

业绩历史新高，迎接铜钴共振

2025 年 08 月 25 日

➤ **2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年报。**2025H1，公司实现营业收入 947.73 亿元，同比减少 7.83%，实现归母净利润 86.71 亿元，同比增长 60.07%，实现扣非归母净利润 87.24 亿元，同比增长 55.08%。单季度看，2025Q2 公司实现营业收入 487.67 亿元，同比减少 13.99%，环比增长 6.00%，实现归母净利润 47.25 亿元，同比增长 41.24%，环比增长 19.75%，扣非归母净利润 47.96 亿元，同比增长 35.71%，环比增长 22.10%。业绩符合此前业绩预告。

➤ **2025H1 归母净利润同比增长 60.07%，业绩创历史新高。**主要增利项为毛利 (+11.5 亿元)，费用节约 (+8.6 亿元)，公允价值变动 (+18.9 亿元)。**①分板块毛利拆分：**2025H1 铜钴板块毛利同比增长 50 亿元至 173 亿元，主要得益于铜钴板块量价齐升，钼磷板块毛利同比增长 6.5 亿元至 14.8 亿元，主要由于钼磷价格上涨，钼钨板块毛利同比增长 2.9 亿元至 18.5 亿元，得益于钼钨价格上涨。**②公允价值变动：**大多为贸易业务衍生金融工具公允价值变动同比增加。**③费用和税金：**2025H1 公司期间三费为 21.66 亿元，同比减少 8.02 亿元，主要是财务费用同比大幅下降 7.7 亿元。**④库存：**截止 2025 年 6 月 30 日，铜库存 13.14 万吨，钴库存 5.73 万吨。铜库存我们预计均为在途库存，钴库存则为刚果金发出钴出口禁令后无法销售的部分，后续若禁令放开销售恢复则能逐步转化为销量。

➤ **单季度来看，2025Q2 归母净利润同比增长 41%，环比增长 20%。**盈利环比增长主要是由于公允价值变动环比增长 27.4 亿元，期货端的盈利部分被贸易现货端毛利的环比减少 22.7 亿元抵消。由于刚果金钴出口禁令，Q2 钴板块毛利环比减少 11 亿元，为矿山端毛利下降的最主要原因。

➤ **核心看点：****①未来五年持续增长。**公司到 2028 年计划实现年产铜金属 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收购海外大型绿地金矿，开辟第二成长曲线。**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。根据中报预期，项目正加速证照办理和建设准备工作，计划 2029 年前投产。**④管理人员调整，迈向新篇章。**新一届董事长和高管团队调整完毕，后续新的员工持股或也值得期待。

➤ **投资建议：**考虑到金属价格上行以及产量超预期，我们上调公司 2025-2027 年盈利预测，我们预计公司归母净利润分别为 162.48、230.55、258.87 亿元，EPS 分别为 0.76、1.08 和 1.21 元，对应最新股价（8 月 25 日）的 PE 分别为 16X/11X/10X，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	208,284	220,527	229,381
增长率 (%)	14.4	-2.2	5.9	4.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,532	16,248	23,055	25,887
增长率 (%)	64.0	20.1	41.9	12.3
每股收益 (元)	0.63	0.76	1.08	1.21
PE	19	16	11	10
PB	3.6	3.2	2.6	2.3

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

12.08 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

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

1. 洛阳钼业 (603993.SH) 2025 年一季报点评：收购金矿构建第二成长曲线，管理层调整迈向新篇章-2025/04/27
2. 洛阳钼业 (603993.SH) 2024 年年报深度点评：铜钴共振，双子星放光芒-2025/03/23
3. 洛阳钼业 (603993.SH) 动态报告：钴王者归来-2025/03/11
4. 洛阳钼业 (603993.SH) 2024 年业绩预告点评：Q4 业绩超预期，双子星放光芒-2025/01/22
5. 洛阳钼业 (603993.SH) 事件点评：铜产量超预期增长，“双子星”持续放量可期-2025/01/06

目录

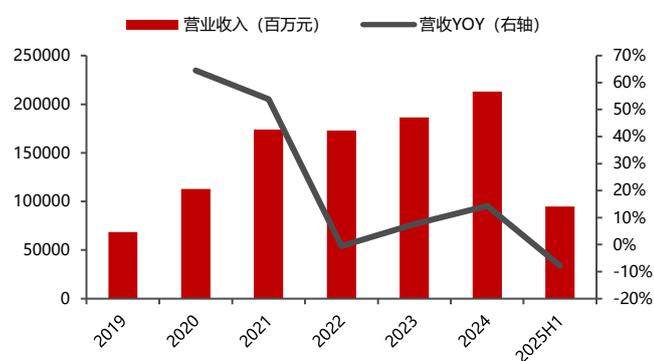
1 事件：公司发布 2025 年半年报	3
2 点评：量价齐升，业绩再创新高	4
2.1 2025H1 铜钴产量继续提升，经营同步改善.....	4
2.2 2025Q2 单季度铜销量环比大幅增长，钴量减价升.....	8
2.3 管理层调整，迈向新篇章.....	11
2.4 项目跟踪：刚果金“双子星”+厄瓜多尔金矿，持续成长.....	13
3 盈利预测与投资建议	16
4 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 事件：公司发布 2025 年半年报

2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 947.73 亿元，同比减少 7.83%，实现归母净利润 86.71 亿元，同比增长 60.07%，实现扣非归母净利润 87.24 亿元，同比增长 55.08%。

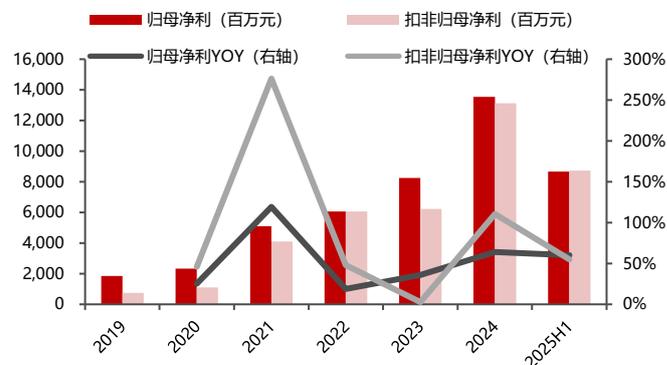
单季度看，2025Q2 公司实现营业收入 487.67 亿元，同比减少 13.99%，环比增长 6.00%，实现归母净利润 47.25 亿元，同比增长 41.24%，环比增长 19.75%，扣非归母净利润 47.96 亿元，同比增长 35.71%，环比增长 22.10%。业绩符合此前业绩预告。

图1：2025H1，公司实现营收 947.73 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2025H1，公司实现归母净利润 86.71 亿元



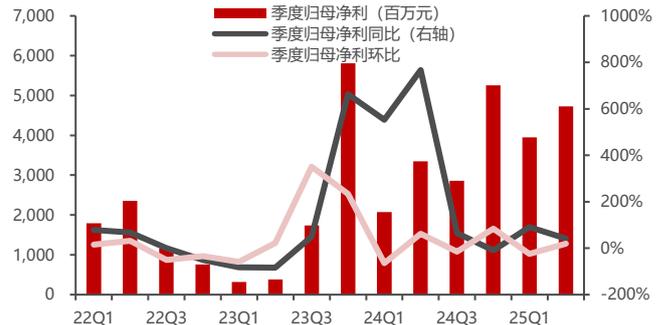
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2025Q2，公司实现营收 487.67 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2025Q2，公司实现归母净利润 47.25 亿元



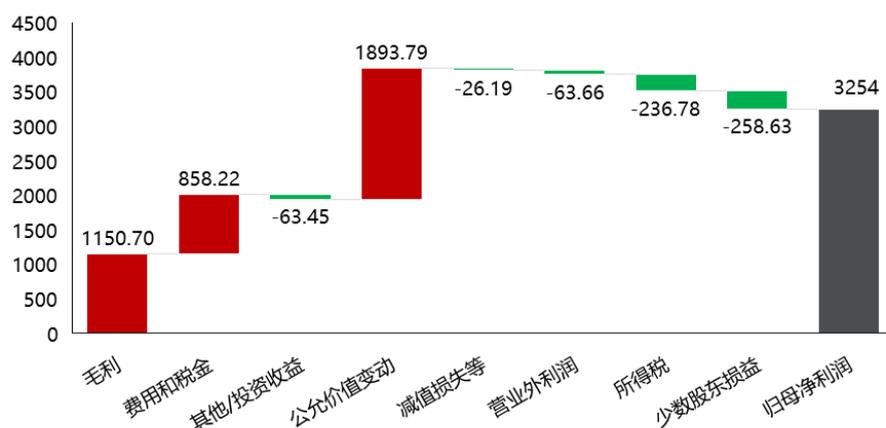
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 点评：量价齐升，业绩再创新高

2.1 2025H1 铜钴产量继续提升，经营同步改善

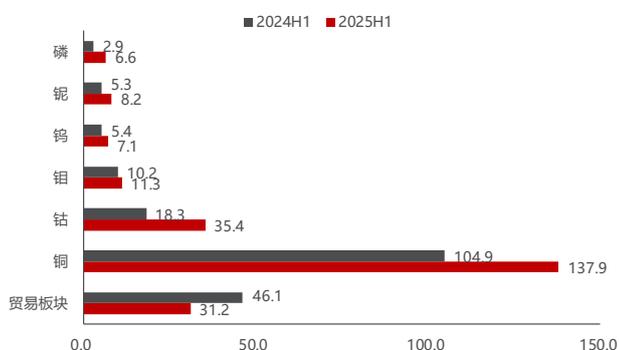
2025 年上半年，公司实现营收 947.73 亿元，同比下降 7.83%；归母净利润 86.71 亿元，同比增长 60.07%。业绩同比增长主要是毛利增长、费用节约及公允价值变动。毛利增长主要得益于铜钴矿销售增长及相关商品价格上升。上半年财务费用 9.79 亿，同比减少 43.96%，大幅下降，主要因借款规模同比下降，本期利息支出较上年同期减少；公允价值变动同比增利 18.94 亿元，主要是本期基本金属贸易业务衍生工具公允价值变动收益同比上升。主要减利项则为所得税和少数股东权益。

图5：2025 年 H1 归母净利润变化拆分（单位：百万元）



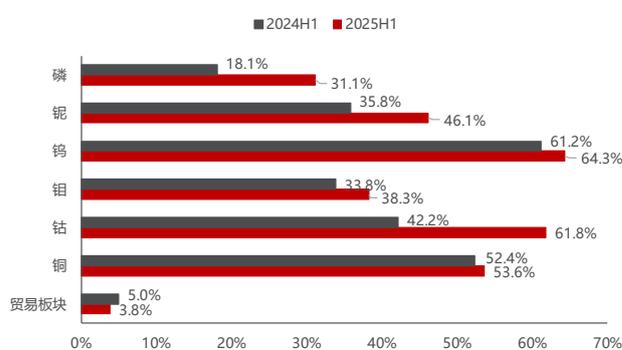
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2025H1 铜钴板块毛利增长提升整体盈利（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2025H1 贸易板块毛利率下降其余均上升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

价：金属价格涨跌互现，年内铜均价上涨幅度可观，磷、钴价上升明显，公司矿山业务毛利率整体提升 5.56pct 至 52.42%。

- ✓ 铜钴板块：上半年铜价继续上升，毛利率升至 53.6%，全年均价上涨幅度可观，钴价上升明显，毛利率高达 61.8%。2025H1，阴极铜/金属钴年均价分别为 9431.05 美元/吨和 13.16 美元/磅，分别同比变化+3.75%和+7.69%，相应板块营收为 314.46 亿元 (KFM+TFM)，主要得益于铜钴价格提升。
- ✓ 其他板块：钨价、磷价上升明显，钼价持稳运行。国内钼钨板块中，钼铁价格同比变化+1.37%，钨价格涨幅明显，钼钨矿山均有减产，供需格局紧张。巴西铌磷板块中，铌铁/磷酸一钼年均价分别-0.17%/+18.60%。
- ✓ 贸易板块：营收减少 12.45%至 821.67 亿元，毛利率增长至 2.35%。

表1：公司相关产品市场价格情况

产品		2025H1	2024H1	同比 (%)
铜	铜 (美元/吨)	9431.05	9090.47	3.75%
钴	钴 (美元/磅)	13.16	12.22	7.69%
	氢氧化钴折价系数 (%)	69.1	55.77	23.90%
钼	钼铁 (人民币万元/吨)	22.88	22.57	1.37%
钨	APT (美元/吨度)	22.23	19.78	12.39%
铌	铌铁 (美元/公斤铌)	45.87	45.95	-0.17%
磷	磷酸一钼 (美元/吨)	677.6	571.4	18.60%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：各控股子公司盈利情况 (单位：亿元)

公司名称	所属矿山/业务	持有权益	营业收入 (亿元)		
			2025H1	2024H1	同比
TF Holdings Limited	刚果 (金) 铜钴业务	80%	186.87	144.50	29.32%
KFM Holdings Limited		71%	108.01	82.81	30.42%
CMOC Brasil	巴西铌磷业务	100%	37.22	31.22	19.21%
IXM	全球贸易业务	100%	821.67	938.52	-12.45%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

量：各产品产量和贸易量完成度均超过年度产量指引中值的一半。铜产量完成度最高，为 56.1%；其次是钨，为 55.7%。

- ✓ **铜钴板块：**刚果 (金) TFM 和 KFM 生产均实现“时间过半、任务超半”。TFM 中区运营效率提升，东区产能持续释放。公司 2025H1 铜钴板块铜/钴金属产量分别为 35.36/6.11 万吨，同比增长 12.68%/13.05%，完成全年计划 (指引中值) 的 56.1%/55.5%。2025 年上半年，公司在刚果 (金) 整体拥有 6 条生产线、65 万吨以上的年产铜能力。其中，新项目稳步推进，TFM 完成相关勘探矿体的地质建模工作，KFM 二期工程积极筹备中。报告期内，矿山端实现营业收入 314.46 亿元，同比增长 29.05%，营业成本 141.12 亿元。
- ✓ **钼钨板块：**钼钨产量均有下降，选矿回收率同比提升。2025H1 钼/钨金属产量分别为 6989/3948 吨，同比下降-4.90%/-1.79%，完成全年计划 (指引中

值)的51.9%/55.7%。公司精进工艺流程,强化成本管控,优化药剂研究和工艺管理,钼选矿和钨选矿回收率同比提升;钼铁成本同比下降。报告期内,该板块抓住市场契机,矿山端实现营业收入40.6亿元,同比增长4.71%;营业成本22.19亿元,同比下降4.67%。

- ✓ **钼磷板块:** 钼磷板块产量、回收率和销量均超计划预算。2025H1钼/磷产量分别为5231吨/58.26万吨,同比+2.94%/-0.12%,完成全年计划(指引中值)的52.0%/50.7%。
- ✓ **贸易板块:** 贸易金属量略超指引中值。2025H1实物贸易量达214.53万吨,同比减少28.96%。2025年贸易量指引中值425万吨,较2024年指引中值下降29.41%。

表3: 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)	2025H1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)KFM	60-66	35.36	63	56.1%
钴金属(TFM及KFM)	铜钴业务	10-12	6.11	11	55.5%
钼金属	中国钼钨业务	1.2-1.5	0.7	1.35	51.9%
钨金属(不含豫鹭矿业)		0.65-0.75	0.39	0.7	55.7%
铌金属	巴西铌磷业务	0.95-1.05	0.52	1	52.0%
磷肥(HA+LA)		105-125	58.26	115	50.7%
实物贸易量	贸易业务	400-450	214.53	425	50.5%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

2025H1,公司主要产品销量表现分化,其中钨、铌及磷肥销售实现较好增长,而钴及精炼金属产品销量同比下滑显著,钴销售主要是受到刚果金政府禁止钴出口禁令的影响。受益于部分产品产量提升,磷肥销量增长突出,2025年上半年公司实现磷肥销量58.88万吨,同比增长9.25%;钴销量4.62万吨,同比下降9.27%。库存方面,磷肥和钴库存同比大幅上升,其余多数产品库存同比下降。

表4: 2025H1销量和库存变化情况

主要产品	单位	销售量			库存		
		2025H1	2024H1	同比(%)	2025H1	2024H1	同比(%)
钼	吨	7239	7185	0.75%	997	980	1.73%
钨	吨	4277	3994	7.09%	901	1101	-18.17%
铌	吨	5462	5178	5.48%	596	735	-18.91%
磷肥(HA+LA)	吨	588775	538932	9.25%	197213	133233	48.02%
铜(TFM)	吨	322616	311806	3.47%	131363	141751	-7.33%
钴(TFM)	吨	46202	50921	-9.27%	57255	40215	42.37%
精矿产品	吨	1640530	1710308	-4.08%	195355	270110	-27.68%
精炼金属产品	吨	504789	1056238	-52.21%	169309	285222	-40.64%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

板块表现：铜钴大幅增长，钼钨略有下滑，铌磷稳中有升。

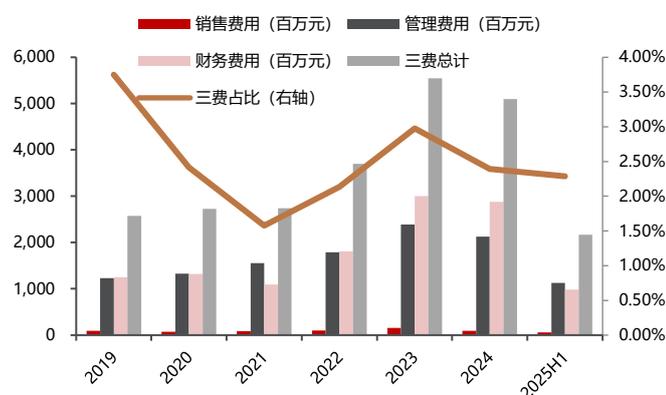
- ✓ **钼钨板块：量价齐升，盈利稳健增长。** 2025 年上半年，公司钼、钨产品价格同比上涨，带动板块营收与盈利能力提升。钼钨板块贡献稳定，毛利水平保持稳健增长。
- ✓ **铜钴板块：核心支柱地位稳固，毛利贡献显著提升。** 作为公司第一大盈利来源，2025H1 铜产品实现营业收入 257.18 亿元，毛利 137.93 亿元，毛利率达 53.63%，同比提升 1.27 个百分点，主要受益于铜价高位运行及稳定的销量增长 (TFM 铜销量 32.26 万吨，同比+3.47%)。钴产品 (TFM) 销量 4.62 万吨，虽同比有所下滑，但板块整体盈利强劲。
- ✓ **铌磷板块：量利齐升，毛利大幅增长。** 2025H1 磷产品营业收入 21.14 亿元，毛利 6.57 亿元，毛利率大幅提升至 31.07% (同比+12.97 个百分点)，实现显著增长。铌产品销量 5462 吨，同比增长 5.48%，库存同比下降 18.91%。

表5：公司分板块财务数据

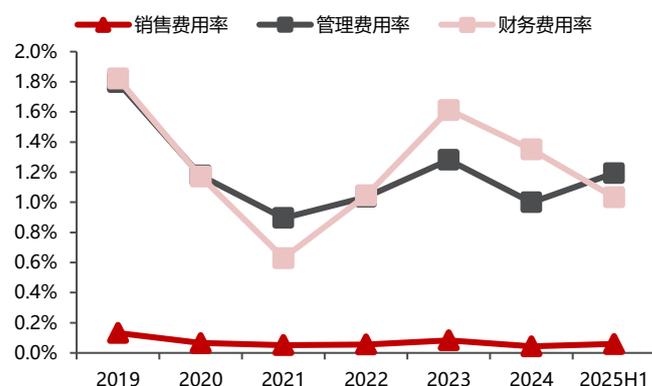
分产品	营业收入 (亿元)		营业成本 (亿元)		毛利 (亿元)		毛利率 (%)	
	2025H1	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1	2024H1
钼	29.54	30.02	18.24	19.86	11.31	10.15	38.28%	33.83%
钨	11.09	8.79	3.96	3.41	7.14	5.38	64.34%	61.17%
钼钨合计	40.64	38.81	22.19	23.28	18.45	15.53	45.39%	40.02%
铜	257.18	200.26	119.25	95.41	137.93	104.85	53.63%	52.36%
钴	57.28	43.42	21.87	25.11	35.42	18.31	61.83%	42.17%
铜钴合计	314.46	243.68	141.12	120.52	173.35	123.16	55.12%	50.54%
铌	17.79	14.85	9.59	9.54	8.20	5.32	46.10%	35.78%
磷	21.14	16.26	14.57	13.32	6.57	2.94	31.07%	18.10%
铌磷合计	38.92	31.12	24.16	22.86	14.77	8.26	37.94%	26.54%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

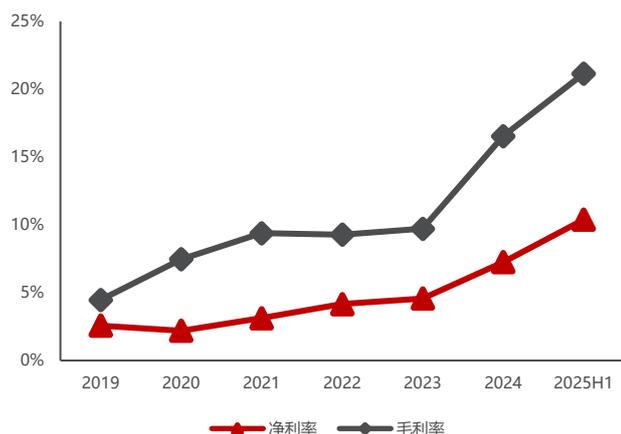
2025 年 H1 公司期间三费为 21.66 亿元，同比减少 8.02 亿元，主要是财务费用大幅下降。 其中，销售费用 0.57 亿元，同比增加 0.02 亿元；管理费用 11.30 亿元，同比减少 0.36 亿元。财务费用 9.79 亿元，同比减少 7.69 亿元，主因借款规模同比下降，本期利息支出较上年同期减少。2025H1 资产负债率较 2024 年底增长 0.63ct 至 50.15%。

图8：公司期间费用情况


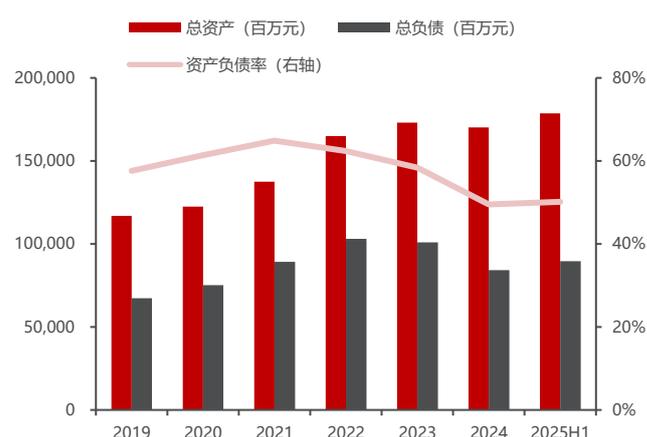
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：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10：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

图11：公司资产负债率情况


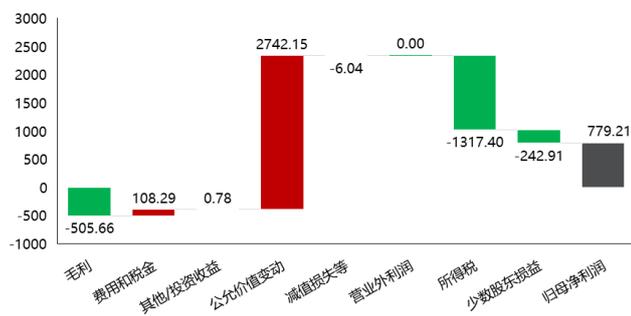
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 2025Q2 单季度铜销量环比大幅增长，钴量减价升

同比来看, 2025Q2 v.s. 2024Q2: 2025Q2, 公司归母净利润同比增加 13.80 亿元。增利主要来自于公允价值变动 (+38.79 亿元) 和费用及税金的减少 (+5.49 亿元)。而减利项主要来自于毛利的下降 (-32.25 亿元)、毛利下降主要是钴二季度销售受到影响, 同时去年二季度铜价处于历史高位。

环比来看, 2025Q2 v.s. 2025Q1: 2025Q2, 公司归母净利润环比增加 7.79 亿元。增利主要来自于公允价值变动 (+27.42 亿元)。减利项主要来自于毛利的下降 (-5.06 亿元)、所得税的增加 (-13.17 亿元)。

图12: 2025Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图13: 2025Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

价: 二季度价格维持高位运行, 金属钴价格明显上涨。

- ✓ **铜钴板块:** 2025 年 Q2, 阴极铜/金属钴价格分别为 9524 美元/吨和 15.8 美元/磅, 同比分别变化-2.3%和 22.1%, 环比分别变化+3.6%和 44.6%。受刚果(金)钴出口禁令及市场库存水平下降影响, 钴市场维持高位运行。
- ✓ **其他板块:** 2025Q2 钨价、钼价、磷价、铌价分别同比变化+10.4%、-2.0%、+25.7%、+15.1%。国内钼钨板块中, 黑钨精矿价格同比增长 10.4%, 环比增长 12.3%, 钨价有望继续维持在历史较高区间; 巴西铌磷板块中, 铌铁/磷酸一铌价格同比分别+15.1%/+25.7%, 环比分别变化+10.7%/+15.9%。

表6: 主要产品季度价格变化

产品	2025Q2	2025Q1	环比 (%)	2024Q2	同比 (%)	
钼	钼精矿 (元/吨度)	3571	3686	-3.1%	3644	-2.0%
钨	黑钨精矿 (元/吨)	159183	141795.1	12.3%	144201.8	10.4%
铜	阴极铜 (美元/吨)	9524	9193	3.6%	9753	-2.3%
钴	金属钴 (美元/磅)	15.8	11	44.6%	13	22.1%
铌	铌铁 (元/吨)	290504	262500	10.7%	252373	15.1%
磷	磷酸一铌 (美元/吨)	677	584.1	15.9%	538.6	25.7%

资料来源: Wind, 亚洲金属网, 镍钴网, 民生证券研究院

量: 铜磷 Q2 产销量同比增长较多, 钴销量同比下滑。

- ✓ **铜钴板块:** 公司 2025 年 Q2 铜钴板块铜/钴金属产量分别为 18.30/3.07 万吨, 环比分别增长 7.28%/0.81%, 同比分别增长 10.04%/6.37%。公司 2025 年 Q2 铜钴板块铜/钴金属销量分别为 19.88/2.20 万吨, 环比分别变化+60.52%/-9.23%, 同比分别变化+6.72%/-17.49%。
- ✓ **钼钨板块:** 2025 年 Q2 钼/钨金属产量分别为 3648/1955 吨, 环比变化+9.19%和-1.91%, 同比变化-5.86%和-6.86%。

- ✓ 铌磷板块：2025 年 Q2 铌/磷产量分别为 2615/303168 吨，环比变化-0.04%/+8.49%，同比变化+1.51%和-0.45%。
- ✓ 贸易板块：2025 年 Q2 精矿和精炼金属销量分别达 84.69/29.99 万吨，环比+6.71%/+46.40%，同比-10.00%/-26.33%。

表7：2025Q2 主要产品产量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2025Q2	2025Q1	环比 (%)	2024Q2	同比 (%)
钼	吨	3648	3341	9.19%	3875	-5.86%
钨	吨	1955	1993	-1.91%	2099	-6.86%
铌	吨	2615	2616	-0.04%	2576	1.51%
磷肥 (HA+LA)	吨	303168	279453	8.49%	304545	-0.45%
铜 (TFM+KFM)	吨	182996	170574	7.28%	166294	10.04%
钴 (TFM+KFM)	吨	30659	30414	0.81%	28822	6.37%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8：2025Q2 主要产品销量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2025Q2	2025Q1	环比 (%)	2024Q2	同比 (%)
钼	吨	3801	3438	10.56%	3777	0.64%
钨	吨	2284	1993	14.60%	2221	2.84%
铌	吨	2733	2729	0.15%	2671	2.32%
磷肥 (HA+LA)	吨	359123	229652	56.38%	309823	15.91%
铜 (TFM+KFM)	吨	198780	123836	60.52%	186260	6.72%
钴 (TFM+KFM)	吨	21983	24219	-9.23%	26644	-17.49%
精矿产品	吨	846875	793655	6.71%	940972	-10.00%
精炼金属产品	吨	299921	204868	46.40%	407133	-26.33%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：销售量为最终对外销售实现量

2.3 管理层调整，迈向新篇章

公司管理层大幅调整。公司此前发布公告，董事长袁宏林和副董事长、首席投资官李朝春辞任，4月25日，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。5月30日，公司召开董事会，选举刘建锋为董事长，增聘陈兴珪为集团副总裁兼首席财务官。

表9：公司新管理层履历

姓名	职位	履历
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。
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。
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。
陈兴珪	副总裁，首席财务官	毕业于北京航空航天大学，获材料科学专业硕士，清华大学经管学院工商管理硕士，中欧国际工商学院高级工商管理硕士，注册会计师。自2002年起历任新希望投资有限公司助理总裁、山东新希望六和集团有限公司财务总监、希望金融董事长兼总裁、新希望六和股份有限公司副总裁、财务总监。2025年4月加入洛阳栾川钼业集团股份有限公司，目前兼任京东健康股份有限公司独立董事、审计委员会主席。具有丰富的财务体系建设运营、海内外资金规划经验和产业板块资源整合能力。
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

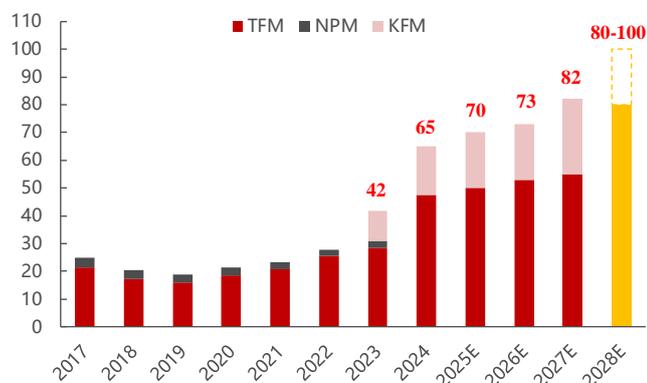
的深度认知，主动选择在公司历史最佳业绩表现之下进行的一次全面组织升级工作，是公司居安思危、永不满足、反思求变公司精神的集中体现。此次组织升级工作实际上是在新的历史阶段对组织和管理干部的一次全面梳理和革新，标志着过去阶段性、功能性的管理团队时代彻底结束，此后要构建起现代化矿业企业精细化的管理方式。因此率先充实核心管理团队，再由新的领导班子为起点夯实中层和一线运营管理者，形成一个富有理想且脚踏实地的务实团队，为洛阳钼业新一轮发展打好基础。**人员调整到位后，后续新的员工持股或也值得期待。**

2.4 项目跟踪：刚果金“双子星”+厄瓜多尔金矿，持续成长

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2025-2027年公司铜产量将达到70/73/82万吨，钴产量将达到12.5/12.8/15.3万吨。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（实际目前以达成）。TFM中区治理取得阶段性成果，东区产能持续释放，产品质量得到较大提升，成本较去年显著下降；KFM持续稳定高产，成本继续下降，新建设项目正在积极筹备中。刚果（金）Heshima水电站及新能源电力项目顺利推进，为未来产能提升提供长期稳定的能源保障。

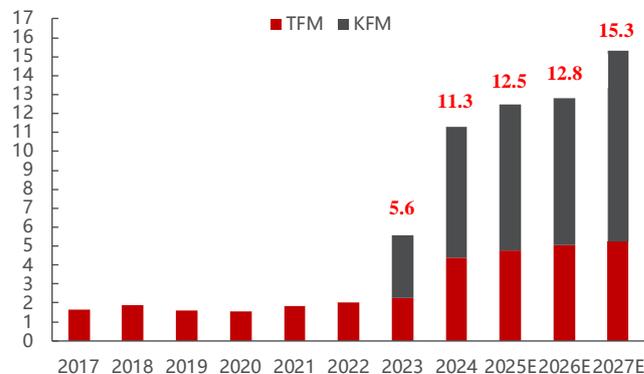
展望下半年，公司计划继续深化改革，提升运营效率。TFM中区巩固选冶工艺优化成果，东区促进17K工艺调整等技改项目落地，进一步提产能，降成本；KFM加快推进专项活动，改善产品工艺，加大勘探力度，增加资源储备。

图14：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15：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10：2021-2028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	500000	530000	550000	600000
	NPM	23534	22706	25550	0	0	0	0	0
	KFM	0	0	110000	175000	200000	200000	270000	300000
	合计	232654	276992	419537	650161	700000	730000	820000	900000
	增速	9.31%	19.06%	51.46%	54.97%	7.67%	4.29%	12.33%	9.76%
	权益产量	190830	226135	331115	504816	542500	566500	632375	693750
增速	8.61%	18.50%	46.42%	52.46%	7.46%	4.42%	11.63%	9.71%	
钴	TFM	18501	20286	22500	45000	47483.9	50483.9	52483.9	57483.9
	KFM	0	0	33026	69165	77498	77498	100832	110832

合计	18501	20286	55526	114165	124982	127982	153316	168316
增速	19.86%	9.65%	173.72%	105.61%	9.48%	2.40%	19.79%	9.78%
权益产量	14801	16229	41531	85280	93205	95605	113830	124955
增速	19.86%	9.65%	155.91%	105.34%	9.29%	2.57%	19.06%	9.77%

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，NPM 于 2023 年已出售。

收购海外大型绿地金矿，开辟第二成长曲线。公司 5.81 亿加元现金收购加拿大上市公司 Lumina 黄金的 100% 股权。标的 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。

表11: 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

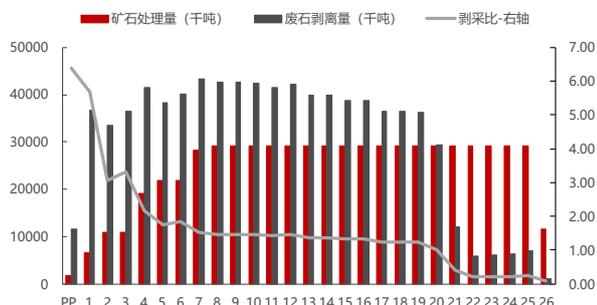
注：黄金当量的边界品位为 0.25g/t

表12: 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

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%。**根据中报预期，项目正加速证照办理和建设准备工作，计划 2029 年前投产。**

图16: 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17: 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13: 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

3 盈利预测与投资建议

考虑到金属价格上行以及产量超预期,我们上调公司 2025-2027 年盈利预测,我们预计公司归母净利润分别为 162.48、230.55、258.87 亿元, EPS 分别为 0.76、1.08 和 1.21 元, 对应最新股价 (8 月 25 日) 的 PE 分别为 16X/11X/10X, 维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司未来仍有增长项目，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、印尼、厄瓜多尔等多个国家。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	208,284	220,527	229,381
营业成本	177,774	168,160	168,534	171,922
营业税金及附加	4,135	3,957	4,190	4,358
销售费用	93	174	184	191
管理费用	2,128	2,083	2,205	2,294
研发费用	354	366	387	403
EBIT	28,496	33,664	45,153	50,344
财务费用	2,879	1,940	1,649	1,467
资产减值损失	-195	-159	-158	-161
投资收益	959	625	662	688
营业利润	25,266	31,040	44,012	49,408
营业外收支	-142	-80	-80	-80
利润总额	25,124	30,960	43,932	49,328
所得税	9,665	11,146	15,815	17,758
净利润	15,459	19,814	28,116	31,570
归属于母公司净利润	13,532	16,248	23,055	25,887
EBITDA	34,651	39,925	51,610	56,970

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	30,427	37,905	57,305	78,185
应收账款及票据	648	1,259	1,333	1,387
预付款项	1,114	1,182	1,184	1,208
存货	29,878	31,274	31,343	31,973
其他流动资产	17,107	21,680	21,977	22,191
流动资产合计	79,174	93,300	113,143	134,945
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	91,767	92,756	93,743
资产合计	170,236	185,067	205,899	228,688
短期借款	13,960	20,960	20,960	20,960
应付账款及票据	5,413	5,813	4,709	4,803
其他流动负债	26,087	27,010	27,330	27,676
流动负债合计	45,461	53,783	52,999	53,440
长期借款	9,334	3,334	3,334	3,334
其他长期负债	29,500	28,087	28,087	28,087
非流动负债合计	38,834	31,421	31,421	31,421
负债合计	84,294	85,204	84,420	84,861
股本	4,320	4,320	4,320	4,320
少数股东权益	14,919	18,486	23,547	29,229
股东权益合计	85,942	99,863	121,480	143,827
负债和股东权益合计	170,236	185,067	205,899	228,688

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	-2.23	5.88	4.01
EBIT 增长率	135.00	18.13	34.13	11.50
净利润增长率	64.03	20.07	41.90	12.28
盈利能力 (%)				
毛利率	16.55	19.26	23.58	25.05
净利润率	6.35	7.80	10.45	11.29
总资产收益率 ROA	7.95	8.78	11.20	11.32
净资产收益率 ROE	19.05	19.97	23.54	22.59
偿债能力				
流动比率	1.74	1.73	2.13	2.53
速动比率	0.95	0.97	1.36	1.74
现金比率	0.67	0.70	1.08	1.46
资产负债率 (%)	49.52	46.04	41.00	37.11
经营效率				
应收账款周转天数	1.50	1.65	2.12	2.13
存货周转天数	62.08	65.46	66.88	66.29
总资产周转率	1.24	1.17	1.13	1.06
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.76	1.08	1.21
每股净资产	3.32	3.80	4.58	5.36
每股经营现金流	1.51	1.05	1.63	1.84
每股股利	0.26	0.30	0.43	0.48
估值分析				
PE	19	16	11	10
PB	3.6	3.2	2.6	2.3
EV/EBITDA	7.52	6.53	5.05	4.58
股息收益率 (%)	2.11	2.51	3.57	4.01

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	15,459	19,814	28,116	31,570
折旧和摊销	6,155	6,261	6,457	6,627
营运资金变动	5,726	-5,808	-1,392	-648
经营活动现金流	32,387	22,448	34,947	39,290
资本开支	-4,714	-7,180	-7,371	-7,538
投资	1,415	-2,703	0	0
投资活动现金流	-1,160	-9,051	-6,709	-6,850
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-19,359	3,534	0	0
筹资活动现金流	-30,572	-5,920	-8,837	-11,560
现金净流量	1,162	7,477	19,401	20,880

插图目录

图 1: 2025H1, 公司实现营收 947.73 亿元.....	3
图 2: 2025H1, 公司实现归母净利润 86.71 亿元.....	3
图 3: 2025Q2, 公司实现营收 487.67 亿元.....	3
图 4: 2025Q2, 公司实现归母净利润 47.25 亿元.....	3
图 5: 2025 年 H1 归母净利润变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 6: 2025H1 铜钴板块毛利增长提升整体盈利 (单位: 亿元)	4
图 7: 2025H1 贸易板块毛利率下降其余均上升.....	4
图 8: 公司期间费用情况.....	8
图 9: 公司期间费用率情况.....	8
图 10: 公司整体毛利率、净利率情况.....	8
图 11: 公司资产负债率情况.....	8
图 12: 2025Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	9
图 13: 2025Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	9
图 14: 公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨 (单位: 万吨)	13
图 15: 公司钴产量预测 (单位: 万吨)	13
图 16: 项目生产周期内产量及剥采比变化.....	15
图 17: 项目生产周期内产量情况.....	15

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司相关产品市场价格情况.....	5
表 2: 各控股子公司盈利情况 (单位: 亿元)	5
表 3: 2025 年产量指引完成情况.....	6
表 4: 2025H1 销量和库存变化情况.....	6
表 5: 公司分版块财务数据.....	7
表 6: 主要产品季度价格变化.....	9
表 7: 2025Q2 主要产品产量同比、环比变化情况.....	10
表 8: 2025Q2 主要产品销量同比、环比变化情况.....	10
表 9: 公司新管理层履历.....	11
表 10: 2021-2028 年铜钴历史产量及预测 (单位: 吨)	13
表 11: Cangrejos 和 Gran Bestia 矿坑的资源量情况.....	14
表 12: Cangrejos 的储量情况.....	14
表 13: 项目 IRR 和 NPV 的价格弹性测算.....	15
公司财务报表数据预测汇总.....	18

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。本报告清晰准确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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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