股权，以 16 亿美元收割英美资源集团巴西铌磷业务，以 5.18 亿美元收购 IXM 等，拓展了洛钼的业务范围，助力洛钼成为多矿种的全球性的综合资源企业。

图表 44：Kalidas Madhavpeddi 履历

姓名	职务	履历
Kalidas Madhavpeddi	洛钼国际前任CEO	1980-2006年，在自由港(Freeport-McMoRan)下属公司道奇集团历任自由港商品交易主管、道奇电缆总裁和自由港亚洲区高级副总裁等
	嘉能可现任非执行主席，董事会独立非执行董事	2008-2018年，洛钼国际CEO；2020-至今，嘉能可独立非执行董事

资料来源：嘉能可公告，五矿证券研究所

**洛钼实行逆周期策略，在周期底部并购资源项目。**洛钼自混改后开启海外并购之路，陆续收购澳大利亚 NPM 铜金矿、巴西铌磷矿、刚果金 TFM 铜钴矿、刚果金 KFM 铜钴矿、华越镍钴湿法冶炼项目，打造了多元化的矿产资源组合优势，且多在周期底部收购周期高点出售，体现了管理层对于行业未来趋势的判断以及公司坚决的执行力。

2012 年底，洛钼以 8.2 亿美元的价格收购澳大利亚北帕克斯铜金矿 NPM 80% 权益。2016 年至 2017 年，洛钼接连收购英美资源集团旗下位于巴西境内的 NML 铌矿、CIL 磷矿业务（15 亿美元）和自由港集团下属的刚果（金）铜钴业务 TFM 累计 80% 权益（38 亿美元）；2018 年，洛钼收购瑞士埃珂森 IXM 100% 股权（5.18 亿美元），并于次年 7 月完成交割，2020 年，收购刚果（金）KFM 项目，一跃成为全球钴储量最大的企业，2021 年，参股华友钴业印尼华越湿法冶炼项目，进入新能源领域。2023 年 12 月，洛阳钼业出售所持澳大利亚 Northparkes Mines 铜金矿 80% 的权益以及公司与 TripleFlag 贵金属公司金属流交易项下的所有义务，交易对价 7.56 亿美元。

**洛钼在周期高位时出售资产。**2021 年 4 月洛钼在铜价高位时向宁德控股子公司邦普时代出售全资子公司 KFM25% 股权，但为加强终端大客户宁德时代合作洛钼最终选择以 1.375 亿美元平价交易。2024 年 6 月，洛阳钼业将其所持新疆洛钼 65.1% 股权，作价 29 亿转让给中信国安。



### 2.3.4 洛阳钼业通过多方式管理创新提高管理运营效率

**洛钼不断调整组织架构和管理层提高管理效率。**洛钼于 2020 年 4 月升级组织架构，设立管理总部，组建各职能部门，裁撤美国凤凰城海外运营中心，以“中西结合”的方式直接管理海外各运营单位，提高经营效率。董事会选举袁宏林为董事长，选举原董事长李朝春为副董事长，并设立首席投资官一职，由李朝春任首席投资官，聘任周俊担任副总经理，2020 年 8 月，为优化公司管理结构，董事会聘任孙瑞文先生担任总裁，全面负责公司日常经营和管理工作。

**洛钼持续推进降本增效工作提高成本管控能力。**大多数矿产公司经营一段时期后都面临着资源品位下降、开采难度增加、成本上升等问题。2019 年，洛阳钼业在并购多个项目后生产技术、物流及后勤行政方面降本空间巨大，亟需推进改革。2019 年末，公司推出三年降本增效行动方案，对各个项目提出明确要求，通过技术改造、产能提升、管理优化来降低成本并增加处理量、提高回收率，同时加快研究并推进扩建项目来充分发挥储量丰富的优势和潜力。

**对标海外优质矿企管理模式，ESG 评级领先。**2023 年洛阳钼业 MSCI ESG 评级为 AA 级，不仅领跑国内矿业企业，在全球矿业行业也处于第一梯队，公司旗下 TFM 铜钴矿获得全球铜行业广受认可的 ESG 标准 The Copper Mark 铜标志认证，成为非洲首个获得铜标志认证的矿山，也是全球首个获得该标志的中资运营矿山。

**洛钼持续增强矿产品的供应链建设，打进特斯拉供应链。**钴产品由于手抓矿问题持续受到全球关注，洛钼通过钴溯源项目 ReSource 持续改进供应链管理，指标全面覆盖企业碳排放、资源利用、废弃物处理等环境数据，员工培训与发展、供应链管理、反腐败、公益捐助等社会责任数据，以及董事会、薪酬体系、商业道德、税收透明度等公司治理数据，对标海外优质矿企全面提升公司管理，进入特斯拉上游供应链。

**推出股权激励政策，绑定核心人员实现绩效动力。**洛钼 2020 年实施第一次员工持股计划，股权激励指标考核盈利能力及偿债能力，考核目标包括：1) 2021-2023 年资产负债率不超过 60%，其中资产剔除包括贸易公司 RMI 高流动性贸易存货在内的货币资金；2) 基于 2020 年业绩数据，2021-2023 年净资产收益率年度复合增长率均不低于 12%。考核人员为公司 5 位核心人员，将于 2021 年 6 月 19 日起的 12 个月、24 个月、36 个月后根据考核结果发放相应权益分配至持有人。

图表 47：洛钼公告股权激励目标

权益分配期	业绩考核目标
第一个权益分配期	(1) 2021年末资产负债率（剔除货币资金（含RMI））不高于60%；(2) 以2020年业绩为基数，2021年度的净资产收益率年度复合增长率不低于12%。
第二个权益分配期	(1) 2022年末资产负债率（剔除货币资金（含RMI））不高于60%；(2) 以2020年业绩为基数，2022年度的净资产收益率年度复合增长率不低于12%。
第三个权益分配期	(1) 2023年末资产负债率（剔除货币资金（含RMI））不高于60%；(2) 以2020年业绩为基数，2023年度的净资产收益率年度复合增长率不低于12%。

资料来源：洛阳钼业公告，五矿证券研究所

### 2.3.5 洛阳钼业“三步走”战略规划明确，开启国际化 2.0 进程

**2013 年洛阳钼业提出“三步走”战略规划。**2013 年，洛阳钼业提出“三步走”战略规划。该战略规划旨在通过持续的收购投资和资源整合，逐步实现公司的长远发展目标。

第一步“打基础”：主要任务是降本增效，通过组织升级和全球管控模式的建立，构建系统，完善机制，吸引矿业精英，做好储备。

第二步“上台阶”：目标是产能倍增，加快 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿等世界级项目的建设 and 投产，提升全球治理水平。

第三步“大跨越”：旨在创世界一流水平，企业规模、现金流水平达到新高度，围绕重点区域和品种谋求更大发展，实现远景目标。

**已经进入第二步“上台阶”，计划在未来五年完成第二个目标。**洛钼目前已经完成“三步走”战略第一步，计划在未来五年完成第二步，开启国际化 2.0 进程。预计到 2028 年，洛钼有望在规模上实现年产铜 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，届时将在全球矿产领域占据重要一极，初步进入全球一流矿业公司行列。

### 2.4 洛阳钼业投资能力优异，善于运用资本工具改善资产负债表

**洛阳钼业投资能力优异，通过在市场低迷时期进行并购，有效降低了成本，同时在全球范围内的美元现金储备和融资能力，为其海外资源并购提供了强有力的支持。**

**洛阳钼业项目并购拥有五大准则：**1、收购成熟在产、现金流稳定且被验证过的项目；2、尽可能选择大的矿业公司作为交易对手；3、成本是否具有竞争优势；4、要具有一定的体量；5、选择与未来经济发展趋势紧密相关，且发展空间大的矿业品种。

**洛阳钼业以现金收购为主，通过资本市场融资修复资产负债表。**回顾洛阳钼业并购历史，项目收购基本以现金为主，主要通过自有资金和银行贷款先行完成项目收购，交割后利用资本市场进行股本融资，从而修复资产负债表、降低杠杆率，提高公司抵御风险的能力。2013 年洛阳钼业完成澳大利亚 NPM 的并购后，2014 年发现 49 亿元的可转债改善资产负债表；2016 年洛阳钼业完成刚果金铜钴矿和巴西铌磷矿后，2017 年定向增发 180 亿元降低资产负债率。

图表 48：洛钼主要资产并购和出售情况

时间	地点	项目	并购/出售	项目交易金额	项目情况	权益比例	资金来源
2013.12	澳大利亚	NPM 铜金矿	并购	8.2 亿美元	澳大利亚第四大在产铜金矿	80%	IPO 项目调整、金属流
2016.1	巴西	CIL 磷矿、NML 铌矿	并购	15 亿美元	巴西品位最高的磷矿、世界第二大铌矿	100%	自有资金+银行贷款+配套定增+明股实债收购，次年定增改善负债结构
2016.11	刚果（金）	TFM 铜钴矿	并购	26.5 亿美元+11 亿美元	全球储量最大、品位最高的铜钴矿之一	56%+24%	自有资金+银行贷款，次年定增改善负债结构
2018.1	瑞士	IXM（埃珂森）	并购	5.18 亿美元	全球第三大有色金属贸易公司	100%	自有资金+银行贷款
2020.12	刚果（金）	KFM 铜钴矿	并购	5.5 亿美元-1.375 亿美元	全球最大、最高品位的未开发铜钴矿之一	95%-25%	自有资金+银行贷款
2021.4	印尼	华越	并购	1.75 亿美元	新能源湿法冶炼项目	30%	自有资金+银行贷款
2023.12	澳大利亚	NPM 铜金矿	出售	7.56 亿美元	澳大利亚第四大在产铜金矿	80%	
2024	中国	东戈壁铜矿	出售	29 亿人民币	中国大型铜矿	65.10%	

资料来源：洛阳钼业公告，五矿证券研究所

图表 49：洛钼上市以来直接融资占比较低（单位：万元）

	金额①	占比①	金额②	占比②
上市以来募资统计	9,883,417.70	100	42,126,032.17	100
直接融资	4,995,000.00	50.54	4,995,000.00	11.86
首发	60,000.00	0.61	60,000.00	0.14
股权再融资	2,290,000.00	23.17	2,290,000.00	5.44
配股	--	--	--	--
定向增发	1,800,000.00	18.21	1,800,000.00	4.27
公开增发	--	--	--	--
优先股	--	--	--	--
可转债	490,000.00	4.96	490,000.00	1.16
发债券融资	2,645,000.00	26.76	2,645,000.00	6.28
间接融资(按增量负债计算)	4,888,417.70	49.46	--	--
累计新增短期借款	3,761,821.61	38.06	--	--
累计新增长期借款	1,126,596.09	11.4	--	--
间接融资(按筹资现金流入)	--	--	37,131,032.17	88.14
累计取得借款收到的现金	--	--	37,131,032.17	88.14

资料来源：wind，五矿证券研究所

注：上市以来累计募资金额①=直接融资(金额)+间接融资(按增量负债计算)

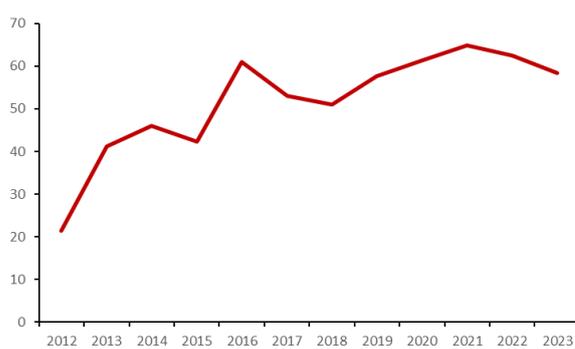
注：上市以来累计募资金额②=直接融资(金额)+间接融资(按筹资现金流入)

图表 50：洛钼通过经营和筹资保持稳定现金流（单位：亿元）



资料来源：ifind，五矿证券研究所

图表 51：洛钼并购后利用资本市场改善负债率（单位：%）



资料来源：ifind，五矿证券研究所

### 三、“大宗商品贸易+资源并购开发”是矿业企业成长的可行之路

对比嘉能可和洛阳钼业崛起的关键因素发现，两大矿业巨头具备以下三个相同点，一是**两大矿业巨头均以“大宗商品贸易+资源并购开发”双轮驱动模式发展**，嘉能可是该模式的先驱，洛阳钼业则以嘉能可为模板学习，两者均取得良好的发展，二是**嘉能可和洛阳钼业的每一次跨越式发展均基本是以并购尤其是大型并购的路径实现**，表明并购是矿业企业发展的重要路径，且具备逆周期特征，三是**嘉能可和洛阳钼业都是多资源品类布局，且在每个领域都具备较高的市场地位**，掌握行业话语权，能够通过调整自身经营策略影响甚至改变行业趋势。

- 1、“大宗商品贸易+资源并购开发”是矿业企业成长的可行之路。嘉能可早期是世界领先的大宗商品贸易商，不断向上游扩张，收购 Xstrata 完成贸易和矿业的强强联合，全面开启“矿业+贸易”双轮驱动模式，一举成为世界大宗商品之王，实现从早期“贸易套利”到如今“全产业链价值创造”经营方式的转变。洛阳钼业则通过持续不断的海外并购，获得优质矿业资源，在生产经营稳定后于 2018 年收购 IXM 取得基本金属贸易全球第三的地位，实现从“钨钼起家”到“矿业+贸易”的双轮驱动模式的转变。在经济全球化时代，贸易的重要性超过历史上任何时期。矿业+贸易”的模式有利于矿业企业在矿产资源投资并购时获取更全面准确的信息，在资源开发及销售时能够依托大宗贸易商发达的物流、

销售渠道有效控制成本、提高效率，实现盈利最大化，且通过贸易业务放大行业控制力，掌握行业话语权，是矿业企业成长的可行之路。

- 2、**矿业巨头真正实现跨越式发展完成蜕变多源于矿业并购。**矿业作为“资源消耗型”行业，想要获得持续地增长，就需要储备更多的矿石资源，只能通过自主勘探增储或项目并购实现，而矿业勘探周期过长，风险较高，“矿业并购”可以帮助企业有效地避开勘查风险、审批风险，快速获取资源，是矿业企业发展的重要路径。历数国内外矿业巨头的发展，真正实现跨越式发展完成蜕变几乎都源于矿业并购，尤其是在金融资本的加持下，矿业企业并购资金问题得到有效解决，并购行为发生的越早，公司的成长周期越短，同时矿业巨头更注重周期时间点选择，在交易相对不活跃的时期，大型矿业公司开始着手大型并购，进行抄底。
- 3、**布局多资源品类且保持市场地位领先。**嘉能可和洛阳钼业均具有多元化的资源品类组合，嘉能可在铜、钴、锌、铅、镍、铬铁等金属均有布局，同时布局能源、农业板块等。洛阳钼业起步于钼钨产品，通过海外资源收购，扩展至铜、磷、镍、钴、钼、钨、铌等多个品类。**多元化的资源组合能够增强公司的抗风险能力，可以抵御资源周期波动风险，也能够充分享受不同资源品种价格周期轮动带来的收益。**而且在各自品种领域均具有较大影响力，嘉能可是全球最大的大宗商品贸易商，也是全球第五大矿业企业、第一大电煤贸易企业和铬铁生产商、第一大锌生产商、第五大铜矿开采商、第三大镍矿开采商以及第二大钴生产商；洛阳钼业则是全球最大白钨生产商之一、第一大钴生产商、第二大铌生产商、重要的钼生产商、领先的铜生产商及巴西第二大磷肥生产商。两者能够利用自身的市场地位影响行业发展趋势，提升公司的可持续发展能力。

## 风险提示

- (1) 大宗商品需求下滑的风险
- (2) 供应端出现大幅增产的风险
- (3) 地缘政治的风险

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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,也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(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;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。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动;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;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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知情范围内,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。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司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。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编:100010

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

		Ratings	Definitions
<b>The rating criteria of investment recommendations</b> The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing  
Postcode: 100010