

洛阳钼业 (603993. sh) / 有色金属

证券研究报告/公司深度报告

2023年04月28日

评级：买入（首次）

市场价格：5.96

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

研究助理：胡十尹

Email: husy01@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)	5.96
市值(百万元)	128,731
流通市值(百万元)	105,288

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	173,863	172,991	187,965	194,259	195,065
增长率 yoy%	54%	-1%	9%	3%	0%
净利润(百万元)	5,106	6,067	10,824	12,953	13,600
增长率 yoy%	119%	19%	78%	20%	5%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.50	0.60	0.63
每股现金流量	0.29	0.72	0.87	0.06	1.84
净资产收益率	11%	10%	15%	14%	13%
P/E	25.2	21.2	11.9	9.9	9.5
P/B	3.2	2.5	2.1	1.8	1.5

备注：数据取自 2023 年 4 月 28 日；每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 全球布局的综合性矿业巨头。**公司于 2007 年和 2012 年分别完成港股和 A 股上市，上市后公司开启海内外资产收并购，资源储量及产量迅速扩张。当前公司形成了“矿山+贸易”发展模式，逐渐成为全球第一大钴生产商，第二大钼生产商，领先的钨、钼生产商和重要的铜生产商，亦是巴西第二大磷肥生产商，同时公司基本金属贸易业务位居全球前三。
- 管理层经验丰富，强矿产资源并购能力。**公司管理层拥有多年海内外投资并购经验，2016 年 11 月，公司以 26.5 亿美元收购 TFM 铜钴矿 56% 权益，并于 2019 年 1 月以 4.7 亿美元对价再收购 TFM 矿 24% 权益，合计持有 TFM 铜钴矿 80% 权益；2020 年 12 月，公司又以 5.5 亿美元对价收购 KFM 铜钴矿 95% 权益；此外还先后完成了对巴西钼磷资产以及 IXM 的收购。回顾历史来看，几次并购时点均处于商品价格以及矿产资源估值的低位。
- 2023 年是公司“提升年”，实现资源优势向产量优势的转变。**公司拥有 TFM 和 KFM 两座优质的铜钴矿，钴资源量超越嘉能可位居全球第一位。目前正在进行 TFM 混合矿和 KFM 铜钴矿开发项目，TFM 混合矿预计于 23 年下半年投产，建成后将新增铜金属产能 20 万吨/年、钴金属量产能 1.7 万吨/年；KFM 铜钴矿预计于今年二季度投产，建成后将新增铜金属产能 9 万吨/年、钴金属量产能 3 万吨/年。全部投产后，公司刚果金板块将具备铜产能 54 万吨以上+钴产能 6.7 万吨，规划 2023 年铜产量 36-42 万吨、钴产量 4.5-5.4 万吨，较 2022 年实现翻倍增长。
- 供需继续错配，铜价已然处于景气周期。**短期受冶炼产能约束，中长期受铜矿资本开支影响，整体上未来三年铜有效供给释放空间有限。与此同时，市场低估了需求的回升——这不仅包括传统投资需求周期性恢复，更重要是新能源（风光车）需求占比已经达到 10% 附近，新能源需求拉动效应将不断扩大。**钴价跌至历史底部，静待行业格局出清。**MB 钴（标准级）跌至 16.20 美元/磅，MB 钴（合金级）跌至 16.35 美元/磅，已经跌至历史底部区间位置（2019 年价格最低点为 12.43 美元/磅，2016 年价格最低点为 10.30 美元/磅），中间品折扣系数跌至 53%-55%，当前价格已经接近刚果金手抓矿成本，向下空间有限。
- 盈利预测及投资建议：**假设 2023-2025 年铜价分别为 9000/9100/9200 美元/吨，钴价分别为 15/13/12 美元/磅，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1879.65、1942.59、1950.65 亿元，对应归母净利润分别为 108.24、129.53、136.00 亿元，同比增长 78%/20%/5%，按照 4 月 28 日 1287 亿市值计算，对应 PE 分别为 11.9、9.9、9.5。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示事件：**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。

投资主题

报告亮点

公司已经成为综合性矿业资源龙头。当前公司形成了“矿山+贸易”发展模式，逐渐成为全球第一大钴生产商，第二大铌生产商，领先的钨、钼生产商和重要的铜生产商，亦是巴西第二大磷肥生产商，基本金属贸易业务位居全球前三，同时公司与宁德时代合作布局玻利维亚锂项目，已经形成全球化、多样化的资产布局。公司管理层拥有多年海内外投资经验，擅长低位进行资源并购，内生增长与外延并购齐发力，逐步成长为综合性矿业资源龙头。

2023 年是公司“提升年”，实现资源优势向产量优势的转变，充分受益于铜价趋势上行。公司拥有 TFM 和 KFM 两座优质的铜钴矿，目前正在进行 TFM 混合矿和 KFM 铜钴矿开发项目，TFM 混合矿预计于 23 年下半年投产，建成后将新增铜金属产能 20 万吨/年、钴金属量产能 1.7 万吨/年；KFM 铜钴矿预计于今年二季度投产，建成后将新增铜金属产能 9 万吨/年、钴金属量产能 3 万吨/年。全部投产后，公司刚果金板块将具备铜产能 54 万吨以上+钴产能 6.7 万吨，规划 2023 年铜产量 36-42 万吨、钴产量 4.5-5.4 万吨，较 2022 年实现翻倍增长。

投资逻辑

1) 公司成长性进入兑现期：2023 年是公司提升年，随着 TFM 混合矿和 KFM 铜钴矿开发项目的投产，公司将具备铜产能 54 万吨以上+钴产能 6.7 万吨，较 2022 年实现翻倍式增长。公司管理层拥有多年海内外投资经验，擅长低位进行资源并购，内生增长与外延并购齐发力，未来在锂、镍等资源布局不断加码，逐步成长为综合性矿业资源龙头。

2) 充分受益于铜价趋势上移：短期受冶炼产能约束，中长期受铜矿资本开支影响，整体上未来三年铜有效供给释放空间有限。与此同时，市场低估了需求的回升——这不仅包括传统投资需求周期性恢复，更重要是新能源（风光车）需求占比已经达到 10% 附近，新能源需求拉动效应将不断扩大。

关键假设、估值与盈利预测

假设 2023-2025 年铜价分别为 9000/9100/9200 美元/吨，钴价分别为 15/13/12 美元/磅，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1879.65、1942.59、1950.65 亿元，对应归母净利润分别为 108.24、129.53、136.00 亿元，同比增长 78%/20%/5%，按照 4 月 28 日 1287 亿市值计算，对应 PE 分别为 11.9、9.9、9.5。首次覆盖，给予“买入”评级。

内容目录

综合性矿业巨头.....	- 7 -
全球化、多元化、现代化资源公司.....	- 7 -
核心管理层经验丰富，强矿产资源并购能力.....	- 10 -
多元化资产布局，助力公司跨越周期波动.....	- 12 -
刚果金铜钴板块：扩产提速，产能进入释放期.....	- 15 -
铜钴项目加速扩产，产能实现翻倍增长.....	- 15 -
铜：供需继续错配，铜价已然处于景气周期.....	- 19 -
钴：价格触底，静待供给格局出清.....	- 24 -
NPM 铜金矿：产量恢复可期.....	- 26 -
钼钨板块：钼价创历史新高，盈利有望高增.....	- 27 -
铌磷板块：全球第二大铌生产商，巴西境内第二大磷肥生产商.....	- 30 -
投资建议：进入产能释放年，给予“买入”评级.....	- 31 -
风险提示.....	- 34 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程一览.....	- 7 -
图表 2: 公司资源品类.....	- 8 -
图表 3: 公司全球业务布局.....	- 9 -
图表 4: 公司自有矿山的基本情况及生产指引.....	- 9 -
图表 5: 公司股权结构图 (截至 2023 年 3 月 31 日).....	- 10 -
图表 6: 公司股权结构图 (引入宁德时代后).....	- 11 -
图表 7: 公司低位资源并购历程.....	- 11 -
图表 8: 员工持股计划.....	- 12 -
图表 9: 激励目标.....	- 12 -
图表 10: 2017-2022 年公司营业收入及增速.....	- 13 -
图表 11: 2017-2022 年公司归母净利润及增速.....	- 13 -
图表 12: 2017-2022 年公司营收结构.....	- 13 -
图表 13: 2017-2022 年公司毛利结构.....	- 13 -
图表 14: 2017-2022 年公司净利润率及毛利润率.....	- 14 -
图表 15: 2017-2022 年公司各业务毛利率.....	- 14 -
图表 16: 2017-2022 年公司费用率.....	- 14 -
图表 17: TFM 和 KFM 铜钴矿资源梳理.....	- 15 -
图表 18: TFM 混合矿、KFM 矿投资建设情况.....	- 15 -
图表 19: TFM 股权结构图 (截至 20220930).....	- 16 -
图表 20: KFM 股权结构图 (截至 20220930).....	- 16 -
图表 21: 公司 TFM 铜产销情况.....	- 16 -
图表 22: 公司 TFM 钴产销情况.....	- 16 -
图表 23: 全球主要钴矿项目对比.....	- 16 -
图表 24: Kisanfu 铜钴矿地理位置图.....	- 17 -
图表 25: 洛阳钼业 VS 嘉能可钴产量对比 (万吨).....	- 17 -
图表 26: 洛阳钼业 VS 嘉能可钴资源量对比 (万吨).....	- 17 -
图表 27: 洛阳钼业 VS 紫金矿业铜产量对比 (万吨).....	- 18 -
图表 28: 洛阳钼业 VS 紫金矿业铜资源量对比 (万吨).....	- 18 -
图表 29: 2017-2022 年铜钴板块毛利占比.....	- 18 -
图表 30: 2017-2022 年铜钴板块营收及毛利.....	- 18 -
图表 31: 2017-2022 年 TFM 营业收入及增速.....	- 19 -
图表 32: 2017-2022 年 TFM 净利润及净利率.....	- 19 -
图表 33: 2022 年全球铜矿产量结构.....	- 19 -
图表 34: 智利与秘鲁铜矿月度产量 (万吨).....	- 19 -

图表 35: 铜价与行业资本开支	- 20 -
图表 36: 全球铜矿产量增速及资本支出.....	- 20 -
图表 37: 未来铜矿产量将快速增加 (单位: 万吨)	- 20 -
图表 38: 国内 2018 年以来粗铜与精铜产能增量 (单位: 万吨)	- 21 -
图表 39: 海外未来粗铜产能增量 (单位: 万吨)	- 21 -
图表 40: 2019、2022、2025 年全球分领域铜需求结构.....	- 21 -
图表 41: 风电对电解铜需求测算.....	- 22 -
图表 42: 光伏对电解铜需求测算.....	- 22 -
图表 43: 传统汽车、新能源车对电解铜需求测算.....	- 22 -
图表 44: 全球电解铜供需平衡表.....	- 23 -
图表 45: 海外铜库存 (LME+COMEX) 处于 16 年以来的低位 (吨)	- 24 -
图表 46: 上海、广东、江苏与保税区铜库存 (万吨)	- 24 -
图表 47: 钴价长周期走势.....	- 24 -
图表 48: 铜钴矿项目产能规划	- 25 -
图表 49: 印尼镍钴项目产能规划.....	- 25 -
图表 50: NPM 铜金矿资源梳理.....	- 26 -
图表 51: NPM 铜金矿股权结构.....	- 26 -
图表 52: 2017-2023 年 NPM 矿铜金产量及规划.....	- 26 -
图表 53: 2017-2022 年铜金板块收入.....	- 27 -
图表 54: 2017-2022 年铜金板块毛利及毛利率.....	- 27 -
图表 55: 钨钼板块资源量.....	- 28 -
图表 56: 上房沟钨矿股权结构图.....	- 28 -
图表 57: 新疆钨矿股权结构图	- 28 -
图表 58: 洛阳钼业 VS 金钼股份产量对比 (万金属吨)	- 28 -
图表 59: 洛阳钼业 VS 金钼股份钨资源量对比 (万金属吨)	- 28 -
图表 60: 洛阳钼业钨产品历史产销.....	- 29 -
图表 61: 洛阳钼业钨产品历史产销.....	- 29 -
图表 62: 洛阳钼业钨钼板块收入.....	- 29 -
图表 63: 洛阳钼业钨钼板块毛利率.....	- 29 -
图表 64: 钨价历史走势	- 29 -
图表 65: 钨价历史走势	- 29 -
图表 66: 钨磷板块资源量.....	- 30 -
图表 67: 钨供给格局.....	- 30 -
图表 68: 洛阳钼业钨历史产销	- 30 -
图表 69: 洛阳钼业磷肥历史产销.....	- 30 -

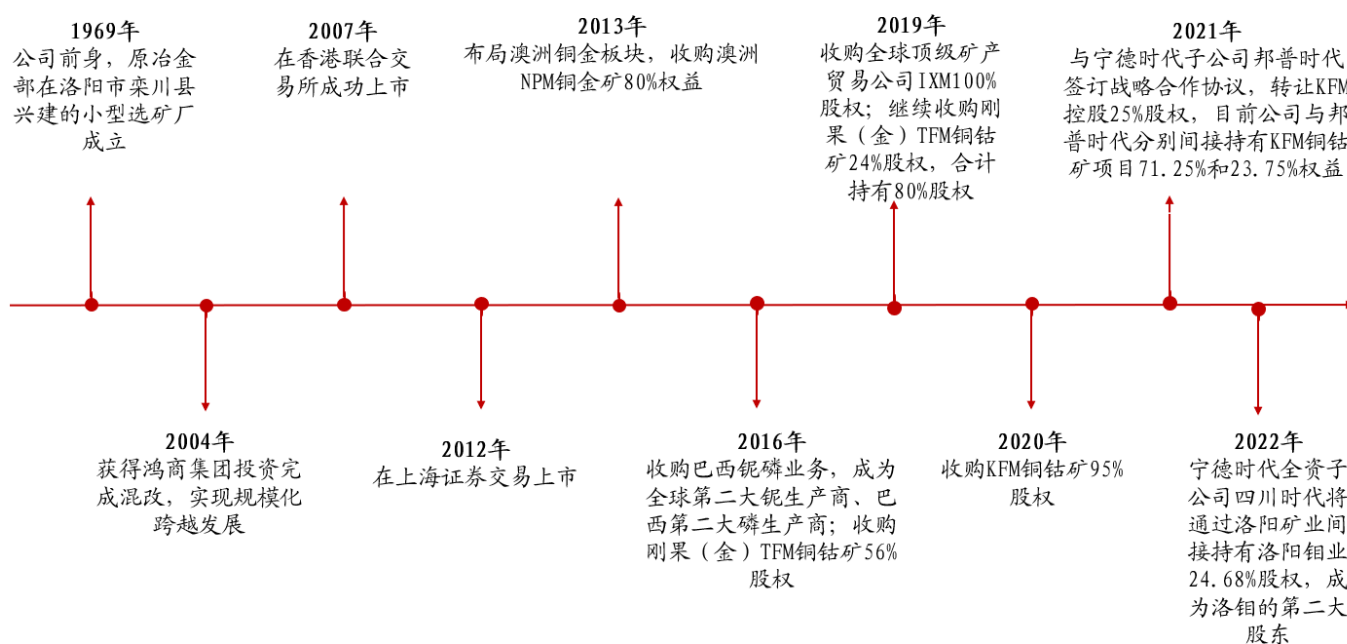
图表 70: 洛阳钼业钨磷板块收入.....	- 31 -
图表 71: 洛阳钼业钨磷板块毛利率.....	- 31 -
图表 72: 钨价历史走势.....	- 31 -
图表 73: 磷酸一铵价格走势.....	- 31 -
图表 74: 公司盈利预测拆分.....	- 32 -
图表 75: 2023 年净利润敏感性测试.....	- 33 -
图表 76: 可比公司估值.....	- 33 -
图表 77: 盈利预测表.....	- 35 -

综合性矿业巨头

全球化、多元化、现代化资源公司

- 全球布局的综合性矿业巨头。**2007 年和 2012 年分别完成港股和 A 股上市，上市后公司开启海内外资产收并购，资源储量及产量迅速扩张。当前公司形成了“矿山+贸易”发展模式，已经成为全球领先的钨、钴、铌、钼生产商和重要的铜生产商，亦是巴西领先的磷肥生产商，同时公司基本金属贸易业务位居全球前三。

图表 1: 公司发展历程一览



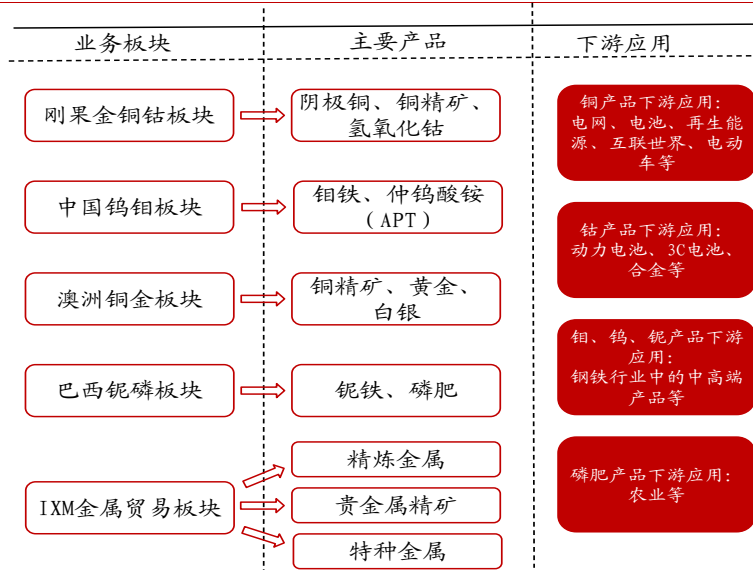
来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

- 资产逐步形成多样化、全球化布局。**公司资源品种覆盖了基本金属、特种金属和贵金属。产品下游应用领域与能源转型和产业升级领域紧密相关，同时通过磷介入农业应用领域，公司产品主要应用领域包括电网、动力电池、3C 电池、合金、再生能源、互联世界、电动车、农业等。公司目前已经形成铜钴、钨钼、铜金、铌磷以及金属贸易五大业务板块，业务分布于亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲五大洲：
 - 铜钴板块**，拥有 TFM 以及 KFM 两座优质的铜钴矿山，合计具有铜资源量约 3525 万吨，钴资源量约 555 万吨，扩建项目投产后将成为全球第一大钴生产商，是目前公司最为主要的盈利来源。1) TFM 铜钴矿：持有 80% 股权，2022 年铜产量 25.43 万吨，钴产量 2.03 万吨，目前正在进行混合矿项目的扩建，预计新增铜 20 万吨+钴 1.7 万吨；2) KFM 铜钴矿：2020 年收购 KFM 铜钴矿 95% 股权，2021 年与宁德时代子公司邦普时代签订《战略合作协议》，转让 KFM 控股 25% 的股权，目前公司与邦普时代分别间接持有

KFM 铜钴矿项目 71.25%和 23.75%的权益，KFM 铜钴矿预计 2023 年 Q2 建成投产，项目规划铜产能 9 万吨+钴 3 万吨产能。两个项目投产后，公司刚果金属时将具备铜产能 54 万吨以上+钴产能 6.7 万吨，成为全球第一大钴生产商以及重要的铜生产商。

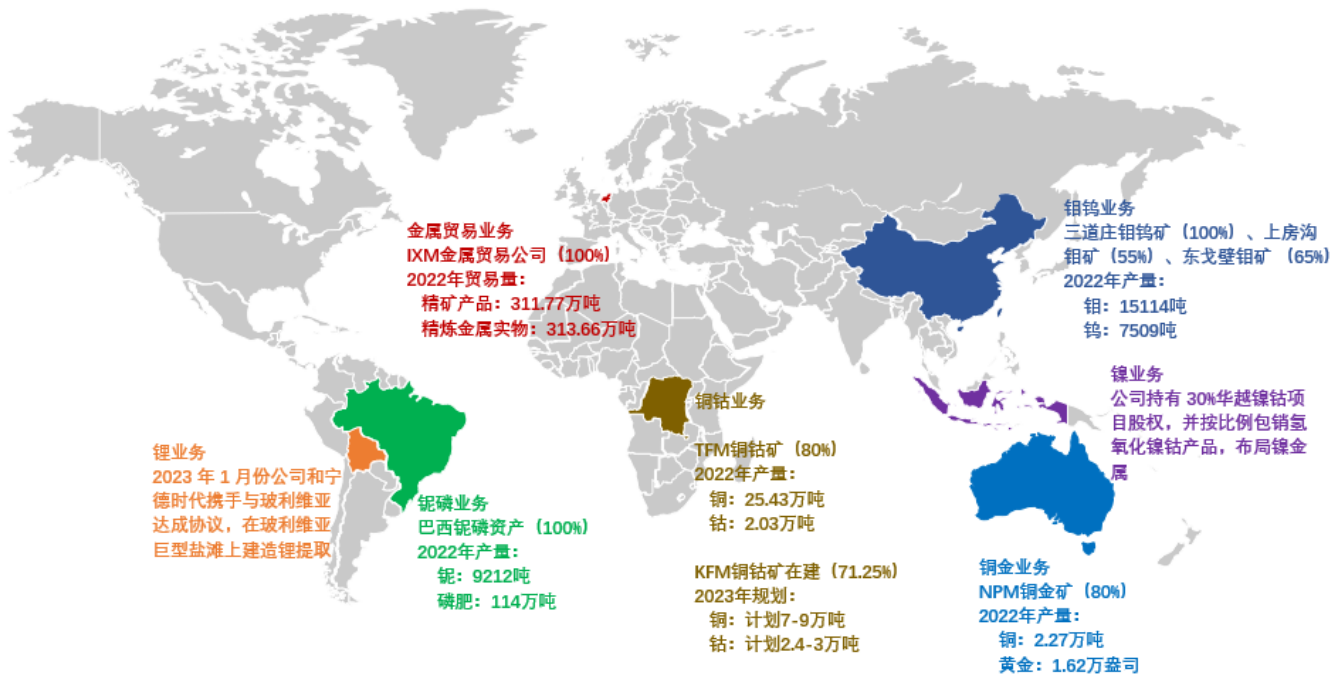
- 钨钼板块，最早开始于 1969 年，2012 年公司 A 股上市时钨钼业务收入占比达 65%。公司是全球前七大钨生产商及最大白钨生产商之一，钨资源量约 138 万吨、钼资源量约 12 万吨。2022 年钨产量 15114 吨，钼产量 7509 吨；预计 2023 年钨产量 1.20-1.50 万吨，钼产量 0.65-0.75 万吨。
- 铜金板块，公司拥有澳洲 NPM 铜金矿 80%权益，铜资源量约 290 万吨，金资源量约 100 吨，随着 E31 和 E31 北矿体投产，2023 年产量有所恢复，预计 NPM 铜产量 2.4-2.7 万吨，金产量 2.5-2.7 万盎司。
- 铌磷板块，2016 年收购巴西铌磷业务，具有铌资源量约 202 万吨、磷肥资源量约 8191 万吨，成为全球第二大铌生产商、巴西第二大磷生产商，2022 年铌产量 9212 金属吨，磷肥产量 114 万吨；规划 2023 年铌产量 0.84-1.00 万金属吨、磷肥产量 105-125 万吨
- 金属贸易业务板块，2019 年收购全球顶级矿产贸易公司 IXM100% 股权，IXM 是全球第三大基本金属贸易商，其业务覆盖全球 80 多个国家，主要业务地区包括中国、拉美、北美和欧洲，同时构建了全球化的物料和仓储体系，主要交易品种包括铜、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，公司刚果金铜、钴以及巴西铌铁均通过 IXM 进行销售。2022 年 IXM 公司实现归母净利润约 1.28 亿元，同比下降 85%。
- 镍板块，公司持有印尼华越镍钴项目 30%股权，该项目具有 6 万金属吨镍+7800 吨钴产能，2022 年实现净利润 25.06 亿元，归属于公司投资收益约 7.15 亿元。
- 锂板块，2023 年 1 月，洛阳钼业与宁德时代联合体 CBC 公司（宁德时代持股 66%）取得了玻利维亚 Uyuni 和 Oruro 两个巨型盐湖的开发权，规划投资 10 亿美元，建设 5 万吨 LCE 提锂产能。

图表 2：公司资源品类



来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

图表 3：公司全球业务布局



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 4：公司自有矿山的基本情况表及生产指引

主要品种	矿山名称	资源量			储量			产量 (万吨)	
		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)	2022年产量	2023年生产指引
钨	三道庄钨钼矿	69.11	0.17%	11.61	17.26	0.19%	3.26	0.75	0.65-0.75
	三道庄钨钼矿	295.72	0.09%	25.73	51.3	0.10%	5.13		
铜	上房沟钼矿	445.49	0.14%	61.94	26.96	0.20%	5.36	1.51	1.20-1.50
	东戈壁钼矿	441	0.12%	50.72	141.58	0.14%	19.68		

合计		138.39		30.17			
金	NPM 铜金矿	526.9	0.19 (g/t)	101.4	0.27 (g/t)	1.6221 (万盎司)	2.50-2.70 (万盎司)
	NPM 铜金矿	526.9	0.55 %	101.4	0.53 %	2.27	2.40-2.70
铜	TFM 铜钴矿	1374.9	2.26 %	277.5	2.84 %	25.43	29.00-33.00
	KFM 铜钴矿	199	2.13 %	66.5	2.91 %	193.52	7.00-9.00
	合计		3524.91		983	27.7	38.4-44.7
钴	TFM 铜钴矿	1374.9	0.26 %	277.5	0.30 %	82.26	2.03
	KFM 铜钴矿	199	1.01 %	66.5	1.19 %	79.14	2.40-3.00
	合计		554.73		161.4		4.5-5.4
钨	巴西矿区一	143	1.01 %	40.06	0.97 %	38.98	
	巴西矿区二	168.8	0.34 %	33.76	0.50 %	17.03	0.92
	合计		202.47		56.01		0.84-1.00
磷	巴西矿区二	791.75	10.35 %	8191.42	191.33	12.62 %	2415.07
						114	105.00-125.00

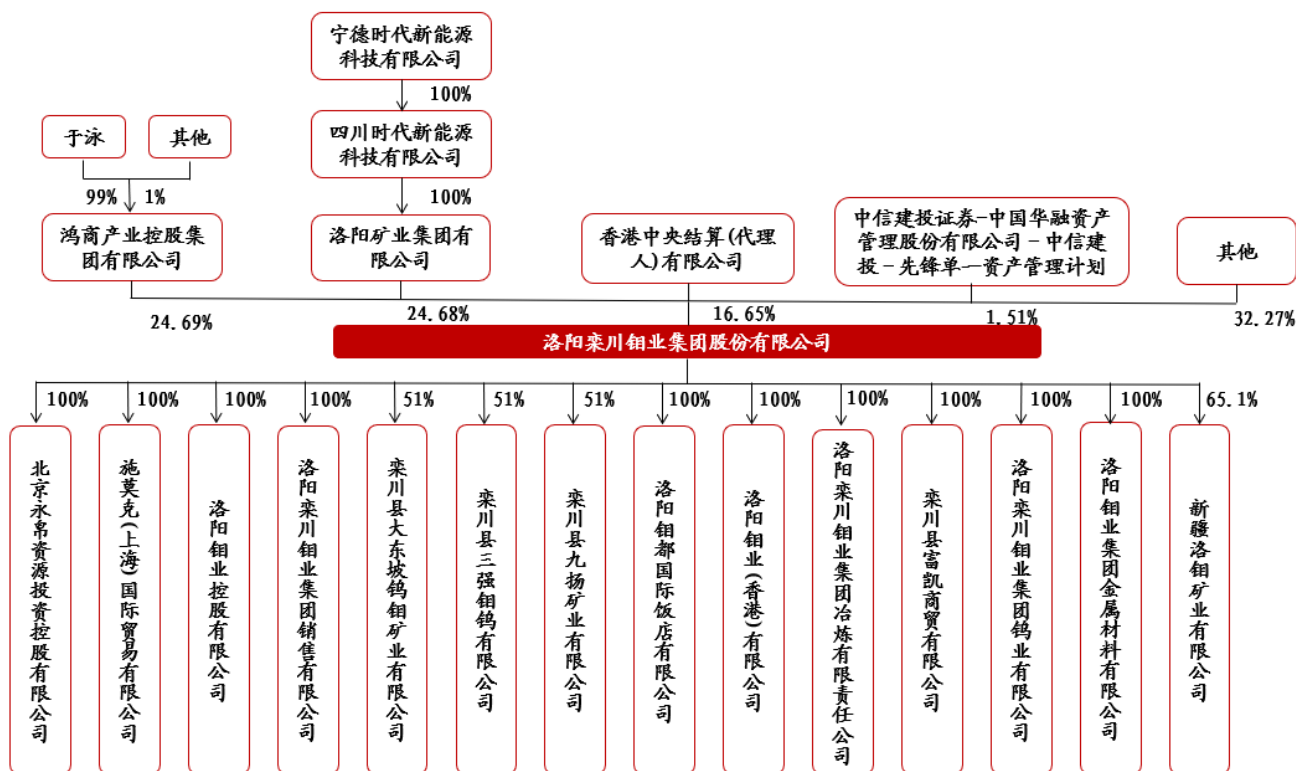
来源：公司公告、中泰证券研究所

注：铜资源合计量未考虑 NPM 铜金矿相关数据

核心管理层经验丰富，强矿产资源并购能力

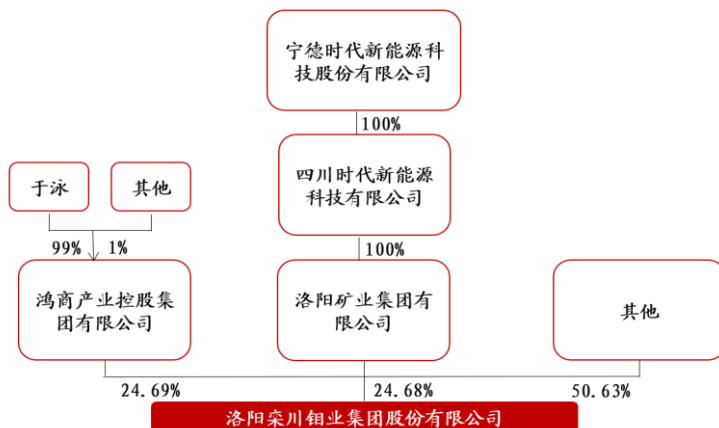
- **控股股东为鸿商集团，合计持股比例为 26.09%**。公司控股股东为鸿商集团，其直接持股比例为 24.69%，通过子公司鸿商产业国际和鸿商投资有限公司间接持股 1.4%，合计持股 26.09%；实控人为于泳，持股比例为 25.83%。
- **引入宁德时代，有望提升在能源金属领域布局的战略协同效应**。公司原第二大股东为洛阳矿业集团有限公司，持股比例为 24.68%，2022 年 10 月洛阳矿业上层控股股东洛阳国宏以持有公司的 24.68% 股份对宁德时代控股子公司四川时代增资，增资完成后四川时代直接控股洛阳矿业 100% 股权从而间接取得公司 24.68% 股权，此次增资完成后有望进一步提升宁德时代与公司在能源金属领域布局的战略协同。宁德时代与洛阳钼业合资公司中标玻利维亚 Uyuni 和 Oruro 盐湖提锂项目。

图表 5：公司股权结构图（截至 2023 年 3 月 31 日）



来源：Wind、中泰证券研究所

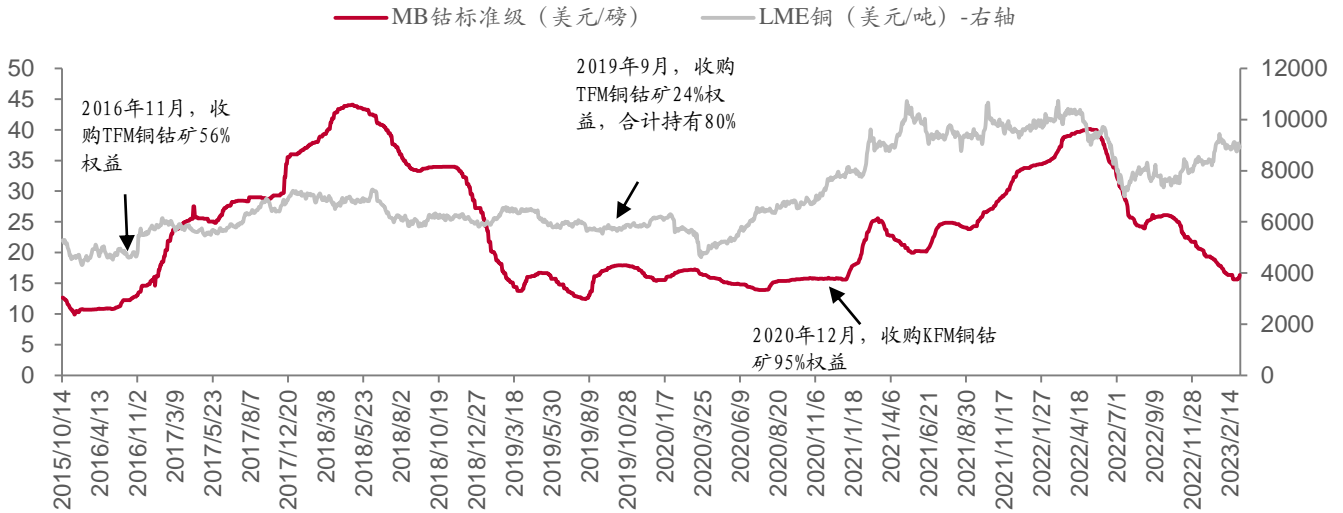
图表 6: 公司股权结构图 (引入宁德时代后)



来源：Wind、中泰证券研究所

- **管理层经验丰富。**公司管理层拥有多年海内外投资经验，2016年11月，公司以26.5亿美元收购TFM铜钴矿56%权益，并于2019年6月以4.7亿美元对价再收购TFM矿24%权益，合计持有TFM铜钴矿80%权益；2020年12月，公司又以5.5亿美元对价收购KFM铜钴矿95%权益；此外还先后完成了对巴西铌磷资产以及IXM的收购。回顾历史来看，几次并购时点均处于商品价格以及矿产资源估值的低位。

图表 7: 公司低位资源并购历程



来源: Wind、中泰证券研究所

- **实施员工持股计划, 彰显长期发展信心。**2021年5月, 公司实施2021年第一期员工持股计划, 购买二级市场4851万股股份以2元/股的价格授予给核心员工。股权依据考核结果分三期分配, 每期分配比例分别为30%、30%和40%, 业绩考核目标为2021-2023年的年末资产负债率均不高于60%, 净资产收益率年度复合增速不低于12%。公司员工持股计划第一个锁定期已于2022年6月17日届满, 业绩考核目标达成。

图表8: 员工持股计划

员工范围	持有股票总额	受让价格	占上市公司股本总额的比例	实施计划的资金来源
1、董事 (不含独立董事) 2、高级管理人员 3、其他核心员工	4851万股	2元/股	0.22%	公司核心管理人员参与本持股计划的资金来源为其合法薪酬、自筹资金和法律法规允许的其他方式

来源: Wind、中泰证券研究所

图表9: 激励目标

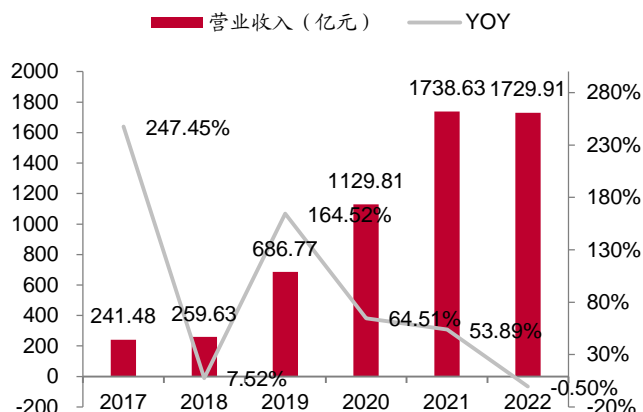
解锁批次	解锁时间	奖励比例	业绩考核目标
第一批	2022年6月17日	30%	(1) 2021年末资产负债率不高于60%; (2) 以2020年为基数, 2021年净资产收益率年度复合增长率不低于12%
第二批	2023年6月17日	30%	(1) 2022年末资产负债率不高于60%; (2) 以2020年为基数, 2022年净资产收益率年度复合增长率不低于12%
第三批	2024年6月17日	40%	(1) 2023年末资产负债率不高于60%; (2) 以2020年为基数, 2023年净资产收益率年度复合增长率不低于12%

来源: Wind、中泰证券研究所

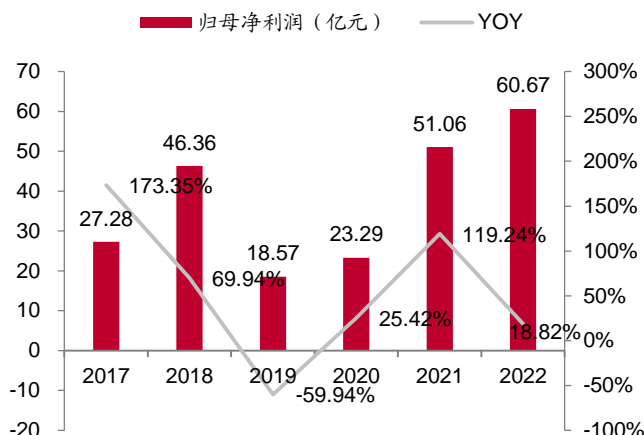
多元化资产布局, 助力公司跨越周期波动

- **2022年业绩大幅提升。**17年至今, 公司经营规模持续扩大, 尤其是2019年成功收购全球顶级金属贸易公司IXM后, 公司业务由单一的矿山采掘拓展为“矿山采掘业务+矿业贸易业务”, 营业收入大幅度增加。2022公司实现营业收入1729.91亿元 (YOY-0.50%), 归母净利润60.67亿元 (YOY+18.82%), 22年营收放缓主要系刚果金铜钴出口受

限，净利润主要受益于金属价格的上涨而小幅增加。

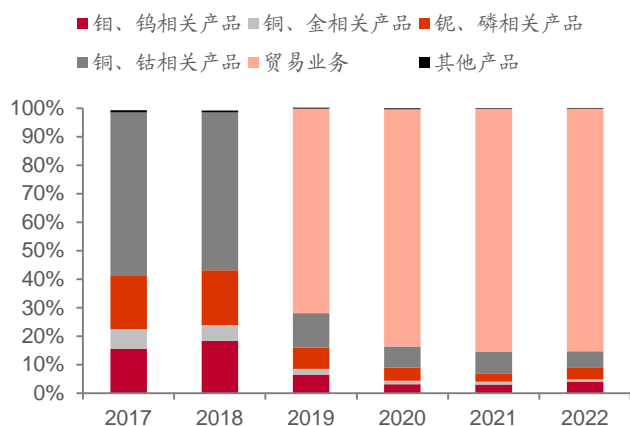
图表 10: 2017-2022 年公司营业收入及增速


来源: Wind, 中泰证券研究所

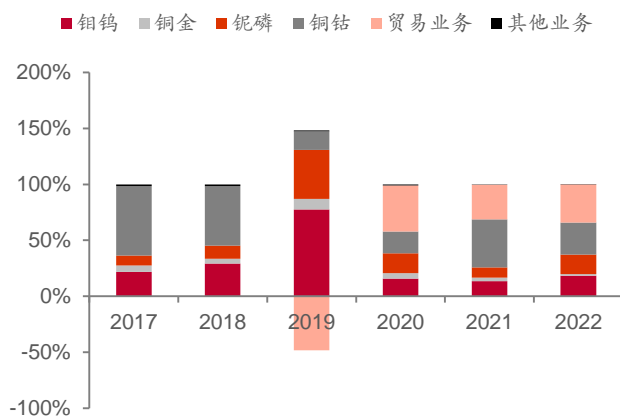
图表 11: 2017-2022 年公司归母净利润及增速


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **“矿山采掘业务+贸易业务”双轮驱动。**近年公司由单一的钨钼板块逐渐发展至铜钴、钨钼、铌磷、铜金及贸易五大板块，业务逐步多元化。从收入占比来看，2022 年公司贸易业务占比为 85%，矿山采掘及加工业务占比 15%。具体来看，2022 公司铌磷板块营收约 74 亿元，同比+44%；钨钼板块营收约 70 亿元，同比+30%；铜金板块营收约 13 亿元，同比-22%；铜钴板块实现营收约 97 亿元，同比-27%；公司矿业贸易板块实现营收约 1473 亿元，与 2021 年基本持平。未来伴随刚果金铜钴项目进一步放量，公司营收有望再上一个台阶。
- **铜钴业务是盈利贡献的主力军。**2022 公司毛利贡献最高的三大业务板块为贸易业务（根据国内会计准则，期货端盈利情况计入公允价值变动收益）、铜钴业务和钨钼业务，毛利占比分别为 34%/28%/18%，同比+3%/-15%/+5%。重要的是，铜钴产量近年增长迅速，2020-2022 铜钴业务的毛利占比由 20%→28%。随着 TFM 混合矿项目以及 KFM 项目的投产，公司铜钴业务业绩放量可期。

图表 12: 2017-2022 年公司营收结构


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 2017-2022 年公司毛利结构


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **公司矿山业务盈利能力较强。**2022 公司毛利率为 9.29%，同比-0.10pcts；净利率为 4.16%，同比+1.04pcts，公司盈利能力进一步增

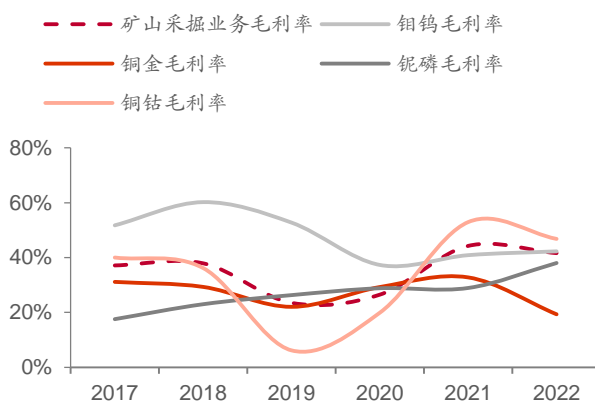
强。19 年毛利率大幅下降主要系公司收购 IXM 金属贸易公司所致。并表后新增贸易板块营收贡献大但整体毛利率低，19 年贸易业务毛利率为-3.01%拉低综合毛利率，2020 年后贸易板块毛利率逐渐提升并稳定在 3.5%左右。矿山业务是公司主要的盈利贡献来源，2020-2022 毛利率分别为 26.49%/44.27%/41.62%，毛利率与金属价格呈现出较强的相关性，伴随金属价格走强，有望进一步增厚公司利润。

图表 14: 2017-2022 年公司净利润率及毛利润率



来源: iFind, 中泰证券研究所

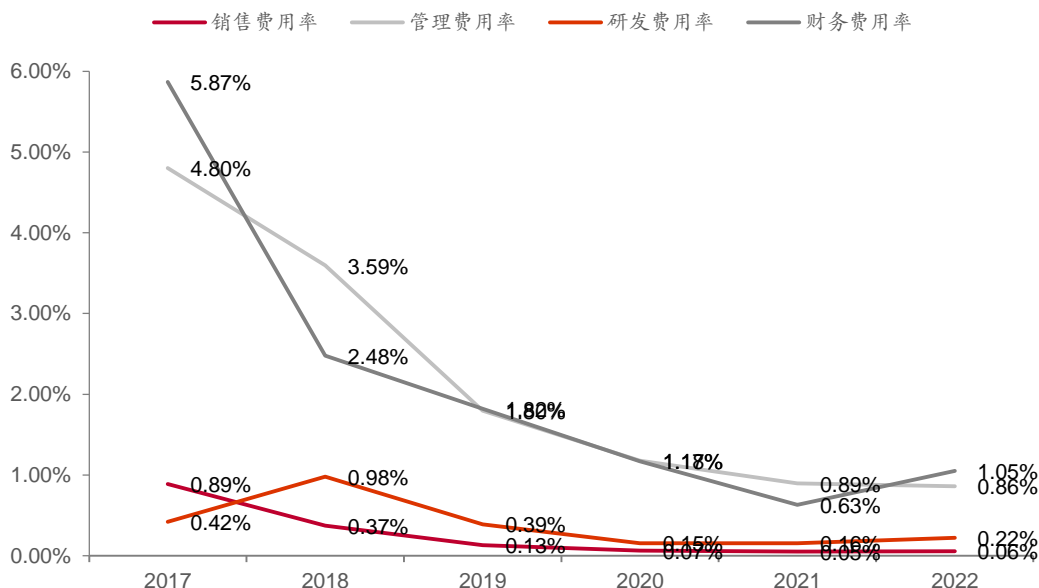
图表 15: 2017-2022 年公司各业务毛利率



来源: iFind, 中泰证券研究所

- **精益生产及管理，费用率走低。**2017-2022 期间费用率整体呈现下降态势。2018 年以后公司管理费用率显著下降，主要系根据财政部新财务报表格式要求将研发费用单独列示所致。2022 公司期间费用率为 2.19%，同比+0.46cts，主要由财务费用率和研发费用率上涨导致，具体来看：财务费用率为 1.05%，同比+0.42cts；研发费用率为 0.22%，同比+0.07pcts；管理费用率为 0.86%；销售费用率为 0.06%。

图表 16: 2017-2022 年公司费用率



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

刚果金铜钴板块：扩产提速，产能进入释放期

铜钴项目加速扩产，产能实现翻倍增长

- **铜钴资源丰富，产能加速扩张。**公司拥有刚果（金）TFM 和 KFM 两大优质铜钴矿，合计拥有铜资源量 3525 万吨，钴资源量 555 万吨，目前具备铜产量 25 万吨+钴产量 2 万吨，依托于 TFM 混合矿以及 KFM 项目的投产，公司将具备铜产能 54 万吨以上+钴产能 6.7 万吨，较目前 25.43 万吨铜产量+2.03 万吨钴产量规模实现翻倍式增长，成为全球第一大钴生产商和领先的铜生产商：
- **1) TFM 铜钴矿：**公司 2016 年收购 TFM 铜钴矿 56% 股权，2019 年进一步收购股权至 80%，当前为公司主要在产矿山，铜资源量 3101 万吨，钴资源量 354 万吨。2022 年产铜 25.43 万吨（yoy+21.60%），产钴 2.03 万吨（yoy+9.65%）。公司于 2021 年投资 25.1 亿美元开发 TFM 混合矿项目，预计 23 年下半年建成，达产后将新增铜产量 20 万吨/年、钴产量 1.7 万吨/年。此外，公司已和刚果(金)国家矿业公司就 TFM 权益金问题达成共识。重要的是，TFM 混合矿的前期建设未受到增储权益金影响，预计于 2023 年下半年投产。
- **2) KFM 铜钴矿：**2020 年公司收购 KFM 铜钴矿 95% 股权，2021 年与宁德时代子公司邦普时代签订《战略合作协议》，转让持有的 KFM 控股 25% 的股权，目前公司与邦普时代分别间接持有 KFM 铜钴矿项目 71.25% 和 23.75% 的权益。该矿是一个富钴矿，铜平均品位约 2.13%，含铜约 424 万吨；钴平均品位约 1.01%，含钴约 201 万吨，是世界上最大、最高品位的铜钴矿项目之一。收购完成后公司资源量超越嘉能可，成为钴资源量最大的公司，并且 KFM 与现有的 TFM 铜钴矿相距 33 公里，在开发和运营上拥有协同效应及独特优势，公司投资 18.26 亿美元对 KFM 项目进行开发，预计 23 年 Q2 投产，KFM 矿规划 3 万吨钴+9 万吨铜，2023 年产量指引为铜 7-9 万吨、钴 2.4-3 万吨。

图表 17：TFM 和 KFM 铜钴矿资源梳理

品种	矿山名称	资源矿石量(百万吨)	品位	金属资源量(万吨)	矿石储量(百万吨)	品位	金属储量(万吨)
铜	刚果(金)TFM 铜钴矿	1374.9	2.26%	3101.04	277.5	0.30%	789.48
	刚果(金)KFM 铜钴矿	199	2.13%	423.87	66.5	1.19%	193.52
	合计			3524.91			983
钴	刚果(金)TFM 铜钴矿	1374.9	0.26%	353.74	277.5	0.30%	82.26
	刚果(金)KFM 铜钴矿	199	1.01%	200.99	66.5	1.19%	79.14
	合计			554.73			161.4

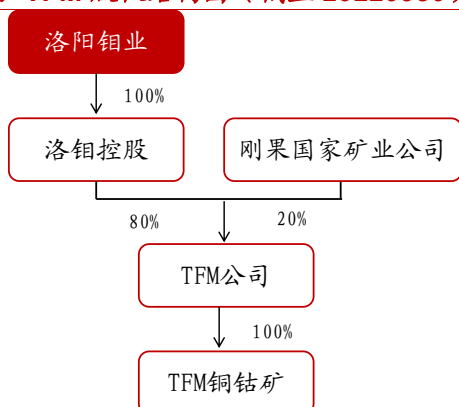
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 18：TFM 混合矿、KFM 矿投资建设情况

项目名称	投资金额	建设规模	规划产能	达产时间
TFM 混合矿项目	25.1 亿美元	年处理量 1240 万吨：350 万吨/年混合矿生产线、330 万吨/年氧化矿生产线、560 万吨/年混合矿生产线	铜 20 万吨 钴 1.7 万吨	预计 2023 年下半年投产
KFM 一期项目	18.26 亿美元	采选冶矿石 450 万吨/年	铜 9 万吨 钴 3 万吨	预计 2023 年 Q2 投产

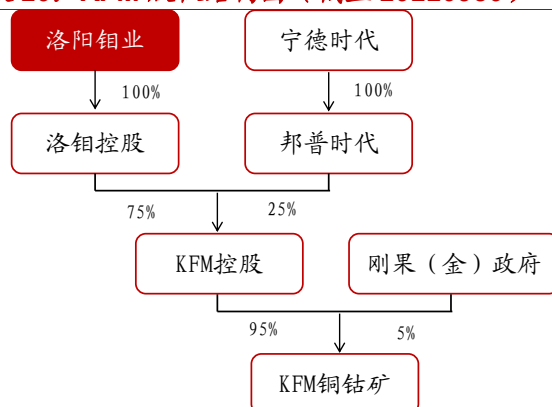
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 19: TFM 股权结构图 (截至 20220930)



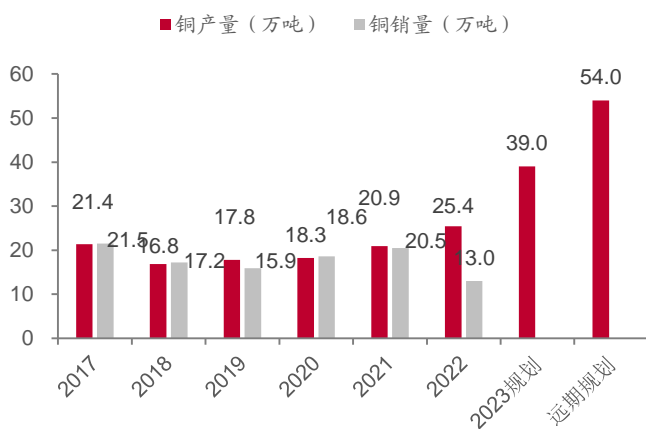
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 20: KFM 股权结构图 (截至 20220930)

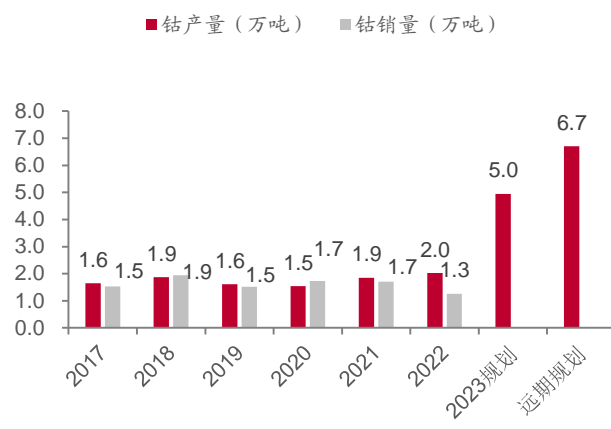


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 21: 公司 TFM 铜产销情况


 来源：公司公告，中泰证券研究所
 注：2023 年铜产量为公司产量指引中值

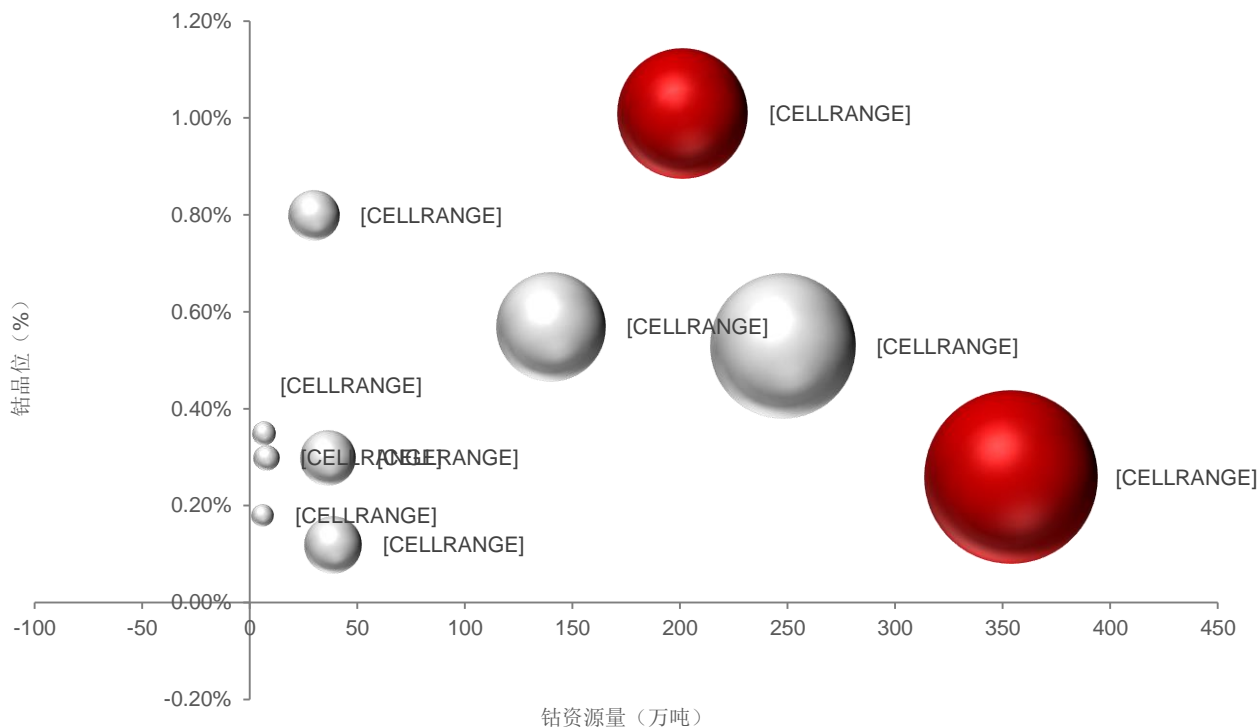
图表 22: 公司 TFM 钴产销情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

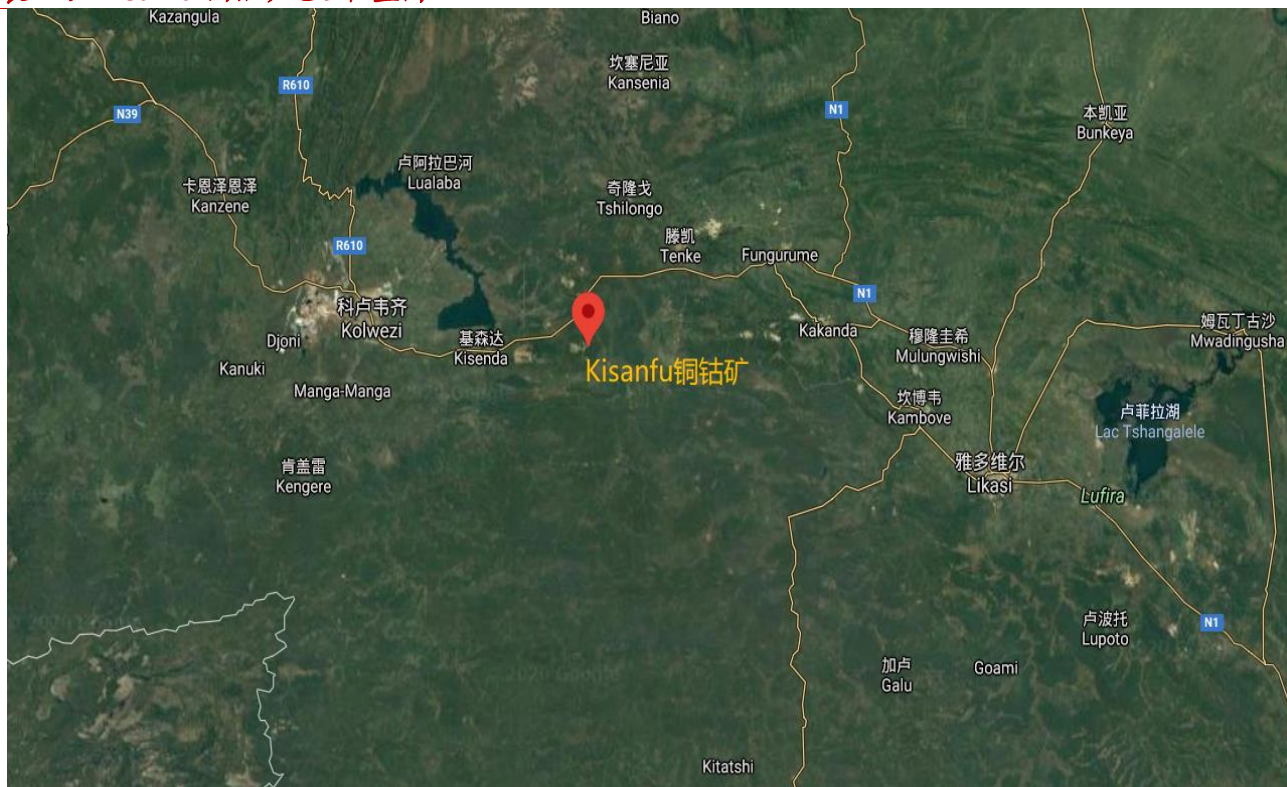
- 公司跃为全球第一大钴生产商。** TFM 和 KFM 均为全球最为优质的铜钴项目之一，尤其 KFM 钴品位达到 1% 以上，高于嘉能可的 Mutanda 以及 Katanga 项目。KFM 与 TFM 铜钴矿区域位置邻近，具有较好的协同效应，扩产完成后，公司钴产能将达到约 6.7 万吨，超过嘉能可 2022 年 4.38 万吨钴产量，成为全球第一钴生产商；公司铜产能将超过 54 万吨以上，约占中国铜业生产巨头紫金矿业 2022 年产量的 65%。

图表 23: 全球主要钴矿项目对比



资料来源：各公司公告等、中泰证券研究所

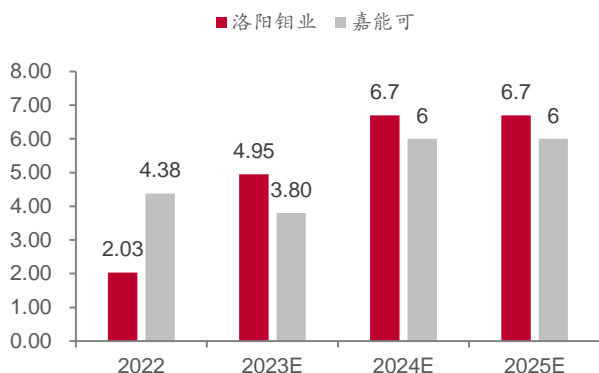
图表 24: Kisanfu 铜钴矿地理位置图



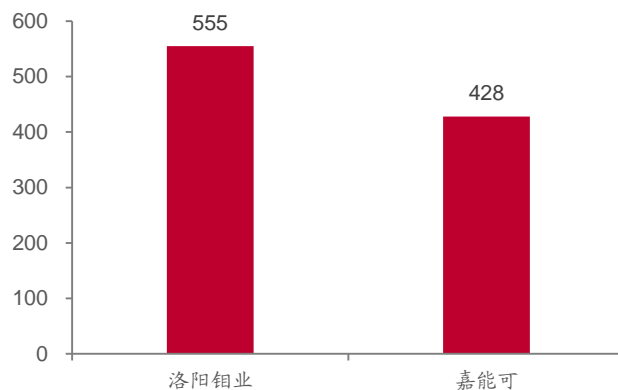
资料来源：Google Maps、中泰证券研究所

图表 25: 洛阳钼业 VS 嘉能可钴产量对比 (万吨)

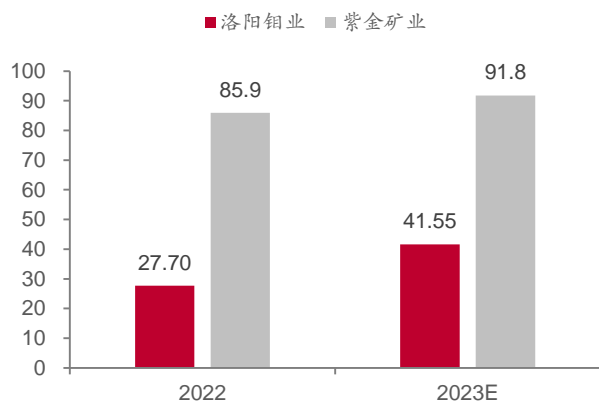
图表 26: 洛阳钼业 VS 嘉能可钴资源量对比 (万吨)

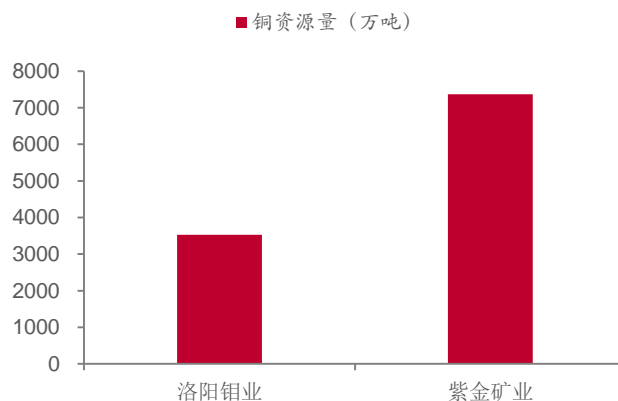


来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

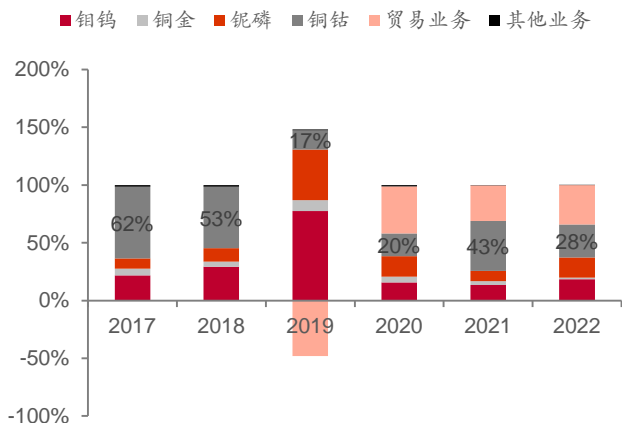
图表 27：洛阳钼业 VS 紫金矿业铜产量对比 (万吨)

 来源：公司公告，中泰证券研究所
 2023 年铜产量为公司产量指引中值

图表 28：洛阳钼业 VS 紫金矿业铜资源量对比 (万吨)


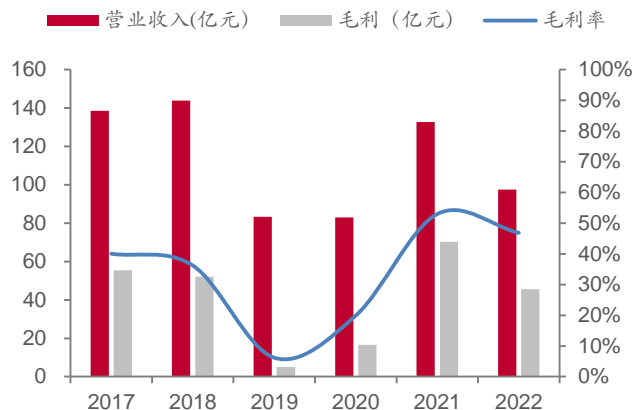
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **铜钴板块是公司业绩的压舱石。**2022 年铜钴板块毛利占矿山业务总营收 43%，是公司业绩的主力军。2020-2022 铜钴板块毛利为 16.51/70.27/45.64 亿元，同比+221.24%/+325.51%/-35.05%，其中 2022 年毛利的下降主要与 TFM 铜钴项目出口受到限制有关，截至 2022 年年报，公司铜库存 13.56 万吨、钴库存 1.13 万吨。
- **TFM 盈利与铜钴商品价格相关性较强。**2022 铜钴相关产品毛利率为 46.82%，同比-6.14pcts；TFM 实现净利润 20.49 亿元，同比下降 54%，盈利能力下滑主要系刚果金销售受限，生产铜钴相关产品的成本增加所致。

图表 29：2017-2022 年铜钴板块毛利占比
图表 30：2017-2022 年铜钴板块营收及毛利



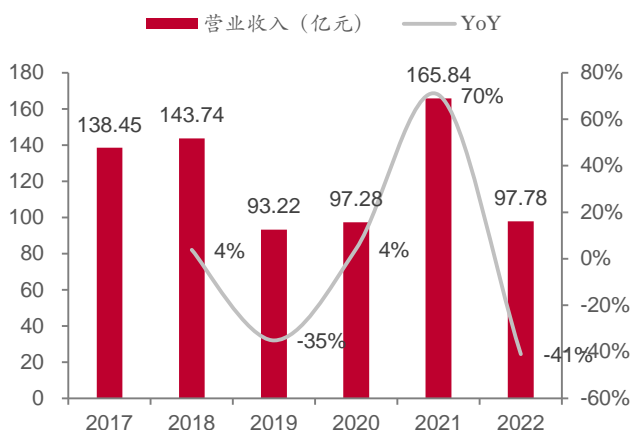
来源: Wind, 中泰证券研究所



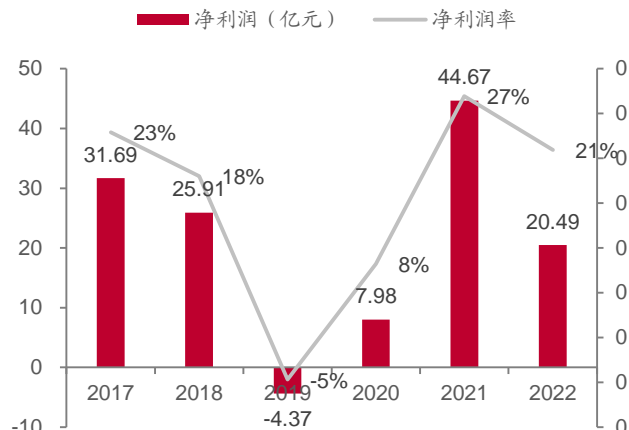
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 31: 2017-2022 年 TFM 营业收入及增速

图表 32: 2017-2022 年 TFM 净利润及净利率



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

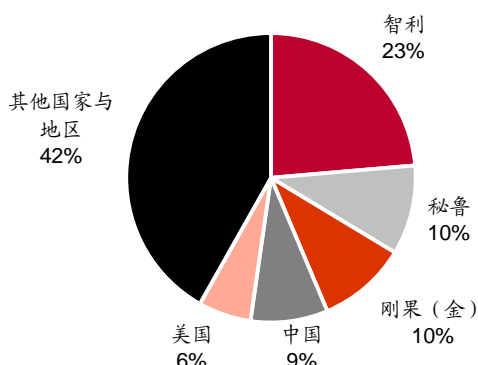
铜: 供需继续错配, 铜价已然处于景气周期

- 全球铜矿供给主要集中在秘鲁和智利。根据 USGS, 2022 年智利与秘鲁的铜矿产量在全球产量中的占比分别为 23% 与 10%, 2022 年智利和秘鲁由于疫情原因直接影响全球铜矿供给。

图表 33: 2022 年全球铜矿产量结构

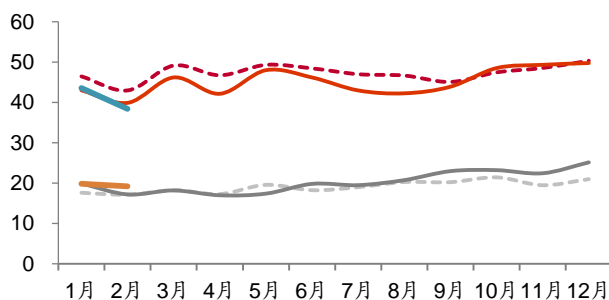
图表 34: 智利与秘鲁铜矿月度产量 (万吨)

■ 智利 ■ 秘鲁 ■ 刚果(金) ■ 中国 ■ 美国 ■ 其他国家与地区



数据来源: USGS、中泰证券研究所

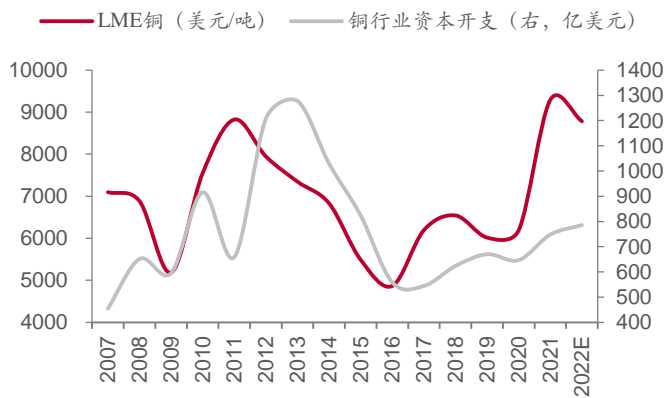
--- 2021年智利 --- 2021年秘鲁
— 2022年智利 — 2022年秘鲁
— 2023年智利 — 2023年秘鲁



数据来源: 智利统计局、秘鲁能源与矿业部、中泰证券研究所

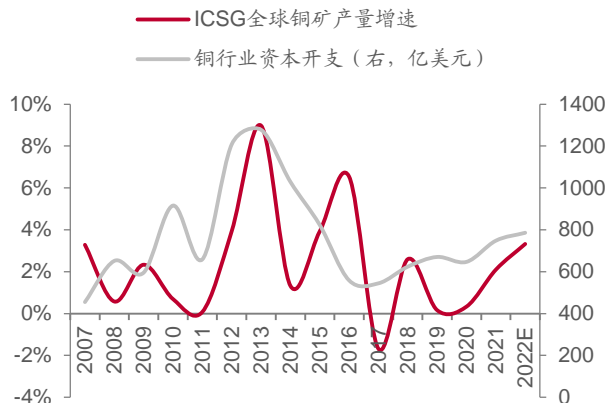
■ **铜矿长期受制于资本开支影响增速将放缓。**铜矿从最初可研到最终投产放量平均需要约 5 年的时间, 从历史来看铜行业资本开支与铜价处于正相关, 2010 年铜价上涨正向刺激了矿企对矿山的投入与建设, 2015-2020 年铜价较低, 矿企投入资本的动力下降, 铜矿资本开支处于低位。并且考虑到全球疫情、罢工以及部分矿山品位下降等因素, 部分铜矿被动放缓投产节奏, 我们预计原定于 2020-2021 年放量的产量或将在 2023 年逐步释放。但长期来看, 由于 2015 年以后行业资本开支处于低位, 铜矿增速或将放缓, 产量增量有限。

图表 35: 铜价与行业资本开支



数据来源: Wind、Bloomberg、中泰证券研究所

图表 36: 全球铜矿产量增速及资本支出



数据来源: Wind、ICSG、中泰证券研究所

■ **我们预计 23 年铜矿供给端扰动约束逐步削弱。**2022 年由于疫情等不利因素影响, 预计全球铜精矿产量 1872 万吨, 同比增 4.1%, 2023 年社区罢工等事件的影响逐步削弱, 预计全球铜精矿产量或将增长 130 万吨以上至 2005 万吨, 同比增 7.1%。

图表 37: 未来铜矿产量将快速增加 (单位: 万吨)

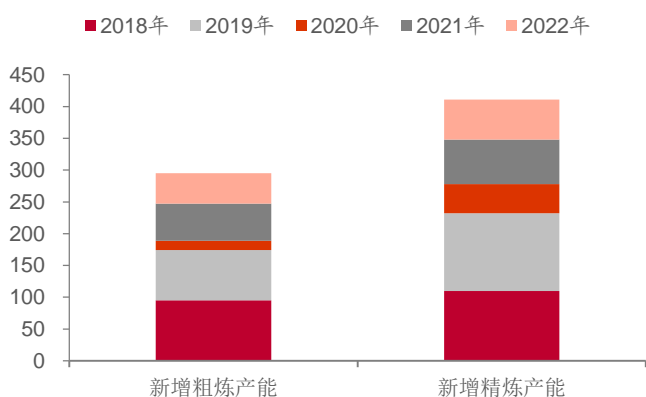
	2021	2022E	2023E	2024E	
Global mine production	1,799	1,872	2,005	2,115	
% change YoY		3.5%	4.1%	7.1%	5.5%
China	177	187	192	194	
% change YoY		7.1%	5.5%	3.0%	0.9%

World Ex. China	1,622	1,685	1,812	1,921
% change YoY	3.1%	3.9%	7.5%	6.0%
Global Conc needed by Smelters	1820	1868	1973	2098
China	775	808	872	915
World Ex. China	1045	1059	1101	1182
Balance: Global +Surplus/(-Deficit)	-21	4	31	18

数据来源: Wind、SMM、Bloomberg、中泰证券研究所

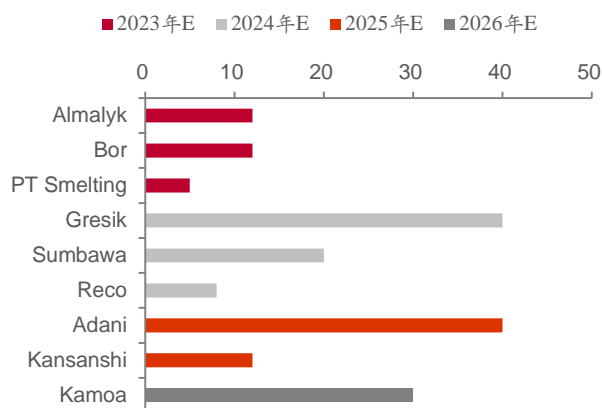
- 但粗炼产能增长有限，致使铜精矿无法有效转化为精炼铜。由于国内近两年粗炼产能项目相对有限，2018 年以来国内粗炼产能增量明显低于精炼产能增量。在冷料持续紧张的局面下，或将导致没有充足的粗炼产能将新增的铜精矿有效地转化为精炼铜，从而影响电解铜的供给。

图表 38: 国内 2018 年以来粗铜与精铜产能增量 (单位: 万吨)



数据来源: Mysteel、百川盈孚、中泰证券研究所

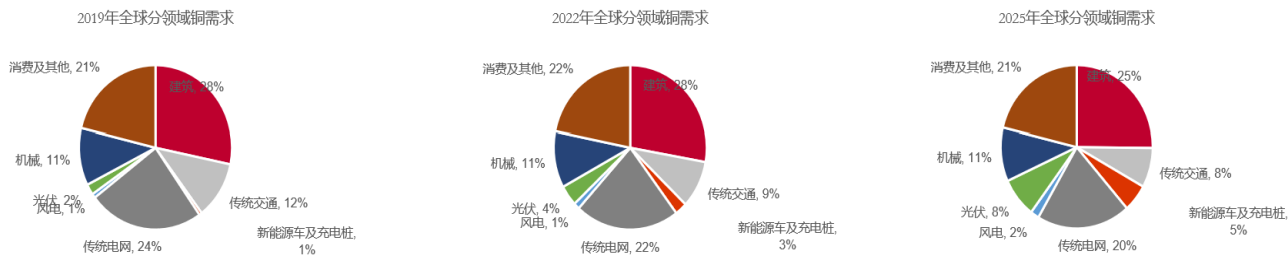
图表 39: 海外未来粗铜产能增量 (单位: 万吨)



数据来源: SMM、中泰证券研究所

- 经济复苏叠加新能源需求将持续拉动铜需求。在“碳中和”背景下，光伏与新能源车的行业景气度提升，新能源将转变铜金属下游消费结构。建筑、传统交通、传统电网的用铜需求由 2019 年的 64% 逐渐下降到 2025 年的 53%；而新能源部分，2019 年光伏、风电、新能源车及充电桩用铜需求占比约 4%，预计 2022 年有望提升至 8%，预计 2025 年或将提升至 15%。

图表 40: 2019、2022、2025 年全球分领域铜需求结构



数据来源: Wind、Bloomberg、中泰证券研究所

- 能源转型背景下，风电与光伏用铜将不断上升。
 - 根据 Navigant Research 数据，单位 GW 海风和陆风装机耗铜分

- 别为 0.95 万吨和 0.35 万吨。根据我们的测算，预计 2023-2024 年全球风电装机耗铜量分别为 46.1 万吨、52.1 万吨。2023-2024 年全球风电装机耗铜占比 1%和 1%，占铜消费边际增量 6%和 4%。
- 根据 Navigant Research 数据，单位 GW 光伏装机耗铜 0.55 万吨。根据我们的测算，预计 2023-2024 年全球光伏装机耗铜量分别为 171.6 万吨、223.1 万吨。我们预计 2022-2023 年全球光伏装机耗铜量占铜总消费的 5%和 6%，光伏装机耗铜边际增加 39.6 万吨和 51.5 万吨，在铜消费边际增量占比 41%和 37%。

图表 41：风电对电解铜需求测算

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
国内新增海风装机(GW)	2.5	3.8	16.9	5.0	7.0	9.0	16.0
国内新增陆风装机(GW)	24.3	50.6	30.7	50.0	54.0	60.0	79.0
国内装机耗铜（万吨）	10.9	21.4	26.8	22.3	25.6	29.6	42.9
国外新增海风装机(GW)	3.8	3.0	4.2	3.7	5.5	6.8	6.0
国外新增陆风装机(GW)	30.3	37.9	41.8	41.7	43.6	45.9	50.7
国外装机耗铜（万吨）	14.2	16.1	18.6	18.1	20.5	22.5	23.4
全球风电装机耗铜（万吨）		37.5	45.4	40.3	46.1	52.1	66.3
在铜总消费中占比		1%	1%	1%	1%	1%	2%
风电装机耗铜边际变化（万吨）		12.4	8.0	-5.1	5.7	6.0	14.2
在铜总消费边际增量中占比		-20%	4%	-6%	6%	4%	8%

数据来源：Wind、Navigant Research、中泰证券研究所

图表 42：光伏对电解铜需求测算

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
中国光伏装机(GW)	30.1	48.2	60.0	90.0	117.0	152.1	197.7
中国装机耗铜（万吨）	16.6	26.5	33.0	49.5	64.4	83.7	108.8
海外光伏装机(GW)	85.7	79.1	110.0	150.0	195.0	253.5	329.6
海外装机耗铜（万吨）	47.1	43.5	60.5	82.5	107.3	139.4	181.3
全球光伏装机耗铜（万吨）		70.0	93.5	132.0	171.6	223.1	290.0
在铜总消费中占比		2%	3%	4%	5%	6%	8%
光伏装机耗铜边际变化（万吨）		6.3	23.5	38.5	39.6	51.5	66.9
在铜总消费边际增量中占比		-10%	12%	43%	41%	37%	39%

数据来源：Wind、Navigant Research、中泰证券研究所

- **新能源车也将继续拉动全球用铜需求。**根据 Ducker Frontier，我们假设传统汽车、EV 乘用车、PHEV 乘用车与客车的单车用铜量分别为 25.0、60.0、83.0、200.0 千克，预计 2023-2024 年全球汽车对电解铜的需求量约为 286.8.0 万吨/310.0 万吨，其中新能源车需求量 90.5 万吨/116.9 万吨。
 - 在 2023-2024 年全球用铜总需求中，全球汽车总用铜量占比为 8.6%/8.9%，新能源车用铜量占比 2.7%/3.4%。我们预计 2023-2024 年全球新能源车对电解铜边际需求拉动 21.5 万吨/26.4 万吨，占到当年电解铜总消费增量的 21.9%/19.2%。

图表 43：传统汽车、新能源车对电解铜需求测算

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
中国汽车产量(万辆)	2528.6	2560.6	2728.7	2871.8	3070.9	3261.4
传统汽车	2399.1	2233.9	2077.6	2056.8	2015.7	1894.7
新能源车	129.5	326.6	651.1	815.0	1055.2	1366.6
EV 乘用车	93.8	251.7	503.5	604.2	785.4	1021.1
PHEV 乘用车	23.2	53.4	112.1	168.1	218.5	284.1
客车及专用车	12.5	21.5	35.6	42.7	51.3	61.5
海外汽车产量(万辆)	6227.1	6593.6	6377.3	6336.6	6404.8	6362.8
传统汽车	6052.8	6288.9	5974.4	5795.2	5708.3	5494.2
新能源车	174.3	304.7	402.9	541.4	696.5	868.6
EV 乘用车	134.4	247.1	321.4	429.2	541.5	654.1
PHEV 乘用车	34.3	51.4	74.6	104.4	146.2	204.6
客车及专用车	5.6	6.1	6.9	7.8	8.8	9.8
国内车用铜量(万吨)	70.0	80.2	94.0	105.9	120.9	138.6
国外车用铜量(万吨)	163.3	177.5	176.2	180.9	189.1	195.6
全球汽车用铜量(万吨)	233.4	257.8	270.3	286.8	310.0	334.1
在总消费中占比	7.9%	8.2%	8.4%	8.6%	8.9%	9.2%
新能源车用铜量(万吨)	22.1	44.7	69.0	90.5	116.9	149.4
在总消费中占比	0.7%	1.4%	2.1%	2.7%	3.4%	4.1%
全球汽车边际拉动(万吨)	-23.1	24.4	12.5	16.5	23.2	24.2
在总消费增量中占比	36.5%	12.1%	14.8%	16.8%	16.9%	14.3%
新能源车边际拉动(万吨)	5.1	22.6	24.3	21.5	26.4	32.5
在总消费增量中占比	-8.0%	11.2%	28.7%	21.9%	19.2%	19.2%

数据来源: Wind、Ducker Frontier、中泰证券研究所

经济复苏叠加库存低位,有望对铜价形成支撑

- 供需继续错配,铜价已然处于景气周期。**供给端,随着海外矿山产能逐步释放,我们预计 2023 年精铜产量为 2595 万吨,同比增速为 3.6%,其中值得关注的是冷料供应不足,以及矿山资源保护引发的罢工事件等或将对供给端形成的扰动。需求端,我们认为 2023 年风电、光伏、新能源车用铜需求分别增长 14.2%、30.0%、28.9%,预计 2023 年全球精铜需求量为 2611 万吨。综合来看,我们预计 2023 年精铜仍有-15.8 万吨的缺口,供需仍处于偏紧格局。

图表 44: 全球电解铜供需平衡表

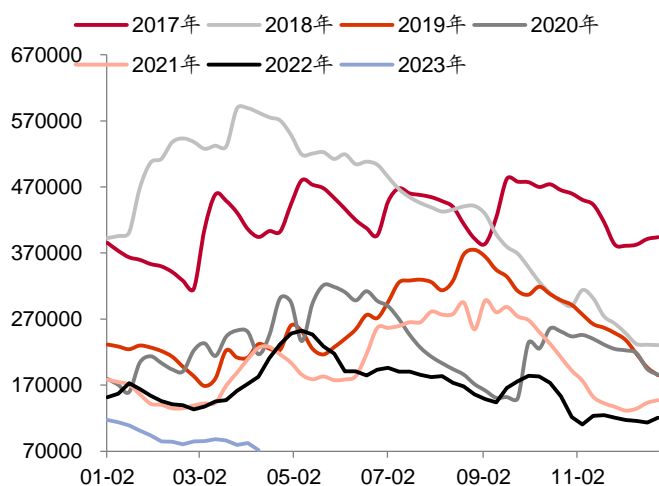
单位: 万吨	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
精铜产量	2408	2485	2504	2595	2740	2824
增速	2.0%	3.2%	0.8%	3.6%	5.6%	3.1%
铜材需求	2949	3151	3241	3338	3477	3647
增速	-2.1%	6.9%	2.8%	3.0%	4.1%	4.9%
风电	36	45	40	46	52	66
增速	44.5%	25.5%	-11.2%	14.2%	13.0%	27.3%
光伏	70	94	132	172	223	290
增速	9.9%	33.5%	41.2%	30.0%	30.0%	30.0%
新能源车	22	44	73	95	122	155
增速	29.8%	100.0%	66.4%	28.9%	28.7%	27.4%
传统领域	2809	2968	2995	3026	3080	3135
增速	-3.3%	5.7%	0.9%	1.0%	1.8%	1.8%
再生铜需求	554	667	699	728	758	793
增速	-12.4%	20.4%	4.9%	4.1%	4.1%	4.7%
精铜需求	2395	2485	2541	2611	2719	2854
增速	0.6%	3.7%	2.3%	2.7%	4.2%	5.0%

供需平衡	12	1	-37	-16	21	-30
------	----	---	-----	-----	----	-----

数据来源: Wind、Bloomberg、中泰证券研究所

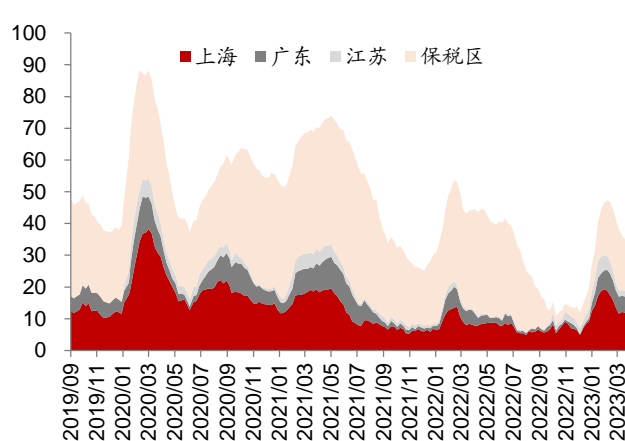
- **全球铜库存处于历史低位。**2022 年年初至今，全球库存不断走低，并创出历史新低。截至 4 月 14 日，LME 与 COMEX 铜库存为 7.18 万吨，处于 2016 年以来的低位。国内库存方面，截至 4 月 14 日，上海、广东、江苏三地总库存 17.73 万吨，三省社会库存同比增加 33.81%；保税区库存 15.58 万吨，保税区库存同比减少 49.76%，国内铜库存亦处于历史底部。

图表 45: 海外铜库存 (LME+COMEX) 处于 16 年以来的低位 (吨)



数据来源: Wind、中泰证券研究所

图表 46: 上海、广东、江苏与保税区铜库存 (万吨)

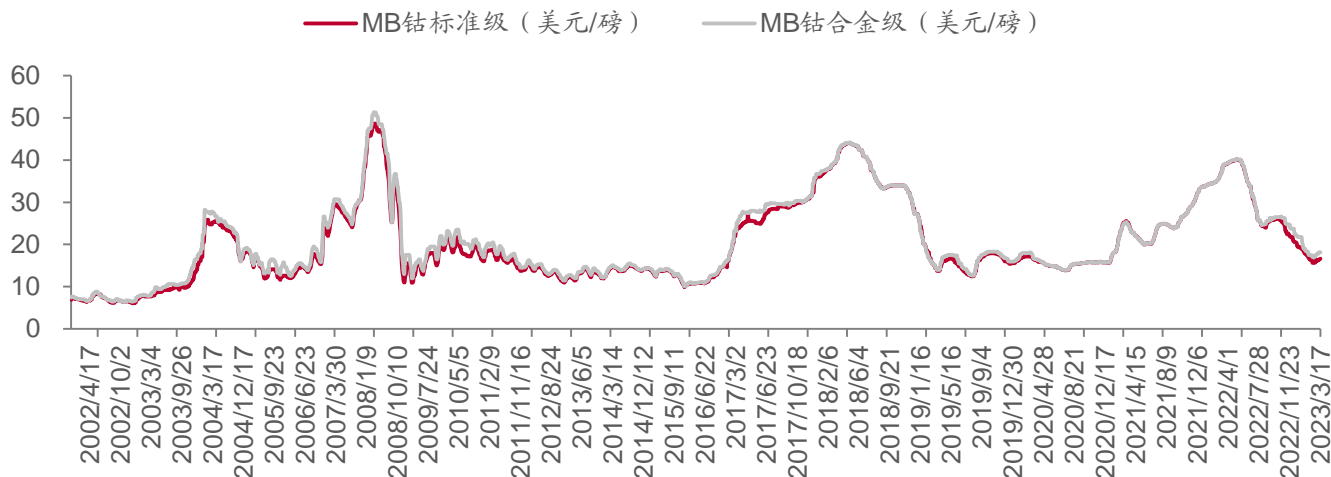


数据来源: SMM、中泰证券研究所

钴: 价格触底, 静待供给格局出清

- **钴价跌至历史底部区间。**截至 2023 年 2 月 15 日，MB 钴（标准级）跌至 16.35 美元/磅，MB 钴（合金级）跌至 17.43 美元/磅，已经跌至历史底部区间位置（2019 年价格最低点为 12.43 美元/磅、2016 年价格最低点为 10.30 美元/磅），中间品折扣系数跌至 53%-55%，当前价格已经接近刚果金手抓矿成本，向下空间有限。

图表 47: 钴价长周期走势



来源: Wind、中泰证券研究所

- 23-24 年钴中间品供应压力较大。**未来 1-2 年，钴矿面临的供给压力主要来自两个方面：1) 铜钴矿项目扩产，洛阳钼业 TFM 混合矿项目将新增 1.7 万吨钴产能、KFM 铜钴矿项目新增 3 万吨钴产能，Shalina Resource 公司 1.6 万吨铜钴矿项目，以及五矿资源 Kinsevere 项目等，未来 1-2 年铜钴矿将新增钴产能 7.74 万吨；2) 印尼镍钴项目逐渐进入投产周期，华友、力勤、格林美等企业加大镍湿法项目投资，目前印尼规划项目将合计带来约 7 万吨钴增量产能，其中 2023 年新增产能约 2 万吨。

图表 48: 铜钴矿项目产能规划

	规划产能 (吨)	投产日期
TFM 混合矿项目	17000	2023 年
KFM	30000	2023 年 H1
Shalina Resource	16000	2023 年 Q4
五矿资源 Kinsevere	5000	2023 年
Jervois-ICO 钴矿	2000	2023 年 Q2
金川国际 Musonoi	7400	2024 年
合计	77400	

数据来源: 公司公告等、中泰证券研究所

图表 49: 印尼镍钴项目产能规划

	规划产能 (吨)	投产日期
力勤二期	2250	2022 年 11 月
力勤三期	7500	2023 年 12 月
华飞	15000	2023 年
华友-大众合资项目	15000	2014-2025 年
华山项目	15000	2014-2026 年
华友-淡水河谷合资项目	15000	2014-2027 年
QMB	4000	2022 年底
合计	73750	

数据来源: 公司公告等、中泰证券研究所

- 静待行业格局出清。**当前钴价已经跌至历史底部区间，未来我们或将看到行业格局逐渐出清：
 - 1) 手抓矿逐渐萎缩：**2021 年刚果金手抓矿供应约 1.45 万吨左右，约占全球供应量的 9%左右，当前钴价已经触及刚果（金）手抓矿成本线，手抓矿供应或将逐渐出清；
 - 2) 龙头企业控量保价：**2019 年，MB 钴价跌至 12 美元/磅左右，嘉能可主动关停 Mutanda 铜钴矿项目，约影响全球 2.7 万吨钴供应量，占比约 20%，于 2021 年年底重启关停约 2 年的 Mutanda 铜钴矿项目。
 - 3) 在建项目或将放缓：**受低钴价影响，Shalina Resource 公司

Mutoshi 项目规划 1.6 万吨钴产能，原计划 2020 年投产，该项目暂停，目前已恢复，预计将于 2023 年三季度之前投产。

NPM 铜金矿：产量恢复可期

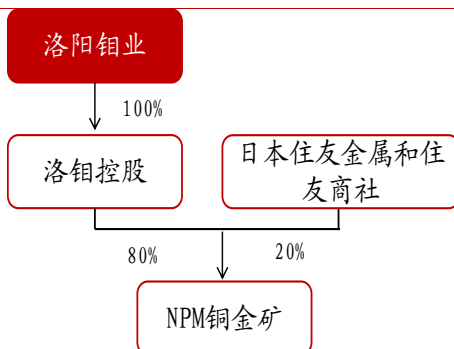
- NPM 铜金矿位于澳大利亚，主要产品为铜精矿、副产品为黄金，是澳大利亚第四大在产铜金矿。公司于 2013 年开始布局海外业务，以 56 亿元收购澳洲 NPM 铜金矿，目前持有 NPM 铜金矿 80% 权益。NPM 铜金矿拥有矿石储量 1.01 亿吨，铜平均品位 0.53%。

图表 50: NPM 铜金矿资源梳理

矿山名称	主要品种	权益比例 (%)	资源量			储量		
			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)
澳洲 NPM 铜金矿 (80%)	铜	80%	526.9	0.55%	-	101.4	0.53%	-
澳洲 NPM 铜金矿 (80%)	金			0.19 (g/t)	-		0.27 (g/t)	-

来源：公司公告、中泰证券研究所

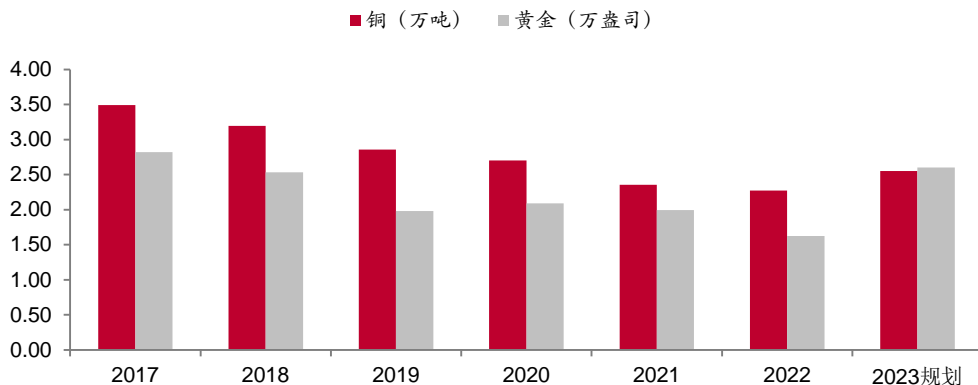
图表 51: NPM 铜金矿股权结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 22 年 NPM 铜权益产量为 2.27 万吨，同比下滑 3.6%，金产量为 1.62 万盎司。2022 年产量不及年初产量目标，主要原因为计划外的检修，叠加持续的暴雨天气，以及 E26 项目与此前矿山产量的衔接不顺畅影响了矿山的生产。NPM 铜金矿预计会在 2023 年恢复正常运营，2023 年铜生产指引为 2.40-2.70 万吨，金生产指引为 2.50-2.70 万盎司，产量有望释放。

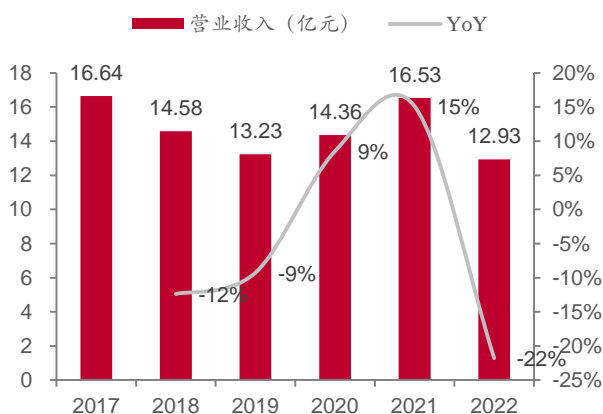
图表 52: 2017-2023 年 NPM 矿铜金产量及规划



来源：公司公告、中泰证券研究所

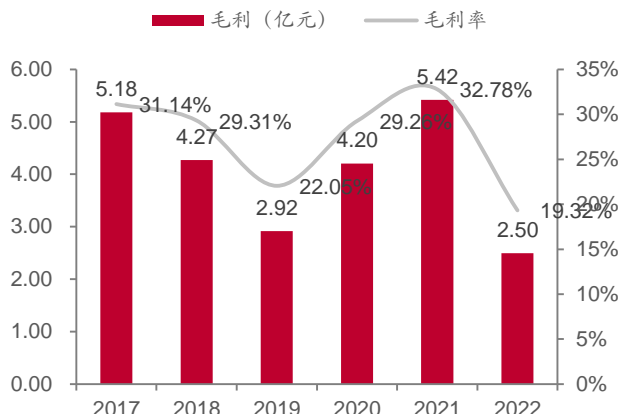
- 2022 年铜金板块营收占矿山采掘业务总营收 5.10%。近年公司 NPM 铜金矿产量小幅减少，营收小幅下降。2020-2022 铜金板块毛利为 4.20/5.42/2.50 亿元，同比+44.03%/+28.96%/-53.90pcts，2022 年毛利下降主要系黄金产量减少所致。铜金矿整体盈利水平较好，近五年始毛利率终维持在 19%以上水平，未来随着产量恢复，盈利具备提升空间。

图表 53: 2017-2022 年铜金板块收入



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 54: 2017-2022 年铜金板块毛利及毛利率



来源：公司公告、中泰证券研究所

钼钨板块：钼价创历史新高，盈利有望高增

- 公司主要运营三道庄钼钨矿区和合营企业所属的上房沟钼铁矿区，主要从事钼、钨金属的采选、冶炼、深加工、科研等，拥有采矿、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。合计具有钼资源量 138 万吨，权益资源量 93 万吨；钨资源量 12 万吨。23 年规划钼产量 1.20-1.50 万吨，钨产量 0.65-0.75 万吨。

■

- 1) 三道庄钼钨矿：公司持股 100%，于 2021 年 11 月 18 日换发三道庄钼钨矿采矿许可证，矿区面积 2.0031 平方公里，钼资源量约 25.73 万吨+钨资源量 11.61 万吨，生产规模 1263 万吨/年。

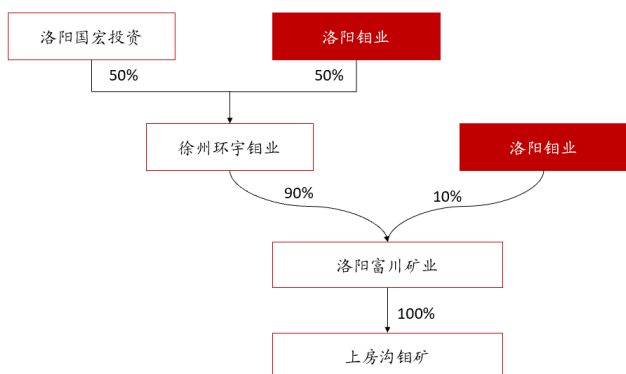
- **2) 上房沟钼矿:** 本公司合营公司洛阳富川矿业拥有, 公司持股 55%, 钼资源量 61.94 万金属吨, 储量 5.36 万金属吨, 品位 0.20%, 年矿石处理量 508 万吨。
- **3) 新疆东戈壁钼矿:** 公司持股 65%, 拥有哈密市东戈壁钼矿, 钼资源量 50.72 万金属吨, 储量 19.68 万金属吨, 该矿不但具有储量大、品位高、易选别、选矿回收率高等特点, 而且埋藏浅, 适合露天大规模开采, 有着很大的经济价值。东戈壁钼矿已取得了自然资源部颁发的采矿许可证, 采选规模 30000 吨/天, 因环保原因, 当前东戈壁钼矿项目暂时处于缓建阶段。

图表 55: 钨钼板块资源量

主要品种	矿山名称	权益比例 (%)	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)			
钨	三道庄钨钼矿	100%	295.72	0.09%	25.73	51.3	0.10%	5.13	12.60	4.1	3个月
	上房沟钼矿	55%	445.49	0.14%	61.94	26.96	0.20%	5.36	5.10	5.3	11年
	东戈壁钼矿	65%	441	0.12%	50.72	141.58	0.14%	19.68	0.00	38	22年
	合计				138.39			30.17			
钼	权益量合计				92.82			20.89			
	三道庄钨钼矿	100%	295.72	0.09%	27.21	51.3	0.12%	6.31	12.60	4.1	3个月

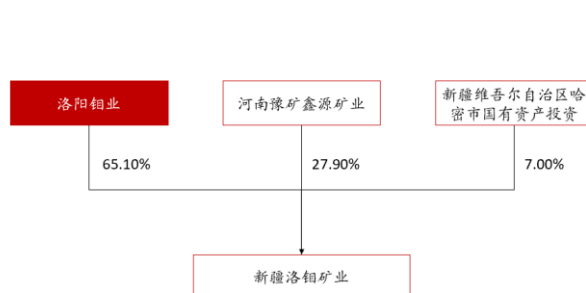
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 56: 上房沟钼矿股权结构图



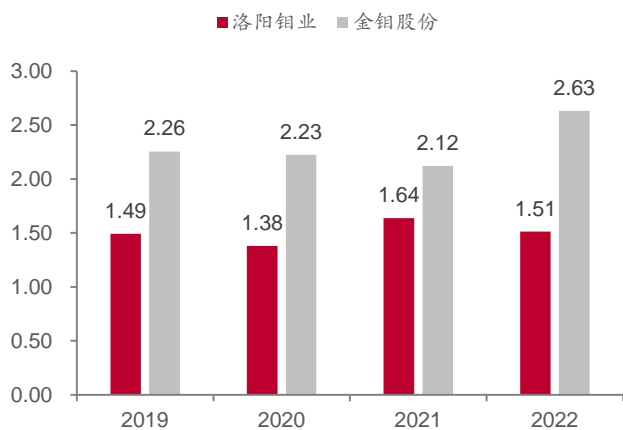
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 57: 新疆钼矿股权结构图



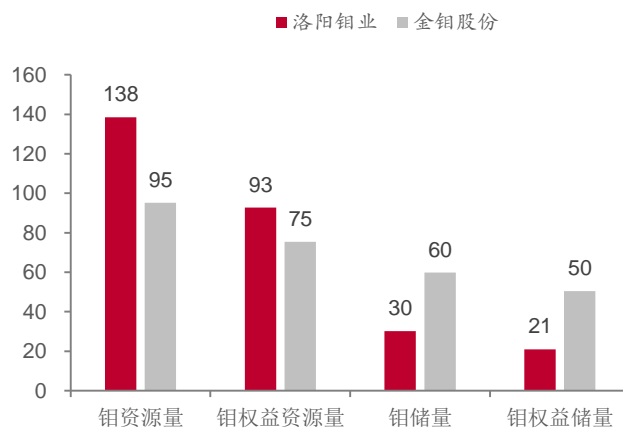
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 58: 洛阳钼业 VS 金钼股份产量对比 (万金属吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

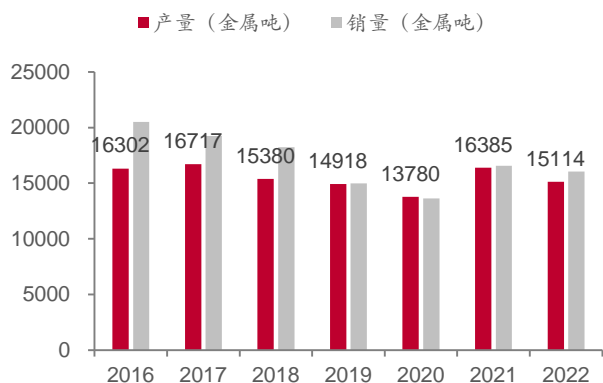
图表 59: 洛阳钼业 VS 金钼股份钼资源量对比 (万金属吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

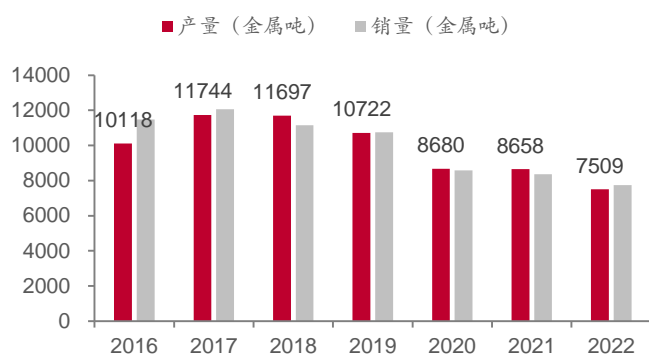
- **钼价创历史新高，钼钨板块盈利有望高增。**近期在供给减量需求增长背景下，钼价快速上涨，并创下近年高点，2023年2月上海有色钼价突破700元/千克，同比上涨约96%。公司钼钨板块盈利较好，历史毛利率在37%以上，2022年实现毛利29.45亿元，同比增长35%，毛利率提升至42%。

图表 60: 洛阳钼业钼产品历史产销



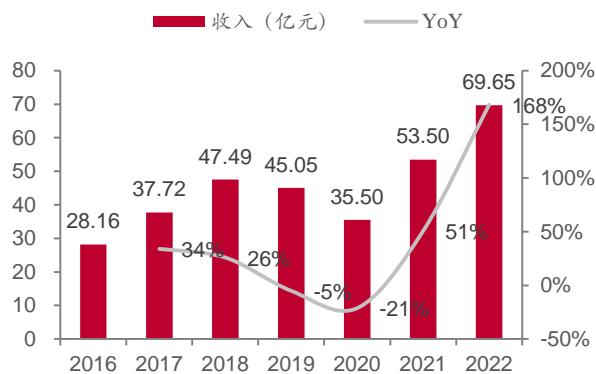
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 61: 洛阳钼业钨产品历史产销



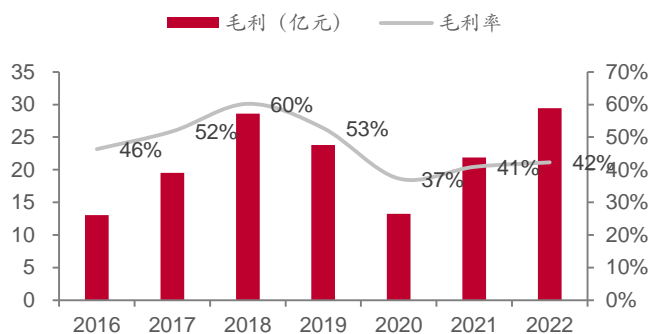
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 62: 洛阳钼业钼钨板块收入



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 63: 洛阳钼业钼钨板块毛利率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 64: 钼价历史走势



图表 65: 钨价历史走势



来源：iFinD、中泰证券研究所

来源：iFinD、中泰证券研究所

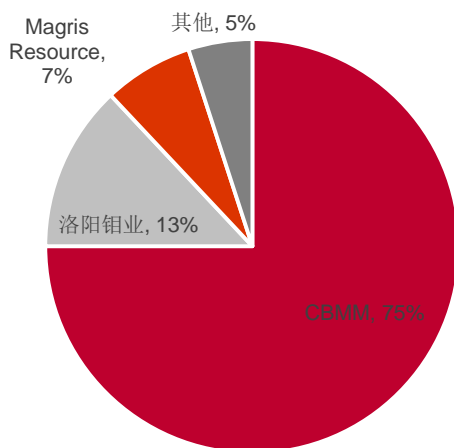
钼磷板块：全球第二大钼生产商，巴西境内第二大磷肥生产商

- 钼磷项目资源优势明显。**2016年10月公司以16.76亿美元完成了对英美资源集团旗下巴西境内钼磷资产的收购，具有钼资源量202.47万金属吨+磷肥8191.42万吨，是全球第二大钼生产商及巴西境内第二大磷肥生产商。磷矿的业务范围覆盖磷全产业链，开采方式为露天开采作业，主要产品包括：高浓度磷肥（MAP、GTSP、低浓度磷肥（SSG、SSP粉末等）、动物饲料补充剂（DCP）、中间产品磷酸和硫酸（硫酸主要自用）以及相关副产品（石膏、氟硅酸）等。钼矿的业务范围覆盖钼矿的勘探、开采、提炼、加工和销售，主要产品为钼铁。
- 公司完成项目收购后，依托中国优势的选矿技术，降低成本、提高效率、推进钼铁回收率提升。**21年公司钼产量为8586金属吨、磷肥产量111.70万吨，21年实现净利润5.81亿元，净利率为11.43%。22年受益于钼、磷肥产品价格走高，巴西钼磷板块净利润大幅提升，22年实现营业收入73.68亿元（yoy+45%），毛利率由29%提升至38%，实现净利润16.37亿元（yoy+94%）。

图表 66：钼磷板块资源量

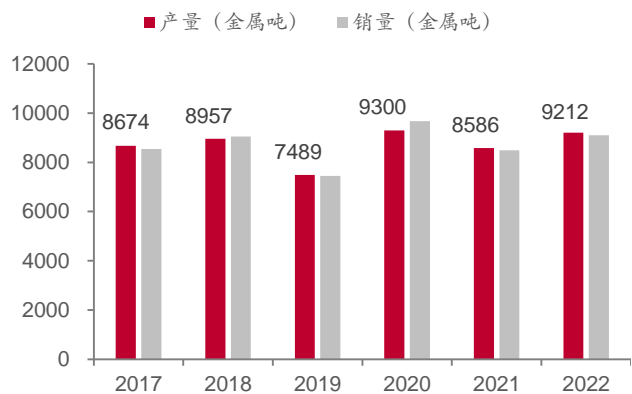
主要品种	矿山名称	资源量		储量		年处理量（百万吨）	剩余可采年限		
		矿石量（百万吨）	品位	金属量（万吨）	石量（百万吨）				
钼	巴西矿区一	143	1.01%	145.09	40.06	0.97%	38.98	3.3	12年
	巴西矿区二	168.8	0.34%	57.38	33.76	0.50%	17.03	5.5	35年
	合计			202.47			56.01		
	巴西矿区二	791.75	10.35%	8191.42	191.33	12.62%	2415.07	5.5	35年

来源：公司公告、中泰证券研究所

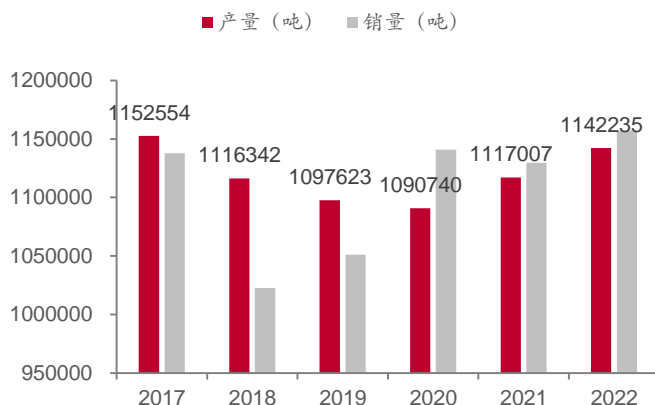
图表 67：钼供给格局


来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

图表 68：洛阳钼业钼历史产销
图表 69：洛阳钼业磷肥历史产销

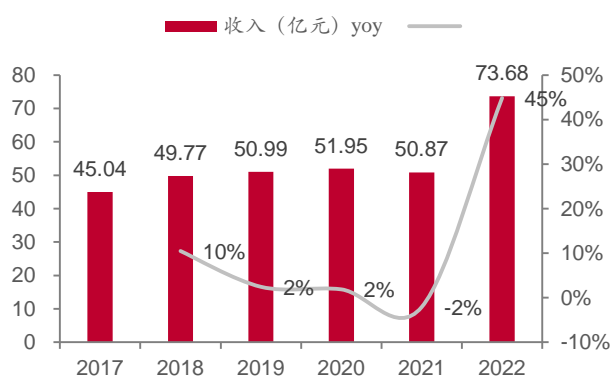


来源：公司公告、中泰证券研究所



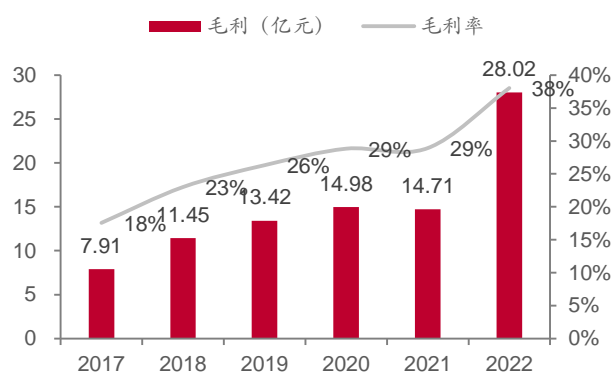
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 70: 洛阳钼业钨磷板块收入



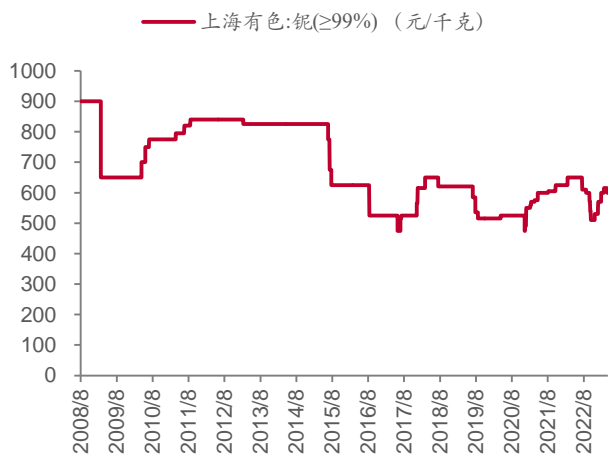
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 71: 洛阳钼业钨磷板块毛利率



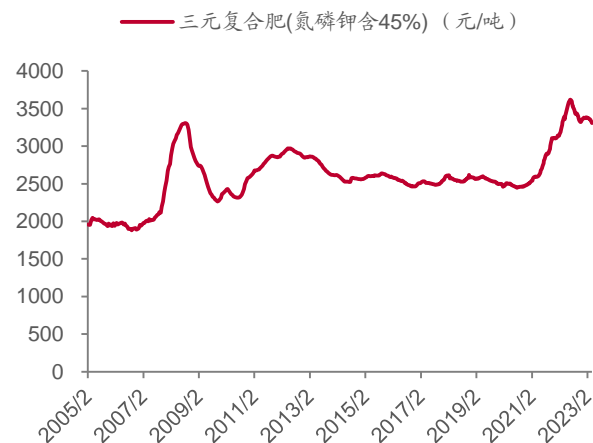
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 72: 钨价历史走势



来源：iFinD、中泰证券研究所

图表 73: 磷酸一铵价格走势



来源：iFinD、中泰证券研究所

投资建议：进入产能释放年，给予“买入”评级

- 洛阳钼业是一个综合性矿业公司，已经基本完全全球化的资产布局，拥有世界级的资源，业务范围覆盖亚洲、非洲、欧洲、美洲、澳洲等多个地区，涉及铜、钴、锂、镍、钼、钨、金、钨、磷等多个金属品种，有望平滑周期波动。2023 年是公司“提升年”，刚果金 TFM 混合矿项目

以及 KFM 项目都将逐渐进入投产期，公司刚果金将具备铜产能 54 万吨以上+钴产能 6.7 万吨，较 2022 年翻倍增长，真正实现将公司资源优势转化为产量优势。

■ 核心假设:

- 1) 钨钼板块: 假设公司 2023-2025 年钨销量均为 13500 金属吨, 钨铁 (60%) 含税售价为 25.0 万元/吨; 假设公司 2023-2025 年钨销量为 7000 吨, 钨精矿 (65%) 售价为 17 万元/吨;
- 2) 铜钴业务, 假设 TFM 铜钴矿 2023-2025 年铜金属销量为 36/45/45 万吨, 钴金属销量为 2.25/3.0/3.7 万吨; 假设 KFM 铜钴矿 2023-2025 年铜金属销量为 8.0/9.0/9.0 万吨, 钴金属销量为 2.7/3.0/3.0 万吨。假设 2023-2025 年铜价分别为 9000/9100/9200 美元/吨, 钴价分别为 15/13/12 美元/磅;
- 3) 铜金业务, 假设 NPM 铜金矿 2023-2025 年铜精矿销量维持 2.55 万吨不变, 假设 2023-2025 年黄金销量维持 26000 盎司不变, 黄金售价均为 420 元/克;
- 4) 铌磷业务, 假设公司相关业务维持稳定, 2023-2025 年铌铁年销量为 9200 吨, 铌铁 (66%) 售价为 22 万元/吨; 假设 2023-2025 年磷酸一铌年销量为 115 万吨, 磷酸一铌 (55%) 售价为 385 美元/吨。
- 5) 贸易板块, 预计贸易业务 2023-2025 年实现收入分别为 1473.08 亿元, 毛利率维持 2% 不变。

- 综上, 预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1879.65、1942.59、1950.65 亿元, 对应归母净利润分别为 108.24、129.53、136.00 亿元, 同比增长 78%/20%/5%, 按照 4 月 28 日 1287 亿市值计算, 对应 PE 分别为 11.9、9.9、9.5。首次覆盖, 给予“买入”评级

图表 74: 公司盈利预测拆分

		2023E	2024E	2025E
1、TFM	铜产量 (万吨)	31	45	45
	铜销量 (万吨)	36	45	45
	钴产量 (万吨)	2.25	3	3.7
	钴销量 (万吨)	2.25	3	3.7
	铜价 (美元/吨)	9000	9100	9200
	MB 钴价 (美元/磅)	15	13	12
	收入 (百万元)	24700	30893	31674
	成本 (百万元)	12960	14850	14850
	毛利 (百万元)	11740	16043	16824
	毛利率 (%)	48%	52%	53%
2、KFM	铜产量 (万吨)	8	9	9
	铜销量 (万吨)	8	9	9
	钴产量 (万吨)	2.7	3	3
	钴销量 (万吨)	2.7	3	3
	收入 (百万元)	8414	8944	8739

	成本 (百万元)	3200	3240	3240
	毛利 (百万元)	5214	5704	5499
	毛利率 (%)	62%	64%	63%
3、钨钼板块	钨销量 (万金属吨)	1.35	1.35	1.35
	钨均价 (万元/吨)	25	25	25
	钨销量 (万吨)	0.7	0.7	0.7
	钨均价 (万元/吨)	17	17	17
	收入 (百万元)	6031	6031	6031
	成本 (百万元)	1925	1925	1925
	毛利 (百万元)	4106	4106	4106
	毛利率 (%)	68%	68%	68%
4、铌磷板块	铌销量 (万金属吨)	0.92	0.92	0.92
	铌铁均价 (万元/吨)	22	22	22
	磷酸一铌销量 (万吨)	115	115	115
	磷酸一铌均价 (元/吨)	2580	2580	2580
	收入 (百万元)	5680	5680	5680
	成本 (百万元)	4255	4255	4255
	毛利 (百万元)	1425	1425	1425
	毛利率 (%)	25%	25%	25%
5、NPM	铜销量 (万吨)	2.55	2.55	2.55
	黄金 (盎司)	26000	26000	26000
	铜价 (美元/吨)	9000	9100	9200
	金价 (元/克)	420	420	420
	收入 (百万元)	1722	1738	1753
	成本 (百万元)	1148	1148	1148
	毛利 (百万元)	575	590	606
	毛利率 (%)	33%	34%	35%
6、贸易业务	收入 (百万元)	147308	147308	147308
	成本 (百万元)	141820	141820	141820
	毛利 (百万元)	2946	2946	2946
	毛利率 (%)	2%	2%	2%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 75: 2023 年净利润敏感性测试

		铜价 (美元/吨)						
		8000	8500	8700	9000	9500	10000	11000
钴价 (美元/磅)	12	92.6	99.3	102.0	106.0	112.8	119.5	132.9
	15	94.8	101.5	104.2	108.2	115.0	121.7	135.2
	20	98.5	105.2	107.9	111.9	118.7	125.4	138.9
	25	102.2	108.9	111.6	115.6	122.4	129.1	142.6
	30	105.9	112.6	115.3	119.4	126.1	132.8	146.3

资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 76: 可比公司估值

代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E
601899.SH	紫金矿业	3,377.7	251.84	292.43	13.41	11.55
601168.sh	西部矿业	313.1	36.30	38.39	8.63	8.16
000630.sz	铜陵有色	346.3	35.47	37.43	9.76	9.25
600711.sh	盛屯矿业	164.6	15.49	21.69	10.62	7.59
300618.sz	寒锐钴业	102.7	5.39	6.36	19.06	16.15

601958.sh	金钼股份	361.7	26.56	31.62	13.62	11.44
	均值				12.52	10.69
603993.sh	洛阳钼业	1,287.3	108.24	129.98	11.89	9.90

资料来源：Wind、中泰证券研究所

注：可比均采用 Wind 一致预期，收盘日期为 4 月 28 日

风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司主要产品为铜、钴、钼、钨、金、铌、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。**公司在建项目包括 KFM 铜钴矿项目以及 TFM 混合矿项目，2023 年将进入投产期，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 77: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	32,648	54,764	52,760	89,067	营业收入	172,991	187,965	194,259	195,065
应收票据	0	0	0	0	营业成本	156,926	164,314	166,229	166,229
应收账款	800	870	899	902	税金及附加	1,235	1,342	1,387	1,393
预付账款	2,130	2,465	2,493	2,493	销售费用	97	106	109	110
存货	32,255	36,818	57,183	39,272	管理费用	1,791	1,946	2,011	2,019
合同资产	0	0	0	0	研发费用	389	422	436	438
其他流动资产	17,850	13,239	13,704	13,948	财务费用	1,808	1,452	1,435	1,189
流动资产合计	85,682	108,155	127,039	145,683	信用减值损失	-20	-20	-20	-20
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-65	0	0	0
长期股权投资	1,934	1,934	1,934	1,934	公允价值变动收益	-1,611	0	0	0
固定资产	28,056	25,485	23,248	21,309	投资收益	726	673	388	372
在建工程	13,659	13,759	13,759	13,659	其他收益	85	0	0	0
无形资产	19,448	18,797	17,743	17,198	营业利润	9,889	19,038	23,019	24,040
其他非流动资产	16,241	16,255	16,272	16,296	营业外收入	19	0	0	0
非流动资产合计	79,337	76,231	72,957	70,395	营业外支出	104	0	0	0
资产合计	165,019	184,386	199,995	216,078	利润总额	9,804	19,038	23,019	24,040
短期借款	20,108	25,000	25,000	25,000	所得税	2,612	5,712	6,906	7,212
应付票据	2,409	2,523	2,552	2,552	净利润	7,192	13,326	16,113	16,828
应付账款	1,547	1,620	1,639	1,639	少数股东损益	1,125	2,502	3,160	3,228
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	6,067	10,824	12,953	13,600
合同负债	1,690	3,383	3,497	3,511	NOPLAT	8,518	14,343	17,118	17,660
其他应付款	6,599	6,599	6,599	6,599	EPS (按最新股本摊薄)	0.28	0.50	0.60	0.63
一年内到期的非流动负债	6,905	6,905	6,905	6,905					
其他流动负债	10,803	11,130	11,229	11,233	主要财务比率				
流动负债合计	50,061	57,160	57,421	57,440	会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
长期借款	18,975	19,075	19,175	19,275	成长能力				
应付债券	2,150	2,150	2,150	2,150	营业收入增长率	-0.5%	8.7%	3.3%	0.4%
其他非流动负债	31,796	31,796	31,796	31,796	EBIT增长率	17.9%	76.4%	19.4%	3.2%
非流动负债合计	52,921	53,021	53,121	53,221	归母公司净利润增长率	18.8%	78.4%	19.7%	5.0%
负债合计	102,982	110,181	110,541	110,660	获利能力				
归属母公司所有者权益	51,699	61,364	73,453	86,189	毛利率	9.3%	12.6%	14.4%	14.8%
少数股东权益	10,339	12,841	16,001	19,229	净利率	4.2%	7.1%	8.3%	8.6%
所有者权益合计	62,037	74,205	89,454	105,418	ROE	9.8%	14.6%	14.5%	12.9%
负债和股东权益	165,019	184,386	199,995	216,078	ROIC	9.6%	14.6%	15.7%	14.7%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	62.4%	59.8%	55.3%	51.2%
					债务权益比	128.8%	114.4%	95.0%	80.8%
					流动比率	1.7	1.9	2.2	2.5
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E	速动比率	1.1	1.2	1.2	1.9
经营活动现金流	15,454	18,884	1,350	39,829	营运能力				
现金收益	13,382	19,747	22,182	22,310	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	0.9
存货影响	-5,295	-4,563	-20,365	17,911	应收账款周转天数	2	2	2	2
经营性应收影响	-646	-404	-58	-4	应付账款周转天数	3	3	4	4
经营性应付影响	3,661	186	48	0	存货周转天数	68	76	102	104
其他影响	4,352	3,919	-458	-389					
投资活动现金流	-7,372	555	-1,155	-1,569	每股指标 (元)				
资本支出	-17,304	-1,848	-1,342	-1,709	每股收益	0.28	0.50	0.60	0.63
股权投资	-684	0	0	0	每股经营现金流	0.72	0.87	0.06	1.84
其他长期资产变化	10,616	2,403	187	140	每股净资产	2.39	2.84	3.40	3.99
融资活动现金流	-2,097	2,677	-2,199	-1,953	估值比率				
借款增加	1,511	4,992	100	100	P/E	21	11.9	9.9	9.5
股利及利息支付	-4,792	-4,445	-4,764	-5,029	P/B	2	2	2	1
股东融资	997	0	0	0	EV/EBITDA	26	16	14	14
其他影响	187	2,130	2,465	2,976					

来源: 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。