



铜钴产能跨越式扩张，资源巨擘扬帆启航

—— 洛阳钼业（603993）深度报告

有色金属分析师：华立、孙雪琪

铜钴产能跨越式扩张，资源巨擘扬帆起航

2025 年 9 月 14 日

核心观点

- **构建世界级资源矩阵，向百万吨铜产能目标迈进：**公司坐拥全球稀缺的优质铜钴矿山资产，资源储量与开发前景优异。刚果（金）TFM+KFM 两大核心矿区合计铜资源量 3,444 万吨+钴资源量 540 万吨。2024 年铜/钴产量分别达 65 万吨/11.4 万吨，位列全球前十铜生产商、并稳居全球第一大钴生产商。目前公司整体拥有 6 条生产线、65 万吨以上的年产铜能力，未来产能扩张路径清晰，2028 年铜目标产能进一步提升至 80-100 万吨。此外，公司践行多元化布局，巴西铌磷矿区、中国钨钼资产等形成抗周期资源组合；厄瓜多尔凯歌豪斯金矿（黄金资源量 638 吨）的收购继续拓展公司资源版图，预计 2029 年前投产，年产金 11.5 吨，将成为新的盈利增长极。
- **逆周期并购+低成本开发铸就资源护城河，矿贸协同形成高效赋能：**公司凭借对行业周期的深刻洞察，在金属价格低谷期锁定具备露天开采、储量大、品位高特质的世界级矿山资源，奠定成本竞争优势的基础；同时能够高效实现矿山储量到产量的转化，并以低于行业均值的开发成本快速转化产能，大多都转化为显著的业绩增长和市值提升。此外，“矿山+贸易”的现代化矿业模式是公司的差异化竞争优势，贸易平台 IXM 通过全球分销网络与金融工具应用，对公司资源端形成赋能，不仅强化了对国际金属贸易流向的洞察与调控力，也提升了在价格波动环境中的风险对冲能力和议价权。
- **铜矿供应矛盾彻底爆发且将持续存在，全球流动性改善利好铜价上扬：**铜矿生产扰动常态化对有效供给形成约束，且未来全球铜矿新投产项目有限，而冶炼产能集中释放，矿端紧缺难以改变。2025 年冶炼厂冶炼利润再度压缩，再生铜供给偏紧，海外冶炼厂陆续减停产，国内减产预期仍存，供给端约束对铜价形成支撑。全球制造业 PMI 仍具韧性，尽管贸易摩擦风险加剧或拖累后续用铜需求，但新能源转型与数据中心用铜带来需求的结构性亮点，将对冲贸易摩擦带来的冲击。铜价有望在供给约束、流动性趋松以及全球经济复苏的带动下稳步向上。
- **刚果（金）出口禁令延长引发供应收缩，看好政策调控下的钴价上涨空间：**主导全球钴供应的刚果（金）将禁令延长至 9 月底或导致至少 12.8 万吨的原料供应短缺，印尼 MHP 项目虽放量但增量难以填补缺口。6 月中国自刚果（金）钴湿法冶炼中间产品进口同比下降 41.7%，进口原料供应减少，国内产业链库存有望加速去化。此外，美国收储钴强化自主供应链、欧盟宣布“重新武装欧洲计划”，凸显钴战略价值，将带动军工领域用钴需求。若刚果（金）后续恢复钴出口并采取出口配额制度，供给有望收缩，需求端高能量密度锂电池需求保持良好增长，预计钴价长期表现向好。
- **投资建议：**公司作为全球矿业巨头，依托其世界级矿山资源和“矿山+贸易”双轮驱动模式，在铜、钴等关键金属领域占据领先地位，同时多元化资源组合抵御周期波动。伴随一系列重点项目稳步推进，未来铜钴板块有望迎来量价齐升，黄金板块亦将开启第二成长曲线，带动公司盈利和估值同步提升。预计 2025-2027 年公司归母净利润 164.6/188.8/210.4 亿元，当前股价对应 PE 各为 17.5/15.3/13.7x。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**国内经济复苏不及预期的风险；美联储降息不及预期的风险；有色金属下游需求不及预期的风险；有色金属价格大幅下跌的风险。

洛阳钼业（股票代码：603993）**推荐** **首次评级**

分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

孙雪琪

☎：021-20252048

✉：sunxueqi_yj@chinastock.com.cn

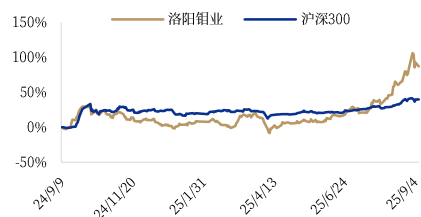
分析师登记编码：S0130525040002

市场数据

2025-9-12

股票代码	603993
A 股收盘价(元)	13.42
上证指数	3,870.60
总股本（万股）	2,139,431
实际流通 A 股(万股)	1,746,084
流通 A 股市值(亿元)	2,343

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	213028.66	215687.94	226894.87	238171.87
收入增长率%	14.37	1.25	5.20	4.97
归母净利润(百万元)	13532.04	16464.98	18877.70	21043.13
利润增速%	64.03	21.67	14.65	11.47
毛利率%	16.55	17.47	18.50	19.43
摊薄 EPS(元)	0.63	0.77	0.88	0.98
PE	21.32	17.52	15.28	13.71
PB	4.06	3.55	3.11	2.74
PS	1.35	1.34	1.27	1.21

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 矿业巨擘，构建世界级资源矩阵	5
（一） 积极拓展优质资源，推进全球化资源布局	5
（二） 民营体制高度灵活，引入宁德时代赋能长远发展	6
（三） 铜钴业务为业绩核心驱动，精益管理成果显著	7
二、 手握世界级矿山资源，铜钴增量可期	10
（一） 铜钴：资源禀赋优异，产能扩张加速推进	10
（二） 钨钼：全球领先的钨、钼生产商，技术优势显著	14
（三） 铌磷：全球第二大铌生产商及巴西境内第二大磷肥生产商，持续践行降本增效	16
（四） 黄金：资源前景潜力大，开发成本竞争优势显著	18
三、 逆周期并购铸就资源壁垒，矿贸协同高效赋能	20
（一） 逆周期并购，低成本开发	20
（二） 矿山+贸易协同发展，打造现代化矿业模式	23
四、 铜：供给叙事延续，需求逻辑提供铜上行动能	26
（一） 矿端供给约束较强，为铜价提供支撑	26
（二） 需求具备韧性，新兴领域结构性亮点依旧	29
五、 钴：原料缺口逐步显化，估价上涨空间可期	36
（一） 刚果（金）暂停钴出口，引发供给收缩	36
（二） 锂电池需求占据主导地位，电动汽车领域提供主要增量	39
六、 盈利预测与估值	42
（一） 盈利预测	42
（二） 估值与投资建议	43
七、 风险提示	45

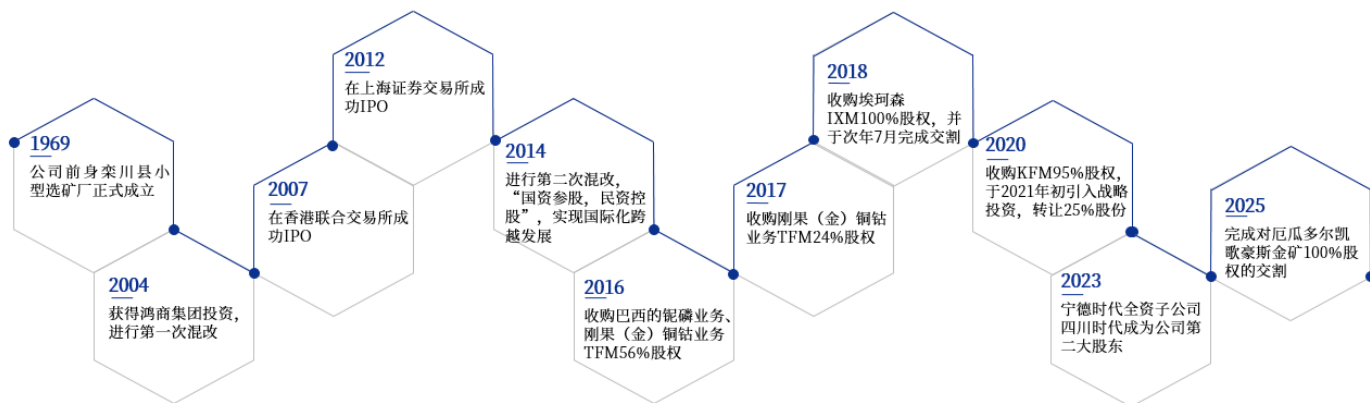
一、矿业巨擘，构建世界级资源矩阵

（一）积极拓展优质资源，推进全球化资源布局

公司最早以本土钼资源立足，后在海外持续并购优质资源，如今已发展成为世界级矿业巨头。公司从 1969 年的栾川县小型钼选矿厂起步，依托栾川县丰富的钼矿资源逐步发展。2004 年以来，公司经过三次所有制改革，经历了从国有体制、混合所有制到民营体制的变革，2007 年、2012 年分别于港交所和上交所主板上市。在过去十年，公司积极开展海外资源扩张，先后收购巴西铌磷矿、刚果（金）TFM 和 KFM 铜钴矿等优质矿山，并收购全球第三大金属贸易商埃珂森（IXM）延伸矿山产业链，2025 年收购厄瓜多尔凯歌豪斯金矿，布局版图新增黄金资源。目前公司已形成“矿山+贸易”双轮驱动模式，是全球领先的铜、钴、钼、钨、铌生产商，亦是巴西领先的磷肥生产商，同时公司金属贸易业务位居全球前列。

公司制定“三步走”发展战略：第一步是“打基础”，以洛阳的本土钼矿为依托，积累起矿业管理和资源掌控的能力；第二步是“上台阶”，通过在刚果（金）、巴西等地收购世界级资源，实现中国企业从区域性矿山向全球资源布局的跨越；第三步是“大发展”阶段，旨在创世界一流水平，更加注重多国家、多矿种、多资产的战略协同。随着位于刚果（金）的 TFM 和 KFM 两大世界级铜钴矿项目全面达产，2024 年公司矿产铜产量首次跻身全球前十，顺利完成“打基础”和“上台阶”目标。面向未来，公司将持续遵循全球矿业发展规律，在合适的时机下开展并购，持续优化全球资源版图配置。公司短期目标是基于目前所拥有的矿山，实现产能进一步跃升：预计到 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。从长远来看，公司将以资源为盾、技术为矛、产业为基，打造成为具有全球竞争力矿企。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司资源品种多元，积极推进全球化战略布局。公司积极推进全球化资源布局，资源版图分布亚洲、非洲、南美洲。在新能源金属领域，公司在刚果（金）具有铜、钴重要布局，在中国和巴西等地拥有钼、钨、铌、磷等独特稀缺的产品组合，能够较好抵御周期波动。2024 年，公司所有产品产量均超越产量指引中值，铜、钴、铌、磷产量均创历史新高。其中，2024 年公司产铜 65.02 万吨，同比增长 55%；产钴 11.42 万吨，同比增长 106%；产铌首破万吨，达 10,024 吨，同比增长 5%；磷肥产量 118 万吨，同比增长 1%；产钨 8,288 吨，同比增长 4%，产钼 15,396 吨，完成度 103%。

25H1 公司各产品产量均实现时间过半任务超半，其中，产铜 35.36 万吨，同比增长 13%，计划完成率达 56%；产钴 6.11 万吨，同比增长约 13%，计划完成率达 56%；钼、钨、铌、磷肥等产品产量均超过年度目标的 50%。

图2：公司业务分布及 2024 年产品产量

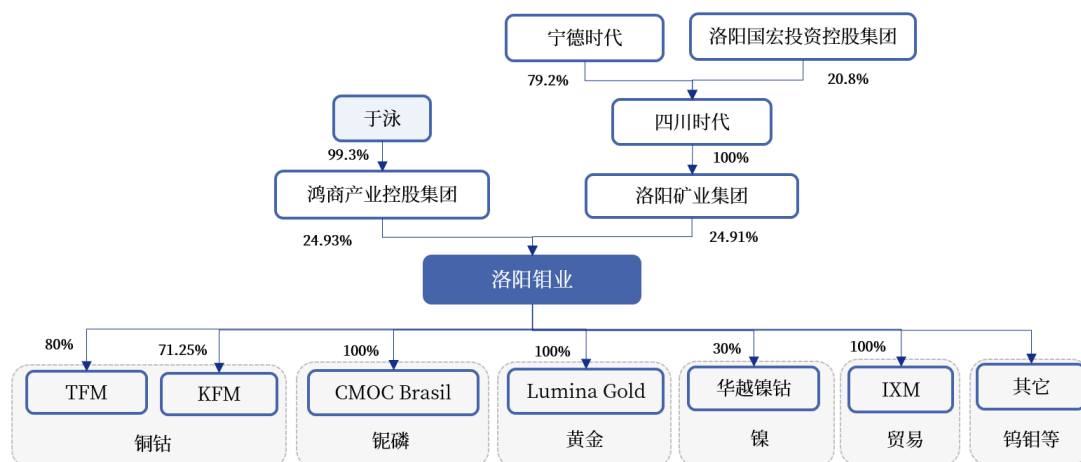


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（二）民营体制高度灵活，引入宁德时代赋能长远发展

公司控股股东为鸿商集团，引入宁德时代为第二大股东，两大股东“1+1>2”协同赋能公司长远发展。公司通过 2004 年、2014 年两次混改，实现“国资参股，民资控股”的国际化跨越发展；2022 年洛阳国宏以其持有的洛阳矿业股权增资四川时代，增持完成后宁德时代成为公司第二大股东，公司转为民营体制。公司由此建立了高度灵活、充分适应国际化要求的体制机制。截至目前，民营企业鸿商集团为公司第一大股东，持股比例为 24.93%，实控人为于泳，第二大股东宁德时代间接持股比例为 19.73%。公司两大股东实力雄厚，鸿商集团发挥战略布局与文化引领作用，宁德时代提供市场与行业资源，双方战略上高度一致，战术上紧密配合，共同打造具有韧性的全球供应链体系，保障公司长期稳定发展。

图3：公司股权结构图（截至 2025.7.16）



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

（三）铜钴业务为业绩核心驱动，精益管理成果显著

公司通过“逆周期并购+贸易协同”的战略组合，实现盈利能力的跃升。2019 年收购 IXM 后，业务结构从单一矿山采掘升级为“矿业+贸易”双轮驱动，营收规模实现跨越式增长，叠加公司在周期底部收购的优质资源项目陆续投产，公司营收从 2019 年的 686.77 亿元跃升至 2024 年的 2130.29 亿元，CAGR 达 25%。业绩方面，2019-2024 年公司归母净利润从 18.57 亿元增至 135.32 亿元，CAGR 达 49%，除 2019 年钴、铜价格持续低迷导致业绩显著下滑，其余年份基本呈波动式上涨趋势。25H1 公司实现营业收入 947.73 亿元，同比下降 8%；实现归母净利润 86.71 亿元，同比增长 60%，创同期历史新高。

图4：公司营收（亿元）及同比变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

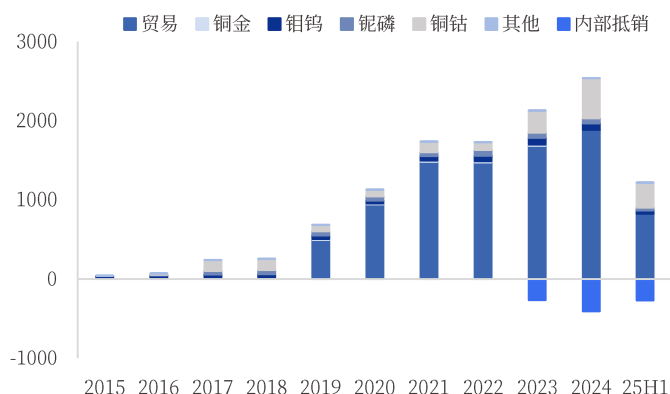
图5：公司归母净利润（亿元）及同比变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

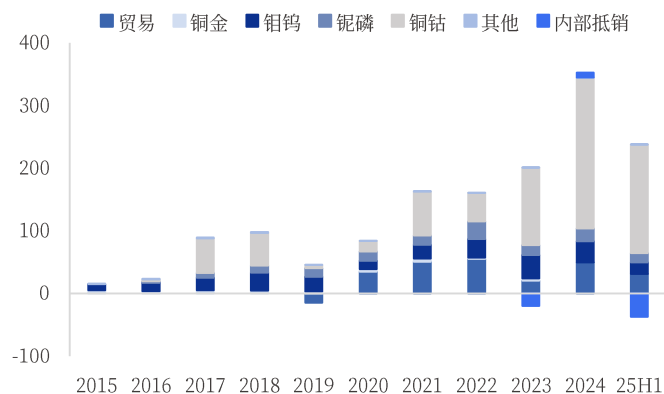
分产品来看，铜钴业务为业绩的核心来源，2025 年上半年毛利贡献超八成。自 2019 年公司收购 IXM 后，矿产贸易成为营收主要来源，2020-2024 年占比约 86%，25H1 贸易板块收入同比下降 12% 至 823.32 亿元，营收占比 87%。铜钴业务受益于刚果金 TFM/KFM 矿山铜钴销量高速增长，营收占比持续提升，从 2020 年的 7% 升至 25H1 的 33%。毛利结构上，铜钴业务亦为业绩增长的核心驱动，25H1 得益于铜钴板块量价齐升，毛利同比增长 50 亿元至 173 亿元，铌、磷、钨、钼价格上涨，带动铌磷板块毛利同比增长 6.5 亿元至 14.8 亿元，钼钨板块毛利同比增长 2.9 亿元至 18.5 亿元，25H1 铜/钴/钼/钨/铌/磷业务毛利分别占公司总毛利比例为 67%/17%/6%/4%/4%/3%，其中铜钴板块合计贡献毛利 84%。

图6：公司分产品营收情况（亿元）



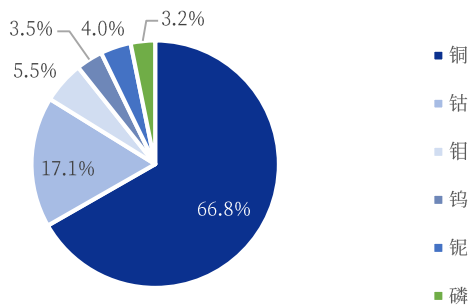
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：公司分产品毛利情况（亿元）



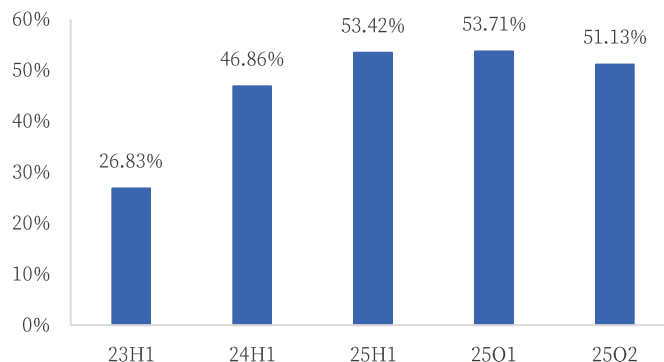
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：25H1 公司矿产品毛利占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

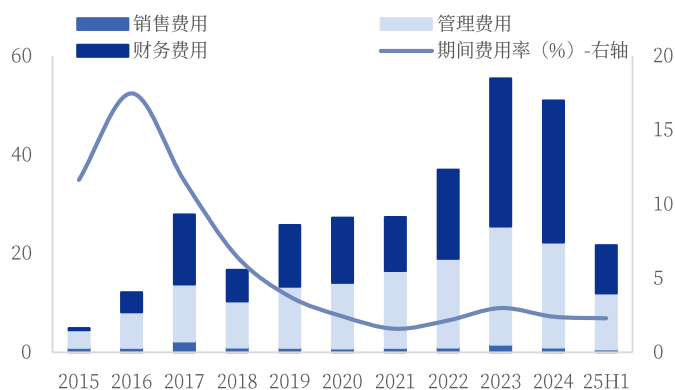
图9：公司矿业板块毛利率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司以降本增效为抓手，加强生产运营的精细化管理，期间费用率持续优化，现金流状况优异。公司期间费用率由 2016 年的 17.47% 稳步降至 2024 年的 2.39%，25H1 进一步下降至 2.29%。公司继续落实各项精益管理措施，优化组织架构并提升管理效能，25H1 管理费用同比下降 3%，同时通过资金板块动态调整资金和债务的结构及规模，通过提高资金使用效率，有效降低整体财务费用至 25H1 的 9.79 亿元，同比下降 44%。公司过去三年的经营性净现金均保持增长态势，公司 TFM 和 KFM 两个重大项目建设的资本性支出均来自于公司自有资金，以稳健的方式实现铜钴产量倍增，2024 年经营性现金流净额同比高增 108% 至 323.87 亿元，增速远超净利润增幅，净现比为 2.39，公司现金流状况优异，25H1 经营性现金流净额同比增长 11% 至 120.09 亿元。

图10：公司期间费用逐步下降（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：公司现金流状况优异（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、手握世界级矿山资源，铜钴增量可期

公司拥有的矿山均为世界级资源，资源禀赋优异。刚果（金）TFM 是全球最大的铜钴矿之一，KFM 是全球第一大钴矿、巴西铌矿是世界第二大铌矿，中国三道庄钼钨矿是世界最大的钼矿之一。在新能源领域，公司参股华越镍钴项目 30%股权，由此实现了铜-钴-镍的完整布局。截至 2024 年末，公司拥有铜/钴/铌/磷/钼/钨资源量分别为 3,444/540/205/8,005/84/11 万吨，储量分别为 845/128/50/2,247/11/2 万吨。此外，公司于 2025 年 6 月 24 日完成收购加拿大 Lumina Gold，获得厄瓜多尔 Cangrejos 金矿 100%股权，布局黄金资源，基于 2023 年预可研报告，Cangrejos 金矿黄金资源量 638 吨，储量 359 吨。

表1：公司自有矿山基本情况（截至 2024 年末）

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)
		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	1,342.74	2.24	3,013.94	244.74	2.85	696.84	20.3	12.1
	钴	1,342.74	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
	钴	228.87	0.91	208.76	55.13	1.02	56.22		
巴西矿区一	铌	148.9	1.02	152.32	37.2	0.99	36.89	2.4	15.5
巴西矿区二	铌	156.6	0.34	52.51	31.33	0.42	13.23	6.6	27.3
	磷	768.5	10.42	8,004.98	180.32	12.46	2,246.71		
三道庄钼钨矿	钼	273.15	0.087	23.86	82.82	0.084	6.96	8.4	9.9
	钨	62.2	0.171	10.63	17.3	0.104	1.8		
上房沟钼矿	钼	431.04	0.14	60.17	16.28	0.238	3.87	5.1	3.2
	铁	15.95	20.48	325.36	1.3	30.12	39.2		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

多元化、全球化的资产组合，构建资源护城河。公司紧紧围绕能源转型和技术革命，布局新能源金属及相关金属。在新能源金属领域，公司具有铜、钴重要布局，是全球领先的新能源金属生产商，同时拥有钼、钨、铌、磷等独特稀缺的产品组合，均具有领先的行业地位。另外，公司开始积极布局黄金资源，提供避险缓冲。这种多元布局有效熨平单一品种价格波动增强抗风险能力，充分享受不同资源品种价格周期轮动带来的收益。

（一）铜钴：资源禀赋优异，产能扩张加速推进

公司在刚果(金)境内运营的 TFM 和 KFM 铜钴矿均为世界级资源项目,KFM 钴品位达 0.91%。公司在刚果(金)境内运营 TFM 铜钴矿和 KFM 铜钴矿，持有 TFM 铜钴矿 80%的权益和 KFM 铜钴矿 71.25%的权益。作为两个世界级项目，TFM 和 KFM 矿区面积分别为约 1,600 平方公里和 33 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，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。截至 2024 年底，公司合计拥有铜资源量 3,444.45 万吨，

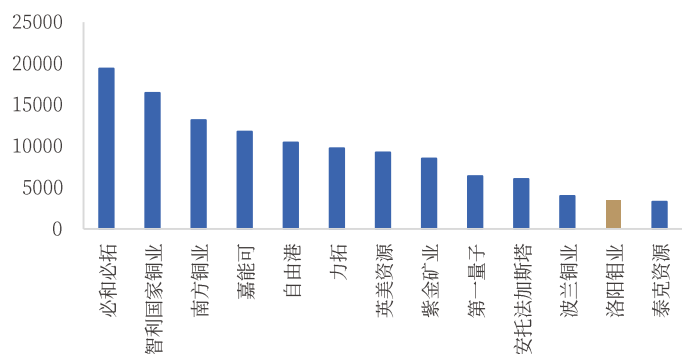
权益资源量 2,717.89 万吨，全球主要上市铜企铜权益资源量居全球第 12 位、中国第 2 位；钴资源量 540.08 万吨，权益资源量 413.80 万吨，同时 KFM 钴品位达 0.91%，高于嘉能可的 Mutanda 以及 KCC 项目。

表2：公司铜钴矿山基本情况（截至 2024 年末）

品种	矿山名称	持股比例	资源量			储量			年产能（万吨）
			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）	
铜	TFM 铜钴矿	80%	1,342.74	2.24	3,013.94	244.74	2.85	696.84	45
	KFM 铜钴矿	71.25%	228.87	1.88	430.51	55.13	2.68	147.72	15
	合计				3,444.45			844.56	60
钴	TFM 铜钴矿	80%	1,342.74	0.25	331.32	244.74	0.29	71.43	3.7
	KFM 铜钴矿	71.25%	228.87	0.91	208.76	55.13	1.02	56.22	5
	合计				540.08			127.65	8.7

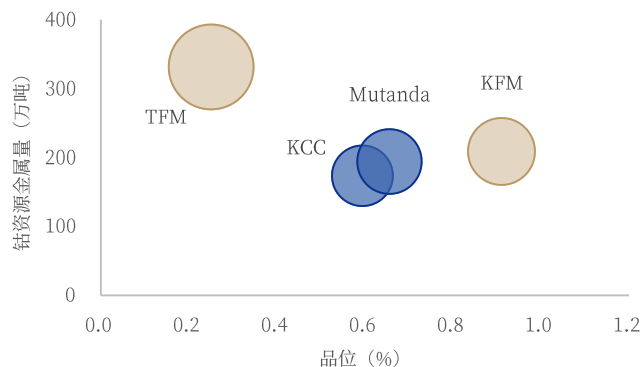
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：2024 年全球主要上市铜企权益资源量排名（万吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图13：公司铜钴矿资源禀赋与嘉能可两大主力铜钴矿山对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

截至 2025 年上半年，公司整体拥有 6 条生产线、65 万吨以上的年产铜能力：

1) TFM（持股 80%）：2016 年公司收购刚果(金) TFM 56%的股权，2017 年对 TFM 权益提升至 80%。TFM 矿的铜储量、品位高，截至 2024 年末，TFM 铜资源量 3,013.94 万吨 @2.24%，钴资源量 331.32 万吨 @0.25%，目前是全球前五大铜矿山之一，也是全球排名第二的高品位钴矿山。

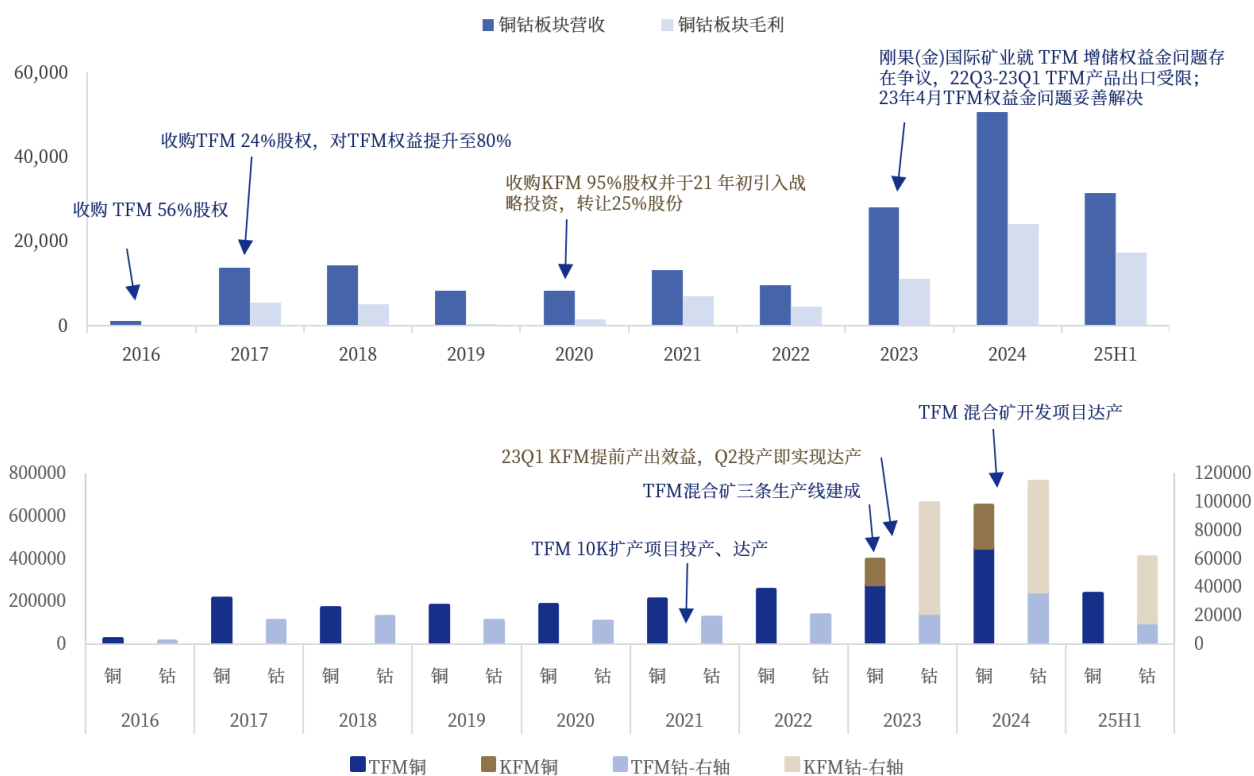
TFM 铜钴矿 10K 扩产项目即“每日矿石处理量增加 1 万吨”，在 2021 年已实现投产达产。2023 年 4 月 TFM 权益金问题妥善解决，同时混合矿三条生产线建成，分别为 350 万吨/年的混合矿生产线、330 万吨/年的氧化矿生产线和 560 万吨/年的混合矿生产线；2024 年 6 月，如期全部实现达产和达标。

2) KFM（持股 71.25%）：2020 年公司收购刚果（金）KFM 95%股权，并于 2021 年引入战略投资，转让 25%股份，目前拥有 71.25%的权益。KFM 目前是全球第一大钴矿山，铜钴矿资源量丰富，矿石平均品位高，截至 2024 年末，KFM 铜资源量 430.51 万吨 @1.88%，钴资源量 208.76

万吨 @0.91%，KFM 与 TFM 铜钴矿体量相近，在开发和运营上具有协同效应。

KFM 项目于 2022 年年底投料试车，2023Q1 提前产出效益，2023Q2 投产即实现达产。

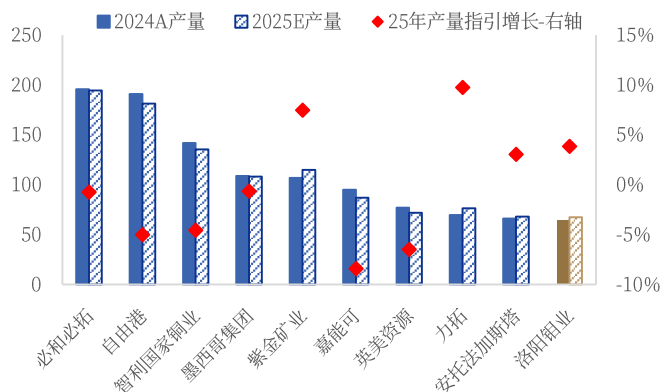
图14：公司铜钴板块产量及盈利变化（百万元，吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：2024-2025 年两大矿山铜、钴产量为预估值）

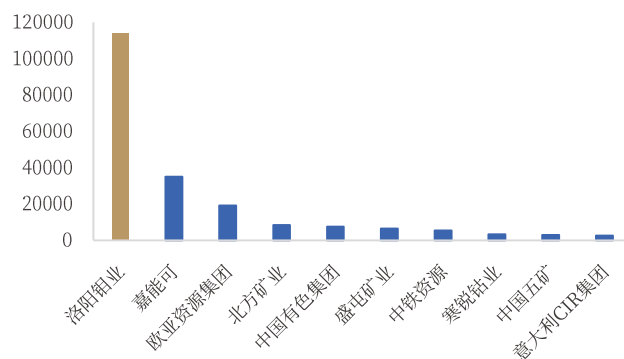
2024 年公司两大矿山产能全面释放，矿产铜产量首次跻身全球前十，矿产钴产量居全球第一。继 2023 年刚果（金）KFM 一期成功投产后，2024Q2 刚果（金）TFM 混合矿项目，又一个世界级的铜钴矿项目如期达产、达标，公司在刚果（金）的“双子星”正式形成协同效应。伴随两大矿山产能的全面释放，2024 年公司产铜 65.02 万吨，同比增长 55%，产钴 11.42 万吨，同比增长 106%；公司矿产铜产量首次跻身全球前十，全球钴金属产量企业排名第一。

图15：2024 年全球前十大铜企铜产量（万吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

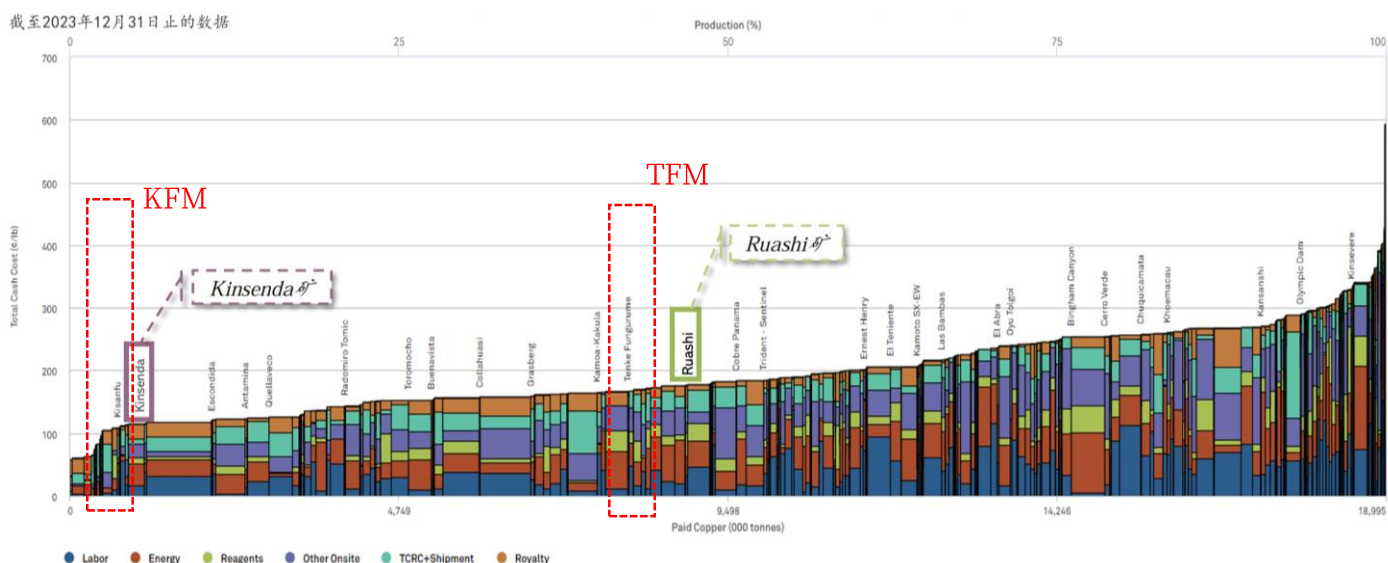
图16：2024 年全球钴金属产量企业排名（吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

高品位叠加露天开采，公司两大铜钴矿山开采成本极具竞争力。TFM 和 KFM 所在的区域是全球铜矿山品类最好的区域，两个矿山品位较高，铜资源量品位均在 1.88%以上，显著高于 2024 年全球铜矿平均品位的 0.6%；叠加公司铜钴矿山基本都是露天开采，因此公司铜钴矿开采成本相对较低。目前 TFM 的整体综合运营成本可以进入全球铜行业的 30%分位，KFM 的成本则可以进入前 10%分位以内。2025 年上半年，TFM 和 KFM 优化工艺流程，开展数智化微创新等，TFM 产品质量得到较大提升，成本同比显著下降，KFM 持续稳定高产，成本继续下降。

图17：2023 年全球铜产量总现金成本排名



资料来源：S&P 矿业数据库，中国银河证券研究院（注：2023 年之前的数据基于报告/实际数据，从 2023 年开始的数据基于标准普尔全球市场情报公司的估计和预测）

公司正筹划新一轮扩产项目，预计到 2028 年实现年产铜金属 80-100 万吨。2025 年公司铜、钴产量指引为 60-66 万吨、10-12 万吨，2025 年上半年，TFM 中区运营效率提升，东区产能持续释放，KFM 铜产量年完成率大幅超越中值，25H1 公司实现铜产量 35.36 万吨，同比增长 13%，钴产量 6.11 万吨，同比增长 13%。2024 年初公司提出，预计到 2028 年实现年产铜金属 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨，钴产量计划已于 2024 年提前达标。

基于新一轮的扩产计划，TFM 西区项目和 KFM 二期两大新项目开展前期勘探工作，其中，KFM 二期将在全球首次大规模使用氧压釜新工艺，引领行业前沿技术发展。作为新增产能的重要补充，TFM 正在加快推进 15K 选冶生产线的工艺优化，研究“万吨处理量提升计划”。KFM 启动了“选矿入磨处理量提升科技攻关”的三步走行动，计划 2025 年底将处理量提升到新的高度。同时，公司加速推进刚果(金)Heshima 水电站等电力开发项目，为新一轮产能扩张提供充足电力保障。

图18：快速提产的 TFM 铜钴矿开发现场



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

图19：KFM 启动 2025 年地质勘探项目，聚焦深部增储



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

（二）钨钼：全球领先的钼、钨生产商，技术优势显著

公司于中国境内主要运营三道庄钼钨矿区和合营企业所属的上房沟钼铁矿区。公司在中国境内运营两大钼矿，从事钼、钨金属的采选、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，主要产品包括钼铁、仲钨酸铵、钨精矿及其他钼钨相关产品，同时回收副产品铁、铜、萤石、铼等矿物。截至 2024 年末，公司合计拥有钼资源金属量 84.03 万吨；钨资源金属量 10.63 万吨。

表3：公司钼钨矿山基本情况（截至 2024 年末）

品种	矿山名称	持股比例	资源量			储量			资源剩余可开采年限（年）
			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）	
钼	三道庄钼钨矿	100%	273.15	0.087	23.86	82.82	0.084	6.96	9.9
	上房沟钼矿	55%	431.04	0.14	60.17	16.28	0.238	3.87	3.2
	合计				84.03			10.83	
钨	三道庄钼钨矿	100%	62.2	0.171	10.63	17.3	0.104	1.8	9.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

1) 栾川三道庄钼矿（持股 100%）：位于“中国钼都”栾川县境内，是国内特大型钼钨伴生矿床，也是全球三大钼矿之一的栾川钼矿田的一部分和中国第二大白钨矿床。截至 2024 年末，三道庄钼矿拥有钼资源量 23.86 万吨 @0.087%，钨资源量 10.63 万吨 @0.171%。虽然近年来品位下滑，但钼钨生产成本低廉，仍具备市场竞争优势。

2) 栾川上房沟钼矿（持股 55%）：上房沟钼矿山为合营公司富川矿业拥有，经富川矿业股东会批准，其生产管理权委托公司行使。该矿紧邻三道庄钼钨矿。钼矿和共、伴生铁矿资源丰富，资源开发优势明显。2024 年，上房沟加速扩帮，得以增加新的资源面积。截至 2024 年末，上房沟钼矿拥有钼资源量 60.17 万吨 @ 0.140%，铁资源量 325.36 万吨 @20.48%。

2024 年 6 月，公司拟以 29 亿人民币对价出售所持有东戈壁钼矿的 65.1%权益，该矿自 2010 年收购以来，东戈壁钼矿始终处于未开发状态。本次交易能够更好地聚焦集团发展优先事项，提升资本分配效率，持续夯实稳定健康增长的基础

图20：三道庄矿区绿色矿山建设



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

图21：工艺技术破解瓶颈

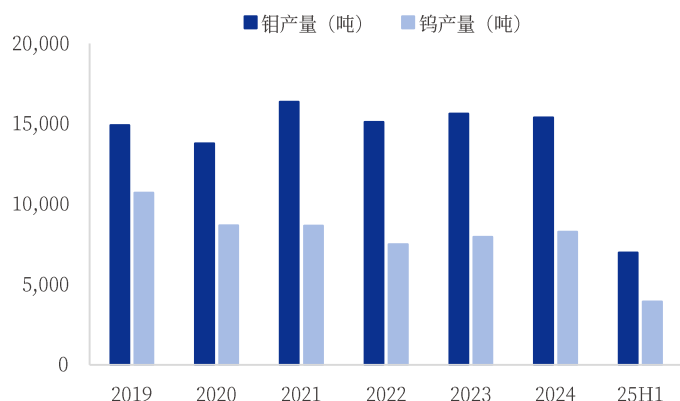


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司是全球领先的钼、钨生产商，技术优势领先。近年来公司钼钨产量相对稳定，钼年产量稳定在约 1.4~1.6 万吨，钨年产量约 0.8 万吨。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。虽然品位和钼价“双降”，但公司钼钨板块践行降本增效，发挥技术优势，2024 年产钼 15,396 吨，同比下降 2%，产钨 8,288 吨，同比增长 4%，实现营业收入 81.19 亿元、毛利润 33.9 亿元。

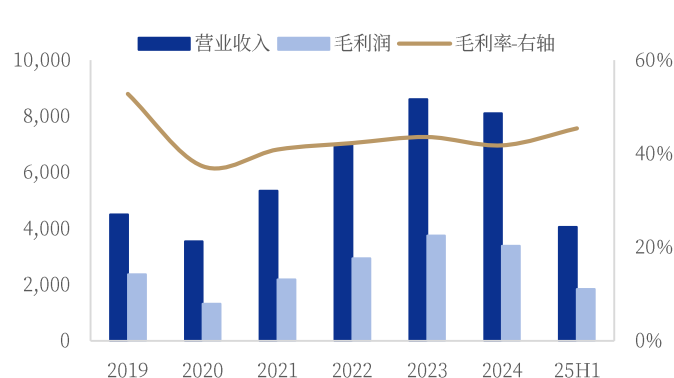
2025 年公司钼、钨产量指引为 1.2-1.5 万吨、0.65-0.75 万吨。2025 年上半年公司精进工艺流程，强化成本管控，优化药剂研究和工艺管理，钼选矿和钨选矿回收率同比提升，钼铁成本同比下降。此外，资源综合回收获推广，硫回收项目取得较好成效，中国区各子单元跟进推广，已成新盈利点。2025H1 公司钼产量 6989 吨，同比下降 5%，钨产量 3948 吨，同比下降 2%；钼钨板块实现营业收入 40.6 亿元，同比增长 5%，毛利同比增长 19%至 18.5 亿元。

图22：公司钼、钨产量变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图23：公司钼钨板块营收、毛利、毛利率变化（百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）铌磷：全球第二大铌生产商及巴西境内第二大磷肥生产商，持续践行降本增效

公司在巴西运营 CMOC Brasi，间接持有巴西铌磷业务 100%权益。公司于巴西境内运营 CMOC Brasi，业务范围覆盖铌矿石的开采和加工，主要产品为铌铁。公司磷板块业务范围覆盖全产业链，磷矿开采方式为露天开采作业，主要产品包括：高浓度磷肥（MAP、GTSP）、低浓度磷肥（SSG、SSP 粉末等）、动物饲料补充剂（DCP）、中间产品磷酸和硫酸（硫酸主要自用）以及相关副产品（石膏、氟硅酸）等。截至 2024 年末，公司合计拥有铌资源金属量 204.83 万吨；磷资源金属量 8,004.98 万吨。

表4：公司铌磷矿山基本情况（截至 2024 年末）

品种	矿山名称	资源量				储量			资源剩余可开采年限 (年)
		持股比例	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)	
铌	巴西矿区一	100%	148.9	1.02	152.32	37.2	0.99	36.89	15.5
	巴西矿区二	100%	156.6	0.34	52.51	31.33	0.42	13.23	27.3
	合计				204.83			50.12	
磷	巴西矿区二	100%	768.5	10.42	8,004.98	180.32	12.46	2,246.71	27.3

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

1) NML 铌矿（持股 100%）：该矿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。截至 2024 年末，巴西铌矿拥有铌资源量 204.83 万@1.02%。

2) CIL 磷矿（持股 100%）：该矿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：高浓度磷肥（MAP、GTSP）、低浓度磷肥（SSG、SSP 粉末等）、动物饲料补充剂（DCP）、中间产品磷酸和硫酸（硫酸主要自用）以及相关副产品（石膏、氟硅酸）等。截至 2024 年末，巴西铌矿拥有磷资源量 8,004.98 万吨@10.42%。

图24：铌磷矿位于巴西东南部，地理位置优越

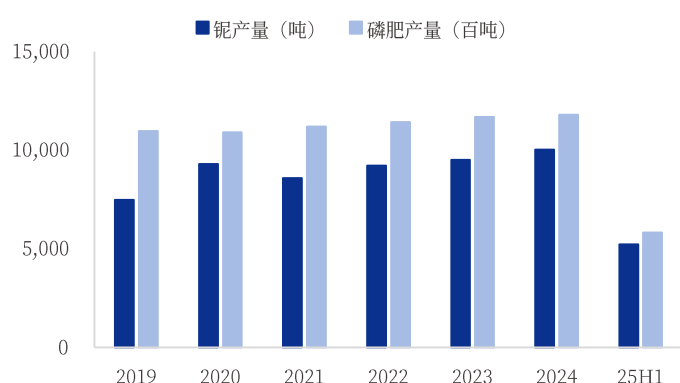


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司是全球第二大铌生产商及巴西境内第二大磷肥生产商，持续践行降本增效。公司铌、磷板块历年产销量基本稳定，铌年产量约 0.7~1.0 万吨，磷年产量约 110~118 万吨。2024 年，巴西铌磷板块铌和磷肥产量均创下历史新高，分别为 10,024 吨和 118.05 万吨。巴西铌、磷矿将继续推动科研成果落地，加快铌磷板块连选试验厂的建设 and 磷板块的工业试验，以提高回收率 and 处理量为统揽，细化技术攻关子项目。

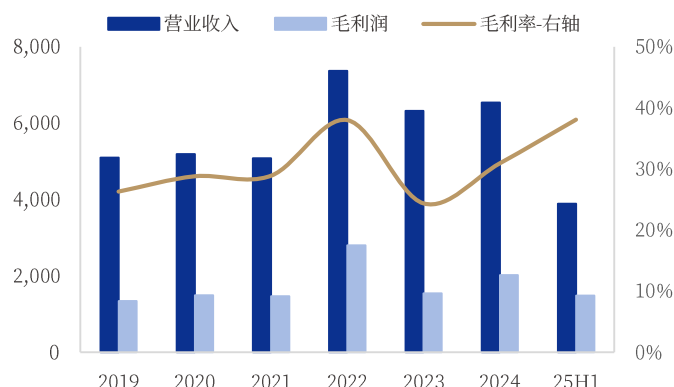
2025 年公司铌、磷产量指引为 0.95-1.05 万吨、105-125 万吨。2025 年上半年，公司铌磷板块和磷板块产量、回收率和销量均超计划预算，全面实现“时间过半、任务超半”目标，其中 BVFR 厂和 BV 厂回收率达到历年来最好水平。降本工作取得扎实成果，大宗物资、物流服务和工程服务采购等支出同比全部下降。2025H1 公司铌产量 5231 吨，同比增长 3%，磷肥产量 58.26 吨，同比下降 0.1%，实现营业收入 38.9 亿元、毛利润 14.8 亿元。

图25：公司铌、磷产量变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图26：公司铌磷板块营收、毛利、毛利率变化（百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）黄金：资源前景潜力大，开发成本竞争优势显著

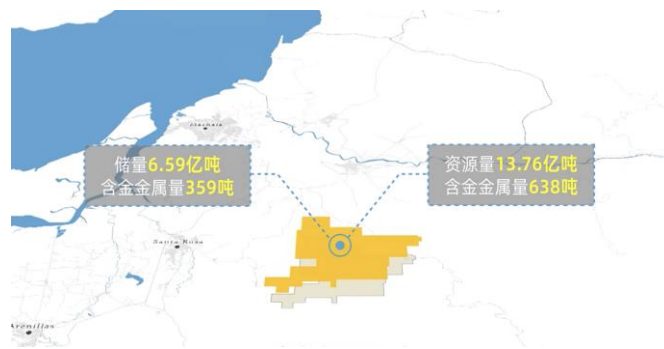
收购厄瓜多尔凯歌豪斯金矿，资源前景广阔。2025 年 6 月 26 日，公司宣布完成对 Lumina Gold 上市公司的收购交易，从而获得厄瓜多尔凯歌豪斯金矿（Cangrejos Project）100% 的股权，该交易已于 2025 年 6 月 24 日正式完成，公司资源版图新增黄金资源。作为大型原生金矿项目，凯歌豪斯金矿位于厄瓜多尔西南部的埃尔奥罗省，在全球著名的安第斯多金属成矿带上，海拔约 1100 米。基于 2023 年的预可研报告，该矿保有资源量 13.76 亿吨，金平均品位 0.46g/t，内蕴黄金金属 638 吨；储量 6.59 亿吨，金平均品位 0.55g/t，内蕴黄金金属 359 吨。资源量在全球金矿床中排名第 28 位，在全球待开发矿床中排名第 17 位。矿山预计寿命为 26 年。目前，该矿仍在矿权范围内及矿体深部进行勘探，根据公司技术人员初步研判，未来资源储量还有一定提升空间。

图27：凯歌豪斯金矿为大型原生金矿项目



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

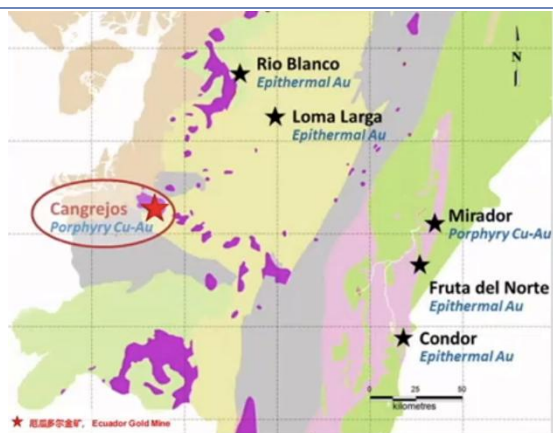
图28：凯歌豪斯金矿位于厄瓜多尔西南部的埃尔奥罗省



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

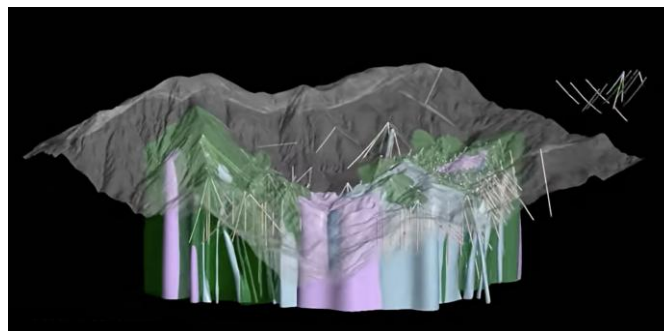
斑岩型矿，叠加基建条件完备，项目开发成本较低。该矿是典型的斑岩型矿，具备储量大、埋藏浅、全露天开采且剥采比低等优势。同时周边基础设施相对完备：距省会马查拉 30 公里，主要港口 40 公里，大型变电站 20 公里，高速路 8 公里，且水源充足，因此开发成本将极具竞争力。根据预可研报告，该项目抵扣副产品后 AISC 成本（全部维持成本）约 671 美元/盎司，位于 2024 年全球金矿 AISC 成本曲线 15% 分位以内。

图29：凯歌豪斯金矿周边基础设施相对完备



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图30：该矿是典型的斑岩型矿



资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

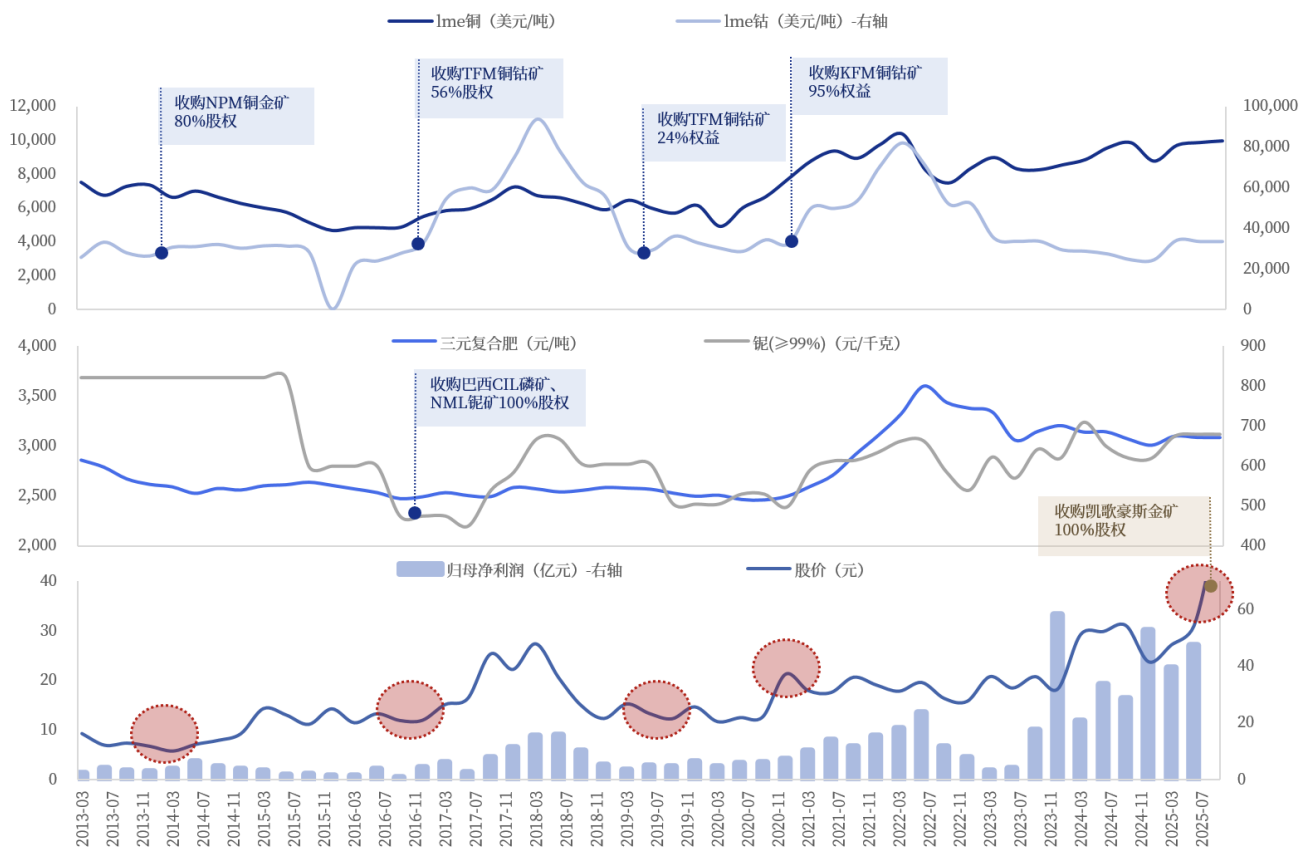
公司持续推进凯歌豪斯金矿建设工作，预计 2029 年前投产，可实现年产金 11.5 吨。公司已成立涵盖生产技术、项目开发、人力、财务、ESG 等部门成员的专项组，加速推进各项工作。根据初步规划，该项目计划 2029 年前实现投产，采用露天开采，年产约 11.5 吨金，跻身全球大型金矿山之列。公司将采用最先进的采选冶技术，迅速推进建设工作，打造一个大规模、低成本的世界级金矿。世界黄金协会数据显示，厄瓜多尔 2024 年产金 24.3 吨，该项目投产后将提升该国金产量近 50%。

三、逆周期并购铸就资源壁垒，矿贸协同高效赋能

（一）逆周期并购，低成本开发

公司多次准确把握逆周期扩张时点，铸就世界级矿产资源优势。矿业发展史，本质上就是一部并购史。回顾国际矿业巨头的发展轨迹，无论是必和必拓（BHP），还是力拓（Rio Tinto）、淡水河谷（Vale），都以跨国并购、矿种多元化、全球化布局实现了企业的可持续扩张。公司也在复制并创新这种轨迹。公司基于对行业的深刻理解和丰富经验，在行业低谷精准出击，以较低代价锁定具备露天开采、储量大、品位高特质的世界级矿山资源，奠定了成本竞争优势的基础。2013 年收购澳洲 NPM 铜金矿、2016 年同步斩获刚果（金）TFM 铜钴矿与巴西铌磷矿、2020 年低位收购 KFM 铜钴矿，并购完成后的金属价格上涨周期，大多都转化为显著的业绩增长和市值提升。2025 年公司再收购厄瓜多尔凯歌豪斯金矿是其在南美地区的关键落子，公司持续拓展资源布局，依托 2016 年巴西铌磷矿运营经验，复用建设、开发和运营经验，有利于发挥协同效应。

图31：公司大多逆周期并购均实现业绩和市值的提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表5：公司历史重大收购案例

时间	国家	事件	交易对价	交易对手方
2013 年 12 月	澳大利亚	收购 NPM 铜金矿 80%股权	8.2 亿美元	力拓
2016 年 10 月	巴西	收购巴西 CIL 磷矿、NML 铌矿 100%股权	15 亿美元	英美资源
2016 年 11 月	刚果（金）	收购 TFM 铜钴矿 56%的股权	26.5 亿美元	自由港
2019 年 7 月	瑞士	收购 IXM100%股权	5.18 亿美元	New Silk Road Commodities
2019 年 9 月	刚果（金）	收购 TFM 铜钴矿 24%的权益	11 亿美元	汉唐铁矿、开非投资、信银投 资和 Design Time
2020 年 12 月	刚果（金）	收购 KFM 铜钴矿 95%的权益；于 2021 年初引入战略投 资转让 25%股份	5.5 亿美元	自由港
2025 年 6 月	厄瓜多尔	收购凯歌豪斯金矿 100%股权	5.81 亿加元	Lumina Gold

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

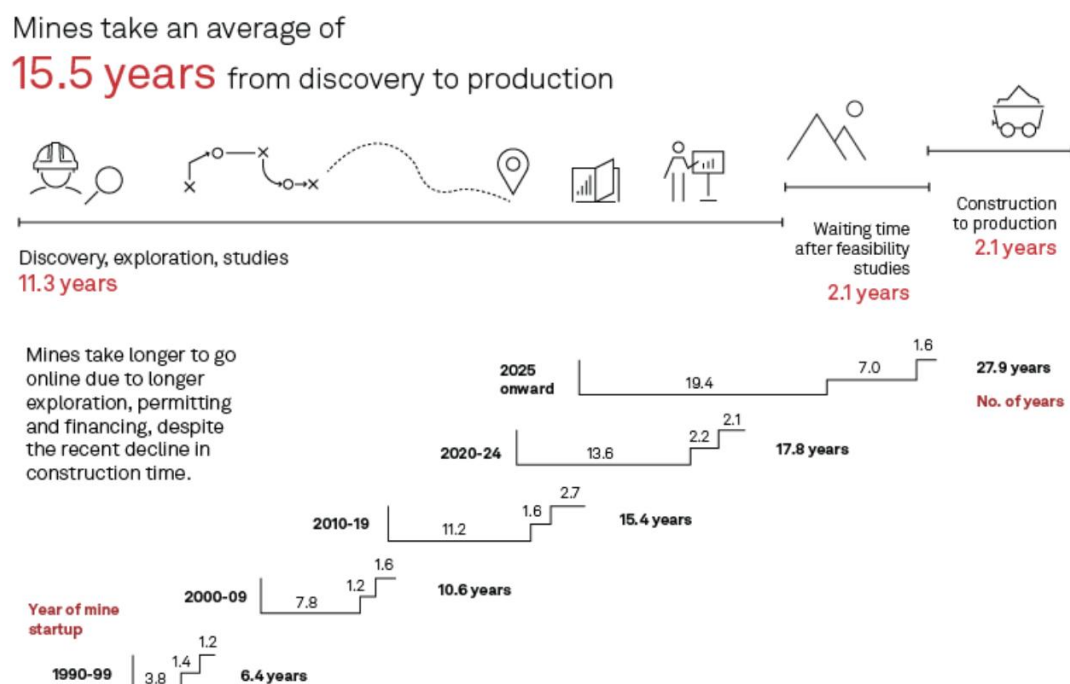
表6：公司剥离非核心资产以回笼资金，聚焦核心赛道，优化资源配置

时间	事件	交易对价	交易对手方
2013 年 11 月	转让洛钼合金 100%股权	2.18 亿元	厦门钨业
2014 年 5 月	转让坤宇矿业 70%股权	7 亿元	紫金矿业
2015 年 5 月	鼎隆矿业增资洛阳钼业控股子公司获取永宁金铅 99.187%股权	1.22 亿元	鼎隆矿业
2015 年 8 月	转让洛阳钼业集团贵金属有限公司 100%的股权	1 万元	鼎隆矿业
2021 年 6 月	出售洛阳悦和 100%股权	5550 万元	银隆置业
2023 年 12 月	出售 NPM 铜金矿 80%权益	7.56 亿美元	Evolution Mining
2024 年 4 月	转让新疆洛钼 65.1%股份	29 亿元	国安实业

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

高效实现世界级矿山储量到产量的转化，以领先行业的速度建成世界级铜钴矿项目。据 S&P global, 矿山的平均开发周期持续上升, 2020-2024 年间投入运营的矿山的平均交货时间达 17.8 年, 其中从建设到生产历时 2.1 年。公司将在中国矿区长期打磨形成的“成本领先、精益生产”能力复制到全球矿区, 以领先行业的速度建成世界级铜钴矿项目, 公司在刚果（金）运营的 TFM 矿一期 10K 项目从建设到投产不足一年半, TFM 二期混合矿项目与 KFM 一期开发项目建成历时约两年。

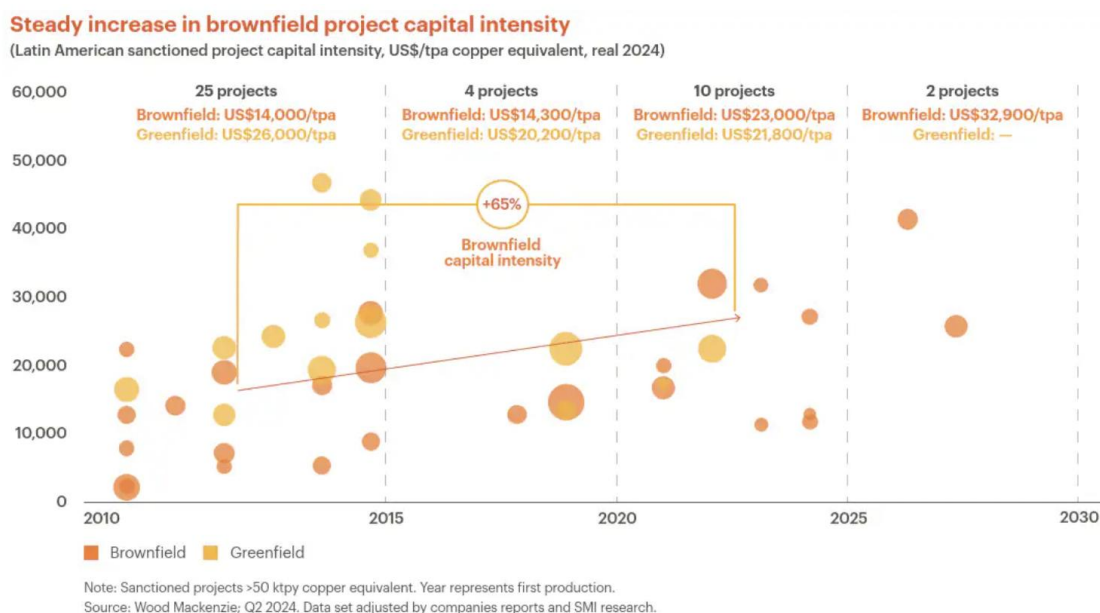
图32：矿山开发周期呈增加趋势



资料来源：S&P global, 中国银河证券研究院

公司凭借低成本开发策略，在资本利用效率上展现出显著优势。BHP 对全球项目资本强度的审查显示，自 2010 年以来，棕地资本强度稳步增长，2020-2025 年间，拉丁美洲抽样项目的平均棕地项目的资本强度为 2.3 万美元/吨，绿地项目平均资本强度为 2.18 万美元/吨。公司通过严格的成本管控，在 TFM 混合矿和 KFM 一期项目中实际资本开支均低于预算：截至 2024 年末，TFM 项目实际投资 21.16 亿美元，预算 25.1 亿美元，按新增 20 万吨/年铜产能计算，单位铜产能资本开支低至 1.06 万美元/吨；KFM 一期实际支出 17.33 亿美元，预算 18.26 亿美元，按铜产能 15 万吨/年折算，单位成本为 1.16 万美元/吨，较原设计产能下的 1.93 万美元/吨进一步优化。

图33：拉美铜矿项目资本开支强度



资料来源：Wood Mackenzie; BHP, 中国银河证券研究院

表7：公司两大铜钴矿开发项目投入情况（截至 2024 年末）

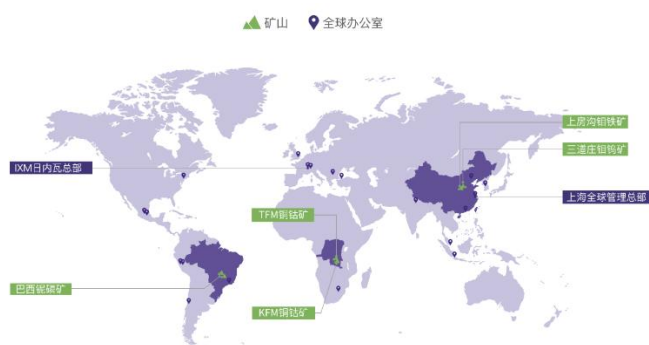
项目名称	项目金额	项目进度	累计实际投入金额	项目收益情况
TFM 铜钴矿混合矿项目	25.1 亿美元	TFM 混合矿项目已达产	21.16 亿美元	年均新增铜产量 20 万吨，钴产量 1.7 万吨
KFM 开发项目（氧化矿、混合矿）工程（一期）	18.26 亿美元	KFM 采选冶一期工程已达满产	17.33 亿美元	具备 15 万吨铜、5 万吨钴的生产能力

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）矿山+贸易协同发展，打造现代化矿业模式

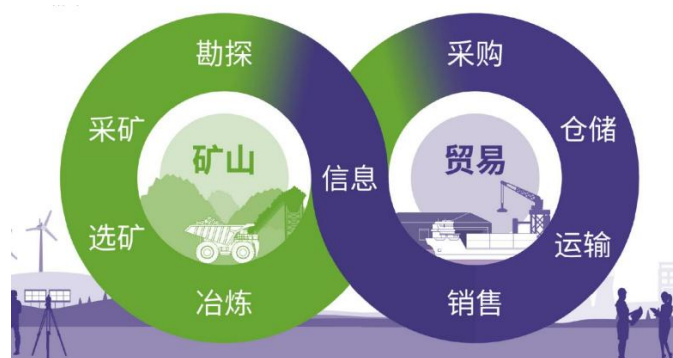
“矿山+贸易”的现代化矿业模式，实现战略协同发展。2019 年，洛阳铝业成功收购了全球知名金属贸易商 IXM，完成贸易环节的延伸和布局，实现了价值链的后端补强。IXM 总部位于瑞士日内瓦，是全球前列的金属贸易商，主要交易品种包含铜、镍、铅、锌、钴、铋，IXM 及其成员单位构成全球金属贸易网络，业务覆盖全球 80 多个国家，主要业务地区包括中国、拉美、北美和欧洲，同时构建了全球化的物流和仓储体系。IXM 一方面通过充分发挥其行业内出色的研究实力和市场情报捕捉能力，除了自身现货和自营贸易业务，积极协助集团制定切实有效的产品营销策略和配套运行机制。另一方面，依托其交易执行能力和风控机制，通过遍布全球的销售网络和扎实的合作伙伴基础，提升运营效率，优化公司产品销售地区和客户，夯实产品市场地位和品牌影响力，致力实现贸易与矿业的战略协同。双轮模式的延展不仅是为了提升企业的盈利能力，更是要推动整个产业链价值的提升，最终实现从矿石到商品的完整产业链把控与整合。

图34: IXM 业务覆盖全球 80 多个国家



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

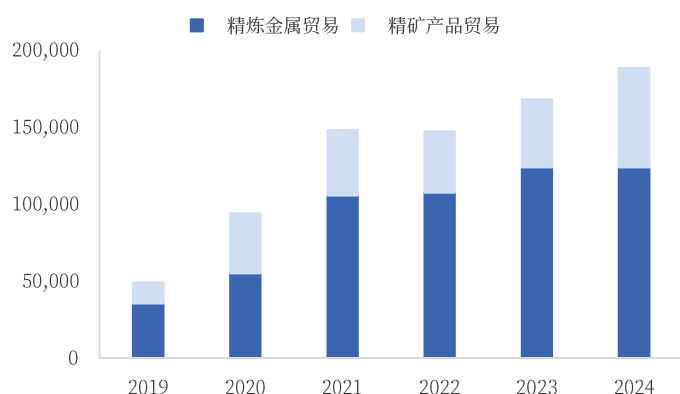
图35: 公司“矿山+贸易”双轮驱动



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

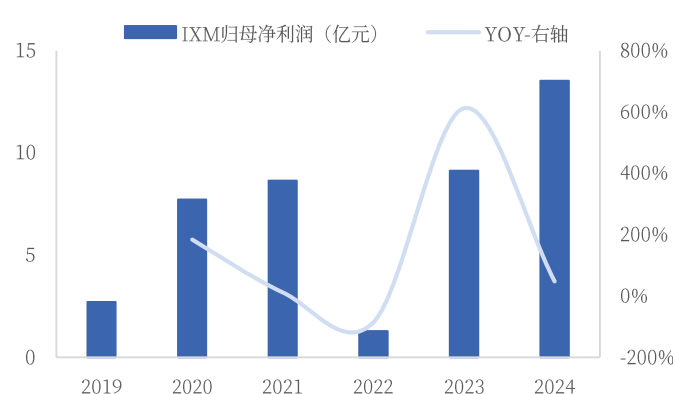
2024 年 IXM 量稳利增, 归母净利润续创历史新高。IXM 通过判断市场供需关系, 寻找质量差价、地理差价、远期差价从而捕捉价格错配机会, 业务包括矿物金属贸易和精炼金属贸易, 前者业务毛利主要来自于加工费/精炼费差价, 后者业务的毛利主要来自于升贴水变化以及期现套利。公司自 2019 年收购 IXM 后, 营收规模大幅增长, 2019-2024 年公司营收 CAGR 达 25.4%。2023 年, IXM 管理变革落地, 效率提升, 带动归母净利润增长至 9.13 亿元。2024 年, IXM 运营效率持续提升, 按照国际准则核算的毛利率为 2.08%, 实现归母净利润 13.53 亿元, 再创历史最好水平。

图36: 公司贸易业务营收结构 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图37: IXM 盈利情况



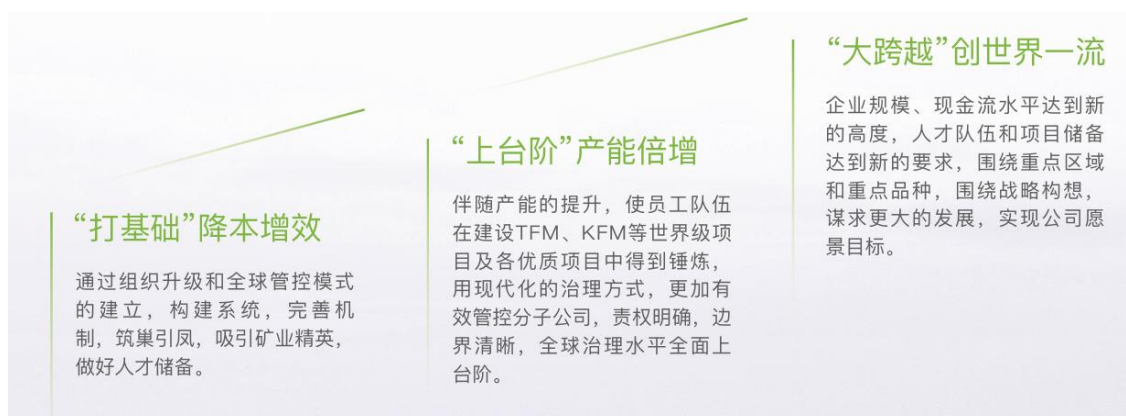
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司已经进入“三步走”战略的“大发展”阶段, 向创世界一流的目标挑战迈进:

1) 从储备项目来看, 未来几年公司均有新增产能梯次释放。2024 年 TFM 和 KFM 集体达产后, 公司产铜 65.02 万吨, 同比增长 55%, 首次跻身全球前十大铜生产商。2024 年年初, 公司提出了 2028 年铜产能达到 80 万吨至 100 万吨的扩产目标。就项目规划和进展来看, KFM 扩产会按预期时间进行; TFM 由于面积更大, 需要考虑如何系统性开发以最大程度发挥其规模效应的问题, 公司正在探讨开发思路。另一个明确的增量项目, 即今年收购的厄瓜多尔 Cangrejos 金矿 100%权益, 根据 2023 年预可研报告, Cangrejos 预计 2029 年前投产, 年均黄金产量约 37 万盎司 (11.5 吨)。

2) 同时, 公司将通过外延并购实现可持续扩张。矿产品种分布方面, 未来主要为铜、金矿为主的两大矿种, 同时对于钼钨等小品种择机选择扩张, 其中, 小金属能长期贡献 20% 左右毛利是公司的基本目标。区域选择上, 公司正积极在包括非洲和南美洲等世界主要矿产国家搜寻和洽谈, 预计未来会陆续有一些新项目落地。在开发节奏上, 将覆盖在产、扩产、绿地开发资源。未来, 公司将持续遵循全球矿业发展规律, 在合适的时机下开展并购, 持续优化全球资源版图配置, 实现公司的远期愿景。

图38: 公司三步走发展路径



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

四、铜：供给叙事延续，需求逻辑提供铜上行动能

（一）矿端供给约束较强，为铜价提供支撑

2025 年矿端供应扰动频发，全年铜矿供应态势偏紧且较年初预期下滑。今年以来，矿产国政策、缺电、安全事故等因素使得铜矿供给不确定性加剧。从 2025Q2 全球重点铜企的生产来看，25Q2 重点矿企铜矿产量 375.6 万吨，同比增长 3.6%。受品位下滑、矿震、生产事故、检修等因素的影响，Glencore、Ivanhoe、Teck、Nornickel、Codelco 五家企业生产计划较年初下调了 23.9 万吨。Woodmac 预计 2025 年全球铜矿供给同比增加 13.5 万吨（同比+0.6%），全年铜矿供应紧张态势难改。

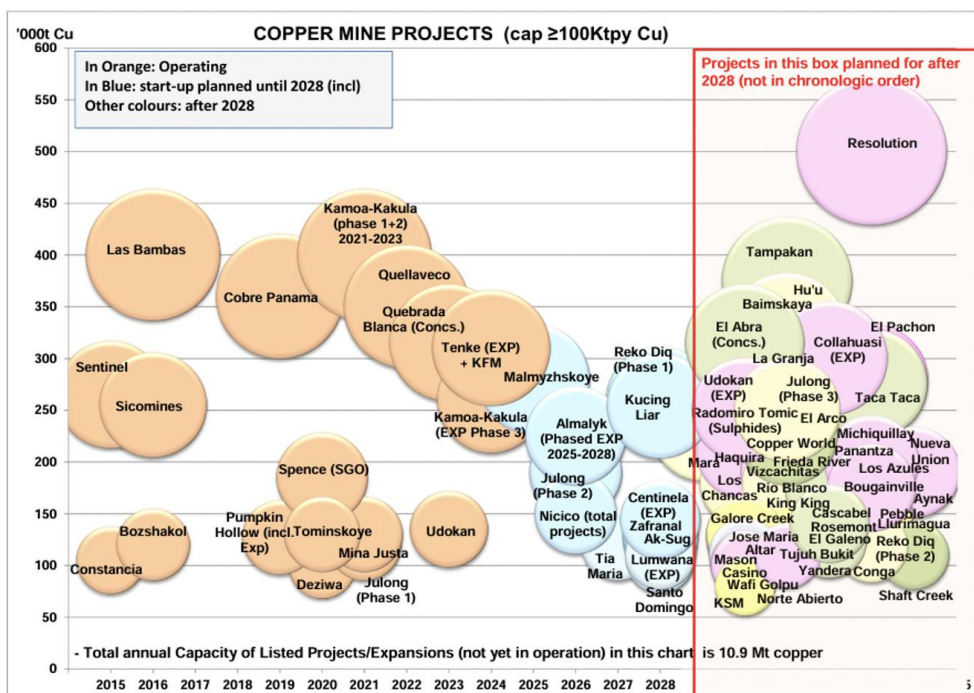
表8：全球重点矿企产量情况（万吨）

企业	英文名称	2023	2024	2025E	2025Q1	2025Q2	2024 年增量	2025 年增量
智利国家铜业	CODELCO	142.4	132.8	135.5	32.4	36.5	-9.6	2.7
英美资源	Anglo American	82.6	77.3	72.0	16.9	17.3	-5.4	-5.3
自由港	Freeport	191.3	191.4	182.2	39.7	43.7	0.1	-9.2
嘉能可	Glencore	101.3	95.2	87.0	16.8	17.6	-6.1	-8.2
南方铜业	Southern Copper	91.1	97.4	96.7	24.0	23.9	6.3	-0.7
五矿资源	MMG	34.4	40.0	49.5	11.8	14.0	5.6	9.5
紫金矿业	Zijin	101.0	107.0	109.0	28.8	28.2	6.0	2.0
洛阳钼业	CMOC	42.0	64.9	68.0	17.1	18.3	22.9	3.1
第一量子	First Quantum Mine	68.0	40.2	41.0	10.0	9.1	-27.8	0.8
力拓	Rio Tinto PLC	62.0	69.7	81.5	21.0	22.9	7.7	11.8
波兰铜业	KGHM	50.4	53.7	54.0	13.4	13.8	3.3	0.3
必和必拓	BHP	178.6	195.8	203.8	51.3	51.6	17.2	8.0
哈萨克铜业	Kazakhmys	49.5	53.6	60.0	15.5	16.0	4.1	6.4
安托法加斯塔	Antofagasta	66.1	66.4	68.0	15.5	16.0	0.3	1.6
泰克	Teck	30.3	44.6	50.0	10.6	10.9	14.3	5.4
伦丁矿业	Lundin Mining	31.5	36.9	31.7	7.7	8.0	5.4	-5.3
诺里尔斯克镍业	Nornickel	42.5	43.3	42.1	10.9	10.4	0.8	-1.2
淡水河谷	Vale	32.7	34.8	35.5	9.1	9.3	2.1	0.7
阿曼	PT amman	14.2	17.9	10.3	1.7	2.4	3.7	-10.7
Capstone	Capstone	16.4	18.5	23.8	5.4	5.7	2.0	5.3

资料来源：智利国家铜业、自由港等公司公告，银河期货，中国银河证券研究院

资本开支不足、矿山老化、极端天气等因素影响下，预计矿端中长期供给或维持较低增速。近年来前期资本投入不足、资源国政策收紧使得新铜矿项目开发放缓，而矿山老化、极端天气频发等问题又使得存量铜矿项目供给不确定性加剧。一系列因素将在中长期内影响矿业开采，对有效供给形成约束，预计 2026-2027 年全球铜矿供给增量为 78.8、80.6 万吨，增速为 3.4%、3.3%。

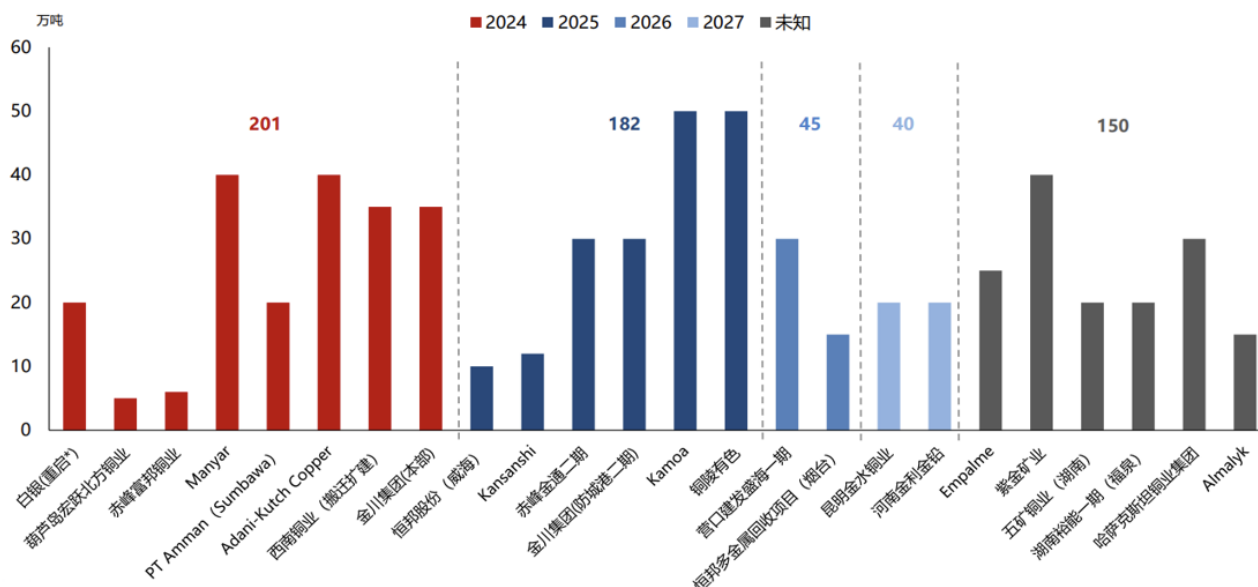
图39：全球大型铜矿项目



资料来源：ICSG，中国银河证券研究院

全球冶炼产能持续释放，而矿端供给不足致使铜矿缺口扩大。据 SMM，2024-2025 年全球共有 383 万吨新增产能，其中 2025 年冶炼厂有 182 万吨的产能释放，但矿端新增产能有限，且实际产量具有高度不确定性，或可仅增 13.5 万吨。冶炼产能增长高于铜矿，矿端供给不足致使原料缺口扩大。

图40：全球冶炼产能释放



资料来源：SMM，中国银河证券研究院

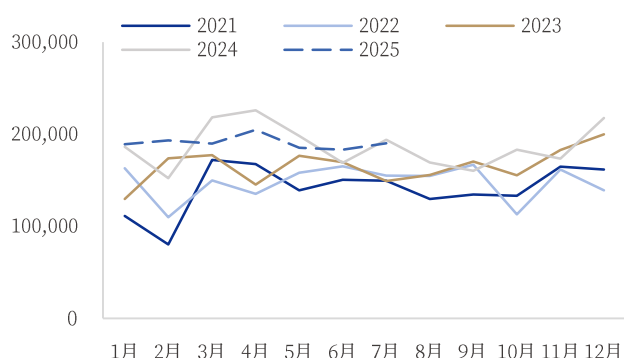
表9：全球铜矿供需平衡表（万吨）

	2021	2022	2023	2024	2025E
铜精矿产量（不含湿法）	18,012	18,352	18,771	19,538	19,969
全球冶炼厂可用铜精矿量	17,994	18,336	18,755	19,521	19,773
铜精矿库存变化	-160	-200	-207	-85	-150
铜冶炼厂用量	18,153	18,536	18,962	19,607	19,923

资料来源：Woodmac，中国银河证券研究院

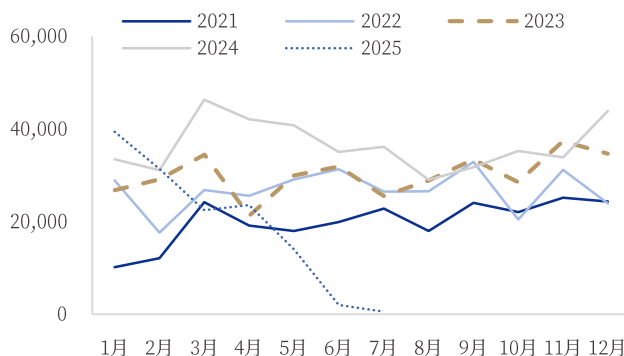
废铜成为原料端的关键补充，但关税政策致使美国进口货源受阻，国内废铜供给同样紧张。在铜精矿供应持续紧缺的背景下，废铜成为原料端的重要补充。据 CRU 数据，2024 年美国废铜出口量同比增长约 10%，其中 40% 直接出口中国，另有 25% 通过转口贸易间接流入中国。特朗普关税政策下，高成本持续抑制中国采购意愿，2025 年 1-7 月中国自美进口废铜 13.3 万吨，同比骤降 50%，占比降至 10%。1-7 月中国累计进口废铜 133.5 万吨，累计同比下降 0.6%，自泰国（累计增加 7 万吨）、日本（累计增加 1.5 万吨）等地进口废铜进口增量起到了部分对冲作用。进口废铜供应趋紧的核心矛盾，一方面在于美国货源因贸易壁垒难以流入，另一方面是欧洲市场资源紧张且报价高企。而国内废铜供给方面，8 月国家发改委等四部委联合发布《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》（简称“770 号文”），政策不确定性下原本依赖政策优惠获取低成本废铜原料的企业开始减产，导致阳极板供应紧张，SMM 预计 9 月不用铜精矿（废铜或阳极板）冶炼厂的开工率为 59.9% 环比 -8.3pct，阳极板供应紧张加剧或持续到年底。

图41：中国废铜进口变化（吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图42：中国自美国废铜进口变化（吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

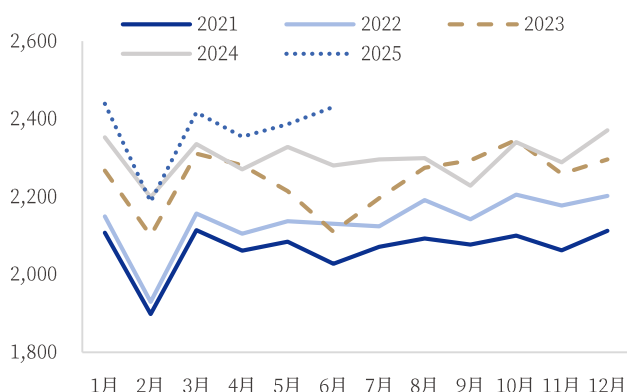
现货 TC 持续负数，国内冶炼厂亏损加剧，铜冶炼厂减产及原料端紧缺向电解铜传导的可能性增加。现货铜精矿加工费（TC）持续下探至 -40 美元/吨左右，已触发冶炼行业大规模亏损。海外冶炼厂减、停产范围加速扩大，继嘉能可旗下的 PASAR、Altonorte 铜冶炼厂停产后，中国中矿资源集团亦宣布暂停其纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼厂业务，凸显行业经营压力全球化蔓延。2025 年 1-6 月全球精炼铜产量达 1421.4 万吨，同比增长 3.3%。据 Mysteel，1-7 月国内电解铜产量为 782.2 万吨，同比增长 14.1%。国内冶炼厂虽获硫酸价格高企支撑，部分缓解亏损压力，但 Antofagasta 加工费谈判已跌至零水平，叠加港口铜精矿库存处于相对低位，冶炼厂亏损面临进一步下行风险，减产力度或将加大。中长期来看，“反内卷”政策将逐步引导冶炼行业严控产能，未来矿冶平衡的矛盾有望得到逐步缓解。

图43: 中国铜精矿冶炼加工费 (美元/吨)



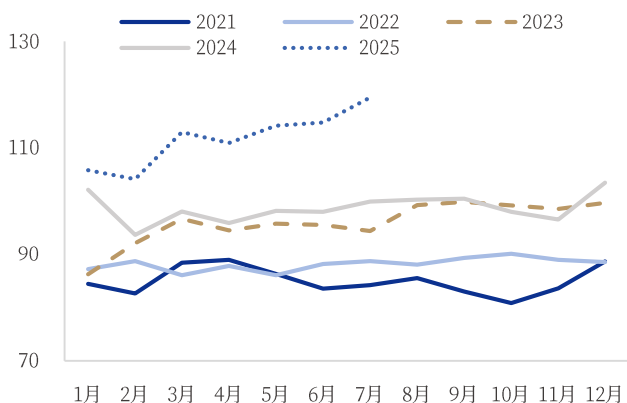
资料来源: SMM, Wind, 中国银河证券研究院

图44: 全球精炼铜月度产量 (千吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图45: 中国电解铜月度产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图46: 中国铜精矿港口库存处于相对低位

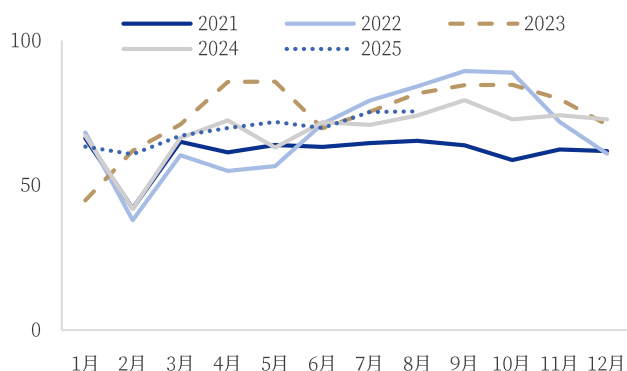


资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

(二) 需求具备韧性, 新兴领域结构性亮点依旧

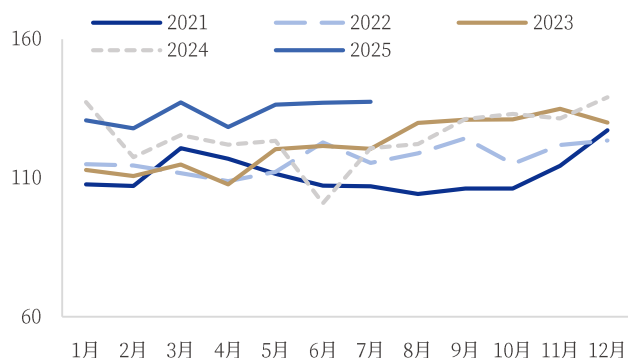
面对外部关税冲击, 国内经济保持韧性叠加抢出口效应延续, 国内铜需求向好。我国上半年 GDP 实现 5.3% 的增长, 增速超过全年 5% 左右的经济增长目标, 各项政策更加给力、靠前发力, 带动经济持续回升向好。关税政策不确定性下抢出口效应仍在延续, 我国出口维持强韧性, 1-8 月我国出口累计增速 5.9%, 较去年同期提高 1.2pct。2025 年 1-7 月国内电解铜表观需求量达 935 万吨, 同比增长 10%。铜加工行业维持高开工率, 铜杆、铜箔开工率同比基本均超去年同期水平, 7-8 月铜杆开工率 75.3%、75.6%, 同比增长 4.4、1.5pct。

图47: 铜杆月度开工率 (%)



资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

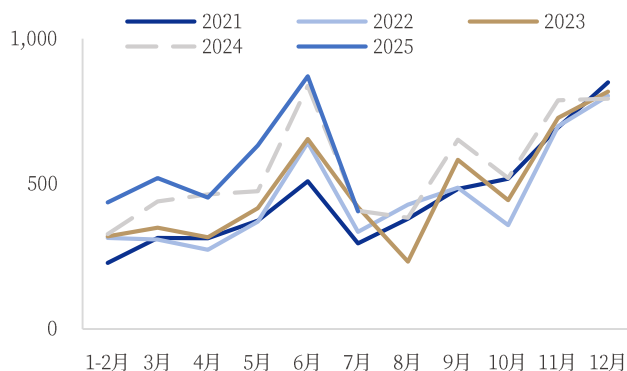
图48: 电解铜表观消费量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

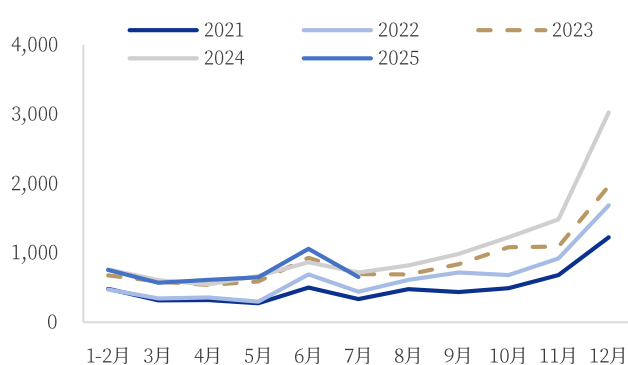
分领域看：电力端，2025年1-7月中国电网投资完成额累计3,315亿元，同比+13%，电源投资完成额累计4,288亿元，同比+3%；家电端，1-7月空调产量18,346万台，同比+5%，其中出口数量同比+4%，受上半年需求前置、部分地区的能效补贴政策退出、以及高基数效应影响，9月空调排产1075万台，较去年同期生产实绩下降12%；地产端，1-7月房屋竣工面积2.5亿平方米，同比-17%，继续拖累用铜需求；新能源领域，1-7月风电新增装机量53.7GW，同比+79%，新能源上网电价市场化改革刺激光伏抢装，1-7月光伏新增装机223.3GW，同比+81%，受国内消费政策提振，1-7月新能源汽车产量804.9万辆，同比+33%。**后续看，今年是“十四五”收官之年，电网计划总投资超8250亿元，电网有望维持高景气，“两新”、补贴政策继续拉动家电、汽车消费，但政策带来的消费提振或边际减弱，而光伏抢装退潮后增速承压。**

图49: 中国电网基本建设投资完成额当月值 (亿元)



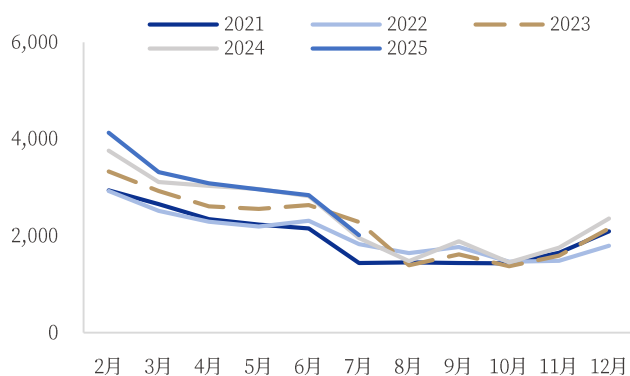
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图50: 中国电源基本建设投资完成额当月值 (亿元)



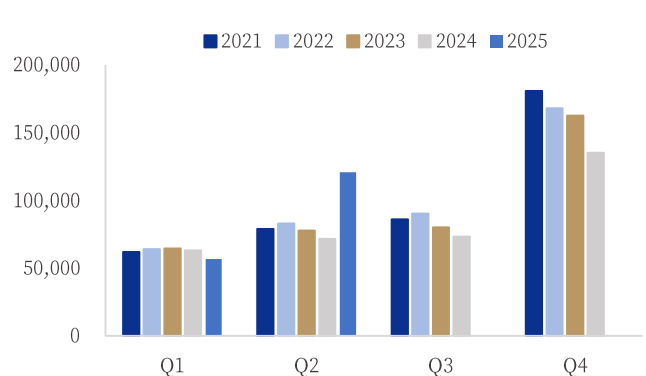
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图51: 中国空调当月产量 (万台)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

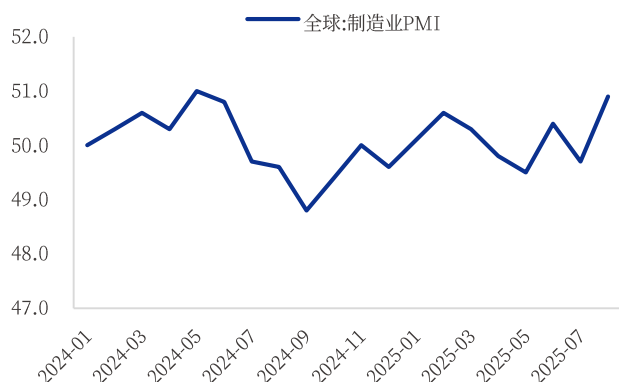
图52: 中国建筑业房屋建筑面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

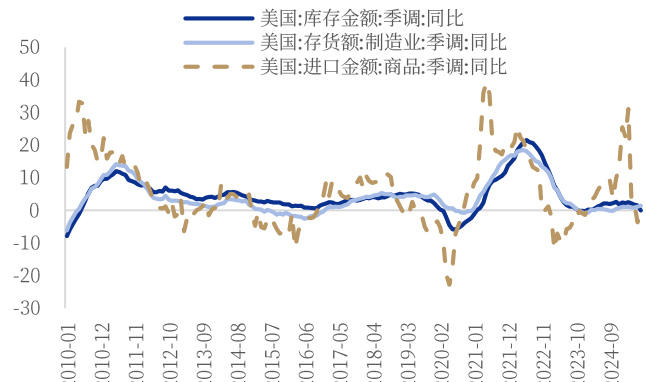
全球制造业 PMI 温和复苏, 但贸易摩擦风险加剧或拖累后续用铜需求。8 月全球制造业 PMI 回升至 50.9% (前值 49.7%), 不仅重返扩张区间, 还创下了 14 个月来的新高。美欧日韩印俄墨等主要发达和新兴经济体均有不同幅度上行, 其中欧元区制造业 PMI 重回 50% 以上; 美国虽仍低于 50% (48.7%), 但新订单指数出现了积极变化。近期美国与越南、欧盟、日本等经济体达成经贸协议, 关税水平都有不同程度上调。贸易政策的不确定性上升可能逐渐对经济活动造成负面影响, 拖累后续用铜需求。

图53: 全球制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

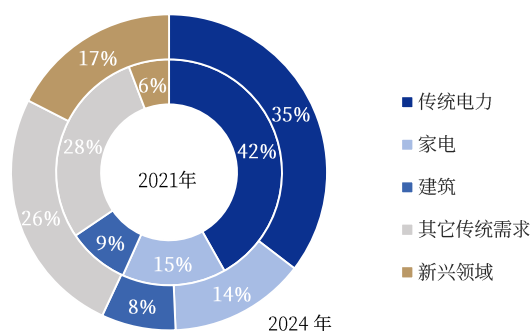
图54: 美国库存周期 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

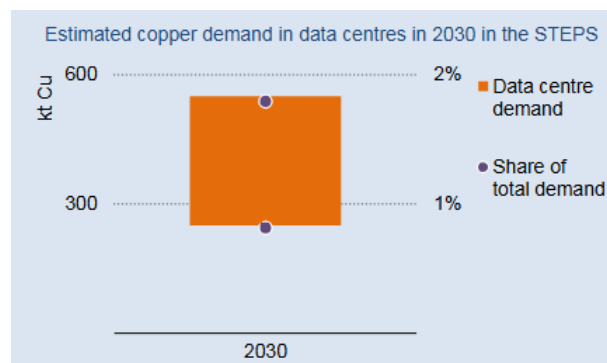
与此同时, 铜的需求结构正在发生新旧动能切换, 以新能源、数字经济为代表的新兴领域增长迅速, 有望提供需求增量, 对冲贸易摩擦带来的冲击。随着人工智能的发展, 全球范围内的人工智能数据中心也在迅速建设。IEA 估计, 到 2030 年, 数据中心的铜使用量可能在 25-55 万吨之间, 相当于全球铜需求的 12%。我们测算, 以新能源、数字经济为代表的中国新兴领域用铜需求占比已从 2021 年的 6% 提升至 2024 年的 17%, 铜消费量从 2021 年的 83 万吨增长至 2024 年的 276 万吨。未来伴随全球能源结构的进一步调整, 以及数字经济的蓬勃发展, 新兴领域用铜需求增长潜力可观。我们预计 2025 年国内精铜消费 1,635 万吨, 同比+3.6%; 全球精铜消费 2,743 万吨, 同比+2.6%。

图55：中国铜消费结构



资料来源：SMM, Wind, 中国银河证券研究院（注：新兴领域用铜包括新能源及数字经济领域用铜，具体包括新能源汽车、光伏、风电、数据中心用铜）

图56：数据中心用铜量快速增长



资料来源：IEA, 中国银河证券研究院

表10：中国精铜需求测算（万吨）

	2021	2022	2023	2024	2025E
电力	658	670	718	734	768
家电	214	207	212	220	226
交运	165	179	193	202	213
建筑	127	120	123	120	116
机械电子	129	126	127	131	136
其它	146	154	163	171	176
总计	1,439	1,456	1,536	1,578	1,635

资料来源：EVTank, IRENA, Woodmac, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

表11：全球精铜消费预测表（万吨）

	2021	2022	2023	2024	2025E
中国新兴领域	83	117	224	276	323
中国	1,439	1,456	1,536	1,578	1,635
海外新兴领域	85	95	152	178	234
海外	1,056	1,065	1,046	1,095	1,108
全球	2,495	2,521	2,583	2,673	2,743

资料来源：EVTank, IRENA, Woodmac, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

从供需平衡表来看：供给端，一系列中长期因素对铜矿有效供给形成约束，冶炼产能集中释放，矿端紧缺难以改变。2025年冶炼厂冶炼利润再度压缩，而再生铜供给偏紧，海外冶炼厂陆续减停产，国内减产预期仍存。需求端，全球制造业 PMI 温和复苏，尽管贸易摩擦风险加剧或拖累后续用铜需求，但铜的需求结构正在发生新旧动能切换，以新能源、数字经济为代表的新兴领域增长迅速，有望提供需求增量，对冲贸易摩擦带来的冲击；同时我国电网高景气度依旧，且具备一定出口韧性，后续铜需求仍有望保持稳健。整体看，我们预计 2025 年全球电解铜供需短缺 4.9 万吨。

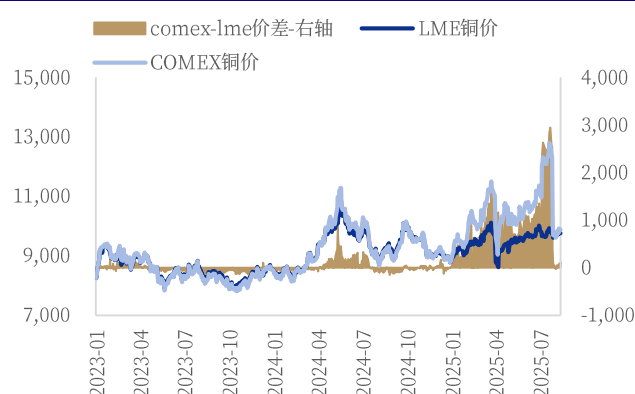
表12：全球精铜供需平衡表（千吨）

	2021	2022	2023	2024	2025E
铜矿供给	21,438	21,960	22,347	23,169	23,304
增速	2.4%	2.4%	1.8%	3.7%	0.6%
铜精矿	18,012	18,352	18,771	19,538	19,790
湿法铜	3,426	3,608	3,576	3,631	3,514
精铜产量	24,963	25,198	25,884	26,956	27,378
YOY	3.8%	0.9%	2.7%	4.1%	1.6%
精铜消费	24,951	25,209	25,824	26,733	27,428
YOY	4.0%	1.0%	2.4%	3.5%	2.6%
供需平衡	12	-11	60	223	-49

资料来源：Woodmac, ETVank, IRENA, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

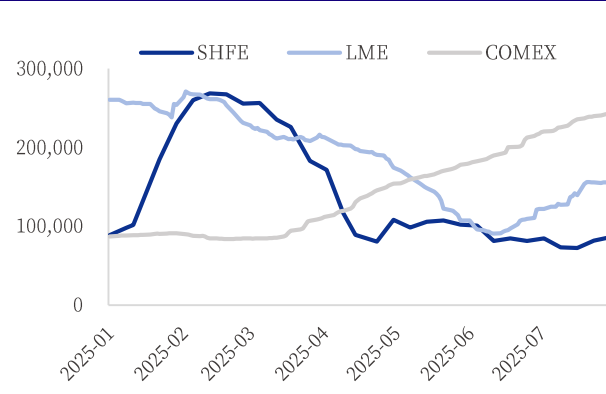
美国 232 关税落地后贸易流向逆转，铜价回归基本面定价。7 月 30 日，特朗普宣布对铜产品加征的 50% 高额关税将仅针对铜管、线、电缆等铜加工材、以及铜密集型制品，而铜精矿、粗铜、精铜、废铜等铜原料则被明确排除在外。此前，市场普遍认为此次关税将适用于包括铜精矿、粗铜、精铜等的所有铜产品。对美国加征铜关税预期升温引发跨市场套利浪潮，COMEX 与 LME 价差一度达到 30%。由此引发美铜的虹吸效应，驱动阴极铜大规模流入美国，刺激 COMEX 库存激增并加剧非美市场供应紧张。而此次将铜精矿、粗铜、精铜、废铜等铜原料排除在外的政策变化，令美国 COMEX 铜价与伦铜价格之间的溢价被迅速抹平，COMEX 铜价单日下跌超 17.9%，目前 COMEX 于 LME 价差收窄至 1%。美铜“虹吸效应”退潮，全球精炼铜流动将重回平衡。考虑美国对于精炼铜、铜材均有较高的进口依存度，铜材高关税仍将造成美国铜元素缺口，精铜原料的补充可部分缓冲美铜超额库存压力。我们认为在交易因素退潮后，铜价将回归基本面驱动。

图57：comex-lme 铜价差迅速被抹平（吨/美元）



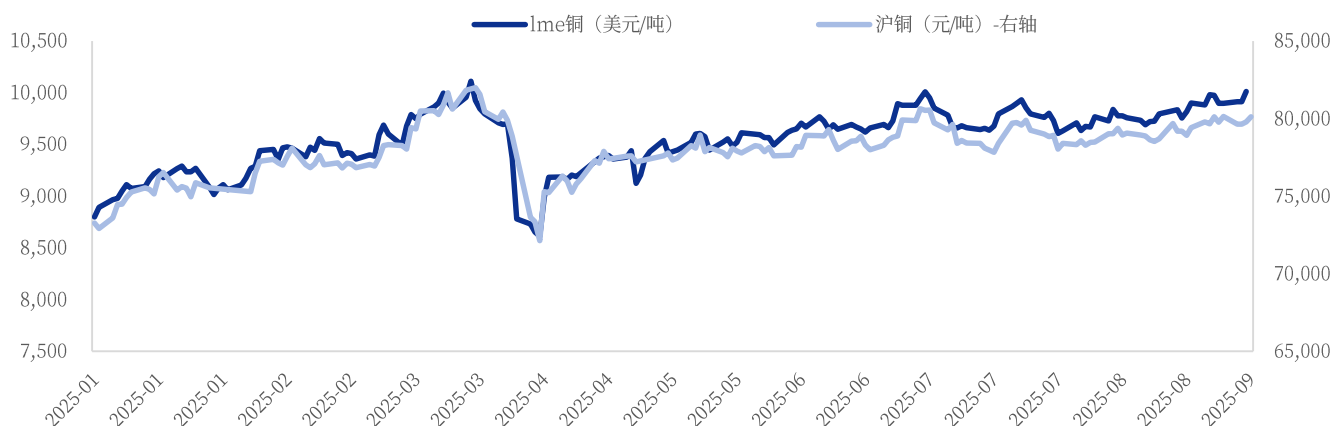
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图58：非美地区开启补库（吨）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

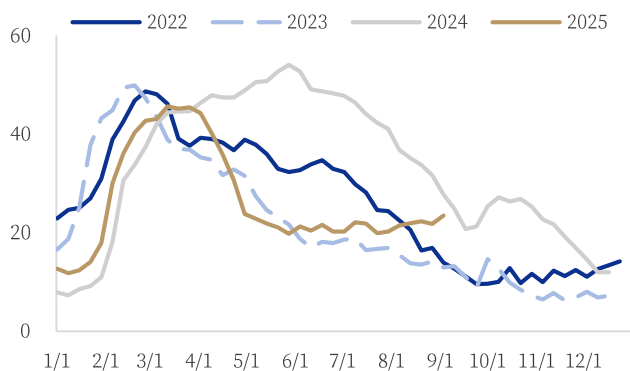
图59：铜价走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

短期来看，旺季来临叠加降息预期，铜价有望走强。770 号文若全面落地，废铜税负成本将上升，阳极铜供应紧张导致冶炼厂减产压力加剧，且供应紧张加剧的局面或持续到年底。此外，SMM 统计 9 月国内将有 5 家冶炼厂有检修计划，涉及粗炼产能 100 万吨；10 月有检修计划的冶炼厂将达 6 家。受原料短缺与计划检修的双重影响，预计 9 月国内精铜产量预计将减少，10 月精铜产量也或将继续走低。需求方面“金九银十”传统旺季开启，下游订单有望逐渐回暖，铜消费有望环比提升。在供应与需求的共振作用下，国内精铜月度供需缺口或将打开，国内社会库存有望在目前 21.78 万吨的历史低位基础上加速去库，叠加 9 月美联储的降息预期，或将催化铜价走强上涨。

图60：国内电解铜社会库存（万吨）



资料来源：Mysteel，中国银河证券研究院

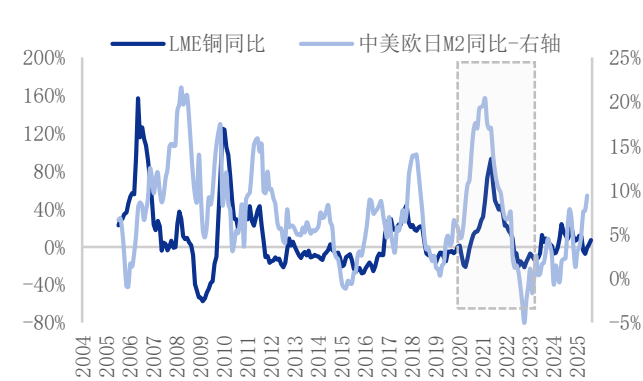
图61：市场强化美联储降息预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	90.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	73.3%	18.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	67.2%	23.9%	1.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	40.4%	43.3%	11.7%	0.8%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	25.3%	42.1%	24.7%	5.3%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	10.9%	31.6%	35.6%	17.5%	3.4%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.5%	7.1%	23.7%	34.1%	24.4%	8.8%	1.4%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.2%	2.6%	12.4%	27.0%	31.0%	19.4%	6.4%	1.0%	0.1%
2026/9/16	0.1%	1.1%	6.2%	17.8%	28.5%	26.7%	14.6%	4.4%	0.7%	0.0%
2026/10/28	0.2%	1.8%	7.9%	19.3%	28.2%	25.0%	13.2%	3.9%	0.6%	0.0%
2026/12/9	0.4%	2.7%	9.5%	20.6%	27.8%	23.3%	11.8%	3.4%	0.5%	0.0%

资料来源：CME，中国银河证券研究院

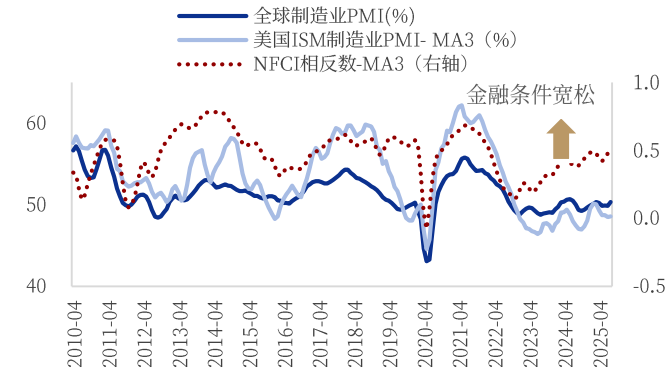
中长期维度，铜价有望在供给约束、流动性趋松以及全球经济复苏的带动下稳步向上。铜矿生产扰动常态化对有效供给形成约束，且未来全球铜矿新投建项目有限，预计 2025-2027 年全球铜矿供给增速为 0.6%/3.4%/3.3%，而冶炼产能集中释放，矿端紧缺难以改变。2025 年铜矿供给缺口突出，此后矿端缺口或将进一步扩大，我们测算 LME 铜价需上涨超过 1.25 万美元/吨才可刺激铜企进行大规模资本开支，供给约束提供铜价支撑。需求端，全球制造业 PMI 温和复苏，尽管贸易摩擦风险加剧或拖累后续用铜需求，但新能源转型与数据中心用铜带来需求的结构性亮点，将对冲贸易摩擦带来的冲击。全球降息潮下，充裕的流动性与货币信用的贬值将变相增加工业有色金属商品价值，同时流动性宽松往往指向后续制造业 PMI 的回暖，铜作为跟随宏观经济的周期性品种，伴随中国经济在政策支撑下带动全球经济复苏的进一步确认，需求逻辑给予铜价更强的上涨动力。

图62：铜价走势往往滞后于流动性周期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图63：金融条件宽松利好后续制造业回暖



资料来源：CME，中国银河证券研究院

表13：新建铜矿项目 NPV 测算

NPV（美元）		IRR								
		6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
LME 铜价 (美元/吨)	10000	-5655	-6206	-6725	-7215	-7676	-8112	-8525	-8915	-9284
	10500	-3482	-4116	-4714	-5277	-5809	-6311	-6786	-7235	-7661
	11000	-1309	-2026	-2703	-3340	-3942	-4510	-5047	-5556	-6037
	11500	865	64	-691	-1403	-2075	-2709	-3309	-3876	-4413
	12000	3038	2154	1320	534	-207	-908	-1570	-2197	-2790
	12500	5212	4243	3331	2471	1660	893	169	-517	-1166
	13000	7385	6333	5343	4409	3527	2694	1907	1163	457
	13500	9559	8423	7354	6346	5394	4496	3646	2842	2081

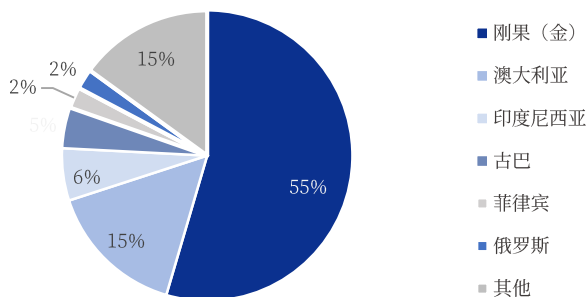
资料来源：Wind，S&P Global，中国银河证券研究院

五、钴：原料缺口逐步显化，估价上涨空间可期

（一）刚果（金）暂停钴出口，引发供给收缩

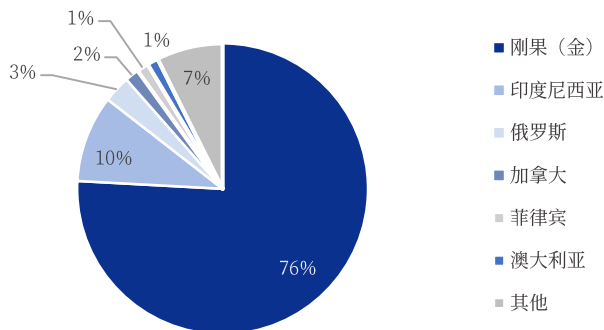
刚果（金）钴储量及产量均为全球第一，主导全球钴供应。储量方面，2024 年刚果（金）钴储量全球占比达 54.5%，为全球第一大钴资源国，其余澳大利亚、印尼、古巴、菲律宾等国，储量全球占比分别为 15.5%、5.8%、4.5%、2.4%。产量方面，刚果（金）是最大的钴生产国，受益于洛阳钼业旗下在刚果（金）钴矿山的产能提升，2024 年刚果（金）钴产量 22 万吨，占全球钴产量的 76%；印尼作为第二大钴生产国，钴产量 2.8 万吨，占全球矿产量的 9.7%，其产量增长由多个高压酸浸（HPAL）项目推动。

图64：全球钴储量分布



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

图65：全球钴产量分布



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

2025 年刚果（金）钴出口禁令标志着该国首次通过行政手段有效干预全球钴市场平衡，此举依托其全球钴储量和产量的垄断地位，旨在扭转前期钴价低迷局面。回顾历史，刚果（金）最早于 2013 年尝试类似禁令，但因电力短缺、冶炼产能不足而推迟；而本次由刚果（金）战略矿产市场监管局（ARECOMS）主导的禁令于 2 月 24 日生效，立即暂停所有来源的钴矿产品出口 4 个月（有效期至 6 月 22 日），覆盖工业、半工业、小规模及手工开采，并同步推进多项配套改革，包括推动本土钴精炼能力建设、完善透明定价体系，以提升该国在全球电池金属价值链中的议价权。鉴于市场上钴库存依然充足，6 月 21 日，刚果（金）ARECOMS 进一步将禁令延长三个月。反映出刚果金政府调控市场供应的决心，这与早期政策形成鲜明对比，凸显其战略意图——消化过剩库存、限制供应提价，扭转财政收入下滑趋势（自 2022 年以来政府的资源税收入因钴价下跌而大幅缩水），同时强化资源主权。

表14：刚果（金）钴相关政策梳理

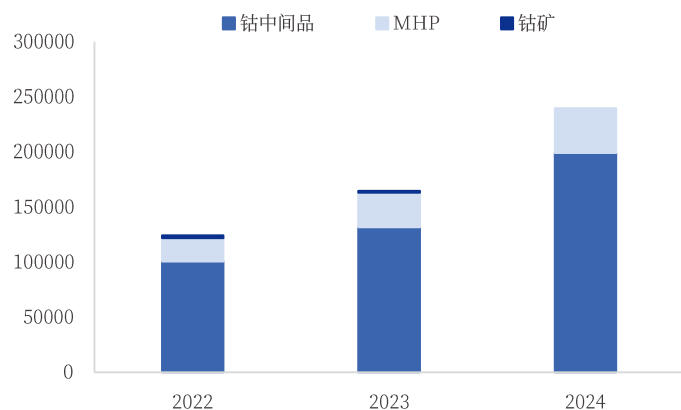
时间	事件
2025 年 6 月	刚果（金）战略矿产市场监管局（ARECOMS）宣布将钴出口禁令延长三个月（至 9 月 22 日），适用于所有开采来源的钴矿，旨在调节市场供应过剩。
2025 年 3 月	刚果（金）拟加强钴出口禁令，或与印尼合作控制供应。
2025 年 2 月	全球最大钴生产国刚果（金）宣布将暂停钴出口四个月，旨在遏制国际市场钴金属供应过剩引发的价格持续下跌。根据新规，禁令将在三个月后接受阶段性评估，后续可能调整政策力度。

2021年5月	5月26日，刚果民主共和国（DRC）矿企收到加丹加省海关总署署长 Bernard Bosele Pilipili 签发的通知，禁止出口钴和铜精矿。但将允许持有豁免的矿业公司继续发货。
2018年12月	矿业部正式将钴列为战略资源，矿产税率从3.5%上调至10%。
2018年2月	新《矿业法》通过，取消矿企10年财政稳定条款，提高钴等金属特许权使用费（钴从2%→3.5%），引发国际矿企集体反对。
2016年1月	原计划自本月开始执行的未加工铜矿和钴矿的出口禁令由于国内电力缺乏，推迟至一年后执行，该禁令目的是迫使矿企在刚果国内加工和精炼金属。
2013年7月	刚果（金）矿业部长和财政部长共同签署法令，将原定本月开始执行的精矿出口禁令推迟至2013年12月31日起执行。该禁令原本旨在促使矿业公司在刚境内对矿石进行深加工，但因长期以来刚面临电力短缺等问题，矿石不具备在当地加工处理的条件，以致该禁令遭到了矿企的一致抵触，从而一再要求推迟执行禁令。
2013年4月	刚果（金）颁布禁令，禁止任何未经加工的铜钴精矿出口到国外，意在让更多初级矿在国内加工以促进该国经济发展和就业。该禁令有90天的缓冲时间，出口企业必须在缓冲时间内完成已有铜钴精矿的出口。

资料来源：CNMN、Mysteel、SMM、亚洲金属网等，中国银河证券研究院

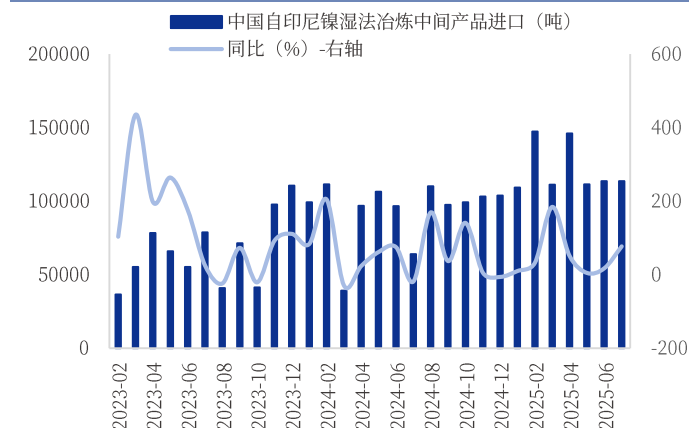
印尼 MHP 高增长，但仍难以抵消刚果（金）钴禁令带来的供应减少。据 Cobalt Institute，印尼的高压酸浸项目所产出的混合氢氧化物沉淀（MHP），是一种同时含有镍和钴的中间产品，镍钴比通常在 8:1-10:1 之间。另据 Mysteel 调研印尼 8 家样本项目统计，2025 年 1-6 月印尼 MHP 产量共计 22.48 万金属吨，同比增加 63%；下半年印尼新增产能集中释放是核心驱动，晨曦、蓝焰等项目三季度投产，叠加格林美、ESG 等现有项目提产，印尼 MHP 全年产量或接近 50 万金属吨，同比增超 30%。按 2024 年刚果金钴产量 22 万吨估算，7 个月的出口禁令将影响全球约 12.8 万吨的钴供给，尽管印尼钴产量有望在 MHP 产能释放的带动下保持高速增长，但根据镍钴比测算，印尼钴增长难以抵消刚果（金）钴禁令带来的供应减少。

图66：98-99%中国钴中间品资源量进口来自刚果（金）（金吨）



资料来源：SMM，中国银河证券研究院

图67：中国自印尼镍湿法冶炼中间产品进口及变化



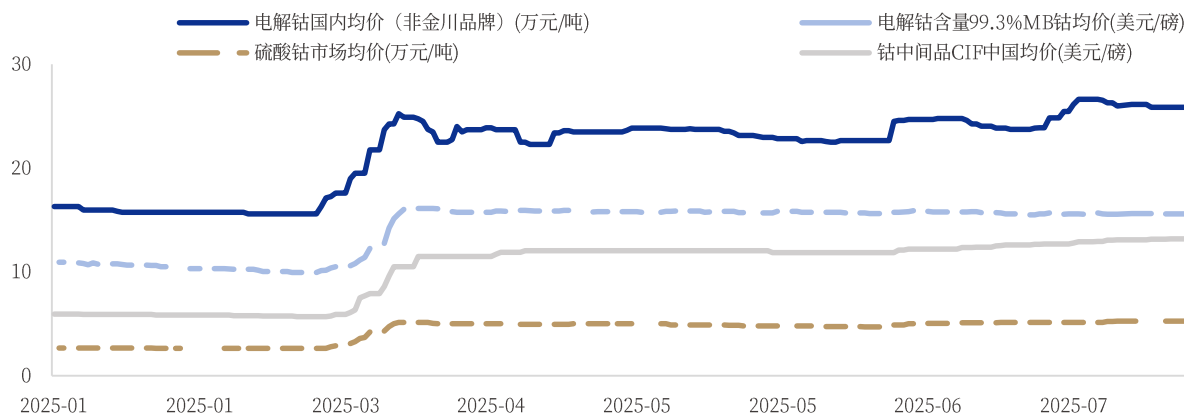
资料来源：mysteel，中国银河证券研究院

出口禁令政策效果显著，钴价得到大幅提振。2025 年 2 月禁令触发钴全品类价格暴涨，第一轮禁令实施期间钴产品整体涨幅均超 40%，钴中间品涨幅达 108%；而 6 月延期后涨幅收窄至个位数，反映市场已存在政策预期。尽管如此，钴价较禁令前水平已实现大幅上涨，截至目前，中国电解钴、硫酸钴、三氧化二钴市场均价分别较 2 月禁令实施前上涨 64%、98%、98%。

在途库存陆续抵港，国内钴原料供应面临紧缺风险，有望推动国内钴产业链库存开启去化。2025 年 3-5 月期间，随着刚果（金）出口禁令生效前发运的海上在途库存陆续抵港，中国钴中间品库存持续累积，CRU 估计截至 6 月末，国内库存总量约为 8.5 万金吨。随着前期在途库存基本消耗完毕，

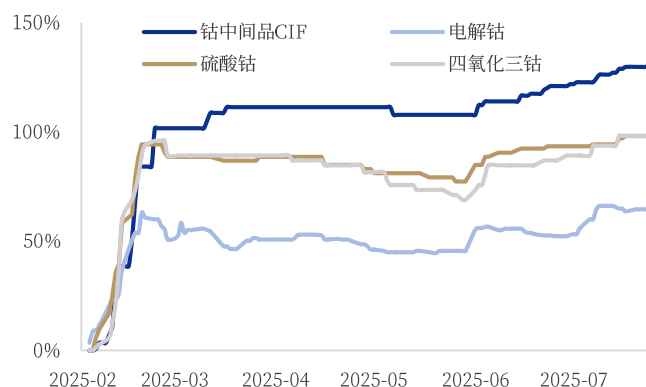
且禁令延期至9月底，考虑船运时间，刚果（金）滞留原料预计在2026年1月前无法补货，国内冶炼企业面临日益严峻的原料断供风险，企业将加速消耗现有库存。

图68：钴价格走势



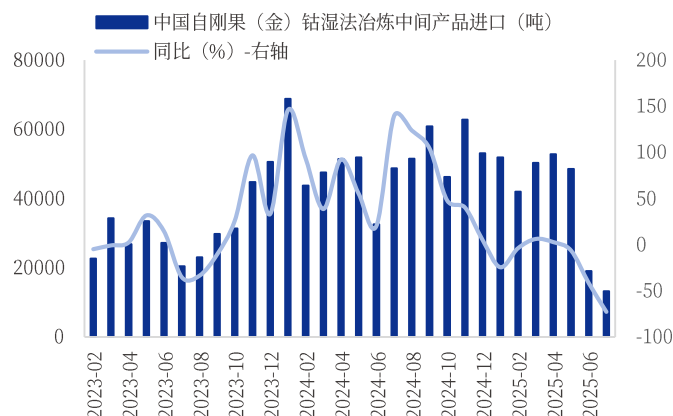
资料来源：百川，中国银河证券研究院

图69：国内钴产品涨幅对比



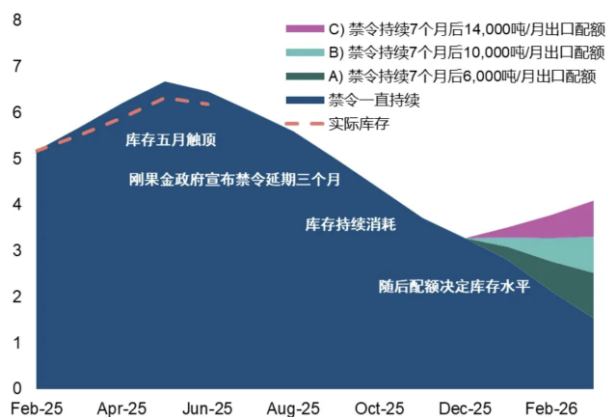
资料来源：百川，中国银河证券研究院

图70：6-7月中国自刚果（金）钴湿法治炼中间产品进口大幅下降



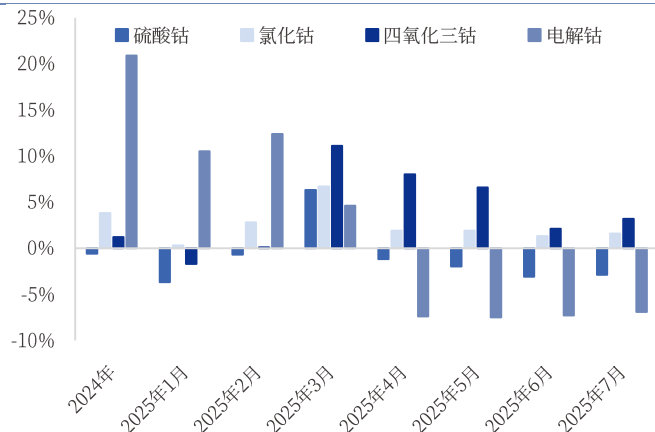
资料来源：mysteel，中国银河证券研究院

图71：情景分析：中国钴中间品库存（以消费月数记）



资料来源：CRU，中国银河证券研究院

图72：国内钴产品利润率对比

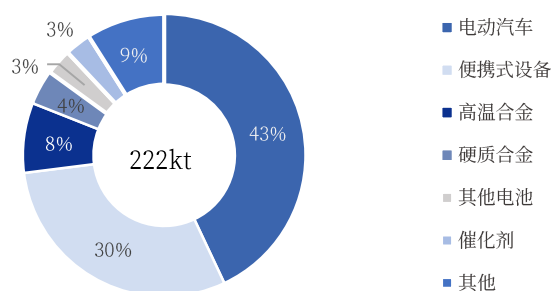


资料来源：SMM，中国银河证券研究院

（二）锂电池需求占据主导地位，电动汽车领域提供主要增量

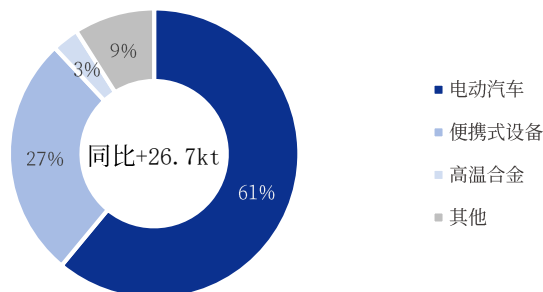
锂电池需求是最大的用钴领域，主要包括新能源汽车、便携式设备领域电池。2024 年全球钴消费量达 22.2 万吨，同比增长 14%，创近三年新高，其中动力电池与便携电子设备领域贡献核心增量，电动车领域消费 9.5 万吨，需求占比升至 43%，便携电子设备领域消费 6.7 万吨，需求占比为 30%，叠加其他电池需求占比 3%，电池领域占钴需求量的 76%，高于 2023 年的 73%；2024 年各类电池合计推动了 94% 的钴需求增长。值得注意的是，随着磷酸铁锂电池需求的增长，尤其是在中国市场，导致含钴电池化学体系占整体市场的比例较 2023 年的 56% 降至 2024 年的 49%。此外，高温合金仍是非电池应用中占比最大的一块，支撑了约 8% 的钴需求。

图73：2024 年按主要终端用途划分的全球钴需求量（kt）



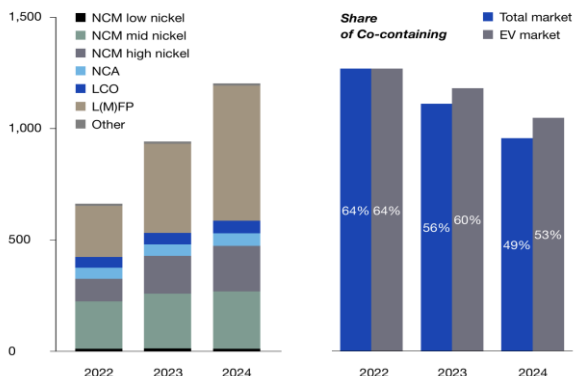
资料来源：cobalt institute, 中国银河证券研究院

图74：2024 年按主要终端用途划分的全球钴年度增长量（kt）



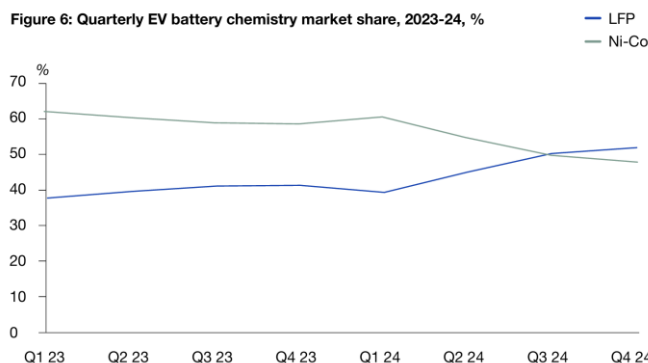
资料来源：cobalt institute, 中国银河证券研究院

图75：按正极化学体系划分的全球电池需求（兆瓦）



资料来源：cobalt institute, 中国银河证券研究院

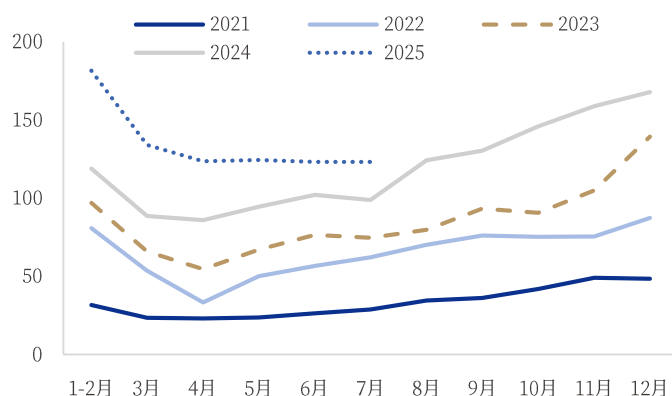
图76：2023-2024 年季度电动汽车电池化学体系市场份额（%）



资料来源：cobalt institute, 中国银河证券研究院

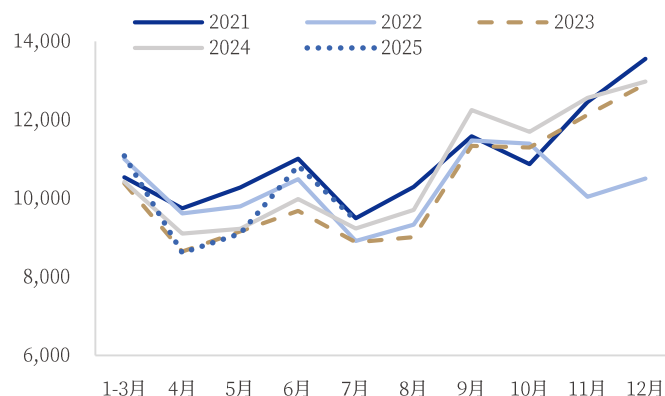
新能源汽车景气度依旧，消费电子受补贴政策提振。今年以来，中国新能源汽车市场在两新政策+购置税减免的背景下延续高增长，2025 年 1-7 月国内新能源汽车累计产量 804.9 万辆，累计同比增长 33%。中汽协预测，2025 年中国新能源汽车的销售量预计将达 1600 万辆，同比增幅高达 24%，继续引领汽车行业的转型和发展。另一方面，中国出台 3C 消费补贴政策，对 3C 电子消费需求形成提振，2025 年 1-7 月智能手机产量 4.9 亿台，同比增长 2.3%，在终端手机单机电池容量需求提升的背景下，消费电子用钴需求有望回暖。

图77：国内新能源汽车产量（万辆）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

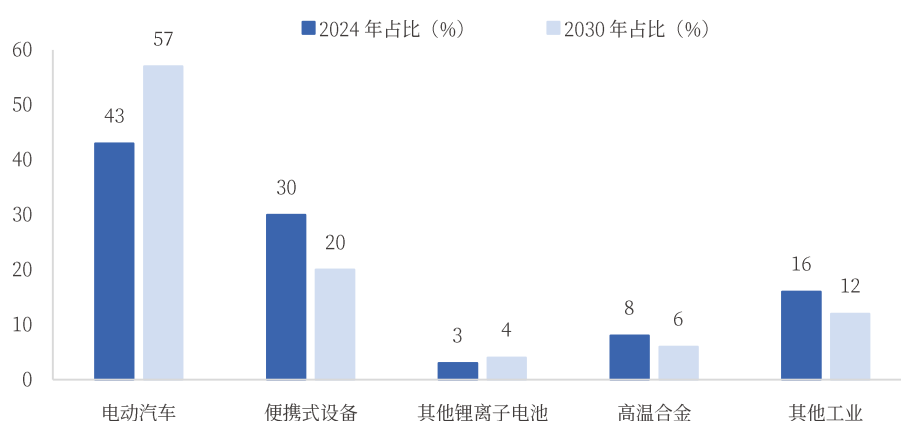
图78：国内智能手机产量（万台）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

未来电动汽车领域将贡献主要需求增量。Cobalt Institute 预测，到 2030 年钴总需求 CAGR 将达 7%，钴市场需求规模将突破 40 万吨。其中，电动汽车领域的市场份额将从 2024 年的 43% 提升至 2030 年的 57%。

图79：钴需求预测



资料来源：cobalt institute，中国银河证券研究院

美国收储钴强化自主供应链、欧盟宣布“重新武装欧洲计划”，带动军用领域用钴需求。合金钴对军事系统中的一系列应用至关重要，可用于弹药、喷气发动机、航空母舰等。国防部下属的物资局（DLA）在美东时间 8 月 21 日发布招标文件，计划在未来 5 年内采购约 7480 吨合金级钴，以保障军事装备关键部件的原材料供应，总合同金额最高可达 5 亿美元。此次招标价折合 6.7 万美元/吨，当前 MB 钴（合金级）仅为 4.2 万美元/吨，表明美国对战略资源的采购决心。DLA 的主要职能包括为美国各类武装部队和盟友提供后勤、采购和技术支持。这是自 1990 年冷战结束后，美国首次大规模采购钴作为战略储备。由于钴供应高度集中，2024 年刚果（金）供应占全球 75.9%，且由中国主导精炼加工，2024 年占据全球 78.6% 份额，迫使美国通过收储重建自主供应链。另一方面，此前 3 月欧盟提出“重新武装欧洲”计划，拟调动 8000 亿欧元打造“一个安全而有韧性的欧洲”，其中包括向欧盟成员国提供 1500 亿欧元贷款用于国防投资，并协助成员国整合需求、共同采购军事装备，以增强欧洲安全。地缘政治紧张局势加剧背景下，全球军费开支规模的扩大，将带动军工领域用钴需求增长。

表15: 钴在国防应用中的使用

应用领域	组件	细分领域	材料
飞机 / 直升机	燃烧室	高温合金	镍 / 钴高温合金
	传感器 / 航空电子设备	磁体	钐钴 (SmCo)
导弹	推进系统	磁体	钐钴 (SmCo)
	控制作动器	磁体	钐钴 (SmCo)
航空母舰	综合全电力推进系统	高温合金	镍 / 钴高温合金
	带舷外电动机的推进系统	磁体	钐钴 (SmCo)
护卫舰 / 驱逐舰 / 潜艇	电动机	磁体	钐钴 (SmCo)
无人机	电池	电池	钴酸锂 (LCO)

资料来源: cobalt institute, 中国银河证券研究院

从供需平衡表来看: 极端情况看, 2025 年 9-12 月刚果(金)无原料抵达国内, 安泰科预计 2025 年全球钴原料供应量为 25.2 万吨, 需求端全球精炼钴消费同比微增或持平, 我们预计全年精炼钴有小幅过剩, 约为 1 万吨, 较 24 年过剩 5 万吨边际改善。若刚果(金)的原料出口从 9 月 22 日开始恢复, 且出口量控制在 1 万吨/月, 安泰科预计 2026 年全球钴原料供应量预计达 26 万吨, 假设消费量同比增长 10%, 考虑回收率的前提下, 2026 年的钴市场将由过剩转为基本供需平衡。

基于刚果(金)政策调控以及美国等国家军工与战略储备需求的增加, 看好钴价持续上涨。主导全球钴供应的刚果(金)将禁令延长至 9 月底或导致至少 12.8 万吨的原料供应短缺, 印尼 MHP 项目虽放量但增量难以填补缺口。6-7 月中国自刚果(金)钴湿法冶炼中间产品进口同比下降 41.7%、72.9%, 进口原料供应减少背景下, 叠加 9-10 月将迎来消费电子及汽车行业需求旺季, 国内产业链库存有望加速去化。此外, 美国正以强烈紧迫感重构其钴资源储备体系, 旨在降低供应链外部依赖、增强国防自主保障能力, 进一步凸显钴战略价值。若刚果(金)后续恢复钴出口并采取出口配额制度, 供给调控背景下, 需求端未来三元锂电池和消费电池需求保持良好增长, 叠加钴的战略属性强化, 预计估价长期表现向好。

六、盈利预测与估值

（一）盈利预测

公司拥有世界级矿山资源，旗下刚果（金）TFM 是全球最大的铜钴矿之一，KFM 是全球第一大钴矿、巴西铌矿是世界第二大铌矿，中国三道庄钼钨矿是世界最大的钼矿田之一。铜钴板块为公司第一大利润来源，伴随两大铜钴矿山的扩产增效持续推进，公司盈利将逐步攀升。

基于以下假设，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 2157/2269/2382 亿元，归母净利润 164.6/188.8/210.4 亿元。

1) 产销量方面：考虑到 KFM、TFM 后续改扩建项目投产，预计 2025-2027 年公司铜产量分别 68/71/78 万吨，按铜钴比测算钴产量分别 12.2、12.4、13.6 吨；其余钼、钨、铌、磷产量基本维持稳定。我们假设刚果(金)政府给予公司 60%的钴出口配额，其余金属销量等于产量。

2) 价格方面：铜矿供应矛盾彻底爆发且将持续存在，国内经济复苏、全球流动性改善利好铜价上扬，我们假设 2025-2027 年 LME 铜价 9670/9850/10000 美元/吨；钴价受供给收缩影响，2025-2027 年 MB 钴价 15/17/17.8 美元/磅，其余金属价格假设维稳。

表16：公司主营业务收入及成本预测（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	172,991	186,269	213,029	215,688	226,895	238,172
铜钴	9,748	28,001	50,598	47,899	54,329	60,886
钨钼	6,965	8,611	8,119	8,522	8,522	8,522
铜金	1,293	1,582	0	0	0	0
铌磷	7,368	6,324	6,541	7,041	7,236	7,236
贸易及其它	147,616	141,751	147,771	152,226	156,808	161,529
营业成本	156,926	168,158	177,774	178,014	184,911	191,903
铜钴	5,184	15,599	26,561	22,667	25,027	27,494
钨钼	4,021	4,860	4,724	4,596	4,596	4,596
铜金	1,043	1,246	0	0	0	0
铌磷	4,566	4,782	4,517	4,566	4,710	4,710
贸易及其它	142,113	141,672	141,972	146,185	150,578	155,103
归母净利润	6,067	8,250	13,532	16,465	18,878	21,043
YOY (%)	18.8	36.0	64.0	21.7	14.7	11.5

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 估值与投资建议

1. 相对估值

公司业绩核心驱动为铜钴产品，我们选取 A 股铜行业的紫金矿业、金诚信、铜陵有色，以及主业为钴盐、电积铜等的腾远钴业作为可比公司；2025-2027 年可比公司 PE 的算术均值分别为 17.7/14.5/12.6x。考虑到公司作为国内铜行业龙头，具备将资源储量转化为产量的低成本开发能力，主力 TFM&KFM 铜钴矿迈入产量释放收获期，未来产能扩张规划清晰且易实现，成长路径明确，业绩增长可期，参考其他可比公司估值，我们给予公司 2025 年 PE 为 19-21x，对应市值区间为 3128-3458 亿元。

表17：可比公司估值（2025.9.12）

可比公司	总市值（亿元）	EPS（元）				市盈率 PE			
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
紫金矿业	6,907	1.21	1.81	2.04	2.20	21.2	14.1	12.6	11.7
铜陵有色	620	0.22	0.27	0.36	0.41	21.5	17.5	13.1	11.6
金诚信	401	2.57	3.71	4.44	5.16	25.0	17.3	14.5	12.5
腾远钴业	217	2.33	3.36	4.13	5.01	31.6	21.9	17.8	14.7
平均值						24.8	17.7	14.5	12.6
洛阳钼业	2,816	0.63	0.77	0.88	0.98	21.3	17.5	15.3	13.7

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 绝对估值

由于公司具有较为稳定的盈利和持续的经营净现金流，我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，我们作出如下假设得到 WACC 为 10.5%，再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析，测算出公司每股估值区间为 14.8-16.4 元，对应市值区间为 3182-3516 亿元。

表18：FCFF 核心假设

指标	数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	1.75%	十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	10.7%	上市以来沪深 300 指数年度平均收益率
贝塔系数β	1.23	公司上市以来相对沪深 300 的 Beta 值
税率	35.48%	公司近三年实际所得税税率
加权平均资本成本 WACC	10.54%	$WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表19: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

永续增长率 g	WACC						
	9.64%	9.94%	10.24%	10.54%	10.84%	11.14%	11.44%
2.2%	17.29	16.53	15.84	15.19	14.59	14.04	13.52
2.3%	17.44	16.67	15.96	15.31	14.70	14.13	13.60
2.4%	17.59	16.81	16.09	15.42	14.80	14.23	13.69
2.5%	17.75	16.95	16.22	15.54	14.91	14.32	13.78
2.6%	17.92	17.10	16.35	15.66	15.02	14.42	13.87
2.7%	18.08	17.25	16.49	15.78	15.13	14.53	13.96
2.8%	18.79	17.94	17.16	16.45	15.78	15.17	14.59

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司作为全球矿业巨头，依托其世界级矿山资源和“矿山+贸易”双轮驱动模式，在铜、钴等关键金属领域占据领先地位；多元化资源组合钨、钼、铌、磷、黄金资产具备抗周期优势。公司旗下刚果（金）TFM 和 KFM 铜钴矿资源禀赋优异，且通过低成本开发策略实现了高效产能转化，2024 年铜产量跻身全球前十，钴产量位居全球第一，伴随后续扩建项目推进和产能释放，预计 2028 年铜产能达 80-100 万吨/年。受益于刚果金出口禁令引发的供应缺口，公司钴价弹性显著，叠加铜价在矿端紧缺和流动性宽松、全球经济修复下提供的上行动能，铜钴业务有望迎来量价齐升，公司盈利能力和估值有望同步提升。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 2157/2269/2382 亿元，归母净利润 164.6/188.8/210.4 亿元，当前股价对应 PE 各为 17.5/15.3/13.7x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

七、风险提示

1) 国内经济复苏不及预期的风险：有色金属需求与宏观经济运行状况紧密相关，若国内经济复苏速度慢于预期，可能会影响有色金属的需求，导致有色金属价格下跌；

2) 美联储降息不及预期的风险：若美联储降息幅度和频率不及市场预期，可能会导致美元走强，进而对以美元计价的有色金属价格产生压力，同时高利率环境可能会抑制投资和消费，影响有色金属的需求和价格；

3) 有色金属下游需求不及预期的风险：有色金属下游新能源汽车、光伏、风电装机等领域需求增速若放缓，可能加剧上下游博弈，导致有色金属价格承压；

4) 有色金属价格大幅下跌的风险：有色金属价格受全球经济局势、货币政策、供需格局等多重因素影响，若这些因素导致价格出现大幅波动，有色金属企业的经营可能面临较大压力。

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司业务分布及 2024 年产品产量.....	6
图 3: 公司股权结构图（截至 2025.7.16）.....	7
图 4: 公司营收（亿元）及同比变化.....	7
图 5: 公司归母净利润（亿元）及同比变化.....	7
图 6: 公司分产品营收情况（亿元）.....	8
图 7: 公司分产品毛利情况（亿元）.....	8
图 8: 25H1 公司矿产品毛利占比.....	8
图 9: 公司矿业板块毛利率变化.....	8
图 10: 公司期间费用逐步下降（亿元）.....	9
图 11: 公司现金流状况优异（亿元）.....	9
图 12: 2024 年全球主要上市铜企权益资源量排名（万吨）.....	11
图 13: 公司铜钴矿资源禀赋与嘉能可两大主力铜钴矿山对比.....	11
图 14: 公司铜钴板块产量及盈利变化（百万元，吨）.....	12
图 15: 2024 年全球前十大铜企铜产量（万吨）.....	13
图 16: 2024 年全球钴金属产量企业排名（吨）.....	13
图 17: 2023 年全球铜产量总现金成本排名.....	13
图 18: 快速提产的 TFM 铜钴矿开发现场.....	14
图 19: KFM 启动 2025 年地质勘探项目，聚焦深部增储.....	14
图 20: 三道庄矿区绿色矿山建设.....	15
图 21: 工艺技术破解瓶颈.....	15
图 22: 公司钼、钨产量变化.....	16
图 23: 公司钼钨板块营收、毛利、毛利率变化（百万元）.....	16
图 24: 铌磷矿位于巴西东南部，地理位置优越.....	17
图 25: 公司铌、磷产量变化.....	17
图 26: 公司铌磷板块营收、毛利、毛利率变化（百万元）.....	17
图 27: 凯歌豪斯金矿为大型原生金矿项目.....	18
图 28: 凯歌豪斯金矿位于厄瓜多尔西南部的埃尔奥罗省.....	18
图 29: 凯歌豪斯金矿周边基础设施相对完备.....	18
图 30: 该矿是典型的斑岩型矿.....	18
图 31: 公司大多逆周期并购均实现业绩和市值的提升.....	20
图 32: 矿山开发周期呈增加趋势.....	22
图 33: 拉美铜矿项目资本开支强度.....	23

图 34: IXM 业务覆盖全球 80 多个国家.....	24
图 35: 公司“矿山+贸易”双轮驱动.....	24
图 36: 公司贸易业务营收结构(百万元)	24
图 37: IXM 盈利情况.....	24
图 38: 公司三步走发展路径.....	25
图 39: 全球大型铜矿项目	27
图 40: 全球冶炼产能释放.....	27
图 41: 中国废铜进口变化(吨)	28
图 42: 中国自美国废铜进口变化(吨)	28
图 43: 中国铜精矿冶炼加工费(美元/吨)	29
图 44: 全球精炼铜月度产量(千吨).....	29
图 45: 中国电解铜月度产量(万吨).....	29
图 46: 中国铜精矿港口库存处于相对低位	29
图 47: 铜杆月度开工率(%)	30
图 48: 电解铜表观消费量(万吨)	30
图 49: 中国电网基本建设投资完成额当月值(亿元)	30
图 50: 中国电源基本建设投资完成额当月值(亿元)	30
图 51: 中国空调当月产量(万台)	31
图 52: 中国建筑业房屋建筑面积(万平方米)	31
图 53: 全球制造业 PMI (%)	31
图 54: 美国库存周期(%)	31
图 55: 中国铜消费结构.....	32
图 56: 数据中心用铜量快速增长.....	32
图 57: comex-lme 铜价差迅速被抹平(吨/美元)	33
图 58: 非美地区开启补库(吨)	33
图 59: 铜价走势	34
图 60: 国内电解铜社会库存(万吨)	34
图 61: 市场强化美联储降息预期.....	34
图 62: 铜价走势往往滞后于流动性周期	35
图 63: 金融条件宽松利好后续制造业回暖	35
图 64: 全球钴储量分布	36
图 65: 全球钴产量分布	36
图 66: 98-99%中国钴中间品资源量进口来自刚果(金)(金吨)	37
图 67: 中国自印尼镍湿法冶炼中间产品进口及变化.....	37
图 68: 钴价格走势	38
图 69: 国内钴产品涨幅对比.....	38
图 70: 6-7 月中国自刚果(金)钴湿法冶炼中间产品进口大幅下降	38
图 71: 情景分析: 中国钴中间品库存(以消费月数记)	38

图 72: 国内钴产品利润率对比.....	38
图 73: 2024 年按主要终端用途划分的全球钴需求量 (kt)	39
图 74: 2024 年按主要终端用途划分的全球钴年度增长量 (kt)	39
图 75: 按正极化学体系划分的全球电池需求 (兆瓦)	39
图 76: 2023-2024 年季度电动汽车电池化学体系市场份额 (%)	39
图 77: 国内新能源汽车产量 (万辆)	40
图 78: 国内智能手机产量 (万台)	40
图 79: 钴需求预测	40
表 1: 公司自有矿山基本情况 (截至 2024 年末)	10
表 2: 公司铜钴矿山基本情况 (截至 2024 年末)	11
表 3: 公司钨钼矿山基本情况 (截至 2024 年末)	14
表 4: 公司铌磷矿山基本情况 (截至 2024 年末)	16
表 5: 公司历史重大收购案例	21
表 6: 公司剥离非核心资产以回笼资金, 聚焦核心赛道, 优化资源配置.....	21
表 7: 公司两大铜钴矿开发项目投入情况 (截至 2024 年末)	23
表 8: 全球重点矿企产量情况 (万吨)	26
表 9: 全球铜矿供需平衡表 (万吨)	28
表 10: 中国精铜需求测算 (万吨)	32
表 11: 全球精铜消费预测表 (万吨)	32
表 12: 全球精铜供需平衡表 (千吨)	33
表 13: 新建铜矿项目 NPV 测算.....	35
表 14: 刚果 (金) 钴相关政策梳理.....	36
表 15: 钴在国防应用中的使用.....	41
表 16: 公司主营业务收入及成本预测 (百万元)	42
表 17: 可比公司估值 (2025.9.12)	43
表 18: FCFF 核心假设.....	43
表 19: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)	44

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	79174.39	88959.10	100206.19	114103.34
现金	30427.26	38823.00	50764.73	64636.00
应收账款	647.88	931.21	949.63	961.90
其它应收款	5524.86	5480.72	5707.50	6042.42
预付账款	1114.40	1377.58	1318.44	1379.66
存货	29878.33	32098.45	32716.54	33806.47
其他	11581.67	10248.14	8749.35	7276.88
非流动资产	91062.04	93344.47	98095.13	101639.62
长期投资	3282.86	4022.27	4792.49	5599.75
固定资产	44422.26	45867.13	49823.91	52759.14
无形资产	21651.28	22175.78	22587.14	22749.46
其他	21705.63	21279.29	20891.59	20531.27
资产总计	170236.43	182303.57	198301.32	215742.96
流动负债	45460.60	43741.93	44775.86	45651.92
短期借款	13960.24	13960.24	13960.24	13960.24
应付账款	4807.07	3954.18	4372.11	4554.47
其他	26693.29	25827.51	26443.51	27137.21
非流动负债	38833.60	39933.60	40933.60	41933.60
长期借款	9333.84	10333.84	11333.84	12333.84
其他	29499.76	29599.76	29599.76	29599.76
负债合计	84294.20	83675.53	85709.46	87585.52
少数股东权益	14919.24	17271.38	19968.20	22974.36
归属母公司股东权益	71022.99	81356.66	92623.66	105183.08
负债和股东权益	170236.43	182303.57	198301.32	215742.96

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	32386.66	19903.17	27871.88	30340.68
净利润	15459.44	18817.12	21574.52	24049.29
折旧摊销	6154.95	4990.70	5446.20	6401.10
财务费用	4468.42	1200.92	1253.92	1303.92
投资损失	-958.81	-2156.88	-2268.95	-2381.72
营运资金变动	5731.55	-4482.63	353.56	-524.82
其它	1531.09	1533.95	1512.64	1492.91
投资活动现金流	-1159.65	-5175.19	-7965.55	-7581.78
资本支出	-4714.14	-6642.66	-9514.28	-9206.24
长期投资	1415.48	-689.41	-720.22	-757.27
其他	2139.01	2156.88	2268.95	2381.72
筹资活动现金流	-30571.72	-6838.91	-7964.61	-8887.62
短期借款	-10994.01	0.00	0.00	0.00
长期借款	-9433.88	1000.00	1000.00	1000.00
其他	-10143.83	-7838.91	-8964.61	-9887.62
现金净增加额	1161.95	8395.74	11941.72	13871.27

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	213028.66	215687.94	226894.87	238171.87
营业成本	177773.99	178014.30	184910.93	191903.15
营业税金及附加	4135.20	4184.35	4295.18	4565.05
营业费用	92.83	97.06	102.10	107.18
管理费用	2127.54	2113.74	2268.95	2381.72
财务费用	2878.86	2488.10	2389.23	2280.97
资产减值损失	-195.06	-43.95	-37.64	-37.91
公允价值变动收益	-1375.60	-1375.00	-1375.00	-1375.00
投资净收益	958.81	2156.88	2268.95	2381.72
营业利润	25266.03	29299.59	33558.27	37663.84
营业外收入	36.68	40.00	50.00	60.00
营业外支出	178.68	175.00	170.00	160.00
利润总额	25124.04	29164.59	33438.27	37563.84
所得税	9664.59	10347.47	11863.75	13514.55
净利润	15459.44	18817.12	21574.52	24049.29
少数股东损益	1927.41	2352.14	2696.81	3006.16
归属母公司净利润	13532.04	16464.98	18877.70	21043.13
EBITDA	34651.11	36643.39	41273.69	46245.91
EPS (元)	0.63	0.77	0.88	0.98

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14.37%	1.25%	5.20%	4.97%
营业利润	90.14%	15.96%	14.53%	12.23%
归属母公司净利润	64.03%	21.67%	14.65%	11.47%
毛利率	16.55%	17.47%	18.50%	19.43%
净利率	6.35%	7.63%	8.32%	8.84%
ROE	19.05%	20.24%	20.38%	20.01%
ROIC	15.17%	15.79%	16.02%	15.85%
资产负债率	49.52%	45.90%	43.22%	40.60%
净负债比率	-0.91%	-8.19%	-16.90%	-24.89%
流动比率	1.74	2.03	2.24	2.50
速动比率	0.98	1.19	1.40	1.65
总资产周转率	1.24	1.22	1.19	1.15
应收账款周转率	239.37	273.18	241.27	249.20
应付账款周转率	42.51	40.64	44.42	43.00
每股收益	0.63	0.77	0.88	0.98
每股经营现金	1.51	0.93	1.30	1.41
每股净资产	3.30	3.78	4.31	4.89
P/E	21.32	17.52	15.28	13.71
P/B	4.06	3.55	3.11	2.74
EV/EBITDA	4.12	4.26	3.52	2.86
P/S	1.35	1.34	1.27	1.21

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师；孙雪琪，有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn