

# 洛阳钼业 (603993.SH)

完成金矿收购，铜产品量价齐增

优于大市

## 核心观点

**2025H1 公司归母净利润同比增长 60%**。2025H1 公司实现归母净利润 86.7 亿元 (+60.%)，扣非归母净利润 87.2 亿元 (+55.1%)，经营性净现金流 120.1 亿元。2025Q2 公司归母净利润 47.3 亿元 (同比+41.2%，环比+19.7%)，扣非归母净利润 48.0 亿元 (同比+35.7%，环比+22.1%)。公司盈利增长主因铜钴价格上涨，叠加铜钴产量增加。

**所有产品完成“时间过半，任务超半”**：Q2 铜产量 18.3 万吨 (同比+10%，环比+7.3%)，Q2 铜销量 19.9 万吨 (同比+6.7%，环比+60.5%)，销量环比大增主因非洲物流时滞，销售了部分一季度库存；Q2 钴产量 3.07 万吨 (同比+6.4%，环比+0.8%)，Q2 钴销量 2.2 万吨 (同比-17.5%，环比-9.2%)，钴销售下滑主因刚果金自 2 月 21 日对钴出口禁令，销售的是一季度库存。成本端，二季度铜产销差比较小，可以用营业成本/销量计算铜生产成本 3.2 万元/吨，在刚果金的铜矿中等偏高，后续仍有降本空间。

**公司正在为迈向百万吨级铜产量目标积极布局**。勘探业务方面，继续 TFM 和 KFM 深边部补充勘探。配套电力，建设刚果 (金) Heshima 水电站及新能源电力项目顺利推进，为未来产能提供长期稳定的能源保障。

**风险提示**：铜价下跌风险、扩产项目进度延后风险。

**投资建议**：维持“优于大市”评级

自 2023 年开始公司进入产量释放年，是全球大型铜矿企中少有的保持铜高增长的企业，随着 KFM 二期及 TFM 三期在 2027 年后陆续投产，2028 年后公司铜产量有望达到 80-100 万吨，并且厄瓜多尔黄金项目投产。假设 2025-2027 年铜现货结算价均为 78500 元/吨 (原值 78000 元/吨)，钴金属价格维持 24 万元/吨 (原值 21 万元/吨)，氢氧化钴折价系数 70%，刚果金出口配额 70%。预计 2025-2027 年归母净利润 163.15/177.52/189.24 亿元 (原预测值 152.2/172.5/199.5 亿元)，同比增速 20.6/8.8/6.6%；摊薄 EPS 分别为 0.76/0.83/0.88，当前股价对应 PE 分别为 15.9/14.6/13.7X。公司拥有全球顶级铜钴矿山，两大世界级项目扩产将使公司铜产量迈向百万吨，对铜价和钴价具备高业绩弹性，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	186,269	213,029	255,968	261,088	266,141
(+/-%)	7.7%	14.4%	20.2%	2.0%	1.9%
净利润 (百万元)	8250	13532	16315	17752	18924
(+/-%)	36.0%	64.0%	20.6%	8.8%	6.6%
每股收益 (元)	0.38	0.63	0.76	0.83	0.88
EBIT Margin	6.5%	13.4%	13.0%	14.0%	14.7%
净资产收益率 (ROE)	13.9%	19.1%	20.6%	20.2%	19.4%
市盈率 (PE)	31.4	19.1	15.9	14.6	13.7
EV/EBITDA	24.2	10.0	9.3	8.4	7.8
市净率 (PB)	4.35	3.65	3.27	2.94	2.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

### 基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	12.05 元
总市值/流通市值	257801/257801 百万元
52 周最高价/最低价	12.21/5.91 元
近 3 个月日均成交额	1740.80 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《洛阳钼业 (603993.SH) - 主力矿山降本增效，扩产计划稳步推进》——2025-03-26
- 《洛阳钼业 (603993.SH) - 主力矿山满产超产，扩产计划稳步推进》——2024-10-30
- 《洛阳钼业 (603993.SH) - 主力矿山满产，铜板块量价齐增》——2024-08-27
- 《洛阳钼业 (603993.SH) - 重要项目建成投产，未来 5 年铜产量有望迈向百万吨》——2024-04-02
- 《洛阳钼业 (603993.SH) - 发布 2024 年产量指引，有望跻身全球前十大铜生产商》——2024-01-21

**2025H1 公司归母净利润同比增长 60%。**2025H1 公司实现归母净利润 86.7 亿元（+60.%），扣非归母净利润 87.2 亿元（+55.1%），经营性净现金流 120.1 亿元。2025Q2 公司归母净利润 47.3 亿元（同比+41.2%，环比+19.7%），扣非归母净利润 48.0 亿元（同比+35.7%，环比+22.1%）。公司盈利增长主因铜钴价格上涨，叠加铜钴产量增加。2025 年上半年公司成功完成厄瓜多尔凯歌豪斯金矿收购并快速推进开发工作，计划 2029 年前投产。

表1: 洛阳钼业矿产品季度产量（吨）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
铜	147,494	166,294	162,261	174,112	170,574	182,996
钴	25,202	28,822	30,698	29,443	30,414	30,659
钼	3,474	3,875	3,985	4,062	3,341	3,648
钨	1,921	2,099	2,109	2,159	1,993	1,955
铌	2,506	2,576	2,600	2,342	2,616	2,615
磷肥	278,793	304,545	312,217	284,937	279,453	303,168

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

所有产品完成“时间过半，任务超半”：Q2 铜产量 18.3 万吨（同比+10%，环比+7.3%），Q2 铜销量 19.9 万吨（同比+6.7%，环比+60.5%），销量环比大增主因非洲物流时滞，销售了部分一季度库存；Q2 钴产量 3.07 万吨（同比+6.4%，环比+0.8%），Q2 钴销量 2.2 万吨（同比-17.5%，环比-9.2%），钴销售下滑主因刚果金自 2 月 21 日对钴出口禁令，销售的是一季度库存。

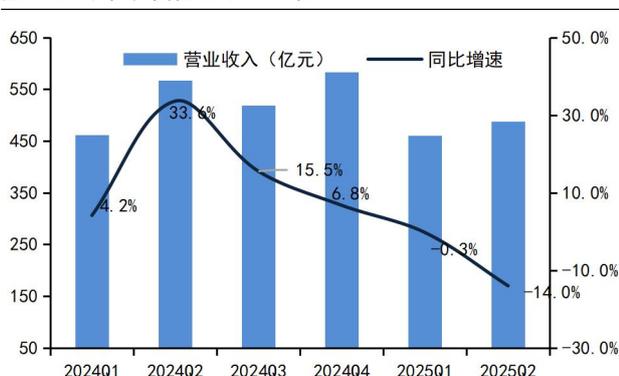
成本：二季度铜产销差比较小，可以用营业成本/销量计算铜生产成本 3.2 万元/吨，在刚果金的铜矿中等偏高，后续仍有降本空间。

表2: 2025Q2 公司主要产品销售情况（元/吨）

	销量（吨）	售价	成本	毛利
铜	198,780	66,918	32,015	34,903
钴	21,983	88,705	33,162	55,543
钼	3,801	422,257	256,248	166,009
钨	2,284	267,513	98,074	169,440
铌	2,733	333,699	172,704	160,995
磷	359,123	3,536	2,345	1,192

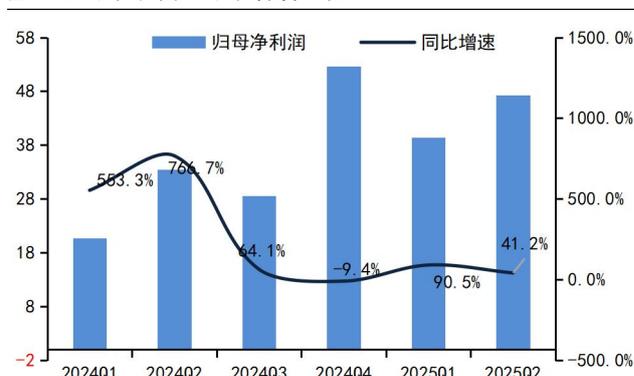
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1: 公司单季度营业收入（亿元）



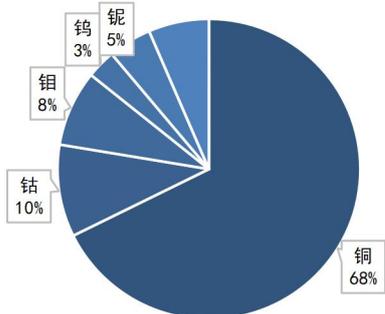
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度归母净利润（亿元）



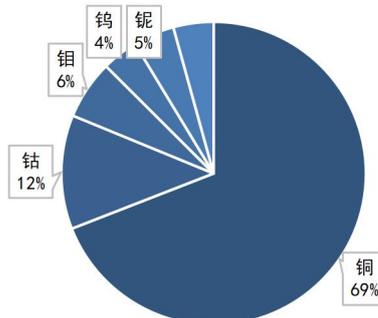
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2025Q2 公司矿山板块营业收入构成



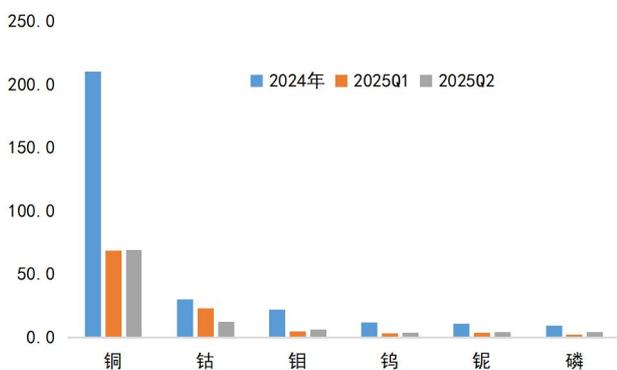
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2025Q2 公司矿山板块毛利润构成



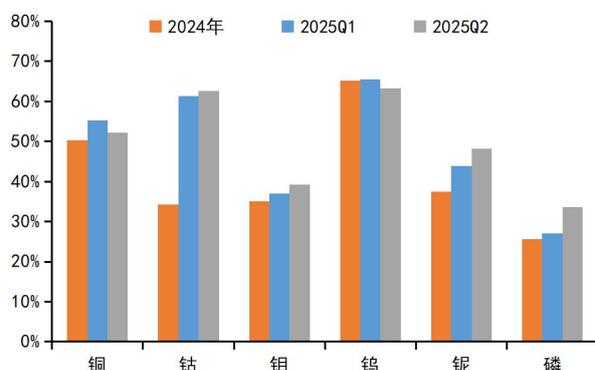
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 洛阳钼业矿山采掘板块毛利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 洛阳钼业分产品毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司正在为迈向百万吨级铜产量目标积极布局。勘探业务方面，继续 TFM 和 KFM 深边部补充勘探。配套电力，建设刚果（金）Heshima 水电站及新能源电力项目顺利推进，为未来产能提供长期稳定的能源保障。

随着铜产量攀升，公司对铜价具备越来越高的盈利弹性，如 2025 年，铜价每上涨 5000 元/吨，公司归母净利润增加 14 亿元。

表3: 不同铜钴价格假设下公司 2025 年归母净利润 (亿元)

		铜价 (元/吨)				
		70,000	75,000	78,000	85,000	90,000
钴价 (元/吨)	150,000	126.7	140.6	154.5	168.5	182.4
	180,000	131.0	144.9	158.8	172.7	186.6
	210,000	135.2	149.1	163.1	177.0	190.9
	240,000	139.5	153.4	167.3	181.2	195.2
	270,000	143.7	157.7	171.6	185.5	199.4

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所测算

**投资建议:** 自 2023 年开始公司进入产量释放年，是全球大型铜矿企中少有的保持铜高增长的企业，随着 KFM 二期及 TFM 三期在 2027 年后陆续投产，2028 年后公司铜产量有望达到 80-100 万吨，并且厄瓜多尔黄金项目投产。假设 2025-2027 年铜现货结算价均为 78500 元/吨（原值 78000 元/吨），钴金属价格维持 24 万元

/吨（原值 21 万元/吨），氢氧化钴折价系数 70%，刚果金出口配额 70%。预计 2025-2027 年归母净利润 163.15/177.52/189.24 亿元（原预测值 152.2/172.5/199.5 亿元），同比增速 20.6/8.8/6.6%；摊薄 EPS 分别为 0.76/0.83/0.88，当前股价对应 PE 分别为 15.9/14.6/13.7X。公司拥有全球顶级铜钴矿山，两大世界级项目扩产将使公司铜产量迈向百万吨，对铜价和钴价具备高业绩弹性，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	30716	30427	30000	35562	46153	营业收入	186269	213029	255968	261088	266141
应收款项	5108	5685	7714	7868	8021	营业成本	168158	177774	215911	217380	219459
存货净额	31430	29878	44223	44485	44843	营业税金及附加	3084	4135	4180	4692	4985
其他流动资产	7016	6005	15358	15665	15968	销售费用	155	93	112	114	116
<b>流动资产合计</b>	<b>83648</b>	<b>79174</b>	<b>104474</b>	<b>110759</b>	<b>122164</b>	管理费用	2387	2128	2048	2089	2129
固定资产	46225	48477	52179	55190	57576	研发费用	327	354	384	392	399
无形资产及其他	22960	21651	20786	19921	19056	财务费用	3004	2879	2560	2611	2661
投资性房地产	17913	17651	17651	17651	17651	投资收益	2483	959	1000	1000	1000
长期股权投资	2229	3283	3583	3883	4183	资产减值及公允价值变动	1540	(1571)	(1400)	(1400)	(1400)
<b>资产总计</b>	<b>172975</b>	<b>170236</b>	<b>198674</b>	<b>207404</b>	<b>220630</b>	其他收入	(216)	(142)	(384)	(392)	(399)
短期借款及交易性金融负债	28724	20171	33600	30000	30000	营业利润	13288	25266	30374	33411	35993
应付款项	4698	5413	5307	5338	5381	营业外净收支	(80)	(142)	0	0	0
其他流动负债	15558	19876	23816	23961	24158	<b>利润总额</b>	<b>13208</b>	<b>25124</b>	<b>30374</b>	<b>33411</b>	<b>35993</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>48980</b>	<b>45461</b>	<b>62723</b>	<b>59299</b>	<b>59539</b>	所得税费用	4677	9665	10024	11102	12021
长期借款及应付债券	20768	9334	9334	9334	9334	少数股东损益	281	1927	4035	4557	5048
其他长期负债	31264	29500	30500	31500	32500	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8250</b>	<b>13532</b>	<b>16315</b>	<b>17752</b>	<b>18924</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>52032</b>	<b>38834</b>	<b>39834</b>	<b>40834</b>	<b>41834</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>101012</b>	<b>84294</b>	<b>102557</b>	<b>100133</b>	<b>101373</b>	净利润	8250	13532	16315	17752	18924
少数股东权益	12422	14919	16937	19215	21739	资产减值准备	75	54	26	9	9
股东权益	59540	71023	79181	88056	97518	折旧摊销	2695	5949	5737	6447	7071
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>172975</b>	<b>170236</b>	<b>198674</b>	<b>207404</b>	<b>220630</b>	公允价值变动损失	(1540)	1571	1400	1400	1400
						财务费用	3004	2879	2560	2611	2661
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(1435)	5571	(20867)	462	435
每股收益	0.38	0.63	0.76	0.83	0.88	其它	(25)	801	1991	2270	2515
每股红利	0.31	0.35	0.38	0.41	0.44	<b>经营活动现金流</b>	<b>8021</b>	<b>27478</b>	<b>4602</b>	<b>28339</b>	<b>30354</b>
每股净资产	2.77	3.30	3.68	4.10	4.54	资本开支	0	(5001)	(10001)	(10001)	(10001)
ROIC	5.88%	15.67%	18%	18%	19%	其它投资现金流	(3383)	2198	0	0	0
ROE	13.86%	19.05%	21%	20%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3677)</b>	<b>(3857)</b>	<b>(10301)</b>	<b>(10301)</b>	<b>(10301)</b>
毛利率	10%	17%	16%	17%	18%	权益性融资	796	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	13%	13%	14%	15%	负债净变化	(207)	(9434)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	16%	15%	16%	17%	支付股利、利息	(6762)	(7527)	(8158)	(8876)	(9462)
收入增长	8%	14%	20%	2%	2%	其它融资现金流	6868	10012	13429	(3600)	0
净利润增长率	36%	64%	21%	9%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(6275)</b>	<b>(23910)</b>	<b>5271</b>	<b>(12476)</b>	<b>(9462)</b>
资产负债率	66%	58%	60%	58%	56%	<b>现金净变动</b>	<b>(1931)</b>	<b>(289)</b>	<b>(427)</b>	<b>5562</b>	<b>10591</b>
股息率	2.6%	2.9%	3.1%	3.4%	3.7%	货币资金的期初余额	32648	30716	30427	30000	35562
P/E	31.4	19.1	15.9	14.6	13.7	货币资金的期末余额	30716	30427	30000	35562	46153
P/B	4.4	3.6	3.3	2.9	2.7	企业自由现金流	0	24083	(2798)	21227	23516
EV/EBITDA	24.2	10.0	9.3	8.4	7.8	权益自由现金流	0	24661	9256	16061	22085

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032