

洛阳钼业（603993.SH）铜金并驾齐驱，内生放量与外延扩张共促成长

2026 年 10 月 29 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

孙二春（分析师）

陈俊杰（联系人）

sunerchun@kysec.cn

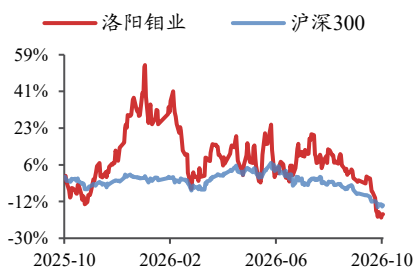
chenjunjie@kysec.cn

证书编号：S0790525060001

证书编号：S0790126060023

日期	2026/10/28
当前股价(元)	14.06
一年最高最低(元)	28.78/13.29
总市值(亿元)	3,008.04
流通市值(亿元)	2,454.99
总股本(亿股)	213.94
流通股本(亿股)	174.61
近 3 个月换手率(%)	65.19

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 营收与归母净利润双双创历史新高，首次中期提升股东回报

2026 年前三季度，公司实现营收 2072.9 亿元，较 2025 年同期增长约 42.5%，并已超越 2025 年全年水平；其中矿山业务营收为 764.3 亿元，同比增长 35.0%。同期，公司实现归母净利润 240.2 亿元，同比增长 68.2%。公司在 2026 年首次实施中期现金分红，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.95 元（含税），对应股利支付率约 12.5%。考虑到 KFM 二期投产以及巴西金矿收购落地，公司铜金产量将得到提升，我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测分别上调 66.2%/67.8%至 324.4/361.3 亿元，并新增 2028 年归母净利润预测 401.8 亿元；对应 EPS 分别为 1.52/1.69/1.88 元，当前股价对应 PE 分别为 9.3/8.3/7.5 倍。维持“买入”评级。

● 铜：双子星持续挖潜，KFM 二期打开中期增量空间

2020 年以来，随着 TFM 10K 项目、混合矿项目及 KFM 一期项目陆续投产达产，公司矿产铜产量稳步提升。2025 年，在无新增产能项目投产的情况下，公司通过提升处理量及回收率，矿产铜产量达到 74.1 万吨，超过 TFM 和 KFM 合计 60 万吨的设计产能；2026 前三季度进一步增至 59.7 万吨，同比增长 9.8%。2027 年，KFM 二期扩建项目预计投产，达产后预计年均新增铜产量 10 万吨。随着 KFM 二期扩产落地，以及对现有产能潜力的持续挖掘，公司有望在 2028 年实现矿产铜产量 80-100 万吨目标。

● 金：加速布局新增长板，中期黄金产能目标 20 吨+

2025-2026 年，公司先后完成对厄瓜多尔 Cangrejos 金铜绿地项目及巴西四座在产金矿的收购，黄金资源量合计 914 吨，黄金板块资产布局加快。2026 前三季度，巴西金矿贡献黄金产量 5.0 吨，全年黄金产量指引为 6-8 吨。厄瓜多尔 Cangrejos 项目正处于可行性研究及设计阶段，公司计划于 2029 年底前投产。随着 Cangrejos 项目投产，叠加巴西金矿稳定贡献，公司黄金年产量有望达 20 吨。

● **风险提示：**经营安全生产风险、项目进展不如预期风险；海外政策及法律法规变动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	213,029	206,684	275,919	285,980	293,978
YOY(%)	14.4	-3.0	33.5	3.6	2.8
归母净利润(百万元)	13,532	20,339	32,436	36,133	40,183
YOY(%)	64.0	50.3	59.5	11.4	11.2
毛利率(%)	16.5	23.9	23.7	25.0	26.5
净利率(%)	6.4	9.8	11.8	12.6	13.7
ROE(%)	18.0	24.1	27.3	23.5	20.8
EPS(摊薄/元)	0.63	0.95	1.52	1.69	1.88
P/E(倍)	22.2	14.8	9.3	8.3	7.5
P/B(倍)	4.3	3.6	2.6	2.0	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 核心亮点：铜金双极驱动公司成长	4
1.1、 铜：非洲铜钴双子星持续发力，2028 年公司矿产铜产量目标百万吨	4
1.2、 金：公司业绩新增长极，中期目标黄金产能 20 吨+	4
1.2.1、 巴西金矿：优质在产金矿项目，加速切入黄金业务	4
1.2.2、 厄瓜多尔金矿：高潜力绿地项目，助力公司迈向黄金产量 20 吨目标	6
2、 各业务经营情况	8
2.1、 矿山板块：铜钴业务驱动板块业绩增长	9
2.1.1、 铜钴业务（刚果（金）TFM+KFM）：公司业绩的核心增长点	9
2.1.2、 钼钨业务（中国三道庄钼钨矿及上房沟钼矿）：小金属价格上行推动公司业绩提升	10
2.1.3、 铌磷业务（巴西铌磷矿）：铌磷产量稳定，收入与盈利承压	11
2.2、 贸易板块：贸易规模阶段性收缩，盈利能力波动较大	12
3、 财务表现	13
4、 盈利预测与投资建议	16
5、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 公司目标在 2028 年实现矿产铜产量百万吨（单位：万吨）	4
图 2： 2026 年 1 月 23 日，公司完成了对巴西 Aurizona、RDM、Santa Luz 及 Fazenda 四座金矿的收购	5
图 3： 2025 年巴西金矿矿产金产量约为 8.05 吨（单位：吨）	5
图 4： 2022-2024 年巴西金矿平均矿产金产量占比（单位：%）	5
图 5： Cangrejos 项目位于厄瓜多尔的埃尔奥罗省，距离省会马查拉仅 30 公里	6
图 6： 厄瓜多尔 Cangrejos 项目由 Cangrejos 与 Gran Bestia 两个矿床组成	6
图 7： 2026 前三季度公司实现收入 2072.9 亿元，其中矿山业务贡献约 764.3 亿元	8
图 8： 2026 前三季度公司实现毛利润 464.4 亿元，其中矿山业务贡献约 435.0 亿元	8
图 9： 2026 前三季度公司矿山业务实现营收 764.3 亿元，同比增长 35.0%	9
图 10： 2026 前三季度公司矿山业务实现毛利润 435.0 亿元，同比增长 45.1%，已超越 2025 年全年水平	9
图 11： 2026 前三季度公司铜产量为 59.7 万吨，同比增长 9.8%	10
图 12： 2026 前三季度铜业务实现毛利 316.9 亿元，单吨毛利约为 55865 元（单位：亿元-左轴；元/吨-右轴）	10
图 13： 2026 前三季度公司钴产量为 10.0 万吨，同比增长 13.3%	10
图 14： 2026 前三季度钴业务实现营收 34.8 亿元，同比下滑 43.8%	10
图 15： 2026 前三季度公司钼产量为 9692 吨，同比下滑 8.7%	11
图 16： 2026 前三季度公司钨产量为 5034 吨，同比下滑 16.1%	11
图 17： 2026 前三季度公司钼钨业务营收为 100.2 亿元，同比增长 60.4%	11
图 18： 2026 前三季度公司钼钨业务毛利润为 59.4 亿元，同比增长 101.1%	11
图 19： 2026 前三季度公司铌产量为 7,999 吨，同比增长 2.0%	12
图 20： 2026 前三季度公司磷肥产量为 83.1 万吨，同比下滑 9.0%	12
图 21： 2026 前三季度公司铌磷业务实现营收 58.1 亿元，同比增长 4.7%（单位：亿元）	12
图 22： 2026 前三季度公司铌磷业务实现毛利润 15.1 亿元，同比下滑 32.2%（单位：亿元）	12
图 23： 2026 前三季度实物贸易量为 380.3 万吨，同比增长 14.2%（单位：万吨）	13
图 24： 2026 前三季度贸易板块实现毛利润 38.0 亿元，同比下滑 22.4%；毛利率为 2.07%，同比下降 1.78 个百分点	13

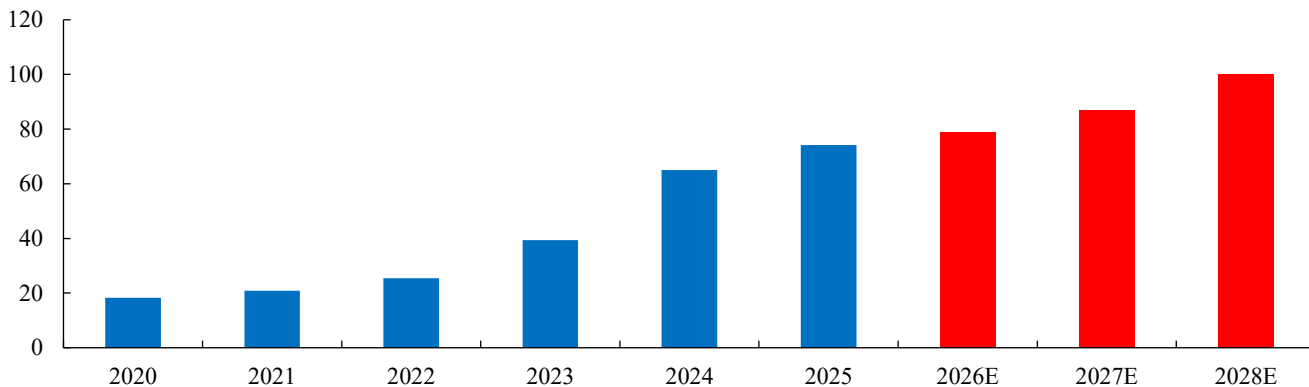
图 25: 2026 前三季度公司实现营收 2072.9 亿元, 同比增长 42.5%	13
图 26: 2026 前三季度公司实现归母净利润 240.2 亿元, 同比增长 68.2%.....	13
图 27: 2026 前三季度期间费用率为 2.44%, 同比上升 0.2 个百分点 (单位: %)	14
图 28: 2026 前三季度毛利率为 22.4%, 同比增长 0.4 个百分点; 净利率为 13.4%, 同比上升 2.0 个百分点 (单位: %)	14
图 29: 2026H1 公司宣布首次中期现金分红每 10 股派发现金红利 0.95 元 (含税), 股利支付比约为 12.5%.....	14
图 30: 公司自由现金流分红覆盖率健康, 支撑公司提升股东回报.....	14
图 31: 2026Q3 公司资产负债率回升至 53.3%.....	15
图 32: 2024 年公司优化融资结构, 有息负债规模下降, 利息费用有所降低, 2026 年公司债务阶段性回升	15
图 33: 2026 前三季度公司现金流净额为 115.0 亿元, 同比增长 239.6%.....	15
图 34: 2026 前三季度公司资本开支为 81.0 亿元, 同比增长 61.3%	15
表 1: 截至 2025 年 10 月, 巴西金矿保有黄金储量 120.5 吨, 黄金品位为 1.45 克/吨.....	6
表 2: 截至 2025 年 10 月, 巴西金矿保有黄金资源量 155.9 吨, 平均黄金品位为 1.88 克/吨.....	6
表 3: Cangrejos 项目全生命周期资本开支预计为 19.76 亿美元, 其中初始投资占 46.8%.....	7
表 4: 根据预可研报告, 项目产能拟分三阶段释放.....	7
表 5: Cangrejos 项目保有金资源量 637.6 吨, 铜资源量 120.8 万吨.....	8
表 6: 公司业绩拆分与盈利预测	16

1、核心亮点：铜金双极驱动公司成长

1.1、铜：非洲铜钴双子星持续发力，2028 年公司矿产铜产量目标百万吨

运营优化叠加产能释放，公司 2028 年矿产铜产量有望冲刺百万吨。2020 年以来，随着 TFM 10K 项目、混合矿项目及 KFM 一期项目陆续投产达产，公司矿产铜产量稳步提升。2025 年，在无新增项目投产的情况下，公司通过提升处理量及开展回收率专项攻坚，实现矿产铜产量 74.1 万吨，较 TFM 和 KFM 合计 60 万吨的设计产能高 23.5%；其中，TFM 矿石日处理量由 6.3 万吨提升至 8.0 万吨。2026 前三季度，公司矿产铜产量为 59.7 万吨，同比增长 9.8%，现有矿山运营效率提升仍具备一定挖潜空间。增量方面，KFM 二期扩建项目预计于 2027 年投产，将新增原矿处理规模 726 万吨/年，达产后预计年均新增铜产量 10 万吨。随着 KFM 二期产能释放及现有矿山持续挖潜，公司 2028 年矿产铜产量有望达到 80-100 万吨。远期看，TFM 三期仍处于规划阶段，后续若顺利推进，有望进一步打开公司产量增长空间。

图1：公司目标在 2028 年实现矿产铜产量百万吨（单位：万吨）



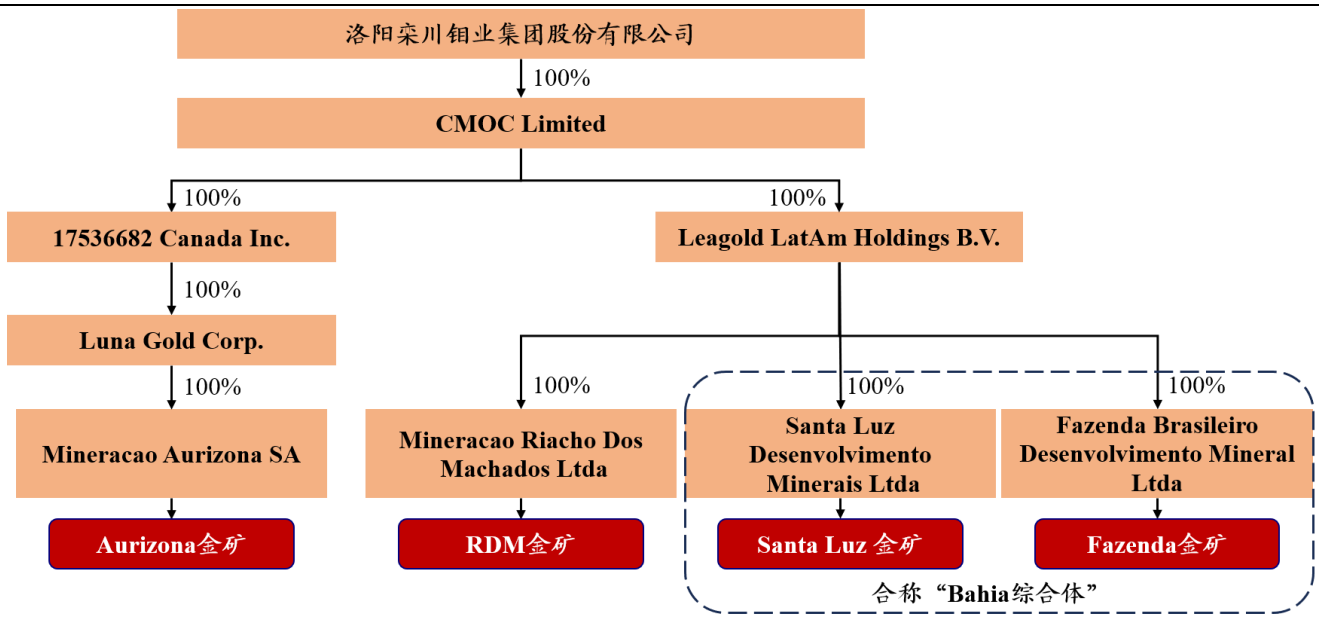
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、金：公司业绩新增长极，中期目标黄金产能 20 吨+

1.2.1、巴西金矿：优质在产金矿项目，加速切入黄金业务

外延并购在产金矿，加速布局黄金赛道。2026 年 1 月 23 日，公司以 65.1 亿元的现金完成了对 Equinox Gold 旗下 Aurizona 金矿、RDM 金矿以及 Bahia 综合体（其中包括 Fazenda 金矿和 Santa Luz 金矿）100% 的权益。除了现金对价外，交易对价中还包括一笔或有对价，其与交割一年后的黄金销量挂钩，支付现金不高于 1.15 亿美元。四座金矿均为在产项目，自交割日起至 2026 年 9 月 30 日，巴西金矿为公司贡献约 5.0 吨黄金，带来营收约 47.1 亿元。

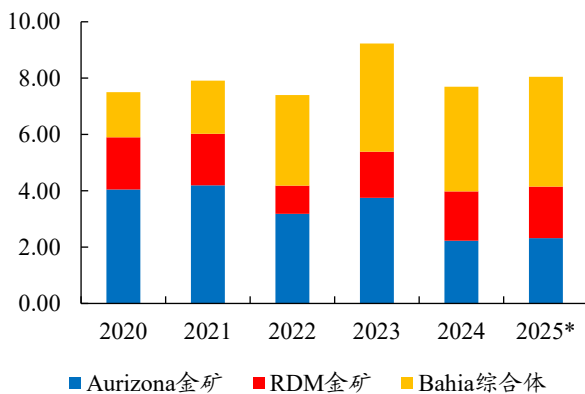
图2：2026 年 1 月 23 日，公司完成了对巴西 Aurizona、RDM、Santa Luz 及 Fazenda 四座金矿的收购



资料来源：公司公告、开源证券研究所

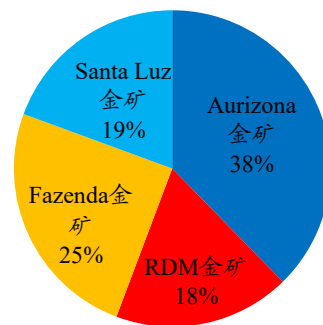
巴西金矿产量总体稳定，Aurizona 为主要产量来源。2022-2024 年，巴西矿产金年均产量约 8.11 吨，其中 Aurizona 年均产量约 3.05 吨，占比 38%，Fazenda、Santa Luz 和 RDM 分别贡献 25%、19%和 18%。2025 年，巴西矿产金产量约 8.05 吨，按前三季度产量占比推算，Aurizona、RDM 及 Bahia 综合体全年产量分别约为 2.32 吨、1.82 吨和 3.91 吨。

图3：2025 年巴西金矿矿产金产量约为 8.05 吨（单位：吨）



数据来源：Equinox Gold 公告、公司公告、开源证券研究所（注：Equinox Gold 未披露巴西各金矿 2025Q4 产量，2025 产量按照 Q1-Q3 比例进行拆分）

图4：2022-2024 年巴西金矿平均矿产金产量占比（单位：%）



数据来源：Equinox Gold 公告、开源证券研究所（注：Santa Luz 金矿+Fazenda 金矿=Bahia 综合体）

资源禀赋优异，总资源量约 276 吨。截至 2025 年 10 月，巴西金矿共保有黄金储量 120.5 吨，平均品位为 1.45 克/吨；保有黄金资源量 155.9 吨（未包含储量），平均品位 1.88 克/吨。总资源量共计约 276 吨，按 2025 年 8.1 吨矿产金产量计算，总资源量寿命约为 34 年。根据公司相关披露，Aurizona 金矿及 Fazenda 金矿具备产量提升以及进一步延长服务年限的潜力。

表1: 截至 2025 年 10 月, 巴西金矿保有黄金储量 120.5 吨, 黄金品位为 1.45 克/吨

	证实储量			概算储量			证实+概算储量		
	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	含金量 (吨)	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	含金量 (吨)	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	含金量 (吨)
Aurizona	16.6	1.39	23.0	15.7	1.82	28.6	32.3	1.60	51.6
Santa Luz	21.6	1.39	30.0	3.4	1.01	3.4	24.9	1.34	33.4
Fazenda	12.3	1.82	22.4	0.9	1.61	1.4	13.2	1.81	23.8
RDM	3.7	0.97	3.5	8.9	0.92	8.1	12.5	0.93	11.7
总计	54.1	1.46	79.0	28.8	1.44	41.5	83.0	1.45	120.5

数据来源: Equinox Gold 公告、开源证券研究所

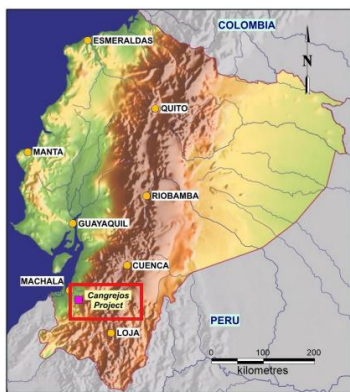
表2: 截至 2025 年 10 月, 巴西金矿保有黄金资源量 155.9 吨, 平均黄金品位为 1.88 克/吨

	探明+控制资源量			推断资源量			总资源量		
	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	含金量 (吨)	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	含金量 (吨)	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	含金量 (吨)
Aurizona	18.1	1.49	27.0	12.7	2.19	27.8	30.8	1.78	54.8
Santa Luz	16.6	1.69	28.0	7.3	2.10	15.2	23.8	1.81	43.2
Fazenda	21.4	2.21	47.4	4.7	1.77	8.3	26.1	2.13	55.7
RDM	2.0	1.02	2.0	0.2	0.94	0.2	2.2	1.01	2.2
总计	58.1	1.80	104.4	24.8	2.08	51.5	82.9	1.88	155.9

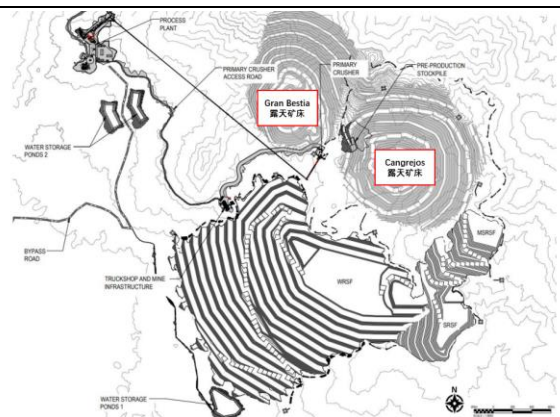
数据来源: Equinox Gold 公告、开源证券研究所 (注: 资源量中未包含储量)

1.2.2、厄瓜多尔金矿: 高潜力绿地项目, 助力公司迈向黄金产量 20 吨目标

收购 Cangrejos 金铜项目, 区位及基础设施条件优越。2025 年 4 月, 公司宣布以 5.81 亿加元对价收购 Lumina Gold, 取得其旗下 Cangrejos 金铜绿地项目。项目由 Cangrejos 和 Gran Bestia 两座相邻的露天矿床组成, 位于厄瓜多尔埃尔奥罗省, 距省会马查拉约 30 公里。马查拉人口约 23 万人, 附近的圣罗萨人口约 5 万人, 两座城市均位于泛美公路沿线, 可为项目勘探及采矿作业提供生活物资和基础服务。项目物流条件较为便利。玻利瓦尔深水港位于马查拉以西约 9 公里处, 距项目约 60 公里, 项目可通过公路连接港口, 实现精矿出口以及设备、原材料和其他消耗品的运输, 为后续生产运营提供基础保障。

图5: Cangrejos 项目位于厄瓜多尔的埃尔奥罗省, 距离省会马查拉仅 30 公里


资料来源: Cangrejos 项目预可研报告、开源证券研究所

图6: 厄瓜多尔 Cangrejos 项目由 Cangrejos 与 Gran Bestia 两个矿床组成


资料来源: Cangrejos 项目预可研报告、开源证券研究所

Cangrejos 项目全生命周期资本开支预计为 19.76 亿美元，初始资本开支占比约 46.8%。根据原业主的预可研规划，Cangrejos 全生命周期资本开支预计为 19.76 亿美元，其中初始资本开支约 9.25 亿美元，占比 46.8%，主要用于选矿厂、尾矿库及其他基础设施建设和设备采购。后续两次扩建资本开支分别为 3.42 亿美元和 1.11 亿美元，主要用于扩充选矿产能，包括新增破碎筛分、磨矿、浮选及精矿脱水等系统，推动项目日选矿能力由 3 万吨提升至 6 万吨，并进一步提升至 8 万吨。全生命周期维持性资本开支约 5.98 亿美元，主要用于采矿设备购买及租赁。项目仍处于可行性研究及设计阶段，后续以公司开发及建设规划为准。

2026 年 4 月，公司与厄瓜多尔政府正式签署 Cangrejos 项目采矿协议，标志着项目已具备进入建设及运营阶段的关键前提。目前，项目仍处于可行性研究及设计阶段，最终开发方案尚未确定，公司计划于 2029 年底前投产。

表3: Cangrejos 项目全生命周期资本开支预计为 19.76 亿美元，其中初始投资占 46.8%

资本类别(百万美元)	初始资本开支	第一次扩建	第二次扩建	维持性资本	总资本
选矿厂、基础设施及干堆尾矿储存设施	604	299	97	161	1160
设备（采矿及辅助设施）	73	0	0	424	497
矿山生产前开发	43	0	0	0	43
其他直接和间接成本，含营运资金	96	1	1	11	109
小计	816	300	97	596	1809
应急储备金	101	38	12	0	151
运费、关税及税费	8	5	1	2	16
总资本投入	925	342	111	598	1976

数据来源：Cangrejos 项目预可研报告、开源证券研究所

Cangrejos 项目拟分三个阶段释放产能，达产后有望实现年产黄金 13.7 吨、铜 2.3 万吨及银 10.8 吨。项目投产初期，即投产后第 1-3 年，设计选矿处理能力为 3 万吨/天，对应年处理矿石量 1,095 万吨，预计年产黄金约 5.1 吨。投产后第 4 年，一期扩产产能预计投放，选矿处理能力将提升至 6 万吨/天，对应年处理矿石量 2,190 万吨，预计年产黄金约 10.2 吨。投产后第 7 年，二期扩产产能预计进一步投放，日处理能力进一步提升至 8 万吨，对应年处理矿石量约 2,920 万吨。二期扩建达产后，预计年产黄金 13.7 吨、铜 2.3 万吨和银 10.8 吨。目前，项目仍处于可行性研究及设计阶段，公司计划于 2029 年底前投产，最终建设方案及产能规划仍以公司后续披露为准。

表4: 根据预可研报告，项目产能拟分三阶段释放

	初期（1-3 年）	一期扩产（4-6 年）	二期扩产（7 年+）
年矿石处理量（百万吨）	11.0	21.9	29.2
平均品位-金（克/吨）	0.55	0.55	0.55
回收率-金（%）	85.0%	85.0%	85.0%
金产量（吨）	5.1	10.2	13.7
平均品位-铜（%）	0.10%	0.10%	0.10%
回收率-铜（%）	78.9%	78.9%	78.9%

	初期（1-3 年）	一期扩产（4-6 年）	二期扩产（7 年+）
铜产量（万吨）	0.9	1.7	2.3
平均品位-银（克/吨）	0.68	0.68	0.68
回收率-银（%）	54.4%	54.4%	54.4%
银产量（吨）	4.1	8.1	10.8

数据来源：Cangrejos 项目预可研报告、开源证券研究所

Cangrejos 项目保有金资源量 637.6 吨，铜资源量 120.8 万吨。其中，主矿床 Cangrejos 矿床保有金资源量 367.0 吨，金品位为 0.50 克/吨，保有铜资源量 73.7 万吨，铜品位为 0.10%；Gran Bestia 矿床保有金资源量 270.6 吨，品位为 0.42 克/吨，保有铜 47.1 万吨，品位为 0.07%。

表5：Cangrejos 项目保有金资源量 637.6 吨，铜资源量 120.8 万吨

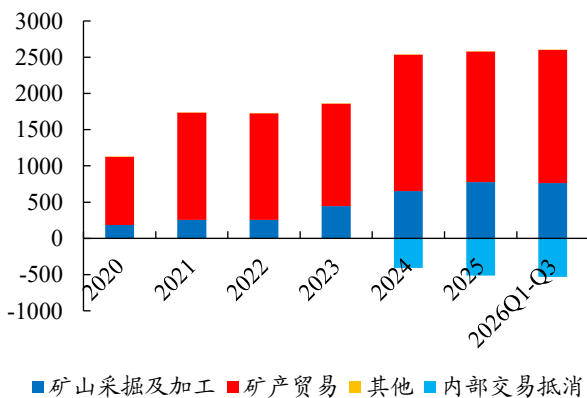
控制+推断资源量					
	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	含金量 (吨)	铜品位 (%)	含铜量 (万吨)
Cangrejos 矿床	733.3	0.50	367.0	0.10%	73.7
Gran Bestia 矿床	642.8	0.42	270.6	0.07%	47.1
总计	1376.1	0.46	637.6	0.09%	120.8

数据来源：Cangrejos 项目预可研报告、开源证券研究所

2、各业务经营情况

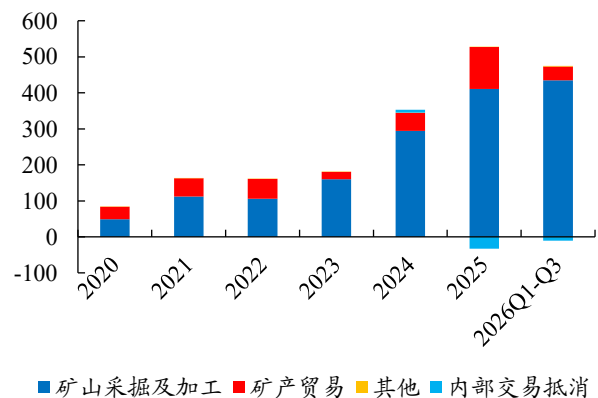
2026 前三季度公司实现收入 2072.9 亿元，同比增长 42.5%。在不考虑内部交易抵消情况下，矿山业务贡献约 764.3 亿元，同比增长 35.0%，占公司总收入的 29.3%，矿产贸易业务贡献收入 1837.5 亿元，同比增长 44.6%，占公司总收入的 70.5%。而在毛利润层面，2026 前三季度公司实现毛利润 464.4 亿元，同比增长 45.3%。同样在不考虑内部交易抵消情况下，矿山业务贡献约 435.0 亿元，同比增长 45.1%，占公司总毛利的 91.6%，矿产贸易业务贡献毛利 38.0 亿元，同比下滑 22.4%，占公司总毛利的 8.0%。

图7：2026 前三季度公司实现收入 2072.9 亿元，其中矿山业务贡献约 764.3 亿元



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图8：2026 前三季度公司实现毛利润 464.4 亿元，其中矿山业务贡献约 435.0 亿元

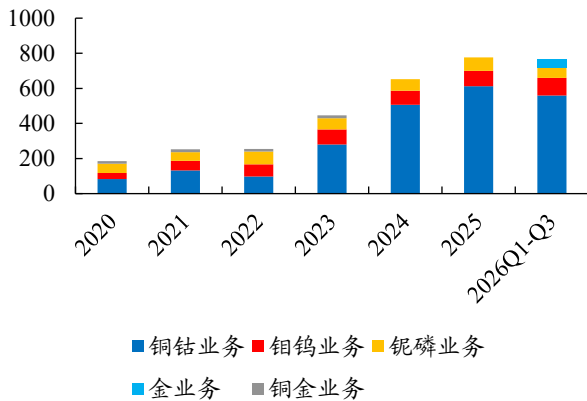


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

2.1、矿山板块：铜钴业务驱动板块业绩增长

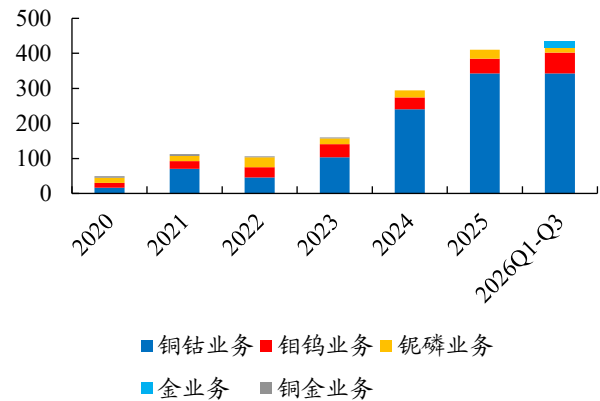
TFM 与 KFM 持续放量，铜钴业务驱动矿山板块业绩增长。2020 至 2025 年，公司矿山业务收入由 184.8 亿元增至 777.1 亿元，毛利由 49.0 亿元增至 410.7 亿元，累计增幅分别约为 320.6%和 739.1%。其中，铜钴板块贡献突出，收入及毛利分别由 82.9 亿元和 16.5 亿元增至 612.7 亿元和 343.2 亿元，对应 CAGR 分别达 49.2%和 83.5%，主要受益于刚果（金）TFM 扩建项目持续推进与 KFM 逐步投产并实现产能爬坡。2026 前三季度，公司矿山业务实现收入 764.3 亿元、毛利 435.0 亿元，分别同比增长 35.0%和 45.1%；其中铜钴板块收入与毛利分别为 559.0 亿元和 342.6 亿元，同比增长 24.8%和 38.1%，仍是公司矿山业务盈利增长的核心引擎。

图9：2026 前三季度公司矿山业务实现营收 764.3 亿元，同比增长 35.0%



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（注：公司于 2023 年出售了铜金业务）

图10：2026 前三季度公司矿山业务实现毛利润 435.0 亿元，同比增长 45.1%，已超越 2025 年全年水平

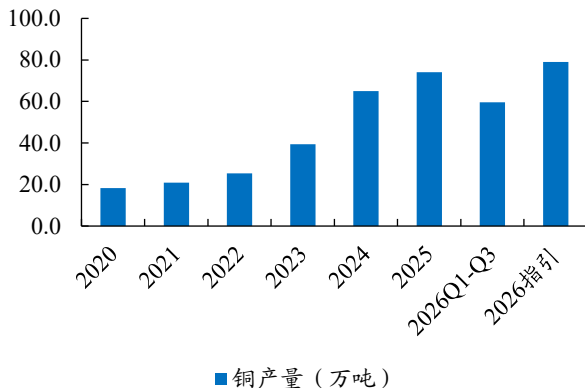


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所注：公司于 2023 年出售了铜金业务）

2.1.1、铜钴业务（刚果（金）TFM+KFM）：公司业绩的核心增长点

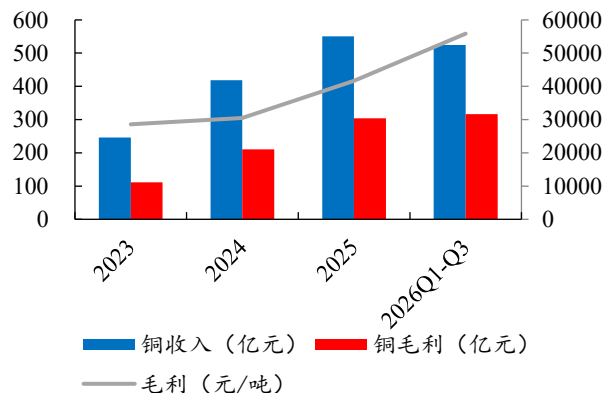
铜产量持续释放，量价齐升推动铜业务盈利高增。随着 TFM 扩建项目持续推进及 KFM 项目陆续投产达产，公司矿产铜产量由 2020 年的 18.3 万吨提升至 2025 年的 74.1 万吨，CAGR 达 32.3%；2026 前三季度进一步达到 59.7 万吨，同比增长 9.8%，完成全年产量指引中值 79 万吨的 75.5%。财务方面，自 2023 年以来，受铜销量增长及铜价中枢抬升带动，公司铜业务收入与毛利持续增长。2023-2025 年，公司铜销量由 39.0 万吨增至 73.0 万吨，CAGR 达 36.9%；同期 LME 铜均价由 8,478 美元/吨升至 9,945 美元/吨，CAGR 为 8.3%，推动铜业务收入由 246.0 亿元增至 551.0 亿元，CAGR 达 49.7%；毛利由 111.4 亿元增至 303.9 亿元，CAGR 达 65.2%。2026 前三季度，公司铜业务实现收入 524.2 亿元，同比增长 35.7%；实现毛利 316.9 亿元，同比增长 51.8%，单吨毛利较 2025 前三季度提升约 39.2%，盈利能力持续增强。

图11: 2026 前三季度公司铜产量为 59.7 万吨, 同比增长 9.8%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

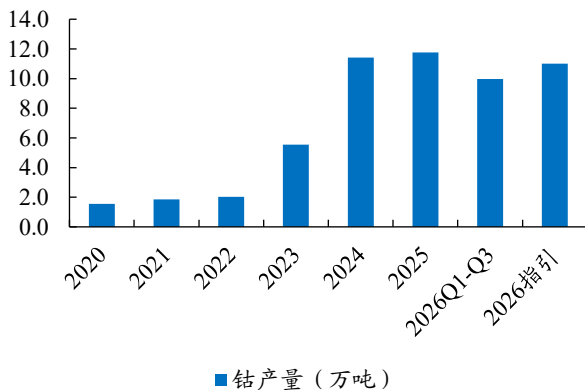
图12: 2026 前三季度铜业务实现毛利 316.9 亿元, 单吨毛利约为 55865 元 (单位: 亿元-左轴; 元/吨-右轴)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

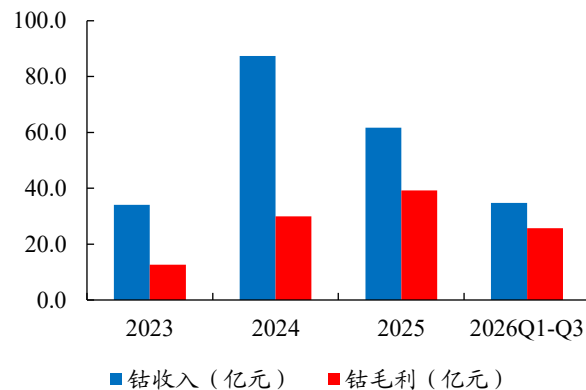
刚果(金)钴出口政策收紧, 钴业务销量及盈利承压。2023 年 KFM 一期投产后, 公司钴产量快速提升, 由 2020 年的 1.5 万吨增至 2025 年的 11.8 万吨, 2020-2025 年 CAGR 达 50.1%。2026 前三季度, 公司钴产量约为 10.0 万吨, 同比增长 13.3%, 完成全年产量指引中值的约 90.6%。然而, 受 2025 年刚果(金)收紧钴出口政策影响, 公司钴产品销售明显受阻。2025 年, 公司钴销量降至 5.1 万吨, 较 2024 年下降 53.1%; 2026 前三季度钴销量为 12,661 吨, 同比下降 75.2%, 远低于同期产量。销量下滑拖累钴业务表现, 2026 前三季度公司钴业务实现营收 34.8 亿元, 同比下降 43.8%; 实现毛利润 25.7 亿元, 同比下降 34.5%。

图13: 2026 前三季度公司钴产量为 10.0 万吨, 同比增长 13.3%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 2026 前三季度钴业务实现营收 34.8 亿元, 同比下滑 43.8%



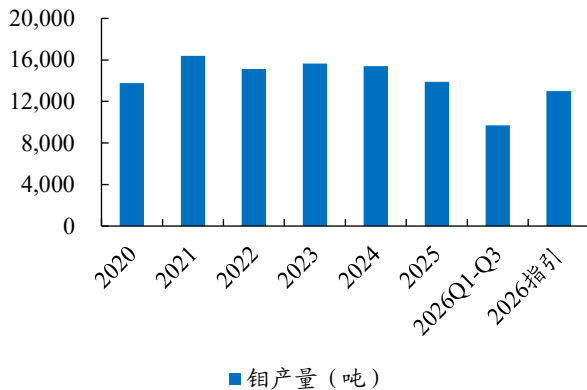
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.1.2、钨钼业务 (中国三道庄钨钼矿及上房沟钨矿): 小金属价格上行推动公司业绩提升

2026 前三季度公司钨钼产量分别为 9692 吨和 5034 吨。公司钨钼产量总体稳定, 2020-2025 年钨平均产量为 15036 吨, 钼平均产量为 8037 吨。2026 前三季度, 公司

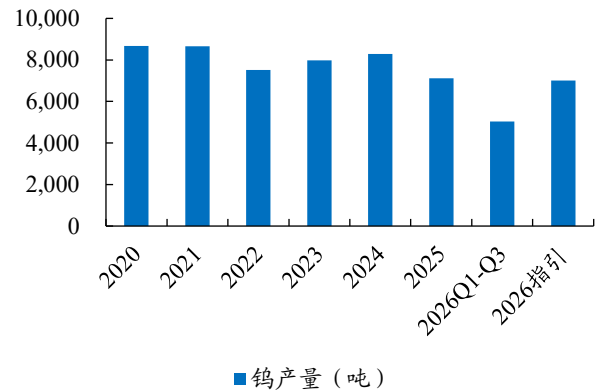
钼产量为 9692 吨，同比下滑 8.7%，钨产量为 5034 吨，同比下滑 16.1%。

图15: 2026 前三季度公司钼产量为 9692 吨，同比下滑 8.7%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

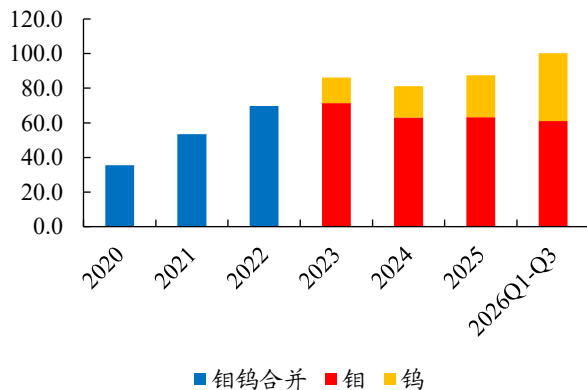
图16: 2026 前三季度公司钨产量为 5034 吨，同比下滑 16.1%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

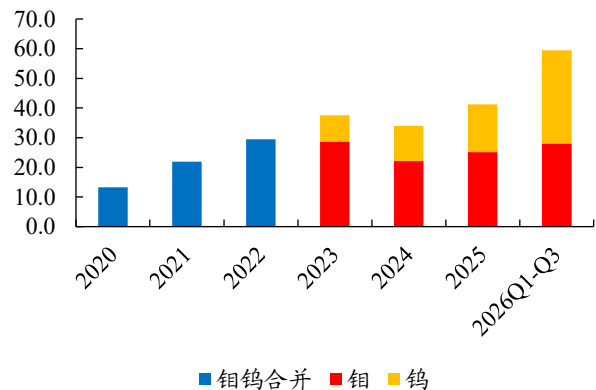
金属价格上行推动钼钨业务盈利创新高。2026 前三季度，公司钼钨业务实现营收 100.2 亿元，同比增长 60.4%；实现毛利润 59.4 亿元，同比增长 101.1%。此增长主要由于钼钨价格的上行。根据安泰科数据，2026 年前三季度钼铁与仲钨酸铵均价分别同比上涨 24.9%和 238.7%。分板块看，公司钼与钨业务营收分别同比上升 31.2%与 146.2%至 61.1 亿元和 39.1 亿元；毛利润分别同比上升 43.8%和 211.5%至 28.0 亿元和 31.4 亿元。

图17: 2026 前三季度公司钼钨业务营收为 100.2 亿元，同比增长 60.4%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 公司从 2023 年起按金属品种公布收入与成本)

图18: 2026 前三季度公司钼钨业务毛利润为 59.4 亿元，同比增长 101.1%

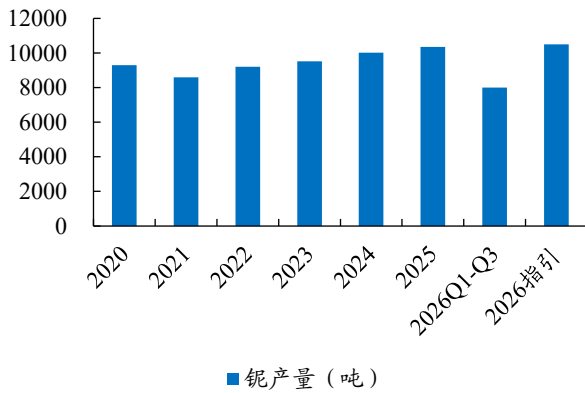


数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 公司从 2023 年起按金属品种公布收入与成本)

2.1.3、钨磷业务 (巴西钨磷矿): 钨磷产量稳定，收入与盈利承压

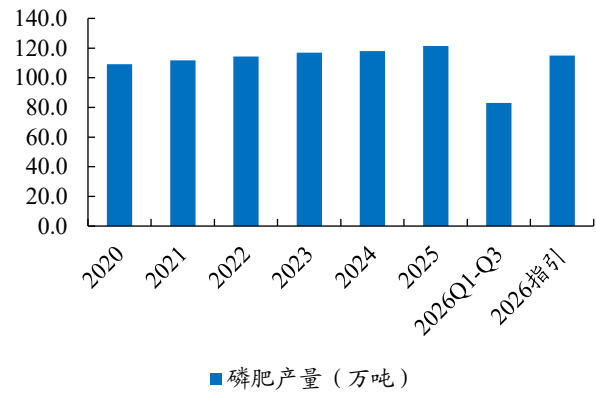
钨磷产量稳中有增。公司钨金属与磷肥产量保持稳定，并维持低个位数增长。2020-2025 年，公司钨金属产量由 9,300 吨增至 10,348 吨，CAGR 为 2.2%；磷肥产量由 109.1 万吨增至 121.4 万吨，CAGR 同为 2.2%。2026 前三季度，公司钨金属产量为 7,999 吨，同比增长 2.0%；磷肥产量为 83.1 万吨，同比下滑 9.0%。

图19: 2026 前三季度公司铌产量为 7,999 吨, 同比增长 2.0%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 2026 前三季度公司磷肥产量为 83.1 万吨, 同比下滑 9.0%

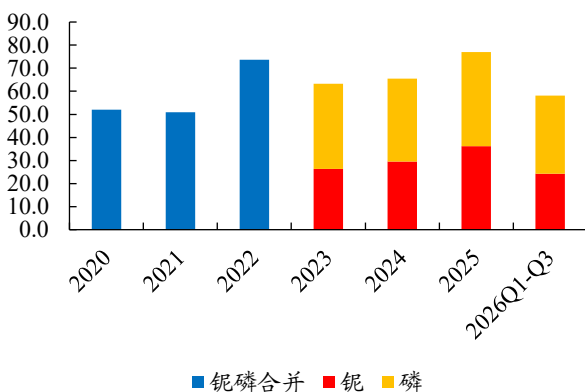


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2026 前三季度公司铌磷业务实现营收 58.1 亿元, 同比增长 4.7%。其中, 铌板块实现收入 24.3 亿元, 同比下降 2.0%。主要由于铌金属平均售价由 2025 前三季度的 305.2 元/公斤下降 4.7%至 290.7 元/公斤。磷酸板块实现收入 33.8 亿元, 同比增长 10.1%。

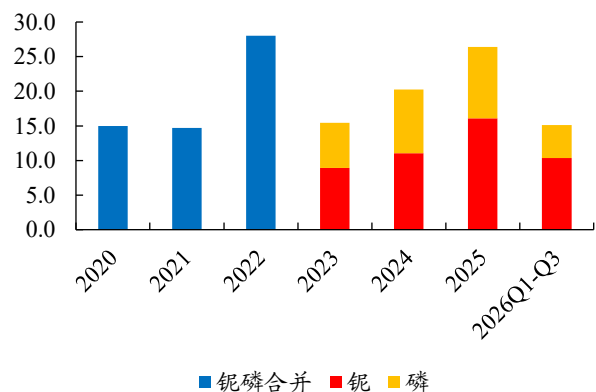
2026 前三季度公司铌磷业务实现毛利润 15.1 亿元, 同比下滑 32.2%。其中, 铌板块受产品售价下滑影响, 收入下降, 而单吨成本上涨约 12.8%, 毛利润同比下降 19.0%至 10.4 亿元。磷酸板块虽然收入同比增长 10.1%, 但受成本同比上升 37.0%拖累, 毛利润由 2025 前三季度的 9.5 亿元下降 49.9%至 4.7 亿元。

图21: 2026 前三季度公司铌磷业务实现营收 58.1 亿元, 同比增长 4.7% (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 公司从 2023 年起按金属品种公布收入与成本)

图22: 2026 前三季度公司铌磷业务实现毛利润 15.1 亿元, 同比下滑 32.2% (单位: 亿元)



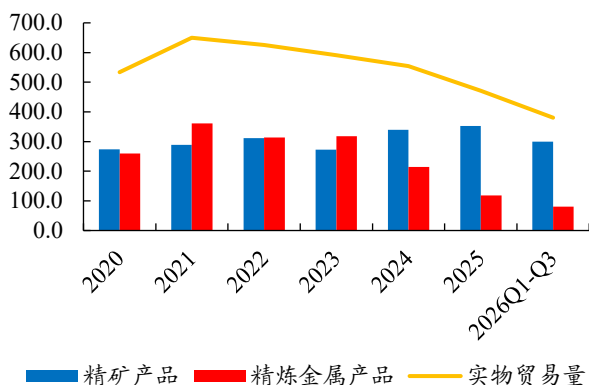
数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 公司从 2023 年起按金属品种公布收入与成本)

2.2、贸易板块: 贸易规模阶段性收缩, 盈利能力波动较大

2026 前三季度贸易板块实现毛利润 38.0 亿元, 同比下滑 22.4%。2021-2025 年, 公司实物贸易量由 649.7 万吨降至 470.8 万吨, 主要由于精炼金属产品贸易量由 361.3 万吨降至 118.6 万吨, 累计降幅达 67.2%。2026 前三季度, 公司实物贸易量为 380.3

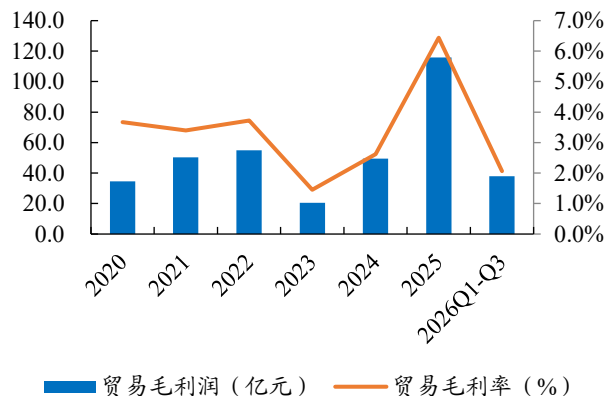
万吨，同比增长 14.2%。盈利端看，贸易板块毛利率波动较大，2023 年降至 1.45% 后快速回升，2025 年实现毛利润 116.0 亿元，同比增长 134.7%，毛利率提升至 6.44%。2026 前三季度，贸易板块毛利率再次回落至 2.07%，同比下降 1.78 个百分点，实现毛利润 38.0 亿元。

图23：2026 前三季度实物贸易量为 380.3 万吨，同比增长 14.2%（单位：万吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所（实物贸易量=精矿产品+精炼金属产品）

图24：2026 前三季度贸易板块实现毛利润 38.0 亿元，同比下滑 22.4%；毛利率为 2.07%，同比下降 1.78 个百分点

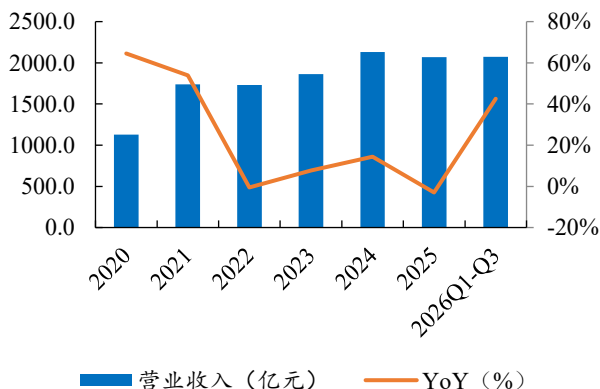


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、财务表现

前三季度营收与归母净利润已超越 2025 全年水平。2026 年前三季度，公司实现营业收入 2072.9 亿元，同比增长 42.5%；实现归母净利润 240.2 亿元，同比增长 68.2%，延续强劲增长态势。

图25：2026 前三季度公司实现营收 2072.9 亿元，同比增长 42.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2026 前三季度公司实现归母净利润 240.2 亿元，同比增长 68.2%

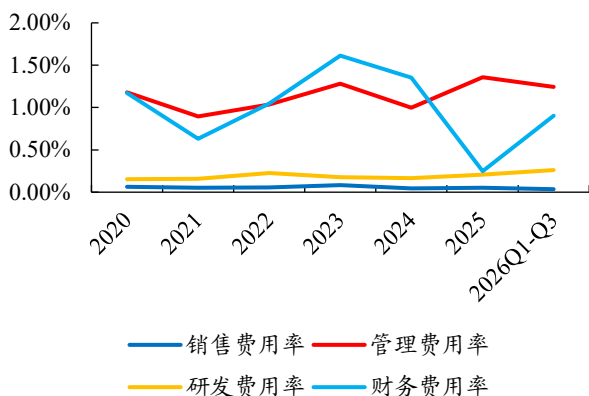


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率整体平稳，毛利率与净利率同比提升。2026 前三季度，公司期间费用率为 2.44%，同比上升 0.2 个百分点，整体保持稳定。分项来看，销售费用率为 0.04%，同比下降 0.02 个百分点；管理费用率为 1.24%，同比下降 0.01 个百分点；研发费用

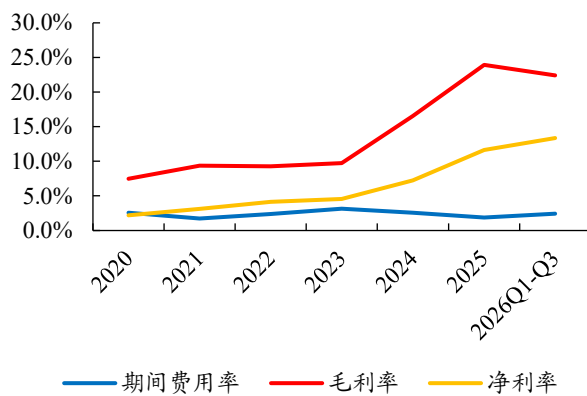
率为 0.26%，同比上升 0.03 个百分点；财务费用率为 0.90%，同比上升 0.2 个百分点。利润率方面，公司毛利率与净利率自 2020 年以来持续改善，2026 前三季度毛利率为 22.4%，同比提升 0.4 个百分点；净利率为 13.4%，同比提升 2.0 个百分点。

图27：2026 前三季度期间费用率为 2.44%，同比上升 0.2 个百分点（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

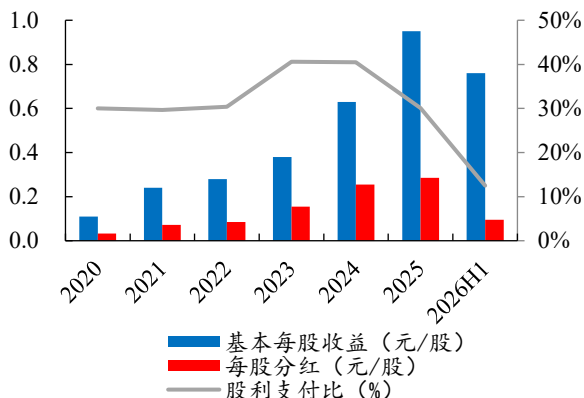
图28：2026 前三季度毛利率为 22.4%，同比增长 0.4 个百分点；净利率为 13.4%，同比上升 2.0 个百分点（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

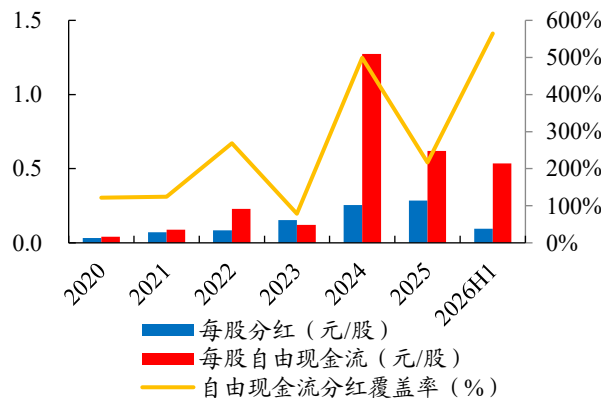
首次实施中期分红，稳定分红政策提升股东回报。从历史分红情况来看，公司年度现金分红比例通常不低于 30%，2023-2024 年进一步提升至 40%。2025 年，受 KFM 二期扩建、电力项目及奥丁金矿建设等资本开支需求影响，公司 2025 年现金分红比例回调至 30%。2026H1，公司首次实施中期现金分红，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.95 元（含税）以提升股东回报水平，对应股利支付率约 12.5%。同期，公司自由现金流同比增长 45.9%至 114.7 亿元，现金创造能力持续增强，为后续提升股东回报提供支撑。

图29：2026H1 公司宣布首次中期现金分红每 10 股派发现金红利 0.95 元（含税），股利支付比约为 12.5%



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图30：公司自由现金流分红覆盖率健康，支撑公司提升股东回报

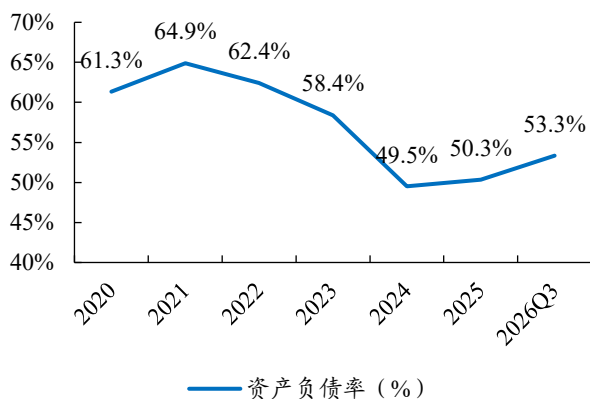


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（注：自由现金流分红覆盖率=每股自由现金流/每股分红）

融资结构优化推动利息费用下降，资本开支与收购带动杠杆阶段性回升。2024 年，公司通过偿还借款持续优化融资结构，有息负债规模下降，资产负债率由 2023

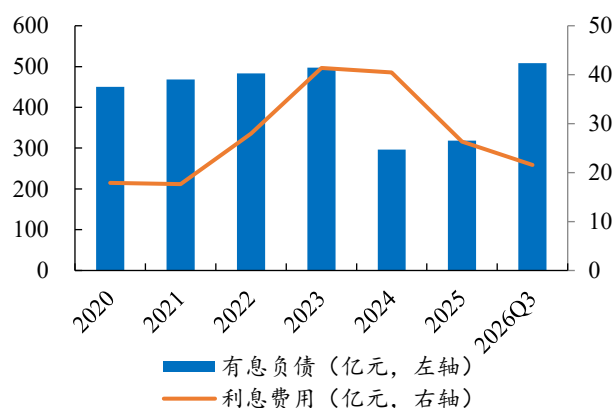
年的 58.4% 降至 2024 年的 49.5%。受益于债务规模压降，2025 年公司利息费用同比下降 34.9% 至 26.3 亿元。2026 年前三季度，受资本开支增加及收购巴西金矿等因素影响，公司资金需求有所上升。为满足资金需求并优化债务结构，公司通过新增借款、发行本金总额为 12 亿美元的零息可转换债券及首期 15 亿元科创债等方式进行融资，三季度末资产负债率回升至 53.3%。2026 年 10 月，公司进一步发行第二期 15 亿元科创债。两期科创债票面利率分别为 1.58% 和 1.50%，募集资金均计划用于偿还有息负债，有望通过置换较高成本的存量债务，优化债务结构并降低综合融资成本。

图31: 2026Q3 公司资产负债率回升至 53.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

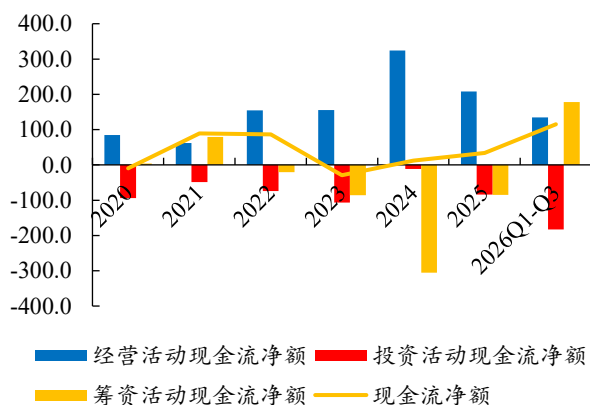
图32: 2024 年公司优化融资结构, 有息负债规模下降, 利息费用有所降低, 2026 年公司债务阶段性回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

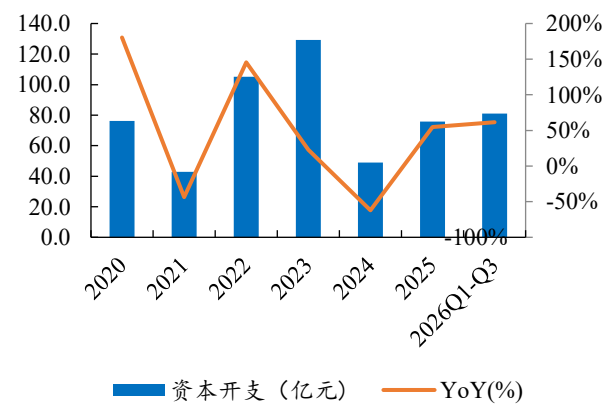
经营现金流稳健增长, 并购及资本开支推升投资现金流出。2026 前三季度, 公司经营活动现金流净流入 134.7 亿元, 同比下滑 15.1%, 主要由于贸易业务净现金流出同比增加; 投资活动现金流净流出 182.9 亿元, 同比增加 549.8%, 主要由于公司于 2026 年 1 月完成巴西金矿收购, 同时资本开支同比增长 61.3% 至 81.0 亿元。筹资活动现金流由 2025 前三季度净流出 97.1 亿元转为 2026 前三季度净流入 178.2 亿元, 主要由于公司发行了 12 亿美元的可转换债券以及 15 亿元的第一期科创债。综合来看, 2026 前三季度公司现金流净流入 115.0 亿元, 同比提升 239.6%。

图33: 2026 前三季度公司现金流净额为 115.0 亿元, 同比增长 239.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 2026 前三季度公司资本开支为 81.0 亿元, 同比增长 61.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

根据公司在建项目规划和主营业务景气度的分析，我们对公司的盈利预测如下：

铜业务：产销量：公司通过提升选矿处理量及回收率，持续挖掘现有矿山产能潜力；同时，KFM 二期项目预计于 2027 年投产，有望新增约 10 万吨/年的铜产能。基于此，我们预计公司 2026-2028 年矿产铜产量分别为 79/85/90 万吨。价格：上游铜矿端普遍面临矿石品位持续下降、自然灾害及社区扰动等供应冲击，叠加新矿投产周期长、资本开支高，导致矿端供给弹性偏弱，预计 2026-2028 年铜价中枢将维持上行趋势，假设均价为 13600/14000/14500 美元/吨。

钴业务：销量：受刚果（金）钴出口配额制度影响，公司 2026 年获得钴出口配额 3.12 万吨。根据现行安排，刚果（金）2026-2027 年钴出口总量上限为 9.66 万吨/年，预计相关限制延续至 2028 年。我们预计公司 2026-2028 年钴销量分别为 2.10/3.00/3.12 万吨。价格：我们假设 2026-2028 年钴均价维持在 45 万元/吨（不含税）水平。

黄金业务：产销量：公司于 2026 年完成对巴西金矿的收购。结合标的矿山历史产量及公司并表进度，我们预计 2026-2028 年矿产金产量分别为 6.8/8.0/8.0 吨。价格方面，考虑地缘冲突反复及美联储货币政策走向存在不确定性，预计黄金价格仍将维持高位震荡。我们假设 2026-2028 年黄金均价分别为 980/1,009/1,040 元/克。

基于以上假设，我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测分别上调 66.2%/67.8% 至 324.4/361.3 亿元，并新增 2028 年归母净利润预测 401.8 亿元。我们认为，铜、金业务有望成为公司未来业绩增长的主要驱动力。铜方面，KFM 二期预计于 2027 年投产，将贡献明确的产量增量；TFM 三期目前仍处于前期规划阶段，若后续顺利推进，有望进一步打开公司矿产铜产量增长空间。金方面，巴西在产金矿并购完成后，预计将贡献约 6-8 吨黄金年产量；厄瓜多尔 Cangrejos 项目目前处于可行性研究及设计阶段，预计投产后将进一步提升公司黄金产量，中长期黄金年产量有望达到 20 吨以上。维持“买入”评级。

表6：公司业绩拆分与盈利预测

业务	项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
精矿产品贸易	营业收入（亿元）	646.3	768.3	922.0	940.5	959.3
	毛利润（亿元）	34.2	83.1	27.7	28.2	28.8
	毛利率（%）	5.3	10.8	3.0	3.0	3.0
精炼金属贸易	营业收入（亿元）	1237.3	1032.4	1342.2	1382.4	1423.9
	毛利润（亿元）	15.2	32.8	33.6	34.6	35.6
	毛利率（%）	1.2	3.2	2.5	2.5	2.5
铜钴板块	铜销量（万吨）	69.0	73.0	79.0	85.0	90.0
	钴销量（万吨）	10.9	5.1	2.1	3.0	3.1
	营业收入（亿元）	506.0	612.7	776.8	875.5	956.3
	毛利润（亿元）	240.4	343.2	489.4	562.2	626.0
	毛利率（%）	47.5	56.0	63.0	64.2	65.5
	钨钼板块					
钨钼板块	钨销量（万吨）	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

	钨销量（万吨）	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
	营业收入（亿元）	81.2	87.5	127.6	109.5	106.2
	毛利润（亿元）	34.0	41.2	79.8	63.1	61.2
	毛利率（%）	41.8	47.1	62.5	57.6	57.6
铌磷板块	铌销量（万吨）	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
	磷销量（万吨）	109.5	126.3	110.0	115.0	115.0
	营业收入（亿元）	65.4	76.9	76.7	79.3	80.0
	毛利润（亿元）	20.2	26.4	25.1	25.8	26.2
	毛利率（%）	30.9	34.3	32.8	32.6	32.7
黄金板块	金销量（吨）	-	-	6.8	8.0	8.0
	营业收入（亿元）	-	-	66.0	79.9	82.3
	毛利润（亿元）	-	-	25.9	32.7	35.1
	毛利率（%）	-	-	39.2	41.0	42.7
其他业务	营业收入（亿元）	1.8	2.4	2.5	2.7	2.8
	毛利润（亿元）	1.0	0.8	0.2	0.2	0.2
	毛利率（%）	54.0	35.0	6.0	6.0	6.0
合计	营业收入（亿元）	2130.3	2066.8	2759.2	2859.8	2939.8
	毛利润（亿元）	352.5	494.5	653.9	716.4	779.5
	毛利率（%）	16.5	23.9	23.7	25.0	26.5

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、风险提示

经营安全生产风险：采矿业务涉及多项经营风险，包括工业事故、矿场坍塌、恶劣天气、设备故障等突发性事件，可能导致公司矿场损失。

公司项目建设进度低于预期。公司多个项目处于规划或建设过程，若项目建设不及预期，则会导致业绩不及预期。

金属价格及原材料价格波动风险。公司产品涉及铜、金、银、钨、钼、铌等多个金属品种，若相应金属品种价格出现大幅下跌，将显著影响公司盈利水平；同时，公司生产运营需消耗柴油、炸药等原材料及能源，若相关价格大幅上涨，亦可能推高生产成本并影响公司业绩。

海外政策及法律法规变动风险。公司在刚果（金）、巴西及厄瓜多尔等地开展运营，相关国家税收、矿业、环保、劳工、外汇及进出口等政策或法律法规若发生不利变化，可能对公司生产经营、项目推进及经营成本产生不利影响，从而影响公司业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	79174	110348	163489	191930	236713
现金	30427	33564	59930	85167	131147
应收票据及应收账款	648	1210	1257	1338	1337
其他应收款	5525	5930	7924	7144	7972
预付账款	1114	1839	1551	2227	1516
存货	29878	40601	57322	58540	58231
其他流动资产	11582	27204	35504	37514	36509
非流动资产	91062	90584	104475	107687	108024
长期投资	3283	3898	5359	6794	8258
固定资产	44422	42040	47537	51153	51215
无形资产	21651	24044	24036	23868	23843
其他非流动资产	21706	20603	27543	25872	24709
资产总计	170236	200932	267964	299617	344737
流动负债	45461	71097	100262	90778	93959
短期借款	13960	27129	44763	42525	40398
应付票据及应付账款	5413	5614	7449	6627	7147
其他流动负债	26087	38354	48051	41626	46414
非流动负债	38834	30049	32069	33070	30275
长期借款	9334	1166	2878	4033	1161
其他非流动负债	29500	28883	29191	29037	29114
负债合计	84294	101146	132332	123848	124235
少数股东权益	14919	17351	21985	27147	32887
股本	4320	4279	4279	4279	4279
资本公积	27709	26593	26593	26593	26593
留存收益	36253	51080	85526	124116	166911
归属母公司股东权益	71023	82435	113647	148622	187615
负债和股东权益	170236	200932	267964	299617	344737

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	32387	20843	44518	43357	63459
净利润	15459	24027	37069	41295	45923
折旧摊销	6003	7158	5459	6182	6669
财务费用	2879	513	3751	3530	2983
投资损失	-959	-752	-1398	-1036	-1062
营运资金变动	4725	-18864	-3272	-8659	6417
其他经营现金流	4280	8761	2909	2045	2527
投资活动现金流	-1160	-8377	-33103	-10456	-8457
资本支出	-4901	-7583	-17218	-8294	-5375
长期投资	1263	-1769	-1461	-1435	-1464
其他投资现金流	2478	976	-14424	-727	-1618
筹资活动现金流	-30572	-8497	14951	-7664	-9022
短期借款	-10994	13169	17634	-2238	-2126
长期借款	-11434	-8168	1712	1155	-2871
普通股增加	0	-41	0	0	0
资本公积增加	14	-1116	0	0	0
其他筹资现金流	-8158	-12341	-4394	-6580	-4024
现金净增加额	1162	3401	26367	25237	45980

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	213029	206684	275919	285980	293978
营业成本	177774	157229	210533	214344	216025
营业税金及附加	4135	3366	4493	4657	4787
营业费用	93	105	140	145	149
管理费用	2128	2806	3747	3883	3992
研发费用	354	432	576	597	614
财务费用	2879	513	3751	3530	2983
资产减值损失	-195	-42	-172	-166	-138
其他收益	151	90	121	106	113
公允价值变动收益	-1376	-7688	-2472	-2293	-2430
投资净收益	959	752	1398	1036	1062
资产处置收益	66	-18	24	3	13
营业利润	25266	35328	51930	57852	64330
营业外收入	37	16	40	42	44
营业外支出	179	182	125	139	146
利润总额	25124	35161	51845	57755	64228
所得税	9665	11134	14776	16460	18305
净利润	15459	24027	37069	41295	45923
少数股东损益	1927	3689	4634	5162	5740
归属母公司净利润	13532	20339	32436	36133	40183
EBITDA	31705	42707	58019	64607	70941
EPS(元)	0.63	0.95	1.52	1.69	1.88

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	14.4	-3.0	33.5	3.6	2.8
营业利润(%)	90.1	39.8	47.0	11.4	11.2
归属于母公司净利润(%)	64.0	50.3	59.5	11.4	11.2
获利能力					
毛利率(%)	16.5	23.9	23.7	25.0	26.5
净利率(%)	6.4	9.8	11.8	12.6	13.7
ROE(%)	18.0	24.1	27.3	23.5	20.8
ROIC(%)	12.7	17.7	19.9	18.9	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	50.3	49.4	41.3	36.0
净负债比率(%)	27.3	21.6	11.1	-7.5	-29.0
流动比率	1.7	1.6	1.6	2.1	2.5
速动比率	1.0	0.8	1.0	1.3	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.0	0.9
应收账款周转率	239.4	222.5	223.7	220.4	219.8
应付账款周转率	42.5	31.6	37.1	34.3	35.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.95	1.52	1.69	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	0.97	2.08	2.03	2.97
每股净资产(最新摊薄)	3.27	3.85	5.31	6.95	8.77
估值比率					
P/E	22.2	14.8	9.3	8.3	7.5
P/B	4.3	3.6	2.6	2.0	1.6
EV/EBITDA	2.9	2.0	1.3	0.8	0.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

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

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

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

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

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

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn