仅供内部参考，请勿外传！

原矿产量将扩大一倍

马矿股份(601123)

金属，采矿，制品/原材料

■ 马矿股份(601123) 首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
李鹏飞(分析师)	010-83939783	lipengfei2@gtht.com	S0880519080003
刘彦奇(分析师)	021-23219391	liuyanqi@gtht.com	S0880525040007
魏雨迪(分析师)	021-38674763	weiyudi@gtht.com	S0880520010002
王宏玉(分析师)	021-38038343	wanghongyu@gtht.com	S0880523060005

本报告导读：

公司拥有国内优质铁矿，同时伴生钼精矿，IPO 募投项目投产后，铁矿原矿产量规模扩大一倍至 1000 万吨，铁精粉、钼精矿产量也将同步扩大。福建本地铁矿短缺。IPO 募投项目建设工期六年。

投资要点：

- 预测公司 2026-2028 年归母净利分别为 7.04/7.16/7.20 亿元，对应目前股本的 EPS 分别为 0.57 元、0.58 元、0.58 元。矿产价格变化较大，我们采用两种 PE，一是 PE（TTM），可比公司平均为 29.13 倍，二是上半年业绩年化 PE 均值为 24.28 倍，数据有偏差但比较接近，参考二者平均值我们得出公司目标价 15.75 元。根据国内可比铁矿上市公司的估值进行比较，首次覆盖给予公司“增持”投资评级。
- 公司拥有国内优质铁矿，2025 年铁精粉占主营收入的比例为 90%，钼精矿占比 8%。
- 福建本地缺铁矿，公司附近有三钢等，运输距离短，所处地龙岩铁精粉价格坚挺，具有地域优势。
- 钼精矿是铁矿伴生矿，2025 年贡献约 12%的毛利率。钼精矿价格涨幅较大，2026 年前三季度均价同比涨幅约 27%。
- 公司 IPO 募投资金所投项目为新增 500 万吨/年铁矿石采选产能，投产后，原矿规模将扩大至 1000 万吨，铁精粉、钼精矿等也将同步扩大。
- 风险提示。我国固定资产投资持续下行、生铁产量持续下行，带来铁精粉价格明显下行的风险。国际铁矿供给明显增加而需求减少也将波及铁精粉价格。钼精矿价格涨幅较大，可能有波动风险。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,050	1,991	2,038	2,033	2,022
(+/-)%	4.5%	-2.9%	2.3%	-0.3%	-0.5%
净利润(归母)	664	602	704	716	720
(+/-)%	1.9%	-9.3%	17.0%	1.7%	0.6%
每股净收益(元)	0.54	0.49	0.57	0.58	0.58
净资产收益率(%)	21.2%	16.1%	13.5%	12.1%	10.8%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	27.43	30.26	25.87	25.43	25.29

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

首次覆盖	
评级	**增持**
目标价格(元):	**15.75**
当前价格：(元)	14.27

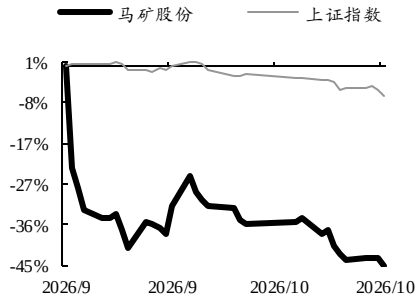
交易数据

52 周内股价区间(元)	14.27-26.00
总市值(百万元)	17,618
总股本/流通 A 股(百万股)	1,235/96
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	4,173
每股净资产(元)	3.38
市净率(现价)	4.2
净负债率	-26.93%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-23%		
相对指数	-16%	5%	7%

相关报告

仅供内部参考，请勿外传！

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	162	819	2,249	3,009	3,788
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款及票据	25	27	26	26	26
存货	41	49	44	44	43
其他流动资产	24	33	33	34	35
流动资产合计	**252**	**929**	**2,353**	**3,113**	**3,893**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,533	2,484	2,416	2,346	2,269
在建工程	128	104	163	210	248
无形资产及商誉	697	701	680	659	637
其他非流动资产	76	111	125	124	124
非流动资产合计	**3,435**	**3,400**	**3,384**	**3,339**	**3,279**
总资产	**3,687**	**4,328**	**5,737**	**6,452**	**7,171**
短期借款	100	0	0	0	0
应付账款及票据	183	242	195	194	192
一年内到期的非流动负债	157	93	90	90	90
其他流动负债	67	126	94	95	95
流动负债合计	**507**	**460**	**379**	**378**	**377**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	0	2	2	2	2
其他非流动负债	43	122	134	134	134
非流动负债合计	**43**	**124**	**136**	**136**	**136**
总负债	**550**	**584**	**515**	**514**	**513**
实收资本(或股本)	1,111	1,111	1,235	1,235	1,235
其他归母股东权益	2,026	2,628	3,982	4,698	5,418
归属母公司股东权益	**3,137**	**3,739**	**5,216**	**5,933**	**6,653**
少数股东权益	0	5	5	5	5
股东权益合计	**3,137**	**3,744**	**5,222**	**5,938**	**6,658**
总负债及总权益	**3,687**	**4,328**	**5,737**	**6,452**	**7,171**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	943	961	951	1,052	1,071
投资活动现金流	-198	-200	-303	-292	-292
筹资活动现金流	-883	-104	782	0	0
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	-138	657	1,430	760	779
折旧与摊销	286	279	320	335	350
营运资本变动	-18	95	-72	-1	-2
资本性支出	-200	-204	-292	-292	-292

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**2,050**	**1,991**	**2,038**	**2,033**	**2,022**
营业成本	913	972	878	871	864
税金及附加	102	94	102	102	101
销售费用	10	8	9	9	8
管理费用	115	109	114	114	113
研发费用	4	5	4	4	4
EBIT	**906**	**805**	**931**	**933**	**931**
其他收益	1	3	1	1	1
公允价值变动收益	1	2	0	0	0
投资收益	0	2	0	0	0
财务费用	19	4	-8	-22	-30
减值损失	-2	-7	-1	-1	-1
资产处置损益	-1	0	0	0	0
营业利润	**887**	**800**	**940**	**956**	**962**
营业外收支	-2	2	-1	-1	-1
所得税	222	201	235	239	240
净利润	**664**	**602**	**704**	**716**	**720**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	664	602	704	716	720

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	21.2%	16.1%	13.5%	12.1%	10.8%
ROA(%)	17.3%	15.0%	14.0%	11.8%	10.6%
ROIC(%)	20.0%	15.7%	13.1%	11.6%	10.3%
销售毛利率(%)	55.5%	51.2%	56.9%	57.1%	57.3%
EBIT Margin(%)	44.2%	40.4%	45.7%	45.9%	46.0%
销售净利率(%)	32.4%	30.2%	34.5%	35.2%	35.6%
资产负债率(%)	14.9%	13.5%	9.0%	8.0%	7.2%
存货周转率(次)	17.5	21.5	18.9	19.9	19.9
应收账款周转率(次)	86.9	76.5	76.6	78.2	78.1
总资产周转周转率(次)	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
净利润现金含量	1.4	1.6	1.4	1.5	1.5
资本支出/收入	9.7%	10.2%	14.3%	14.4%	14.4%
EV/EBITDA	0.08	—	12.84	12.06	11.33
P/E(现价&最新股本摊薄)	27.43	30.26	25.87	25.43	25.29
P/B(现价)	5.81	4.87	3.49	3.07	2.74
P/S(现价)	8.88	9.14	8.94	8.96	9.01
EPS-最新股本摊薄(元)	0.54	0.49	0.57	0.58	0.58
DPS-最新股本摊薄(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(现价,%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1. 公司铁精粉具有本地优势 4
1.1. 公司拥有国内大型优质铁矿 4
1.2. 福建本地铁矿供应紧缺 4
1.3. IPO 将原矿产量扩大的 1000 万吨 4
2. 钼精矿价格涨幅较大 4
3. 盈利预测和估值 5
4. 风险提示 6

仅供内部参考，请勿外传！

1. 公司铁精粉具有本地优势

1.1. 公司拥有国内大型优质铁矿

公司的主要产品为 TFe65% 的造球铁精粉和 Mo 40%的钼精矿，2025 年铁精粉收入占比 90%，钼精矿收入占比 8%。

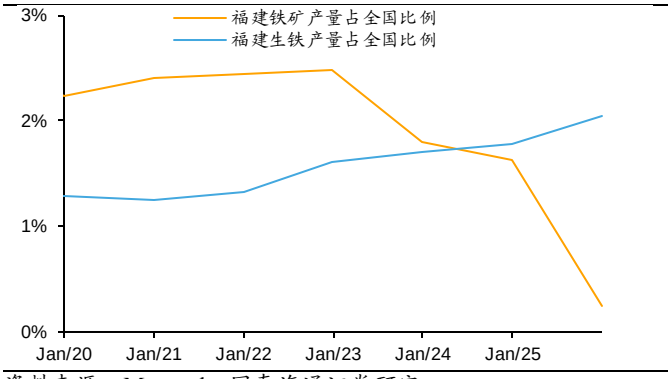
截至 2025 年末，马坑铁矿的铁矿石保有资源储量为 32521 万吨，共、伴生 4.33 万吨钼矿（以金属量计量），水泥用灰岩矿 3066 万吨，是我国东南沿海地区少有的大型优质铁矿。

根据《Mineral Commodity Summaries 2025》，我国铁矿石原矿品位普遍较低，2024 年我国铁矿石原矿平均品位为 34.50%，而公司铁矿石的平均品位为 37.86%，较国内同类矿山相比更具有经济价值及成本优势。

1.2. 福建本地铁矿供应紧缺

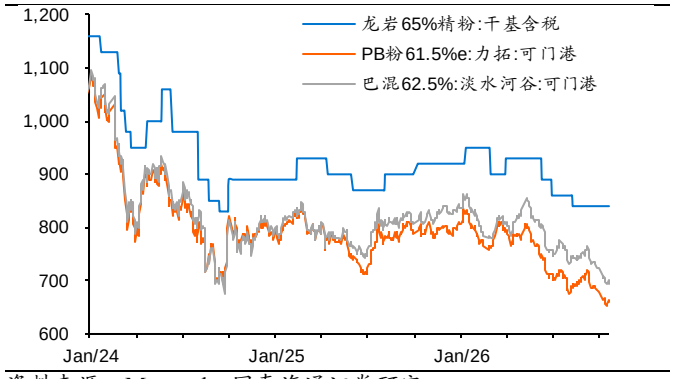
福建铁精粉产量占比不到全国 2%，低于福建生铁产量占比，公司铁矿靠近三钢闽光，具有地域优势，龙岩本地铁精粉价格相对坚挺。

图 1：福建铁精粉与生铁产量占比



资料来源：Mysteel，国泰海通证券研究

图 2：龙岩矿价明显高于福州可门港进口矿（元/吨）



资料来源：Mysteel，国泰海通证券研究

1.3. IPO 将原矿产量扩大的 1000 万吨

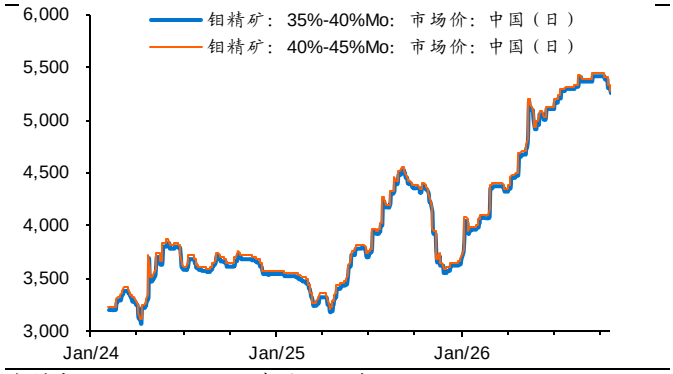
通过发行上市，公司的资本实力将得到提升，募集资金用于投建马坑铁矿采选扩能工程项目，新增 500 万吨/年铁矿石采选产能。本项目建设期为 6 年，项目总期限为 43 年（含建设期），将最大原矿生产规模增加至 1,000 万吨/年，料铁精粉、钼精矿等产量也将同步扩大。

2. 钼精矿价格涨幅较大

钼精矿是公司伴生矿，过去几年价格上涨较多，目前贡献了约 12%的毛利率。钼精矿价格涨幅较大，2026 年前三季度均价同比涨幅约 27%。

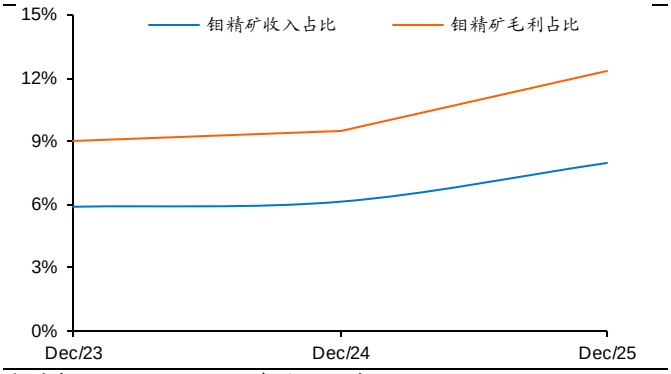
仅供内部参考，请勿外传！

图3：国产钼精矿价格走势（元/吨）



资料来源：Mysteel，国泰海通证券研究

图4：龙岩矿价明显高于福州可门港进口矿（元/吨）



资料来源：Mysteel，国泰海通证券研究

3. 盈利预测和估值

预测公司 2026-2028 年归母净利分别为 7.04/7.16/7.20 亿元，对应目前股本的 EPS 分别为 0.57 元、0.58 元、0.58 元。

因为矿产价格变化较大，我们采用两种 PE，一是 PE（TTM），可比公司均值为 29.13 倍，二是上半年业绩年化 PE 均值为 24.28 倍，数据有偏差但比较接近，参考二者平均值我们得出公司目标价 15.75 元。

表1：可比公司估值表（2026 年 10 月 22 日收盘价）

	简称	PE(H1 年化)	PE（TTM）
601123.SH	马矿股份	21.03	27.65
600382.SH	广东明珠	16.41	20.42
601121.SH	宝地矿业	16.53	23.79
001203.SZ	大中矿业	43.13	44.64
	平均	24.28	29.13

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4. 风险提示

我国固定资产投资持续下行、生铁产量持续下行，带来铁精粉价格明显下行的风险。国际铁矿供给明显增加而需求减少也将波及铁精粉价格。钼精矿价格涨幅较大，可能有波动风险。

仅供内部参考，请勿外传！

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666