

洛阳钼业 (603993.SH)

铜产品量价齐增，正式布局黄金业务

优于大市

核心观点

2025 年公司归母净利润同比增长 50%。2025 年公司实现归母净利润 203.4 亿元 (+50.3%)，扣非归母净利润 204.1 亿元 (+55.6%)，经营性净现金流 208.4 亿元。公司盈利增长主因铜、钴、钨等金属价格上涨，叠加铜、钴产量增加。

铜钴业务是盈利主体，钨价上涨增厚利润。2025 年公司铜产量 74.1 万吨，同比增加 9 万吨，成为全球前十大铜生产商；2025 年公司生产钴 11.8 万吨，居全球首位，销售 5.1 万吨，因刚果金政府实行钴出口配额政策。受益于铜、钴价格上涨，2025 年铜钴板块毛利润达 343 亿元，同比增加 103 亿元，占公司矿业板块毛利润 80%，是公司盈利核心。受益于钨价上涨，2025 年钨业务毛利润 16 亿元，同比增加 4 亿元，2026 年以来钨价续创新高，公司产量指引 7000 吨左右，将成为 2026 年重要的利润增长点。

报告期内公司正式布局黄金业务，2025 年 6 月公司以 5.81 亿加元完成对世界级黄金资产厄瓜多尔奥丁矿业 100% 股权收购，并锁定 4 个水电站、232 兆瓦供电排他权，保障项目用电。目前奥丁矿业金矿项目正处于筹建阶段，计划于 2029 年建成投产。2025 年 12 月，公司宣布以 10.15 亿美元收购巴西四座在产金矿。2026 年巴西系列金矿预计黄金产量 6-8 吨，待 2029 年奥丁金矿投产后，公司将具备 20 吨黄金年产能，黄金将成为公司新的业绩增长点。

风险提示：铜价下跌风险、新建项目进度延后风险。

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 100 万吨，并伴随黄金业务快速放量。假设 2026-2028 年铜现货结算价均为 95000 元/吨，钴金属价格维持 43 万元/吨，氢氧化钴折价系数 100%，金价 5000 美元/盎司。预计 2026-2028 年归母净利润 341.9/368.7/423.2 亿元，同比增速 68.1%/7.9%/14.8%；摊薄 EPS 分别为 1.6/1.7/2.0，当前股价对应 PE 分别为 12.0/11.1/9.7X。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，黄金业务即将放量，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 213,029 | 206,684 | 281,757 | 290,283 | 307,228 |
| (+/-%) | 14.4% | -3.0% | 36.3% | 3.0% | 5.8% |
| 净利润(百万元) | 13532 | 20339 | 34187 | 36871 | 42317 |
| (+/-%) | 64.0% | 50.3% | 68.1% | 7.9% | 14.8% |
| 每股收益(元) | 0.63 | 0.95 | 1.60 | 1.72 | 1.98 |
| EBIT Margin | 13.4% | 20.7% | 23.3% | 24.3% | 26.3% |
| 净资产收益率 (ROE) | 19.1% | 24.7% | 32.1% | 27.9% | 26.2% |
| 市盈率 (PE) | 30.2 | 20.1 | 12.0 | 11.1 | 9.7 |
| EV/EBITDA | 14.3 | 10.2 | 7.0 | 6.5 | 5.7 |
| 市净率 (PB) | 5.76 | 4.96 | 3.85 | 3.09 | 2.53 |

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

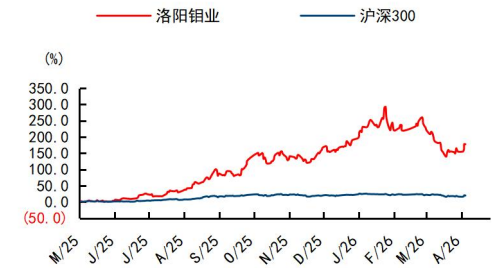
证券分析师：焦方冉

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 | 19.12 元 |
| 总市值/流通市值 | 409059/409059 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 28.78/5.91 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 6653.26 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) - 受益于铜产品量价齐增，业绩增长强劲》——2025-10-31
- 《洛阳钼业 (603993.SH) - 完成金矿收购，铜产品量价齐增》——2025-08-27
- 《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

2025 年公司归母净利润同比增长 50%。2025 年公司实现归母净利润 203.4 亿元（+50.3%），扣非归母净利润 204.1 亿元（+55.6%），经营性净现金流 208.4 亿元。公司盈利增长主因铜、钴、钨等金属价格上涨，叠加铜、钴产量增加。

2025 年公司铜产量 74.1 万吨，同比增加 9 万吨，成为全球前十大铜生产商；2025 年公司生产钴 11.8 万吨，居全球首位，销售 5.1 万吨，因刚果金政府实行钴出口配额政策。受益于铜、钴价格上涨，2025 年铜钴板块毛利润达 343 亿元，同比增加 103 亿元，占公司矿业板块毛利润 80%，是公司盈利核心。另外，受益于钨价上涨，2025 年钨业务毛利润 16 亿元，同比增加 4 亿元，2026 年以来钨价续创新高，公司产量指引 7000 吨左右，将成为 2026 年重要的利润增长点。

报告期内公司正式布局黄金业务，2025 年 6 月公司以 5.81 亿加元完成对世界级黄金资产厄瓜多尔奥丁矿业 100% 股权收购，并锁定 4 个水电站、232 兆瓦供电排他权，保障项目用电。目前奥丁矿业金矿项目正处于筹建阶段，计划于 2029 年建成投产。2025 年 12 月，公司宣布以 10.15 亿美元收购巴西四座在产金矿。2026 年巴西系列金矿预计黄金产量 6-8 吨，待 2029 年奥丁金矿投产后，公司将具备 20 吨黄金年产能，黄金将成为公司新的业绩增长点。

表1: 洛阳钼业矿产品季度产量（吨）

| | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 |
|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 铜 | 162,261 | 174,112 | 170,574 | 182,996 | 189,806 | 197,773 |
| 钴 | 30,698 | 29,443 | 30,414 | 30,659 | 26,901 | 29,575 |
| 钼 | 3,985 | 4,062 | 3,341 | 3,648 | 3,622 | 3,295 |
| 钨 | 2,109 | 2,159 | 1,993 | 1,955 | 2,052 | 1,114 |
| 铌 | 2,600 | 2,342 | 2,616 | 2,615 | 2,610 | 2,507 |
| 磷肥 | 312,217 | 284,937 | 279,453 | 303,168 | 330,148 | 297,231 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2: 2025 年公司主要产品销售情况（元/吨）

| | 销量（吨） | 售价 | 成本 | 毛利 |
|---|-----------|---------|---------|---------|
| 铜 | 730,176 | 75,456 | 33,834 | 41,621 |
| 钴 | 51,114 | 120,730 | 43,922 | 76,809 |
| 钼 | 14,058 | 450,277 | 271,742 | 178,535 |
| 钨 | 7,112 | 340,692 | 114,472 | 226,219 |
| 铌 | 10,347 | 350,343 | 194,686 | 155,657 |
| 磷 | 1,263,477 | 3,220 | 2,406 | 813 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1: 2025 年公司矿业板块营业收入构成

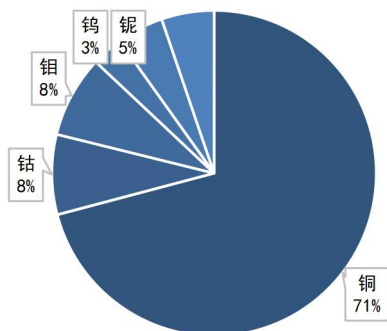
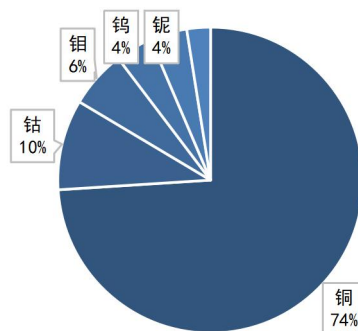


图2: 2025 年公司矿业板块毛利润构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

随着铜产量攀升，公司对铜价具备越来越高的盈利弹性，如 2026 年，铜价每上涨 5000 元/吨，公司归母净利润增加 12 亿元（考虑刚果金暴利税）。同时，随着公司黄金业务快速发展，金价也将成为影响公司利润的重要变量，如到 2028 年，金价每上涨 500 美元/盎司，公司归母净利润增加 9 亿元。

表3: 不同铜钴价格假设下公司 2026 年归母净利润（亿元）

| | | 铜价（元/吨） | | | | |
|-------------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|
| | | 85,000 | 90,000 | 95,000 | 100,000 | 105,000 |
| 钴价 (元/吨) | 350,000 | 305.4 | 321.4 | 333.5 | 336.1 | 338.8 |
| | 400,000 | 310.6 | 326.6 | 338.7 | 341.4 | 344.0 |
| | 450,000 | 315.8 | 331.8 | 343.9 | 346.6 | 349.2 |
| | 500,000 | 321.0 | 337.1 | 349.1 | 351.8 | 354.5 |
| | 550,000 | 326.2 | 342.3 | 354.3 | 357.0 | 359.7 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

表4: 不同铜金价格假设下公司 2028 年归母净利润（亿元）

| | | 铜价（元/吨） | | | | |
|---------------|-------|---------|--------|--------|---------|---------|
| | | 85,000 | 90,000 | 95,000 | 100,000 | 105,000 |
| 金价 (美元/盎司) | 4,000 | 369.6 | 390.1 | 405.5 | 408.9 | 412.3 |
| | 4,500 | 378.4 | 398.9 | 414.3 | 417.7 | 421.1 |
| | 5,000 | 387.3 | 407.7 | 423.1 | 426.5 | 430.0 |
| | 5,500 | 396.1 | 416.6 | 431.9 | 435.3 | 438.8 |
| | 6,000 | 404.9 | 425.4 | 440.7 | 444.2 | 447.6 |

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 100 万吨，并伴随黄金业务快速放量。假设 2026-2028 年铜现货结算价均为 95000 元/吨，钴金属价格维持 43 万元/吨，氢氧化钴折价系数 100%，金价 5000 美元/盎司。预计 2026-2028 年归母净利润 341.9/368.7/423.2 亿元，同比增速 68.1%/7.9%/14.8%；摊薄 EPS 分别为 1.6/1.7/2.0，当前股价对应 PE 分别为 12.0/11.1/9.7X。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，黄金业务即将放量，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) | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 现金及现金等价物 | 30427 | 33564 | 43460 | 76563 | 113580 | 营业收入 | 213029 | 206684 | 281757 | 290283 | 307228 |
| 应收款项 | 5685 | 6770 | 7719 | 7953 | 8417 | 营业成本 | 177774 | 157229 | 207659 | 210948 | 216949 |
| 存货净额 | 29878 | 40601 | 51316 | 52032 | 53555 | 营业税金及附加 | 4135 | 3366 | 5015 | 5225 | 5899 |
| 其他流动资产 | 12515 | 27992 | 28176 | 29028 | 30723 | 销售费用 | 93 | 105 | 141 | 145 | 154 |
| 流动资产合计 | 79174 | 110348 | 132092 | 166998 | 207696 | 管理费用 | 2128 | 2806 | 2818 | 2903 | 3072 |
| 固定资产 | 48477 | 46093 | 41847 | 37010 | 31676 | 研发费用 | 354 | 432 | 423 | 435 | 461 |
| 无形资产及其他 | 21651 | 24044 | 23083 | 22123 | 21162 | 财务费用 | 2879 | 513 | 2113 | 2177 | 2304 |
| 投资性房地产 | 17651 | 16549 | 16549 | 16549 | 16549 | 投资收益 | 959 | 752 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 长期股权投资 | 3283 | 3898 | 4553 | 5327 | 6009 | 资产减值及公允价值变动 | (1571) | (7730) | (7688) | (7688) | (7688) |
| 资产总计 | 170236 | 200932 | 218124 | 248007 | 283092 | 其他收入 | (142) | (358) | (423) | (435) | (461) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 20171 | 30617 | 30000 | 30000 | 30000 | 营业利润 | 25266 | 35328 | 56900 | 61761 | 71701 |
| 应付款项 | 5413 | 5614 | 5702 | 5781 | 5951 | 营业外净收支 | (142) | (166) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 19876 | 34866 | 25250 | 25610 | 26373 | 利润总额 | 25124 | 35161 | 56900 | 61761 | 71701 |
| 流动负债合计 | 45461 | 71097 | 60952 | 61391 | 62324 | 所得税费用 | 9665 | 11134 | 16461 | 18102 | 21625 |
| 长期借款及应付债券 | 9334 | 1166 | 1166 | 1166 | 1166 | 少数股东损益 | 1927 | 3689 | 6252 | 6788 | 7759 |
| 其他长期负债 | 29500 | 28883 | 27912 | 26795 | 25893 | 归属于母公司净利润 | 13532 | 20339 | 34187 | 36871 | 42317 |
| 长期负债合计 | 38834 | 30049 | 29078 | 27961 | 27059 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 84294 | 101146 | 90030 | 89352 | 89383 | 净利润 | 13532 | 20339 | 34187 | 36871 | 42317 |
| 少数股东权益 | 14919 | 17351 | 21728 | 26479 | 31911 | 资产减值准备 | 54 | (153) | (2) | (6) | (6) |
| 股东权益 | 71023 | 82435 | 106366 | 132176 | 161798 | 折旧摊销 | 5949 | 7114 | 5522 | 6116 | 6614 |
| 负债和股东权益总计 | 170236 | 200932 | 218124 | 248007 | 283092 | 公允价值变动损失 | 1571 | 7730 | 7688 | 7688 | 7688 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 2879 | 513 | 2113 | 2177 | 2304 |
| 每股收益 | 0.63 | 0.95 | 1.60 | 1.72 | 1.98 | 营运资本变动 | 7346 | (11762) | (22349) | (2486) | (3656) |
| 每股红利 | 0.35 | 0.41 | 0.48 | 0.52 | 0.59 | 其它 | 801 | 2258 | 4378 | 4757 | 5437 |
| 每股净资产 | 3.32 | 3.85 | 4.97 | 6.18 | 7.56 | 经营活动现金流 | 29253 | 25527 | 29425 | 52941 | 58394 |
| ROIC | 14.66% | 25.53% | 34% | 34% | 40% | 资本开支 | 0 | 5324 | (8001) | (8001) | (8001) |
| ROE | 19.05% | 24.67% | 32% | 28% | 26% | 其它投资现金流 | 424 | (753) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 17% | 24% | 26% | 27% | 29% | 投资活动现金流 | (631) | 3956 | (8656) | (8776) | (8683) |
| EBIT Margin | 13% | 21% | 23% | 24% | 26% | 权益性融资 | 507 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 16% | 24% | 25% | 26% | 28% | 负债净变化 | (9434) | (8168) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 14% | -3% | 36% | 3% | 6% | 支付股利、利息 | (7527) | (8731) | (10256) | (11061) | (12695) |
| 净利润增长率 | 64% | 50% | 68% | 8% | 15% | 其它融资现金流 | 4504 | 7450 | (617) | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 58% | 59% | 51% | 47% | 43% | 融资活动现金流 | (28911) | (26346) | (10873) | (11061) | (12695) |
| 股息率 | 1.8% | 2.1% | 2.5% | 2.7% | 3.1% | 现金净变动 | (289) | 3137 | 9896 | 33104 | 37016 |
| P/E | 30.2 | 20.1 | 12.0 | 11.1 | 9.7 | 货币资金的期初余额 | 30716 | 30427 | 33564 | 43460 | 76563 |
| P/B | 5.8 | 5.0 | 3.8 | 3.1 | 2.5 | 货币资金的期末余额 | 30427 | 33564 | 43460 | 76563 | 113580 |
| EV/EBITDA | 14.3 | 10.2 | 7.0 | 6.5 | 5.7 | 企业自由现金流 | 0 | 29887 | 21866 | 45555 | 51313 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 29169 | 21105 | 45644 | 51768 |

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所提及的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