下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格 18.94 元/17.61 港元

合理价值 23.39 元/20.85 港元

前次评级 买入/买入

洛阳钼业(603993.SH/03993.HK)

半年度业绩再创新高，铜金双极战略持续兑现

2026H1 归母净利同比增长 86.27%，Q2 单季续创历史新高。公司发布 2026 年半年报，2026H1 实现营收 1353.2 亿元，同比增长 42.8%，实现归母净利润 161.5 亿元，同比增长 86.3%。其中，2026Q2 公司实现营业收入 689.2 亿元，同比增长 41.3%，实现归母净利润达 83.9 亿元，同环比分别增长 77.6%/8.2%，再创单季历史新高。业绩大幅增长主要受益于铜钴产品量价齐升、黄金业务并表贡献增量以及贸易板块盈利能力持续增强。

年度产量计划稳步推进，主要产品产量基本符合预期。铜钴板块，26Q2 铜产量首次突破 20 万吨（同比+9.3%），销量 19.4 万吨，26H1 铜合计产量 38.8 万吨（同比+9.7%），毛利率达 62.9%；钴受刚果（金）出口配额政策影响 26H1 仅销售 0.57 万吨，下半年有望进一步释放。金业务，26Q2 金矿产金 5.7 万盎司（环比+33.4%），实现销量 6.1 万盎司（环比+68.7%），毛利率达 41.12%。钼钨板块，26Q2 钼产量 0.4 万吨（环比+12.9%）、钨产量 0.2 万吨（环比+10.6%），钼、钨回收率持续提升，技术指标再创历史新高。铌磷板块，26Q2 铌产量环比持平、磷肥产量 29 万吨（环比-3.9%）。

巴西金矿正式并表，黄金业务迈入新阶段。2026 年 1 月，公司顺利完成巴西 4 座在产金矿的权益交割并实现并表，目前项目保有黄金资源量约 156 吨，且基础设施完善、工艺成熟，可快速贡献产量和利润，预计 2026 年全年实现黄金产量 6-8 吨。继 2025 年完成厄瓜多尔奥丁金矿收购后，本次交易进一步完善公司黄金业务布局，推动公司黄金产能向 20 吨以上目标迈进，为新利润增长极奠定基础。

盈利预测和投资建议。随着刚果（金）KFM、TFM 扩建产能及厄瓜多尔金矿项目有序投放，我们看好公司产量稳定释放，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 335.0/358.0/396.3 亿元，2026 年 9 月 8 日股价对应 PE 为 12.1/11.3/10.2 倍，参考同业公司 PE 水平，给予 2026 年 14.9 倍 PE，A 股对应合理价值为 23.39 元/股，参考 A/H 溢价，基于 H 股 20.85 港元/股，维持 A、H 股“买入”评级。

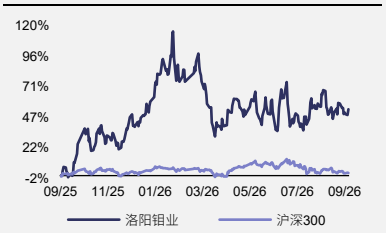
风险提示。地缘政治及政策风险；项目进展不及预期风险；汇率波动风险。

盈利预测

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	213,029	206,684	**232,844**	239,594	252,226
增长率（%）	14.4%	-3.0%	**12.7%**	2.9%	5.3%
EBITDA	34,851	50,133	**63,917**	67,993	75,272
归母净利润	13,532	20,339	**33,501**	35,800	39,629
增长率（%）	64.0%	50.3%	**64.7%**	6.9%	10.7%
EPS（元/股）	**0.63**	**0.95**	**1.57**	**1.67**	**1.85**
市盈率（P/E）	10.6	21.0	**12.1**	11.3	10.2
ROE（%）	19.1%	24.7%	**31.7%**	27.4%	25.1%
EV/EBITDA	3.9	8.4	**5.8**	5.0	4.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



陈凯丽

SAC 执证号：S0260526010001
chenkaili@gf.com.cn

安永超

SAC 执证号：S0260526020001
anyongchao@gf.com.cn

冯伟珉

SAC 执证号：S0260526070007
fengweimin@gf.com.cn

吴鑫然

SAC 执证号：S0260519070004
SFC CE No. BPW070
wuxr@gf.com.cn

请注意，陈凯丽,安永超,冯伟珉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

洛阳钼业(603993.SH/03993.HK):Q3 归母净利润略超预期，期待 KFM 二期投产	2025-10-27

下载日志已记录，仅供内部参考

一、盈利预测和投资建议

基于公司业务布局、市场地位和产能进展，我们对公司主营业务作出如下假设：

（1）铜钴业务：公司铜钴业务收入来源主要来自刚果（金）的 TFM 和 KFM 铜钴矿，同时也是公司盈利的核心来源。2026H1，受益于铜价上涨，公司铜业务营收同比增长 26.44%，对应毛利率同比增加 9.25pct 至 62.88%，虽受当地配额政策影响钴业务销量有所下降，但钴价中枢上行背景下毛利率亦同比增长 21.33pct。考虑到铜供需偏紧结构仍在持续和刚果（金）钴配额政策短期难见放松，铜价和钴价中枢有望得到维持，产品毛利率有望维持稳定。产量方面，受益于 KFM 二期和 TFM 三期的扩建项目，预计 2026-2028 年公司铜金属产量分别为 80/85/96 万吨，钴产量有望等比例扩大，但考虑刚果（金）配额政策限制，预计钴金属销量稳定在 3.12 万吨。预计 2026-2028 年公司铜钴业务的营业收入为 798.6/893.7/1043.3 亿元，同比分别增长 30.3%/11.9%/16.7%，毛利率分别为 63.5%/64.8%/65.5%。

（2）黄金业务：2026 年 1 月，公司完成巴西 4 座金矿项目 100%权益，预计全年实现黄金产量 6-8 吨，黄金业务已成为公司第二增长线。2026H1，公司黄金业务实现营收 30.17 亿元，对应毛利率为 41.12%。考虑到巴西金矿项目生产相对稳定，后续项目产量维持在 8 吨，假设 2026-2028 年公司金矿产量为 7/8/8 吨，价格方面，预计 2026 年全年金价为 1000 元/克，考虑到美国经济韧性较强且通胀率维持高位，美联储有望维持中性货币政策，预计 2027-2028 年金价亦维持在 1000 元/克，预计 2026-2028 年公司黄金业务的营业收入为 70.0/80.0/80.0 亿元，毛利率在 44.0%。

（3）钼钨业务：公司钼钨板块贡献主要来自国内上房沟钼矿和三道庄钼钨矿，2026H1 钼、钨产量分别实现 0.69 万吨和 0.35 万吨，整体符合全年生产指引，预计 2026-2028 年生产节奏稳定，钼、钨产量分别稳定在 1.3 万吨和 0.7 万吨，预计 2026-2028 年公司钼钨业务的营业收入稳定在 107.9 亿元，毛利率稳定在 58.3%。

（4）铌磷业务：公司铌磷板块贡献主要来自巴西的 Boa Vista 铌矿和的 Chapadão 磷矿，生产节奏稳定，预计 2026-2028 年铌、磷肥产量分别稳定在 1.05 万吨和 115 万吨，预计 2026-2028 年公司铌磷业务的营业收入维持在 77.1 亿元，毛利率维持在 36.9%。

（5）其他业务：公司其他业务主要来自贸易板块（精矿产品贸易+精炼金属产品贸易），业务规模稳定，预计 2026-2028 年公司其他业务的营业收入稳定在 1274.9 亿元，毛利率稳定在 2.3%。

表 1：2024-2028 年公司盈利拆分（单位：亿元）

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
铜钴业务					
营业收入	506.0	612.7	798.6	893.7	1043.3
YOY	80.7%	21.1%	30.3%	11.9%	16.7%
营业成本	265.6	269.5	291.7	314.8	360.3
毛利率	47.5%	56.0%	63.5%	64.8%	65.5%
黄金业务					
营业收入			70.0	80.0	80.0
YOY				14%	0%
营业成本			39.2	44.8	44.8
毛利率			44.0%	44.0%	44.0%
钼钨业务					
营业收入	81.2	87.5	107.9	107.9	107.9
YOY	-5.7%	7.8%	23.2%	0.0%	0.0%

下载日志已记录，仅供内部参考

营业成本	47.2	46.3	44.9	44.9	44.9
毛利率	41.8%	47.1%	58.3%	58.3%	58.3%
铌磷业务					
营业收入	65.4	76.9	77.1	77.1	77.1
YOY	3.4%	17.6%	0.3%	0.0%	0.0%
营业成本	45.2	50.5	48.7	48.7	48.7
毛利率	30.9%	34.3%	36.9%	36.9%	36.9%
其他业务					
营业收入	1477.7	1289.7	1274.9	1274.9	1274.9
YOY	3.1%	-12.7%	-1.1%	0.0%	0.0%
营业成本	1419.7	1205.9	1245.9	1245.9	1245.9
毛利率	3.9%	6.5%	2.3%	2.3%	2.3%
			合计		
营业收入	2130.3	2066.8	2328.4	2433.6	2583.1
YOY	14.4%	-3.0%	12.7%	4.5%	6.1%
营业成本	1777.7	1572.3	1670.4	1699.1	1744.6
毛利率	16.5%	23.9%	28.3%	30.2%	32.5%

数据来源：洛阳钼业 2025 年年度报告、广发证券发展研究中心

我们选取金诚信、云南铜业和铜陵有色作为可比公司。金诚信、云南铜业和铜陵有色的主要资产中均含有铜矿且铜资源业务是其核心利润来源，在资源板块和公司具有一定的可比性。以 2026 年 9 月 8 日股价为基准，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 14.9/12.1/11.1 倍。考虑到公司 KFM 二期、TFM 三期即将放量，我们预计 2026-2028 年公司分别实现归母净利润 335.0/358.0/396.3 亿元。参考可比公司估值，我们给予公司 2026 年 14.9 倍 PE，A 股对应合理价值为 23.39 元/股，参考 A/H 溢价，基于 H 股 20.85 港元/股，维持 A、H 股“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

股票简称	股票代码	收盘价（元/股）	EPS（元/股）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
金诚信	603979.SH	78.5	3.7	5.4	6.3	7.6	21.4	15.0	12.7	10.6
云南铜业	000878.SZ	17.4	0.5	1.3	1.5	1.5	34.1	14.4	12.6	12.0
铜陵有色	000630.SZ	6.4	0.2	0.4	0.6	0.6	36.3	15.5	11.1	10.8
可比公司平均							30.6	14.9	12.1	11.1

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（以 2026 年 9 月 8 日收盘价计算，可比公司业绩采用 Wind 一致预期）

二、风险提示

（一）地缘政治及政策风险

除钼钨业务外，公司核心资产多位于海外（刚果金、巴西、厄瓜多尔等地），当地产业或税收政策变动（如收储、出口配额、价格干预等政策），或对商品价格和公司盈利造成影响。

（二）项目进展不及预期风险

公司多个项目（刚果金的铜钴矿扩建项目，厄瓜多尔的金矿项目）处于建设或扩建中，若项目建设不及预期，会导致利润表现不及预期。

（三）汇率波动风险

公司业务遍布全球，涉及美元、港币、刚果法郎、巴西雷亚尔等多币种结算，而成本端主要以人民币或美元计价，若汇率剧烈波动，将对公司利润造成影响。虽公司可通过远期外汇合约、利率互换等工具对冲风险，但若汇率/利率走势超出预期或套保工具设计不当，亦可能产生额外损失。

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**79,174**	**110,348**	**113,977**	**142,595**	**176,138**
货币资金	30,427	33,564	48,249	74,714	106,468
应收及预付	1,762	3,049	2,023	2,068	2,154
存货	29,878	40,601	33,408	34,908	35,990
其他	17,107	33,134	30,297	30,904	31,525
非流动资产总额	**91,062**	**90,584**	**93,137**	**95,330**	**97,329**
长期股权投资	3,283	3,898	3,976	4,055	4,137
固定资产	44,422	42,040	42,710	43,535	44,129
在建工程	4,055	4,054	3,790	4,158	4,526
使用权资产	258	181	181	181	181
无形资产	21,651	24,044	24,586	25,155	25,752
其他	17,393	16,368	17,895	18,246	18,604
资产总额	**170,236**	**200,932**	**207,114**	**237,924**	**273,466**
流动负债总额	**45,461**	**71,097**	**48,773**	**48,744**	**50,183**
短期借款	13,960	27,129	10,960	9,960	10,458
应付及预收	8,035	7,126	7,660	8,027	8,353
其他	23,466	36,841	30,154	30,757	31,372
非流动负债总额	**38,834**	**30,049**	**30,398**	**31,045**	**31,708**
长期借款	9,334	1,166	1,225	1,286	1,350
应付债券	0	0	0	0	0
其他	29,500	28,883	29,173	29,760	30,358
负债总额	**84,294**	**101,146**	**79,171**	**79,789**	**81,891**
股本	4,320	4,279	4,279	4,279	4,279
其他	66,703	78,156	101,307	126,149	153,668
归母权益合计	71,023	82,435	105,586	130,428	157,947
少数股东权益	14,919	17,351	22,357	27,707	33,628
负债和股东权益	**170,236**	**200,932**	**207,114**	**237,924**	**273,466**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**213,029**	**206,684**	**232,844**	**239,594**	**252,226**
营业成本	177,774	157,229	167,039	169,822	175,088
营业税金及附加	4,135	3,366	4,056	4,173	4,393
销售费用	93	105	138	142	149
管理费用	2,128	2,806	2,823	2,905	3,059
研发费用	354	432	427	440	463
财务费用	2,879	513	640	29	585
资产信用减值损失	-201	-41	-34	-11	-12
公允价值变动收益	-1,376	-7,688	-2,461	-2,584	-2,532
投资收益	959	752	1,398	1,036	1,062
营业利润	**25,266**	**35,328**	**56,758**	**60,660**	**67,133**
营业外收支	-142	-166	-129	-146	-147
利润总额	25,124	35,161	56,628	60,515	66,986
所得税费用	9,665	11,134	18,121	19,365	21,435
合并净利润	**15,459**	**24,027**	**38,507**	**41,150**	**45,550**
少数股东损益	1,927	3,689	5,006	5,349	5,922
归母净利润	**13,532**	**20,339**	**33,501**	**35,800**	**39,629**
EPS（元/股）	0.63	0.95	1.57	1.67	1.85

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**32,387**	**20,843**	**53,419**	**47,764**	**52,371**
合并净利润	15,459	24,027	38,507	41,150	45,550
折旧摊销	6,155	7,297	5,439	5,762	6,089
营运资金变动	4,725	-18,864	7,157	-1,233	-901
其他	0	0	-581	-197	-201
投资活动现金流净额	**-1,160**	**-8,377**	**-3,063**	**-9,719**	**-9,781**
资本性开支	-4,714	-7,583	-6,408	-7,528	-7,655
投资	1,420	-1,684	3,448	-321	-327
其他	2,134	890	-103	-1,871	-1,800
融资活动现金流净额	**-30,572**	**-8,497**	**-32,489**	**-11,379**	**-10,636**
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-19,359	1,660	-21,904	-608	900
股利分配与偿付利息	-7,527	-8,731	-10,844	-11,224	-11,997
其他	-3,686	-1,427	260	452	461
现金净增加额	**1,162**	**3,401**	**17,567**	**26,465**	**31,754**
期初现金余额	**26,119**	**27,281**	**30,682**	**48,249**	**74,714**
期末现金余额	**27,281**	**30,682**	**48,249**	**74,714**	**106,468**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	14.4%	-3.0%	12.7%	2.9%	5.3%
营业利润增长率	90.1%	39.8%	60.7%	6.9%	10.7%
归母净利增长率	64.0%	50.3%	64.7%	6.9%	10.7%
获利能力					
毛利率	16.5%	23.9%	28.3%	29.1%	30.6%
净利率	7.3%	11.6%	16.5%	17.2%	18.1%
ROE	19.1%	24.7%	31.7%	27.4%	25.1%
偿债能力					
资产负债率	49.5%	50.3%	38.2%	33.5%	29.9%
有息负债率	13.7%	14.1%	5.9%	4.7%	4.3%
流动比率	1.7	1.6	2.3	2.9	3.5
利息保障倍数	7	16.3	76.4	137.3	921.0
营运能力					
应收账款周转率	239.4	222.5	240.0	240.0	240.0
存货周转率	5.9	3.9	5.0	4.9	4.9
应付账款周转率	37.0	30.6	45.0	45.0	45.0
每股指标					
每股收益	0.63	0.95	1.57	1.67	1.85
每股净资产	3.29	3.85	4.94	6.10	7.38
每股经营现金流	1.50	0.97	2.50	2.23	2.45
估值比率					
PE	10.6	21.0	12.1	11.3	10.2
PB	2.0	5.2	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	3.9	8.4	5.8	5.0	4.1

人在[illegible]司
更多资料请加V

下载日志已记录，仅供内部参考

广发金属及金属新材料行业研究小组

陈凯丽 ：首席分析师，硕士，毕业于上海财经大学，26 年加入广发证券，曾任职于国金证券、天风证券、中泰证券，4 年证券行业研究经验。

安永超 ：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2026 年加入广发证券，曾任职于中泰证券，5 年证券行业研究经验。

冯伟珉 ：高级分析师，硕士，本科毕业于南开大学、硕士毕业于澳门大学，26 年加入广发证券，曾任职于开源证券，2 年证券行业研究经验。

分析师及联系人



陈凯丽

SAC 执证号：S0260526010001
chenkaili@gf.com.cn



安永超

SAC 执证号：S0260526020001
anyongchao@gf.com.cn



冯伟珉

SAC 执证号：S0260526070007
fengweimin@gf.com.cn



吴鑫然

SAC 执证号：S0260519070004
SFC CE No. BPW070
wuxr@gf.com.cn

请注意，陈凯丽,安永超,冯伟珉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发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。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪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分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。