

**买入**

2026年4月15日

**量价品种齐升，全球矿业新巨头迎来价值重估**

- 全球化布局的多品种矿业龙头：**洛阳钼业 (03993.HK) 是一家以铜为核心的国际化多金属矿业集团，业务覆盖铜、钴、钼、钨、铋、磷及黄金七大矿种，运营资产分布于刚果金、巴西、中国及厄瓜多尔。公司是全球前十大铜生产商及全球最大钴生产商。2026年公司以10.15亿美元完成巴西三大金矿收购，新增约120吨黄金储量，2026年首次将黄金纳入产量指引，正式确立铜金双核驱动的战略格局。
- 铜金双轮驱动，量价齐升打开成长空间：**截止4月14号LME铜价处于约13,250美元/吨高位，受能源转型结构性缺口支撑，铜价有望长期高位运行，预计公司2026年铜占矿山毛利约61%。产量端，公司2025年铜产量74万吨，同比增长14%，KFM二期预计2027年投产，新增年产能约10万吨铜，总铜产量将从2024年65万吨升至2027年85万吨、2028年90万吨，量价齐升逻辑清晰。巴西金矿2026年贡献约8吨产量，厄瓜多尔2029年投产后远期合计超20吨，金价高位运行进一步增厚利润。
- 钨价创历史新高、钴配额支撑反弹，价格弹性品种贡献期权价值：**全球钨供需紧平衡叠加中国出口管制收紧，钨价持续走强，公司钨收入有望从2025年24亿元跃升至2026年64亿元(+163%)。钴方面，受刚果(金)出口配额制影响，公司2026年钴可售量预计从5.1万吨降至3.2万吨，同比-37%，同时预计全年均价从\$17/1b跃至\$25/1b，若兑现则钴板块利润弹性可观。
- 目标价 25.74 港元，首次覆盖给予买入评级：**公司正处于铜金双轮战略加速落地的关键阶段，铜产量扩张路径清晰，黄金板块从零起步迅速成型，同时多金属价格攀升，因此公司具有资源禀赋和成长确定性。我们预测公司2026-2028年的归属于母公司净利润分别为319亿元、355亿元和386亿元。我们给予公司未来12个月的目标价为25.74港元，对应2026年的18倍PE，较现价有36%的上涨空间，给予买入评级。
- 风险因素：**金属价格波动、出口政策调整风险、项目投产进度不达预期、汇率波动

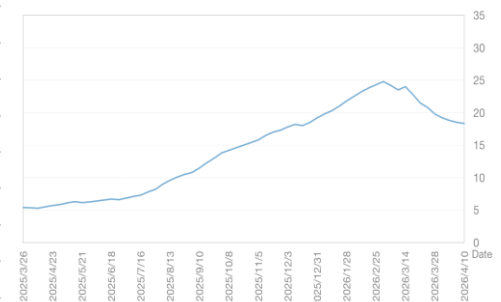
**李羚玮**
**+ 852-25321539**
**David.li@firstshanghai.com.hk**
**主要资料**

行业	有色金属
股价	18.96 港元
目标价	25.74 港元 (+36%)
股票代码	3993
已发行股本	213.9 亿股
总市值	4,056 亿港元
52 周高/低	4.58 港元/25.24 港元
每股净资产	4.38 港元
主要股东	鸿商产业控股集团 24.93% 洛阳矿业集团 24.91%

**表：盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2024实际	2025实际	2026预测	2027预测	2028预测
收入(百万元)	213,029	206,684	241,158	265,783	278,980
变动(%)	14.4%	-3.0%	16.7%	10.2%	5.0%
归母净利润(百万元)	13,532	20,339	31,859	35,527	38,596
变动(%)	64.0%	50.3%	56.6%	11.5%	8.6%
每股盈利(元)	0.63	0.95	1.48	1.64	1.79
市盈率@18.96港元(倍)	26.6	17.6	11.3	10.1	9.3
每股股息(元)	0.25	0.29	0.44	0.49	0.54
息率(%)	1.3%	1.5%	2.3%	2.5%	2.7%

资料来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


资料来源：彭博

## 公司概况

全球铜钴龙头，七大矿种  
构建多元资源版图

洛阳栾川钼业集团股份有限公司（简称“洛阳钼业”，CMOC Group Limited）是一家总部位于中国河南省洛阳市的全球性矿业公司，业务横跨铜、钴、钼、钨、铌、磷及黄金七大矿种，运营资产分布于中国、刚果（金）、巴西、厄瓜多尔四大区域。公司于 2007 年在港交所上市（03993.HK），2012 年登陆上交所，是中国有色金属行业中少数实现 A+H 双重上市的企业。公司全资子公司 IXM 总部位于瑞士日内瓦，是全球排名前三的基本金属贸易商，业务覆盖 80 多个国家。

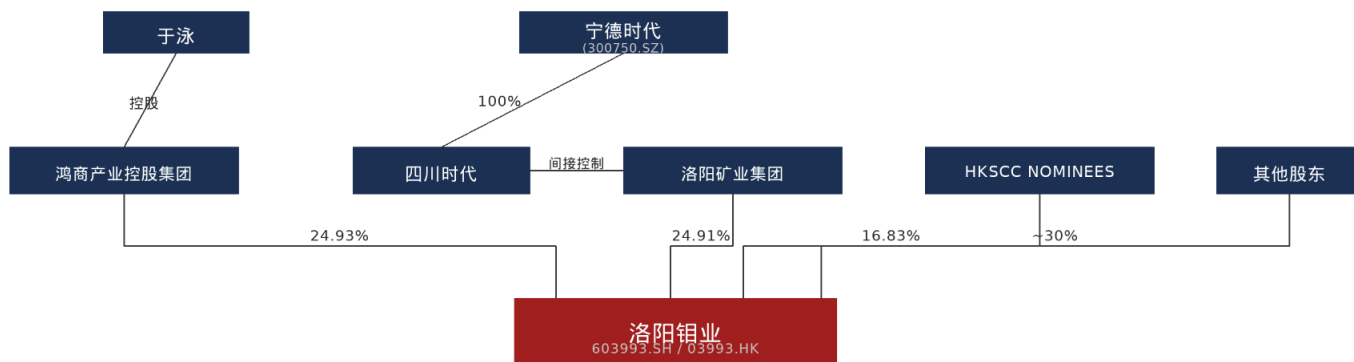
截至 2025 年末，公司铜产量达 74.1 万吨，稳居全球前十大铜生产商行列；钴产量 11.75 万吨，继续稳居全球第一；铌产量 1.03 万吨，位居全球第二；钼、钨、磷产量分别为 1.39 万吨、0.71 万吨、121 万吨，国内矿山平稳运行。2025 年公司正式开辟黄金赛道，于 6 月完成厄瓜多尔 Cangrejos 金矿并购交割，预计 2029 年投产，达产后年均黄金产量约 11.6 吨。12 月宣布收购 Equinox Gold 旗下巴西 Aurizona、RDM、Bahia 综合体三座在产金矿，2026 年 1 月完成交割。公司由此正式拓展为七大矿种的多元格局。

图表 1: 项目情况（截止 2026 年 4 月 15 日）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 2: 公司股权结构（截止 2026 年 4 月 15 日）



资料来源：公司资料，第一上海

## 业务总览与历史业绩

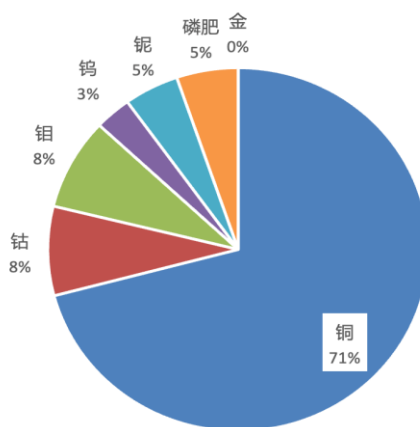
### 矿山板块为公司利润核心

贸易贡献规模、矿山贡献利润，铜板块是公司盈利的绝对压舱石

洛阳钼业的贸易贡献规模，矿山贡献利润。2025 年公司合并收入 2,067 亿元，同比微降 3.0%，主因 IXM 贸易板块收入从 2024 年的 1,884 亿元小幅回落至 1,801 亿元，叠加内部抵消从 408 亿元扩大至 514 亿元。矿山板块则逆势大幅增长至 777 亿元，同比增长 19.1%，占合并收入的比重从上年约 31% 进一步提升至约 38%。利润端分化更为明显：矿山板块毛利率从 2024 年的 45.1% 跃升至 52.9%，远高于 IXM 的 6.4%，矿山板块继续贡献了公司绝大部分毛利。公司价值的核心仍在于矿山板块的产量与金属价格。

铜是公司业务中的绝对主力。2025 年矿山收入 777 亿元中，铜贡献 551 亿元，占比 71%；其余依次为钴/钼/磷/铌/钨分别占比 8%/8%/5%/5%/3%。铜板块毛利 304 亿元，占矿山板块毛利约 74%，较 2024 年的 71% 进一步提升，利润主导地位持续强化。

图表 3: 2025 矿山收入结构



资料来源：公司资料，第一上海

### 公司盈利能力持续攀升

归母净利润连续五年两位数增长，资产负债表已进入净现金的稳健阶段，规模效应持续释放

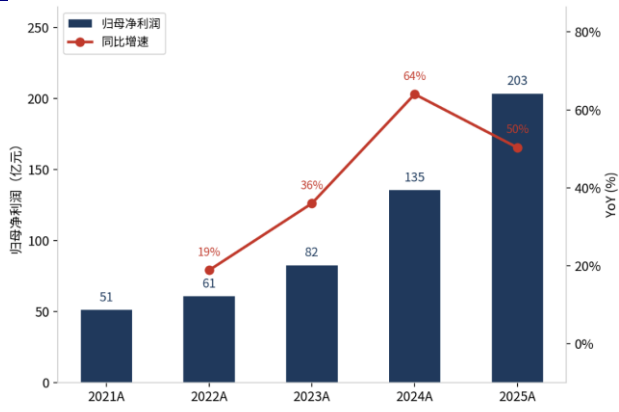
公司在过去四年得益于铜、钴量价齐升，盈利能力实现了跨越式增长。归母净利润从 2021 年的 51 亿元增长至 2025 年创历史新高的 203 亿元，期间每年同比增速均超过 19%，2024 年和 2025 年更分别录得 64% 和 50% 的高增长。

收入端同样稳步扩张。合并收入从 2021 年的 1,739 亿元增长至 2025 年的 2,067 亿元。其中矿山板块收入从 254 亿元增长至 777 亿元，四年复合增速约 32%，远高于合并收入整体增速，反映出矿山板块在量、价两端的双重提升。铜钴板块是绝对主力，2025 年录得收入 613 亿元，四年复合增速约 47%。铜产量从 20.9 万吨增长至 74.1 万吨，同期 LME 铜均价从约 9,300 美元/吨升至约 9,945 美元/吨，量增是核心驱动。钴产量同期从 1.85 万吨增至 11.75 万吨，但 2025 年受刚果金（DRC）配额制约，可售量仅 5.1 万吨，收入贡献暂时受限。钼钨板块收入从 54 亿元增至 88 亿元，产量因品位下降小幅回落，增长主要由钼钨价格中枢上移驱动。铌磷板块收入

从 51 亿元稳步增至 77 亿元，铜产量首破 1 万吨，磷肥维持 110 至 120 万吨稳产，整体扮演现金流稳定器角色。此外，公司 2025 年底完成巴西三座金矿的收购，黄金板块将从 2026 年起贡献收入增量。

图表 4: 公司矿山毛利率与铜价 (美元/吨)

图表 5: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

### 公司财务概况

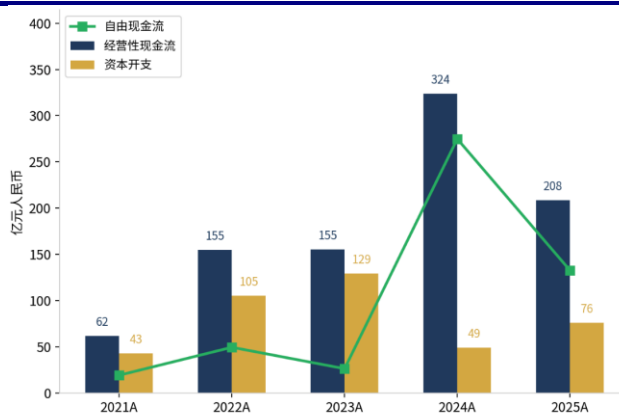
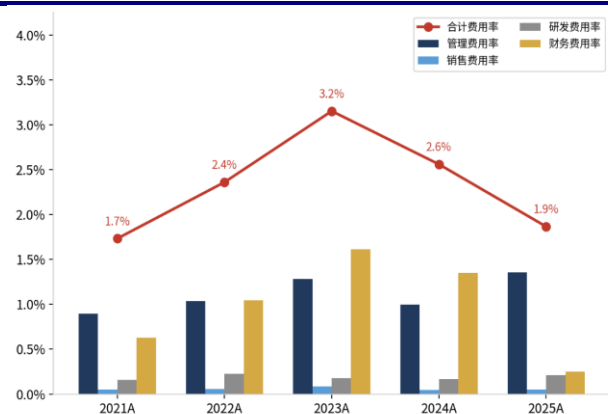
公司财务状况整体稳健。2025 年末资产总计 2,009 亿元，资产负债率 50.3%。有息负债合计约 318 亿元，其中 IXM 贸易融资 248 亿元为滚动性经营融资，矿业端真实有息负债仅约 70 亿元；账面货币资金 336 亿元，净现金头寸约 18 亿元，资产负债表已进入弱杠杆、净现金的稳健阶段。

公司费用管控持续改善。销售、管理、研发、财务费用率合计从 2023 年的 3.2% 降至 2025 年的 1.9%，规模效应逐步释放。矿山板块毛利率由 2022 年的 41.6% 逐年提升至 2025 年的 52.9%，受益于铜价中枢走高与刚果金矿山单位成本下降。

现金流表现方面，2025 年经营性现金流 208 亿元，因营运资金阶段性扩张同比有所回落，但整体现金创造能力保持良好；公司 2025 年资本开支 76 亿元，主要用于 KFM 二期尾款与 TFM 维护性支出。公司近年持续提升分红力度，每股股息从 2023 年的 0.15 元逐年提升至 2025 年的 0.29 元。资本回报率方面，ROE 从 2024 年约 20.7% 升至 2025 年约 26.5%，ROIC 从约 17.6% 提升至约 23.2%。

图表 6: 费用率变化趋势

图表 7: 经营性现金流与资本开支 (亿元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

## 铜板块分析

### 全球铜供需格局

矿山品位持续下滑、新建矿山投产周期拉长，供给弹性显著不足；能源转型与 AI 驱动需求结构性增长，供需缺口将从 2026 年起持续扩大

铜是全球用量最大的基本金属之一，广泛应用于电力、建筑、交通、电子及新能源领域。根据 ICSG 数据，2025 年全球精炼铜市场小幅过剩约 8 万吨；展望 2026 年，随着供给端增速放缓与新兴需求放量，市场将快速转为供应短缺，预计缺口约 15-20 万吨，此后缺口在 2027-2028 年将持续扩大。

供给端，全球铜矿产量增速从原预计的 2.3% 下调至 2025 年实际的 1.4% 左右，主要原因是智利 Escondida、Las Bambas 等头部矿山出现品位下滑与罢工扰动。全球铜矿品位持续下降，从 1990 年代的约 1.0% 降至目前的约 0.6%，新建矿山投产周期拉长至 7-10 年，供给弹性显著不足。智利、秘鲁等传统铜矿大国面临水资源短缺、社区反对和审批趋严等挑战，产量增长空间有限。

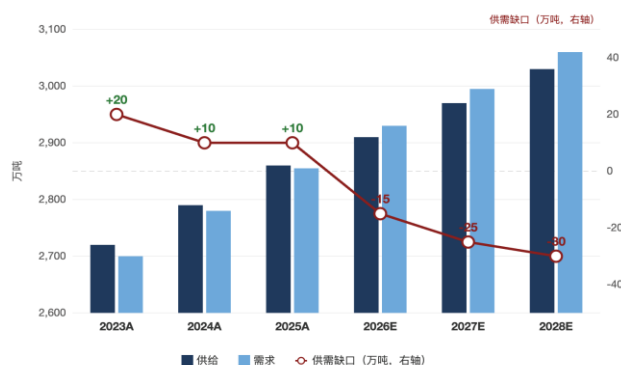
上述结构性约束在近期集中体现为三起供给冲击。2025 年 9 月，全球第二大铜矿 Grasberg 发生井下泥涌事故，运营商 Freeport 宣布不可抗力，矿山全面停产后分阶段复产，预计 2026 年产量较原计划下降约 35%，2027 年方可恢复正常水平。2026 年 2 月，全球头部多元矿业公司 Anglo American 将全年铜产量指引从 76 至 82 万吨下调至 70 至 76 万吨，主因智利 Collahuasi 矿区品位从 1.14% 降至 0.87%，低品位过渡阶段预计持续至 2026 年底。同月，加拿大矿业公司 Ivanhoe 将其位于刚果金的 Kamoakakula 铜矿 2026 年产量从 38 至 42 万吨下修至 29 至 33 万吨，此前该矿在 2025 年 5 月遭遇地震导致地下涌水，目前仍在修复阶段。三项合计减产约 42 万吨，进一步收紧了本已脆弱的供需平衡，印证了供给弹性不足并非远期风险而是正在发生的现实。

需求端，铜需求的结构性增长来自三大领域。第一是能源转型，风光储每年新增 100-200 万吨需求。第二是 AI 数据中心单个大型数据中心用铜量达数千吨，全球 AI 资本支出 2025 年预计超 2,000 亿美元。最后是电动汽车，单车用铜量约 83 公斤，为燃油车的 3-4 倍。中国仍是最大消费国，占全球约 58%，但全球增量需求正从中国向印度、东南亚等新兴市场扩散。根据 ICSG 数据，全球精炼铜消费量预计从 2025 年的约 2,855 万吨增长至 2028 年的 3,040 万吨以上。

图表 8: 铜供需平衡表

项目	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
全球铜矿产量(万吨)	2,200	2,270	2,310	2,355	2,400	2,450
全球精炼铜产量	2,720	2,790	2,865	2,910	2,970	3,030
全球精炼铜消费量	2,700	2,780	2,855	2,925	2,995	3,060
供需缺口	+20	+10	+10	-15	-25	-30

图表 9: 铜供需展望



资料来源: ICSG、Wood Mackenzie

资料来源: ICSG、Wood Mackenzie

在供需趋紧的背景下，LME 铜价自 2024 年以来维持高位震荡，2025 年全年均价 9,945 美元/吨，同比+8.73%，印证了供需面向紧平衡过渡的趋势。截至报告日 LME 铜价约 12,700 美元/吨，已处于历史高位区间。我们认为铜价正处于一轮由能源转型驱动的长期上行周期中，综合考虑供需缺口扩大与能源转型带来的结构性溢价，我们的全年均价假设略低于当前现货水平，反映下半年库存回升可能带来的阶段性

回调压力。但仍需注意全球经济衰退或中国房地产拖累导致的需求低于预期，以及废铜回收率提升对精铜需求的替代效应的影响。

图表 10: LME 铜年均价走势（美元/吨）

铜价中枢有望上移



资料来源：第一上海预测

### 洛阳钼业的铜业务竞争力

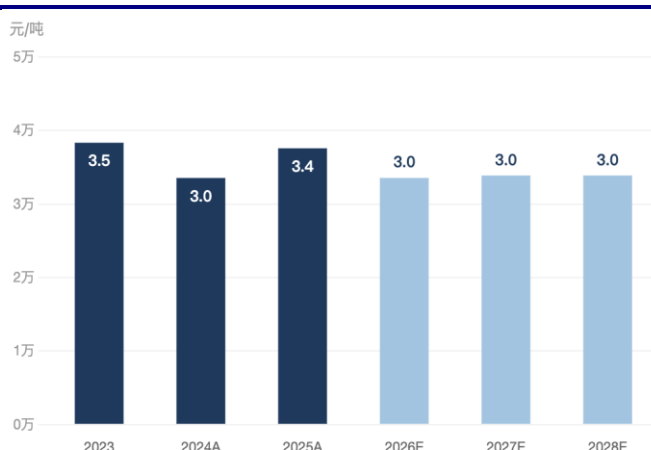
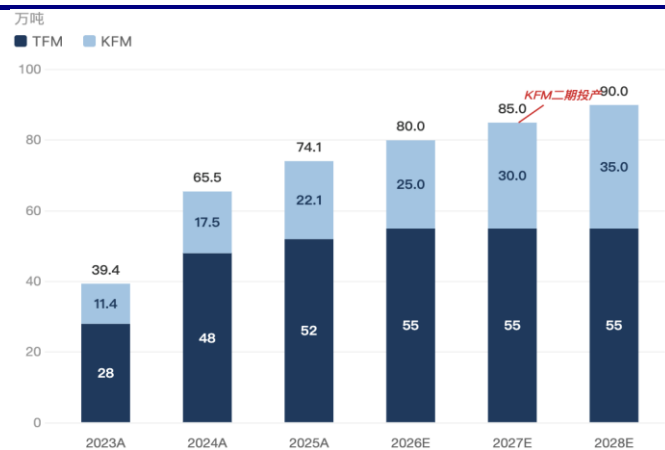
刚果金铜带高品位矿体使公司处于全球成本曲线左侧低位，KFM 二期是未来两年最确定的增长催化剂

公司铜矿资产全部位于刚果（金），为全球铜矿品位最高、开发成本最低的地区之一。核心矿山 TFM 公司持股 80%，位于卢阿拉巴省铜带核心区域，矿山已进入成熟运营期，2025 年铜产量约 52 万吨，已趋近现有产能上限 55 万吨。TFM 同时是全球最大的钴生产矿山之一，铜钴伴生的矿体结构使得钴几乎是铜生产的副产品，进一步降低了综合现金成本。KFM 矿山公司持股 71.25%，一期于 2023 年投产，2024 年铜产量 17.5 万吨，2025 年产量快速爬坡至约 22.1 万吨，一期产能已接近稳态。公司已批准 KFM 二期扩建项目，预计 2027 年建成投产，达产后新增年均约 10 万吨铜产能。预计 2026 年公司铜产量有望达到 80 万吨、2027 年 85 万吨（KFM 二期年中投产贡献增量）、2028 年 90 万吨（KFM 二期全面达产）。KFM 二期是公司未来两年最确定的增长催化剂。

成本端，2023-2025 年铜板块单位营业成本在 3.0-3.4 万元/吨区间波动，整体保持稳健。我们预计 2026-2028 维持在约 3.0 万元/吨水平。

图表 11: 铜产量（万吨）

图表 12: 铜成本（万元/吨）



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

## 其他矿种看点与假设

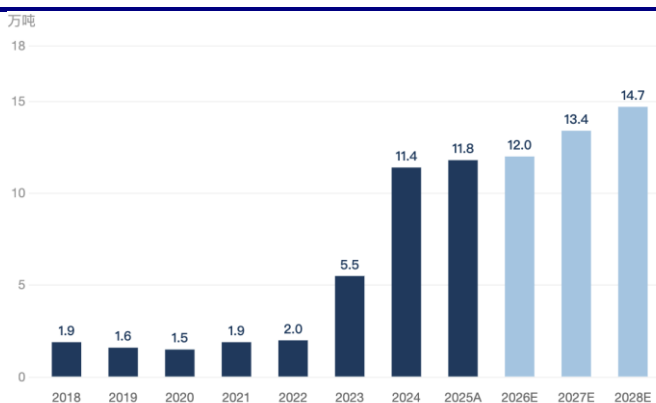
### 钴：DRC 配额制重塑供给格局

DRC 配额制削减约 48% 出口量，全球钴市场将出现近年首次持续性短缺

全球钴供给预计 2026 年约 21.5 万吨，需求约 22.1-24 万吨，市场将出现 0.6-2.5 万吨的供应缺口，为近年来首次出现持续性短缺。核心驱动因素是刚果（金）自 2025 年实施的钴出口禁令及后续配额制，2026-2027 年出口配额为每年 9.66 万吨，较 2024 年出口量削减约 48%。配额制的实施标志着 DRC 政府对钴定价权的重新掌控，对全球钴价格中枢的上移具有深远影响。

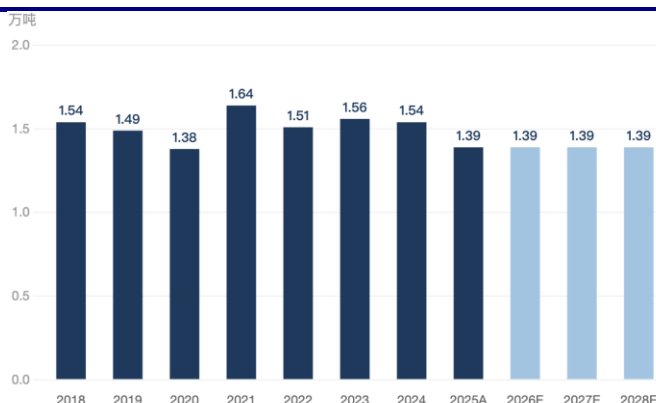
洛阳钼业是全球最大的钴生产商，2025 年钴金属产量达 11.75 万吨，同比+2.96%。然而受配额限制，根据 ARECOMS 最新官方文件 2026 年洛阳钼业可售量仅约 3.21 万吨，在 2025 年 1-9 月销量为 5.1 万吨的基础上大幅压缩。虽然公司可售量受限，但是，在配额制收紧供给推动钴价上行的情况下，单位售价的提升不仅有望对冲销量下降的影响，还能带来额外收益。钴价从 2024 年低点约 \$10/1b 大幅反弹，2025 年 MB 标准级钴全年均价已升至 \$16.08/1b，同比+42.81%。截至报告日 MB 标准级钴约 \$25-26/1b，已较 2024 年低点大幅反弹。假设钴价在配额制全面执行后维持当前水平附近，中期随印尼 MHP 替代供给增加而小幅回落。敏感性分析显示，钴价每上涨 \$5/1b，将增厚公司归母净利润约 10 亿元。当前钴价仍处于历史底部区域，若配额政策持续执行，钴价存在超预期上行空间，为公司提供显著的期权价值。

图表 13: 钴产量预测（万吨）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 14: 钼产量预测（万吨）



资料来源：公司资料，第一上海

钼矿全资持有、国内运营，受地缘风险影响小，是稳定的利润基石

### 钼：供给偏紧，价格高位运行

全球钼需求受益于特种钢、航空航天及半导体产业持续扩张。中国是全球最大钼生产国，占比约 40%，但矿产供给增速有限，全球钼精矿市场持续偏紧。从需求端看，钼的核心应用领域（高强度低合金钢、不锈钢、超级合金）均受益于全球基础设施建设与高端制造业扩张。航空航天领域对含钼超级合金的需求随商业航空复苏持续增长，半导体行业中钼作为栅极材料的应用也在拓展。

洛阳钼业三道庄+上房沟钼钨矿是国内最大钼钨产区之一。2025 年钼产量 1.39 万吨同比-9.68%，主要因品位阶段性下行。2025 年国内钼铁（60%）均价 24.38 万元/吨，同比+5.63%。预计公司 2026 年钼产量约 1.39 万吨，2027-2028 年维持 1.39 万吨。氧化钼价格假设在当前高位水平上小幅震荡，钼板块 2026 年收入约 59 亿元。钼板块虽非公司最大的利润来源，但因 100%权益且位于国内，受地缘政治风险影响小，是稳定的利润基石。

## 钨：地缘溢价叠加光伏新需求，价格创历史新高

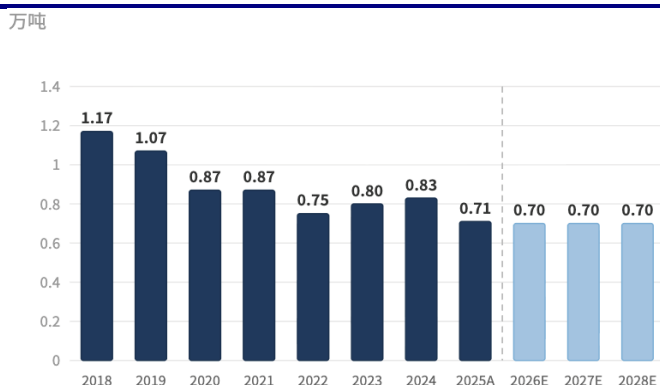
地缘军工需求叠加光伏钨丝渗透率快速提升，钨板块成为公司最大的利润弹性品种

钨是不可再生的稀缺战略资源。2025 年中国钨精矿产量占全球约 79%，且国内实施严格的出口管制和生产配额管理机制，进一步强化了钨的战略资源属性。钨因资源稀缺性、工业应用不可替代性，以及在国家经济、国防建设和高科技产业中的核心地位，其战略价值持续凸显。

2026 年以来钨价不断突破历史新高。截至 3 月上旬，国内 APT 价格升至 150 万元/吨，较 2026 年初涨超 123%，较 2025 年初累计涨幅高达 615%。核心驱动因素有二。其一是地缘冲突推升军工钨需求，钨的高硬度和高密度使其成为穿甲弹、导弹头锥等军事装备的关键材料。其二是光伏切割钨丝的渗透率快速提升。钨丝作为光伏硅片切割领域的新型材料，相比传统碳钢金刚线，钨丝直径可细至 28 微米，而碳钢金刚线为 35 微米，切片碎片率降低 50%，单 GW 光伏组件可节约成本超 2,000 万元。

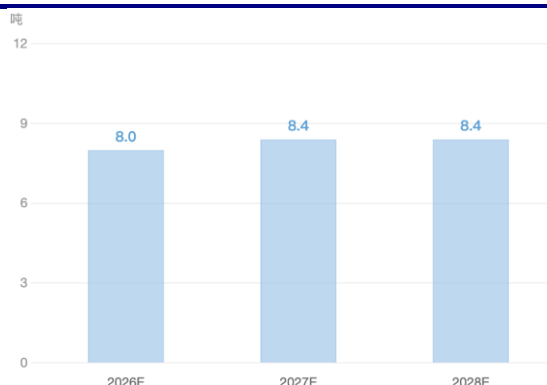
2025 年国内 APT 全年均价 31.75 万元/吨，同比大幅上涨 57.41%，创历史新高。2026 年 3 月，欧洲 APT 价格已突破 2,500 美元/mtu，国内 APT 一度突破 150 万元/吨。在地缘军工需求持续释放与光伏钨丝渗透率快速提升的双重支撑下，预计 APT 价格中枢将维持在显著高于 2025 年均价的水平。洛阳钼业 2025 年钨产量 7,114 吨，同比下降 14.17%，主因品位调整，2026 至 2028 年产量预计保持 7,000 吨左右。按此测算，公司钨板块收入有望从 2025 年的 24.2 亿元跃升至 2026 年的 64.3 亿元，同比增长约 165%，成为公司最大的利润弹性品种之一。

图表 15: 钨产量预测（万吨）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 16: 黄金产量预测（吨）



资料来源：公司资料，第一上海

两笔收购快速构建黄金板块，矿种组合拓展为七金属的多元格局，铜价承压时金价通常走强，黄金板块有效平滑公司盈利周期

## 黄金避险价值凸显，有望成为新增长曲线

黄金在央行购金、地缘不确定性及通胀预期的多重驱动下持续走强。2025 年全球央行净购金量连续第四年超过 1,000 吨，中国央行连续数月增持黄金储备。2025 年伦敦金价全年均价 3,431.54 美元/盎司，同比+43.81%，创历史新高。截至报告日伦敦金价约 4,750 美元/盎司，年内一度触及 5,400 美元/盎司高点。在央行购金、地缘避险及去美元化等多重因素驱动下，我们预计黄金全年均价略高于当前水平，2027-2028 年预计金价将进一步上升。

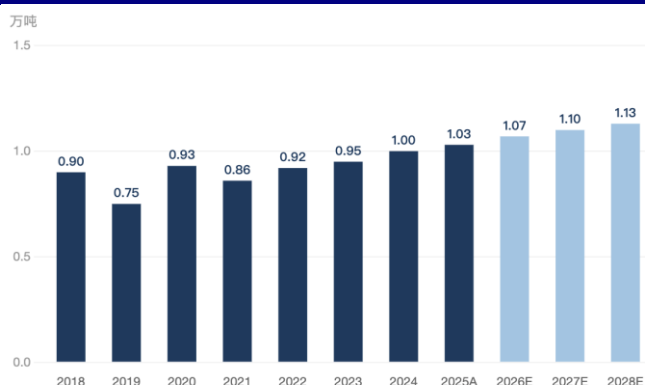
洛阳钼业通过 2025-2026 年的两笔收购快速构建黄金板块。2026 年 1 月完成巴西 Equinox Gold 三矿区交割，包括 Aurizona、RDM 和 Bahia 综合体，2026 年产量分别约 2.5 吨/1.6 吨/3.9 吨，合计产量约 8 吨，2027-2028 年预计产量约 8.2 吨/年。此外，2025 年 6 月公司完成了厄瓜多尔的 Cangrejos 金矿，远期年产约 11.6 吨黄金，预计 2029 年投产，投产后黄金板块利润占比有望提升至 10%以上，届时公司黄金年产量约为 20 吨，有望跻身全球一线金矿商行列。2026 年巴西金矿并表后有望为公司贡献收入约 80 亿元、税前利润约 30 亿元，利润占比约 7.5%。

## IXM 全球前三的金属贸易平台

全球前三基本金属贸易商，为矿山提供全球化销售渠道与定价能力

IXM 总部位于瑞士日内瓦，是全球排名前三的金属贸易商，2025 年实物贸易量达 471 万吨，较 2024 年 554 万吨下降 14.98%，主要因主动压缩低毛利业务。IXM 对公司的战略意义主要体现在两方面：一是为矿山板块提供全球化的销售渠道和定价能力，二是贸易业务自身贡献稳定的毛利，2025 年 IXM 贡献毛利 115.96 亿元。IXM 的毛利率虽低（2025 年约 6.4%），但依靠巨大的贸易量仍能产生可观的利润贡献。预计 2026 年至 2028 年 IXM 贸易板块维持稳定运营，毛利率回落至在历史均值 2.5-3.5% 区间，对公司净利润的边际贡献约 3-5%。

图表 17: 铌产量预测（万吨）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 18: 磷肥产量预测（万吨）



资料来源：公司资料，第一上海

## 铌与磷，稳定的现金奶牛

全资持有铌与磷、巴西运营风险可控，是公司现金流的稳定来源

公司的巴西 NML 铌矿 2025 年铌产量为 1.03 万吨，同比+3.23%，连续两年位居全球第二，仅次于巴西 CBMM。全球铌市场呈现 CBMM 主导的寡头格局，价格稳定微涨。2025 年铌铁均价 48.68 美元/kg，同比+4.78%，若 2026-2028 年铌铁价格维持在 50 美元/kg，NML 有望为公司贡献收入 32 亿元。

公司巴西 CIL 磷矿 2025 年磷肥产量 121 万吨，同比+2.80%，为巴西领先的磷肥生产商之一。2025 年 MAP 均价 690.30 美元/吨，同比+14.53%，巴西农业刚需稳定，磷肥价格中枢持平。若 2026-2028 年 MAP 价格能维持在 700 美元/吨，CIL 有望为公司贡献收入 41 亿元。

2025 年铌磷板块合计贡献收入约 73 亿元，虽占比不大但胜在稳定、全资持有、巴西运营风险相对可控，是公司现金流的稳定来源。

图表 19: 矿山资产总览

矿山/板块	位置	矿种	权益	2025A产量	定位
TFM	刚果（金）	铜，钴	80%	铜~52万吨	世界级铜钴矿
KFM	刚果（金）	铜，钴	71.25%	铜~22.1万吨	一期达产，二期在建
三道庄+上房沟	中国河南	钼，钨	100%	钼1.39万吨	国内最大钼钨矿区
NML	巴西戈亚斯州	铌	100%	铌1.03万吨	全球第二大铌生产商
CIL	巴西戈亚斯州	磷肥	100%	磷肥121万吨	巴西领先磷肥商
巴西金矿×3	巴西	金	100%	新购入	2026年1月并表
厄瓜多尔金矿	厄瓜多尔	金	100%	预计2029年投产	远期~11.6吨/年
IXM	瑞士日内瓦	贸易	100%	471万吨	全球前三

资料来源：公司资料，第一上海

## 盈利预测

### 产量拆分

我们基于公司指引和矿山的历史与扩产规划，对公司的产量进行预测。

铜金放量叠加钨价暴涨驱动矿山收入跨越式增长，合并报表层面归母净利润有望再创新高，铜价仍是盈利最核心的敏感变量

铜仍是公司核心增长极。2026年铜产量预计80万吨。KFM二期扩建设计新增原矿处理量726万吨/年，达产后年均新增约10万吨铜产能。考虑到二期预计2027年投产后产能逐步爬坡，我们预计2027年铜产量升至85万吨，2028年二期全面达产后总产量达90万吨，兑现全部预期产能。

钴方面，2026年权益产量预计约12万吨。钴是铜矿开采的副产品，产量跟随铜矿处理量同步增长，所以随着KFM二期放量，2027年增至约13.4万吨，2028年进一步升至14.7万吨。可售量预计2026-2028均为3.21万吨。

钼产量方面，2026-2028年预计产出均为1.39万吨。2025年年报指出钼产量下滑主因品位下降，考虑到品位短期内难以回升，之后年维持2025年1.39万吨的产量。

钨与钼同矿伴生。2026年预计产出钨0.7万吨。2025年年报同样指出钨产量下滑源于品位下降，储量品位从2024年的0.104%跌至2025年的0.089%，品位趋势不支持产量回升预期，因此2027至2028年维持0.7万吨。

铌产量历史上持续增长，但增速有所放缓。2025年铌产量1.03万吨，同比增长3.23%。我们假设2026至2028年维持约3%的温和增速，对应产量分别为1.07、1.10和1.13万吨。

磷肥属于稳产型资产，历史产量长期在115万吨附近波动。2025年的121万吨属于超额完成的单次事件，不宜作为未来基准。2026至2028年我们预计磷肥产量均为115万吨。

黄金是公司2026年最大的新增品种。巴西三矿区（Aurizona、RDM、Bahia综合体）于2026年1月完成交割，三座矿均为成熟运营矿山，交割后即可并表贡献产量。预计2026年产量8吨，2027-2028年产量小幅提升至8.4吨。

图表 20: 各矿类产量预测（万吨，金为吨）

单位：万吨（金为吨）

金属	2022	2023	2024	2025A	2026E	2027E	2028E
铜	25.43	39.37	65.02	74.11	80.00	85.00	90.00
钴	2.03	5.55	11.42	11.75	12.00	13.36	14.72
钼	1.51	1.56	1.54	1.39	1.39	1.39	1.39
钨	0.75	0.80	0.83	0.71	0.70	0.70	0.70
铌	0.92	0.95	1.00	1.03	1.07	1.10	1.13
磷肥	114	117	118	121	115	115	115
金(吨)	—	—	—	—	8.00	8.41	8.41

资料来源：公司资料，第一上海

## 收入预测

收入端，由于铜量价齐升、黄金首次并表和钨价大幅上行的预期，我们预计公司2026年矿山板块收入1,000亿元，同比+29%，2027-2028年矿山收入进一步增至1,075亿和1,146亿元。合并报表层面，叠加IXM贸易板块并扣除内部抵销后，2026年公司合并收入预计为2,412亿元，同比+16.7%。受益于金属价格上涨及KFM放量摊薄单位成本，矿山板块2026年毛利率有望从2025年的52.9%提升至61.8%。我们预计2026年归母净利润为319亿元，同比+56.6%。

图表 21: 各矿类收入预测（百万元人民币）

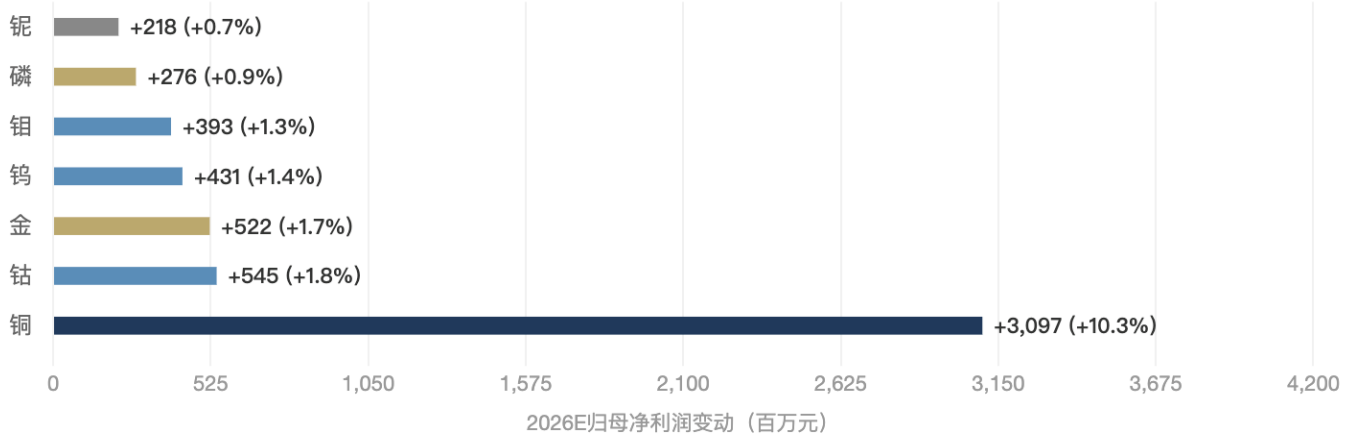
单位：百万元人民币

产品	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E占比
铜	41,857	49,669	61,223	70,470	77,485	61.2%
钴	8,743	9,785	10,907	8,532	8,532	10.9%
钼	6,297	6,211	6,263	6,002	6,002	6.3%
钨	1,822	2,443	6,432	6,432	6,432	6.4%
铌	2,956	3,228	3,249	3,346	3,447	3.2%
磷	3,585	4,835	4,119	4,161	4,161	4.1%
金	—	—	7,793	8,529	8,529	7.8%
矿山合计	65,260	76,172	99,986	107,472	114,588	100%

资料来源：公司资料，第一上海预测

我们基于各类金属价格对公司业绩影响进行分析。其中，铜价敏感性最高，每变动10%影响归母约31亿元，远超其他品种，进一步印证铜价是影响公司盈利的核心变量。

图表 22: 金属价格对归母净利润的影响



注：各金属价格统一+10%，基准归母 29,983 百万元

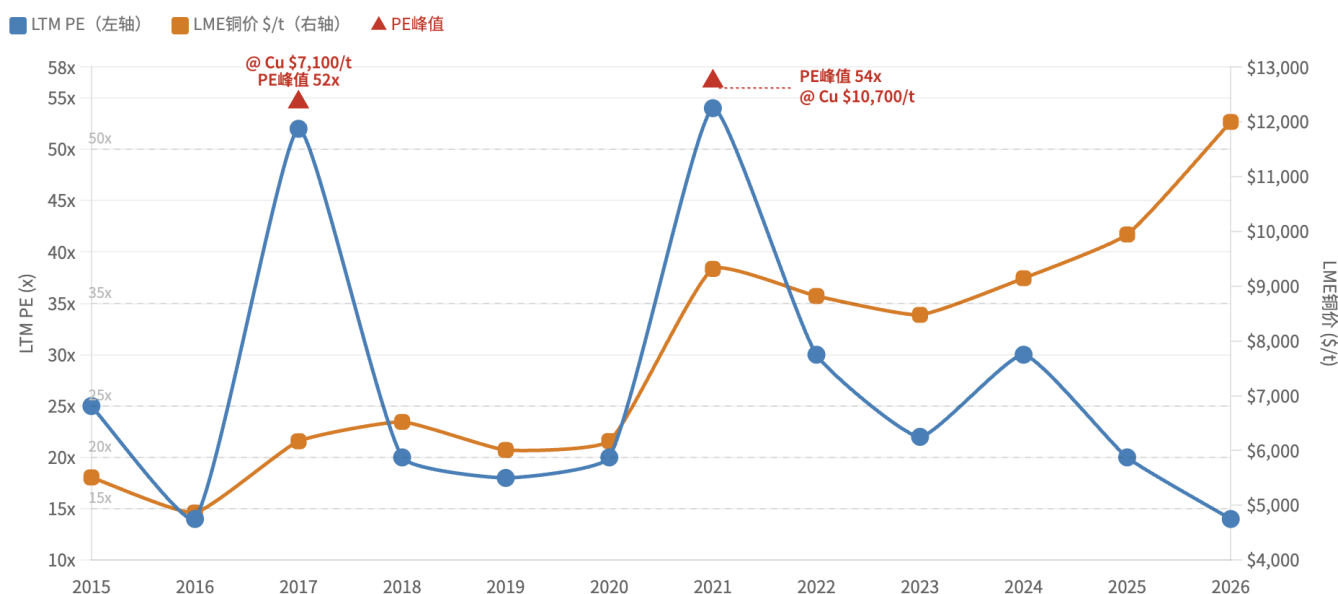
资料来源：公司资料，第一上海预测

## 估值分析

过去两年，洛阳钼业 H 股的市盈率大部分时间在 9 倍至 18 倍之间波动，均值约 13 倍。过去一年估值中枢有所抬升，均值约 15 倍，波动上沿约 19 倍。拉长到十年维度看，均值高达 23 倍，这反映在 2016 - 2017 年和 2020 - 2021 年两轮铜价大周期中，公司估值曾大幅扩张至 50 倍以上。当前 H 股 18.96 港元估值水平存在修复空间：

首先，是基本面与估值的背离。历史上每轮铜价上行期，洛阳钼业的估值均出现显著扩张。当前铜价处于 13,000 美元/吨左右，公司正处于 KFM 扩产和黄金板块产能爬坡期，预计 2026 年归母净利润同比增速达 56.6%。而当前 H 股 18.96 港元对应 2026 年市盈率仅约 13 倍，不仅低于一年均值（15 倍），更远低于十年均值（23 倍）。以历史可比周期衡量，当前估值与盈利增速之间存在明显错配。

图表 23: 洛阳钼业历史 PE band



资料来源：彭博，第一上海

其次，近期估值压制具有阶段性特征。2026 年一季度有色板块经历了一轮深度调整，洛阳钼业 H 股 PE 从 2025 年底的高点回落超过 30%。这轮调整并非由公司基本面恶化驱动，而是多重因素叠加的结果。一方面，2025 年下半年至 2026 年初板块经历了一轮快速上涨，紫金矿业 PE 从 17 倍修复至 23 倍、洛阳钼业从 10 倍升至 25 倍，估值到达历史偏高区间后获利盘集中兑现。另一方面，中东地缘冲突升级推动油价快速上行，市场对美联储推迟降息甚至重新加息的预期升温，美元走强叠加全球经济放缓担忧，压制了整个周期板块的风险偏好。具体为核心可比公司 PE 在短短一个月內下跌约 15%，而同期 Bloomberg 一致 FY26E EPS 反而上调了约 12%，估值走势与盈利趋势出现明显背离。

我们认为上述压制因素正在边际改善：美伊冲突停火谈判推进令油价从高位回落，美元指数有所走弱，叠加板块 Q1 业绩普遍超预期，最坏的时候可能已经过去。在此背景下，洛阳钼业的估值从当前 13.6 倍向一年均值（15 倍）及以上回归是合理预期。我们的 18 倍目标并不需要估值回到 2025 年底的极端高位，只需要回到一年波动上沿（19 倍）以内的水平。

图表 24: PE 敏感性

目标PE	目标价 (¥)			涨幅		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
12.0x	16.69	18.47	19.24	-12.0%	-2.6%	+1.5%
13.0x	18.08	20.01	20.85	-4.6%	+5.5%	+10.0%
15.0x	20.86	23.08	24.06	+10.0%	+21.8%	+26.9%
18.0x	25.03	27.70	28.87	+32.0%	+46.1%	+52.3%
20.0x	27.82	30.78	32.07	+46.7%	+62.3%	+69.2%

资料来源：第一上海

图表 25: 同行业估值

公司	代码	股价	市值(亿)	PE 26E	PE 27E	PE 28E	PB
洛阳钼业	603993	18.96	3,948	13.8x	12.6x	10.6x	4.92x
紫金矿业	601899	33.75	8,878	11.5x	10.5x	9.9x	4.84x
华友钴业	603799	61.43	1,165	14.1x	11.4x	8.6x	2.35x
厦门钨业	600549	58.67	913	24.2x	20.7x	—	5.55x
江西铜业	600362	44.90	1,416	12.8x	13.6x	13.1x	1.91x
核心3家		紫金+华友+江铜		12.8x	11.8x	10.5x	3.03x

资料来源：彭博

## 目标价 25.74 港元，首次覆盖并给予买入评级

我们认为，洛阳钼业正处于资源版图快速扩张与盈利能力集中释放的交汇期。公司坐拥全球前十大铜矿 TFM 和 KFM、全球最大钴矿、全球第二大铌矿以及未来投产的金矿项目，矿种组合从铜钴钼钨铌磷六金属拓展为七大矿种的多元格局。这一资源禀赋在全球矿业公司中极为稀缺，赋予公司穿越单一金属周期的能力。

从增长节奏看，公司仍处于多条产能曲线同步上行的阶段。铜方面，KFM 一期已满产，二期预计 2027 年年中投产，届时铜产量将从当前 74 万吨攀升至 90 万吨。黄金方面，巴西三大矿区 2026 年并表后立即贡献约 8 吨产量，厄瓜多尔 Cangrejos 2029 年投产后黄金年产量有望达到 20 吨。钨板块虽然产量有限，但在全球供需紧平衡和中国出口管制背景下价格持续走强，利润弹性显著。钴板块受益于 DRC 配额制推动价格中枢上移，一旦配额放松，量价双升的空间同样可观。

盈利端，我们预测公司 2026 至 2028 年归母净利润分别为 319 亿元、355 亿元和 386 亿元，对应 EPS 分别为 1.48 元、1.64 元和 1.79 元。首次覆盖，我们给予 18 倍 PE，H 股目标 25.74 港元，较当前价有 36% 上行空间，给予买入评级。

图表 26: 未来重要事件

时间	事件	影响
2026年1月	巴西金矿交割完成	黄金板块正式并表
2026年3月28日	2025年年报披露	验证全年业绩
2026年Q2-Q3	KFM二期建设进度更新	2027产能预期修正
2027年Q1-Q2	KFM二期投产	铜产量跳增至88万吨
2029年+	厄瓜多尔金矿投产	黄金年产能+11.6吨

资料来源：第一上海

## 风险因素

### 金属价格波动风险

铜、钴、钼、钨、金等核心金属价格受全球宏观经济、货币政策、供需格局等多重因素影响。若全球经济衰退导致金属价格大幅下跌，公司盈利将承受显著压力。敏感性分析显示，铜价每下跌 10%，2026 归母净利润减少约 31 亿元（-10.3%）。

### 出口政策调整风险

公司约 75% 的利润来自刚果（金）TFM 和 KFM 矿山。尽管两矿位于南部卢阿拉巴省、远离东部冲突区，但 DRC 政治环境不稳定性、税收政策变动（如超额利润税）、矿业法规调整及基础设施瓶颈均可能对运营造成影响。此外，DRC 钴出口配额制虽短期利好钴价，但增加了公司钴销量的不确定性。

### 矿山建设风险

KFM 二期预计 2027 年投产，总投资 \$10.84 亿。若工程延期或建设成本超支，将影响公司铜产量增长节奏和投资回报率。刚果（金）的基础设施条件（电力供应、物流运输）也可能制约项目进度。

### 矿山交割风险

巴西金矿于 2026 年 1 月刚完成交割，整合运营尚处于初期阶段。Bahia 综合体内部 Santa Luz 矿山存在法律纠纷。此外，巴西金矿的品位和产量可能低于预期。

# 主要财务报表

## 财务报表摘要

损益表						财务分析					
<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	213,029	206,684	241,158	265,783	278,980	<b>盈利能力</b>					
销售成本	-177,774	-157,229	-172,746	-190,473	-197,790	毛利率 (%)	16.5%	23.9%	28.4%	28.3%	29.1%
毛利	35,255	49,454	68,412	75,310	81,191	EBITDA 利率 (%)	16.3%	24.2%	27.7%	27.4%	28.4%
税金及附加	-4,135	-3,366	-4,582	-5,316	-5,580	净利率 (%)	7.3%	11.6%	15.8%	16.1%	16.7%
销售开支	-93	-105	-110	-116	-121	<b>营运表现</b>					
行政开支	-2,482	-3,238	-3,553	-3,838	-4,145	SG&A/收入 (%)	1.2%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
财务费用	-2,879	-513	-2,126	-1,336	-753	实际税率 (%)	38.5%	31.7%	33.0%	33.0%	33.0%
其他经营收支	-401	-6,905	-870	-870	-870	库存周转	61.3	94.3	83.3	88.2	98.5
<b>经营利润</b>	25,265	35,328	57,171	63,835	69,722	应付账款天数	9.9	11.9	11.5	12.0	13.0
营业外收支	-142	-166	-127	-127	-128	应收账款天数	1.1	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>除税前利润</b>	25,123	35,161	57,044	63,709	69,594	<b>财务状况</b>					
所得税	-9,665	-11,134	-18,825	-21,024	-22,966	净负债/权益	0.01	0.02	0.19	0.28	0.37
<b>年度利润</b>	15,459	24,028	38,220	42,685	46,628	收入/总资产	1.25	1.03	1.05	1.01	0.93
<b>股东利润</b>	13,532	20,339	31,859	35,527	38,596	总资产/股本	2.40	2.44	2.13	1.98	1.87
少数股东利润	1,927	3,689	6,360	7,157	8,033	<b>回报率 (%)</b>					
折旧及摊销	-6,155	-7,297	-6,629	-6,901	-7,863	ROE	20.7%	26.5%	33.4%	29.5%	26.4%
<b>EBITDA</b>	34,700	50,042	66,796	72,942	79,208	ROA	9.0%	12.9%	17.7%	17.3%	16.6%
<b>增长</b>						股息支付率	40.3%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
总收入 (%)	14.4%	-3.0%	16.7%	10.2%	5.0%						
EBITDA (%)	130.8%	44.2%	33.5%	9.2%	8.6%						
每股收益 (%)	64.0%	51.7%	55.2%	11.5%	8.6%						
每股收益 (%)	64.0%	51.7%	55.2%	11.5%	8.6%						

资产负债表						现金流量表					
<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	30,427	33,564	51,300	71,385	98,127	税前盈利	25,123	35,161	57,044	63,709	69,594
应收账款	648	1,210	1,412	1,556	1,633	折旧和摊销	6,155	7,297	6,629	6,901	7,863
存货	29,878	40,601	39,408	46,017	53,386	营运资金变化	4,725	-18,864	3,277	-4,666	-5,998
其他流动资产	18,220	34,973	34,343	34,468	34,519	其他	-3,616	-2,751	-15,949	-18,938	-21,462
<b>总流动资产</b>	79,173	110,348	126,463	153,425	187,665	<b>营运活动现金流</b>	32,387	20,843	51,002	47,005	49,996
固定资产	44,422	42,040	43,601	52,323	52,768	资本开支	-4,901	-7,584	-10,359	-11,484	-9,511
无形资产	21,651	24,044	25,744	23,844	21,944	其他投资活动	3,742	-793	-6,550	750	752
长期投资	3,283	3,898	3,898	3,898	3,898	<b>投资活动现金流</b>	-1,159	-8,377	-16,909	-10,734	-8,759
其他非流动资产	21,707	20,603	30,883	29,251	32,985	借款变化	-19,359	1,660	-4,948	-2,053	0
<b>总资产</b>	170,236	200,932	230,589	262,741	299,261	其他融资活动	-11,213	-10,158	-14,295	-15,199	-16,200
应付账款	4,807	5,142	5,443	6,262	7,045	<b>融资活动现金流</b>	-30,572	-8,497	-19,243	-17,252	-16,200
短期借款	13,960	27,129	24,782	24,782	24,782	现金变化	1,163	3,401	14,850	19,019	25,037
其他短期负债	26,693	38,826	37,580	38,084	38,802	汇兑损益	507	-568	0	0	0
<b>总短期负债</b>	45,460	71,096	67,805	69,128	70,628	期初持有现金	26,120	27,281	30,682	45,532	64,551
长期借款	9,334	1,166	1,166	0	0	<b>期末持有现金</b>	27,283	30,682	45,532	64,551	89,588
其他负债	29,501	28,883	29,788	29,788	29,789						
<b>总负债</b>	84,295	101,145	98,759	98,916	100,417						
少数股东权益	14,919	17,351	23,712	30,869	38,902						
<b>股东权益</b>	71,022	82,435	108,119	132,956	159,942						
<b>负债权益合计</b>	170,236	200,932	230,589	262,741	299,261						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。