

**买入 维持**
**洛阳钼业 (603993)**
**2015年01月22日**
**股票价格**

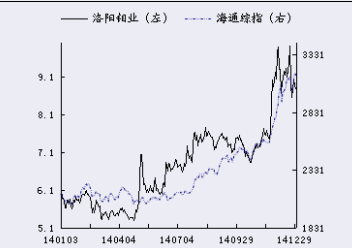
1月22日收盘价	10.67元
6个月内目标价	12.90元
52周内股价波动	5.34 - 10.69元

**主要估值指标**

	2013	2014E	2015E
市盈率	46.1	29.5	24.9
市净率	4.4	4.4	3.8
PEG	3.9	0.5	1.3
EV/EBITDA	35.9	20.5	19.3

**股本结构**

总股本 (万股)	507617.05
流通 A 股 (万股)	196842.11
B 股/H 股 (万股)	0.00/131115.60

**市场表现**


资料来源: 海通证券研究所

**相关研究**

20140814 中报点评: 铜业务并表提升盈利能力 (增持, 首次)  
20150112 洛阳钼业公告点评: 钨价上涨预期下, 不容错过的投资标的

有色金属行业首席分析师: 钟奇,  
SAC 执业证书编号: S0850512070001  
电话: 021-23219962  
Email: zq8487@htsec.com

有色金属行业高级分析师: 施毅,  
SAC 执业证书编号: S0850512070008  
电话: 021-23219480  
Email: sy8486@htsec.com

债券高级分析师: 周霞  
SAC 执业证书编号: S0850513070006  
电话: 021-23219807  
Email: zx6701@htsec.com

有色金属行业高级分析师: 刘博,  
SAC 执业证书编号: S0850512080001  
电话: 021-23219401  
Email: liub5226@htsec.com

联系人: 张卿云,  
电话: 021-23219445  
Email: zqy9731@htsec.com

## 矿业土豪

公司拥有很多投资亮点标签: 成功走出去, 毛利高, 钱多, 估值便宜。

**主要财务数据及预测**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润增长率 (%)	-6.1	11.8	56.2	18.5	16.8
主营业务利润率 (%)	29.8	32.6	36.4	39.0	40.2
净资产收益率 (%)	9.1	9.6	14.9	15.1	14.9
每股经营性现金流 (元)	0.32	0.27	0.39	0.45	0.49
每股收益 (元)	0.21	0.23	0.36	0.43	0.50

资料来源: Wind, 海通证券研究所

- **国企转民企, 体制灵活促进生产效率。**2013年12月, 鸿商控股通过增持取代洛钼集团成为第一大股东。可以说, 洛钼的国企改革很早就已经开始, 而且在盈利能力方面取得了积极的成效, 这在2014年公司成本有效下降体现得一览无遗。
- **矿产品质优良, 储量丰富。**各矿山总计已探明钼储量 63.17 万吨, 资源量 175.86 万吨; 三氧化钨储量 40.93 万吨, 资源量 54.63 万吨; 铜储量 68.22 万吨, 资源量 275.5 万吨; 金储量约 29.21 吨, 资源量约 137.41 吨; 银储量约 227.86 吨, 资源量约 763.16 吨。而从过往财报看, 公司矿产毛利率高达 50%。
- **公司财力雄厚, 海外涉矿经验丰富, 已经形成良性循环。**A 股矿企走出去在 2007 年的大宗牛市中演绎得风风火火, 但受限于管理团队能力、地域文化差异以及资金实力等硬指标, 绝大多数案例均以失败告终。2014 年 NPM 铜矿收购成功同时释放利润, 显示公司海外市场竞争的综合实力。
- **钼钨价格处于低谷, 铜价预计价格持续震荡。**钼、钨下游需求分别主要为钢铁和硬质合金。实则与工业增加值密切相关。目前下游需求企稳, 而从价格看, 钨精矿价格跌破 8 万元/吨, 钼铁 (60%) 价格低于 10 万元/吨, 受到成本支撑, 再下降空间不大。铜价整体走势一直是处于震荡向下的大趋势之中。虽然在中国、欧元区等宽松利好的推动下, 铜价走势会出现反复, 但 2015 年大幅反弹的可能性仍较低。
- **洛钼转债促转股意愿强。**截至 2015 年 1 月 22 日收盘, 洛钼转债的价格达到 156 元左右, 剩余规模 49 亿元, 属于流动性尚可的中盘转债, 将于 15 年 6 月进入转股期, 暂且没有提前赎回公告的压力, 发行人促转股意愿较强。
- **盈利预测及评级。**展望全年, 全球流动性持续推动大宗产品价格, 而铜业务稳定提供盈利。假设未来钼钨价格以每年 5-10% 增长, 铜价、产品产量、成本基本稳定, 预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.36、0.43 和 0.50 元。主营产品钨价跌破行业成本线, 上涨预期强烈; 钼、铜价格稳定。公司在行业内属于明显低估值个股, 滚动市盈率在 25-30 倍之间, 行业可比公司平均合理 PE 在 50 倍左右, 随着主营产品价格上涨预期增强, 给予 2015 年 EPS30 倍 PE 估值, 对应目标价为 12.9 元, 买入评级。
- **主要不确定因素。**1) 主要产品下游需求持续疲弱, 导致钼、钨等产品价格回升困难; 2) 成本难以继续降低, 致使盈利能力下降; 3) 经济疲软导致的系统性风险。

## 目 录

投资要点 .....	5
1. 公司简介：世界领先的钼、钨生产商 .....	6
1.1 股权结构：鸿商控股取代洛矿集团成为第一大股东 .....	6
1.2 公司发展历程 .....	7
2. 主营业务分析：海外铜矿并表致使收入利润大幅增加 .....	8
3. 产业链及资源情况：优质矿商 .....	8
3.1 钼、钨完整产业链 .....	8
3.2 优质矿产资源，储量产量充足 .....	9
4. 盈利能力分析：降低成本应对市场震荡下跌 .....	11
5. 行业分析：钨钼价格处于低谷，铜价企稳 .....	13
5.1 钼：钢铁行业转型有望带动下游需求回暖 .....	13
5.2 钨：精矿价格处于开采成本水平 .....	16
5.3 铜：震荡走势或将延续，中长期难言大幅反弹 .....	17
6. 洛钼转债：新券“担当”转债投资需求“重任” .....	19
6.1 转债市场供不应求，多维度分析 .....	19
6.2 纯债条款：票息中等，债底具有保护 .....	20
6.3 特殊条款：发行人促转股意愿较强 .....	21
7. 盈利预测及评级 .....	22
8. 不确定性分析 .....	23

## 图目录

图 1 洛阳钼业股权结构图 .....	6
图 2 洛阳钼业发展历程图 .....	7
图 3 公司钼产业链示意图 .....	8
图 4 公司钨产业链 .....	9
图 5 公司矿产资源分布示意图 .....	10
图 6 Northparkes 铜金矿历史铜、金产量 .....	11
图 7 2014 年钼精矿（45%）价格走势（元/吨度） .....	12
图 8 2014 年黑钨精矿（65%）价格走势（元/吨） .....	12
图 9 2014 年电解铜价格走势（元/吨） .....	12
图 10 2014 年黄金（Au9999）价格走势 .....	12
图 11 公司 2014 年前三季度成本控制示意图 .....	13
图 12 中国钼精矿（45%）历史价格走势（元/吨度） .....	13
图 13 我国钼矿基础储量（万吨） .....	14
图 14 钼矿石和钼精矿的月度产量分布（单位：吨） .....	14
图 15 全球钼下游需求比例 .....	15
图 16 我国钢材产量同比增速（%） .....	15
图 17 中国钨精矿（65%）与 APT（88.5%）历史价格走势（元/吨） .....	16
图 18 美国钨下游消费结构（2012 年数据） .....	17
图 19 中国钨下游消费结构（2012 年数据） .....	17
图 20 近年国内硬质合金产量（吨） .....	17
图 21 硬质合金市场将保持较快增长 .....	17
图 22 全球精炼铜产量和消费量（单位：千吨） .....	18
图 23 铜库存与价格 .....	18
图 24 中国精铜消费量（截至 2014 年 7 月） .....	18
图 25 全球粗铜产量增速（截至 2014 年 3 月） .....	19

图 26 全球精炼铜产量及增速（截至 2014 年 8 月） .....	19
图 27 2014 年影响铜价的因素 .....	19
图 28 当前转债价格区间与剩余规模（截至 15 年 1 月 20 日） .....	20

---

## 表目录

---

表 1 洛阳钼业 2012、2013 及 2014 年上半年主营业务构成 .....	8
表 2 洛阳钼业矿山储量&资源量情况 (截至 2013 年) .....	9
表 3 世界钼生产商排名及产量对比 (钼金属, 万吨) .....	10
表 4 国内钨生产商排名及产量对比 (含 65%WO <sub>3</sub> , 万吨) .....	11
表 5 公司主要产品产销量对比 (吨) .....	11
表 6 各类型钢含钼量 .....	15
表 7 全球主要国家钨储量、产量 (三氧化钨含钨 80%) .....	16
表 8 洛钼转债发行基本信息 .....	21
表 9 洛钼与同类转债条款比较 .....	22
表 10 可比公司估值对比 .....	22
表 11 公司盈利预测表 (万元) .....	23

## 投资要点

公司为全球领先的钼、钨矿产商，其业务纯粹。投资亮点集中在以下三个方面：

1) 国企转民企，体制灵活促进生产效率。2013年12月，鸿商控股通过增持取代洛矿集团成为第一大股东。这样的例子在A股矿企中绝无仅有，可以说，洛钼的国企改革很早就已经开始，而且在盈利能力方面取得了积极的成效，这在2014年公司成本有效下降体现得一览无遗。

2) 矿产品品质优良，储量丰富。各矿山总计已探明钼储量63.17万吨，资源量175.86万吨；三氧化钨储量40.93万吨，资源量54.63万吨；铜储量68.22万吨，资源量275.5万吨；金储量约29.21吨，资源量约137.41吨；银储量约227.86吨，资源量约763.16吨。而从过往财报看，公司矿产毛利率高达50%。

3) 公司财力雄厚，海外涉矿经验丰富，已经形成良性循环。A股矿企走出去在2007年的大宗牛市中演绎得风风火火，但受限于管理团队能力、地域文化差异以及资金实力等硬指标，绝大多数案例均以失败告终。2014年NPM铜矿收购成功同时释放利润，显示公司海外市场竞争的综合实力。

关于行业方面，钨钼价格处于低谷，两者下游需求分别主要为钢铁和硬质合金。实则与工业增加值密切相关。目前下游需求企稳，而从价格看，钨精矿价格跌破8万元/吨，价格提升预期较强；钼铁价格（60%）低于10万元/吨，受到成本支撑，再下降空间不大；铜价方面，预计价格持续震荡。

## 1. 公司简介：世界领先的钼、钨生产商

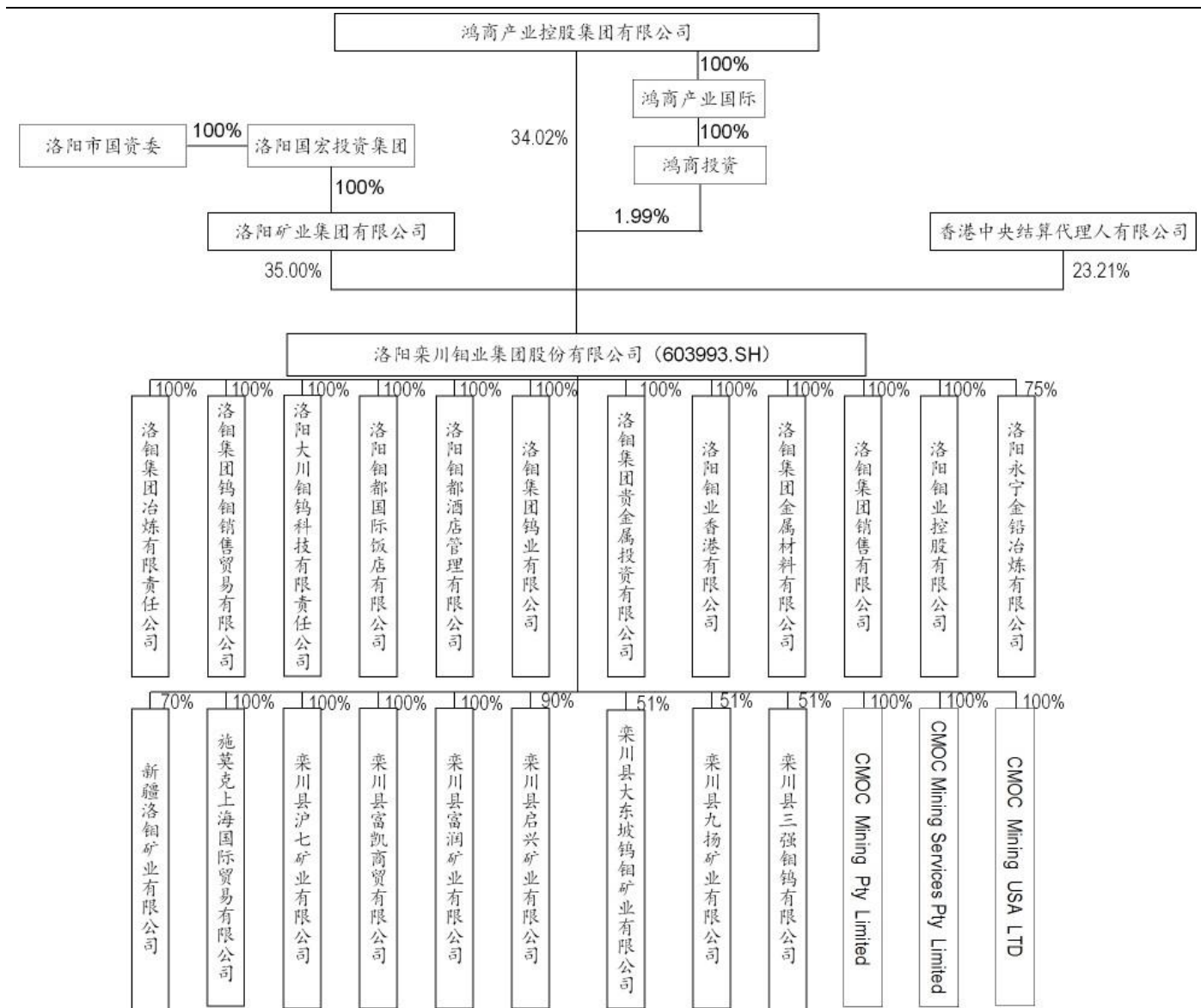
洛阳钼业是国内最大的钼生产商，同时也是国内最大的钨精矿生产商之一，钼和钨的产量处于世界领先水平。

### 1.1 股权结构：鸿商控股取代洛矿集团成为第一大股东

鸿商控股和洛矿集团为公司前两大股东。2013年12月，鸿商控股通过全资子公司鸿商投资增持公司1.99%股份，登记在香港中央结算代理人有限公司名下，持股比例增至36.01%，成为公司第一大股东。

洛矿集团为公司第二大股东，持有公司35%的股份，洛阳国宏投资集团有限公司持有洛矿集团100%股权，而洛阳市国资委持有国宏集团100%的股权，洛阳市国资委实际为公司第二大股东。

图1 洛阳钼业股权结构图

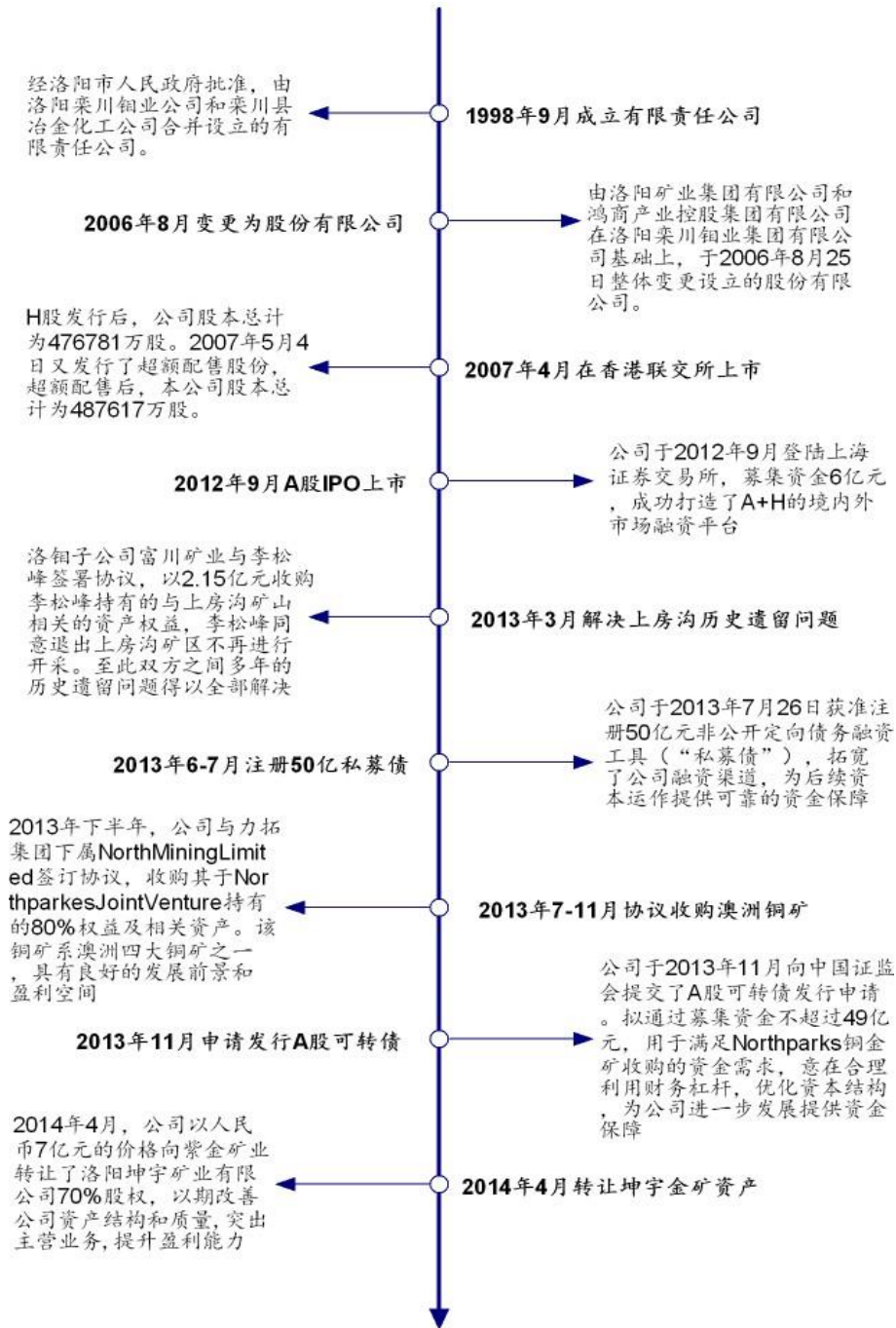


资料来源：公司2014年半年报，201411投资者交流材料，海通证券研究所

## 1.2 公司发展历程

洛阳钼业于 2007 年 5 月在 H 股上市，2012 年 9 月登陆 A 股市场，而后通过一系列资产整合、财务储备和收购目标选择，为公司未来发展做出精准的战略布局。

图 2 洛阳钼业发展历程图



资料来源：公司招股说明书，对应日期公告，海通证券研究所



## 2. 主营业务分析:

公司拥有优质、多元化的资产组合，主营产品为钼、钨、及铜产品，占主营业务收入的83%（2014年上半年），包括钼铁及其他钼产品、钨精矿、铜精矿。

公司收购澳洲四大铜矿之一的NPM铜矿，其近50%的毛利率成为公司新的利润增长点。Northparkes铜矿的现金成本为0.59元/磅，折合约1100美元/吨，远低于国际平均水平，净利润在0.6亿美元左右，该铜矿合并入公司报表后大幅提升了营业收入和利润。

表 1 洛阳钼业 2012、2013 及 2014 年上半年主营业务构成

项目	2014 年 1-6 月			2013 年			2012 年		
	主营收入 (万元)	主营利润 (万元)	毛利率 (%)	主营收入 (万元)	主营利润 (万元)	毛利率 (%)	主营收入 (万元)	主营利润 (万元)	毛利率 (%)
钼钨相关产品	192187.23	87931.71	45.75	367724.61	172910.85	47.02	369724.61	223472.96	60.44
金银相关产品	26805.52	-2974.67	-11.10	71650.87	366.57	0.51	96545.92	80594.87	16.52
电解铅	21472.05	-5523.17	-25.72	50416.40	-10356.74	-20.54	57880.15	60650.19	-4.79
铜精矿	106609.51	52536.99	49.28	17219.34	10655.75	61.88	-	-	-
其他	14405.39	3066.07	21.28	34138.64	4091.7	11.99	32753.49	23362.72	28.67
合计	361479.70	135036.93	37.36	541149.86	177668.13	32.83	556904.17	168823.43	30.31

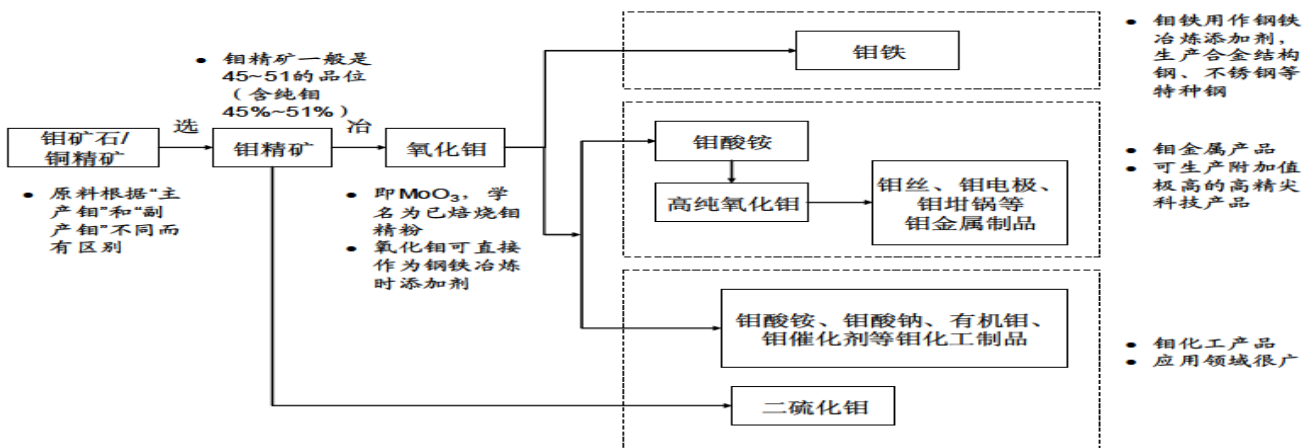
资料来源：公司 2014 年半年报，2013、2012 年报，海通证券研究所整理

## 3. 产业链及资源情况：优质矿商

公司主要从事钼、钨及黄金等稀贵金属的采选、冶炼、深加工、贸易、科研等，拥有世界级一体化采选、选矿设施，世界领先的焙烧冶炼能力，以及钼采选、选矿、焙烧、钼化工和钼金属加工上下游一体化的完整产业链条。以产量计，公司与金钼股份同是国内最大的钼生产商，同时也是国内最大的钨精矿生产商之一。

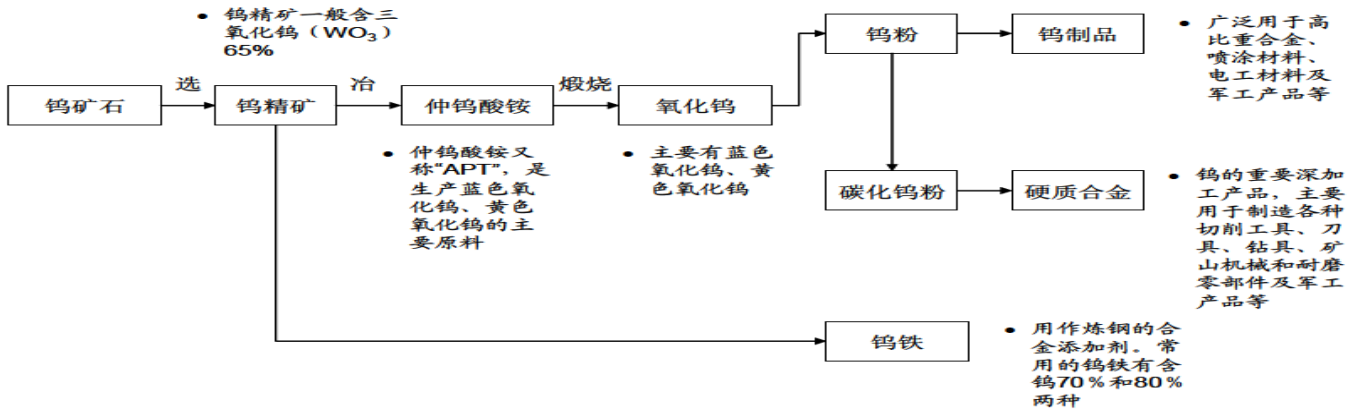
### 3.1 钼、钨完整产业链

图 3 公司钼产业链示意图



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 4 公司钨产业链



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

### 3.2 优质矿产资源，储量产量充足

公司在河南、新疆、澳大利亚等地拥有优质、多元化的矿源。河南三道庄钼钨矿和澳大利亚的 Northparkes 铜金矿处于运营状态，河南上房沟矿正待复产，新疆的东戈壁项目正待建设，建设完成后主产钼。

其中，三道庄钼钨矿为特大型原生钼钨共生矿，属于全球最大的原生钼矿田——栾川钼矿田的一部分，也是中国第二大白钨矿床；上房沟钼矿紧邻三道庄钼矿，是同属栾川钼矿田的另一特大型原生钼矿，公司对其权益占比为 55%；Northparkes 铜金矿是成熟运营的铜金矿，是澳大利亚第四大在产铜金矿，公司于 2013 年底完成收购其 80% 权益，并实现平稳过渡，目前运营状况良好。

截至 2013 年，公司各矿山总计已探明钼储量 63.17 万吨，资源量 175.86 万吨；三氧化钨储量 40.93 万吨，资源量 54.63 万吨；铜储量 68.22 万吨，资源量 275.5 万吨；金储量约 29.21 吨，资源量约 137.41 吨；银储量约 227.86 吨，资源量约 763.16 吨。矿产品位优良。

表 2 洛阳钼业矿山储量&资源量情况（截至 2013 年）

矿山名称	种类	储量 (万吨)	储量品位	资源量 (万吨)	资源量品位
三道庄矿山钼钨矿	钼	35.73	0.11(%)	60.7	0.10(%)
	三氧化钨	40.93	0.11(%)	54.63	0.09(%)
上房沟矿山钼矿 (55%)	钼	7.46	0.243(%)	64.36	0.139(%)
新疆矿山钼矿	钼	19.98	0.141(%)	50.8	0.115(%)
洛宁金矿	金	3.79 (吨)	3.92(g/t)	56.92 (吨)	4.3(g/t)
	铜	68.22	0.62(%)	275.5	0.57(%)
NPM 铜矿 (80%)	金	89.83 (万盎司)	0.26(g/t)	284.41 (万盎司)	0.19(g/t)
	银	805.15 (万盎司)	2.35(g/t)	2696.68 (万盎司)	1.78(g/t)

资料来源：公司 2013 年报，海通证券研究所

图 5 公司矿产资源分布示意图



资料来源: 公司 201411 投资者交流材料, 海通证券研究所

公司已形成钼的采选、冶炼、深加工为一体的产业化结构, 拥有采矿能力 30000 吨/日、选矿能力 30000 吨/日、钼铁冶炼能力 25000 吨/年、氧化钼焙烧能力 40000 吨/年、深加工能力 2000 吨/年。2013 年, 公司钼产量占中国产量的 19%, 居于世界第 5 位; 钨产量占国内产量 10.4%, 为国内第二大生产商。

表 3 世界钼生产商排名及产量对比 (钼金属, 万吨)

排名	公司	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
1	Freeport	3.86	4.3	-
2	Codelco	1.96	2.3	-
3	墨西哥集团	1.83	1.99	-
4	金钼股份	1.7	1.75	-
5	洛钼集团	1.53	1.53	1.2

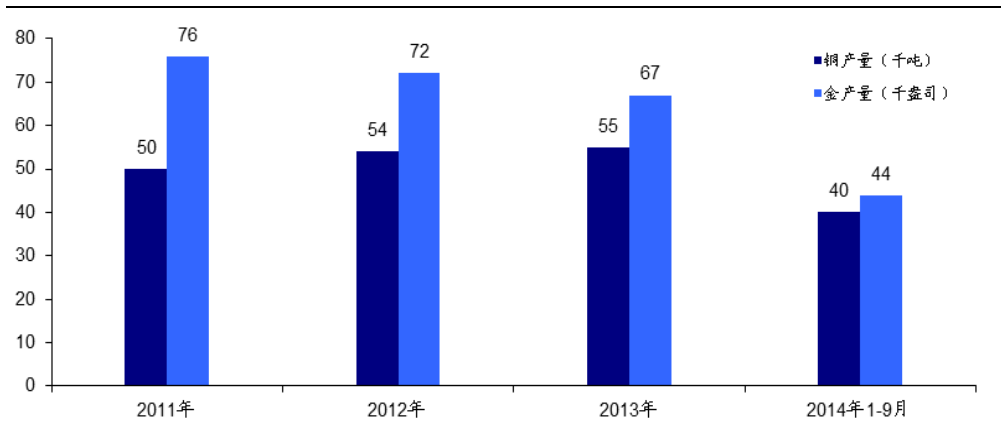
资料来源: 公司 201411 投资者交流材料, 海通证券研究所

**表 4 国内钨生产商排名及产量对比 (含 65%WO<sub>3</sub>, 万吨)**

排名	公司	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
1	江西钨业集团有限公司	1.1	1.06	-
2	<b>洛阳钼业</b>	<b>0.85</b>	<b>1.07</b>	<b>0.92</b>
3	湖南柿竹园有色金属有限责任公司	0.53	0.57	-
4	江西稀有稀土金属钨业集团有限公司	0.37	0.47	-
5	章源钨业	0.38	0.37	-

资料来源: 公司 201411 投资者交流材料, 海通证券研究所

除钼、钨外, 公司业绩新亮点铜也通过 Northparkes 铜金矿得以体现, 该矿山历史铜、金产量丰富。

**图 6 Northparkes 铜金矿历史铜、金产量**


资料来源: 公司 201411 投资者交流材料, 海通证券研究所

具体到 2014 年前三季度, 公司钼、钨产量和销量较上年同期都有所增长。钨金属 (100%, 不含豫鹭) 产销量均增长 14% 左右, 钼产量增长近 4%, 销量增长近 17%。

**表 5 公司主要产品产销量对比 (吨)**

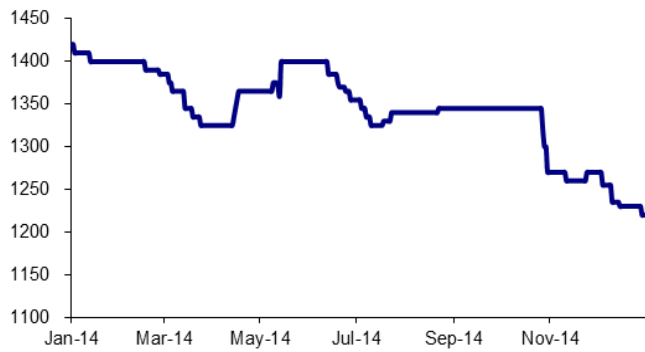
产品	生产量			销售量		
	2014 年 1-9 月	2013 年 1-9 月	增速	2014 年 1-9 月	2013 年 1-9 月	增速
钼金属(100%)	11964	11523	3.8%	14203	12145	16.9%
钨金属 (100%, 不含豫鹭)	5995	5241	14.4%	5535	4863	13.8%
可销售铜金属(80%权益)	32183	不适用	--	30506	不适用	--

资料来源: 公司 201411 投资者交流材料, 海通证券研究所

## 4. 盈利能力分析: 降低成本应对市场震荡下跌

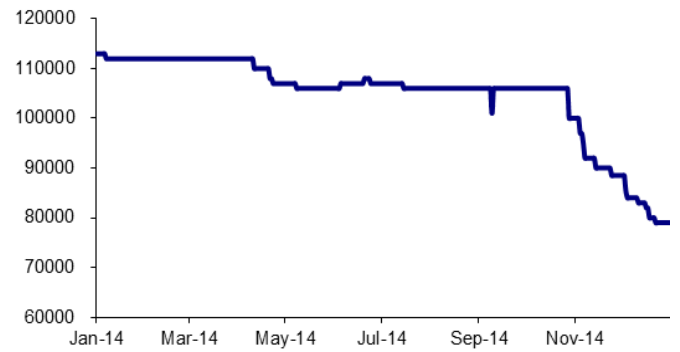
2014 年公司主要产品如钼、钨、铜等, 价格都处于震荡下跌的趋势, 且第四季度跌幅扩大。2014 年前三季度, 公司主要产品销售价格同比降幅明显, 其中钼金属下降 9%, 钨金属下降 12%, 铜下降 4%。

图 7 2014 年钼精矿 (45%) 价格走势 (元/吨度)



资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所

图 8 2014 年黑钨精矿 (65%) 价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所

图 9 2014 年电解铜价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所

图 10 2014 年黄金 (Au9999) 价格走势

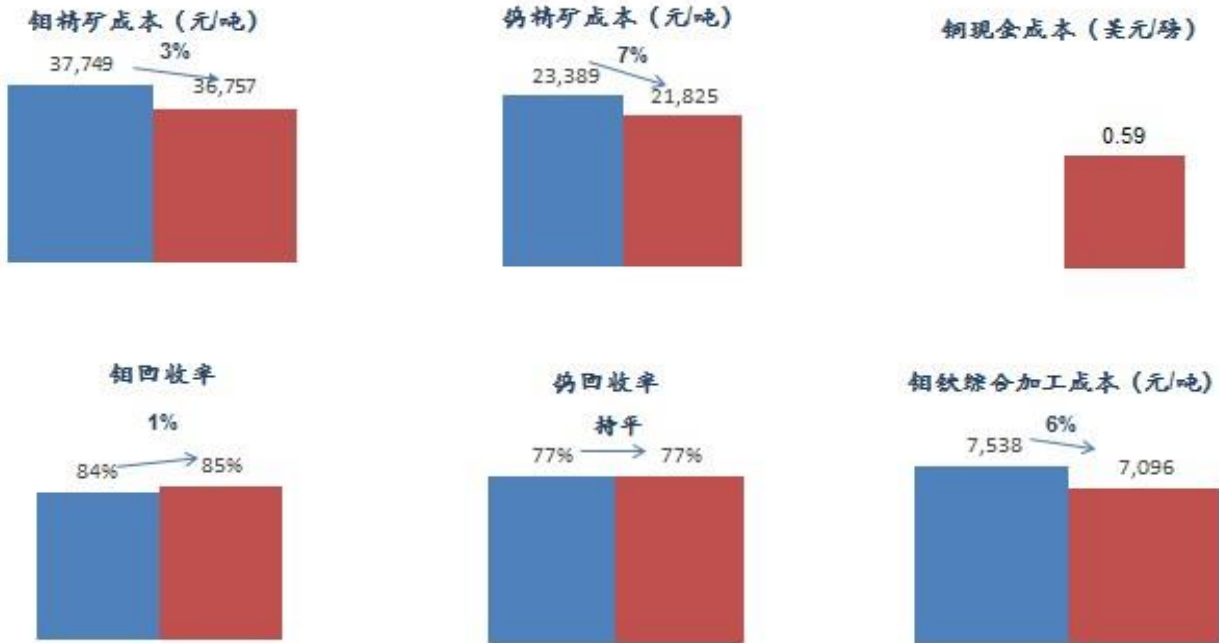


资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所

尽管 2014 年前三季度公司主要产品价格降幅明显,公司于 2014 年前三季度实现归属上市公司股东的净利润 14.65 亿元,同比增长 62%,对应 EPS 为 0.29 元;经营性现金流净额 18.08 亿元,同比增长 64%。公司前三季度业绩优秀的一个重要原因,便是持续致力于降低成本、提高效率。

2014 年前三季度,公司钼、钨及相关产品的矿产和加工成本均同比下降明显,此外钼回收率小幅上升;而公司铜业务的成本本就低于国际平均水平,为 0.59 美元/磅,较 2014 年预期少 0.11 美元/磅。

图 11 公司 2014 年前三季度成本控制示意图



资料来源：公司 201411 投资者交流材料，海通证券研究所

## 5. 行业分析：钨钼价格处于低谷，铜价企稳

2014 年，公司主要产品钨、钼等下游疲弱，致使价格持续下跌。长期来看，钨、钼产品下游仍有增长空间，有望回暖；短期来看，公司仍需通过降低成本以保证盈利能力。

### 5.1 钨：钢铁行业转型有望带动下游需求回暖

中国 45%钨精矿价格持续下滑，目前已跌破公司 1300 元/吨度（含 17%增值税）的生产成本。

图 12 中国钨精矿（45%）历史价格走势（元/吨度）

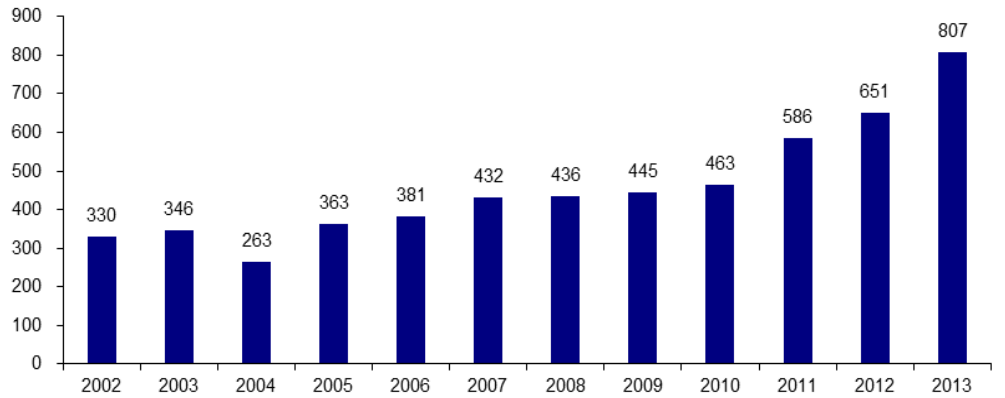


资料来源：wind，海通证券研究所

### 1) 中国储量领先，产量丰富

近年来，我国探明的钼矿产储量逐年上升，且产量也已占据世界产量的很大比例；2014 年以来，供给端扩张速度有所放缓，主要原因在于钼精矿价格长期疲弱。

图 13 我国钼矿基础储量（万吨）

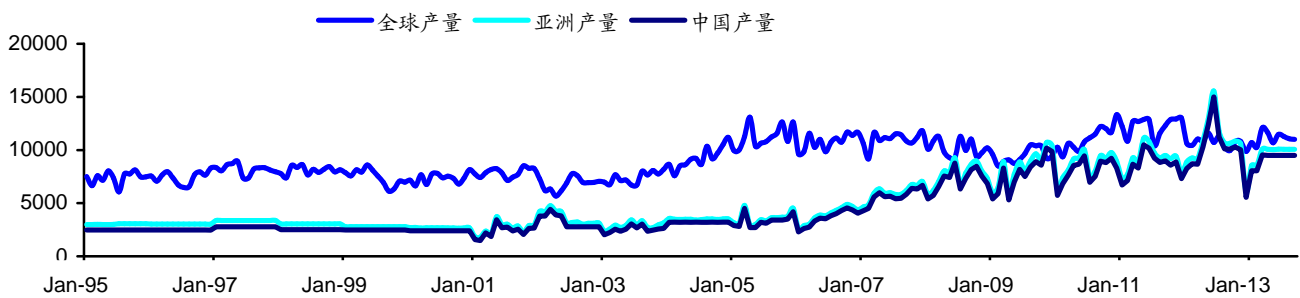


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

我国鹿鸣等新矿山的投产将会进一步增加钼精矿的供应量，而国家对于环保的严格控制可能迫使不达标的中小企业停产，从而减少钼铁的供应量。2014 年 7 月，国储局首次对氧化钼进行战略收储，有助于氧化钼及相关钼产品市场的健康发展。

目前来看，世界大部分钼产量源自我国，我国钼矿石和钼精矿的月度产量约在 1 万吨左右。

图 14 钼矿石和钼精矿的月度产量分布（单位：吨）

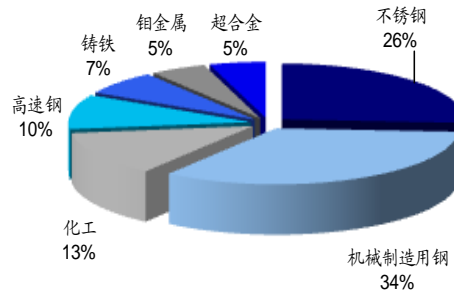


注：由于统计口径存在一定区别，出现异常数据，有个别月份中国产量超过世界的产量  
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

### 2) 下游需求看钢铁

钼的主要需求为钢铁的合金原料，替代品不多。钼化工产品是钼的另一重要消费形式，最重要的钼化工产品是钼酸铵。氧化钼一般含钼 45-57%，为国际钼市场的主要消费形式；钼铁一般含钼 60%，是国内钼市场的主要消费形式。全球约 75%的钼产品以氧化钼或钼铁等钼炉料形式应用于钢铁业，而其他 25%用于钼化工，钼金属制品等行业。

图 15 全球钼下游需求比例



资料来源：国际钼业协会，海通证券研究所

表 6 各类型钢含钼量

钢种类	钼含量 (%)	用途
合金钢	3-4	运输装置、机车、工业机械
不锈钢	4-5	精密化工仪表、海水环境中使用的设备
高速钢	4-9.5	制造告诉切削工具
钼和镍、铬合金	0.6-2	飞机金属构件、耐腐蚀零件
含钼高强度钢	0.015-0.6	石油管道
优质碳素钢	0.2-0.4	板材、线材、管材、棒材
铸铁	1.8	

资料来源：CUSTEEL，海通证券研究所

钢材产量直接影响钼的需求量，根据国际钼业协会 (IMOA) 的报告，预计 2012-2019 年间钼消费量的年均增速为 4.5%，主要动力来自发电、建筑施工和交通领域。尽管我国月钢材产量同比增速下降明显，但随着钢铁行业的转型，不锈钢和特钢对于钼的需求量有望进一步增加，预计增幅在 10% 左右。

图 16 我国钢材产量同比增速 (%)



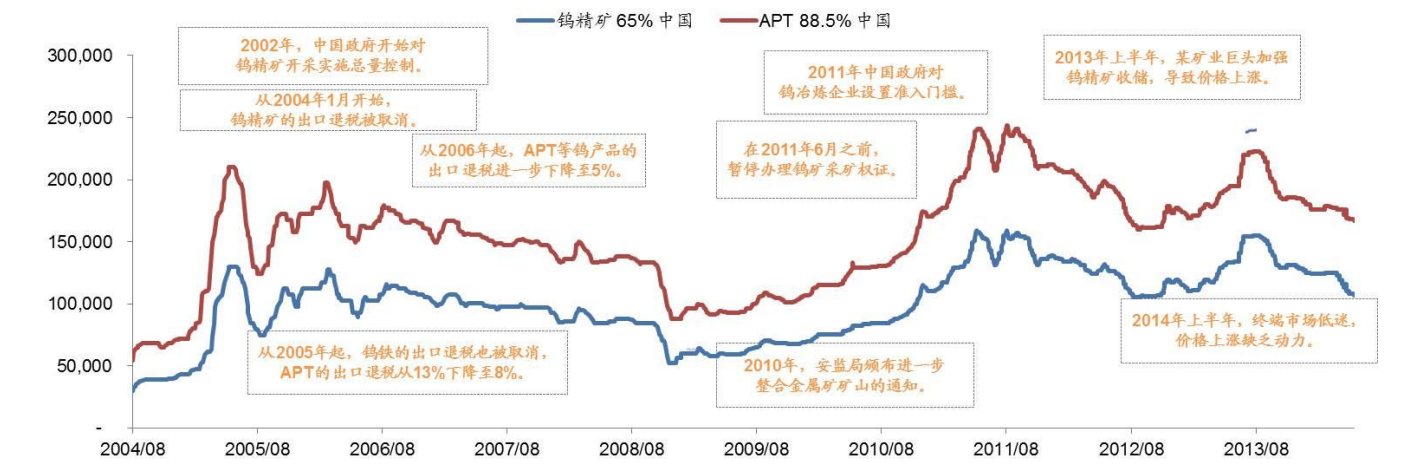
资料来源：wind，海通证券研究所



## 5.2 钨：精矿价格处于开采成本水平

2014年起，受制于终端市场低迷，钨精矿与仲钨酸铵（APT）价格一路下滑，目前已处于相对底部水平。

图 17 中国钨精矿（65%）与 APT（88.5%）历史价格走势（元/吨）



资料来源：公司 201411 投资者交流材料，海通证券研究所

### 1) 中国储量达 60%，主要矿山生产稳定

我国钨储量丰富，全球绝大部分钨供应来自中国。从 USGS 数据看，钨探明储量中国占比达到 60% 以上。而随着江西大湖塘钨矿逐步进入详勘，中国的钨储量预计将大幅增加。

表 7 全球主要国家钨储量、产量（三氧化钨含钨 80%）

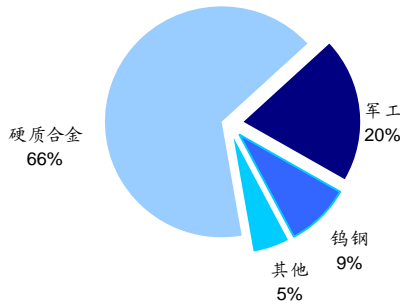
国家	矿产（钨含量，吨）		探明储量（钨含量，万吨）
	2012	2013	
美国	--	--	14
澳大利亚	800	800	1
玻利维亚	1270	1200	5
加拿大	2190	2200	29
中国	64000	60000	190
葡萄牙	763	800	0
俄罗斯	3000	2500	25
其它	3700	3500	85
总量	7570	72100	350

资料来源：USGS，海通证券研究所

### 2) 硬质合金市场仍有空间

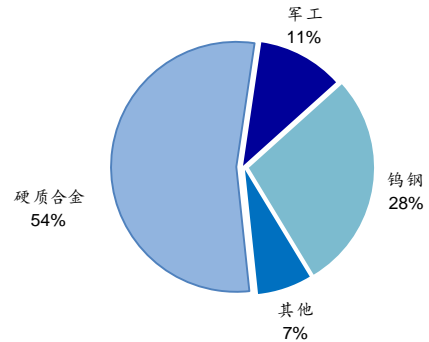
硬质合金是钨下游需求的主要应用领域。从我国与发达国家的应用结构对比看，我国硬质合金的用量占比仍有上升空间。

图 18 美国钨下游消费结构 (2012 年数据)



资料来源: 中钨高新 2013 年重组报告书, 海通证券研究所

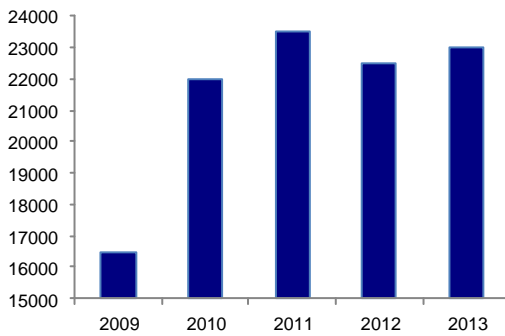
图 19 中国钨下游消费结构 (2012 年数据)



资料来源: 中钨高新 2013 年重组报告书, 海通证券研究所

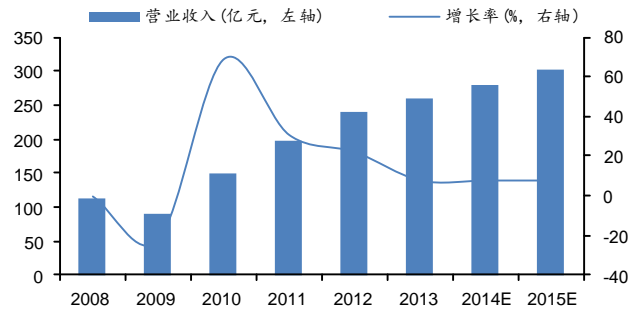
国内硬质合金产量 2010 年达到 22000 吨, 2011 年增长至 23500 吨, 随后有所回落。“十二五”期间, 随着硬质合金应用领域的推广、产品质量提升以及原材料价格的上涨, 预计国内硬质合金行业营业收入将保持 10-15% 左右的增长速度。

图 20 近年国内硬质合金产量 (吨)



资料来源: 中国产业信息网, 海通证券研究所

图 21 硬质合金市场将保持较快增长



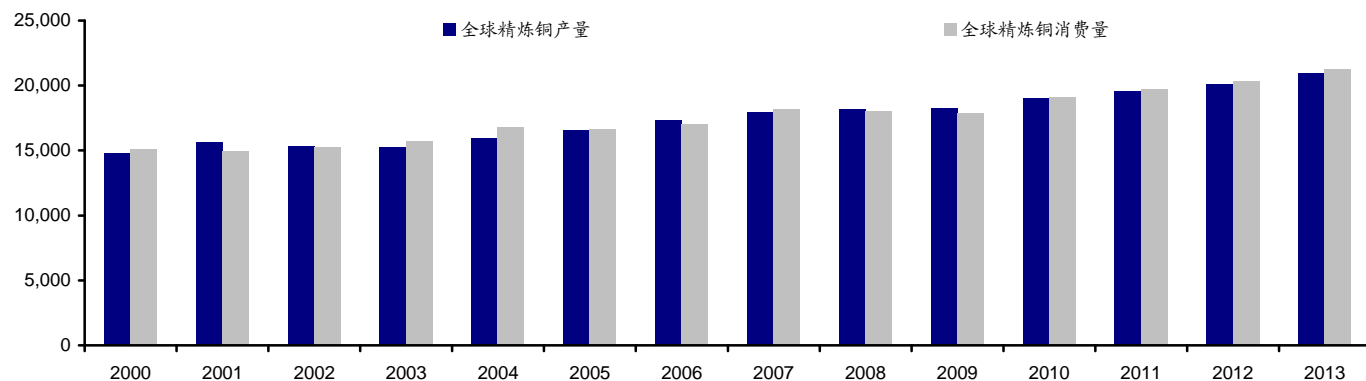
资料来源: 硬质合金协会, 国际硬质合金工业展览会, 海通证券研究所

目前国内硬质合金生产企业普遍规模较小且产能利用率较低, 我国硬质合金产量有望进一步提升, 并且随着钨产品在电子平台的推广以及泛亚金属交易所对仲钨酸铵的收购, 有望对钨产品市场产生一定的刺激, 从而推动钨价格企稳回升。

### 5.3 铜: 震荡走势或将延续, 中长期难言大幅反弹

2014 年各大基本金属中, 铜价表现相对最为疲软。整体走势一直是处于震荡向下的趋势之中。虽然在中国、欧元区等宽松利好的推动下, 铜价走势会出现反复。但我们仍然认为 2015 年铜价大幅反弹的可能性仍较低。主要有三大原因: 第一, 中国处于经济转型期, 铜下游需求难言大幅好转, 整体需求偏弱拖累铜价; 第二, 中国降息虽然有利于流动性宽松, 但对于铜价而言, 降息可能导致铜融资需求下降, 利空铜价; 第三, 参照过去两次降息周期, 基本金属价格在降息周期之内表现多偏震荡, 铜价很难有大幅触底反弹的机会。

图 22 全球精炼铜产量和消费量 (单位: 千吨)

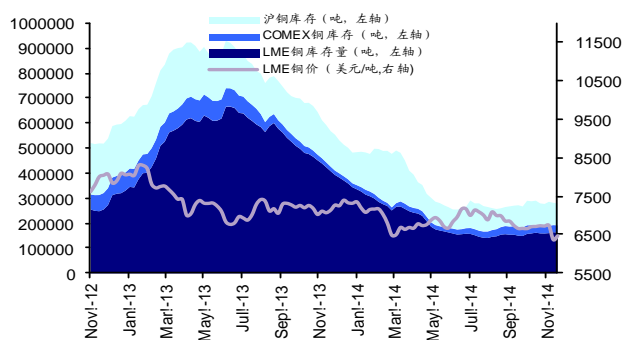


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

铜库存在 2013 年年中时开始不断下滑, 而铜需求方面, 在中国经济增长乏力的影响下, 增速缓慢, 甚至有下滑迹象。因此, 导致铜库存大幅减少的因素更多是由于融资性需求的增长。

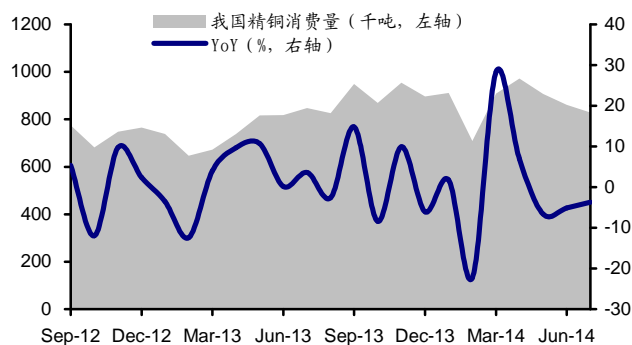
就供需层面而言, 全球铜精矿产量大幅增长, 主要源于发展中国家加大对矿山的开采, 包括非洲、南美以及亚洲的蒙古地区。2007 年前后, 铜基本面良好刺激海外铜企扩产, 基建项目建设周期为 5 年左右, 2012-2013 年恰为铜企大幅扩张年。而需求方面, 则由于中国正处于经济转型期, 下游需求疲软难以大幅反弹。因此, 以基本面的角度分析铜价同样难言大幅反弹。

图 23 铜库存与价格



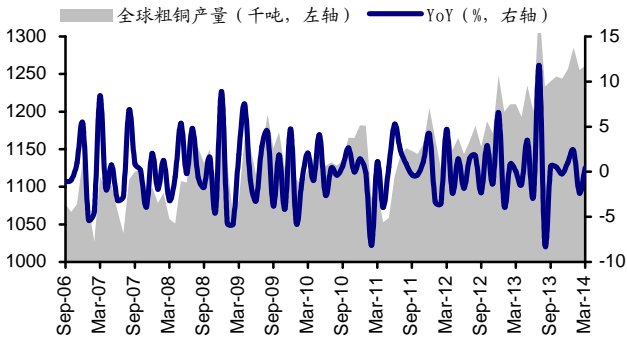
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 24 中国精铜消费量 (截至 2014 年 7 月)



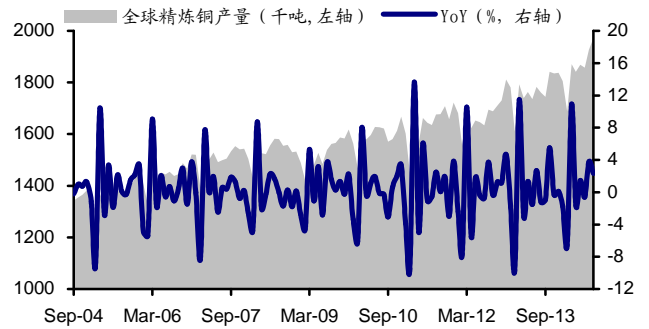
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 25 全球粗铜产量增速 (截至 2014 年 3 月)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图 26 全球精炼铜产量及增速 (截至 2014 年 8 月)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

2014 年, 受多方面因素影响, 发达国家对铜的需求量放缓, 铜价维持震荡, 预计未来铜价将继续维持震荡走势。而公司铜现金成本仅为 0.59 美元/磅, 盈利能力很强。

图 27 2014 年影响铜价的因素



资料来源: 公司 201411 投资者交流材料, 海通证券研究所整理

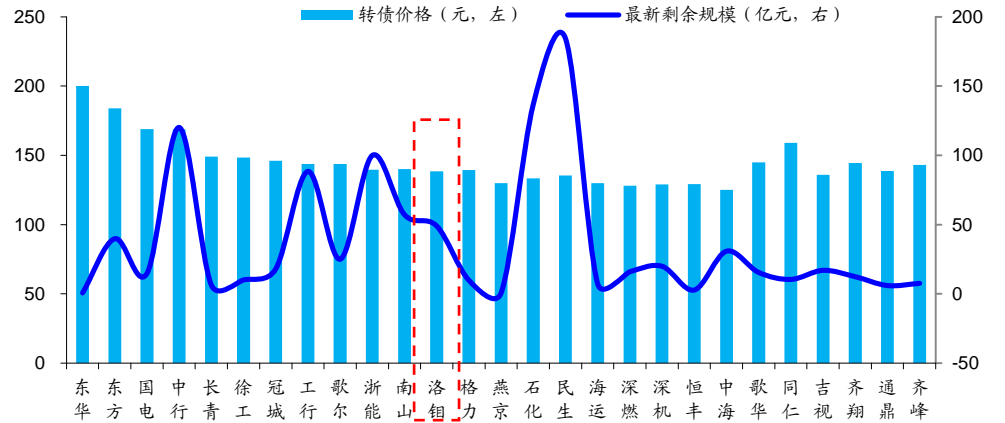
## 6. 洛钼转债: 新券“担当”转债投资需求“重任”

### 6.1 转债市场供不应求, 多维度分析

截至 2015 年 1 月 20 日, 现存转债的存量规模仍在减少, 主要源于大盘银行转债的持续转股, 及转债赎回潮持续, 其中 1 月以来中海、徐工转债也公告提前赎回。我们认为 15 年一季度, 转债市场的“供不应求”状态将持续一段时间, 转债存量券的选择可从当前价格、流动性 (剩余规模)、上涨动力及条款设置几个方面来分析。

从当前价格来看, 截至 2015 年 1 月 22 日收盘, 洛钼转债的价格达到 156 元左右, 在现存转债中处于中等水平, 与东华、东方、长青等相比, 洛钼的价格并不过高。从流动性来看, 洛钼转债剩余规模 49 亿, 属于流动性尚可的中盘转债, 将于 15 年 6 月进入转股期, 暂且没有提前赎回公告的压力。

图 28 当前转债价格区间与剩余规模（截至 15 年 1 月 20 日）



资料来源：WIND，海通证券研究所

从上涨动力来看，洛钼转债属于股性，转股溢价率在 30%~40%之间，转股价值在 100~105 元之间，远没有达到 130 元的提前赎回边界线，因此尽管从短期看，洛钼转债相对估值略偏高，但从长期看，洛钼转债仍有上涨的空间（取决于正股未来的走势）。最后从条款来看，洛钼对投资者具有一定保护，同时公司具有促转股意愿，我们建议投资者可长期关注洛钼转债，价格回调进入相对低位时可以考虑适当介入。

## 6.2 纯债条款：票息中等，债底具有保护

洛钼转债的债券信用等级为 AA+，目前上市的同 AA+ 评级转债有深燃、燕京、国金、民生、隧道、吉视、歌尔转债等。洛钼发行规模 49 亿元，剩余期限 5.93 年，票面 100 元/张，票息分别为 0.5%、0.7%、0.9%、1.2%、1.8% 和 2.4%，到期赎回价为票面面值的 108%（含最后一期年度利息）。

影响转债债底的第一个因素是票息。与今年发行的 AA+ 吉视转债相比，洛钼转债前 4 年的票息低于吉视平均 10~20bp，而最后两年的票息要高于吉视。而上周刚上市的歌尔转债同样为 6 年期限，票息分别为 0.5%、0.7%、1%、1.6%、1.6% 和 1.6%，因此洛钼转债的票息处于中等区间。不过当前转债股性较强，票息上的差异较难影响转债价格。

影响转债债底的另一个因素是到期赎回价格，洛钼转债到期赎回价 108 元，在同类转债中属于较高水平，使得当前洛钼转债的纯债价格（债底）在 91.5 元左右，债底保护相对较好。

从纯债条款和债底情况来看，洛钼转债并不逊于同类转债，而 90 元以上的债底为转债价格设立了下限，随着剩余期限的减少，债底会逐步向到期赎回价格 108 元靠拢，债底能够提供较好的保护。

**表 8 洛钼转债发行基本信息**

发行规模	49 亿元
发行日期	2014 年 12 月 2 日
发行方式	本次发行的洛钼转债向发行人原 A 股股东优先配售，原 A 股股东优先配售后余额部分（含原 A 股股东放弃优先配售部分）采用网下对机构投资者配售和通过上交所交易系统网上定价发行相结合的方式进行。认购不足 49 亿元的部分由联席主承销商包销。
债券期限	6 年，自 2014 年 12 月 2 日至 2020 年 12 月 1 日止。
票面利率	第一年 0.50%、第二年 0.70%、第三年 0.90%、第四年 1.20%、第五年 1.80%、第六年 2.40%
转股期	自发行结束之日起 6 个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。
转股价格	8.78 元/股
主体及债项评级	AA+
修正条款	在本可转债存续期间，当本公司股票出现在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价不高于当期转股价格 85% 的情况，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会、A 股类别股东大会和 H 股类别股东大会表决。
到期赎回条款	在本次发行的可转债期满后五个交易日内，本公司将以本次发行的可转债的票面面值的 108%（含最后一期年度利息）的价格向投资者兑付全部未转股的可转债。
提前赎回条款	1) 在本可转债转股期内，如果公司股票任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权按照债券面值的 103%（含当期计息年度利息）进行赎回。2) 当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元人民币时，公司董事会有权决定按面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的可转债。 自本可转债第三个计息年度开始，如果公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的 103%（含当期计息年度利息）回售给公司。
回售条款	在本次发行的可转债存续期间内，如公司本次发行可转债募集资金的使用与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人有权按面值的 103%（含当期利息）的价格向公司回售其持有的部分或全部可转债。

数据来源：洛阳钼业转债发行公告，海通证券研究所整理

### 6.3 特殊条款：发行人促转股意愿较强

在转债的附加条款（下修、提前赎回和回售）方面，相对同类型转债，洛钼转债的下修条款相对较严格，提前赎回条款较为宽松，回售期为第 3-6 年，回售对投资者的保护较好。

考虑到洛阳钼业发行 A 股所募集资金也用于置换 NPM 项目收购的金额，我们预计公司对于促进转债转股的意愿相对较强，因此配套设置宽松的提前赎回条款和较严格的下修条款。

具体分析如下：

1) 洛钼转债下修条款为“15-30, 85%”，下修边界为转股价的 85%，同类转债或为“10-20, 90%”、或为“15-30, 90%”，洛钼下修触发边界为 85%，相对较严格。

2) 回售条款为“30, 70%”，回售期自转债的第三个年度起、总计 4 年，而同类转债的回售期一般为转债存续期的最后 2 年，因此洛钼对投资者的回售保护要好于其他转债。洛钼的回售价格为面值的 103%，设有募投资金改变用途可享有年内一次回售的权利，与其他转债趋同。

3) 提前赎回条款为“15-30, 130%”，赎回价为面值的 103%，触发赎回需要满足的天数仅为 15 天，相对宽松，这意味着公司有较强意愿促进债转股。

洛钼转债于 12 月 16 日上市，目前个券价格受到转债整体走势的影响较大，长期内洛钼转债的走势仍取决于正股走势，因此需要对洛阳钼业进行进一步详细分析。

表 9 洛钼与同类转债条款比较

转债名称	债项评级	提前赎回条款			回售条款			向下修正条款	
		触发价格	触发时长	赎回溢价	触发价格	触发时长	回售溢价	触发价格	触发时长
民生转债	AA+	130%	15-30	100%	-	-	-	80%	15-30
川投转债	AA+	130%	20-30	103%	70%	30	103%	90%	10-20
燕京转债	AA+	130%	20-30	102%	70%	30	102%	85%	20-30
隧道转债	AA+	130%	20-30	103%	70%	30	103%	90%	10-20
海直转债	AA+	130%	15-30	106%	70%	30	103%	90%	10-20
深燃转债	AA+	130%	20-30	105%	70%	30	103%	85%	10-20
国金转债	AA+	130%	15-30	100%	70%	30	100%	90%	15-30
吉视转债	AA+	130%	15-30	100%	70%	30	103%	90%	10-20
<b>洛钼转债</b>	<b>AA+</b>	<b>130%</b>	<b>15-30</b>	<b>103%</b>	<b>70%</b>	<b>30</b>	<b>103%</b>	<b>85%</b>	<b>15-30</b>
歌尔转债	AA+	130%	15-30	100%	70%	30	100%	90%	15-30

资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 7. 盈利预测及评级

2014 年前三季度公司钼钨主业的盈利能力通过降低成本, 在价格疲弱的背景下平稳过渡。此外, NPM 铜业务的增加及出售资产获得非经常性损益明显增厚收入及利润。

展望全年, 全球流动性持续推动大宗产品价格, 而铜业务稳定提供盈利。假设未来钼钨价格以每年 5-10% 增长, 铜价、产品产量、成本基本稳定, 在未转股的情况下, 预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.36、0.43 和 0.50 元。主营产品钨价跌破行业成本线, 上涨预期强烈; 钼、铜价格稳定。公司在行业内属于明显低估值的个股, 目前滚动市盈率在 25-30 倍之间, 行业可比公司平均合理 PE 在 50 倍左右, 随着主营产品价格上涨预期增强, 给予 2015 年 EPS30 倍 PE 估值, 对应目标价为 12.9 元, 买入评级。

表 10 可比公司估值对比

公司名称	金钼股份	新华龙	厦门钨业	中钨高新	章源钨业
股票代码	601958	603399	600549	000657	002378
1 月 22 日收盘价 (元)	9.78	10.64	32.56	17.06	23.00
PE <sup>TTM</sup>	145	73	61	446	145
总市值 (亿元)	316	38	271	107	106

资料来源: WIND, 海通证券研究所整理

**表 11 公司盈利预测表 (万元)**

项目	2013	1-3Q2014	2014E	2015E	2016E
营业收入	553,647	521,253	737,475	908,963	1,017,094
同比增速			33%	23%	12%
营业成本	373,347	316,097	468,738	554,482	608,547
毛利率	32.6%	39.4%	36.4%	39.0%	40.2%
营业税金及附加	27,068	21,386	30,257	37,293	41,730
占收入	4.9%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
销售费用	2,691	7,365	3,584	4,418	4,944
占收入	0.5%	1.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	68,620	30,865	43,669	53,823	60,226
占收入	12.4%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
财务费用	10,323	7,691	10,255	11,280	12,408
占收入	1.86%	1.48%	1.39%	1.24%	1.22%
利润总额	123,618	176,971	208,973	247,667	289,240
所得税	15,127	32,375	25,572	30,307	35,394
所得税率	12.24%	18.29%	12%	12%	12%
净利润	108,491	144,595	183,401	217,360	253,846
少数股东权益	-8,929	-1,916	0	0	0
少数股东权益占比	-8%	-1%	0%	0%	0%
归属母公司净利润	117,420	146,511	183,401	217,360	253,846
总股本 (亿股)	50.76	50.76	50.76	50.76	50.76
摊薄后 EPS (元)	0.23	0.29	0.36	0.43	0.50
增速			56%	19%	17%

资料来源: wind, 海通证券研究所

## 8. 不确定性分析

1) 主要产品下游需求——如钢材、硬质合金市场持续疲弱, 导致钼、钨等产品价格回升困难; 2) 成本难以继续降低, 致使盈利能力下降; 3) 经济疲软导致的系统性风险。



## 信息披露

### 分析师声明

钟奇: 有色金属行业  
 施毅: 有色金属行业  
 刘博: 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 厦门钨业 (600549.SH)、天齐锂业 (002466.SZ)、赣锋锂业 (002460.SZ)、格林美 (002340.SZ)、云南锗业 (002428.SZ)、宝钛股份 (600456.SH)、怡球资源 (601388.SH)、山东黄金 (600547.SH)、中金黄金 (600489.SH)、辰州矿业 (002155.SZ)、紫金矿业 (601899.SH)、盛达矿业 (000603.SZ)、铜陵有色 (000630.SZ)、贵研铂业

(600549.SH)、利源铝业 (002501.SZ)、东阳光铝 (600673.SH)、新疆众和 (600888.SH)、西部资源 (600139.SH)、云铝股份 (000807.SZ)、宜安科技 (300328.SZ)、东方锆业 (002167.SZ)、东方钽业 (000962.SZ)、包钢稀土 (600111.SH)、中金岭南 (000060.SZ)。

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

**海通证券股份有限公司研究所**

路颖 所长 (021) 23219403      luying@htsec.com	高道德 副所长 (021) 63411586      gaodd@htsec.com	姜超 副所长 (021) 23212042      jc9001@htsec.com
---	--	--

江孔亮 所长助理  
(021) 23219422      kljiang@htsec.com

<b>宏观经济研究团队</b> 姜超(021)23212042      jc9001@htsec.com 顾潇啸(021)23219394      gx8737@htsec.com 联系人 王丹(021) 23219885      wd9624@htsec.com 于博(021) 23219820      yb9744@htsec.com	<b>金融工程研究团队</b> 吴先兴(021)23219449      wuxx@htsec.com 郑雅斌(021)23219395      zhengyb@htsec.com 冯佳睿(021)23219732      fengjr@htsec.com 朱剑涛(021)23219745      zhujt@htsec.com 张欣慰(021)23219370      zwxw6607@htsec.com 曾逸名(021)23219773      zym6586@htsec.com 纪锡靓(021)23219948      jxj8404@htsec.com 联系人 杜灵(021)23219760      dg9378@htsec.com 余浩淼(021) 23219883      yhm9591@htsec.com 沈泽承(021) 23212067      szc9633@htsec.com 袁林青(021)23212230      ylq9619@htsec.com	<b>金融产品研究团队</b> 单开佳(021)23219448      shankj@htsec.com 倪韵婷(021)23219419      niyt@htsec.com 罗震(021)23219326      luozh@htsec.com 唐洋运(021)23219004      tangyy@htsec.com 孙志远(021)23219443      szy7856@htsec.com 陈亮(021)23219914      cl7884@htsec.com 陈瑶(021)23219645      chenyaoyao@htsec.com 伍彦妮(021)23219774      wyn6254@htsec.com 桑柳玉(021)23219686      sly6635@htsec.com 陈韵骋(021)23219444      cyc6613@htsec.com 田本俊(021)23212001      tbj8936@htsec.com 联系人 冯力(021)23219819      fl9584@htsec.com 宋家骥(021)23212231      sjj9710@htsec.com
---	--	---

<b>策略研究团队</b> 荀玉根(021)23219658      xyg6052@htsec.com 汤慧(021)23219733      tangh@htsec.com 王旭(021)23219396      wx5937@htsec.com 刘瑞(021)23219635      lr6185@htsec.com 李珂(021)23219821      lk6604@htsec.com 张华恩(021)23212212      zhe9642@htsec.com	<b>中小市值团队</b> 钮宇鸣(021)23219420      ymniu@htsec.com 何继红(021)23219674      hejh@htsec.com 孔维娜(021)23219223      kongwn@htsec.com	<b>政策研究团队</b> 李明亮(021)23219434      lml@htsec.com 陈久红(021)23219393      chenjiuhong@htsec.com 吴一萍(021)23219387      wuyiping@htsec.com 朱蕾(021)23219946      zl8316@htsec.com 周洪荣(021)23219953      zhr8381@htsec.com
--	--	---

<b>批发和零售贸易行业</b> 汪立亭(021)23219399      wanglt@htsec.com 李宏科(021)23219671      lhk6064@htsec.com 路颖(021)23219403      luying@htsec.com 潘鹤(021)23219423      panh@htsec.com	<b>石油化工行业</b> 邓勇(021)23219404      dengyong@htsec.com 王晓林(021)23219812      wxl6666@htsec.com	<b>非银行金融行业</b> 丁文韬(021)23219944      dwt8223@htsec.com 吴绪越(021)23219947      wxy8318@htsec.com 王维逸(021)23212209      ww9630@htsec.com
---	---	--

<b>电力设备及新能源行业</b> 周旭辉(021)23219406      zxh9573@htsec.com 牛品(021)23219390      np6307@htsec.com 房青(021)23219692      fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171      xbj6583@htsec.com	<b>有色金属行业</b> 钟奇(021)23219962      zq8487@htsec.com 施毅(021)23219480      sy8486@htsec.com 刘博(021)23219401      liub5226@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391      liuyq@htsec.com
--	--	--

<b>机械行业</b> 龙华(021)23219411      longh@htsec.com 徐志国(010)58067934      xzg9608@htsec.com 熊哲颖(021)23219407      xzy5559@htsec.com 联系人 韩鹏程(021)23219963      hpc9804@htsec.com 赵晨(010)58067988      zc9848@htsec.com	<b>医药行业</b> 周锐(0755)82780398      zr9459@htsec.com 余文心(0755)82780398      ywx9460@htsec.com 刘宇(021)23219608      liuy4986@htsec.com 王威(0755)82780398      ww9461@htsec.com 郑琴(021)23219808      zq6670@htsec.com	<b>建筑工程行业</b> 赵健(021)23219472      zhaoj@htsec.com 张显宁(021)23219813      zxn6700@htsec.com 联系人 金川(021)23219957      jc9771@htsec.com
--	---	--

<b>计算机行业</b> 陈美凤(021)23219409      chenmf@htsec.com 蒋科(021)23219474      jiangk@htsec.com 王秀钢(010)58067934      wxg8866@htsec.com	<b>房地产业</b> 涂力磊(021)23219747      tl5535@htsec.com 谢盐(021)23219436      xiey@htsec.com 贾亚童(021)23219421      jiayt@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941      whw9587@htsec.com 马浩博(021)23219822      mh6614@htsec.com 联系人 戚珊(021)23212207      cs9703@htsec.com
--	---	--

<b>汽车行业</b> 邓学(0755)23963569      dx9618@htsec.com 廖瀚博(0755)82900477      lhb9781@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405      dingpin@htsec.com 夏木(021)23219748      xiam@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164      cxl9730@htsec.com	<b>社会服务业</b> 林周勇(021)23219389      lzy6050@htsec.com
---	--	---

<b>银行业</b> 林媛媛(0755)23962186 王宇轩(021)23219383 lyy9184@htsec.com wyx9965@htsec.com	<b>基础化工行业</b> 曹小飞(021)23219267 张 瑞(021)23219634 caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com	<b>建筑建材行业</b> 邱友锋(021)23219415 周 煜(021)23219972 qyf9878@htsec.com zy9445@htsec.com
<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 姜 明(021)23212111 yun@htsec.com jm9176@htsec.com	<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 宋 伟(021)23219949 chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	<b>通信行业</b> 徐 力(010)58067940 xl9312@htsec.com
<b>纺织服装行业</b> 焦 娟(021)23219356 唐 苓(021)23212208 jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	<b>电子行业</b> 董瑞斌(021)23219816 陈 平(021)23219646 drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 曾 知(021)23219473 zz9612@htsec.com
<b>互联网及传媒行业</b> 张杰伟(021)23219775 联系人 王幽悠(021)23212210 zjw9915@htsec.com wyy9632@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 朱洪波(021)23219438 zhb6065@htsec.com	<b>公用事业</b> 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259 zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 董事总经理  
 (021)63609993  
 chensq@htsec.com

贺振华 董事副总经理  
 (021)23219381  
 hzh@htsec.com

### 深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com  
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com  
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 邓 欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

### 上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com  
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com  
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com  
 黄 毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com  
 朱 健 (021)23219592 zhuj@htsec.com  
 黄 慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com  
 孙 明 (021)23219990 sm8476@htsec.com  
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com  
 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com  
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 杨 洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

### 北京地区销售团队

赵 春 (010)58067977 zhc@htsec.com  
 隋 巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com  
 江 虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com  
 杨 帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com  
 张 楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com  
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com  
 杨 博 (010)58067996 yb9906@htsec.com

### 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼  
 电话: (021)23219000  
 传真: (021)23219392  
 网址: www.htsec.com