

钴王者归来

2025 年 03 月 11 日

➤ **刚果（金）暂停钴原料出口托底钴价，钴价底部明确。**刚果（金）有关部门在 2025 年 2 月 24 日宣布，决定暂停钴出口四个月，以应对全球钴市场供应过剩的局面。刚果（金）钴矿产量全球占比 76% 左右，印尼钴矿占比约 10%，刚果（金）暂停 4 个月钴原料出口或导致全球钴供应减量约 25%，钴供需平衡或从过剩直接变成缺口。同时由于前期钴价处于下行通道，产业内没有意愿保留太多库存，我们测算国内钴原料库存预计仅 3 个月左右，钴原料供应紧张局势难阻。

➤ **市场对公司当前的投资价值存在两大预期差。**刚果（金）禁令出来之后，市场普遍认为公司刚果（金）的主力矿山销售会受到不利影响，尽管刚果（金）外钴价上涨，但是公司无法销售，也就无法享受到钴价上涨的收益。这个理解有两个误解，**第一，短期来看**，公司有一定的钴在途库存，销售之后可以享受到钴价上涨的弹性；**第二，中长期来看**，市场低估了钴价中枢抬升的空间，认为钴价上涨仅仅是短期行为，实际上刚果（金）作为全球最大的钴生产国，有强烈意愿做多钴价，禁止出口只是权宜之计，后续配额制或为更加合理的政策，而配额制下钴价中枢或将获得中枢性抬升，钴价中枢抬升下，公司的业绩弹性相当可观。

➤ **短期来看，公司业绩弹性在于钴的在途库存。**由于全资贸易公司 IXM 的存在，公司产品销售会有一个季度的滞后期，这部分在途库存受益于钴价的即时上涨，根据 2024 年公司的钴产量 11.4 万吨推算，一个季度的产量大约 2.85 万吨，意味着在途库存为 2.85 万吨左右。公司 2024 年 Q3 的库存推算为 4.2 万吨，除去在途库存外剩余部分为矿山库存。根据钴现价测算，在途库存对应净利润增幅约为 8.7 亿元。

➤ **中长期来看，配额制落地后钴价中枢抬升拉高远期利润。**禁令不是目的，而是刚果（金）推动钴价上涨的手段。长久来看，禁令不可能长期存在，配额制是最佳出路。洛阳钼业 2024 年钴产量占了刚果（金）总产量的 50%，若出台配额制，公司大概率会拿到较多配额，进而以量换价，获得钴板快利润中枢的抬升。若中枢价格按照当前 24 万测算（保守假设，远低于历史高点 70 万），公司钴的单吨净利或从 24Q3 的 0.92 万元/吨提升至 5.13 万元/吨。

➤ **配额制导致钴产量下降，成本端影响可控。**市场普遍认为铜钴伴生，担心配额制后钴减产会影响主金属铜的生产，同时抬高钴的生产成本。一方面，铜钴生产是分开的，钴减产并不影响铜的产量；另一方面，钴减产的成本抬升可控。

➤ **投资建议：**随着刚果（金）项目稳定满产，远期钴价中枢抬升，我们上调公司业绩，预计 2024-2026 年，公司归母净利润分别为 133.23、151.20、170.24 亿元，EPS 分别为 0.62、0.70 和 0.79 元，对应当前股价（3 月 10 日）的 PE 分别为 13X/11X/10X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，铜钴等主要金属价格下跌，地缘政治风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	186,269	213,457	217,240	222,891
增长率（%）	7.7	14.6	1.8	2.6
归属母公司股东净利润（百万元）	8,250	13,323	15,120	17,024
增长率（%）	36.0	61.5	13.5	12.6
每股收益（元）	0.38	0.62	0.70	0.79
PE	20	13	11	10
PB	2.8	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 10 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.81 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1. 洛阳钼业 (603993.SH) 2024 年业绩预告点评：Q4 业绩超预期，双子座放光芒-2025/01/22

2. 洛阳钼业 (603993.SH) 事件点评：铜产量超预期增长，“双子座”持续放量可期-2025/01/06

3. 洛阳钼业 (603993.SH) 2024 年三季报深度点评：产量持续超预期，期待刚果（金）矿山持续放量-2024/10/30

4. 洛阳钼业 (603993.SH) 2024 年半年报深度点评：业绩历史最佳，“双子座”放光芒-2024/08/26

5. 洛阳钼业 (603993.SH) 2024 年一季报点评：Q1 产量超预期，铜钴持续成长-2024/05/04

目录

1 刚果（金）颁布出口禁令，钴价底部抬升	3
2 以价补量，钴行业龙头受益于钴价抬升	5
2.1 公司是钴行业龙头企业，项目均位于刚果（金）	5
2.2 短期来看，在途库存销售提供短期业绩弹性	8
2.3 中长期来看，配额制落地后钴价中枢抬升拉高远期利润	10
2.4 成本端：钴减产带来的成本抬升可控	12
3 盈利预测与投资建议	13
4 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1 刚果（金）颁布出口禁令，钴价底部抬升

刚果（金）暂停钴原料出口托底钴价，钴价底部明确。刚果（金）有关部门在2025年2月24日宣布，决定暂停钴出口四个月，以应对全球钴市场供应过剩的局面。刚果（金）战略矿产市场监管控制局当天发布的声明称，刚果总理和矿业部长签署了一项法令，允许监管机构采取包括禁止出口的临时措施，以防出现影响市场稳定的情况。这项措施自2月22日生效。该禁令适用于该国生产的所有钴，包括小规模或手工采矿者。复盘近期钴价走势，24年钴价跌破20万达到历史低点，刚果（金）政府作为全球最大钴供应国，此次暂停钴出口政策意图也非常明确，旨在通过控制钴原料供给遏制钴价下行趋势，钴价底部位置已明确。

图1：钴价历史走势



资料来源：wind，民生证券研究院

关于钴行业供需基本情况，我们在近期发布的华友钴业跟踪报告《珍惜“四重底”》中有详细阐述，此处不再赘述，只对结论进行简单阐述。刚果（金）钴矿产量全球占比76%左右，印尼钴矿占比约10%，刚果（金）暂停4个月钴原料出口或导致全球钴供应减量约25%，钴供需平衡或从过剩直接变成缺口。同时由于前期钴价处于下行通道，产业内没有意愿保留太多库存，我们测算国内钴原料库存预计仅3个月左右，钴原料供应紧张局势难阻。**在对行业价格看好的前提下，本报告主要针对市场对钴行业龙头洛阳钼业的预期差针对性说明。**

市场对公司当前的投资价值存在两大预期差。刚果（金）禁令出来之后，市场普遍认为公司刚果（金）的主力矿山销售会受到不利影响，尽管刚果（金）外钴价上涨，但是公司无法销售，也就无法享受到钴价上涨的收益。这个理解有两个误区，**第一，短期来看**，公司有一定的钴在途库存，销售之后可以享受到钴价上涨的弹性；

第二，中长期来看，市场低估了钴价中枢抬升的空间，认为钴价上涨仅仅是短期行为，实际上刚果（金）作为全球最大的钴生产国，有强烈意愿做多钴价，禁止出口只是权宜之计，后续配额制或为更加合理的政策，而配额制下钴价中枢或将获得中枢性抬升，钴价中枢抬升下，公司的业绩弹性相当可观。

2 以价补量，钴行业龙头受益于钴价抬升

2.1 公司是钴行业龙头企业，项目均位于刚果（金）

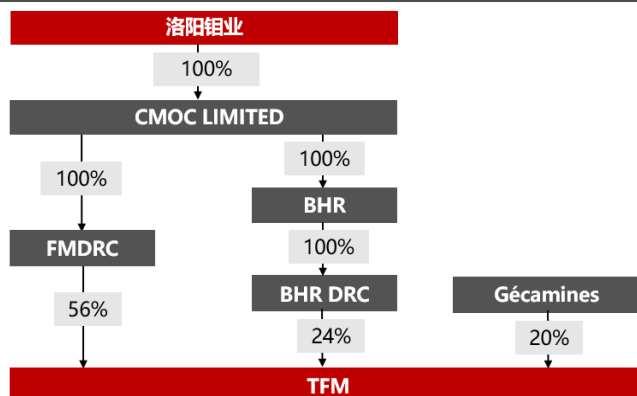
洛阳钼业主要从事基本金属、稀有金属的采选冶等矿山采掘及加工业务和金属贸易业务。主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲和欧洲，是全球领先的铜、钴、钼、钨、铌生产商，亦是巴西领先的磷肥生产商，同时公司金属贸易业务位居全球前列。

图2：公司在刚果（金）拥有两座铜钴矿山

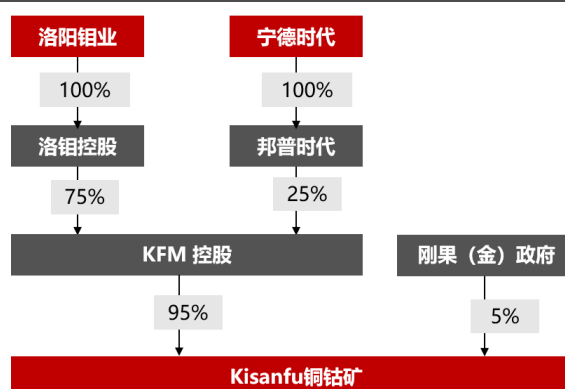


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司旗下刚果（金）“双子星”均有大量钴资源量，截至 2023 年底，公司合计保有 524.6 万吨钴金属资源量（权益量 403.0 万吨），144.1 万吨钴金属储量（权益量 109.4 万吨）。公司旗下主力矿山为刚果（金）的两座铜钴矿，分别是 TFM 控股旗下的 Tenke 铜钴矿和 KFM 控股旗下的 Kisanfu 铜钴矿。截至 2023 年年底，TFM 铜钴矿保有 1363 万吨矿石资源量，铜/钴品位分别为 2.25%/0.25%，铜/钴资源量分别为 3063.1/334.1 万吨，保有 265 万吨矿石储量，铜/钴品位分别为 2.83%/0.29%，铜/钴储量分别为 749.8/77.1 万吨。KFM 铜钴矿保有 193 万吨矿石资源量，铜/钴品位分别为 2.07%/0.99%，铜/钴资源量分别为 400.7/190.5 万吨，保有 61 万吨矿石储量，铜/钴品位分别为 2.82%/1.11%，铜/钴储量分别为 171/67 万吨。

图3: TFM 股权结构 (2024 年)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图4: KFM 股权结构 (2021 年 4 月, 此后不变)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

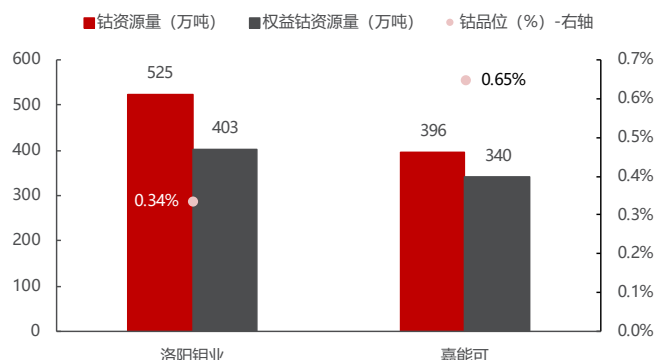
表1: TFM&KFM 铜钴矿 2023 年资源储量

矿山名称	主要品种	资源量			可采储量			年产量 (百万吨)	资源剩余 可开采限	许可证/ 采矿权有期
		矿石总量	品位	金属量	矿石总量	品位	金属量			
		(百万吨)		(万吨)	(百万吨)		(万吨)			
刚果 (金)	铜	1363.1	2.25%	3063.1	264.9	2.83%	749.8	12.5	17	2-11 年
TFM 铜钴矿	钴	1363.1	0.25%	334.1	264.9	0.29%	77.1			
刚果 (金)	铜	193.3	2.07%	400.7	60.5	2.82%	171.0	4.3	8.9	23 年
KFM 铜钴矿	钴	193.3	0.99%	190.5	60.5	1.11%	67.0			
合计	铜	1556.4	2.23%	3463.8	325.4	2.83%	920.8			
	钴	1556.4	0.34%	524.6	325.4	0.44%	144.1			
权益合计	铜	1228.2	2.23%	2736.0	255.1	2.83%	721.7			
	钴	1228.2	0.33%	403.0	255.1	0.43%	109.4			

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

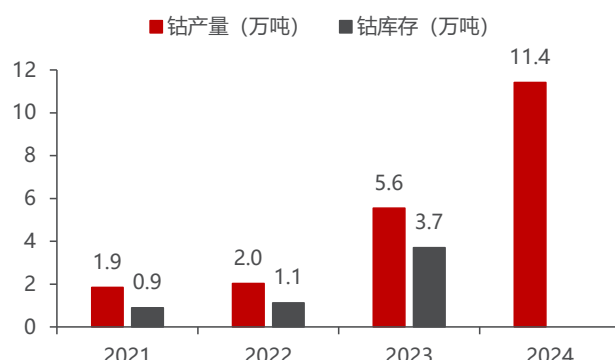
公司是全球资源量和产量最大的钴生产商。2020 年公司以 5.5 亿美元对价收购刚果 (金) 特大级 Kisanfu 铜钴矿 95% 权益 (项目公司简称为 KFM), 次年 4 月与宁德时代签订合作协议, 出售 KFM 控股 25% 股份, 深度绑定下游客户, 此次并购完成后, 公司钴资源量超过嘉能可。随着 2023 年 Kisanfu 铜钴矿以及公司 TFM 混合矿项目投产后, 2024 年公司钴产量达到 11.4 万吨, 成为全球最大的钴生产商。

图5：洛阳钼业的钴资源量超过嘉能可（单位：万吨）



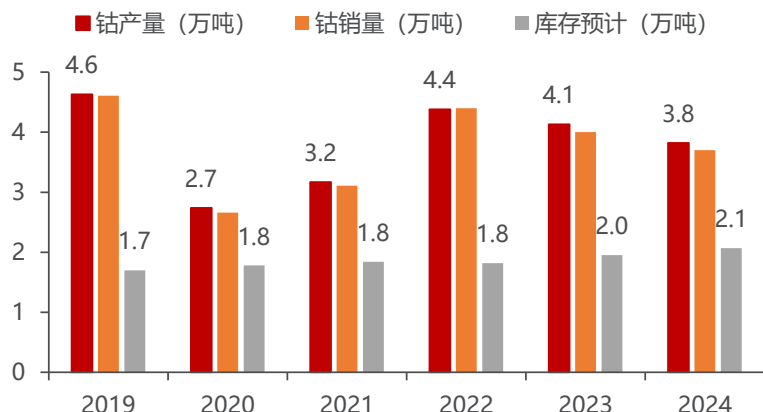
资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：资源量数据为 2023 年数据

图6：刚果（金）两大项目投产之后，洛钼的钴产量超越嘉能可成为全球第一大钴生产商



资料来源：公司公告，民生证券研究院

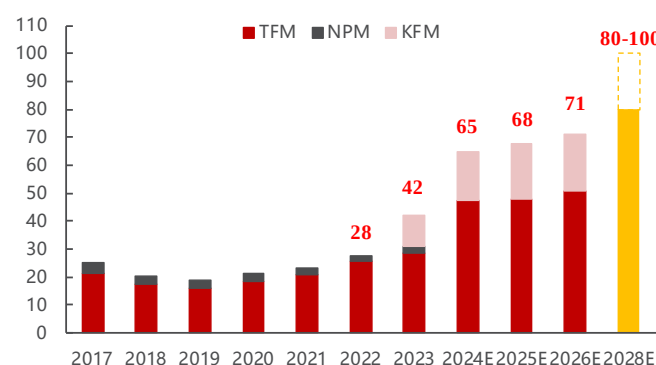
图7：嘉能可钴产量下滑



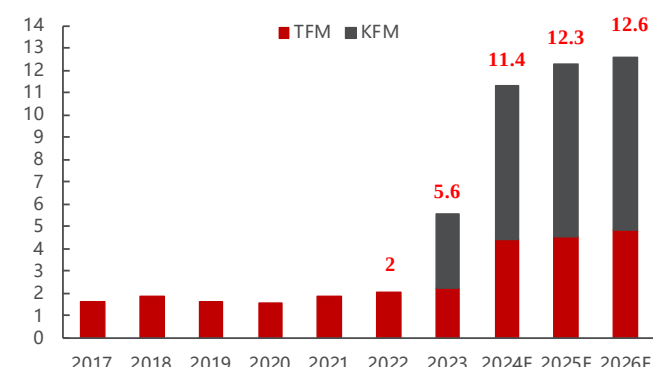
资料来源：嘉能可公告，民生证券研究院

两大矿山潜力十足，未来 5 年或将贡献可观增量。随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，同时考虑远期规划增量在 26 年开始逐步落地，且 24 年产量超预期，我们预计 2024-2026 年公司铜产量将达到 65/68/71 万吨，钴产量将达到 11.4/12.3/12.6 万吨。根据公司未来 5 年规划，到 2028 年，公司铜产量和钴产量将分别达到 80-100 万吨和 9-10 万吨，增量分为两阶段，一阶段重点是 TFM 西区 Pumpi 矿和 KFM 二期深部硫化矿开发，目前已经开始开展早期工作，二阶段或为 TFM 三期深部硫化矿，待一阶段完成后或将有更多信息。

值得注意的是，钴产量目标在 2024 年已经提前完成，按照两个铜钴矿的铜钴比测算（TFM 铜钴比 10:1，KFM 铜钴比 3:1），理论未来钴产量在 24 年 11 万吨产量基础上仍有 5-6 万吨的增长空间。铜产量预计从 60 万吨提升至 100 万吨，按照产量指引中值测算，假设其中 10 万吨来自 KFM，20 万吨来自 TFM，则钴的潜在增量为 5.3 万吨。

图8：公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨（单位：万吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图9：公司计划未来 5 年钴产量达到 9-10 万吨（实际上 24 年就能提前达成目标）（单位：万吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

表2：2021-2028 年铜钴历史产量及预测（单位：吨）

品种	矿山	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
铜	TFM	209120	254286	283987	475161	480000	510000	560000	610000
	NPM	23534	22706	25550	0	0	0	0	0
	KFM	0	0	110000	175000	200000	200000	250000	300000
	合计	232654	276992	419537	650161	680000	710000	810000	910000
	增速	9.31%	19.06%	51.46%	54.97%	4.59%	4.41%	14.08%	12.35%
	权益产量	190830	226135	331115	504816	526500	550500	626125	701750
	增速	8.61%	18.50%	46.42%	52.46%	4.30%	4.56%	13.74%	12.08%
钴	TFM	18501	20286	22500	45000	45483.9	48483.9	53483.9	58483.9
	KFM	0	0	33026	69165	77498	77498	94165	110832
	合计	18501	20286	55526	114165	122982	125982	147649	169316
	增速	19.86%	9.65%	173.72%	105.61%	7.72%	2.44%	17.20%	14.67%
	权益产量	14801	16229	41531	85280	91605	94005	109880	125755
	增速	19.86%	9.65%	155.91%	105.34%	7.42%	2.62%	16.89%	14.45%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

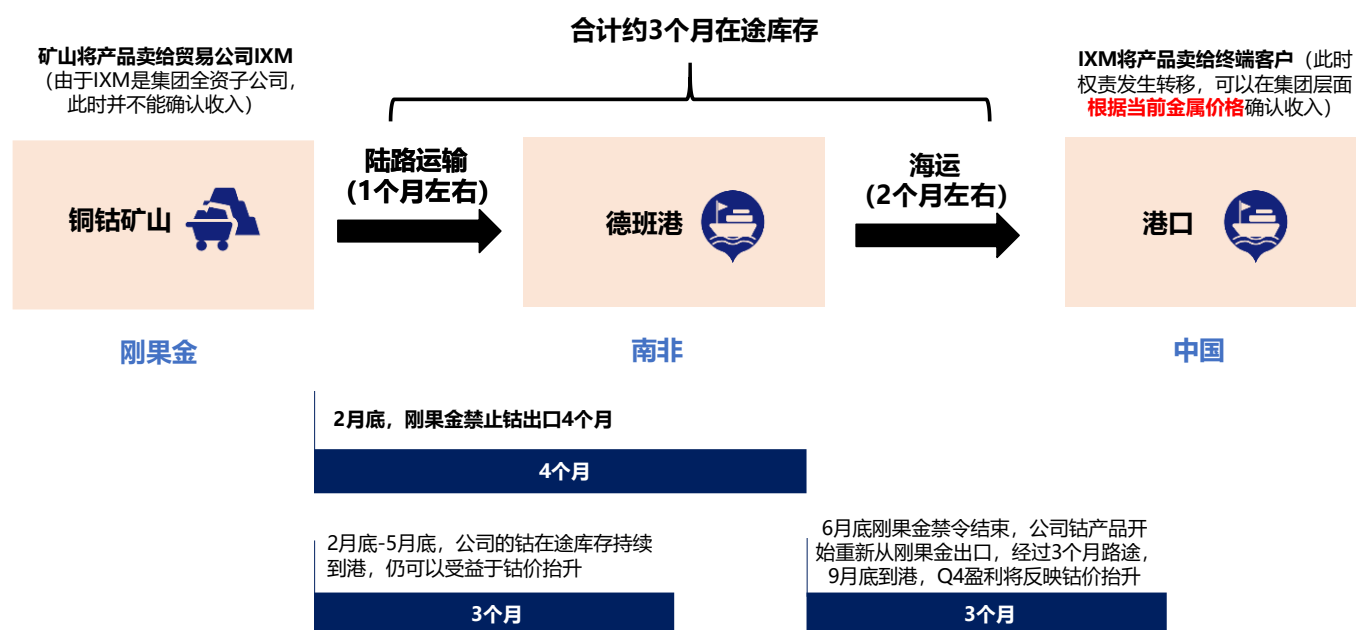
2.2 短期来看，在途库存销售提供短期业绩弹性

公司短期业绩弹性在于钴的在途库存。公司矿山的钴产品为氢氧化钴含钴，矿山端生产出产品后，会将其销售给集团内的贸易公司 IXM，但是由于 IXM 为集团的全资子公司，此时公司并不能在报表端确认收入。IXM 取得货物之后会将其通过 1 个月左右的陆路运输和 2 个月左右的海运发往中国港口，因为钴下游主要的客户钴盐厂和金属钴加工厂大多在国内，当货物在中国港口交付完成后，权责发生转移，按照国内会计准则，此时可以在集团层面根据当前金属价格确认收入。因此短期来看，公司在途库存的销售可以确保一个季度左右的销售收入受益于钴价

的即时上涨。根据 2024 年公司的钴产量 11.4 万吨推算,一个季度的产量大约 2.85 万吨,意味着当前的在途库存为 2.85 万吨左右。公司 2024 年 Q3 的库存推算为 4.2 万吨,除去在途库存外剩余部分为矿山库存。

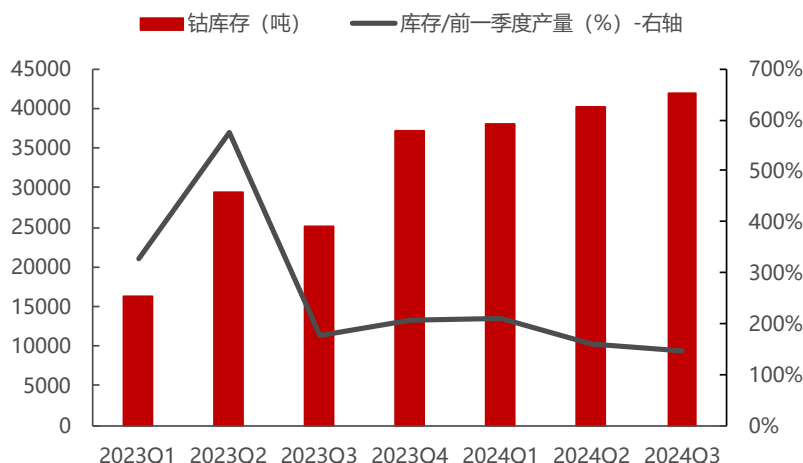
若刚果(金)禁矿 4 个月后放出口(6 月底),公司需要先补充 3 个月在途库存,直到 9 月底新的钴产品到港,才能确认盈利,因此 Q4 钴销售将恢复正常。在这种情景假设下,本质上是判断 4 个月的产品出口中断对公司盈利的不利影响与钴价上涨带来的利润弹性之间孰高孰低。

图10: 公司钴产品销售流程(其中在途时间为估计值,受多方面因素影响与实际可能会略有差异)



资料来源: 民生证券研究院整理绘制

图11: 权益金事件解决和矿山稳产后, 公司钴库存趋于稳定



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: Q2 和 Q4 库存数据为公司半年报和年报库存数据, Q1 和 Q3 数据为根据当季度销售量与生产量差值测算库存变化得到

根据现价测算，在途库存对应净利润增幅约为 8.7 亿元。根据中联金最新数据，截止 2025 年 3 月 10 日，钴收盘价为 24 万元/吨（70%氢氧化钴折价系数），假设该价格后续保持不变，生产成本不变，则与刚果（金）出口禁令前的金属钴价格 16 万元/吨（60%氢氧化钴折价系数）相比，公司钴单吨净利增长 4 万元/吨，2.85 万吨钴在途库存（75.6%权益，假设 TFM 和 KFM 各一半）对应的净利润弹性为 8.7 亿元。

2.3 中长期来看，配额制落地后钴价中枢抬升拉高远期利润

中长期来看，禁令不是目的，而是刚果（金）推动钴价上涨的手段。刚果（金）作为全球最大的钴供应国，占全球 3/4 的钴供应，坐拥如此大量的战略金属资源，其大概率是希望钴价摆脱底部区间的。单纯看钴资源税而言，历史最高的钴价情况与禁令前历史最低的价格相比，单吨资源税可以相差近 7 倍，更不用说钴价上涨后所得税也会大幅增长，同时绝大多数的刚果（金）矿山均有当地国资参股，本身也会收到更高的分红。

表3：钴资源税体量十分可观

项目	单位	禁令前	历史最高价格情境下
钴价	万元/吨	15	70
折价系数	万元/吨	60%	90%
单吨资源税	万元/吨	0.80	5.58
钴年产量	万吨	22.00	22.00
钴合计资源税	亿元	17.52	122.65
2023 年刚果（金）GDP	亿元	4779	4779
钴资源税占 GDP 比例	%	0.4%	2.6%

资料来源：镍钴网，民生证券研究院测算

长久来看，禁令不可能长期存在，配额制是最佳出路。禁令存在期间，最受益的是印尼等除刚果（金）以外的钴供应国，产销量没有受到影响的前提下还享受到了价格的弹性，因此华友钴业等在印尼布局的公司直接受益于钴价抬升，详细逻辑可以参考我们近期发布的华友钴业跟踪报告，此处不做展开。作为刚果（金）官方来讲，若禁令长期存在，即使价格大幅上涨，其也完全无法从中获利，因此 4 个月禁令到期之后，如何保住钴价上涨的成果是刚果（金）官方最需要考虑的事情。市场普遍担心 4 个月禁令到期之后，在 4 个月中生产的大量钴会直接销售到市场中，进而压低钴价。但一个朴素的逻辑是，如果真如市场担忧的那样，钴价的上涨昙花一现，那么该事件的主导方刚果（金）官方从中毫无获利，显然与常理不符。我们认为刚果（金）官方保住钴价阶段性成果的最佳策略就是出台配额制。洛阳钼业 2024 年钴产量占了刚果（金）总产量的 50%，若出台配额制，公司大概率会拿到

较多配额，进而以量换价，获得钴板快利润中枢的抬升。

根据现价测算，公司钴的单吨净利或从 24Q3 的 0.92 万元/吨提升至 5.13 万元/吨。根据公司最新一期财务数据（2024Q3）进行测算，公司钴产品 Q3 单位售价为 8.18 万元/吨，Q3 对应的氢氧化钴折价系数为 60%左右，单位成本为 6.05 万元/吨，假设钴不承担费用，刚果（金）钴资源税率为 10%，所得税为 30%，则 Q3 钴产品单吨净利为 0.92 万元/吨。按照 2025 年 3 月 10 日中联金钴收盘价 24 万元/吨进行测算，根据镍钴网最新氢氧化钴折价系数 70%，单吨氢氧化钴含钴的售价提升至 14.87 万元/吨假设生产仍为 Q3 数值，则单位净利提升至 5.13 万元/吨。

若没有刚果（金）禁止出口政策，按照 24Q3 钴板快盈利年化，公司年化钴板快净利润为 11.4 万吨 x 75.6% 权益 x 0.92 万元/吨 = 7.93 亿元。而按照当前价格测算，即使销量变为原来的 2/3，年化钴板快净利润也会增长至 11.4 万吨 x 2/3 x 75.6% 权益 x 5.13 万元/吨 = 29.5 亿元，大幅受益于钴价上涨。**事实上，我们可以反推只需要国内含税钴价上涨至 17 万元/吨（氢氧化钴折价系数假设仍为 60%），由于量减少带来的利润损失即可被价格上涨下来的利润增幅抹平。**

表4：公司钴利润弹性测算（以中联金 3 月 10 日钴收盘价测算）

项目	单位	数值
24Q3 钴板快营业收入	亿元	23.64
24Q3 钴板快营业成本	亿元	17.49
24Q3 钴板快毛利	亿元	6.16
24Q3 钴销量	吨	28905
单吨售价	万元/吨	8.18
氢氧化钴折价系数	%	60%
对应国内金属钴售价	万元/吨，含税	15.41
单吨成本	万元/吨	6.05
单吨毛利	万元/吨	2.13
资源税率	%	10%
所得税率	%	30%
单吨净利	万元/吨	0.92
根据现价进行测算利润弹性		
国内金属钴含税价格	万元/吨，含税	24
氢氧化钴折价系数	%	70%
单吨售价	万元/吨	14.87
单吨成本	万元/吨	6.05
单吨毛利	万元/吨	8.82
资源税率	%	10%
所得税率	%	30%
单吨净利	万元/吨	5.13

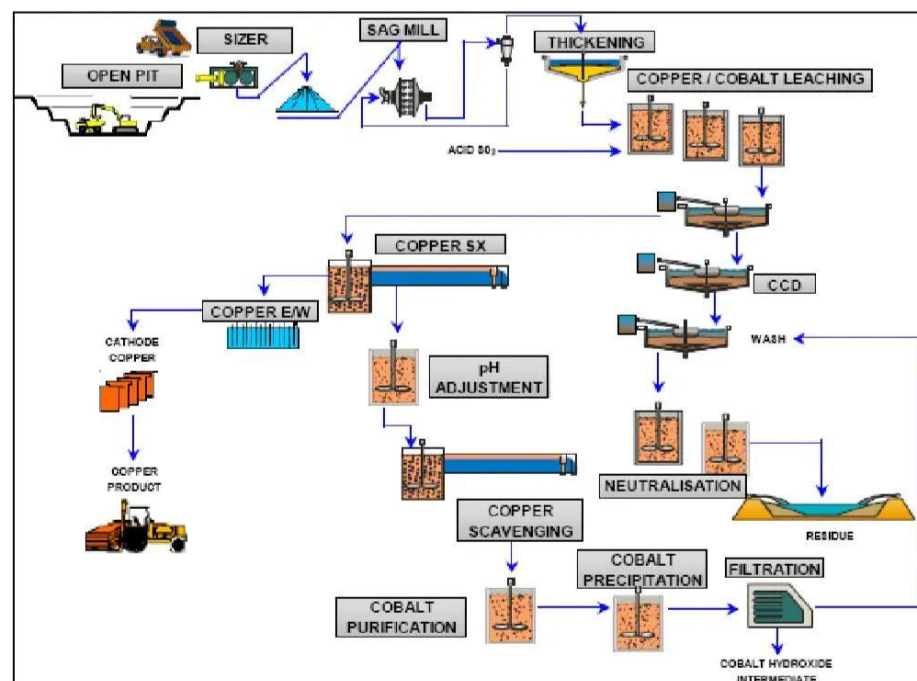
资料来源：中联金，镍钴网，公司公告，民生证券研究院测算

2.4 成本端：钴减产带来的成本抬升可控

市场的另一个担忧是认为铜钴伴生，担心配额制后钴减产会影响主金属铜的生产，同时抬高钴的生产成本。

一方面，铜钴生产是分开的，钴减产并不影响铜的产量。根据自由港此前建设提钴工序的流程图，铜钴矿首先会进行湿法冶炼，通过硫酸铜溶液萃取-电积得到电积铜产品，含有钴的萃取液再进行后道处理工序，通过碱溶液沉钴得到氢氧化钴，现在多采用氢氧化镁进行沉钴，该工序也是钴生产工序中成本占比最高的环节。钴减产只会使得有价金属得不到充分回收，副产品产量减少一定程度上会对成本产生冲击，但是不会影响铜的产量。

图12：钴的生产原料来自于铜萃取液，属于铜生产的后道工序



资料来源：自由港公司公告，民生证券研究院

另一方面，钴减产带来的成本抬升可控。在上一节，我们测算了 24Q3 公司的钴生产成本约 6 万元/吨，季报没有披露成本的分项拆分，我们可以参考 2023 年年报数据，根据 2023 年年报，公司钴相关产品成本中，折旧+人工占比仅为 13.5%，按照 6 万元的单吨成本测算，折旧+人工约为 0.8 万元左右，即使保守假设产量减半，折旧+人工总成本不变，单位折旧+人工成本翻倍至 1.6 万元，总成本也仅增加至 6.8 万元，相比于价格的涨幅而言完全可控。

3 盈利预测与投资建议

随着刚果（金）项目稳定满产，远期钴价中枢抬升，我们上调公司业绩，预计2024-2026年，公司归母净利润分别为133.23、151.20、170.24亿元，EPS分别为0.62、0.70和0.79元，对应当前股价(3月10日)的PE分别为13X/11X/10X，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有增长计划，产量指引仍有持续增量，若相关项目建设进度低于预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

2) 铜钴等主要金属价格下跌。公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜、钴、钼、钨、铌、磷等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 地缘政治风险。公司投资项目分布在中国、刚果（金）、巴西、印尼等多个国家。若当地政府对公司进行针对，或是出台政策提高矿业公司税赋，颁布不利于国外矿业公司的法律等，都有可能损害公司的利益，对公司的盈利能力产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	186,269	213,457	217,240	222,891
营业成本	168,158	178,856	178,437	179,445
营业税金及附加	3,084	3,415	3,476	3,566
销售费用	155	178	181	186
管理费用	2,387	2,735	2,783	2,856
研发费用	327	375	381	391
EBIT	12,126	28,026	32,112	36,581
财务费用	3,004	2,886	2,822	2,349
资产减值损失	-141	-7	0	0
投资收益	2,483	1,067	434	446
营业利润	13,288	26,203	29,728	34,682
营业外收支	-80	-80	-80	-80
利润总额	13,208	26,123	29,648	34,602
所得税	4,677	10,449	11,859	13,841
净利润	8,531	15,674	17,789	20,761
归属于母公司净利润	8,250	13,323	15,120	17,024
EBITDA	15,005	31,063	35,417	40,095

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	30,716	33,282	43,799	56,382
应收账款及票据	1,132	1,297	1,320	1,355
预付款项	1,182	1,257	1,254	1,261
存货	31,430	33,430	33,352	33,540
其他流动资产	19,187	26,185	26,276	26,413
流动资产合计	83,648	95,451	106,001	118,950
长期股权投资	2,229	2,229	2,229	2,229
固定资产	35,604	41,477	45,393	48,670
无形资产	22,960	22,960	22,960	22,960
非流动资产合计	89,327	92,862	94,839	96,809
资产合计	172,975	188,313	200,840	215,760
短期借款	24,954	30,476	30,476	30,476
应付账款及票据	4,698	4,997	4,985	5,014
其他流动负债	19,328	26,709	26,788	26,967
流动负债合计	48,980	62,183	62,250	62,457
长期借款	18,768	11,266	11,266	11,266
其他长期负债	33,264	30,930	30,930	30,930
非流动负债合计	52,032	42,196	42,196	42,196
负债合计	101,012	104,379	104,446	104,653
股本	4,320	4,320	4,320	4,320
少数股东权益	12,422	14,773	17,441	21,178
股东权益合计	71,962	83,935	96,394	111,107
负债和股东权益合计	172,975	188,313	200,840	215,760

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.68	14.60	1.77	2.60
EBIT 增长率	-3.83	131.13	14.58	13.92
净利润增长率	35.98	61.50	13.49	12.59
盈利能力 (%)				
毛利率	9.72	16.21	17.86	19.49
净利润率	4.43	6.24	6.96	7.64
总资产收益率 ROA	4.77	7.07	7.53	7.89
净资产收益率 ROE	13.86	19.26	19.15	18.93
偿债能力				
流动比率	1.71	1.54	1.70	1.90
速动比率	0.91	0.85	1.02	1.22
现金比率	0.63	0.54	0.70	0.90
资产负债率 (%)	58.40	55.43	52.00	48.50
经营效率				
应收账款周转天数	1.87	2.05	2.17	2.16
存货周转天数	68.17	65.28	67.37	67.10
总资产周转率	1.10	1.18	1.12	1.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.62	0.70	0.79
每股净资产	2.77	3.22	3.67	4.18
每股经营现金流	0.72	0.83	1.14	1.28
每股股利	0.15	0.25	0.28	0.32
估值分析				
PE	20	13	11	10
PB	2.8	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.49	6.03	5.29	4.67
股息收益率 (%)	1.98	3.17	3.60	4.06

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,531	15,674	17,789	20,761
折旧和摊销	2,879	3,037	3,305	3,514
营运资金变动	4,209	-3,337	34	-160
经营活动现金流	15,542	17,882	24,589	27,566
资本开支	-12,527	-5,987	-5,240	-5,443
投资	-622	-4,681	0	0
投资活动现金流	-10,659	-9,039	-4,805	-4,998
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,164	3,795	0	0
筹资活动现金流	-8,606	-6,277	-9,267	-9,986
现金净流量	-2,927	2,566	10,517	12,582

插图目录

图 1: 钴价历史走势.....	3
图 2: 公司在刚果（金）拥有两座铜钴矿山.....	5
图 3: TFM 股权结构（2024 年）.....	6
图 4: KFM 股权结构（2021 年 4 月，此后不变）.....	6
图 5: 洛阳钼业的钴资源量超过嘉能可（单位：万吨）.....	7
图 6: 刚果（金）两大项目投产之后，洛钼的钴产量超越嘉能可成为全球第一大钴生产商.....	7
图 7: 嘉能可钴产量下滑.....	7
图 8: 公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨（单位：万吨）.....	8
图 9: 公司计划未来 5 年钴产量达到 9-10 万吨（实际上 24 年就能提前达成目标）（单位：万吨）.....	8
图 10: 公司钴产品销售流程（其中在途时间为估计值，受多方面因素影响与实际可能会略有差异）.....	9
图 11: 权益金事件解决和矿山稳产后，公司钴库存趋于稳定.....	9
图 12: 钴的生产原料来自于铜萃取液，属于铜生产的后道工序.....	12

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: TFM&KFM 铜钴矿 2023 年资源储量.....	6
表 2: 2021-2028 年铜钴历史产量及预测（单位：吨）.....	8
表 3: 钴资源税体量十分可观.....	10
表 4: 公司钴利润弹性测算（以中联金 3 月 10 日钴收盘价测算）.....	11
公司财务报表数据预测汇总.....	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048