

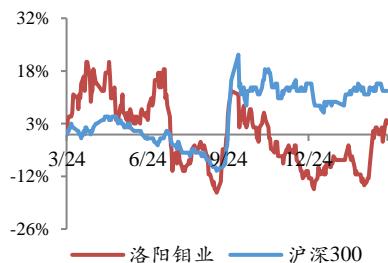
刚果铜钴延续高增，矿山+贸易双轮驱动

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-28

收盘价（元）	7.98
近 12 个月最高/最低（元）	9.87/6.48
总股本（百万股）	21,499
流通股本（百万股）	17,566
流通股比例（%）	81.70
总市值（亿元）	1,716
流通市值（亿元）	1,402

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号: S0010522080002

邮箱: xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号: S0010524060001

邮箱: huangxi@hazq.com

主要观点：

● 公司发布 2024 年年报

洛阳钼业 2024 年实现营业收入 2130.29 亿元，同比+14.37%；实现归母净利润 135.32 亿元，同比+64.03%。单 24Q4 实现营业收入 582.74 亿元，同比+6.75%，环比+12.2%；实现归母净利润 52.59 亿元，同比-9.43%，环比+84.16%。

● 刚果铜钴持续贡献增量，贸易板块加强协同

分行业来看，2024 年矿山采掘及加工行业实现营收 652.60 亿元，同比+46.59%；矿产贸易行业实现营收 1883.56 亿元，同比+12.06%。矿山板块的收入增长主要来自刚果（金）TFM 矿投产，2024 年公司铜产品收入 418.57 亿元（同比+70.18%）；钴产品收入 87.43 亿元（同比+156.71%）。公司 2024 年铜/钴产量分别为 65.02/11.42 万吨，同比分别+54.97%/+105.61%，均超出指引的最大值。

● 资产负债率进一步优化，坚持高分红回馈股东

公司 2024 年资产负债率 49.52%，同比-8.88pcts，资产质量进一步优化。公司拟派发 2024 年末期股息，每 10 股派发现金红利 2.55 元（含税），现金分红比例约为 40.32%。且公司承诺 2024-2026 年在满足正常经营及未来发展的前提下连续三年每年现金分红占当年合并报表中归母净利润比例超 40%，持续高分红回馈股东。

● 供应紧张+政策支撑，铜钴价格仍具上行空间

铜：2024 年国内铜现货均价约 7.5 万吨，矿山老龄化、海外政策变动、非洲电力供应等问题影响铜矿供应，2025 年铜矿供给仍然偏紧，铜价具备进一步上行动力。**钴：**2024 年国内钴现货价约 20.0 万元/吨（同比-26.23%），但 2025 年 2 月底刚果金颁布出口禁令支撑钴价，3 月 25 日国内现货钴价 24.81 万元/吨。我们认为后续刚果金或将继续采取措施限制出口导致钴供应紧张，钴价有望持续回升。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 154.4/167.3/173.5 亿元（前值为 2025-2026 年分别为 133.1/148.6 亿元），对应 PE 分别为 10.85/10.01/9.65 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

主要金属价格大幅波动；产能释放不及预期；海外政策不确定性等造成的经营风险；矿山安全及环保风险等。

相关报告

- 刚果铜钴投产，前三季度归母净利润增 239% 2024-11-01
- 铜钴项目放量，业绩持续高增 2024-06-14

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	213029	221296	230298	239441
收入同比 (%)	14.4%	3.9%	4.1%	4.0%
归属母公司净利润	13532	15440	16726	17353
净利润同比 (%)	64.0%	14.1%	8.3%	3.7%
毛利率 (%)	16.5%	16.4%	16.4%	16.5%
ROE (%)	19.1%	19.1%	18.4%	17.2%
每股收益 (元)	0.63	0.72	0.78	0.81
P/E	10.56	10.85	10.01	9.65
P/B	2.02	2.07	1.85	1.66
EV/EBITDA	4.12	4.77	4.16	3.60

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 刚果铜钴产能爬坡，2024年归母净利同增64%.....	5
1.1 事件：洛阳钼业发布2024年年报.....	5
1.2 刚果铜钴产量持续增长，贸易板块加强协同.....	6
2 行业端：铜钴价格仍具上行空间	8
2.1 矿端供应依旧紧张，铜价整体易涨难跌.....	8
2.2 刚果（金）出口禁令抬升钴价	10
3 盈利预测和估值探讨	11
风险提示：	13
财务报表与盈利预测	14

图表目录

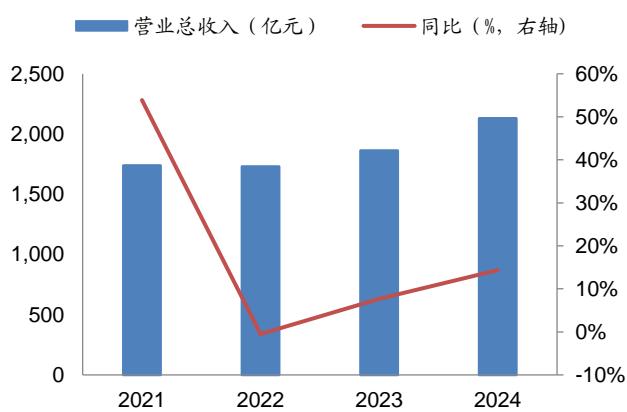
图表 1 洛阳钼业营收及增速	5
图表 2 洛阳钼业归母净利润及增速	5
图表 3 分季度营收及同比增速	5
图表 4 分季度归母净利润及增速	5
图表 5 洛阳钼业资产负债率优化	6
图表 6 矿山采掘及加工板块营收及增速	6
图表 7 矿产贸易板块及增速	6
图表 8 矿山板块分产品收入占比	7
图表 9 2024 年公司各类矿产品毛利率	7
图表 10 分行业毛利率情况	7
图表 11 矿山产量及指引	8
图表 12 2022 年以来铜价波动情况 (元/吨)	8
图表 13 2022 年以来钴价波动情况 (万元/吨)	8
图表 14 2022 年以来铜矿 TC (美元/吨)	9
图表 15 全球铜矿产量	9
图表 16 国内新能源汽车产量 (万辆)	9
图表 17 国内家用空调产量 (万台)	9
图表 18 关税预期下纽铜相比伦铜溢价扩大 (美元/吨)	10
图表 19 全球及刚果金钴矿产量	10
图表 20 全球及刚果金钴储量	10
图表 21 公司收入预测	11
图表 22 公司近三年 PE-TTM 波动	12

1 刚果铜钴产能爬坡, 2024 年归母净利同增 64%

1.1 事件: 洛阳钼业发布 2024 年年报

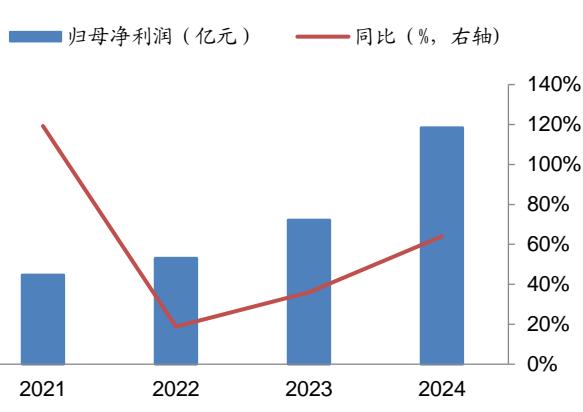
事件: 洛阳钼业发布 2024 年年报。公司 2024 年实现营业收入 2130.29 亿元, 同比+14.37%; 实现归母净利润 135.32 亿元, 同比+64.03%。单 24Q4 实现营业收入 582.74 亿元, 较 23Q4 同比+6.75%, 较 24Q3 环比+12.2%; 实现归母净利润 52.59 亿元, 同比-9.43%, 环比+84.16%。

图表 1 洛阳钼业营收及增速



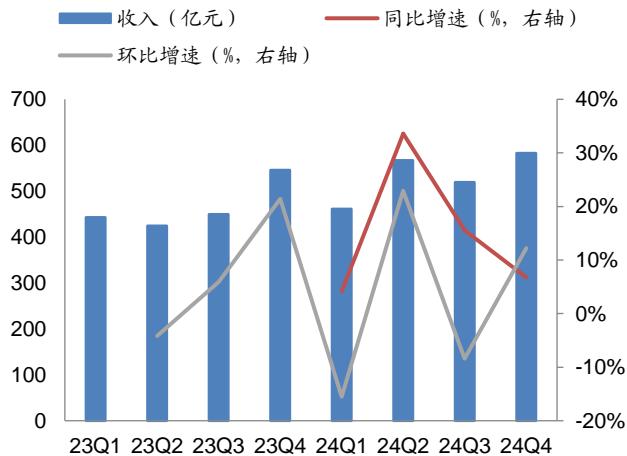
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 2 洛阳钼业归母净利润及增速



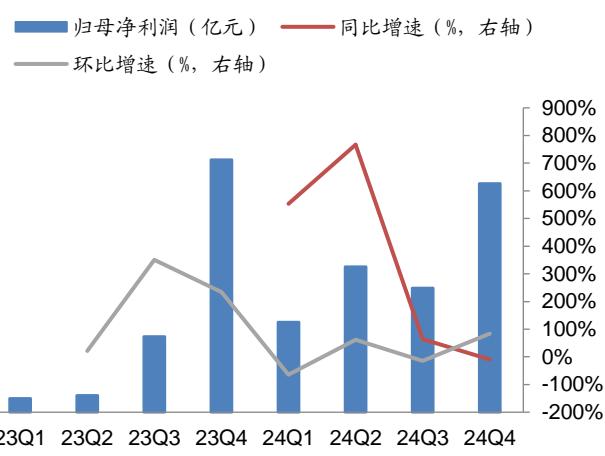
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 3 分季度营收及同比增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 4 分季度归母净利润及增速

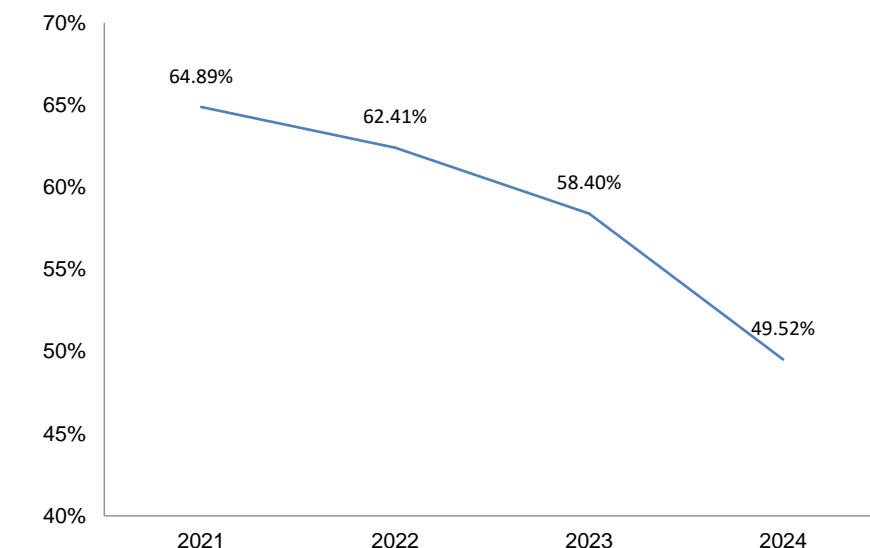


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

资产负债率进一步优化, 延续高分红。公司 2024 年资产负债率 49.52%, 同比-8.88pcts, 资产质量进一步优化。公司拟派发 2024 年末期股息, 每 10 股派发现金红利 2.55 元 (含税), 现金分红比例约为 40.32%。且公司承诺 2024-2026 年将按

照《公司章程》中的规定，在满足正常经营及未来发展的前提下连续三年每年现金分红占当年合并报表中归属于母公司股东的净利润比例超 40%，持续高分红回馈股东。

图表 5 洛阳钼业资产负债率优化

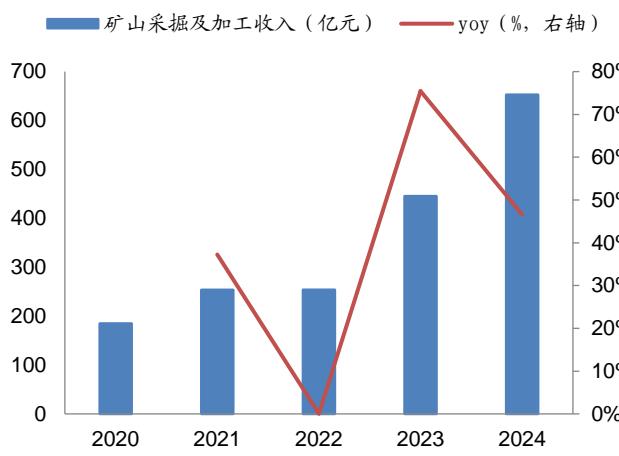


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

1.2 刚果铜钴产量持续增长，贸易板块加强协同

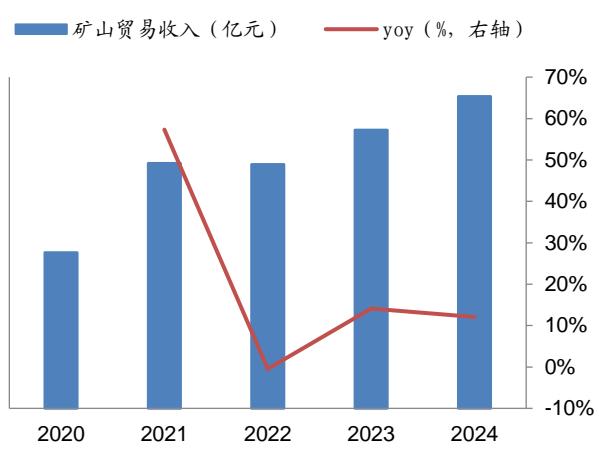
分行业来看，2024 年矿山采掘及加工行业实现营收 652.60 亿元，同比+46.59%；矿产贸易板块实现营收 1883.56 亿元，同比+12.06%。

图表 6 矿山采掘及加工板块营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

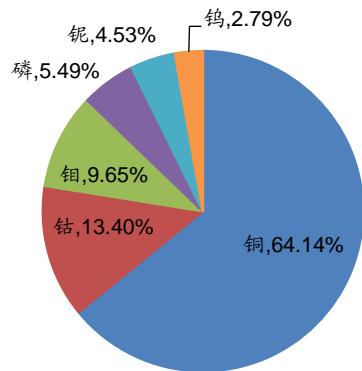
图表 7 矿产贸易板块及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

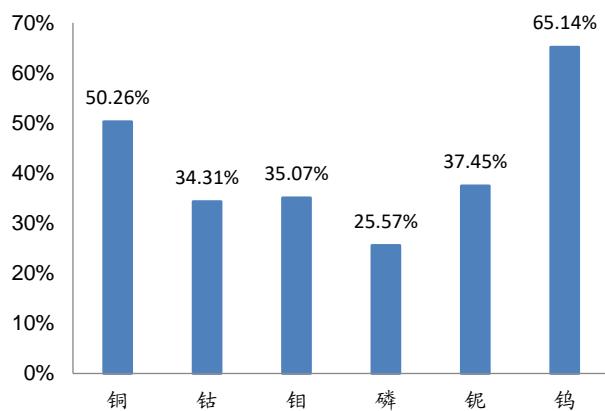
矿山板块拆分来看，2024 年刚果（金）TFM 投产，刚果铜钴产品贡献增量，公司铜产品收入 418.57 亿元，较 2023 年同比+70.18%，占矿山采掘及加工行业总收入的比重达 64.14%；钴产品收入 87.43 亿元，同比+156.71%。铜钴投产带动公司矿山板块毛利率提升，2024 年矿山采掘及加工毛利率 45.14%，同比+4.63pcts。

图表 8 矿山板块分产品收入占比



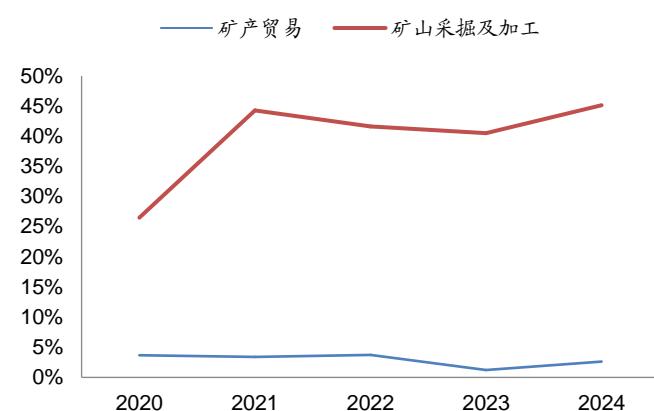
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 9 2024 年公司各类矿产品毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 10 分行业毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

TFM 投产带动公司铜钴板块量增。2024年上半年 TFM 混合矿项目 3 条生产线成功实现达产达标，形成 45 万吨的年产铜能力，叠加此前投产的 KFM 公司在刚果（金）共拥有 60 万吨铜的年生产能力。公司 2024 年铜/钴产量分别为 65.02/11.42 万吨，同比分别 +54.97%/+105.61%，均超出此前给出指引的最大值。此外公司钼、钨、铌、磷肥的产量也超出指引的中值。

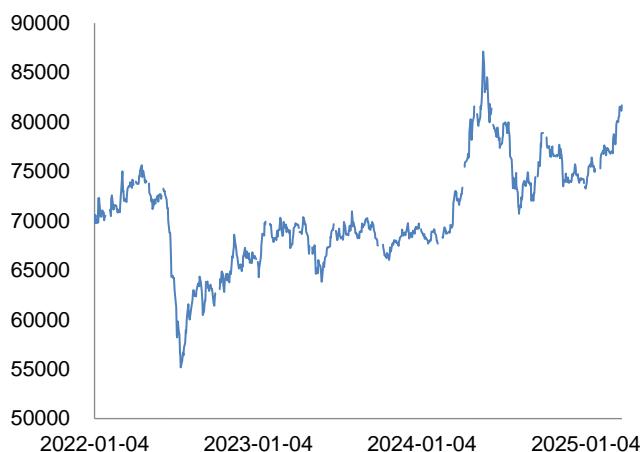
图表 11 矿山产量及指引

主要产品	2024年产量 (吨)	产量yoy	2024年销售量 (吨)	销量yoy	2024年指引产量	2025年指引产量
铜	650161	54.97%	689521	66.28%	52-57万吨	60-66万吨
钴	114165	105.61%	108892	266.23%	6-7万吨	10-12万吨
钼	15396	-1.53%	14964	-3.95%	1.2-1.5万吨	1.2-1.5万吨
钨	8288	3.32%	8132	3.32%	6500-7500吨	6500-7500吨
铌	10024	5.35%	10028	6.93%	9000-10000吨	9500-10500吨
磷肥	1180492	1.05%	1094743	-5.91%	105-125万吨	105-125万吨

资料来源：公司公告，华安证券研究所

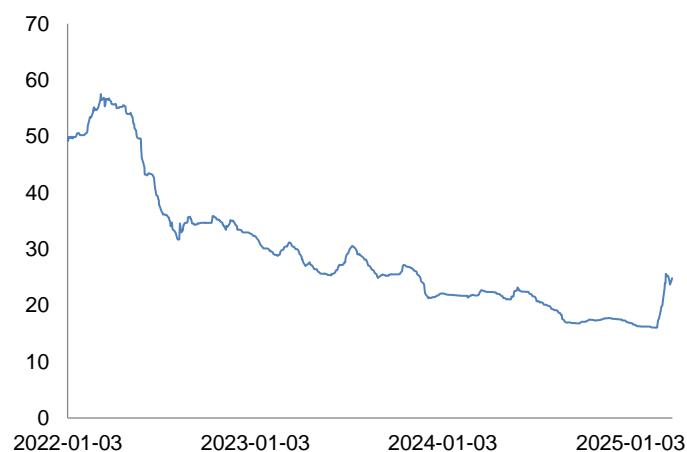
价格方面，2024 年国内铜现货均价约 7.5 万吨，较 2023 年均价+9.69%，2025 年铜价进一步提升，3 月 25 日国内现货铜价为 8.17 万元/吨。2024 年国内钴现货价约 20.0 万元/吨，较 2023 年同比-26.23%，但 2025 年以来钴价止跌回升，3 月 25 日国内现货钴价 24.81 万元/吨。

图表 12 2022 年以来铜价波动情况 (元/吨)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 13 2022 年以来钴价波动情况 (万元/吨)



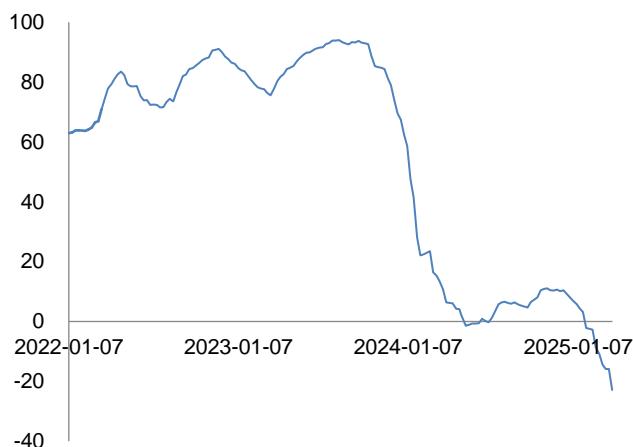
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

2 行业端：铜钴价格仍具上行空间

2.1 矿端供应依旧紧张，铜价整体易涨难跌

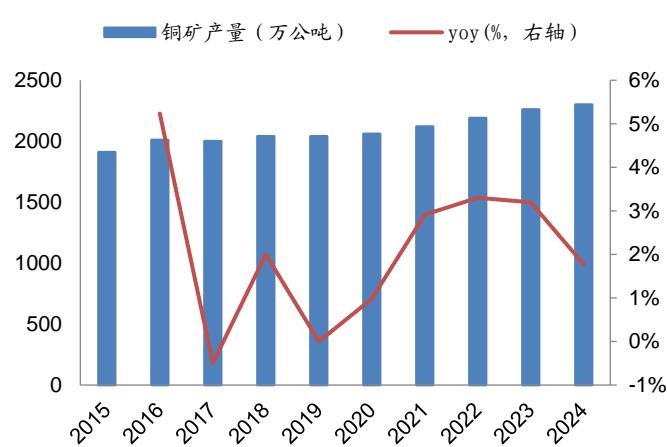
冶炼 TC 凸显矿端紧张，铜供需矛盾持续演绎。铜矿供应紧张导致铜价上行并压缩冶炼端利润，铜矿 TC 自 2024 年以来持续下行，截至 2025 年 3 月 22 日达到-22.88 美元/吨。矿山老龄化、海外政策波动、非洲电力供应等问题仍然影响铜矿供应，且自 2024 年以来供应紧张的局势仍然未见好转。

图表 14 2022 年以来铜矿 TC (美元/吨)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

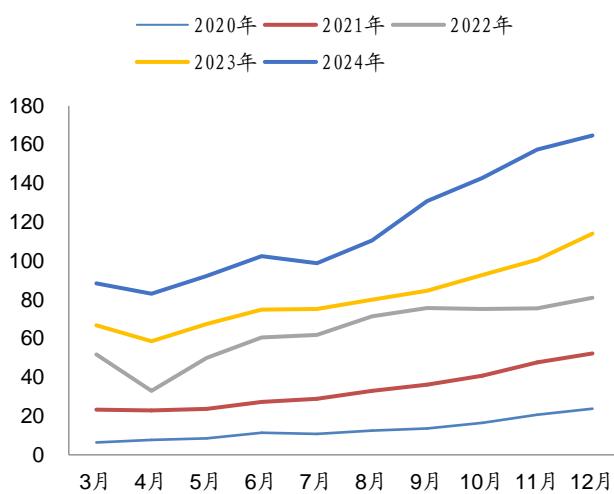
图表 15 全球铜矿产量



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

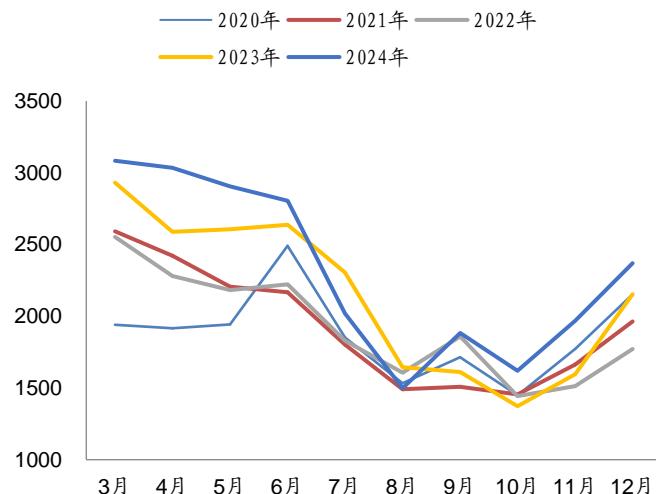
政策频出刺激需求，地产端有望回稳、新能源和家电持续贡献增量。需求方面，国家不断发布消费提振政策，其中地产政策以及以旧换新政策的提振强度较大。后续政策刺激下地产需求有望筑底回稳，新能源车需求维持高位，空调等家用电器以旧换新政策带动需求增长。

图表 16 国内新能源汽车产量 (万辆)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

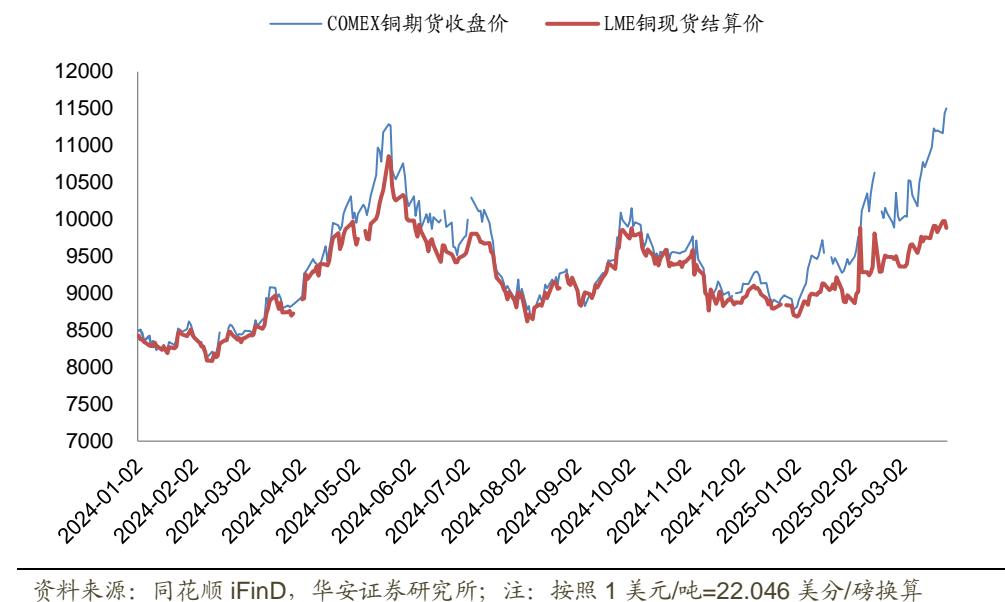
图表 17 国内家用空调产量 (万台)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

美国或加征铜关税，纽铜溢价带动全球铜价上行。特朗普团队将于 4 月 2 日公布新一轮关税计划，市场预期将对铜加征关税，铜交易商在关税落地的窗口期将现货铜流入美国市场，纽铜对伦铜升水扩大。原料紧张以及“金三银四”旺季对铜现货需求具备较强支撑，铜价易涨难跌。

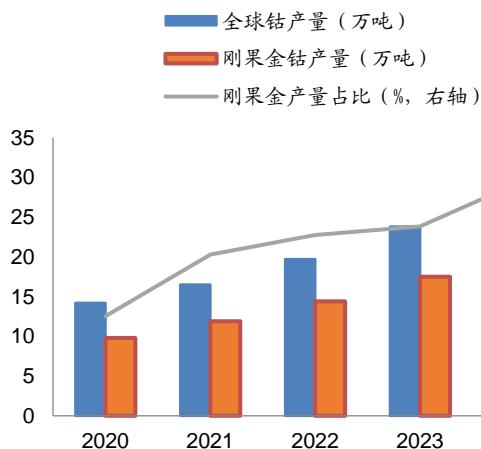
图表 18 关税预期下纽铜升水扩大 (美元/吨)



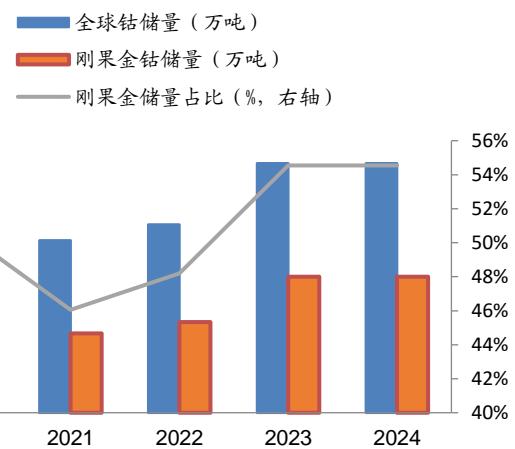
2.2 刚果（金）出口禁令抬升钴价

刚果（金）颁布钴出口禁令，钴供应局势转紧。据财联社消息，今年 2 月底，刚果金政府突然宣布暂停钴出口四个月，以应对市场供应过剩导致的价格暴跌。根据美国地质调查局的数据，截至 2024 年刚果金有全球 50% 以上钴的储量，2024 年全球钴矿产量 290 万吨，其中 75.8% 的产量来自刚果金，且刚果金产量及占比自 2020 年以来维持上升趋势。刚果金此次出口禁令使得钴原料供给面临阶段性的紧张局面，有效扭转了 2022 年以来钴价下行的趋势。

图表 19 全球及刚果金钴矿产量



图表 20 全球及刚果金钴储量



资料来源：美国地质调查局，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

后续或将进一步限制出口，钴价具备回升空间。根据财联社报道，刚果（金）

总理苏米努瓦宣布计划对钴实施出口配额，并计划与印尼合作管理全球钴市场的供应。主要资源国限制出口，钴原料供应紧张的局势或将再度演绎，后续钴价有望进一步回升。

3 盈利预测和估值探讨

收入预测假设：产量方面我们参考公司的 2024 年业绩指引。价格方面，铜矿供应偏紧+政策刺激需求，假设铜价稳定增长；刚果（金）出口禁令影响下假设 2025 年钴价触底回升，2026-2027 年维持平稳增长。利润率方面，假设 2025 年刚果（金）TFM、KFM 混合矿项目满产运行，且顺利达产后成本较 2024 年有一定优化，但考虑随着矿山开采年限提升，人员工资等固定成本提升，2026-2027 年的毛利率预期略有下调。

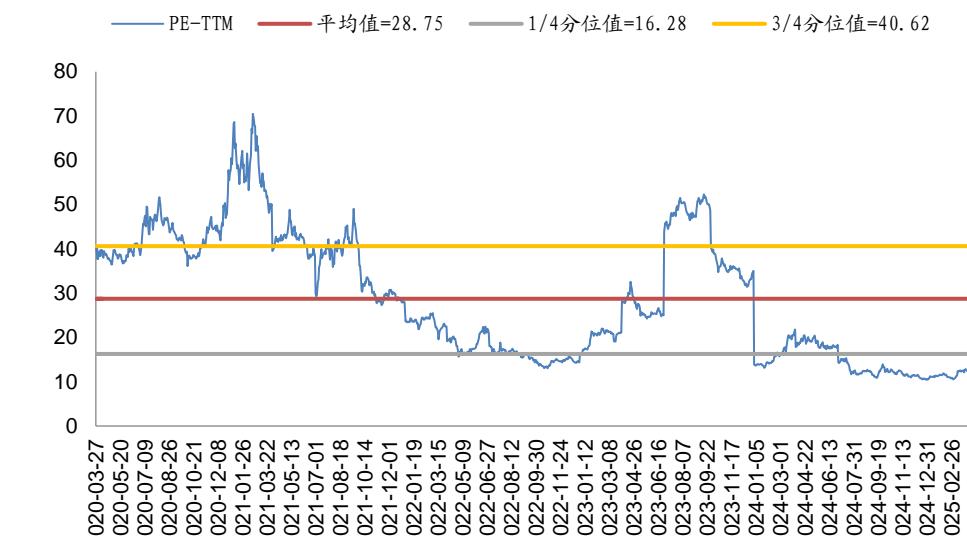
图表 21 公司收入预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
刚果铜钴							
营业收入（亿元）	132.68	97.48	280.01	506.00	526.66	553.48	582.59
yoY		-26.53%	187.24%	80.71%	4.08%	5.09%	5.26%
营业成本（亿元）	62.42	51.84	155.99	265.63	267.46	281.86	297.58
毛利率	52.96%	46.82%	44.29%	47.50%	49.22%	49.08%	48.92%
中国钼钨							
营业收入（亿元）	53.50	69.65	86.11	81.19	78.71	81.18	81.90
yoY		30.18%	23.63%	-5.71%	-3.06%	3.14%	0.90%
营业成本（亿元）	31.63	40.21	48.60	47.24	45.86	47.25	47.50
毛利率	40.89%	42.28%	43.56%	41.82%	41.74%	41.79%	42.00%
巴西铌磷							
营业收入（亿元）	50.87	73.68	63.24	65.41	67.53	70.05	71.70
yoY		44.85%	-14.17%	3.42%	3.25%	3.73%	2.36%
营业成本（亿元）	36.16	45.66	47.82	45.17	47.10	48.88	50.12
毛利率	28.92%	38.03%	24.39%	30.94%	30.26%	30.22%	30.10%

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所测算

公司刚果金铜钴矿投产后消化估值，截至 2025 年 3 月 27 日，PE-TTM 为 12.38 倍，低于历史三年 1/4 分位值。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 154.4/167.3/173.5 亿元（前值为 2025-2026 年分别为 133.1/148.6 亿元），对应 PE 分别为 10.85/10.01/9.65 倍，维持“买入”评级。

图表 22 公司近三年 PE-TTM 波动



资料来源：同花顺 iFinD, 华安证券研究所

风险提示：

主要金属价格大幅波动：公司从事矿山采掘及加工和矿产品贸易业务，主要的金属价格大幅波动将影响公司的收入和利润；

产能释放不及预期：公司刚果（金）TFM 和 KFM 矿正在产能爬坡中，后续产能释放不及预期影响公司的产销量，从而影响业绩。

海外政策不确定性等造成的经营风险：公司在刚果（金）、巴西等地从事矿山采掘和加工，且在全球范围内进行矿产品贸易，海外政策的不确定性或者海外经营环境的变化可能造成公司经营风险。

矿山安全及环保风险：公司主要利润来自矿山采掘和加工业务，从事该业务的过程中可能面临矿山安全事故导致的停产，或环保问题导致等停产减产。

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	79174	95271	110965	131392	营业收入	213029	221296	230298	239441
现金	30427	42121	56983	75822	营业成本	177774	185003	192430	199991
应收账款	648	955	964	967	营业税金及附加	4135	3633	4016	4172
其他应收款	5525	5623	5793	6075	销售费用	93	130	133	134
预付账款	1114	1432	1372	1438	管理费用	2128	2432	2524	2588
存货	29878	33411	34151	35388	财务费用	2879	857	391	201
其他流动资产	11582	11729	11702	11703	资产减值损失	-195	0	0	0
非流动资产	91062	88719	86172	83631	公允价值变动收益	-1376	0	0	0
长期投资	3283	3283	3283	3283	投资净收益	959	0	0	0
固定资产	44422	42196	39765	37230	营业利润	25266	28844	30402	31937
无形资产	21651	21651	21651	21651	营业外收入	37	27	26	22
其他非流动资产	21706	21589	21472	21466	营业外支出	179	179	145	135
资产总计	170236	183990	197137	215023	利润总额	25124	28692	30284	31824
流动负债	45461	45862	46968	47917	所得税	9665	11046	11500	12167
短期借款	13960	15337	15337	15337	净利润	15459	17646	18784	19657
应付账款	4807	4109	4550	4746	少数股东损益	1927	2206	2058	2304
其他流动负债	26693	26415	27081	27833	归属母公司净利润	13532	15440	16726	17353
非流动负债	38834	40259	40259	44535	EBITDA	34651	33099	34329	35672
长期借款	9334	10759	10759	15035	EPS (元)	0.63	0.72	0.78	0.81
其他非流动负债	29500	29500	29500	29500					
负债合计	84294	86121	87227	92452					
少数股东权益	14919	17125	19183	21487					
股本	4320	4320	4320	4320					
资本公积	27709	27709	27709	27709					
留存收益	38994	48716	58699	69056					
归属母公司股东权	71023	80745	90728	101085					
负债和股东权益	170236	183990	197137	215023					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	32387	17136	24063	24119	成长能力				
净利润	15459	17646	18784	19657	营业收入	14.4%	3.9%	4.1%	4.0%
折旧摊销	6155	3549	3654	3647	营业利润	90.1%	14.2%	5.4%	5.0%
财务费用	4468	1167	1234	1340	归属于母公司净利润	64.0%	14.1%	8.3%	3.7%
投资损失	-959	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	5732	-5378	274	-639	毛利率 (%)	16.5%	16.4%	16.4%	16.5%
其他经营现金流	11259	23176	18628	20409	净利率 (%)	6.4%	7.0%	7.3%	7.2%
投资活动现金流	-1160	-1359	-1225	-1219	ROE (%)	19.1%	19.1%	18.4%	17.2%
资本支出	-4714	-1359	-1225	-1219	ROIC (%)	15.2%	13.9%	13.4%	12.4%
长期投资	1415	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	2139	0	0	0	资产负债率 (%)	49.5%	46.8%	44.2%	43.0%
筹资活动现金流	-30572	-4590	-7977	-4061	净负债比率 (%)	98.1%	88.0%	79.4%	75.4%
短期借款	-10994	1377	0	0	流动比率	1.74	2.08	2.36	2.74
长期借款	-9434	1425	0	4276	速动比率	0.98	1.24	1.53	1.90
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	14	0	0	0	总资产周转率	1.24	1.25	1.21	1.16
其他筹资现金流	-10158	-7392	-7977	-8337	应收账款周转率	239.37	276.05	239.98	248.01
现金净增加额	1162	11694	14862	18839	应付账款周转率	42.51	41.50	44.44	43.03
					每股指标(元)				
					每股收益	0.63	0.72	0.78	0.81
					每股经营现金流薄	1.51	0.80	1.12	1.12
					每股净资产	3.29	3.76	4.22	4.70
					估值比率				
					P/E	10.56	10.85	10.01	9.65
					P/B	2.02	2.07	1.85	1.66
					EV/EBITDA	4.12	4.77	4.16	3.60

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引起的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。