

收购金矿构建第二成长曲线，管理层调整迈向新篇章

2025 年 04 月 27 日

► **2025 年 4 月 25 日，公司发布 2025 年一季报。**2025Q1，公司实现营业收入 460.06 亿元，同比减少 0.25%，环比减少 21.05%，归母净利润 39.46 亿元，同比增长 90.47%，环比减少 24.97%，扣非归母净利润 39.28 亿元，同比增长 87.82%，环比减少 13.99%。业绩超我们预期。

► **2025Q1 公司归母净利润同比增长 18.74 亿元，主要得益于毛利同比增长 43.76 亿元，得益于铜钴板块毛利增长。**①**价格：**2025Q1，阴极铜/金属钴价格分别为 9352 美元/吨和 11.9 美元/磅，同比分别变化+10.8%和-11.9%，环比分别增长 1.7%和 8.8%。刚果金禁令下钴行业供需反转在即，钴价 Q1 整体呈现上涨趋势。②**产销量：**KFM+TFM 两大世界级铜钴项目夯实产能优势，带动铜钴产量提升。公司 2025Q1 铜钴板块铜/钴金属产量分别为 17.06/3.04 万吨，同比增长 15.6%/20.7%，完成全年计划（指引中值）的 27.1%/27.6%。2024Q1 公司 TFM 矿山于季度末达产，由于爬坡期间产能并未完全释放，因此 25Q1 两大项目完全达产后产量同比增长。值得注意的是，尽管产量同比大幅增长，但铜钴销量却环比减少 43.4%/16.7%至 12.4/2.4 万吨。主要是因为公司披露的销售量为 IXM 实际完成的销售量，即到港之后可确认收入的量，而产量为矿山端的产量，产销量的差别或由于矿山端销售未能及时到港形成集团销售，在途库存因此增加，后续若销售恢复正常，盈利或仍有提升空间。

► **收购大型绿地金矿项目，开辟第二成长曲线。**公司拟用 5.81 亿加元现金收购加拿大上市公司 Lumina 黄金的 100%股权。公司 100%持有位于厄瓜多尔的 Cangrejos 金矿项目。基于预可研报告，Cangrejos 保有资源量 13.76 亿吨，金平均品位 0.46g/t，内蕴黄金金属 638 吨；储量 6.59 亿吨，金平均品位 0.55g/t，内蕴黄金金属 359 吨。未来矿山寿命预计 26 年。项目合计资本开支为 19.76 亿美元。项目计划分三期建设，处期产能 30kt 每天，二期产能扩至 60kt 每天，三期产能扩张至 80kt 每天。初始资本开支为 9.25 亿美元，占总资本开支的 47%，初期建设计划 3 年完成。项目采用低剥采比露天开采，达产后预计平均年产黄金 11.5 吨，铜 1.9 万吨。

► **核心看点：**①**未来五年发展目标：**到 2028 年实现年产铜金属 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨、钼金属 2.5-3 万吨、铌金属超 1 万吨，持续成长。②**铜钴价格共振，业绩有望持续增长。**③**并购绿地金矿，开辟第二成长曲线。**④**管理人员调整，迈向新篇章。**人员调整到位后，后续新的员工持股或也值得期待。

► **投资建议：**我们预计 2025-2027 年，公司归母净利润为 149.75、175.21、200.35 亿元，EPS 分别为 0.70、0.81 和 0.93 元，对应最新股价（4 月 25 日）的 PE 分别为 10X/9X/8X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进展不及预期，铜钴价格下跌，地缘政治风险，汇率风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	213,029	218,496	225,015	234,265
增长率 (%)	14.4	2.6	3.0	4.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,532	14,975	17,521	20,035
增长率 (%)	64.0	10.7	17.0	14.3
每股收益 (元)	0.63	0.70	0.81	0.93
PE	11	10	9	8
PB	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

7.13 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 年年报深度点评: 铜钴共振, 双子座放光芒-2025/03/23
2. 洛阳钼业 (603993.SH) 动态报告: 钴王者归来-2025/03/11
3. 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
4. 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
5. 洛阳钼业 (603993.SH) 2024 年三季度报深度点评: 产量持续超预期, 期待刚果金矿山持续放量-2024/10/30

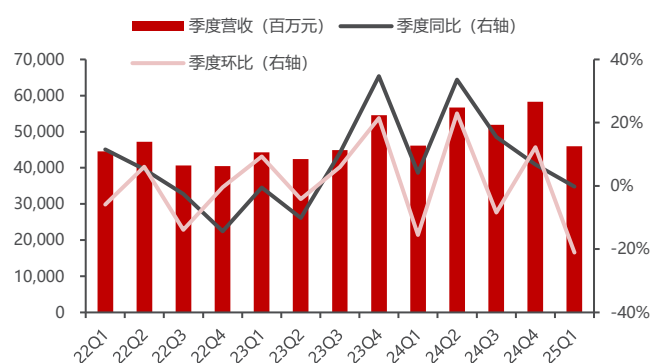
目录

1 事件：公司发布 2025 年一季报	3
2 点评：业绩超预期，拟收购大型绿地黄金矿山	4
2.1 2025Q1 铜钴板块毛利同环比持续增长.....	4
2.2 收购大型绿地金矿项目，开辟第二成长曲线.....	8
2.3 管理层调整，迈向新篇章.....	12
2.4 项目跟踪：铜钴共振，刚果金“双子星”潜力十足.....	13
3 盈利预测与投资建议	14
4 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 事件：公司发布 2025 年一季报

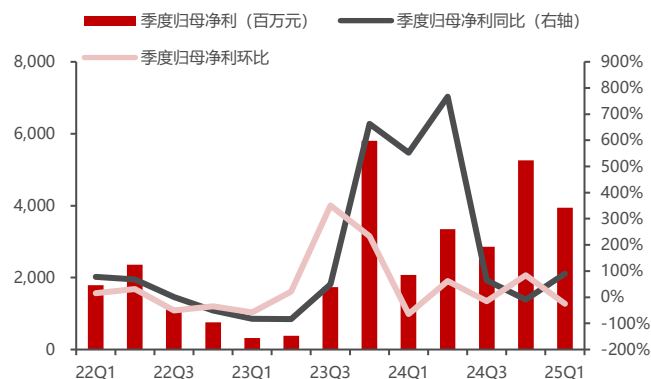
2025 年 4 月 25 日，公司发布 2025 年一季报。2025Q1，公司实现营业收入 460.06 亿元，同比减少 0.25%，环比减少 21.05%，归母净利润 39.46 亿元，同比增长 90.47%，环比减少 24.97%，扣非归母净利润 39.28 亿元，同比增长 87.82%，环比减少 13.99%。业绩超我们预期。

图1：2025Q1，公司实现营收 460.06 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2025Q1，公司实现归母净利润 39.46 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2025 年 4 月 21 日，公司宣布，经公司投资委员会批准，将通过海外实体以全现金方式收购加拿大上市公司 Lumina 黄金 (TSXV:LUM) 全部已发行和未发行的所有普通股，交易总价约为 5.81 亿加元。此次收购价格折合每股 1.27 加元，相较于 4 月 17 日最新收盘价溢价 41%。同时，洛阳钼业与 Lumina 签署了一份认购协议，发行总额为 2000 万美元的可转换债券，以满足 Cangrejos 金矿项目未来的持续运行需求。

双方自去年下半年起开始深入接触，经过长期独家友好谈判，最终达成收购协议。目前，协议已获得 Lumina 52.3% 股东的表决支持，后续将按照当地公开收购程序推进。

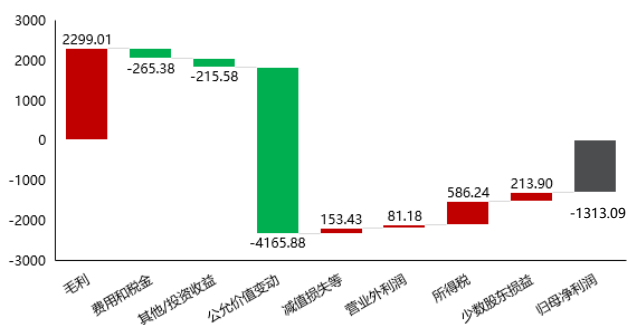
2 点评：业绩超预期，拟收购大型绿地黄金矿山

2.1 2025Q1 铜钴板块毛利同环比持续增长

环比来看, 2025Q1 v.s. 2024Q4: 2025Q1, 公司归母净利润环比减少 13.13 亿元。下滑主要来自于公允价值变动 (-41.66 亿元), 主要或由于贸易端期货损失, 与毛利端贸易板块的盈利对冲; 费用和税金 (-2.65 亿元), 其他/投资收益 (-2.16 亿元)。增利项主要是毛利 (+22.99 亿元), 主要得益于铜钴板块毛利环比增长, 其他增利项还有所得税 (+5.86 亿元)。

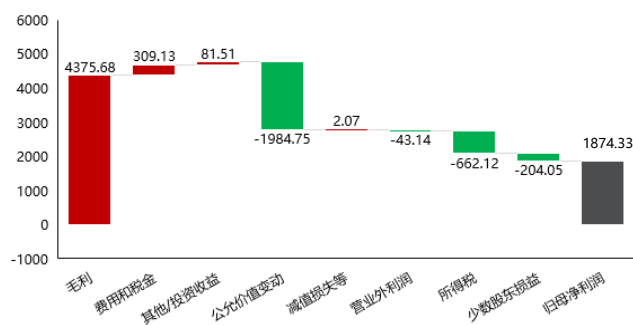
同比来看, 2025Q1 v.s. 2024Q1: 2025Q1, 公司归母净利润同比增加 18.74 亿元。主要是因为毛利同比增长 43.76 亿元, 得益于铜钴板块毛利增长; 费用和税金 (+3.09 亿元)。减利项主要是公允价值变动 (-19.85 亿元) 以及所得税 (-6.62 亿元)。

图3：2025Q1 归母净利润环比变化 (单位：百万元)



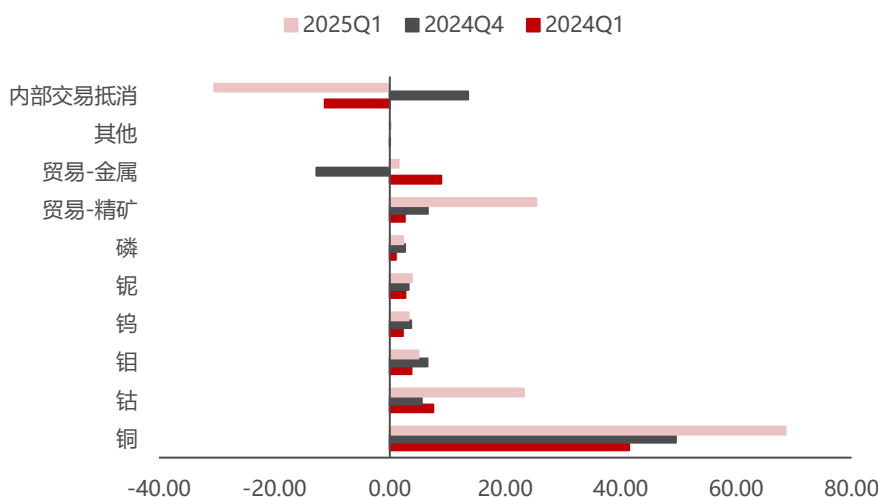
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2025Q1 归母净利润同比变化 (单位：百万元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：公司分板块毛利变化 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

价：25Q1 公司主要产品价格环比除钼外均上涨，同比除钴外均上涨。

- ✓ **铜钴板块：**2025Q1，阴极铜/金属钴价格分别为 9352 美元/吨和 11.9 美元/磅，同比分别变化+10.8%和-11.9%，环比分别增长 1.7%和 8.8%。刚果金禁令下钴行业供需反转在即，钴价 Q1 整体呈现上涨趋势。
- ✓ **其他板块：**2025Q1 钨价、钼价、磷价、铌价分别同比上涨 6.0%、15.2%、4.1%、13.8%。国内钼钨板块中，钼钨价格均同比增长，钼价高位震荡，钨指标连续多年下降，价格震荡走强；巴西铌磷板块中，铌铁/磷酸一铌价格同比分别变化增长 4.1%和 13.8%，环比分别增长 1.0%/0.1%，整体表现较强，同比增长较多主要由于 24Q1 低基数。

表1：主要产品季度价格变化

产品		2025Q1	2024Q4	环比 (%)	2024Q1	同比 (%)
钼	钼精矿 (元/吨度)	3518	3686	-4.6%	3318.3	6.0%
钨	黑钨精矿 (元/吨)	142553	141795	0.5%	123728.1	15.2%
铜	阴极铜 (美元/吨)	9352	9193	1.7%	8438.3	10.8%
钴	金属钴 (美元/磅)	11.9	10.9	8.8%	13.5	-11.9%
铌	铌铁 (元/吨)	265088	262500	1.0%	254612.1	4.1%
磷	磷酸一铌 (美元/吨)	585	584	0.1%	514.1	13.8%

资料来源：ifind，亚洲金属网，镍钴网，民生证券研究院

量：除钼和磷肥外，矿山产量均超计划完成产量目标（以年度产量指引中值的 1/4 为基准）。

- ✓ **铜钴板块：**KFM+TFM 两大世界级铜钴项目夯实产能优势，带动铜钴产量提升。公司 2025Q1 铜钴板块铜/钴金属产量分别为 17.06/3.04 万吨，同比增长 15.6%/20.7%，完成全年计划（指引中值）的 27.1%/27.6%。2024Q1 公司 TFM 矿山于季度未达产，由于爬坡期间产能并未完全释放，因此 25Q1 两大项目完全达产后产量同比增长。值得注意的是，尽管产量同比大幅增长，但铜钴销量却环比减少 43.4%/16.7%至 12.4/2.4 万吨。主要是因为公司披露的销售量为 IXM 实际完成的销售量，即到港之后可确认收入的量，而产量为矿山端的产量，产销量的差别或由于矿山端销售未能及时到港形成集团销售，在途库存因此增加，后续若销售恢复正常，盈利或仍有提升空间。
- ✓ **钼钨板块：**钼钨产量稳定，钨产量超预期完成。2025Q1 钼/钨金属产量分别为 3341/1993 吨，同比分别变化-3.8%/+3.7%，环比分别减少 17.7%/7.7%完成全年计划（指引中值）的 24.7%/28.5%。Q1 春节影响以及公司品位继续下降或为产量环比减少的主要原因，历史 Q1 产量季节性走低，属于正常情况。

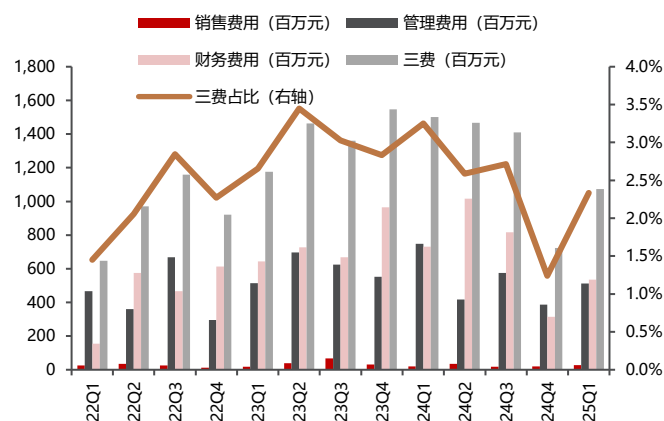
- ✓ **铌磷板块: 铌磷产量维持相对稳定。**2025Q1 铌/磷产量分别为 2616 吨/27.95 万吨, 同比分别增长 15.6%/20.7%, 环比减少 1.8%/2.0%, 完成全年计划(指引中值)的 26.2%/24.3%。
- ✓ **贸易板块: 贸易金属量略超指引中值。**2025Q1 实物贸易量达 109.25 万吨, 同比减少 9.4%, 略高于指引中值, 符合公司贸易量的年度规划。

表2: 2025 年产量指引完成情况

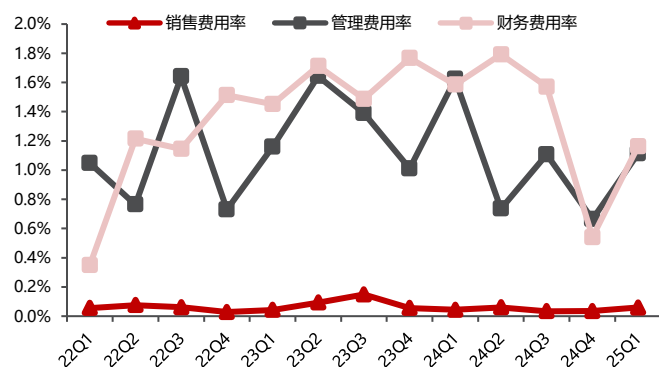
主要产品	业务板块	2025 年生产指引 (万吨)	2025Q1 实际产量 (万吨)	指引中值	目标完成情况 (按指引中值计算)
铜金属 (TFM 及 KFM)	刚果 (金)	60-66	17.06	63	27.1%
钴金属 (TFM 及 KFM)	KFM 铜钴业务	10-12	3.04	11	27.6%
钼金属	中国钼钨业务	1.2-1.5	0.33	1.35	24.7%
钨金属 (不含豫鹭矿业)		0.65-0.75	0.20	0.7	28.5%
铌金属	巴西铌磷业务	0.95-1.05	0.26	1	26.2%
磷肥(HA+LA)		105-125	27.95	115	24.3%
实物贸易量	贸易业务	400-450	109.25	425	25.7%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2025Q1 公司期间三费为 10.74 亿元, 环比增长 3.51 亿元, 同比减少 4.26 亿元。其中, 销售费用 0.27 亿元, 同比增长 0.07 亿元, 环比增长 0.07 亿元; 管理费用 5.12 亿元, 同比减少 2.37 亿元, 环比增长 1.25 亿元; 财务费用 5.35 亿元, 同比减少 4.26 亿元, 环比增长 3.51 亿元, 主要或由于汇兑收益环比减少。

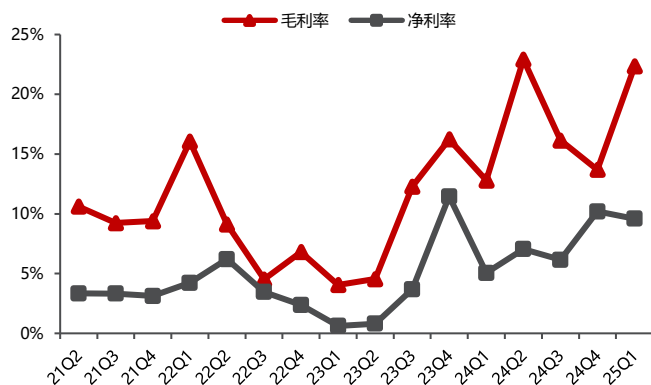
图6: 公司期间费用情况


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 公司期间费用率情况


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8：公司整体毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

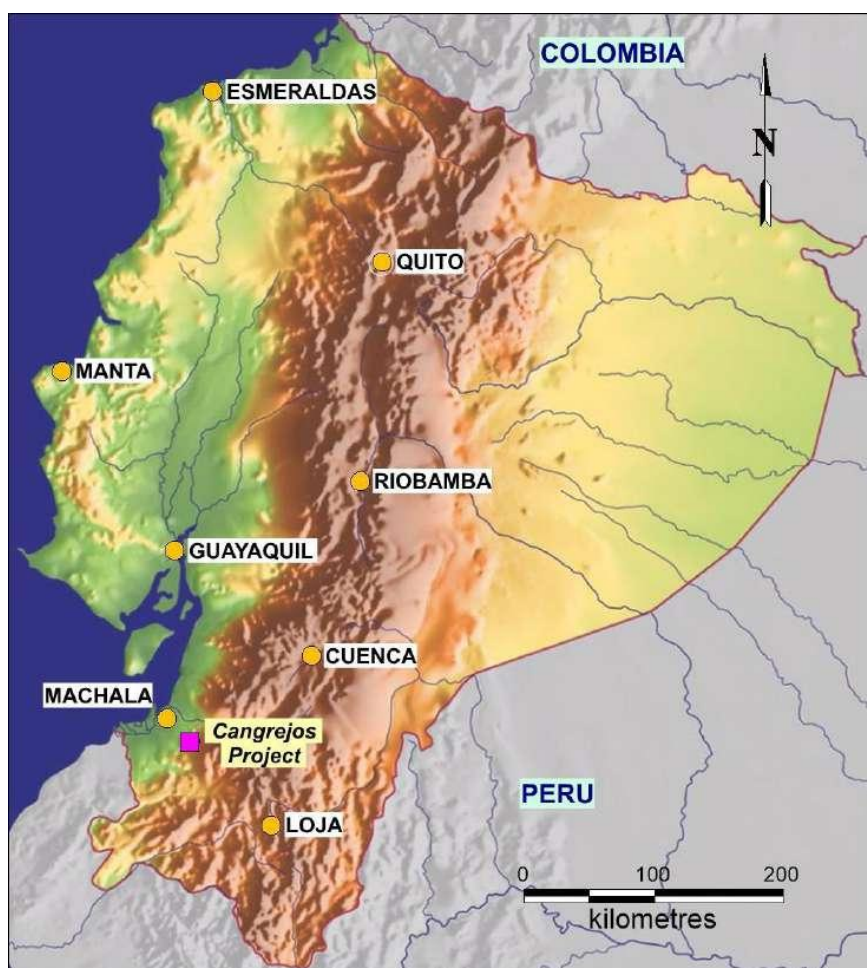
2.2 收购大型绿地金矿项目，开辟第二成长曲线

Lumina 黄金是一家在多伦多证券交易所创业板上市的贵金属和基本金属勘探公司，总部位于温哥华，公司 100%持有位于厄瓜多尔西南部埃尔奥罗省的 Cangrejos 金矿项目。

作为交易核心标的，Cangrejos 是厄瓜多尔大型原生金矿项目，于 2023 年完成预可研。基于预可研报告，Cangrejos 保有资源量 13.76 亿吨，金平均品位 0.46g/t，内蕴黄金金属 638 吨；储量 6.59 亿吨，金平均品位 0.55g/t，内蕴黄金金属 359 吨。未来矿山寿命预计 26 年。该矿为典型的斑岩型矿，体量大，埋藏浅，全露天开采且剥采比低，加上周边电力、水资源、道路和港口等基础设施完备，因此开采成本将具竞争力。该矿目前仍在矿权范围内及矿体深部进行勘探。

矿山位于厄瓜多尔西南部。Cangrejos 项目位于厄瓜多尔西南部的埃尔奥罗省，距离瓜亚基尔约 223 公里，距离省会马查拉东南 30 公里。该项目位于科迪勒拉山脉的埃尔奥罗变质带，沿海平原东部边缘一个古老火山口东北边缘附近的陡峭、高起伏地形中。项目海拔高度约为海拔 100 米至 1370 米。

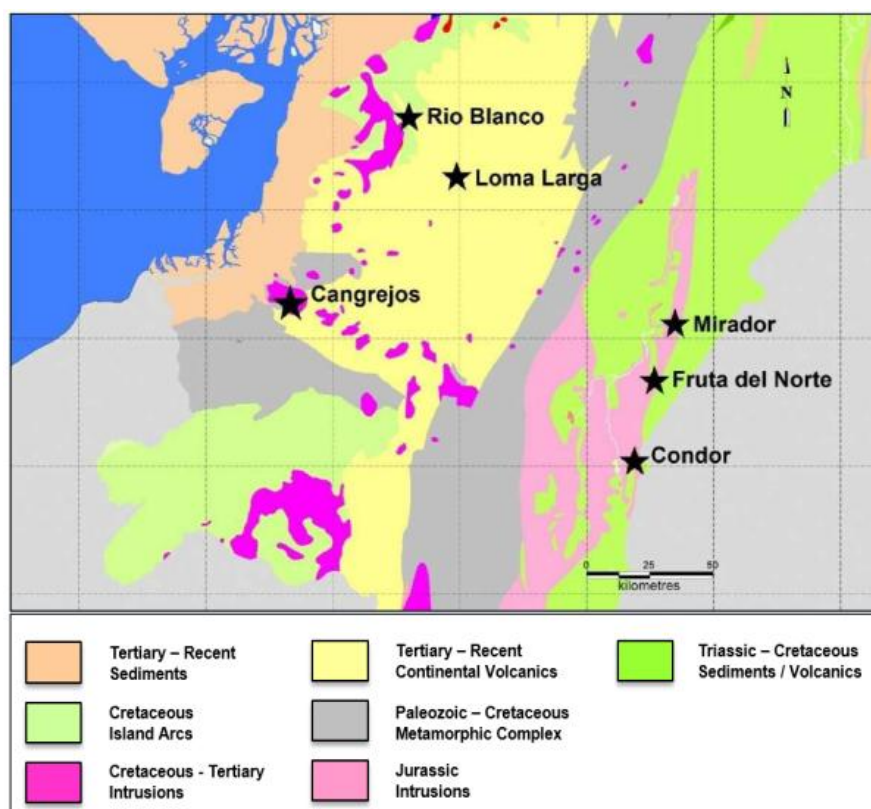
图9：Cangrejos 项目所在地



资料来源：公司项目预可研报告，民生证券研究院

临近港口以及城市, 物资运输较为便利。附近的城市为省会马查拉和圣罗莎, 马查拉人口约 23 万, 而圣罗莎是一个人口约 5 万的较小城市, 离项目更近。圣罗莎和马查拉都可以为勘探和采矿的早期阶段提供基本的商品和服务。靠近项目的各个小城镇和村庄也有熟练和非熟练劳动力。马查拉和圣罗莎都位于连接瓜亚基尔和秘鲁利马的泛美公路上, 陆路交通较为便利。基多和圣罗莎机场之间有定期航班, 圣罗莎机场也为马查拉提供服务。附近的主要港口为玻利瓦尔港, 为一个主要的深水港, 位于马查拉以西 9 公里处, 距离项目约 60 公里。公司预计玻利瓦尔港将促进精矿的出口以及设备、材料和其他消耗品的进口。铜陵有色的米拉多铜矿目前正在从玻利瓦尔港运送精矿。此外, 公司还预计该项目的部分进口货物还需要使用距离项目约 225 公里的瓜亚基尔港。整体来看项目周边陆地和水上运输条件均较好。

图10: Cangrejos 项目成矿条件较好, 周边有多个大型铜金矿



资料来源: 公司项目预可研报告, 民生证券研究院

资源量情况: 在黄金价格假设为 1600 美元/盎司, 铜价为每磅 3.5 美元的假设下, 项目合计拥有金金属量 638 吨, 铜 120 万吨。分类型来看, 项目控制资源量达 10.8 亿吨, 平均金品位 0.48g/t, 铜品位 0.09%, 含有金金属量 1680 万盎司 (523 吨), 铜 21.66 亿磅 (98 万吨); 此外推断资源量有金金属量 370 万盎司 (115 吨), 铜 4.83 亿磅 (22 万吨)。

表3: Cangrejos 和 Gran Bestia 矿坑的资源量情况

类型	矿石量 (百万吨)	平均品位					金属量			
		黄金当量 (g/t)	黄金 (g/t)	铜 (%)	银 (g/t)	钼 (ppm)	黄金 (Moz)	铜 (Mlbs)	银 (Moz)	钼 (Mlbs)
探明的 (Indicated)	1079.9	0.62	0.48	0.09	0.7	17.8	16.8	2166	24.3	42.4
推断的 (Inferred)	296.3	0.5	0.39	0.07	0.7	11.7	3.7	483	7	7.6
合计	1376.2		0.46	0.09	0.7	16.5	20.5	2649	31.3	50

资料来源: 公司项目预可研报告, 民生证券研究院

注: 黄金当量的边界品位为 0.25g/t

储量情况: 2023 年公司进行了储量估算, Cangrejos 储量为 1156 万盎司黄金 (360 吨), 14.2 亿磅铜 (64 万吨), 1438 万盎司白银 (447 吨)。其中价格假设为黄金 1500 美元/盎司, 铜 3 美元/磅, 白银 18 美元/盎司。

表4: Cangrejos 的储量情况

类型	矿石量 (百万吨)	平均品位			金属量		
		黄金 (g/t)	铜 (%)	银 (g/t)	黄金 (Moz)	铜 (Mlbs)	银 (Moz)
Probable	659	0.55	0.1	0.68	11.56	1420	14.38
合计储量	659	0.55	0.1	0.68	11.56	1420	14.38

资料来源: 公司项目预可研报告, 民生证券研究院

项目合计资本开支为 19.76 亿美元。项目计划分三期建设, 处期产能 30kt 每天, 二期产能扩至 60kt 每天, 三期产能扩张至 80kt 每天。初始资本开支为 9.25 亿美元, 占总资本开支的 47%, 初期建设计划 3 年完成。

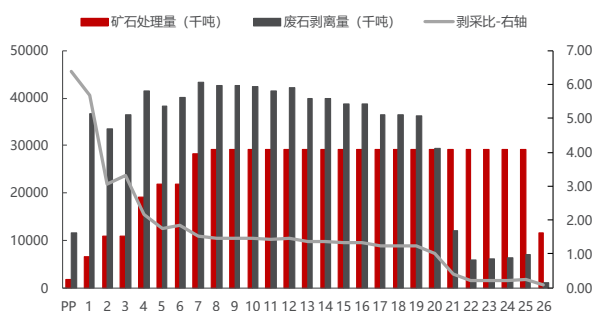
表5: 项目合计资本开支为 20 亿美元

投资类别	初始资本开支 (百万美元)	第一次扩张 (百万美元)	第二次扩张 (百 万美元)	维持性资本开支 (百万美元)	合计 (百万 美元)
选矿厂、基础设施及干堆尾矿储存设施	604	299	97	161	1160
设备 (采矿及辅助设备)	73	0	0	424	497
预生产矿山开发投资 (剥采工程)	43	0	0	0	43
其他直接和间接成本	96	1	1	11	109
小计	816	300	97	596	1809
应急费用	101	38	12	0	151
运费、税金等	8	5	1	2	16
合计	925	342	111	598	1976

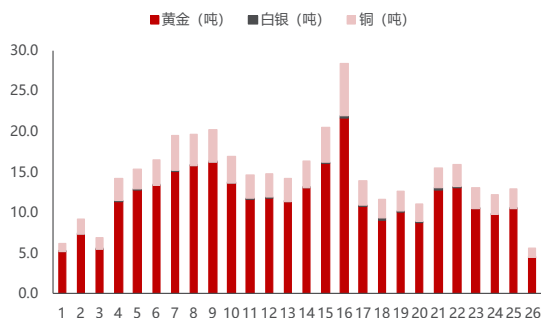
资料来源: 公司项目预可研报告, 民生证券研究院

产量: 低剥采比露天开采, 达产后预计平均年产黄金 11.5 吨, 铜 1.9 万吨。

根据预可研报告，项目采用露天开采，全生命周期平均剥采比仅为 1.7，预计成本可控。项目开采年限为 26 年，平均年产黄金 11.5 吨，白银 7.2 吨，铜 1.9 万吨，折合黄金当量合计 14.5 吨。峰值（投产后第 16 年）黄金产量达到 21.7 吨，铜产量达到 4.2 万吨。其中生命周期平均回收率假设为黄金 85%，铜 78.9%，白银 54%。

图11：项目生产周期内产量及剥采比变化


资料来源：公司项目预可研报告，民生证券研究院

图12：项目生产周期内产量情况


资料来源：公司项目预可研报告，民生证券研究院

注：白银和铜的数据为折黄金当量值，其中价格假设为黄金 1700 美元/盎司，白银 21 美元/盎司，铜 3.8 美元/磅

成本与收益：根据预可研报告，生命周期内矿山单位运营成本为 818 美元/盎司黄金当量，假设金价 1650 美元/盎司，银价 20 美元/盎司，铜价 3.75 美元/磅，项目 IRR 为 17.2%，NPV 为 22.38 亿美元（5%折现率）。考虑到当前金银铜价格均远超假设价格，实际项目 IRR 和 NPV 或较高。

表6：项目 IRR 和 NPV 的价格弹性测算

金属价格	金价 (美元/盎司)	银价 (美元/盎司)	铜价 (美元/磅)	IRR	NPV (5%) (百万美元)
80%	1,320	16	3	10.00%	817
90%	1,485	18	3.38	13.90%	1,540
100%	1,650	20	3.75	17.20%	2,238
110%	1,815	22	4.13	20.30%	2,927
120%	1,980	24	4.5	23.10%	3,540

资料来源：公司项目预可研报告，民生证券研究院

2.3 管理层调整，迈向新篇章

公司管理层大幅调整。公司同步发布公告，董事长袁宏林和副董事长、首席投资官李朝春辞任，公司召开董事会，审议了增聘高管的事项，同意聘任阙朝阳先生为常务副总裁兼首席运营官、刘建锋先生为首席投资官、Kenny Ives 先生为副总裁兼首席商务官、谭啸先生为副总裁。

表7：公司新管理层履历

姓名	职位	履历
阙朝阳	副总裁兼首席运营官	1970年9月出生，毕业于中国地质大学(北京)，矿床地质学博士，采矿教授级高级工程师，地质工程师，中国黄金标准化技术委员会副主任委员，澳大利亚地质学家协会会员（JORC、NI43-101 准则合格人）。曾任紫金矿业集团海内外多个大型项目、区域公司、事业部总经理，集团公司副总裁兼总工程师。阙先生具有丰富的矿业投资并购、勘查、项目建设及运营经验。
刘建锋	首席投资官	1977年1月出生，拥有中央财经大学经济学学士、中国政法大学法律硕士，以及波士顿学院工商管理硕士（MBA）与法学硕士（LL.M.）学位。兼具澳洲注册会计师及中国律师执业资格。刘先生从业二十余年深耕自然资源领域，历任中国海油集团商务总监、复星国际洛克石油执行董事兼首席财务官、洲际油气执行总裁兼首席财务官、新奥能源执行董事兼总裁及湖州燃气股份有限公司副董事长兼非执行董事，主导多宗大型跨国并购与资源整合项目，并持续推动公司战略升级与全面运营提升。刘先生屡获《机构投资者》“最佳 CFO”及 2022 年《新理财》“中国 CFO 年度人物”等权威奖项，其长期职业积淀可为公司治理优化与可持续发展提供关键支撑。
Kenny Ives	副总裁兼首席商务官	出生于 1976 年 12 月，1998 年毕业于牛津大学布拉森诺斯学院，获得地理学学士学位。1998 年 9 月至 2021 年 5 月，Kenny 先生曾于全球领先的采矿、销售和贸易公司嘉能可担任多个职务，并于 2011 年至 2021 年担任其镍矿部门负责人。Kenny 先生于 2022 年 9 月加入 IXM，担任首席执行官，带领 IXM 实现快速转型。Kenny 先生长期深耕于矿业与贸易领域，在国际大宗商品销售和贸易、运营、风险管理以及团队建设和领导方面拥有超过 25 年的专业经验。
谭啸	副总裁	1981 年出生，毕业于北京航空航天大学，获电子信息工程专业学士学位。2004 年至 2020 年，谭先生就职于华为技术有限公司，期间担任过多个高层管理职务，包括挪威、利比亚、塞内加尔子公司的总经理，以及西班牙和葡萄牙子公司董事等。2020 年 11 月至 2023 年任中际联合北京科技股份有限公司销售副总裁。2023 年至 2024 年任宁波容百新能源科技股份有限公司市场副总裁并兼任全球营销中心总经理。谭先生具有丰富的战略制定、经营管理、国际化团队建设、国际市场开发和客户拓展经验。

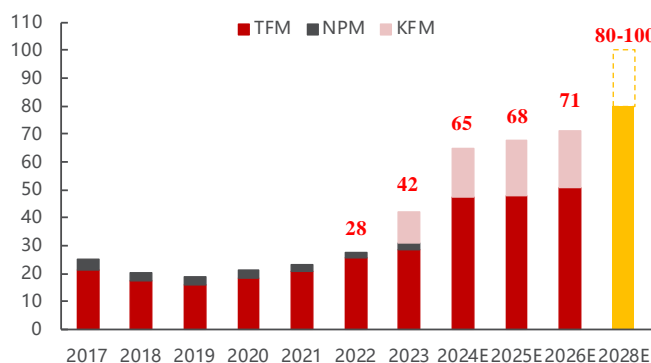
资料来源：公司公告，民生证券研究院

两大矿山投产，资产逐步夯实，管理人员调整标志着公司迈向新篇章。此次核心管理团队升级并不是一时兴起，而是基于对矿业行业的本质以及公司发展阶段的深度认知，主动选择在公司历史最佳业绩表现之下进行的一次全面组织升级工作，是公司居安思危、永不满足、反思求变公司精神的集中体现。此次组织升级工作实际上是在新的历史阶段对组织和管理干部的一次全面梳理和革新，标志着过去阶段性、功能性的管理团队时代彻底结束，此后要构建起现代化矿业企业精细化管理方式。因此率先充实核心管理团队，再由新的领导班子为起点夯实中层和一线运营管理者，形成一个富有理想且脚踏实地的务实团队，为洛阳钼业新一轮发展打好基础。**人员调整到位后，后续新的员工持股或也值得期待。**

2.4 项目跟踪：铜钴共振，刚果金“双子星”潜力十足

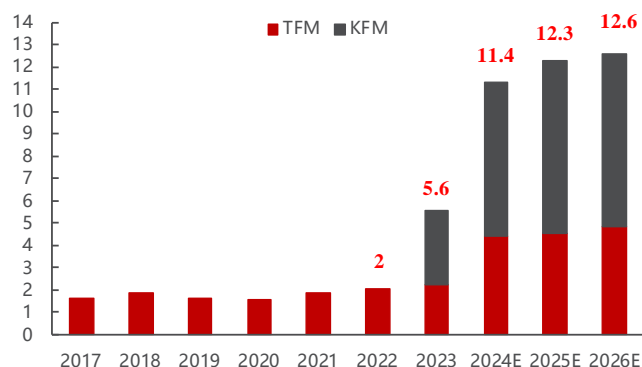
两大矿山潜力十足，未来 5 年或将贡献可观增量。随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，同时考虑远期规划增量在 26 年开始逐步落地，且 24 年产量超预期，我们预计 2024-2026 年公司铜产量将达到 65/68/71 万吨，钴产量将达到 11.4/12.3/12.6 万吨。根据公司未来 5 年规划，到 2028 年，公司铜产量和钴产量将分别达到 80-100 万吨和 9-10 万吨，增量分为两阶段，一阶段重点是 TFM 西区 Pumpi 矿和 KFM 二期深部硫化矿开发，目前已经开始开展早期工作，二阶段或为 TFM 三期深部硫化矿，待一阶段完成后或将有更多信息。

图13：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14：公司钴产量预测（单位：万吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

表8：2021-2028 年铜钴历史产量及预测（单位：吨）

品种	矿山	2021	2022	2023	2024	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%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：TFM 和 KFM 的产量未披露，为根据产能预测值，铜钴产量总和与公司披露一致

3 盈利预测与投资建议

我们预计 2025-2027 年,公司归母净利润为 149.75、175.21、200.35 亿元, EPS 分别为 0.70、0.81 和 0.93 元,对应最新股价(4 月 25 日)的 PE 分别为 10X/9X/8X,维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司有较多在建项目，包括 TFM 混合矿项目、KFM 项目等，这些项目的建设需投入大量人力物力，若出现一些预期外的突发情况影响导致项目进展不及预期，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，若宏观经济增速承压，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、澳大利亚、印尼等多个国家。若当地政府市场政策方向变化，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。

4) 汇率风险。公司矿山遍布全球，涉及外币计价的资产较多，虽然采用汇率套保规避风险，但是也可能存在套保失误或是汇率波动较大带来的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	213,029	218,496	225,015	234,265
营业成本	177,774	178,969	180,120	184,322
营业税金及附加	4,135	4,151	4,275	4,451
销售费用	93	182	188	195
管理费用	2,128	2,185	2,250	2,343
研发费用	354	384	395	411
EBIT	28,496	32,749	37,915	42,676
财务费用	2,879	2,490	2,400	1,981
资产减值损失	-195	-168	-168	-172
投资收益	959	1,092	1,125	1,171
营业利润	25,266	31,188	36,476	41,698
营业外收支	-142	-80	-80	-80
利润总额	25,124	31,108	36,396	41,618
所得税	9,665	13,065	15,286	17,479
净利润	15,459	18,042	21,109	24,138
归属于母公司净利润	13,532	14,975	17,521	20,035
EBITDA	34,651	39,011	44,373	49,303

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	30,427	36,146	50,111	65,752
应收账款及票据	648	1,321	1,361	1,417
预付款项	1,114	1,258	1,266	1,295
存货	29,878	33,284	33,498	34,279
其他流动资产	17,107	17,359	17,497	12,422
流动资产合计	79,174	89,368	103,732	115,165
长期股权投资	3,283	3,283	3,283	3,283
固定资产	44,422	46,440	48,119	49,572
无形资产	21,651	21,651	21,651	21,651
非流动资产合计	91,062	91,766	92,755	93,742
资产合计	170,236	181,134	196,487	208,908
短期借款	13,960	13,960	13,960	13,960
应付账款及票据	5,413	5,000	5,032	5,150
其他流动负债	26,087	25,397	25,599	20,772
流动负债合计	45,461	44,358	44,591	39,882
长期借款	9,334	9,334	9,334	9,334
其他长期负债	29,500	29,208	29,208	29,208
非流动负债合计	38,834	38,542	38,542	38,542
负债合计	84,294	82,900	83,134	78,424
股本	4,320	4,320	4,320	4,320
少数股东权益	14,919	17,986	21,575	25,679
股东权益合计	85,942	98,235	113,354	130,484
负债和股东权益合计	170,236	181,134	196,487	208,908

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.37	2.57	2.98	4.11
EBIT 增长率	135.00	14.93	15.77	12.56
净利润增长率	64.03	10.67	17.00	14.35
盈利能力 (%)				
毛利率	16.55	18.09	19.95	21.32
净利润率	6.35	6.85	7.79	8.55
总资产收益率 ROA	7.95	8.27	8.92	9.59
净资产收益率 ROE	19.05	18.66	19.09	19.12
偿债能力				
流动比率	1.74	2.01	2.33	2.89
速动比率	0.95	1.10	1.41	1.85
现金比率	0.67	0.81	1.12	1.65
资产负债率 (%)	49.52	45.77	42.31	37.54
经营效率				
应收账款周转天数	1.50	1.62	2.15	2.13
存货周转天数	62.08	63.53	66.74	66.19
总资产周转率	1.24	1.24	1.19	1.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.70	0.81	0.93
每股净资产	3.30	3.73	4.27	4.87
每股经营现金流	1.51	0.84	1.34	1.47
每股股利	0.26	0.28	0.33	0.37
估值分析				
PE	11	10	9	8
PB	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	4.59	4.08	3.59	3.23
股息收益率 (%)	3.58	3.91	4.57	5.23

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	15,459	18,042	21,109	24,138
折旧和摊销	6,155	6,261	6,457	6,627
营运资金变动	5,726	-7,158	-341	-681
经营活动现金流	32,387	17,978	28,837	31,653
资本开支	-4,714	-7,180	-7,370	-7,538
投资	1,415	0	0	0
投资活动现金流	-1,160	-5,925	-6,245	-6,367
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-19,359	2,020	0	0
筹资活动现金流	-30,572	-6,334	-8,627	-9,645
现金净流量	1,162	5,719	13,965	15,642

插图目录

图 1: 2025Q1, 公司实现营收 460.06 亿元	3
图 2: 2025Q1, 公司实现归母净利润 39.46 亿元	3
图 3: 2025Q1 归母净利润环比变化 (单位: 百万元)	4
图 4: 2025Q1 归母净利润同比变化 (单位: 百万元)	4
图 5: 公司分板块毛利变化 (单位: 亿元)	4
图 6: 公司期间费用情况	6
图 7: 公司期间费用率情况	6
图 8: 公司整体毛利率、净利率情况	7
图 9: Cangrejos 项目所在地	8
图 10: Cangrejos 项目成矿条件较好, 周边有多个大型铜金矿	9
图 11: 项目生产周期内产量及剥采比变化	11
图 12: 项目生产周期内产量情况	11
图 13: 公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨 (单位: 万吨)	13
图 14: 公司钴产量预测 (单位: 万吨)	13

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 主要产品季度价格变化	5
表 2: 2025 年产量指引完成情况	6
表 3: Cangrejos 和 Gran Bestia 矿坑的资源量情况	10
表 4: Cangrejos 的储量情况	10
表 5: 项目合计资本开支为 20 亿美元	10
表 6: 项目 IRR 和 NPV 的价格弹性测算	11
表 7: 公司新管理层履历	12
表 8: 2021-2028 年铜钴历史产量及预测 (单位: 吨)	13
公司财务报表数据预测汇总	16

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。	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