

洛阳钼业（603993.SH）

持续成长的国际铜钴龙头

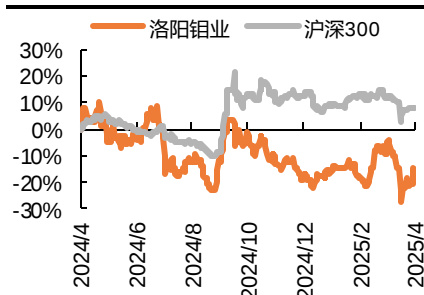
推荐（首次）

4 月 24 日：7.06 元

主要数据

行业	有色金属
公司网址	www.cmoc.com
大股东/持股	鸿商产业控股集团有限公司/ 24.69%
实际控制人	于泳
总股本(百万股)	21499
流通 A 股(百万股)	17566
流通 B/H 股(百万股)	3933
总市值(亿元)	1456
流通 A 股市值(亿元)	1240
每股净资产(元)	3.24
资产负债率(%)	49.52

行情走势图



证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn

平安观点：

- “矿山+贸易”双轮驱动，打造国际矿业巨头。公司拥有世界级优质矿山资源及全球金属贸易网络。十余年来公司精准把握扩张周期，多次在铜价周期底部完成世界级矿山并购。现已成长为全球前十的铜生产商；同时拥有国内钨钼业务及巴西铌磷业务板块，实现多元化的金属资源布局。公司同步构建全球金属贸易网络，涵盖先进的仓储和物流体系，以实现贸易与矿业板块的战略协同。受益于公司铜钴产品放量及铜价趋势性上涨，近年来公司业绩实现持续增长。2020-2024 年公司营收 CAGR 达 17.2%，公司归母净利润 CAGR 达 55.3%。
- 铜钴为矛，多板块业务协同发展。公司在刚果（金）运营两座世界级矿山 TFM 和 KFM。截至 2024 年底，公司 TFM 铜金属资源量达 3013.94 万吨，KFM 铜金属资源量达 430.51 万吨。随着 TFM 及 KFM 投产达产，公司铜钴产量实现持续增长，目前已在刚果（金）合计形成 6 条生产线、60 万吨以上的年产铜能力。公司积极筹备新一轮扩产改造项目。公司规划远期实现年产铜金属 80-100 万吨，随着公司资源潜力释放，预计铜产能空间进一步向上打开。此外，公司巴西铌磷业务、国内钨钼业务趋势向好，贸易板块业务稳中有进，各板块形成增长合力。
- 铜中枢有望持续抬升，钴远期供需逐步向好。铜矿长期资本开支形成有效供给仍需较长周期，中期铜矿紧缺格局持续加速传导，精铜供给收缩趋势或渐进。国内国补推动家电、汽车等多消费领域需求维持高景气度，新能源及 AI 产业作为核心产业支柱打开铜需求新增长极，预计铜价中枢仍将处于持续抬升趋势。全球钴供给呈现增速放缓趋势，受益于终端新应用场景，钴需求增速有望逐步回暖，钴价有望逐步走出底部。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	186269	213029	225498	229145	234901
YOY(%)	7.7	14.4	5.9	1.6	2.5
归母净利润(百万元)	8250	13532	15068	16170	17903
YOY(%)	36.0	64.0	11.3	7.3	10.7
毛利率(%)	9.7	16.5	16.6	17.0	17.9
净利率(%)	4.4	6.4	6.7	7.1	7.6
ROE(%)	13.9	19.1	18.1	16.8	16.2
EPS(摊薄/元)	0.38	0.63	0.70	0.75	0.83
P/E(倍)	18.4	11.2	10.1	9.4	8.5
P/B(倍)	2.6	2.2	1.8	1.6	1.4

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

■ 盈利预测与投资建议：

我们认为供需收紧趋势下，铜价有望维持高景气度，同时钴价预计逐步走出底部。公司具有较高的成本优势，有望享有更高的业绩弹性。随着海外铜钴矿扩建项目的逐步落地，公司铜钴产量也将实现稳步提升，量增逻辑进一步打开公司业绩成长空间。预计公司 2025-2027 年营业收入为 2255.0、2291.5、2349.0 亿元，归母净利润为 150.7、161.7、179.0 亿元。

公司主营以铜为主的金属采选及冶炼业务，我们选取主营业务相对较为一致的紫金矿业、金诚信及江西铜业作为可比公司，按 2025 年 4 月 24 日 Wind 一致预期计算的可比公司 2025 年市盈率均值为 12.4 倍，洛阳钼业低于可比公司。行业景气度提升下，预计公司业绩有望实现持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ 风险提示：

- 1、**金属价格波动的影响。**如果海外宏观政治局势出现超预期变化，则或一定程度影响金属需求，铜价或面临较大波动，公司业绩可能会受到一定影响。
- 2、**公司扩产项目大幅不及预期。**如果公司扩产项目受到政策变化或设备等方面的影响，施工进度大幅不及预期，则可能对公司业绩产生影响。
- 3、**安全生产风险。**矿山开采可能涉及较多风险，包括自然灾害以及其他突发事件等，如果矿山开采出现超预期事故，可能对企业盈利带来较大影响。

正文目录

一、“矿山+贸易”双轮驱动，打造国际矿业巨头.....6

1.1 逆周期并购，低成本开发，实现全球资源布局 6

1.2 铜钴业务加速成长，公司业绩持续提升 7

二、铜钴为矛，多板块业务协同发展.....8

2.1 铜钴业务：世界级矿山放量，盈利能力快速提升..... 9

2.2 钨钼业务：产量相对稳定，降本增效持续推进 11

2.3 铌磷业务：深耕巴西，业务稳健发展 12

2.4 贸易业务：全球贸易网络推动各板块战略协同 13

三、铜中枢有望持续抬升，钴远期供需逐步向好..... 14

3.1 铜：供给刚性显现，需求弹性释放..... 14

3.2 钴：供应增速放缓，远期需求向好..... 18

四、盈利预测与投资建议..... 19

4.1 基本假设 19

4.2 投资建议 21

五、风险提示21

图表目录

图表 1 公司股权结构（截至 24 年底） 6

图表 2 公司发展历程..... 7

图表 3 公司营收及同比增速..... 7

图表 4 公司归母净利润及同比增速..... 7

图表 5 公司营收结构..... 8

图表 6 公司毛利结构..... 8

图表 7 公司矿山及贸易毛利率 8

图表 8 公司细分板块业务毛利率 8

图表 9 公司自有矿山情况（截至 2024 年底） 9

图表 10 公司刚果（金）矿山情况 9

图表 11 公司铜产量逐年走高 10

图表 12 公司钴产量逐年走高 10

图表 13 公司铜钴业务营收及同比增速 11

图表 14 公司铜钴毛利润及同比增速 11

图表 15 公司铜钴毛利率 11

图表 16 2024 年公司业务毛利结构 11

图表 17 公司钨钼矿山情况 11

图表 18 公司钨钼产品产量 12

图表 19 钨钼板块营收及同比增速 12

图表 20 中国:平均价:仲钨酸铵 12

图表 21 中国:平均价:钼铁(60%Mo, 国产)..... 12

图表 22 公司铌产品产量 13

图表 23 公司磷肥产品产量 13

图表 24 公司铌磷板块营收及增速 13

图表 25 公司铌磷板块毛利及增速 13

图表 26 公司贸易营收及同比增速 14

图表 27 贸易产品毛利结构 14

图表 28 铜矿勘探支出增长平缓 14

图表 29 铜矿资本开支结构变化 15

图表 30 铜矿资本开支增长主要来自大中型矿业公司 15

图表 31 2025 年全球主要铜矿项目增量 15

图表 32 铜精矿长单 TC 16

图表 33	铜精矿现货 TC	16
图表 34	电网及电源投资完成额累计同比	16
图表 35	2025 年国补政策梳理	16
图表 36	空调及冰箱产量累计同比	17
图表 37	新能源汽车产销	17
图表 38	美国十年期国债收益率	17
图表 39	欧元区及美国制造业 PMI	17
图表 40	LME 铜库存	18
图表 41	COMEX 铜库存	18
图表 42	全球钴矿产量结构	18
图表 43	钴中间品进口来源结构	18
图表 44	2024 年钴需求结构	19
图表 45	锂电池市场结构	19
图表 46	钴产品价格	19
图表 47	公司各板块业务预测	20
图表 48	可比公司估值表	21

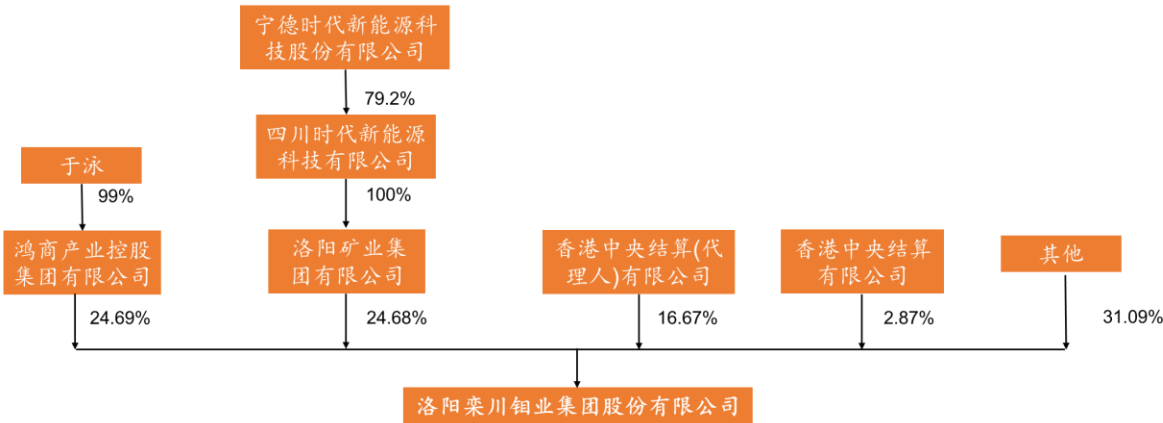
一、“矿山+贸易”双轮驱动，打造国际矿业巨头

1.1 逆周期并购，低成本开发，实现全球资源布局

公司主要从事基本金属、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。公司是全球前十的铜生产商，铜矿和钴矿业务主要依托公司在刚果（金）运营的两座世界级矿山 TFM 和 KFM。公司在中国境内运营三道庄钨钼矿和上房沟钼铁矿，通过全资子公司洛钼巴西，公司在巴西运营铌磷矿山，2018 年公司收购金属贸易商 IXM，从事覆盖铜、铅、锌等大宗商品贸易，构建“矿山+贸易”双轮驱动模式。

截至 2024 年年底，鸿商产业控股集团有限公司股权占比 24.69%，为公司控股股东；于泳先生为公司实控人；宁德时代间接持股 24.68%，为公司第二大股东。公司前身创立于 1969 年，经过几次组建逐渐发展成为一家传统的国有企业。2004 年公司开展第一次混改，引入鸿商产业控股集团有限公司，公司性质转为“国资控股、民资参股”。2007 年公司在港交所上市，2012 年公司在上交所上市。2014 年公司完成第二次混改，鸿商产业控股集团有限公司成为公司控股股东，公司性质转为“国资参股，民资控股”。2023 年宁德时代通过子公司四川时代间接入股洛阳钼业，成为公司第二大股东。

图表1 公司股权结构（截至 24 年底）

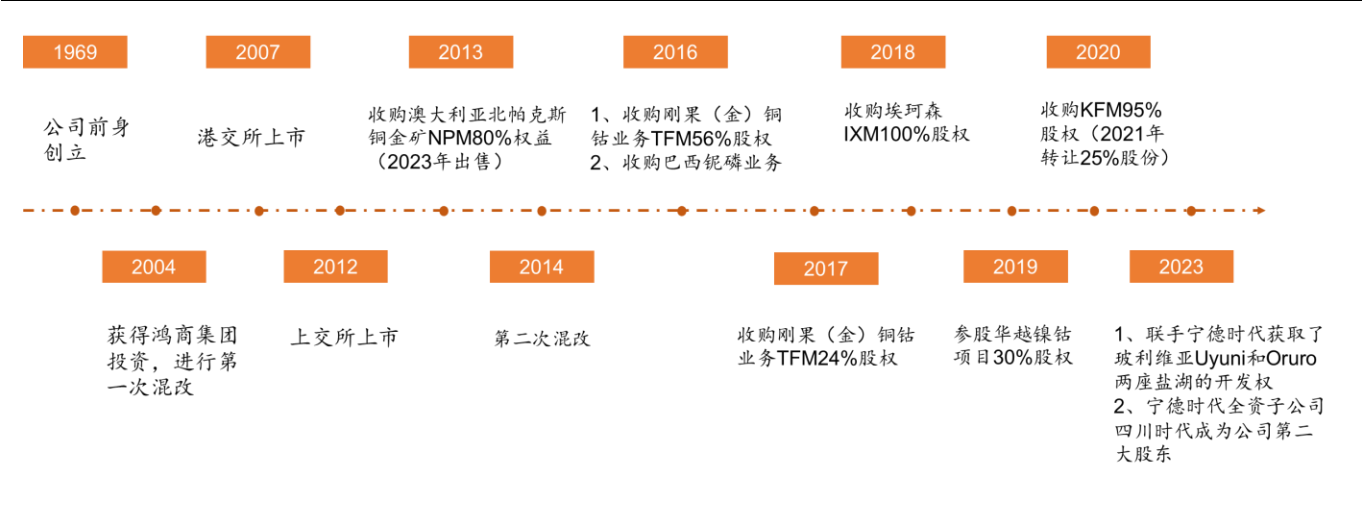


资料来源：公司公告，平安证券研究所

依靠较强的“逆周期并购、低成本开发”能力，十余年来公司在海内外成功开展一系列并购活动，加速全球化业务布局。精准把握扩张周期，多次在铜价周期底部完成世界级矿山并购。2013 年公司以 8.2 亿美元成功收购力拓集团旗下澳大利亚北帕克斯铜金矿（NPM）80%的权益（2023 年公司以 7.56 亿美元将持有的 NPM 铜金矿 80%权益全部出售）。2016 年公司以 26.5 亿美元向自由港集团收购了世界级矿山刚果（金）铜钴业务 TFM56%的股权，2017 年公司对 TFM 权益提升至 80%。同年公司以 15 亿美元收购了位于巴西境内的 CIL 磷矿和 NML 铌矿。2020 年公司通过与自由港的交易获得刚果（金）KFM 铜钴矿 95%的权益，2021 年公司与宁德时代签订合作协议，出售 KFM25%股份，截至 2024 年底公司间接持有 KFM 铜钴矿 71.25%权益。

推动供应链延伸，搭建全球金属销售网络，积极拓展新能源金属产品布局。2018 年，公司以 5.18 亿美元收购了全球第三大有色金属贸易公司埃珂森（IXM）100%股权，构建全球金属贸易网络，以实现贸易与矿业板块的战略协同。2019 年公司参股华越镍钴项目 30%股权，布局印尼 6 万吨镍钴湿法冶炼项目。2023 年公司联手宁德时代，获取了玻利维亚 Uyuni 和 Oruro 两座盐湖锂矿的开发权。

图表2 公司发展历程



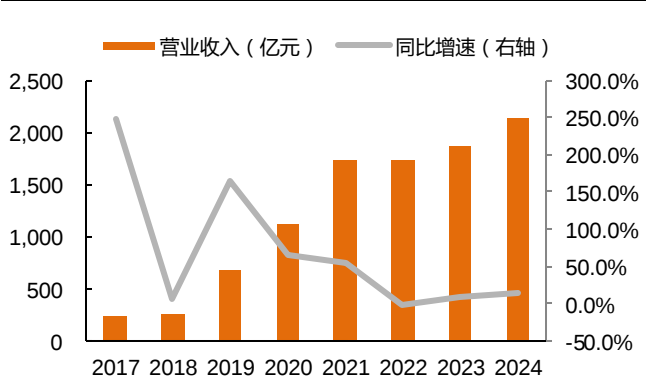
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 铜钴业务加速成长，公司业绩持续提升

受益于公司铜、钴产品放量及铜价趋势性上涨，近年来公司业绩实现持续增长。2024 年公司营收 2130.29 亿元，同比增长 14.4%，2020-2024 年公司营收 CAGR 达 17.2%。2024 年公司归母净利润 135.32 亿元，同比增长 64.0%，2020-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 55.3%。

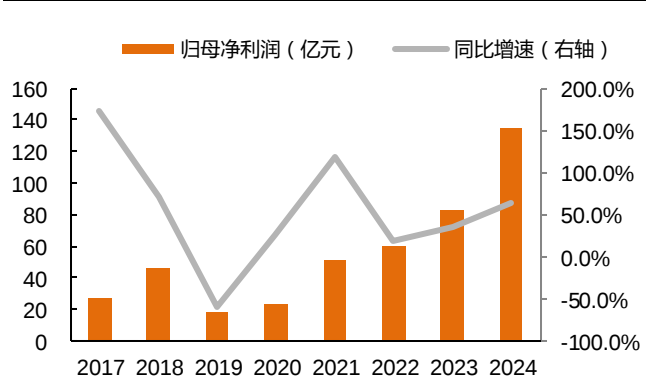
2018 年公司收购 IXM 以来，贸易业务营收占比持续处于高位。2020-2024 年公司贸易营收占比超 80%，2024 年占比达 88.4%。铜钴业务营收占比近两年来增长显著，2020-2022 年营收占比处于 8% 以下，2023 年占比 15%，2024 年进一步增长至 23.8%。刚果（金）TFM 及 KFM 矿山放量推动铜钴业务利润贡献持续提升，2020 年公司刚果金铜钴业务毛利占比 19.6%，2024 年增长至 68.2%，贸易业务毛利占比达 14%。

图表3 公司营收及同比增速



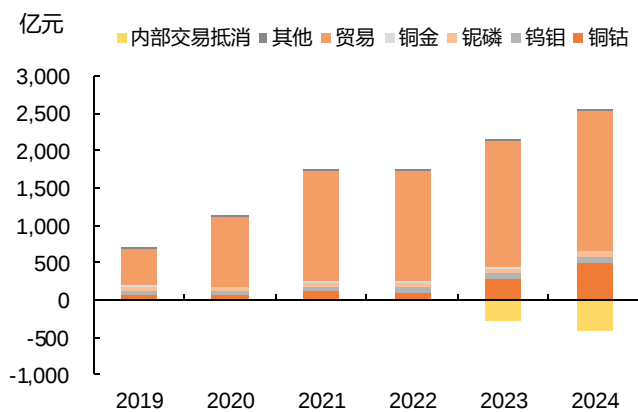
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司归母净利润及同比增速



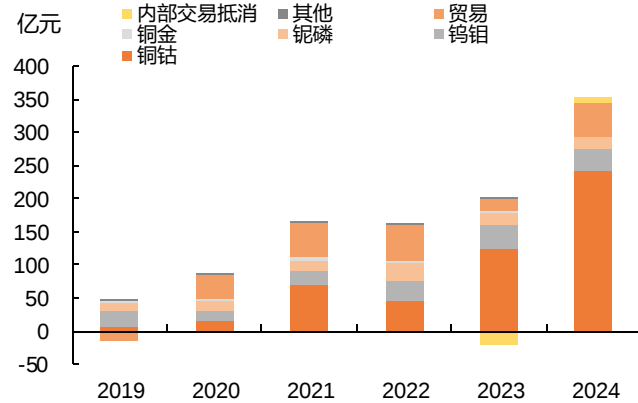
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司营收结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司毛利结构

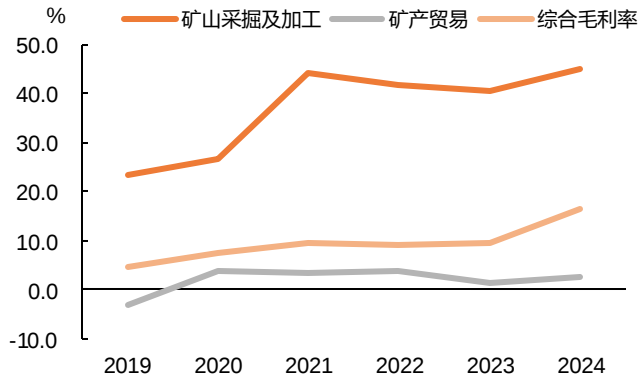


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司综合毛利率中枢持续抬升。矿山业务方面，公司采取逆势低成本扩张的战略，在行业底部成功并购世界级矿山，由于露天开采、储量大品位高，开采成本具有很强的竞争力。2021 年以来公司矿山采掘业务毛利率持续处于 40%以上，2024 年进一步提升至 45.1%，矿山业务毛利率提升带动公司综合毛利率持续增长。2024 年公司综合毛利率达 16.55%，较 2023 年增长 6.83 个百分点。

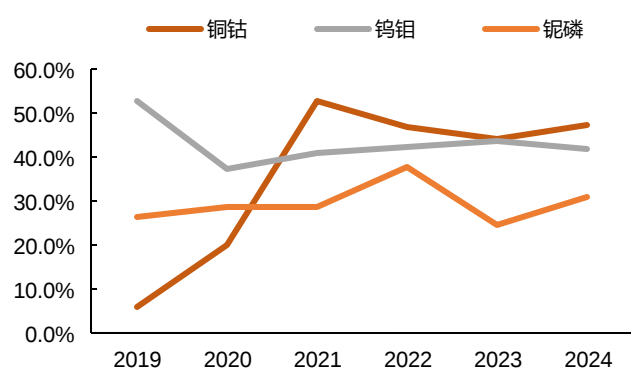
分业务板块来看，近年来刚果（金）铜钴矿山持续扩产增效，推进以低成本实现世界级矿山储量到产量的转化，铜钴业务毛利率中枢抬升，2024 年铜钴业务板块毛利率达 47.5%，较 2023 年增长 3.2 个百分点。钨钼板块毛利率相对稳定，2024 年达 41.8%，2021-2024 年在 40%-44% 区间波动。

图表7 公司矿山及贸易毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司细分板块业务毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、铜钴为矛，多板块业务协同发展

近年来，公司持续推进金属资源布局，资源品种覆盖基本金属、能源金属，金属资源量处于全球领先地位，公司自有矿山主要分布于刚果（金）、巴西及中国境内区域，对应铜钴矿、钼磷矿以及钨钼矿山资源，截至 2024 年，公司铜、钴、钼、磷、钨金属储量分别为 844.56、127.65、50.12、2246.71、10.83 万吨。

图表9 公司自有矿山情况（截至 2024 年底）

矿山名称	主要品种	资源量			储量			年矿石处理量 (百万吨)	资源剩余可开采年限 (年)	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)			
刚果（金）TFM 铜钴矿	铜	1342.74	2.24	3013.94	244.74	2.85	696.84	20.3	12.1	1.5/10 年
	钴	1342.74	0.25	331.32	244.74	0.29	71.43			
刚果（金）KFM 铜钴矿	铜	228.87	1.88	430.51	55.13	2.68	147.72	5.4	10.2	22 年
	钴	228.87	0.91	208.76	55.13	1.02	56.22			
巴西矿区一	镍	148.9	1.02	152.32	37.20	0.99	36.89	2.4	15.5	长期有效
巴西矿区二	镍	156.6	0.34	52.51	31.33	0.42	13.23	6.6	27.3	长期有效
	磷	768.5	10.42	8004.98	180.32	12.46	2246.71			
三道庄钼钨矿	钼	273.15	0.087	23.86	82.82	0.084	6.96	8.4	9.9	10.5 年
	钨	62.20	0.171	10.63	17.3	0.104	1.8			
上房沟钼矿	钼	431.04	0.140	60.17	16.28	0.238	3.87	5.1	3.2	9 年
	铁	15.95	20.48	325.36	1.30	30.12	39.20			

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.1 铜钴业务：世界级矿山放量，盈利能力快速提升

公司在刚果（金）运营两座世界级矿山 TFM 和 KFM。公司间接持有 TFM 铜钴矿 80%权益，该矿矿区面积约 1600 平方公里，业务范围覆盖铜、钴矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售，拥有从开采到加工的全套工艺和流程。公司间接持有 KFM 铜钴矿 71.25%权益，主要产品均为阴极铜和氢氧化钴。

公司所属矿山均为世界级资源，具备资源量大、品位高的特点，截至 2024 年底，公司 TFM 铜金属资源量达 3013.94 万吨，铜品位达 2.24%；钴金属资源量达 331.32 万吨，钴品位 0.25%。KFM 经过深部硫化矿一期地质勘探后，推断资源量获得进一步证实和升级，2024 年铜金属资源量达 430.51 万吨，铜品位达 1.88%；钴金属资源量达 208.76 万吨，钴品位 0.91%。

图表10 公司刚果（金）矿山情况

	TFM 铜钴矿	KFM 铜钴矿
地理位置	刚果（金）-卢阿拉巴省-科卢维齐市-丰谷鲁美	刚果（金）-卢阿拉巴省-卢布迪区-巴耶克酋

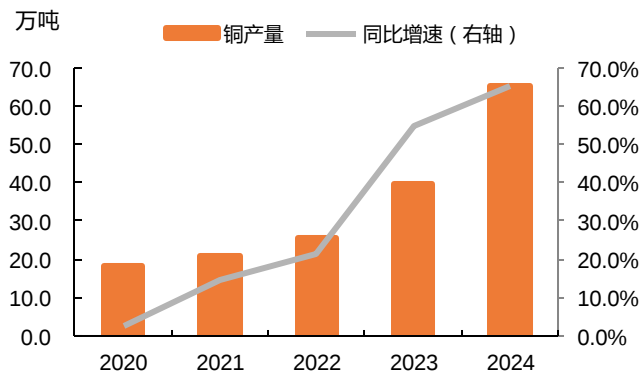
	镇	落
主要产品	铜、钴	铜、钴
持股比例	80%	71.25%
项目状态	在产	在产
资源量/品位	铜 3013.94 万吨@2.24% 钴 331.32 万吨@0.25%	铜 430.51 万吨@1.88% 钴 208.76 万吨@0.91%
2024 年铜钴矿采矿量	2043.31 万吨	699.65 万吨

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2022 年以来，随着 TFM 及 KFM 投产达产，公司铜钴产量实现持续增长。2024 年上半年，TFM 混合矿项目 3 条生产线成功实现达产达标，形成了 5 条生产线、45 万吨的年产铜能力，KFM 拥有 15 万吨铜的年生产能力，公司在刚果（金）合计形成 6 条生产线、60 万吨以上的年产铜能力。2024 年公司钴产量 11.4 万吨，同比增长 105.6%。铜产量达 65 万吨，同比增长 65%，2021-2024 年铜产量 CAGR 达 46%。

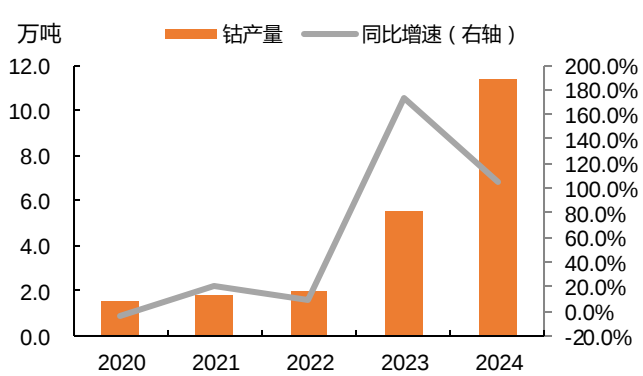
公司 TFM 及 KFM 深部勘探工作取得阶段性成果。TFM 围绕 FGME88、TENK、MKDC、FGVI（包括 FGVI 南延）以及西区 Pumpi 矿段开展补充钻探及深边部钻探找矿工作；KFM 主要开展深部硫化矿补充勘探(一期)及外围地质勘探，为硫化矿开发利用提供地质依据，截至 2024 年底项目深部勘探工作取得预期效果，公司积极筹备新一轮扩产改造项目。公司规划远期实现年产铜金属 80-100 万吨，随着公司资源潜力释放，预计铜产能空间进一步向上打开。

图表11 公司铜产量逐年走高



资料来源：公司公告，平安证券研究所

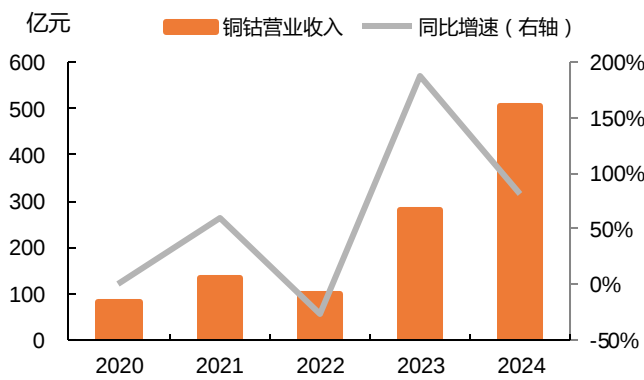
图表12 公司钴产量逐年走高



资料来源：公司公告，平安证券研究所

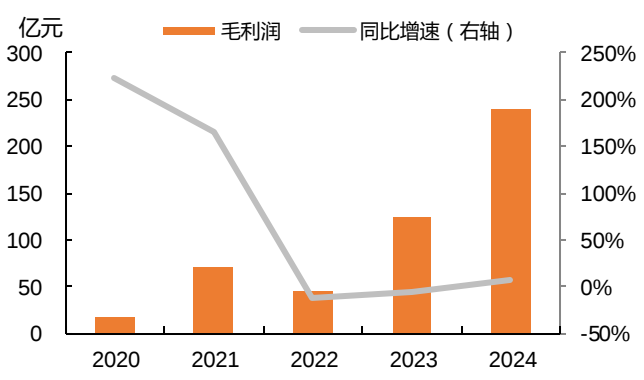
随着公司刚果金矿山项目放量，铜钴业务收入近年来实现持续增长。2022 年，受与少数股东 Gecamines 的权益金争议影响，公司 TFM 的产品出口受限，公司业绩一定程度受到影响。2023 年 7 月，公司与合作伙伴签署《和解协议》妥善解决 TFM 权益金问题，伴随矿山项目放量，公司铜钴业务业绩修复。2024 年公司铜钴业务实现营业收入 506 亿元，同比增长 80.71%。2024 年公司铜钴业务综合毛利率达 47.5%，其中铜毛利率达 50.26%，同比提升 4.96 个百分点。

图表13 公司铜钴业务营收及同比增速



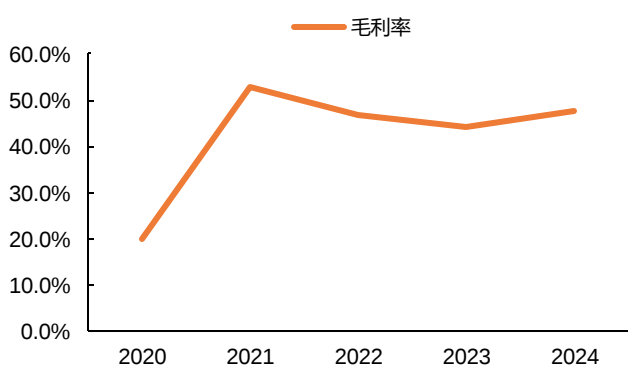
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 公司铜钴毛利润及同比增速



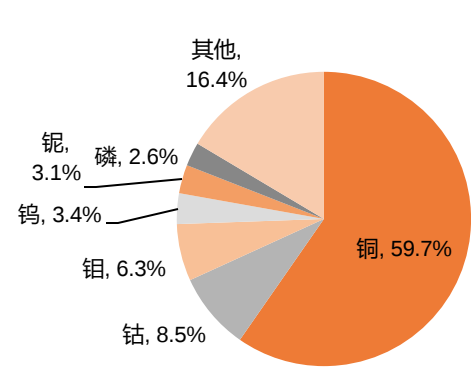
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表15 公司铜钴毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16 2024 年公司业务毛利结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 钨钼业务：产量相对稳定，降本增效持续推进

钨钼业务方面，中国主要运营境内三道庄钨钼矿区和合营企业所属的上房沟钨铁矿区，从事钨、钼金属的采选、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，主要产品包括钨铁、仲钨酸铵、钨精矿及其他钨钼相关产品，同时回收副产品铁、铜、萤石、铼等矿物。

图表17 公司钨钼矿山情况

	三道庄钨矿	上房沟钨矿
地理位置	中国-河南省-洛阳市-栾川县	中国-河南省-洛阳市-栾川县
主要产品	钨、钼	钨、铁
持股比例	100%	合营
项目状态	在产	在产
资源量/品位	钨 23.86 万吨@0.087%	钨 60.17 万吨@0.140%

钨 10.63 万吨@0.171%

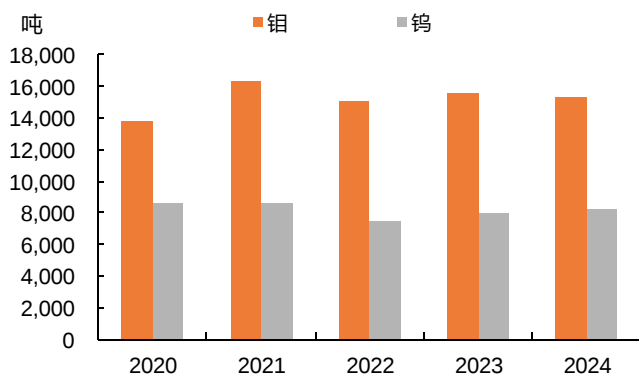
铁 325.36 万吨@20.48%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

近年来公司钨钼产品产量相对稳定，2024 年公司钨产品产量 8288 吨，同比增长 3.92%。钼产量 15396 吨，同比下降 1.53%。2024 年钨钼业务全年实现营业收入 81.19 亿元，同比下降 5.7%。2024 年公司工艺技术破解瓶颈，三道庄钨、上房沟钼、冶炼厂氧化钼回收率创历史新高。

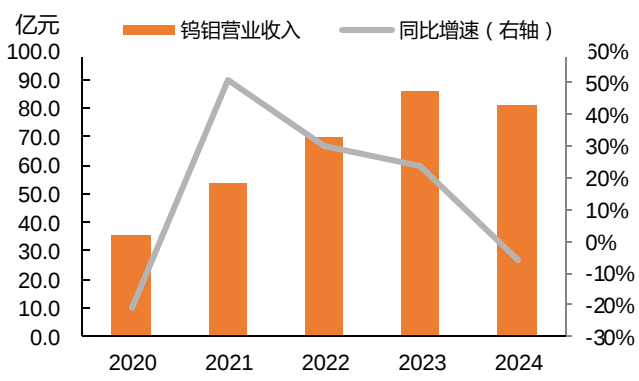
长周期钨钼价格或维持上行趋势。我国实行钨精矿开采总量控制，近年来控制指标保持偏紧趋势，此外矿石长期品位面临下行的压力，整体钨供应端受到较强约束。需求方面来看，光伏、汽车及消费电子等领域拉动硬质合金及钨材需求，预计钨价长周期维持上涨趋势。钼主要应用于高温合金，随着我国高端制造业发展空间打开，预计钼需求有望持续提升。

图表18 公司钨钼产品产量



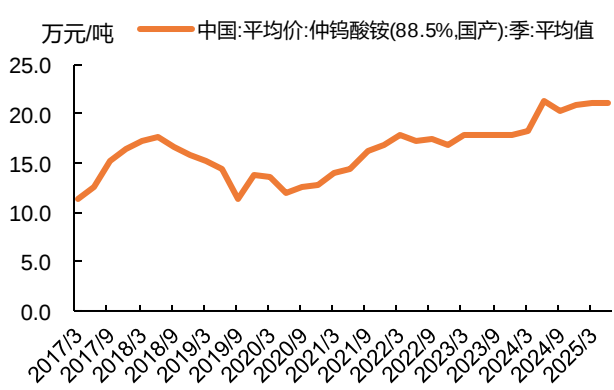
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 钨钼板块营收及同比增速



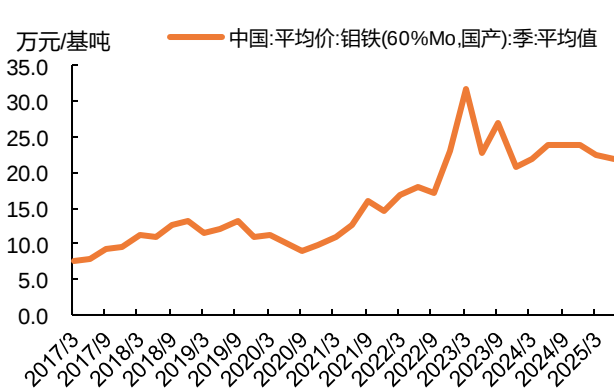
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 中国:平均价:仲钨酸铵



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表21 中国:平均价:钼铁(60%Mo,国产)



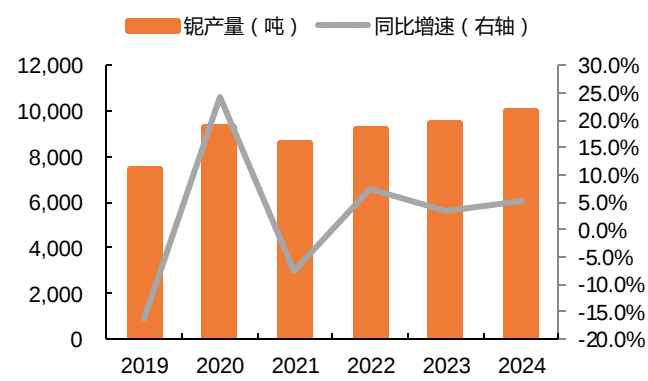
资料来源：Wind，平安证券研究所

2.3 铌磷业务：深耕巴西，业务稳健发展

2016 年公司巴西铌磷业务板块，目前巴西境内运营的 CMOC Brasil 是全球第二大铌生产商及巴西境内第二大磷肥生产商。公司磷板块业务范围覆盖磷全产业链，磷矿开采方式为露天开采作业，主要产品包括：磷肥、饲料补充剂、中间产品及相关副产品等。公司铌板块业务范围覆盖铌矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售，主要产品为铌铁。

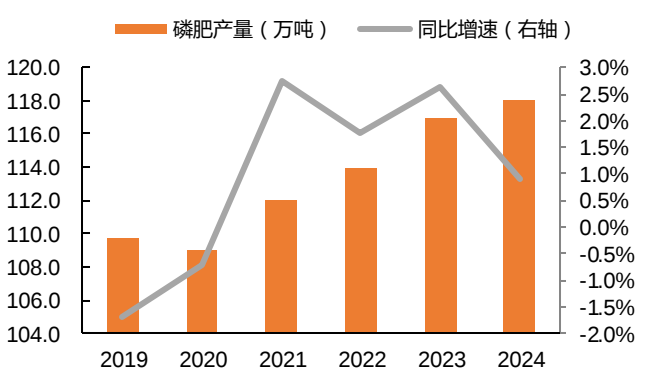
2024 年，巴西铌磷板块铌和磷肥的产量均创历史新高，分别为 10024 吨、118.05 万吨，同比增长 5.3%、0.9%。铌磷板块实现营业收入 65.41 亿元，同比增长 3.42%。根据公司规划，2025 年铌金属产量 9500-10500 吨，磷肥产量 105-125 万吨，产量规模变化较小，预计公司巴西铌磷业务维持相对平稳态势。

图表22 公司铌产品产量



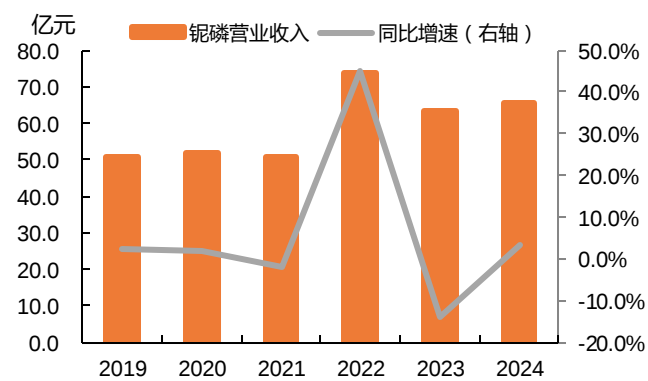
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表23 公司磷肥产品产量



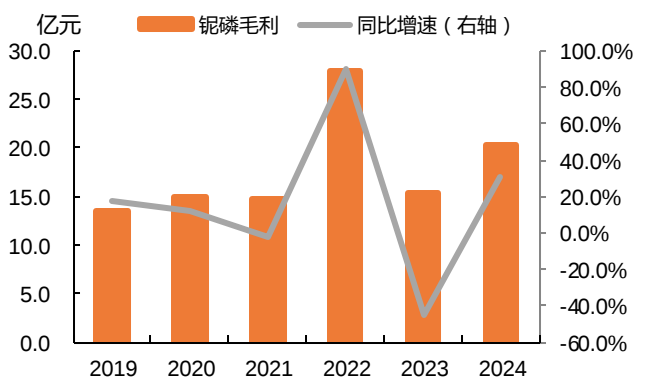
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 公司铌磷板块营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 公司铌磷板块毛利及增速



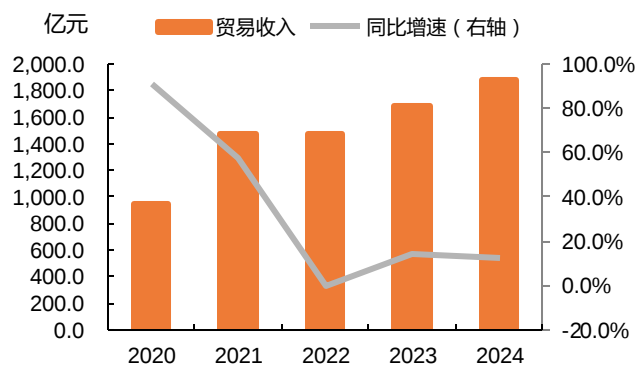
资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.4 贸易业务：全球贸易网络推动各板块战略协同

公司贸易业务主要由全资子公司 IXM 运营，公司于 2019 年成功并购 IXM，IXM 业务覆盖亚洲、欧洲、南美洲及北美洲的 80 多个国家，构建起全球金属贸易网络，涵盖先进的仓储和物流体系，通过采购-仓储-运输-销售-信息 5 个环节，以实现贸易与矿业板块的战略协同。近年来公司金属贸易网络逐步扩展，贸易板块营收同步提升。2024 年，公司贸易板块营业收入达 1883.56 亿元，同比增长 12.1%。2020-2024 营收 CAGR 达 19.0%。随着公司逐渐成长为全球性矿业公司，IXM 也成为全球不可或缺的铜、钴贸易商之一。

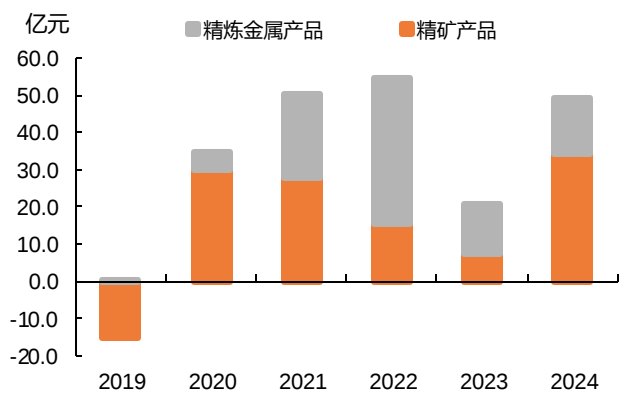
公司贸易业务主要包含矿物金属贸易和精炼金属贸易两大板块。矿物金属贸易毛利主要来自于加工费/精炼费，从矿山与冶炼厂之间商定的加工费/精炼费之差获取利润；精炼金属贸易毛利主要来自于升贴水变化以及期现套利。2024 年精矿产品毛利贸易占比达 69.3%。

图表26 公司贸易营收及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 贸易产品毛利结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、铜中枢有望持续抬升，钴远期供需逐步向好

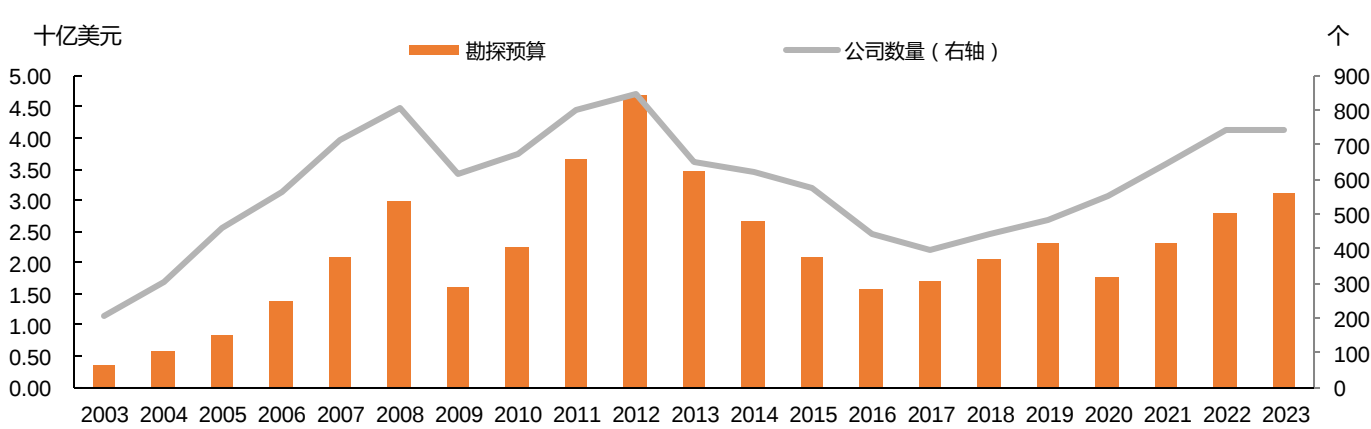
3.1 铜：供给刚性显现，需求弹性释放

■ 资源供给瓶颈加速显现

全球铜矿勘探支出于 2012 年达到顶峰，近年来增长平缓。从历史情况来看，2012 年全球勘探支出达 47 亿美元，对应公司数量 846 个，为二十年来勘探支出最高的年份，此后铜矿开发投入强度逐步呈收缩趋势。2020 年以来，随着铜价中枢抬升，铜矿项目开发驱动提升，勘探支出呈平稳增长态势。2023 年支出规模达 31.2 亿美元，同比增长 11.8%，对应公司数量 743 家。

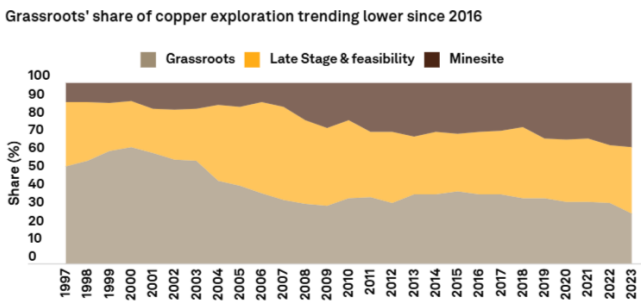
铜矿资本开支结构逐步转变。结构上来看，2020 年之前矿山早期勘探是资本开支重点投入阶段，2022 年矿区项目成为全球铜勘探预算的最大部分，2023 年后期勘探成为铜勘探公司预算的最大一部分，占比达 37%，为五年来的最高份额，比 2022 年增长了 28%。资本开支向铜矿开采周期后段倾斜，与近年来全球铜矿项目增量多为棕地项目扩产的情况相匹配，同时开发前期投入份额的边际减少可能意味着新的矿山项目开发节奏逐步放缓，新矿项目带来的铜矿增量释放或面临一定程度推迟。

图表28 铜矿勘探支出增长平缓



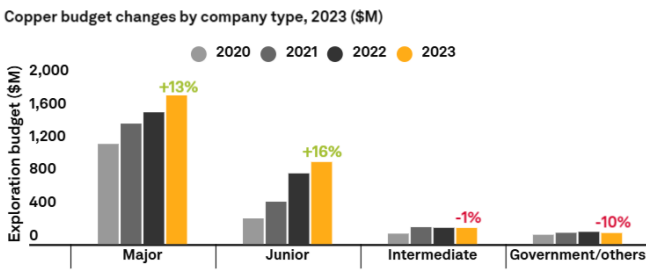
资料来源：S&P Global Market Intelligence，平安证券研究所

图表29 铜矿资本开支结构变化



资料来源：S&P Global Market Intelligence，平安证券研究所

图表30 铜矿资本开支增长主要来自大中型矿业公司



资料来源：S&P Global Market Intelligence，平安证券研究所

项目层面来看，2025 年全球铜精矿增量规模或相对有限，更多集中于南美及非洲地区。Kamoa、Malmyzhskoye 和 Mirador 贡献较多增量。根据我们预测，全年铜精矿增量规模总计约在 45 万吨左右，原料端弹性仍表现较弱。加工费层面来看，2025 年长单 TC 显著下行，2025 年上半年仅为 23.25 美元/吨，对应长单冶炼利润进一步被压缩。此外，现货 TC 自 2025 年初以来重回下跌态势，3 月已至 -20 美元/吨以下，现货冶炼利润亏损持续加深。整体来看，2025 年铜矿紧缺将逐步向精铜环节传导，冶炼利润加速压缩下，部分冶炼产能减产概率进一步抬升，精铜供应扰动或加剧。

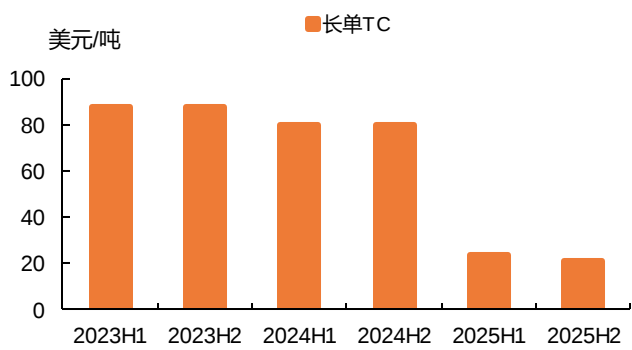
图表31 2025 年全球主要铜矿项目增量

公司	国家	矿山	预计增量（万吨）
紫金矿业	刚果	Kamoa-Kakula 三期	10
泰克资源	智利	QB	4
MMC&Capstone	智利	Mantoverde	4
五矿资源	秘鲁	las bambas	4
铜陵有色	厄瓜多尔	Mirador 二期	5
RMK	俄罗斯	Malmyzhskoye	5
中国铝业	秘鲁	Toromocho 二期	4
South 32、KGHM	智利	Sierra Gorda	3
智利国家铜业	智利	Salvador	3
第一量子	赞比亚	Kansanshi	3
总计			45

资料来源：各公司公告，SMM，平安证券研究所

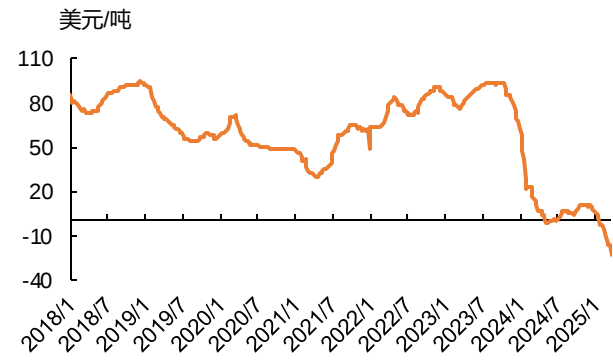
注：预计增量是根据各公司公告结合我们预期的项目产能进度预测得出

图表32 铜精矿长单 TC



资料来源：SMM，平安证券研究所

图表33 铜精矿现货 TC

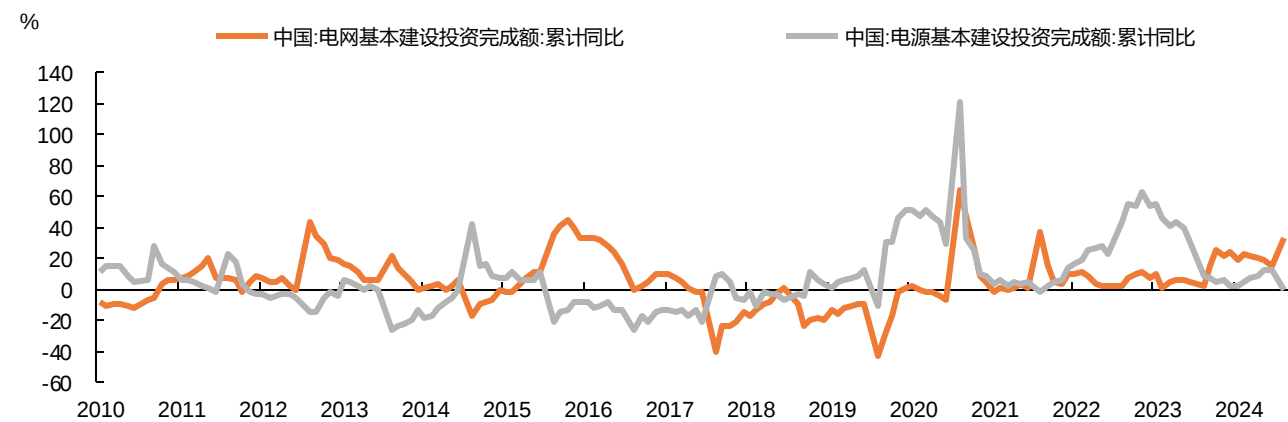


资料来源：SMM，平安证券研究所

政策助力打开需求成长空间

2024 年我国电力投资实现高增，电源投资基本建设投资完成额累计同比达 12%，电网投资累计同比 15.3%。对比来看，电源建设周期短于电网，2024 年之前我国电网投资额增速落后于电源增速，新能源消纳问题待解决，预计未来几年我国电网投资仍将维持较高增速。根据国家电网，我国 2025 年电网投资预计超过 6500 亿元，投资将聚焦优化主电网、补强配电网、服务新能源高质量发展，开工建设特高压等重点工程。作为铜终端需求基本盘，预计电网领域需求仍将维持向好趋势。

图表34 电网及电源投资完成额累计同比



资料来源：Wind，平安证券研究所

国补推动家电、汽车等多消费领域需求维持高景气度。2025 年安排 3000 亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新加力扩围，包括增加手机等数码产品的购新补贴政策；将家电以旧换新产品从 8+N 增加到 12+N；将汽车报废更新旧车范围扩大以及对家装厨卫“焕新”所用物品继续给予补贴等。国补范围及力度均强于过往补贴，有望较大程度拉动相关终端需求消费，进一步提振铜对应领域需求。

图表35 2025 年国补政策梳理

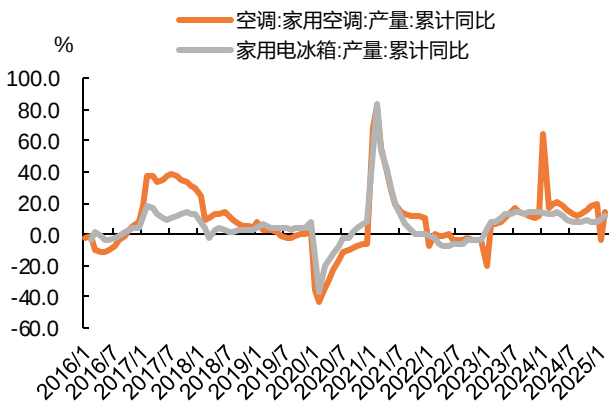
政策	2025 年家电以旧换新补贴	2024-2025 年汽车补贴政策
补贴范围	冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机、微波炉、净水器、洗碗机、电饭	重点支持置换新能源乘用车和 2.0 升及以下排量燃油乘用车。

煲

补贴金额 2 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 15%；1 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 20%。 每件补贴不超过 2000 元。	报废旧车并购买新能源乘用车补贴标准为 2 万元，购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车补贴标准为 1.5 万元。 汽车置换更新补贴：购买新能源乘用车单台补贴最高不超过 1.5 万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过 1.3 万元。
--	--

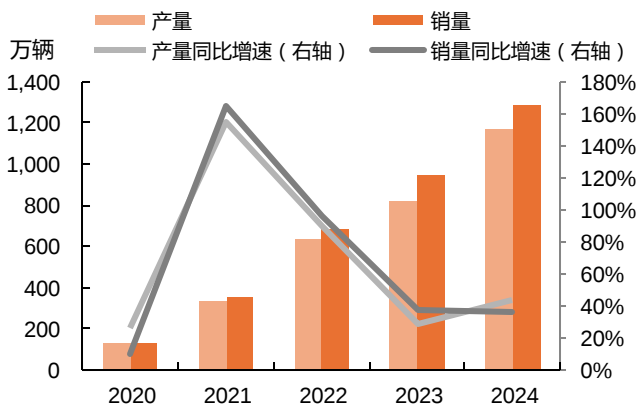
资料来源：中国政府网，工业和信息化部，平安证券研究所

图表36 空调及冰箱产量累计同比



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表37 新能源汽车产销



资料来源：Wind，平安证券研究所

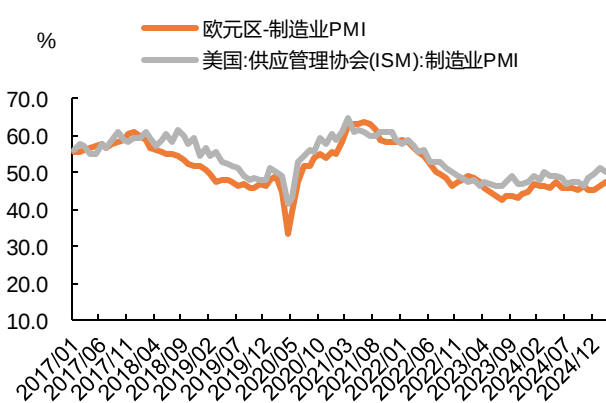
特朗普相关政策带来全球贸易扰动，但长期海外铜需求韧性仍存。美国相关贸易政策扰动下，铜及铜加工品的全球需求结构将在一定程度上面临重塑，需求端阶段性调整或将带来铜供需格局的短期变化。但长期来看，欧洲等海外非美国国家制造业需求韧性仍存。2024 年底以来，欧元区制造业 PMI 处于回暖趋势。2025 年 3 月，德国联邦参议院已批准巨额财政方案，通过放宽债务上限等方式大规模扩张财政支出，基建及国防领域投资有望快速提升。

图表38 美国十年期国债收益率



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表39 欧元区及美国制造业 PMI

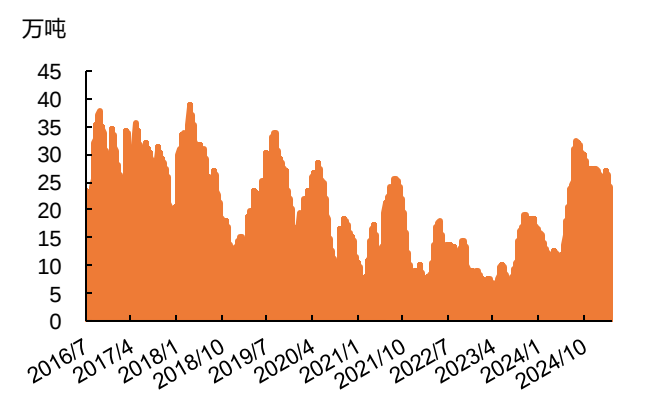


资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 基本面定价权重上升，铜价中枢或持续上行

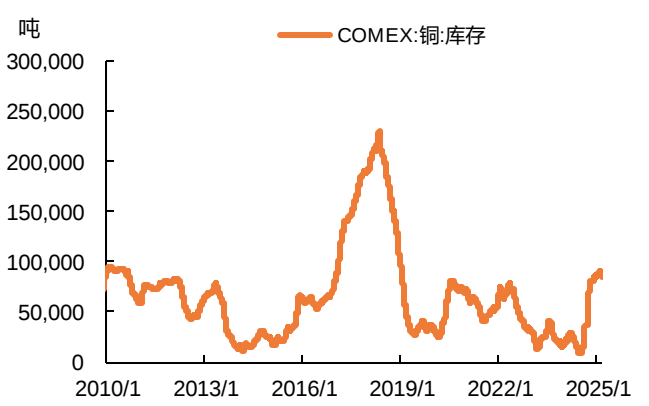
一直以来铜价高度锚定美国通胀预期，定价逻辑更侧重于其宏观属性。随着铜供给及需求两端驱动共振，其自身行业供需矛盾定价权重将显著上升，成为中长期铜价的核心逻辑。需求方面，国内政策推动下，铜传统工业需求有望进入新一轮高速增长时期，新能源及AI产业作为核心产业支柱打开铜需求新增长极。供给方面，2025年铜资源瓶颈加速兑现，冶炼利润空间再度压缩下，高成本冶炼产能减产预期进一步提升。全球精铜库存安全空间相对较为有限，供需中长期收紧有望持续推动铜价上行。

图表40 LME 铜库存



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表41 COMEX 铜库存

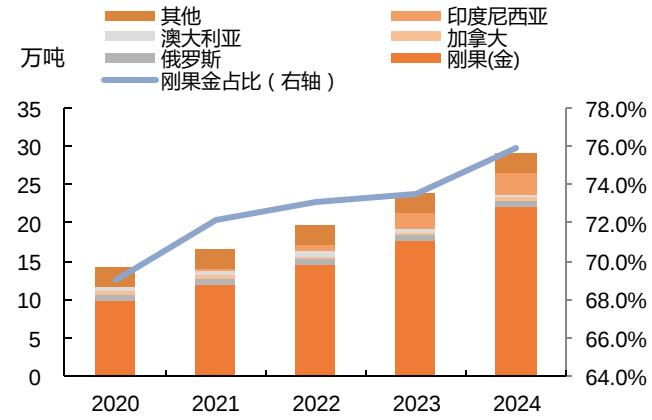


资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 钴：供应增速放缓，远期需求向好

全球钴矿产量持续增长，供给结构集中度较高。2024年全球钴矿产量达29万吨，2020-2024年钴矿产量CAGR达19.5%。结构上来看，刚果（金）为全球钴原料主要供应国，2024年刚果（金）钴产量22万吨，全球占比约76%。中国钴中间品进口来源结构亦较为稳定，2020-2024年刚果（金）钴中间品进口占比均保持在95%以上。

图表42 全球钴矿产量结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表43 钴中间品进口来源结构

万吨	2021	2022	2023	2024
刚果金	29.9	32.5	37.4	61.9
俄罗斯	0.1	0.0	0.7	0.5
赞比亚	0.1	0.0	0.0	0.0
缅甸	0.0	0.0	0.0	0.0
印尼	0.0	0.0	0.0	0.2
其他	0.2	0.0	0.0	0.2
总进口量	30.2	32.6	38.2	62.9
刚果金占比	98.8%	99.8%	98.1%	98.5%

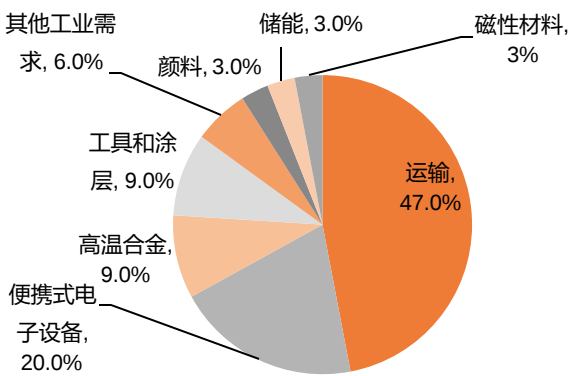
资料来源：Mysteel，平安证券研究所

钴需求主要分布在新能源车和消费电子领域。2024年新能源车领域占全球钴需求比例为47%，3C电池占比20%，为钴主要终端需求领域，此外分布于高温合金（9%）、硬质金属（3%）等传统需求领域。锂电池领域来看，近两年来磷酸铁锂电池成本优势较为显著，趋势性挤压三元电池份额。受三元电池市场份额下降影响，钴近年来需求表现相对疲软，一定程度压制钴价。2024年12月，三元电池产量占比为20.9%，较2021年初下降36个百分点。

新应用场景显现，三元电池迎来新增长极。随着智能机器人、eVTOL市场的商业化应用空间打开，三元电池需求弹性有望

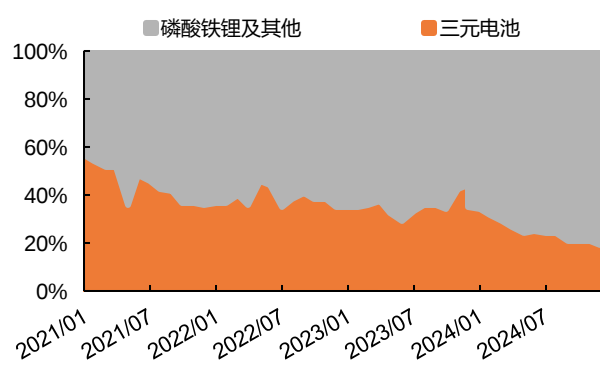
加速释放。机器人、eVTOL 等设备对于电池的轻量化，高续航等特性具有较高需求，而三元电池在能量密度、充放电速度及低温性能等方面均具有显著优势，可较高程度匹配新兴应用场景。同时，机器人等高端需求领域的原材料价格敏感度相对较低，三元电池高端性能有望充分打开其增量空间。

图表44 2024 年钴需求结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

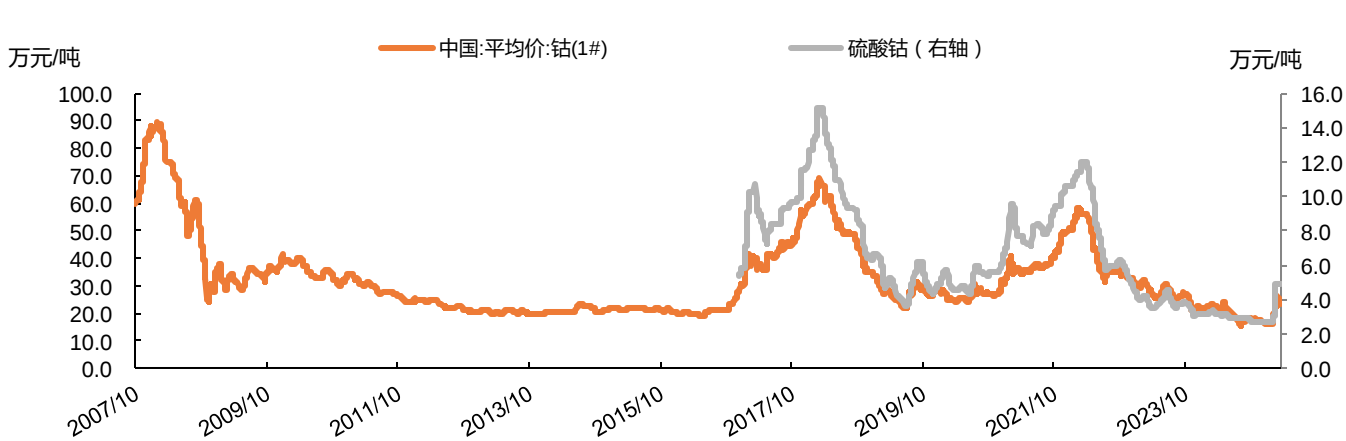
图表45 锂电池市场结构



资料来源：SMM，平安证券研究所

整体来看，全球钴供给呈现增速放缓趋势。刚果（金）作为全球主要钴原料供应国，其矿业政策对全球钴供给及价格影响较大，历史上多次在钴价底部区间出台阶段性出口禁令政策以调节供需格局。供给高集中度下，未来刚果（金）产业政策调整或仍为底部钴价的有效驱动。需求端来看，受益于终端新应用场景，需求增速有望逐步回暖，预计全球钴过剩幅度有望逐步收敛，供需格局或将逐步改善，长周期钴价中枢有望逐步抬升。

图表46 钴产品价格



资料来源：中国政府网，工业和信息化部，平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 基本假设

4.1.1 主营产品产销量

随着公司刚果（金）矿山扩产改造项目推进，预计铜、钴产量将实现持续增长，预计公司2025-2027年铜销量为66、68、72万吨。钴作为副产品，预计产量同步增长，2025-2027年钴销量预计为12、12.4、13.1万吨。预计公司未来三年钨钼及

铌磷产品产销量维持平稳，结合公司 2025 年指引，预计 2025-2027 年钼、钨、铌、磷肥产品销量分别为 1.5 万吨、0.75 万吨、1 万吨、120 万吨。

4.1.2 主要产品价格及成本

铜钴：国内国补推动家电、汽车等多消费领域需求维持高景气度，新能源及 AI 产业作为核心产业支柱打开铜需求新增长极。预计 2025-2027 年铜价为 7.8、7.9、8.0 万元/吨（含税）。全球钴供给呈现增速放缓趋势，受益于终端新应用场景，钴需求增速有望逐步回暖，预计 2025-2027 年钴价为 20、20、21 万元/吨（含税）（公司钴产品包含折价系数）。随着公司铜钴业务规模效应持续凸显，预计毛利率稳步提升，2025-2027 年铜钴板块毛利率预计为 50.7%、51.1%、51.8%。

钨钼：我国实行钨精矿开采总量控制，钨供应端受到较强约束。光伏、汽车及消费电子等领域拉动硬质合金及钨材需求，预计钨价长周期维持上涨趋势，预计 2025-2027 年仲钨酸铵（88.5%）价为 23、24、25 万元/吨（含税）。随着我国高端制造业发展空间打开，预计钼需求有望持续提升。预计 2025-2027 年钼价为 48、49、50 万元/吨（含税）。预计 2025-2027 年钨钼板块毛利率预计为 42.2%、42.0%、42.7%。

铌磷：预计 2025-2027 年铌售价为 32、32.5、33 万元/吨（含税），磷肥单价为 0.33 万元/吨（含税）。预计 2025-2027 年铌磷板块毛利率预计为 25.0%、26.1%、26.6%。

贸易业务：预计 2025-2027 年贸易板块营收 1893.0、1902.4、1912.0 亿元，毛利率为 2.6%、2.6%、2.6%。

图表47 公司各板块业务预测			2024A	2025E	2026E	2027E
铜钴	营业收入（亿元）		506.0	552.3	575.0	620.5
	毛利（亿元）		240.4	279.8	293.6	321.1
	毛利率		47.5%	50.7%	51.1%	51.8%
钨钼	营业收入（亿元）		81.2	81.0	83.0	85.1
	毛利（亿元）		34.0	34.2	34.9	36.4
	毛利率		41.8%	42.2%	42.0%	42.7%
铌磷	营业收入（亿元）		65.4	63.1	65.3	65.8
	毛利（亿元）		20.2	15.8	17.0	17.5
	毛利率		30.9%	25.0%	26.1%	26.6%
贸易	营业收入（亿元）		1,883.6	1,893.0	1,902.4	1,912.0
	毛利（亿元）		49.4	49.7	49.9	50.2
	毛利率		2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
其他	营业收入（亿元）		1.8	2.6	2.6	2.6
	毛利（亿元）		1.0	0.3	0.3	0.3
	毛利率		54.1%	11.5%	11.5%	11.5%

合计	营业收入（亿元）	2,130.3	2,255.0	2,291.5	2,349.0
	毛利（亿元）	352.6	374.6	390.6	420.4
	毛利率	16.5%	16.6%	17.0%	17.9%

资料来源：公司公告，平安证券研究所
注：合计包含内部抵消

4.2 投资建议

我们认为全球铜供需将进一步进入加速收紧阶段。供给端来看，铜矿长期资本开支形成有效供给仍需较长周期，中期铜矿紧缺格局持续加速传导，精铜供给收缩趋势或渐进。需求方面，国内国补推动家电、汽车等多消费领域需求维持高景气度，新能源及 AI 产业作为核心产业支柱打开铜需求新增长极。预计中长期铜价中枢仍将处于持续抬升趋势。公司具有较高的成本优势，有望享有更高的业绩弹性。随着海外铜钴矿扩建项目的逐步落地，公司铜钴产量也将实现稳步提升，量增逻辑进一步打开公司业绩成长空间。预计公司 2025-2027 年营业收入为 2255.0、2291.5、2349.0 亿元，归母净利润为 150.7、161.7、179.0 亿元。

公司主营以铜为主的金属采选及冶炼业务，我们选取主营业务相对较为一致的紫金矿业、金诚信及江西铜业作为可比公司，按 2025 年 4 月 24 日 Wind 一致预期计算的可比公司 2025 年市盈率均值为 12.4 倍，洛阳钼业低于可比公司。行业景气度提升下，预计公司业绩有望实现持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表48 可比公司估值表

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元/股）				P/E（倍）		
		2025/04/24	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
601899.SH	紫金矿业	17.67	1.53	1.74	1.95	11.6	10.1	9.1	
603979.SH	金诚信	37.60	2.51	3.39	3.93	15.0	11.1	9.8	
600362.SH	江西铜业	21.64	2.03	2.23	2.40	10.6	9.7	9.0	
可比公司平均 PE						12.4	10.3	9.3	
603993.SH	洛阳钼业	7.06	0.70	0.75	0.83	10.1	9.4	8.5	

资料来源：Wind，平安证券研究所
注：可比公司盈利预测为 2025 年 4 月 24 日 Wind 一致预期

五、风险提示

- 1、金属价格波动的影响。如果海外宏观政治局势出现超预期变化，则或一定程度影响金属需求，铜价或面临较大波动，公司业绩可能会受到一定影响。
- 2、公司扩产项目大幅不及预期。如果公司扩产项目受到政策变化或设备等方面的影响，施工进度大幅不及预期，则可能对公司业绩产生影响。

3、**安全生产风险。**矿山开采可能涉及较多风险，包括自然灾害以及其他突发事件等，如果矿山开采出现超预期事故，可能对企业盈利带来较大影响。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	79174	90039	104519	120298
现金	30427	35882	49780	64718
应收票据及应收账款	728	1335	1357	1391
预付账款	1114	1795	1824	1870
其他应收款	5525	5845	5940	6089
存货	29878	31603	31947	32414
其他流动资产	11501	13579	13671	13816
非流动资产	91062	90091	89312	87441
长期投资	3283	4111	5021	6023
固定资产	44680	44220	44908	46473
无形资产	21651	16129	10606	5084
其他非流动资产	21448	25632	28776	29860
资产总计	170236	180131	193831	207739
流动负债	45461	43010	42317	41181
短期借款	13960	11960	10960	9960
应付票据及应付账款	5413	5240	5297	4813
其他流动负债	26087	25810	26060	26408
非流动负债	38834	36834	35834	33834
长期借款	9471	7471	6471	4471
其他非流动负债	29363	29363	29363	29363
负债合计	84294	79844	78151	75015
少数股东权益	14919	17065	19369	21919
股本	4320	4320	4320	4320
资本公积	27709	27709	27709	27709
留存收益	38994	51192	64283	78776
归属母公司股东权益	71023	83221	96312	110805
负债和股东权益	170236	180131	193831	207739

现金流量表单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	32387	21215	27571	28462
税后经营利润	15459	17214	18473	20453
折旧摊销	6155	7799	7890	7873
财务费用	2879	2692	2163	1849
投资损失	-959	-998	-1081	-1172
营运资金变动	4725	-5861	-275	-977
其他经营现金流	4128	369	401	436
投资活动现金流	-1160	-6199	-6431	-5266
资本支出	6572	6000	6200	5000
长期投资	1258	0	0	0
其他投资现金流	4154	-199	-231	-266
筹资活动现金流	-30572	-9561	-7242	-8258
短期借款	-10994	-2000	-1000	-1000
长期借款	-11528	-2000	-1000	-2000
其他筹资现金流	-8050	-5561	-5242	-5258
现金净增加额	1162	5454	13898	14938

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	213029	225498	229145	234901
营业成本	177774	188034	190083	192862
税金及附加	4135	4377	4448	4560
销售费用	93	138	140	143
管理费用	2128	2706	2750	2819
研发费用	354	451	458	470
财务费用	2879	2692	2163	1849
资产减值损失	-195	-170	-210	-177
信用减值损失	-6	0	0	0
其他收益	151	116	116	116
公允价值变动收益	-1376	0	0	0
投资净收益	959	998	1081	1172
资产处置收益	66	33	33	33
营业利润	25266	28077	30124	33342
营业外收入	37	27	27	27
营业外支出	179	129	129	129
利润总额	25124	27975	30022	33240
所得税	9665	10761	11549	12787
净利润	15459	17214	18473	20453
少数股东损益	1927	2146	2303	2550
归属母公司净利润	13532	15068	16170	17903
EBITDA	34157.8	38465.7	40074.5	42961.7
EPS (元)	0.63	0.70	0.75	0.83

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	14.4	5.9	1.6	2.5
营业利润(%)	90.1	11.1	7.3	10.7
归属于母公司净利润(%)	64.0	11.3	7.3	10.7
获利能力				
毛利率(%)	16.5	16.6	17.0	17.9
净利率(%)	6.4	6.7	7.1	7.6
ROE(%)	19.1	18.1	16.8	16.2
ROIC(%)	17.7	20.2	19.9	21.7
偿债能力				
资产负债率(%)	49.5	44.3	40.3	36.1
净负债比率(%)	-8.1	-16.4	-28.0	-37.9
流动比率	1.7	2.1	2.5	2.9
速动比率	1.0	1.2	1.5	1.9
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.1
应收账款周转率	292.5	168.9	168.9	168.9
应付账款周转率	36.98	51.68	51.68	60.83
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.70	0.75	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	0.99	1.28	1.32
每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.82	4.43	5.11
估值比率				
P/E	11.2	10.1	9.4	8.5
P/B	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	1.51	4.38	3.88	3.27

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	