

业绩再创新高，KFM 二期开发方案落地

2025 年 10 月 27 日

► **2025 年 10 月 25 日，公司发布 2025 年三季报。**2025 年前三季度，公司实现营业收入 1454.85 亿元，同比减少 5.99%，实现归母净利润 142.80 亿元，同比增长 72.61%，实现扣非归母净利润 145.37 亿元，同比增长 69.98%。单季度看，2025Q3 公司实现营业收入 507.13 亿元，同比减少 2.36%，环比增长 3.99%，实现归母净利润 56.08 亿元，同比增长 96.40%，环比增长 18.69%，扣非归母净利润 58.13 亿元，同比增长 98.63%，环比增长 21.21%。业绩超市场预期。

► **2025Q3，公司归母净利润环比增加 8.83 亿元，增利主要来自于毛利环比增加 21.39 亿元，创单季度最佳盈利。**①**分板块来看**，铜/钴/钼/钨/铌/磷/贸易/内部抵消的毛利分别环比变化+1.5/-8.4/+1.8/-0.9/+0.2/-1.4/+13.6/+14.4 亿元。主要的利润增长来自于贸易和内部抵消项，考虑到 Q3 公允价值变动环比减利 20.3 亿元或主要为贸易端的期货损失，期现结合下盈利与亏损相互抵消。②**价格**：公司主要金属品种 Q3 价格维持高位运行，钼钨价格和氢氧化钴折价系数明显上行。③**量**：Q3 主要金属产品产量大多环比增长，但销量环比均有不同程度下滑。④**费用及税金**：Q3 环比减少 4.26 亿元，主要得益于财务费用原因或为利息费用降低（环比-0.86 亿元）和汇兑收益增加。⑤**所得税**：Q3 环比减少 6.68 亿元，Q3 实际税率下降至 27.5%，环比减少 9.5pct，主要或因为 Q2 刚果金汇算清缴，所得税费用高基数。

► **KFM 二期建设议案通过董事会审议。**KFM 二期拟投资 10.84 亿美元，建设期 2 年，拟于 2027 年建成投产，新增原矿处理规模 726 万吨/年，达产后预计新增年平均 10 万吨铜金属。

► **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，KFM 二期项目落地将贡献 10 万吨铜产量增长，为完成远期产量目标，后续或有更多项目在规划中。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，股权激励计划的具体细则值得期待。

► **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 189.03、247.37、266.52 亿元，EPS 分别为 0.88、1.16 和 1.25 元，对应最新股价（10 月 24 日）的 PE 分别为 19X/15X/13X，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	201,463	209,019	215,162
增长率 (%)	14.4	-5.4	3.8	2.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,532	18,903	24,737	26,652
增长率 (%)	64.0	39.7	30.9	7.7
每股收益 (元)	0.63	0.88	1.16	1.25
PE	27	19	15	13
PB	5.1	4.3	3.6	3.1

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.78 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@glms.com.cn

相关研究

1. 洛阳钼业 (603993.SH) 2025 年半年报点评：业绩历史新高，迎接铜钴共振-2025/08/26
2. 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
3. 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
4. 洛阳钼业 (603993.SH) 动态报告：钴王者归来-2025/03/11
5. 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

目录

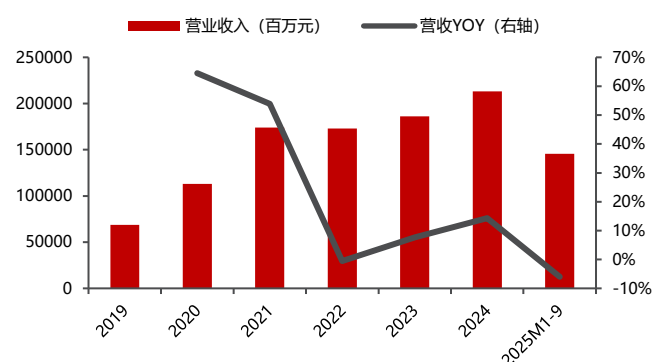
1 事件：公司发布 2025 年三季度	3
2 点评：主要金属价格上涨，Q3 业绩再创新高	4
2.1 2025 年前三季度铜钴价格持续抬升，经营同步改善	4
2.2 2025Q3 单季度铜产量环比持续增长，钴仍有部分库存销售	8
2.3 管理层调整完成，期待股权激励细则落地	11
2.4 项目跟踪：KFM 二期规划落地，厄瓜多尔金矿持续推进建设	12
3 盈利预测与投资建议	16
4 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 事件：公司发布 2025 年三季报

2025 年 10 月 25 日，公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营业收入 1454.85 亿元，同比减少 5.99%，实现归母净利润 142.80 亿元，同比增长 72.61%，实现扣非归母净利润 145.37 亿元，同比增长 69.98%。

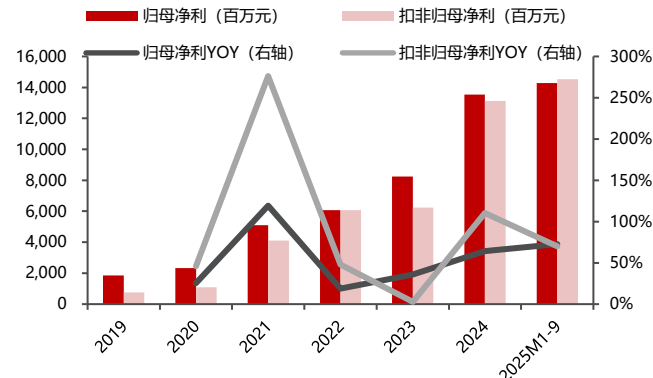
单季度看，2025Q3 公司实现营业收入 507.13 亿元，同比减少 2.36%，环比增长 3.99%，实现归母净利润 56.08 亿元，同比增长 96.40%，环比增长 18.69%，扣非归母净利润 58.13 亿元，同比增长 98.63%，环比增长 21.21%。业绩超市市场预期。

图1：2025M1-9，公司实现营收 1454.85 亿元



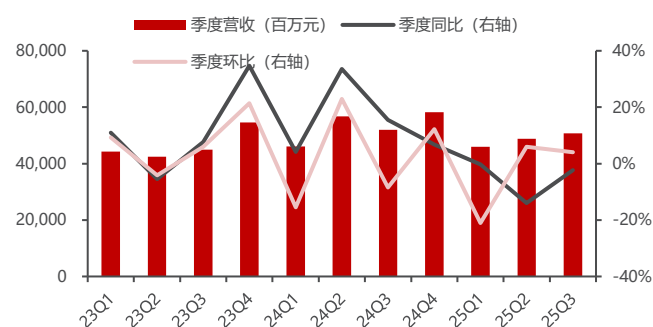
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2025M1-9，公司实现归母净利润 142.80 亿元



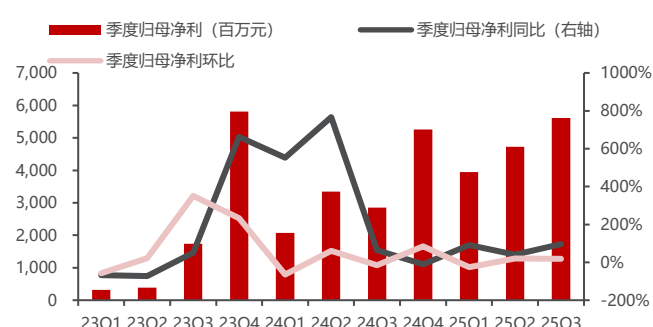
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2025Q3，公司实现营收 507.13 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2025Q3，公司实现归母净利润 56.08 亿元



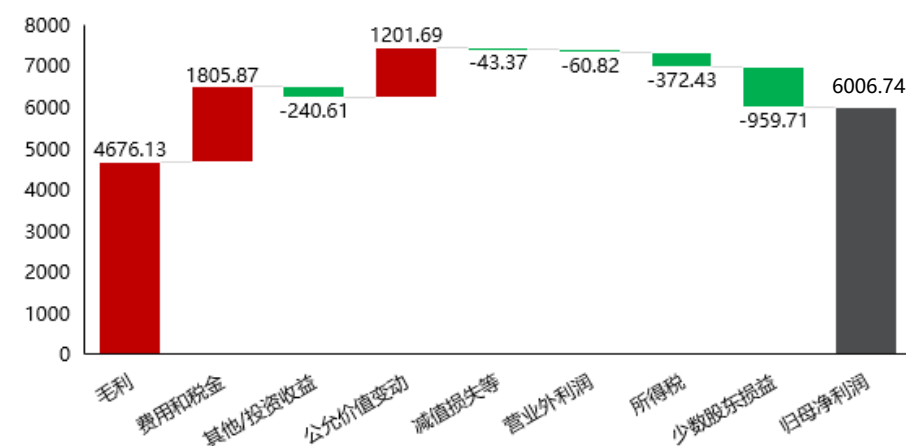
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 点评：主要金属价格上涨，Q3 业绩再创新高

2.1 2025 年前三季度铜钴价格持续抬升，经营同步改善

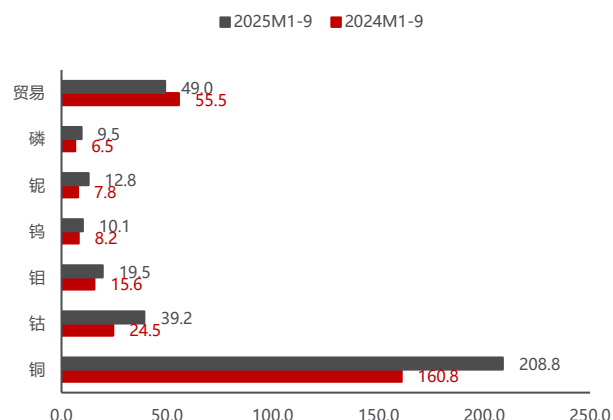
2025 年前三季度，公司实现营业收入 1454.85 亿元，同比减少 5.99%，实现归母净利润 142.80 亿元，同比增长 72.61%。业绩同比增长主要得益于毛利增长、费用节约及公允价值变动。毛利增长主要得益于主要金属价格上涨以及产销量提升，其中铜钴板块毛利增长贡献主要增量。前三季度财务费用 10.3 亿元，同比减少 60%，大幅下降，主要因借款规模同比下降以及汇兑收益增加；公允价值变动同比增利 12.02 亿元，主要是本期基本金属贸易业务衍生工具公允价值变动收益同比上升。主要减利项则为所得税和少数股东权益。

图5：2025 年前三季度归母净利润变化拆分（单位：百万元）



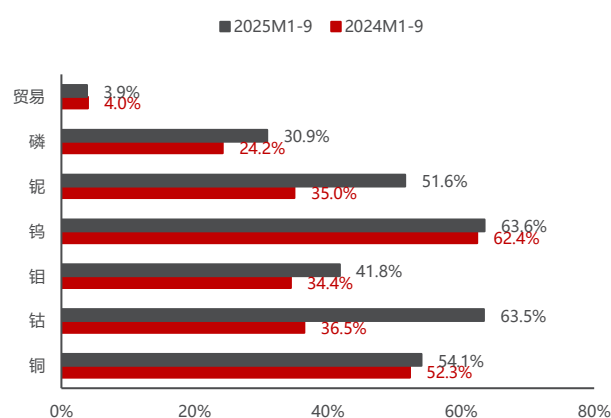
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2025 年前三季度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7：2025 年前三季度贸易板块毛利率略下降其余均上升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 价:**公司主要金属价格均上涨,公司矿山业务毛利率整体提升 6.6pct 至 53.0%。
- ✓ 铜钴板块: 前三季度铜钴价格均上涨, 得益于刚果金出口禁令政策, 钴价上升明显,且氢氧化钴折价系数也有明显抬升,铜钴毛利率分别为 54.1%和 63.5%, 同比提升 1.7 和 27.0pct。
 - ✓ 其他板块: 国内钼钨板块中, 前三季度钼铁价格同比增长 6.3%, 钨价格涨幅明显, 黑钨精矿价格同比增长 29.9%。巴西铌磷板块中, 铌铁/磷酸一铵年均价分别+12.3%/+20.3%, 也都有所上涨。

表1：公司相关产品市场价格情况

产品		2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比
钼	钼精矿（元/吨度）	3547.74	3772.75	6.3%
钨	黑钨精矿（元/吨）	134448.36	174683.78	29.9%
铜	阴极铜（美元/吨）	9133.62	9553.55	4.6%
钴	金属钴（美元/磅）	12.67	14.52	14.6%
	氢氧化钴折价系数	54.0%	73.8%	36.6%
铌	铌铁（元/吨）	256495.02	287919.52	12.3%
磷	磷酸一铵（美元/吨）	549.93	661.48	20.3%

资料来源：ifind，亚洲金属网，镍钴网，民生证券研究院

- 量:**各产品产量和贸易量完成度均超额完成目标（按指引中值 75%测算）。铜产量完成度最高，为 86.3%；其次是钨，为 85.7%。
- ✓ 铜钴板块: 刚果（金）TFM 和 KFM 生产均超额完成产量目标。TFM 中区运营效率提升，东区产能持续释放。公司 2025 年前三季度铜钴板块铜/钴金属产量分别为 54.34/8.80 万吨，同比增长 14.14%/3.84%，完成全年计划（指引中值）的 86.3%/80.0%。
 - ✓ 钼钨板块: 2025 年前三季度钼钨产量均有下降。2025 前三季度钼/钨金属产量分别为 10611/6000 吨，同比下降 6.38%/2.10%，完成全年计划（指引中值）的 78.6%/85.7%。尽管由于品位下滑，产量有所下降，但得益于回收率提升，公司仍超额完成产量目标。
 - ✓ 铌磷板块: 铌磷板块产量略超指引。2025 年前三季度铌/磷产量分别为 7841 吨/91.28 万吨，同比+2.07%/+1.92%，完成全年计划（指引中值）的 78.4%/79.4%。
 - ✓ 贸易板块: 贸易金属量略超指引中值。2025 年前三季度实物贸易量达 333.11 万吨，完成全年计划（指引中值）的 78.4%。

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)	2025 前三季度实际产 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	54.34	63	86.3%
钴金属（TFM 及 KFM）	铜钴业务	10-12	8.80	11	80.0%

钼金属	中国钼钨业务	1.2-1.5	1.06	1.35	78.6%
钨金属 (不含豫鹭矿业)		0.65-0.75	0.60	0.7	85.7%
铌金属	巴西铌磷业务	0.95-1.05	0.78	1	78.4%
磷肥(HA+LA)		105-125	91.28	115	79.4%
实物贸易量	贸易业务	400-450	333.11	425	78.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2025 年前三季度，公司主要产品销量表现分化，铌和铜销量同比增长，其他产品销量同比减少，钴销售主要是受到刚果金政府禁止钴出口禁令的影响。值得注意的是，尽管刚果金出口禁令 2 月份就已经执行，但是公司有部分在途库存可以销售，因此前三季度钴均有销售，但销量逐季下降。

表3：2025 前三季度销量情况

主要产品	单位	销售量		
		2025M1-3	2024M1-3	同比 (%)
钼	吨	10785	10802	-0.16%
钨	吨	5642	5919	-4.68%
铌	吨	8121	7555	7.49%
磷肥 (HA+LA)	吨	825714	858250	-3.79%
铜 (TFM+KFM)	吨	520312	470631	10.56%
钴 (TFM+KFM)	吨	51027	79826	-36.08%
精矿产品	吨	2589001	2672202	-3.11%
精炼金属产品	吨	742116	1628612	-54.43%

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：价格上涨，但销量下降，盈利同比增长。**2025 年前三季度，公司钼、钨产品价格同比上涨，毛利率同比增长 6.6pct 至 47.32%，但产销量同比下滑影响了毛利增长幅度。产销量下滑主要是因为品位下降，以及价格抬升后影响销售节奏。
- ✓ **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，2025 年前三季度铜产品实现营业收入 386.18 亿元，毛利 177.37 亿元，毛利率达 54.07%，同比提升 1.73 个百分点，主要受益于铜价高位运行及销量增长带来的成本下行。钴产品以量换价，整体毛利同比增长，板块整体盈利强劲。
- ✓ **铌磷板块：量利齐升，毛利大幅增长。**2025 年前三季度铌磷板块营业收入分别为 24.79/30.68 亿元，毛利分别为 12.80/9.48 亿元，整体毛利率大幅提升至 40.15% (同比+11.02pct)，实现显著增长。

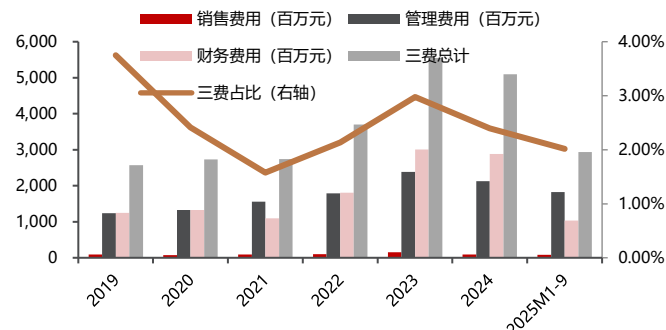
表4：公司分版块财务数据

分产品	营业收入 (亿元)		营业成本 (亿元)		毛利 (亿元)		毛利率 (%)	
	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3
钼	46.58	45.20	27.11	29.64	19.47	15.57	41.79%	34.44%
钨	15.88	13.11	5.79	4.93	10.09	8.18	63.55%	62.42%
钨钼合计	62.46	58.31	32.90	34.56	29.56	23.75	47.32%	40.73%
铜	386.18	307.31	177.37	146.48	208.81	160.83	54.07%	52.34%
钴	61.84	67.06	22.60	42.59	39.24	24.47	63.46%	36.49%
铜钴合计	448.02	374.37	199.97	189.07	248.05	185.30	55.37%	49.50%
铌	24.79	22.38	11.99	14.54	12.80	7.83	51.62%	35.01%
磷	30.68	26.87	21.20	20.36	9.48	6.51	30.89%	24.24%
铌磷合计	55.46	49.25	33.19	34.90	22.27	14.35	40.15%	29.13%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

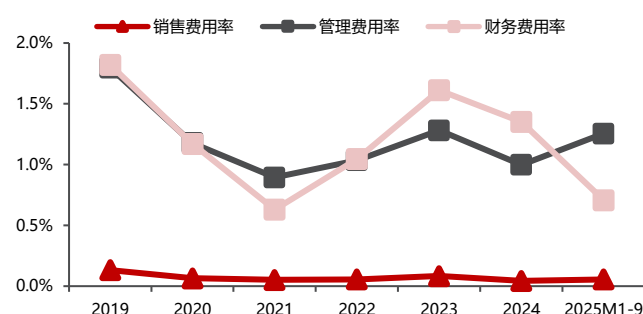
2025 年前三季度公司期间三费为 29.37 亿元，同比减少 14.40 亿元，主要是财务费用大幅下降。其中，销售费用 0.81 亿元，同比增加 0.09 亿元；管理费用 18.26 亿元，同比增加 0.85 亿元。财务费用 10.30 亿元，同比减少 15.34 亿元，主因借款规模同比下降，本期利息支出较上年同期减少，此外汇兑收益增加也是财务费用减少的原因。2025Q3 末资产负债率较 2024 年底下降 0.95ct 至 48.57%。

图8：公司期间费用情况



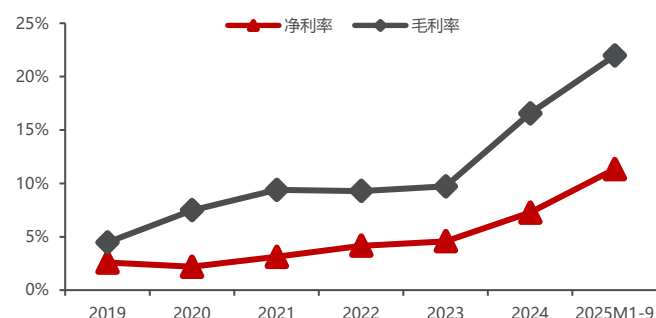
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：公司期间费用率情况



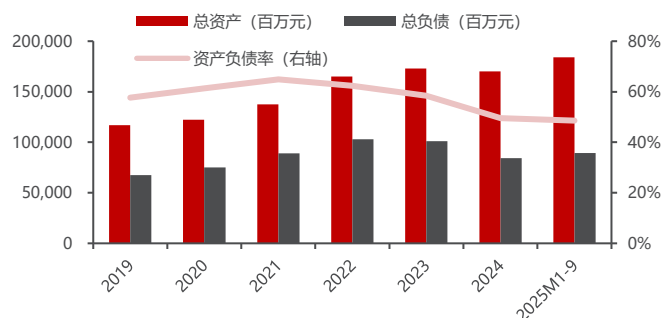
资料来源：公司公告，民生证券研究院

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



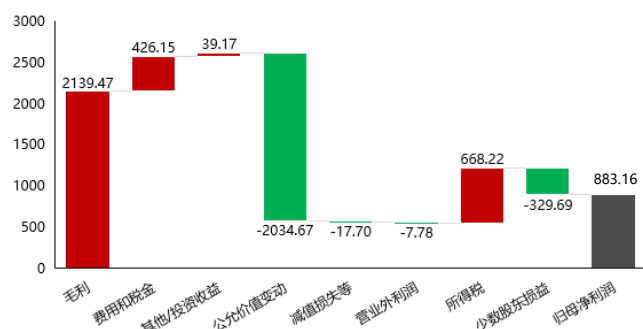
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 2025Q3 单季度铜产量环比持续增长，钴仍有部分库存销售

同比来看, 2025Q3 v.s. 2024Q3: 2025Q3, 公司归母净利润同比增加 27.53 亿元。增利主要来自于毛利 (+35.25 亿元), 得益于主要金属量价齐升, 费用及税金 (+9.45 亿元), 得益于财务费用下降。

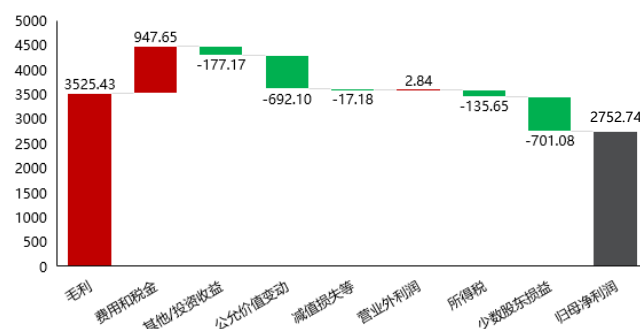
环比来看, 2025Q3 v.s. 2025Q2: 2025Q3, 公司归母净利润环比增加 8.83 亿元。增利主要来自于毛利 (+21.39 亿元), 其中铜/钴/钼/钨/铌/磷/贸易/内部抵消的毛利分别环比变化+1.5/-8.4/+1.8/-0.9/+0.2/-1.4/+13.6/+14.4 亿元。主要的利润增长来自于贸易和内部抵消项, 考虑到 Q3 公允价值变动环比减利 20.3 亿元或主要为贸易端的期货损失, 期现结合下盈利与亏损相互抵消。费用及税金 (+4.26 亿元), 原因或为利息费用降低 (环比-0.86 亿元) 和汇兑收益增加, 所得税 (+6.68 亿元), Q3 实际税率下降至 27.5%, 环比减少 9.5pct, 主要或因为 Q2 刚果金汇算清缴, 所得税费用高基数。

图12: 2025Q3 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: 2025Q3 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: 公司主要金属品种三季度价格维持高位运行, 钼钨价格和氢氧化钴折价系数明显上行。

- ✓ **铜钴板块:** 2025Q3, 阴极铜/金属钴价格分别为 9797 美元/吨和 15.9 美元/磅, 同比分别增长 6.4%和 37.1%, 环比分别增长 2.9%和 0.4%。值得注意的是, 受刚果(金)钴出口禁令及市场库存水平下降影响, 不仅金属钴价格维持高位, 公司的产品氢氧化钴的折价系数也明显增长, 三季度氢氧化钴折价系数已经上涨至 83.8%, 当前折价系数已经达到 100%。
- ✓ **其他板块:** 2025Q3 钨价、钼价、铌价、磷价分别同比变化+14.9%、+64.2%、+17.4%、+21.0%。国内钼钨板块中, 黑钨精矿价格同比增长 64.2%, 环比增长 39.7%, 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

酸一铵价格同比分别增长 17.4%/21.0%，环比分别增长 6.1%/6.7%。

表5：主要产品季度价格变化

	产品	2025Q3	2025Q2	环比 (%)	2024Q3	同比 (%)
钼	钼精矿 (元/吨度)	4230	3571	18.5%	3681	14.9%
钨	黑钨精矿 (元/吨)	222315	159183	39.7%	135415.3	64.2%
铜	阴极铜 (美元/吨)	9797	9524	2.9%	9210	6.4%
钴	金属钴 (美元/磅)	15.9	15.8	0.4%	12	37.1%
	氢氧化钴折价系数	83.8%	75.0%	11.7%	55.9%	49.9%
铌	铌铁 (元/吨)	308167	290504	6.1%	262500	17.4%
磷	磷酸一铵 (美元/吨)	722	677	6.7%	597.1	21.0%

资料来源：ifind，亚洲金属网，镍钴网，民生证券研究院

量：Q3 主要金属产品产量大多环比增长，但销量环比均有不同程度下滑。

- ✓ 铜钴板块：公司 2025Q3 铜钴板块铜/钴金属产量分别为 18.98/2.69 万吨，环比分别变化 +3.72/-12.26%，同比分别变化 +16.98%/-12.37%。公司 2025Q3 铜/钴金属销量分别为 19.80/0.48 万吨，环比分别变化 -0.55%/-78.05%，同比分别变化 +24.27%/-83.31%。钴销量大幅下滑主要是由于刚果金钴出口禁令，实际上按照正常的销售节奏 Q3 就应该没有钴的销售了，但是由于公司调整了在途库存的销售节奏，使得部分钴产品在 Q3 形成了销售，充分受益于钴价上行。
- ✓ 钼钨板块：2025Q3 钼/钨金属产量分别为 3622/2052 吨，环比变化 -0.71% 和 +4.96%，同比减少 9.11% 和 2.70%。钼/钨销量分别为 3546/1365 吨，环比分别下降 6.71%/40.24%，同比分别下降 1.96% 和 29.09%，或由于钼钨价格持续上行，公司调整销售节奏，并未将产量全部销售。
- ✓ 铌磷板块：2025Q3 铌/磷产量分别为 2610/330148 吨，环比变化 -0.19%/+8.90%，同比变化 +0.38% 和 +5.74%。铌/磷销量分别为 2659/236939 吨，环比减少 2.71% 和 34.02%，同比变化 +11.86% 和 -25.80%。同样的，磷板块销售节奏也有调整，并未将产量全部销售。
- ✓ 贸易板块：2025Q3 精矿和精炼金属销量分别达 94.85/23.73 万吨，环比 +12.00%/-20.87%，同比 -1.40%/-58.54%。

表6：2025Q3 主要产品产量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2025Q3	2025Q2	环比 (%)	2024Q3	同比 (%)
铝	吨	3622	3648	-0.71%	3985	-9.11%
钨	吨	2052	1955	4.96%	2109	-2.70%
铌	吨	2610	2615	-0.19%	2600	0.38%
磷肥 (HA+LA)	吨	330148	303168	8.90%	312217	5.74%
铜 (TFM+KFM)	吨	189806	182996	3.72%	162261	16.98%
钴 (TFM+KFM)	吨	26901	30659	-12.26%	30698	-12.37%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表7：2025Q3 主要产品销量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2025Q3	2025Q2	环比 (%)	2024Q3	同比 (%)
铝	吨	3546	3801	-6.71%	3617	-1.96%
钨	吨	1365	2284	-40.24%	1925	-29.09%
铌	吨	2659	2733	-2.71%	2377	11.86%
磷肥 (HA+LA)	吨	236939	359123	-34.02%	319318	-25.80%
铜 (TFM+KFM)	吨	197696	198780	-0.55%	158825	24.47%
钴 (TFM+KFM)	吨	4825	21983	-78.05%	28905	-83.31%
精矿产品	吨	948471	846875	12.00%	961894	-1.40%
精炼金属产品	吨	237327	299921	-20.87%	572374	-58.54%

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 管理层调整完成，期待股权激励细则落地

公司新管理层组建完成，迈向新篇章。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，增聘陈兴垚为集团副总裁兼首席财务官。10月25日，公司发布公告，原总裁兼执行董事孙瑞文先生以及原副总裁兼首席商务官 Kenny Ives 分别辞任，公司拟聘任彭旭辉先生为公司总裁兼首席执行官，聘任 Branko Buhavac 先生为公司副总裁兼首席商务官。至此，公司新管理层完成全面更换，公司迈向新篇章。

表8：公司新管理层履历

姓名	职位	履历
刘建锋	董事长，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。
彭旭辉	总裁兼首席执行官	1981年9月出生，河北工业大学应用物理专业本科、理论物理专业硕士、电子科技大学电子与信息专业博士。正高级工程师、上海市领军人才、国务院特殊津贴专家、全国工业和信息化系统劳动模范。曾任天马微电子股份有限公司董事长等职务。彭旭辉先生在先进制造业的任职经历涵盖了产品研发、工厂管理、市场营销、供应链及公司运营等领域。任职天马微电子董事长期间主导上市公司战略规划、资本运作及整体经营管理，拥有丰富的企业管理经验。
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，澳大利亚地质学家学会会员（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。
Branko Buhavac	副总裁兼首席商务官	出生于1985年8月，英国和塞尔维亚双国籍，获苏格兰圣安德鲁斯大学数学学士学位，于2023年7月加入IXM，现任IXM CEO，曾任铜精矿高级交易员，负责铜金属交易业务和全球铜原材料交易。Branko具有多国工作经验，掌握多国语言能力，且在有色金属贸易行业具有丰富的经验，曾任三菱商事国际欧洲有限公司基础金属贸易部主管，并在托克集团的多个交易职能中参与工作，包括铜和煤炭交易活动。
陈兴垚	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。

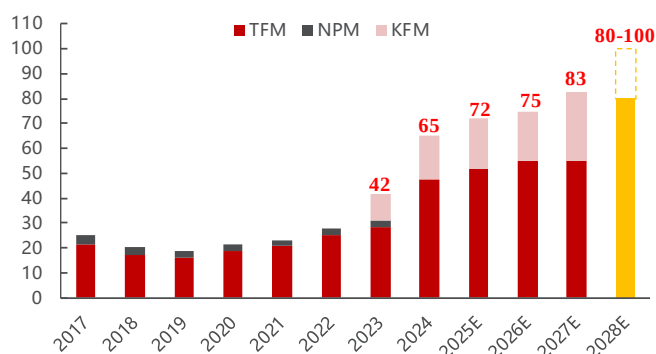
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司 9 月 23 日晚在港股发布一项重磅股权激励计划, 拟建立 H 股受限制股票计划, 在计划有效期之内向激励对象授予不超过 3.93 亿股 H 股股份用于股权激励, 上限约占已发行港股总数的 10%。这是港股近几年规模最大的股权激励计划之一。目前该计划已经通过股东大会同意, 后续股权激励计划的具体细则值得期待。

2.4 项目跟踪: KFM 二期规划落地, 厄瓜多尔金矿持续推进建设

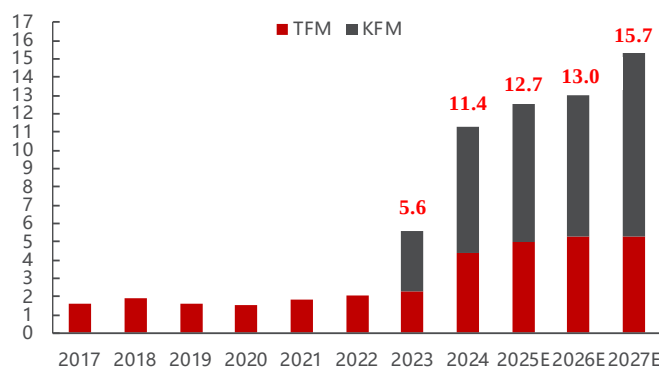
两大矿山潜力十足, 未来 5 年或将贡献可观增量。根据公司未来 5 年规划, 到 2028 年, 公司铜产量和钴产量将分别达到 80-100 万吨和 9-10 万吨 (实际目前以达成)。公司围绕 80 万-100 万吨的产铜量、布局黄金等目标谋划长远, 新项目推进有条不紊。2025 年 10 月 25 日, 公司宣布将投资 10.84 亿美元建设 KFM 二期, 预计于 2027 年投产, 新增原矿处理规模 726 万吨/年, 达产后新增年平均 10 万吨铜金属。此外, 拥有 220 兆瓦发电能力的刚果 (金) Heshima 水电站的导流洞及跨河桥工程建设中, 未来将长远保障在刚电力供应。厄瓜多尔奥丁矿业签署 232 兆瓦供电排他协议, 提前构建多维度供电体系。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 27 年开始逐步落地, 我们预计 2025-2027 年公司铜产量将达到 72/75/83 万吨, 钴产量将达到 12.7/13.0/15.7 万吨。

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9: 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	520000	550000	550000	600000
	NPM	23534	22706	25550	0	0	0	0	0
	KFM	0	0	110000	175000	200000	200000	280000	300000
	合计	232654	276992	419537	650161	720000	750000	830000	900000

	增速	9.31%	19.06%	51.46%	54.97%	10.74%	4.17%	10.67%	8.43%
	权益产量	190830	226135	331115	504816	558500	582500	639500	693750
	增速	8.61%	18.50%	46.42%	52.46%	10.63%	4.30%	9.79%	8.48%
	TFM	18501	20286	22500	45000	49483.9	52483.9	52483.9	57483.9
	KFM	0	0	33026	69165	77498	77498	104165	110832
	合计	18501	20286	55526	114165	126982	129982	156649	168316
钴	增速	19.86%	9.65%	173.72%	105.61%	11.23%	2.36%	20.52%	7.45%
	权益产量	14801	16229	41531	85280	94805	97205	116205	124955
	增速	19.86%	9.65%	155.91%	105.34%	11.17%	2.53%	19.55%	7.53%

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。

刚果金钴结束出口禁令，转而实施年度出口配额管理制度。公司 2026 年钴销量或有较大下滑，但得益于钴价抬升，整体盈利能力提升。9 月底，刚果（金）战略矿产监管局(ARECOMS)宣布自 10 月 16 日起，刚果（金）将结束持续近 8 个月的出口禁令，转而实施年度出口配额管理制度。根据刚果（金）战略矿产市场监管总局公布的新规：2025 年剩余时间(10 月 16 日-12 月 31 日)，出口上限为 18125 吨，按月分配为 10 月 3625 吨、11 月 7250 吨、12 月 7250 吨；2026-2027 年，年度配额锁定 96600 吨，其中 87000 吨为“基础配额”，9600 吨为“战略配额”（预留国家重点项目）。10 月 11 日，刚果（金）战略矿产市场监管总局宣布了钴出口配额明细，根据矿企截止 2024 年底的三年出口情况按比例计算。根据名单，洛阳钼业 KFM 和 TFM 分别获得 4250 和 2250 吨配额，占 2025 年 Q4 总出口配额 18125 吨的 23.45%和 12.41%，合计占比 35.86%，由此推算 2026-2027 年公司出口配额合计为 3.12 万吨。由于产品销售有三个月左右的运输周期，因此 Q4 的配额尽管已经落地，但实际销售或将在 25Q1 兑现。

表10：刚果金主要矿企钴配额情况

公司	份额	2026 年 (万吨)	2027 年 (万吨)	2025 年 Q4 (吨)
洛阳钼业	35.86%	3.12	3.12	6500
嘉能可	21.66%	1.88	1.88	3925
欧亚资源	11.72%	1.02	1.02	2125
刚果金钴矿总公司	6.48%	0.56	0.56	1175
华友	1.24%	0.11	0.11	225
盛屯	1.93%	0.17	0.17	425
合计	75.72%	6.59	6.59	14375
配额合计	100.00%	8.70	8.70	18125

资料来源：刚果金战略矿产市场监管总局（ARECOMS），民生证券研究院

注：配额合计中没有包括战略配额的 0.966 万吨，若加上合计配额为 9.66 万吨。

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

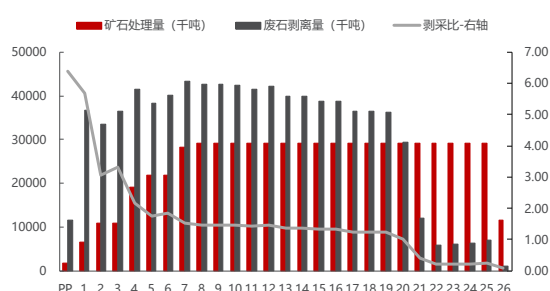
资料来源: 公司项目预可研报告, 民生证券研究院

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%。

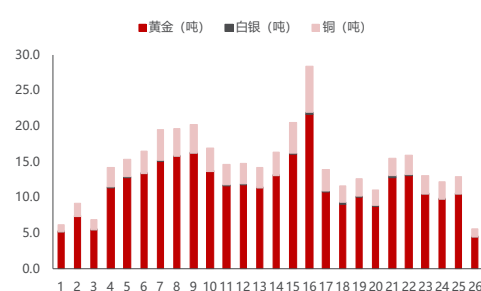
根据中报预期, 项目正加速证照办理和建设准备工作, 计划 2029 年前投产。

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 189.03、247.37、266.52 亿元, EPS 分别为 0.88、1.16 和 1.25 元,对应最新股价(10 月 24 日)的 PE 分别为 19X/15X/13X,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	201,463	209,019	215,162
营业成本	177,774	158,120	157,379	159,955
营业税金及附加	4,135	3,828	3,971	4,088
销售费用	93	168	174	180
管理费用	2,128	2,619	2,717	2,797
研发费用	354	354	367	378
EBIT	28,496	36,490	44,529	47,887
财务费用	2,879	1,240	1,211	1,202
资产减值损失	-195	25	-147	-149
投资收益	959	604	627	645
营业利润	25,266	33,490	43,801	47,185
营业外收支	-142	-80	-80	-80
利润总额	25,124	33,410	43,721	47,105
所得税	9,665	10,357	13,554	14,602
净利润	15,459	23,053	30,168	32,502
归属于母公司净利润	13,532	18,903	24,737	26,652
EBITDA	34,651	42,752	51,011	54,589

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	30,427	40,286	60,588	81,346
应收账款及票据	648	1,218	1,264	1,301
预付款项	1,114	1,111	1,106	1,124
存货	29,878	29,584	29,269	29,748
其他流动资产	17,107	22,083	22,266	22,415
流动资产合计	79,174	94,282	114,492	135,934
长期股权投资	3,283	3,283	3,283	3,283
固定资产	44,422	46,440	48,619	50,572
无形资产	21,651	21,651	21,651	21,651
非流动资产合计	91,062	92,247	93,736	95,223
资产合计	170,236	186,530	208,229	231,157
短期借款	13,960	20,960	20,960	20,960
应付账款及票据	5,413	5,466	4,397	4,469
其他流动负债	26,087	27,713	27,875	28,124
流动负债合计	45,461	54,139	53,232	53,553
长期借款	9,334	2,334	2,334	2,334
其他长期负债	29,500	27,679	27,679	27,679
非流动负债合计	38,834	30,013	30,013	30,013
负债合计	84,294	84,152	83,244	83,565
股本	4,320	4,320	4,320	4,320
少数股东权益	14,919	19,069	24,499	30,349
股东权益合计	85,942	102,378	124,984	147,591
负债和股东权益合计	170,236	186,530	208,229	231,157

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	-5.43	3.75	2.94
EBIT 增长率	135.00	28.05	22.03	7.54
净利润增长率	64.03	39.69	30.86	7.74
盈利能力 (%)				
毛利率	16.55	21.51	24.71	25.66
净利率	6.35	9.38	11.84	12.39
总资产收益率 ROA	7.95	10.13	11.88	11.53
净资产收益率 ROE	19.05	22.69	24.62	22.73
偿债能力				
流动比率	1.74	1.74	2.15	2.54
速动比率	0.95	1.01	1.41	1.79
现金比率	0.67	0.74	1.14	1.52
资产负债率 (%)	49.52	45.11	39.98	36.15
经营效率				
应收账款周转天数	1.50	1.67	2.14	2.15
存货周转天数	62.08	67.69	67.31	66.41
总资产周转率	1.24	1.13	1.06	0.98
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.88	1.16	1.25
每股净资产	3.32	3.89	4.70	5.48
每股经营现金流	1.51	1.28	1.72	1.86
每股股利	0.26	0.35	0.46	0.50
估值分析				
PE	27	19	15	13
PB	5.1	4.3	3.6	3.1
EV/EBITDA	10.43	8.45	7.09	6.62
股息收益率 (%)	1.52	2.11	2.76	2.97

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	15,459	23,053	30,168	32,502
折旧和摊销	6,155	6,261	6,482	6,702
营运资金变动	5,726	-4,538	-969	-518
经营活动现金流	32,387	27,315	36,903	39,893
资本开支	-4,714	-8,181	-7,896	-8,113
投资	1,415	-2,703	0	0
投资活动现金流	-1,160	-10,174	-7,269	-7,468
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-19,359	2,542	0	0
筹资活动现金流	-30,572	-7,282	-9,333	-11,666
现金净流量	1,162	9,859	20,301	20,758

插图目录

图 1: 2025M1-9, 公司实现营收 1454.85 亿元	3
图 2: 2025M1-9, 公司实现归母净利润 142.80 亿元	3
图 3: 2025Q3, 公司实现营收 507.13 亿元	3
图 4: 2025Q3, 公司实现归母净利润 56.08 亿元	3
图 5: 2025 年前三季度归母净利润变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 6: 2025 年前三季度铜钴板块毛利增长提升整体盈利 (单位: 亿元)	4
图 7: 2025 年前三季度贸易板块毛利率略下降其余均上升	4
图 8: 公司期间费用情况	7
图 9: 公司期间费用率情况	7
图 10: 公司整体毛利率、净利率情况	7
图 11: 公司资产负债率情况	7
图 12: 2025Q3 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	8
图 13: 2025Q3 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	8
图 14: 公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨 (单位: 万吨)	12
图 15: 公司钴产量预测 (单位: 万吨)	12
图 16: 项目生产周期内产量及剥采比变化	14
图 17: 项目生产周期内产量情况	14

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: 2025 年产量指引完成情况	5
表 3: 2025 前三季度销量情况	6
表 4: 公司分版块财务数据	7
表 5: 主要产品季度价格变化	9
表 6: 2025Q3 主要产品产量同比、环比变化情况	10
表 7: 2025Q3 主要产品销量同比、环比变化情况	10
表 8: 公司新管理层履历	11
表 9: 2021-2028 年铜钴历史产量及预测 (单位: 吨)	12
表 10: 刚果金主要矿企钴配额情况	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。	公司评级	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