

洛阳钼业 (603993.SH) 2026 年一季报深度点评

历史最佳单季度业绩，铜金双极战略持续发力

2026 年 04 月 27 日

➤ **2026 年 4 月 24 日，公司发布 2026 年一季报。**2026Q1 公司实现营业收入 664.0 亿元，同比增长 44.3%，环比增长 8.5%，归母净利润 77.6 亿元，同比增长 96.7%，环比增长 28.1%，实现扣非归母净利润 74.9 亿，同比增长 90.6%，环比增长 27.5%。业绩符合我们预期。

➤ **2026Q1，公司归母净利润环比增加 17.01 亿元。**增利主要得益于公允价值变动环比增长 48.14 亿元，部分被毛利、费用和税金的环比减利抵消，分别环比减利 23.04 和 16.70 亿元。**毛利具体拆分来看**，矿山端毛利环比增长，但贸易端毛利环比下降较多，主要是因为贸易期现结合的模式，现货的亏损体现在毛利端，期货的盈利体现在公允价值变动的正向变化。**价格：**2026Q1 公司主要金属价格同比均增长。26Q1 的 LME 铜价 12844 美元/吨，同比+37.5%，环比+15.8%；26Q1 的 MB 钴价 25.9 美元/磅，同比+117.9%，环比+11.4%；26Q1 黑钨精矿均价 72.17 万元/吨，同比+406.3%，环比+115.8%。**量：**2026Q1 钴销量逐步恢复，新并表巴西金矿贡献销量。26Q1，铜钴金属分别生产 18.79 和 3.05 万吨，同比分别+10.1%和+0.3%，环比分别-5.0%和+3.2%，同比增长主要得益于项目技改带来增量，铜产量环比下降主要是因为 Q1 刚果金雨季，对矿山剥离量有影响；钼钨金属分别生产 0.32 和 0.17 万吨，同比分别-4.7%和-16.7%，环比分别-3.4%和+49.0%，产量同比下降主要是由于品位下滑。销量方面，由于刚果金出口禁令影响，公司钴销售仍未恢复，预计 Q2 会逐步形成销售，产生业绩增量。**费用端：**26Q1 四费合计 17.5 亿元，环比增长 11.6 亿元，主要是由于财务费用环比增长 11.4 亿元。其中利息支出环比增长 1.2 亿元，利息收入环比基本持平，财务费用整体变化较大主要或由于 25Q4 汇兑收益，而 26Q1 转为汇兑损失。

➤ **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，目前在建项目主要是 KFM 二期工程，达产后预计新增年平均 10 万吨铜金属量。为完成远期产量目标，Tenke 三期规划也在紧锣密鼓中，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**接连收购南美大型金矿，开辟第二成长曲线。**厄瓜多尔金矿达产后预计平均年产黄金 11.5 吨，铜 1.9 万吨，计划 2029 年前投产。巴西金矿为成熟在产金矿，交割完成即贡献利润，充分受益于金价上行。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：**公司铜金双极战略持续发力，我们预计公司归母净利润分别为 346.26、378.17、395.51 亿元，EPS 分别为 1.62、1.77 和 1.85 元，对应最新股价（4 月 24 日）的 PE 分别为 12X/11X/10X，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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	206,684	227,988	236,308	240,735
增长率 (%)	-3.0	10.3	3.6	1.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	20,339	34,626	37,817	39,551
增长率 (%)	50.3	70.2	9.2	4.6
每股收益 (元)	0.95	1.62	1.77	1.85
PE	20	12	11	10
PB	5.0	3.8	3.0	2.5

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 4 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.37 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0590525110009

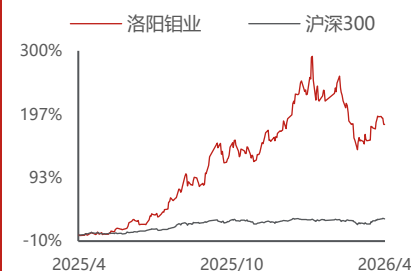
邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 张弋清

执业证书：S0590525110010

邮箱：zhangyiqing@glms.com.cn

相对走势



相关研究

1. 洛阳钼业 (603993.SH) 2025 年年报深度点评：刚果铜双星闪耀，南美金启新程-2026/03/31
2. 洛阳钼业 (603993.SH) 2025 年三季报点评：业绩再创新高，KFM 二期开发方案落地-2025/10/27
3. 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
4. 经营业绩再创新高，矿山端盈利能力持续提升-2025/08/23
5. 铜钴产量稳健增长，正式布局黄金资源-2025/07/15

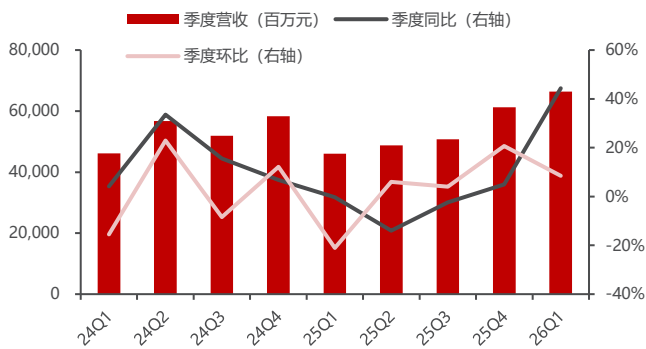
目录

1 事件：公司发布 2026 年一季报	3
2 点评：多金属共振，再创历史最佳业绩	4
3 项目跟踪：刚果金“双子星”潜力十足，南美金矿启新章	8
3.1 刚果金“双子星”潜力十足.....	8
3.2 南美金矿启新章.....	9
4 盈利预测与投资建议	15
5 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 事件：公司发布 2026 年一季报

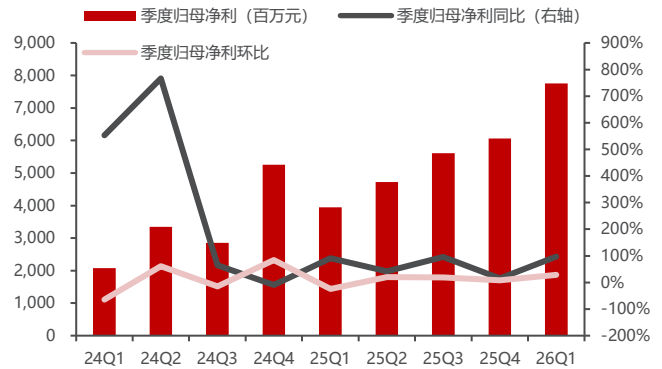
2026 年 4 月 24 日，公司发布 2026 年一季报。26Q1 公司实现营业收入 664.0 亿元，同比增长 44.3%，环比增长 8.5%，归母净利润 77.6 亿元，同比增长 96.7%，环比增长 28.1%，实现扣非归母净利润 74.9 亿，同比增长 90.6%，环比增长 27.5%。业绩符合我们预期。

图1：2026Q1，公司实现营收 664.0 亿元



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图2：2026Q1，公司实现归母净利润 77.6 亿元



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

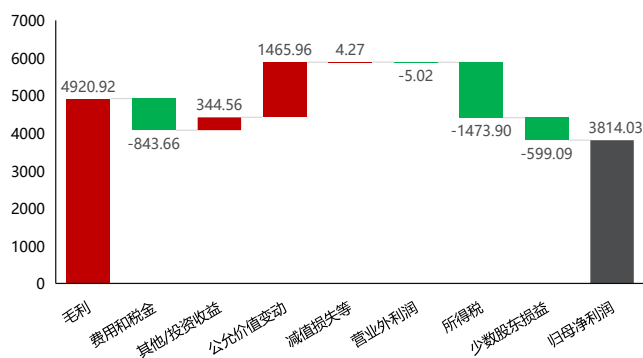
2 点评：多金属共振，再创历史最佳业绩

2026Q1，公司创历史最佳单季度业绩。

同比来看，2026Q1 v.s. 2025Q1：2026Q1，公司归母净利润同比增长 38.14 亿元，上涨主要得益于毛利同比增长 49.21 亿元，其他增利项还有公允价值变动（同比增利 14.66 亿元），其他/投资收益（同比增利 3.45 亿元），减利项主要是费用和税金（同比减利 8.44 亿元），所得税（同比减利 14.74 亿元），少数股东损益（同比减利 5.99 亿元）。

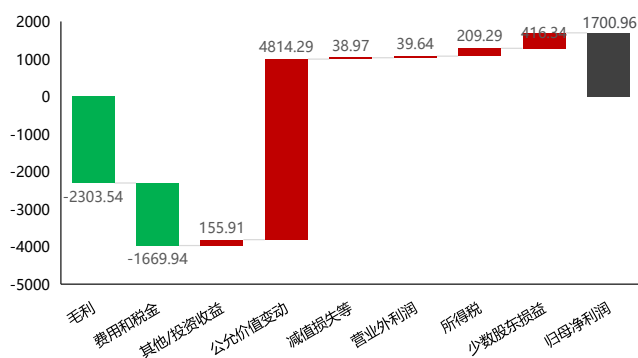
环比来看，2026Q1 v.s. 2025Q4：2026Q1，公司归母净利润环比增加 17.01 亿元，增利主要得益于公允价值变动环比增长 48.14 亿元，部分被毛利、费用和税金的环比减利抵消，分别环比减利 23.04 和 16.70 亿元。具体拆分来看，矿山端毛利环比增长，但贸易端毛利环比下降较多，主要是因为贸易期现结合的模式，现货的亏损体现在毛利端，期货的盈利体现在公允价值变动的正向变化。

图3：2026Q1 归母净利润同比变化拆分(单位：百万元)



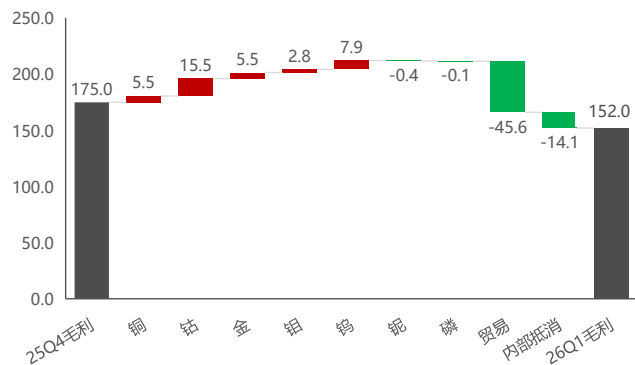
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图4：2026Q1 归母净利润环比变化拆分(单位：百万元)



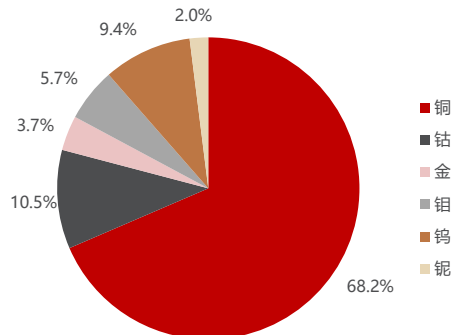
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图5：2026Q1 毛利环比变化拆分(单位：亿元)



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图6：2026Q1 矿山端毛利占比情况



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

毛利：同比来看，26Q1 铜钴和钼钨板块毛利均有明显增长，同时新增黄金板块毛利贡献，部分被铌磷板块毛利下滑抵消。铜钴板块毛利同比增长主要是因为铜量价齐升，尽管钴价同比也大幅增长，但由于刚果金出口禁令，钴销量同比下滑使得钴板块毛利同比下降；钼钨板块毛利增长主要得益于钼钨价格同比增长，尤其是钨价同比增幅较大；铌磷板块由于磷肥生产过程中需要使用硫磺，而硫磺价格持续抬升，因此毛利承压。

表1：公司主要板块表现

分产品	营业收入 (亿元)		营业成本 (亿元)		毛利 (亿元)		毛利率 (%)	
	2026Q1	2025Q1	2026Q1	2025Q1	2026Q1	2025Q1	2026Q1	2025Q1
钼	17.96	13.49	9.56	8.50	8.40	4.99	46.78%	36.98%
钨	19.58	4.98	5.69	1.72	13.89	3.27	70.93%	65.57%
钼钨合计	37.55	18.48	15.25	10.22	22.29	8.26	59.37%	44.69%
铜	157.96	124.16	57.36	55.61	100.61	68.56	63.69%	55.21%
钴	18.01	37.78	2.47	14.58	15.54	23.21	86.27%	61.42%
铜钴合计	175.97	161.95	59.83	70.19	116.14	91.76	66.00%	56.66%
铌	7.67	8.67	4.77	4.87	2.90	3.80	37.85%	43.81%
磷	9.94	8.44	9.26	6.15	0.68	2.29	6.87%	27.09%
铌磷合计	17.62	17.12	14.03	11.03	3.59	6.09	20.36%	35.56%
黄金	12.02	-	6.54	-	5.49	-	45.63%	-

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

价：2026Q1 公司主要金属价格同环比均增长。

- ✓ **铜钴板块：**2026Q1，阴极铜/金属钴价格分别为 12844 美元/吨和 25.9 美元/磅，同比分别+37.5%和+117.9%，环比分别+15.8%和+11.4%。2026Q1 氢氧化钴折价系数达到 99.2%，环比基本持平。
- ✓ **其他板块：**2026Q1 钼价、钨价、铌价、磷价分别环比增长 6.8%、115.8%、0.2%、10.9%。国内钼钨板块中，2026Q1 黑钨精矿价格同比增长 406.3%，环比增长 115.8%，供需错配下，上下游达成涨价的一致共识，钨价中枢大幅抬升；巴西铌磷板块中，2026Q1 铌铁/磷酸一铌价格同比分别增长 12.1%/17.2%，环比分别增长 0.2%/10.9%。

表2：主要产品季度价格变化

	产品	2026Q1	2025Q4	环比 (%)	2025Q1	同比 (%)
钼	钼精矿 (元/吨度)	4168	3903	6.8%	3518	18.5%
钨	黑钨精矿 (元/吨)	721693	334392	115.8%	142552.6	406.3%
铜	阴极铜 (美元/吨)	12844	11092	15.8%	9340	37.5%
钴	金属钴 (美元/磅)	25.9	23.3	11.4%	11.9	117.9%
	氢氧化钴折价系数	99.2%	99.5%	-0.3%	61.1%	62.4%
铌	铌铁 (元/吨)	297236	296738	0.2%	265088	12.1%
磷	磷酸一铵 (美元/吨)	685	618	10.9%	584.9	17.2%

资料来源：SMM，亚洲金属网，镍钴网，国联民生证券研究所

量：2026Q1 钴销量逐步恢复，新并表巴西金矿贡献销量。

- ✓ **铜钴板块：**公司 2026Q1 铜/钴金属产量分别为 18.79/3.05 万吨，同比+10.15%和+0.31%，环比-5.00%和+3.15%。公司 2026Q1 铜/钴金属销量分别为 18.22 万吨和 1989 吨，环比分别-13.19%/+2186.21%。铜钴产量增长主要得益于 2025 年公司 TFM 技改完成，2026 年满产后产量同比略有增长。钴销量环比大幅增长主要是由于刚果金出口配额公布，部分产品开始出口，但考虑到在途时间较长，钴销量同比仍有明显下降，我们预计 Q2 公司钴销量会环比大幅增长。
- ✓ **黄金板块：**2026 年 1 月 23 日公司完成巴西 4 座金矿交割后，黄金首次纳入产品序列，项目并表后实现产量 43,027 盎司、销量 36,292 盎司。
- ✓ **钼钨板块：**2026Q1 钼/钨金属产量分别为 3184/1660 吨，同比-4.70%和-16.71%，环比-3.37%和+49.01%。产量同比减少或主要由于品位下降，钨产量环比大幅增长或主要由于配额限制，25Q4 产量基数较低，26Q1 恢复正常。产销量基本平衡。
- ✓ **铌磷板块：**2026Q1 铌/磷产量分别为 2670/299392 吨，同比+2.06%/+7.14%，环比+6.50%/-0.46%。铌/磷销量分别为 2720/328054 吨，同比-0.33%/+42.85%，环比+22.19%/-25.06%。铌磷产销量基本平衡。
- ✓ **贸易板块：**2026Q1 精矿和精炼金属销量分别达 83.20/28.63 万吨，同比+4.83%/+39.73%，环比-10.90%/-35.46%。

表3：2026Q1 主要产品产量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2026Q1	2025Q4	环比 (%)	2025Q1	同比 (%)
铜 (TFM+KFM)	吨	187880	197773	-5.00%	170574	10.15%
钴 (TFM+KFM)	吨	30508	29575	3.15%	30414	0.31%
黄金	盎司	43027	-	-	-	-
钼	吨	3184	3295	-3.37%	3341	-4.70%

钨	吨	1660	1114	49.01%	1993	-16.71%
铌	吨	2670	2507	6.50%	2616	2.06%
磷肥 (HA+LA)	吨	299392	300769	-0.46%	279453	7.14%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

表4：2026Q1 主要产品销量同比、环比变化情况

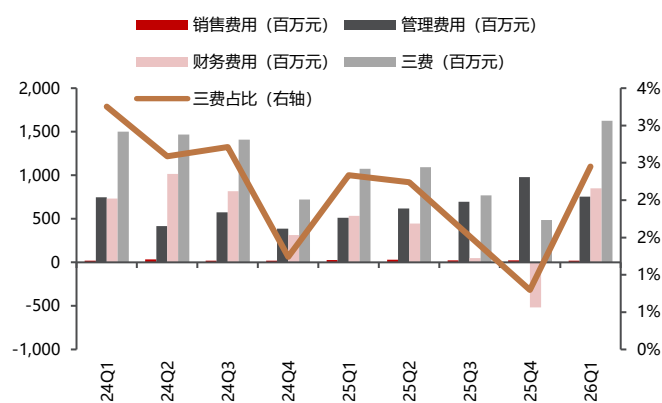
主要产品	单位	2026Q1	2025Q4	环比 (%)	2025Q1	同比 (%)
铜 (TFM+KFM)	吨	182177	209864	-13.19%	123836	47.11%
钴 (TFM+KFM)	吨	1989	87	2186.21%	24219	-91.79%
黄金	盎司	36292	-	-	-	-
钼	吨	3198	3273	-2.29%	3438	-6.98%
钨	吨	1435	1470	-2.38%	1993	-28.00%
铌	吨	2720	2226	22.19%	2729	-0.33%
磷肥 (HA+LA)	吨	328054	437763	-25.06%	229652	42.85%
精矿产品	吨	831961	933755	-10.90%	793655	4.83%
精炼金属产品	吨	286272	443537	-35.46%	204868	39.73%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

注：销售量为最终对外销售实现量

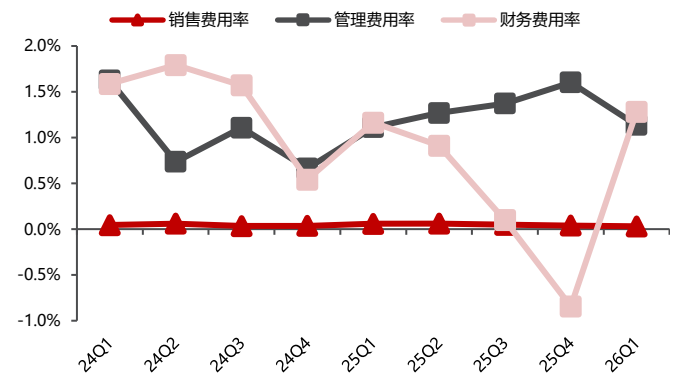
26Q1 四费合计 17.5 亿元，环比增长 11.6 亿元，主要是由于财务费用环比增长 11.4 亿元。其中利息支出环比增长 1.2 亿元，利息收入环比基本持平，财务费用整体变化较大主要或由于 25Q4 汇兑收益，而 26Q1 转为汇兑损失。

图7：公司期间费用情况



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图8：公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

3 项目跟踪：刚果金“双子星”潜力十足，南美金矿启新章

3.1 刚果金“双子星”潜力十足

TFM 铜钴矿：公司间接持有 TFM 铜钴矿 80%权益，该矿矿区面积超过 1,500 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。

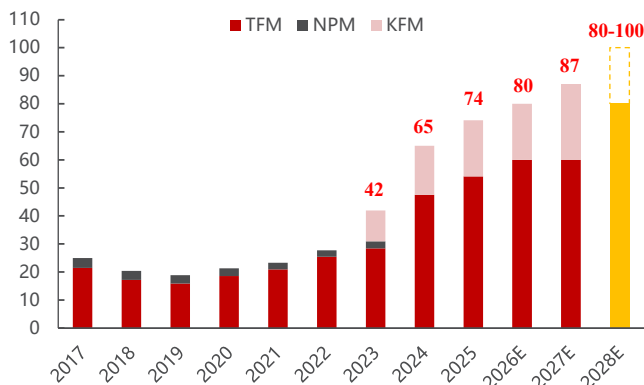
KFM 铜钴矿：公司间接持有 KFM 铜钴矿 71.25%权益。主要产品为阴极铜、氢氧化钴以及少量硫化铜钴精矿。

项目最新进展：公司目前在建项目主要是 KFM 二期工程。项目计划投资 10.84 亿美元，目前二期设备材料备料提资采购已基本完成，设备土建工程实施完成约 80%，2025 年投入金额为 2.5 亿美元，项目达产后预计新增年平均 10 万吨铜金属量。

两大矿山潜力十足，未来 3 年或将贡献可观增量。随着 TFM 技改完成，KFM 二期扩建工程和 TFM 潜在扩产项目推进，我们预计 2026-2027 年公司铜产量将达到 80、87 万吨，钴产量将达到 12.3、14.7 万吨。**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，增量分为两阶段，一阶段重点是 KFM 二期扩建工程，二阶段或为 TFM 三期深部硫化矿，待一阶段完成后或将有更多信息。**

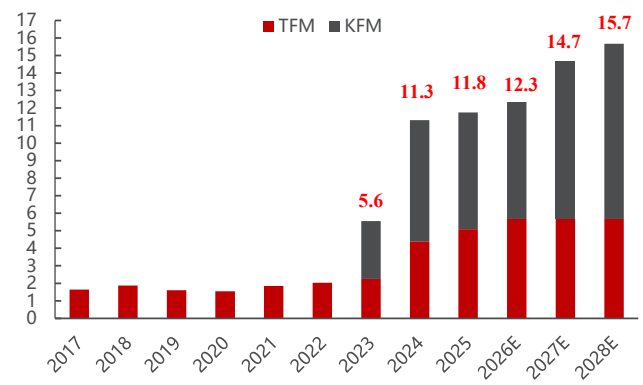
值得注意的是，钴产量目标在 2024 年已经提前完成，按照两个铜钴矿的铜钴比测算（TFM 铜钴比 10:1，KFM 铜钴比 3:1），理论未来钴产量在当前 11.8 万吨产量基础上仍有增长空间。铜产量预计从 60 万吨提升至 100 万吨，按照产量指引中值测算，假设其中 10 万吨来自 KFM，20 万吨来自 TFM，则钴的潜在增量为 5.3 万吨。

图9：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，国联民生证券研究所预测

图10：公司计划未来 5 年钴产量达到 9-10 万吨（实际上已经提前达到）（单位：万吨）



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测

表5：2021-2028年铜钴历史产量及预测（单位：吨）

品种	矿山	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
铜	TFM	209120	254286	283987	475161	541149	600000	600000	600000
	NPM	23534	22706	25550	0	0	0	0	0
	KFM	0	0	110000	175000	200000	200000	270000	300000
	合计	232654	276992	419537	650161	741149	800000	870000	900000
	增速	9.31%	19.06%	51.46%	54.97%	13.99%	7.94%	8.75%	3.45%
	权益产量	190830	226135	331115	504816	575419	622500	672375	693750
增速	8.61%	18.50%	46.42%	52.46%	13.99%	8.18%	8.01%	3.18%	
钴	TFM	18501	20286	22500	45000	50882	56767	56767	56767
	KFM	0	0	33026	69165	66667	66667	90000	100000
	合计	18501	20286	55526	114165	117549	123434	146767	156767
	增速	19.86%	9.65%	173.72%	105.61%	2.96%	5.01%	18.90%	6.81%
	权益产量	14801	16229	41531	85280	88206	92914	109539	116664
	增速	19.86%	9.65%	155.91%	105.34%	3.43%	5.34%	17.89%	6.50%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测

注：2023年后TFM和KFM的产量未分开披露，为根据产能预测值，铜钴产量总和与公司披露一致

3.2 南美金矿启新章

公司目前在南美拥有两个黄金综合体，一是厄瓜多尔奥丁矿业，二是巴西金矿。公司2026年目标是巴西金矿在稳定日常生产的基础上，按照平台化模式，导入洛钼管理体系，努力完成6-8吨的黄金产量目标；同时加快奥丁矿业开发进度，确保年度目标如期兑现。

3.2.1 厄瓜多尔金矿：在建绿地项目持续推进

公司用5.81亿加元现金收购加拿大上市公司Lumina黄金的100%股权。

Lumina黄金是一家在多伦多证券交易所创业板上市的贵金属和基本金属勘探公司，总部位于温哥华，公司100%持有位于厄瓜多尔西南部埃尔奥罗省的Cangrejos金矿项目。

作为交易核心标的，Cangrejos是厄瓜多尔大型原生金矿项目，于2023年完成预可研。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。该矿为典型的斑岩型矿，体量大，埋藏浅，全露天开采且剥采比低，加上周边电力、水资源、道路和港口等基础设施完备，因此开采成本将具竞争力。该矿目前仍在矿权范围内及矿体深部进行勘探。

资源量情况：在黄金价格假设为 1600 美元/盎司，铜价为每磅 3.5 美元的假设下，项目合计拥有金金属量 638 吨，铜 120 万吨。分类型来看，项目控制资源量达 10.8 亿吨，平均金品位 0.48g/t，铜品位 0.09%，含有金金属量 1680 万盎司（523 吨），铜 21.66 亿磅（98 万吨）；此外推断资源量有金金属量 370 万盎司（115 吨），铜 4.83 亿磅（22 万吨）。

表6：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，国联民生证券研究所

注：黄金当量的边界品位为 0.25g/t

储量情况：2023 年公司进行了储量估算，Cangrejos 储量为 1156 万盎司黄金（360 吨），14.2 亿磅铜（64 万吨），1438 万盎司白银（447 吨）。其中价格假设为黄金 1500 美元/盎司，铜 3 美元/磅，白银 18 美元/盎司。

表7：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，国联民生证券研究所

项目合计资本开支为 19.76 亿美元。项目计划分三期建设，处期产能 30kt 每天，二期产能扩至 60kt 每天，三期产能扩张至 80kt 每天。初始资本开支为 9.25 亿美元，占总资本开支的 47%，初期建设计划 3 年完成。

表8：项目合计资本开支为 20 亿美元

投资类别	初始资本开支 (百万美元)	第一次扩张 (百万美元)	第二次扩张 (百 万美元)	维持性资本开支 (百万美元)	合计 (百万 美元)
选矿厂、基础设施及干堆尾矿储存设施	604	299	97	161	1160
设备（采矿及辅助设备）	73	0	0	424	497
预生产矿山开发投资（剥采工程）	43	0	0	0	43
其他直接和间接成本	96	1	1	11	109
小计	816	300	97	596	1809
应急费用	101	38	12	0	151
运费、税金等	8	5	1	2	16

合计	925	342	111	598	1976
----	-----	-----	-----	-----	------

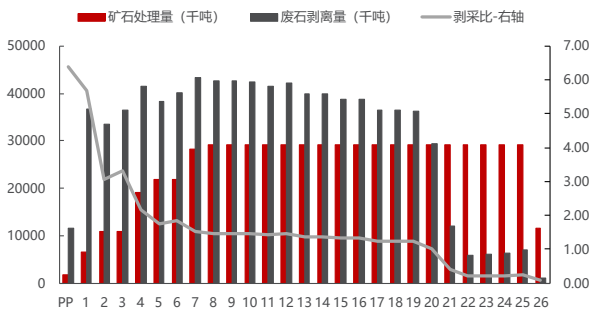
资料来源：公司项目预可研报告，国联民生证券研究所

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%。

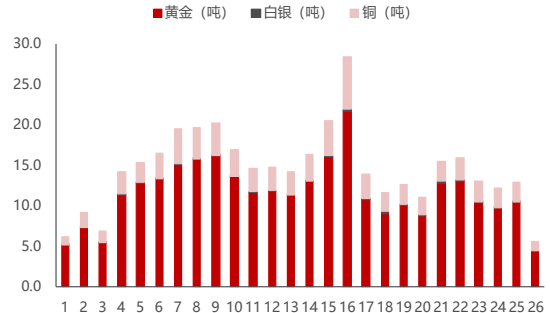
值得注意的是，目前金银价格相比于收购时均大幅增长，项目金银的资源量和储量或可随着边界品位下降有所增长，进而有提升产量的可能性。

图11：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，国联民生证券研究所

图12：项目生产周期内产量情况



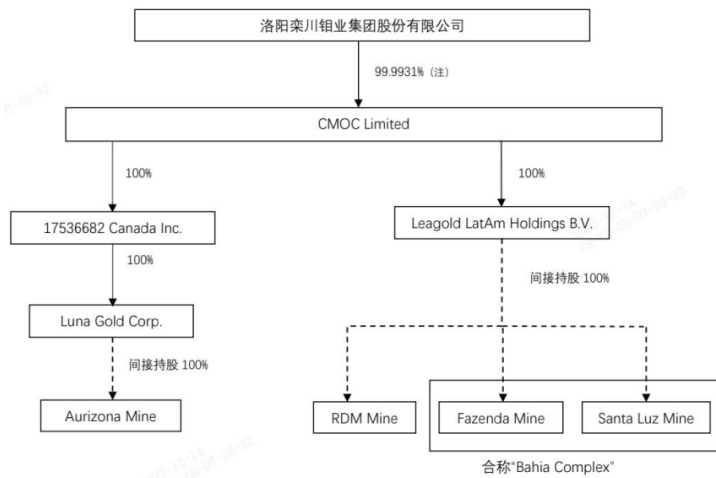
资料来源：公司项目预可研报告，国联民生证券研究所

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

3.2.2 巴西金矿：成熟项目稳定生产，贡献利润增长

2025 年 12 月 15 日，公司发布公告拟以 10.15 亿美元（9 亿美元现金+交割一年后与销量挂钩的最高 1.15 亿美元的或有现金）收购加拿大上市公司 EQX 旗下全资子公司 LatAm 和 LGC100%股权，获得 Aurizona 金矿、RDM 金矿、Bahia 综合矿区 100%权益。2026 年 1 月 25 日，仅一个多月时间，公司以惊人的效率，快速完成项目交割。

本次收购的两个巴西公司旗下有四个矿山项目，分别为 Luna Gold Corp.的 Aurizone Mine, Leagold LatAm Holdings B.V.的 RDM Mine 和 Bahia Complex, 其中 Bahia Complex 是由两座金矿 Fazenda Mine 和 Santa Luz Mine 组成。

图13：收购后巴西项目股权结构


资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

LGC 公司：核心资产为 Aurizona 金矿。公司 2024/2025 前三季度营收分别为 11.97/11.92 亿元，净利润分别为 0.88/1.84 亿元。Aurizona 金矿位于巴西东北部，距离大西洋入海口不足 3km。露天开采，集中在皮阿巴露天矿和塔塔朱巴卫星露天矿，2025 年黄金产量预计为 7-9 万盎司（2.18-2.80 吨）。根据 21 年 9 月的预可研报告，在开发皮阿巴露天矿的同时，对皮阿巴地下矿和其他卫星露天矿进行开采，可使得矿山服务年限延长一倍，达到 11 年，黄金产量峰值可以达到超过 16 万盎司（5 吨）。

LatAm 公司：核心资产为 RDM 金矿和 Bahia 综合矿区。公司 2024/2025 前三季度营收分别为 29.80/29.53 亿元，净利润分别为 6.01/8.29 亿元。

BDM 金矿：巴西米纳斯吉拉斯州，距离州首府以北 560km。2014 年初至今，该金矿启用炭浸法选矿厂运营，2025 年黄金产量预计为 5-6 万盎司（1.56-1.87 吨）。

Bahia 综合矿区：包括 Fazenda 金矿和 Santa Luz 金矿，均位于巴西，两个金矿相距仅 55km。Fazenda 金矿运营近 40 年，目前以地下采矿为主，辅以少量小型露天矿开采。根据 2025 年 1 月最新的资源量储量报告，数据显示其服务年限可以延长至 2033 年，且具备产量提升及进一步延长服务年限的潜力。Santa Luz 金矿采用露天开采方式。2025 年，Bahia 综合矿区的黄金产量指引为 12.5 万至 14.5 万盎司（3.89-4.51 吨）。

表9：巴西项目概况

项目	矿山	开采方式	2025年产量 (万盎司)	2025M1-9净 利润 (亿元)	生产计划
Luna Gold Corp.	Aurizona 金矿	皮阿巴露天矿和塔塔朱巴卫星露天矿	7-9	1.84	在现有皮阿巴露天矿开采的同时，对皮阿巴地下矿及其他卫星露天矿进行开采，可使该金矿的服务年限延长近一倍，达到 11 年，黄金产量也将有所提升，预计峰值年产量可超过 16 万盎司。
Leagold LatAm Holdinds B.V.	RDM 金矿	2014 年初，该金矿启用炭浸法选矿厂恢复运营	5-6	-	
	Fazenda 金矿	以地下采矿为主，辅以少量小型露天矿开采作业	12.5-14.5	8.29	数据显示 Fazenda 金矿的服务年限可延长至 2033 年，且具备产量提升及进一步延长服务年限的潜力
	Santa Luz 金矿	露天开采方式		-	

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

项目产量和资源量&储量情况：公司预计 2026 年该黄金综合体产量为 6-8 吨。资源合计包含黄金资源量 501.3 万盎司 (155.9 吨)，平均品位为 1.88g/t；黄金储量 387.3 万盎司 (120.5 吨)，平均品位为 1.45g/t。

表10：巴西项目储量情况

项目	证实的 (Proven)			可信的 (Probable)			合计		
	矿石量 (千吨)	品位 (g/t)	黄金金属量 (吨)	矿石量 (千吨)	品位 (g/t)	黄金金属量 (吨)	矿石量 (千吨)	品位 (g/t)	黄金金属量 (吨)
Aurizona	16581	1.39	23.02	15749	1.82	28.62	32330	1.60	51.63
Santa Luz	21578	1.39	30.05	3361	1.01	3.39	24939	1.34	33.44
Fazenda	12293	1.82	22.36	868	1.6	1.40	13161	1.81	23.76
RDM	3670	0.97	3.55	8866	0.91	8.12	12536	0.93	11.66
合计	54122	1.46	78.97	28844	1.44	41.52	82966	1.45	120.49

资料来源：EQX 公司公告，国联民生证券研究所

表11：巴西项目资源量情况

项目	探明的 (Measured)			控制的 (Indicated)			推断的 (Inferred)			合计		
	矿石量 (千 吨)	品位 (g/t)	黄金金属 量 (吨)	矿石量 (千 吨)	品位 (g/t)	黄金金属 量 (吨)	矿石量 (千 吨)	品位 (g/t)	黄金金 属量 (吨)	矿石量 (千 吨)	品位 (g/t)	黄金金属量 (吨)
Aurizona	3505	1.45	5.07	14612	1.50	21.90	12689	2.19	27.84	30806	1.78	54.80
Santa Luz	10107	1.23	12.38	6475	2.41	15.61	7254	2.09	15.24	23836	1.81	43.23
Fazenda	18418	2.28	41.93	3000	1.83	5.47	4681	1.77	8.27	26099	2.13	55.68
RDM	351	0.69	0.25	1609	1.09	1.77	199	0.95	0.19	2159	1.02	2.21
合计	32381	1.84	59.63	25696	1.74	44.76	24823	2.08	51.54	82900	1.88	155.92

资料来源：EQX 公司公告，国联民生证券研究所



4 盈利预测与投资建议

公司铜金双极战略持续发力，我们预计公司归母净利润分别为 346.26、378.17、395.51 亿元，EPS 分别为 1.62、1.77 和 1.85 元，对应最新股价（4 月 24 日）的 PE 分别为 12X/11X/10X，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司有较多在建项目，包括 KFM 二期项目、厄瓜多尔金矿等，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、厄瓜多尔、印尼等多个国家。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)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	206,684	227,988	236,308	240,735
营业总收入增长率	-3.0%	10.3%	3.6%	1.9%
营业成本	157,229	158,267	161,346	162,864
毛利	49,454	69,721	74,962	77,871
毛利率	23.9%	30.6%	31.7%	32.3%
营业税金及附加	3,366	3,648	3,781	3,852
销售费用	105	190	197	201
管理费用	2,806	3,192	3,308	3,370
研发费用	432	502	520	530
财务费用	513	2,811	2,288	1,823
投资收益	752	684	709	481
资产减值损失	-42	-211	-208	-210
信用减值损失	1	-7	-7	-7
公允价值变动损益	-7,688	0	0	0
其他收益	90	137	142	145
资产处置收益	-18	3	4	4
营业利润	35,328	59,986	65,507	68,508
营业外收支	-166	-80	-80	-80
利润总额	35,161	59,906	65,427	68,428
所得税	11,134	19,170	20,937	21,897
净利润	24,027	40,736	44,491	46,531
少数股东损益	3,689	6,110	6,674	6,980
归属于母公司净利润	20,339	34,626	37,817	39,551
归母净利润率	9.8%	15.2%	16.0%	16.4%
归母净利润增长率	50.3%	70.2%	9.2%	4.6%
EBIT	42,825	62,320	67,291	70,056
EBITDA	50,121	69,731	74,918	77,857
EBITDA 增长率	44.6%	39.1%	7.4%	3.9%
每股收益 (元)	0.95	1.62	1.77	1.85

现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	24,027	40,736	44,491	46,531
折旧和摊销	7,297	7,411	7,627	7,800
营运资金变动	-19,602	2,487	-647	-369
经营活动现金流	20,843	51,268	52,871	55,592
资本开支	-7,583	-8,844	-9,055	-8,728
投资	-1,684	0	0	0
投资活动现金流	-8,377	-8,095	-8,346	-8,246
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,660	8	0	0
支付股利和利息	-8,731	-7,936	-12,205	-13,163
筹资活动现金流	-8,497	-9,096	-12,344	-13,301
现金净流量	3,401	34,078	32,180	34,045

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	33,564	67,642	99,822	133,867
应收账款及票据	1,210	1,328	1,377	1,402
存货	40,601	40,664	41,455	41,845
其他流动资产	34,973	33,564	33,788	33,807
流动资产合计	110,348	143,198	176,442	210,922
长期股权投资	3,898	3,898	3,898	3,898
固定资产	42,040	44,224	46,181	47,485
使用权资产	181	181	181	181
无形资产	24,044	24,044	24,044	24,044
在建工程	4,054	3,369	2,913	2,608
其他非流动资产	16,368	17,133	17,124	17,113
非流动资产合计	90,584	92,849	94,340	95,329
资产合计	200,932	236,047	270,782	306,251
短期借款	27,129	27,129	27,129	27,129
应付账款及票据	5,614	5,651	5,761	5,815
其他流动负债	38,354	40,288	40,810	41,039
流动负债合计	71,097	73,068	73,699	73,983
长期借款及应付债券	1,166	1,166	1,166	1,166
其他长期负债	28,883	28,446	28,446	28,446
非流动负债合计	30,049	29,612	29,612	29,612
负债合计	101,146	102,680	103,312	103,595
股本	4,279	4,279	4,279	4,279
少数股东权益	17,351	23,462	30,135	37,115
股东权益合计	99,787	133,367	167,470	202,656
负债和股东权益合计	200,932	236,047	270,782	306,251

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
回报率 (%)				
总资产收益率 ROA	10.12	14.67	13.97	12.91
净资产收益率 ROE	24.67	31.51	27.54	23.89
偿债能力 (%)				
付息债务率	19.94	16.97	14.79	13.08
资产负债率	50.34	43.50	38.15	33.83
经营效率				
应收账款周转天数	1.62	2.00	2.06	2.08
存货周转天数	80.69	92.42	91.61	92.07
应付账款周转天数	11.39	11.73	11.66	11.72
总资产周转率	1.11	1.04	0.93	0.83
估值分析 (倍)				
P/E	20	12	11	10
P/S	2.0	1.8	1.8	1.7
P/B	5.0	3.8	3.0	2.5
EV/EBITDA	8	6	6	5
分红水平				
每股股利 (元)	0.29	0.49	0.53	0.55
股利支付率 (%)	30.08	30.00	30.00	30.00
股息收益率 (%)	1.48	2.51	2.74	2.86

插图目录

图 1: 2026Q1, 公司实现营收 664.0 亿元.....	3
图 2: 2026Q1, 公司实现归母净利润 77.6 亿元.....	3
图 3: 2026Q1 归母净利润同比变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 4: 2026Q1 归母净利润环比变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 5: 2026Q1 毛利环比变化拆分 (单位: 亿元)	4
图 6: 2026Q1 矿山端毛利占比情况.....	4
图 7: 公司期间费用情况.....	7
图 8: 公司期间费用率情况	7
图 9: 公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨 (单位: 万吨)	8
图 10: 公司计划未来 5 年钴产量达到 9-10 万吨 (实际上已经提前达到) (单位: 万吨)	8
图 11: 项目生产周期内产量及剥采比变化.....	11
图 12: 项目生产周期内产量情况.....	11
图 13: 收购后巴西项目股权结构.....	12

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要板块表现.....	5
表 2: 主要产品季度价格变化	6
表 3: 2026Q1 主要产品产量同比、环比变化情况.....	6
表 4: 2026Q1 主要产品销量同比、环比变化情况.....	7
表 5: 2021-2028 年铜钴历史产量及预测 (单位: 吨)	9
表 6: Cangrejos 和 Gran Bestia 矿坑的资源量情况.....	10
表 7: Cangrejos 的储量情况.....	10
表 8: 项目合计资本开支为 20 亿美元.....	10
表 9: 巴西项目概况.....	13
表 10: 巴西项目储量情况.....	13
表 11: 巴西项目资源量情况.....	14
公司财务报表数据预测汇总.....	17

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利益。

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；北交所以北证 50 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

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，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；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。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。

 **无锡** 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

 **上海** 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

 **北京** 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

 **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

