

2026 年 04 月 09 日

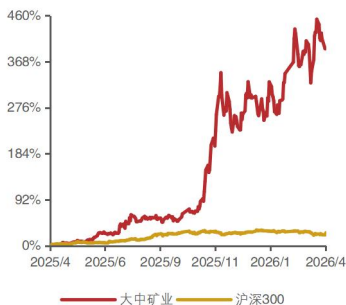
投资评级： 买入（首次）

#### 证券分析师

田源  
SAC: S1350524030001  
tianyuan@huayuanstock.com  
张明磊  
SAC: S1350525010001  
zhangminglei@huayuanstock.com  
田庆争  
SAC: S1350524050001  
tianqingzheng@huayuanstock.com  
陈轩  
SAC: S1350525120001  
chenxuan01@huayuanstock.com  
方皓  
SAC: S1350525110003  
fanghao@huayuanstock.com

#### 联系人

#### 市场表现：



| 基本数据         | 2026 年 04 月 08 日 |
|--------------|------------------|
| 收盘价 (元)      | 38.35            |
| 一年内最高/最低 (元) | 44.80/7.55       |
| 总市值 (百万元)    | 58,793.63        |
| 流通市值 (百万元)   | 50,084.11        |
| 总股本 (百万股)    | 1,533.08         |
| 资产负债率 (%)    | 61.06            |
| 每股净资产 (元/股)  | 4.25             |

资料来源：聚源数据

## 大中矿业 (001203. SZ)

——铁矿筑牢现金流底盘，锂业抬升成长天花板

#### 投资要点：

- **“铁+锂”双主业协同发展，兼具稳定现金流及高成长空间。**公司成立于 1999 年，并于 2021 年在深交所上市，目前主要产品为铁精粉和球团，位列“2023 年中国冶金矿山企业 50 强企业”第 13 位。在坚定铁矿主业的同时，公司加快推动湖南鸡脚山锂矿和四川加达锂矿两大锂矿的开发建设，或将形成新的利润增长点。
- **铁矿业务：具备资源优势+产能优势的产业引领者，存量矿山持续提效+增储扩产打开空间有望为公司持续贡献稳定现金流。**公司是国内规模较大、成本领先的铁矿石采选企业，在独立铁矿采选企业中稳居龙头地位，2025H1 铁精粉毛利率达 54.79% 处于行业较高水平，在行业内具备显著的成本优势；2025 年 7 月周油坊铁矿取得 650 万吨/年扩产采矿许可证，公司铁精粉产量增长可期。我们认为公司铁矿业务具备多年运营经验，有望成为公司业绩压舱石并持续为公司贡献稳定现金流。
- **锂矿业务：具备资源优势+卓越创新能力的产业新秀，权证手续逐步落地+资源开发加快破局有望驱动公司进入持续高成长阶段。**公司于 2023 年获取湖南鸡脚山、四川加达两大锂矿，截至 2025 年半年报经评审备案的碳酸锂资源量超 472 万吨，在国内处于领先地位且未来增储空间较大。湖南鸡脚山锂矿拟实施 2000 万吨/年锂矿采选尾一体化项目，完全达产后预计可年产 8 万吨碳酸锂；四川加达锂矿矿区生态修复方案通过专家评审，即将进入办理采矿许可证阶段，首采区 260 万吨/年方案或可实现年产 5 万吨碳酸锂，我们认为公司锂矿业务或将实现“0-1”的产量和业绩突破，未来有望驱动公司进入持续高成长阶段。
- **历史业绩波动较大，锂矿开始贡献收入未来可期。**2020-2024 年公司业绩出现较大幅度波动，营业收入、归母净利润复合增速分别为 11.39%、6.27%；2025 年前三季度实现营业收入 30.25 亿元，同比+1.60%，实现归母净利润 5.94 亿元，同比-10.28%，主要系铁矿石价格维持弱势震荡所致。据公司公告，2025 年 9 月公司四川加达锂矿项目开始贡献利润、湖南锂矿一期 2 万吨采选冶项目 2025 年上半年已实现副产矿收入近 40 万元并计划将于 2026 年建成投产，我们认为 2026 年或为公司“铁+锂”双主业协同发展兑现元年，业绩有望伴随锂矿业务起量迎来加速释放。
- **盈利预测与评级：**预测公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 8.31、19.11、36.50 亿元，按 2026 年 4 月 8 日收盘价计算的 PE 为 70.73、30.77、16.11 倍。选择主营业务相似且均具有高成长性的海南矿业、永兴材料、中矿资源作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 为 33.62 倍。考虑到大中矿业锂矿板块业务当前处于“0-1”的预期兑现阶段及放量节点前夕，未来或具备高成长性和价值重估逻辑，给予公司一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：经济周期风险、产品价格波动风险、项目进展不及预期风险。**

## 盈利预测与估值 (人民币)

|             | 2023   | 2024    | 2025E  | 2026E   | 2027E  |
|-------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入 (百万元)  | 4,003  | 3,843   | 4,106  | 6,805   | 11,473 |
| 同比增长率 (%)   | -1.35% | -4.01%  | 6.84%  | 65.74%  | 68.60% |
| 归母净利润 (百万元) | 1,141  | 751     | 831    | 1,911   | 3,650  |
| 同比增长率 (%)   | 16.85% | -34.17% | 10.64% | 129.90% | 91.02% |
| 每股收益 (元/股)  | 0.74   | 0.49    | 0.54   | 1.25    | 2.38   |
| ROE (%)     | 19.35% | 11.54%  | 11.86% | 23.43%  | 35.28% |
| 市盈率 (P/E)   | 51.52  | 78.26   | 70.73  | 30.77   | 16.11  |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 41.06、68.05、114.73 亿元，归母净利润 8.31、19.11、36.50 亿元，EPS 为 0.54、1.25、2.38 元/股，按 2026 年 4 月 8 日收盘价计算的 PE 为 70.73、30.77、16.11 倍。

选择主营业务相似且均具有高成长性的海南矿业（铁矿+锂矿+油气）、永兴材料（特钢+锂）、中矿资源（高成长锂矿）作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 为 33.62 倍。考虑到大中矿业锂矿板块业务当前处于“0–1”的预期兑现阶段及放量节点前夕，未来或具备高成长性和价值重估逻辑，给予公司一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设

假设公司 2025–2027 年碳酸锂实现营收 3.54、30.53、76.33 亿元，毛利率均为 14%；铁精粉、球团及其他产品营收和毛利率维持基本稳定。

### 投资逻辑要点

**铁矿业务：**具备资源优势+产能优势的产业引领者，存量矿山持续提效+增储扩产打开空间有望为公司持续贡献稳定现金流。公司是国内规模较大、成本领先的铁矿石采选企业，在独立铁矿采选企业中稳居龙头地位，2025H1 铁精粉毛利率达 54.79%处于行业较高水平，在行业内具备显著的成本优势；2025 年 7 月周油坊铁矿取得 650 万吨/年扩产采矿许可证，公司铁精粉产量增长可期。我们认为公司铁矿业务具备多年运营经验，有望成为公司业绩压舱石并持续为公司贡献稳定现金流。

**锂矿业务：**具备资源优势+卓越创新能力的产业新秀，权证手续逐步落地+资源开发加快破局有望驱动公司进入持续高成长阶段。公司于 2023 年获取湖南鸡脚山、四川加达两大锂矿，截至 2025 年半年报经评审备案的碳酸锂资源量超 472 万吨，在国内处于领先地位且未来增储空间较大。湖南鸡脚山锂矿拟实施 2000 万吨/年锂矿采选尾一体化项目，完全达产后预计可年产 8 万吨碳酸锂；四川加达锂矿矿区生态修复方案通过专家评审，即将进入办理采矿许可证阶段，首采区 260 万吨/年方案或可实现年产 5 万吨碳酸锂，我们认为公司锂矿业务或将实现“0–1”的产量和业绩突破，未来有望驱动公司进入持续高成长阶段。

### 核心风险提示

经济周期风险、产品价格波动风险、项目进展不及预期风险。

## 内容目录

---

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. “铁+锂”双主业协同发展，兼具稳定现金流及高成长空间 ..... | 6  |
| 1.1. 铁矿业务：存量矿山持续提效，增储扩产打开空间 .....   | 7  |
| 1.2. 锂矿业务：权证手续逐步落地，资源开发加快破局 .....   | 10 |
| 2. 历史业绩波动较大，锂矿开始贡献收入未来可期 .....      | 12 |
| 3. 盈利预测与评级 .....                    | 14 |
| 4. 风险提示 .....                       | 15 |

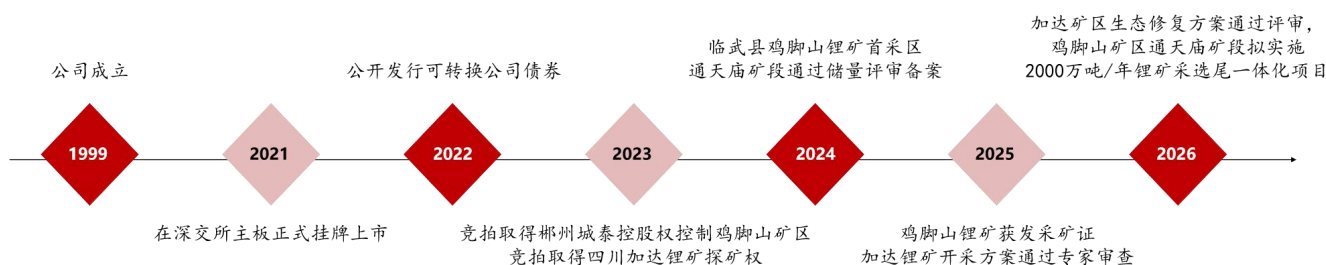
## 图表目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 1： 公司发展历程 .....                            | 6  |
| 图表 2： 公司股权结构示意（截至 2025 年三季报） .....            | 7  |
| 图表 3： 公司铁矿已备案储量情况（截至 2025 年 3 月末） .....       | 7  |
| 图表 4： 2018-2024 年公司铁精粉及球团产量情况（单位：万吨） .....    | 8  |
| 图表 5： 公司 2024 年各铁矿区产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨） .....  | 8  |
| 图表 6： 2021-2024 年公司铁精粉及球团单位成本情况（单位：元/吨） ..... | 9  |
| 图表 7： 2023-2024 年同行业铁精粉产品毛利率对比 .....          | 9  |
| 图表 8： 公司锂矿已备案储量情况（截至 2025 年 3 月末） .....       | 10 |
| 图表 9： 鸡脚山 2000 万吨/年锂矿采选尾一体化项目基本情况 .....       | 10 |
| 图表 10： 公司锂矿及对应布局的锂盐加工年产能情况 .....              | 11 |
| 图表 11： 2020-2025Q1-3 公司营业收入情况 .....           | 12 |
| 图表 12： 2020-2025Q1-3 公司归母净利润情况 .....          | 12 |
| 图表 13： 2020-2025H1 公司分产品营收情况（单位：亿元） .....     | 12 |
| 图表 14： 2020-2025H1 公司分产品毛利情况（单位：亿元） .....     | 12 |
| 图表 15： 2020-2025Q1-3 公司毛利率和净利率情况 .....        | 13 |
| 图表 16： 2020-2025H1 公司分产品毛利率情况 .....           | 13 |
| 图表 17： 2020-2025Q1-3 公司固定资产情况 .....           | 13 |
| 图表 18： 2020-2025Q1-3 公司在建工程情况 .....           | 13 |
| 图表 19： 公司分产品营收及预测情况（单位：亿元） .....              | 14 |
| 图表 20： 可比公司估值表 .....                          | 15 |

## 1. “铁+锂”双主业协同发展，兼具稳定现金流及高成长空间

公司成立于 1999 年，并于 2021 年在深交所上市，主营业务为铁矿石采选、铁精粉和球团生产销售等，主要产品为铁精粉和球团，被中国冶金矿山企业协会评定为“2023 年中国冶金矿山企业 50 强企业”第 13 位。公司在坚定铁矿主业的同时，加快推动湖南鸡脚山锂矿和四川加达锂矿两大锂矿的开发建设，或将形成公司新的利润增长点。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

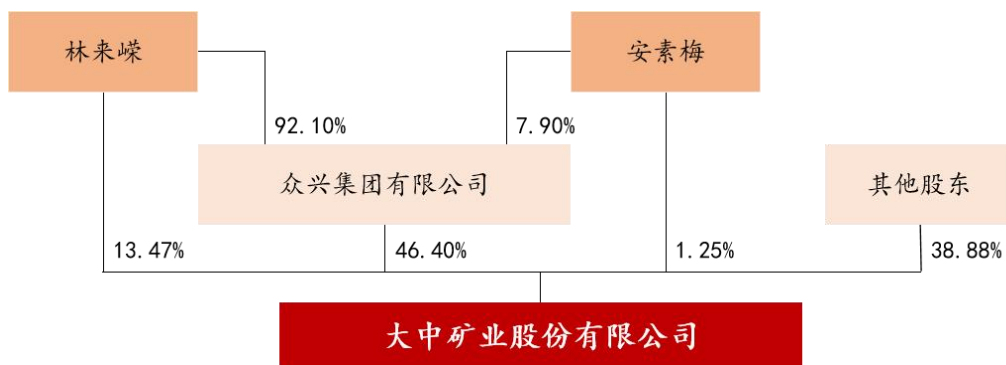
- **铁矿业务：具备资源优势+产能优势的产业引领者。**公司拥有内蒙和安徽两大铁矿，截至 2025 年半年报公司铁矿石备案资源量达 6.90 亿吨，采选核定产能约 1480 万吨/年，铁精粉设计产能约 640 万吨/年，配套 150 万吨/年硫铁矿原矿产能，是国内规模较大、成本领先的铁矿石采选企业，在独立铁矿采选企业中稳居龙头地位。
- **锂矿业务：具备资源优势+卓越创新能力的产业新秀。**公司于 2022 年开始进军锂矿行业并于 2023 年获取湖南鸡脚山、四川加达两大锂矿，截至 2025 年半年报经自然资源部评审备案的锂矿资源量合计 5.3 亿吨、折合碳酸锂当量超 472 万吨，在国内处于领先地位且未来增储空间较大，为公司建设并运营采、选、冶全产业链提供了充足且稳定的原料保障。

此外，公司率先采用盾构机技术打通采选隧道，显著降低运输成本及对环境的影响、有效缩短项目工期并利于投产后延长生产周期；自主研发的硫酸法提锂新工艺极大提高了锂资源的回收率，成功攻克了锂渣处理的环保难题并实现对钾等伴生金属的同步回收，打造出“一矿多产”的循环经济模式，从而有效降低了整体冶炼成本。



**实控人控股比例高，有助于提升公司经营决策效率。**公司控股股东为众兴集团有限公司，实控人为公司董事林来嵘先生及其配偶安素梅女士，截至 2025 年三季度末两人合计控制公司 61.12%表决权股份。我们认为，实控人较高的控股比例有助于提升公司经营决策效率，并且由于与公司利益相关度较大，参与公司事务的积极性更高，或将进一步利好公司运营发展。

图表 2：公司股权结构示意（截至 2025 年三季度）



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

## 1.1. 铁矿业务：存量矿山持续提效，增储扩产打开空间

**资源禀赋优质、采选体系成熟，铁矿主业构成公司经营基本盘。**截至 2025 年 3 月末，公司拥有内蒙和安徽两大铁矿矿山，最新勘探结果显示安徽矿区的周油坊铁矿和重新集铁矿较前一次备案的资源量分别增加了 16130.25 万吨、1313.14 万吨。公司经国土资源管理部门备案的铁矿石储量增至 69085.75 万吨，约占全国查明储量的 8.05%。此外，公司持有的金辉稀矿包含一宗硫铁矿，保有资源储量为 7085.41 万吨。

整体而言，公司在独立铁矿采选企业中具有较大的储量优势，可持续开采时间超过 30 年，同时主力矿山品位较好，凭借多年积累的采选技术优势和丰富的矿产资源优势，已成为国内规模较大的铁矿石采选企业。

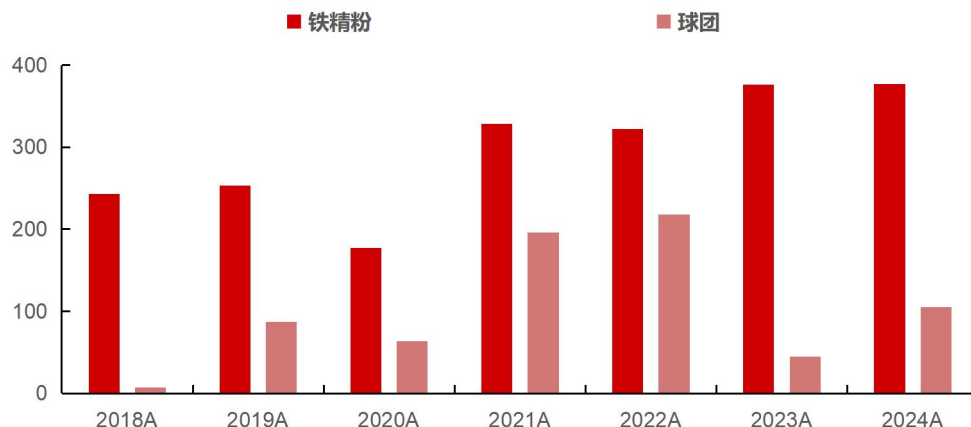
图表 3：公司铁矿已备案储量情况（截至 2025 年 3 月末）

| 矿山名称   | 备案保有资源储量（万吨） | 备案平均品位 | 储量评审备案证明文号         |
|--------|--------------|--------|--------------------|
| 书记沟铁矿  | 7,972.16     | 37.49% | 内国土资储备字〔2010〕196 号 |
| 东五份子铁矿 | 3,032.13     | 31.11% | 内国土资储备字〔2010〕89 号  |
| 合教铁矿南区 | 3,438.81     | 24.52% | 内国土资储备字〔2006〕39 号  |
| 高腰海铁矿  | 3,019.02     | 30.97% | 内国土资储备字〔2010〕133 号 |
| 大坝沟铁矿  | 6,991.27     | 15.55% | 内国土资储备字〔2012〕23 号  |
| 周油坊铁矿  | 28,235.79    | 29.29% | 国土资储备字〔2024〕78 号   |
| 重新集铁矿  | 16,396.57    | 28.04% | 皖矿储备字〔2024〕11 号    |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司原矿产量保持稳定，产能仍有上升空间。公司在内蒙古及安徽两地拥有铁矿矿山与球团生产基地，2024 年矿石产能为 1480 万吨/年且配有相应规模的选矿厂；原矿产量为 1148.99 万吨，较 2023 年小幅增加 10.66 万吨。公司球团生产主要采用“以销定产”的模式，各年度间产量差异较大。随着现有矿山项目建设的推进，未来内蒙古合教南区、安徽矿区的产能有望进一步提升，助力公司整体产能进一步增长。

图表 4：2018-2024 年公司铁精粉及球团产量情况（单位：万吨）



资料来源：招股说明书、公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司 2024 年各铁矿区产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨）

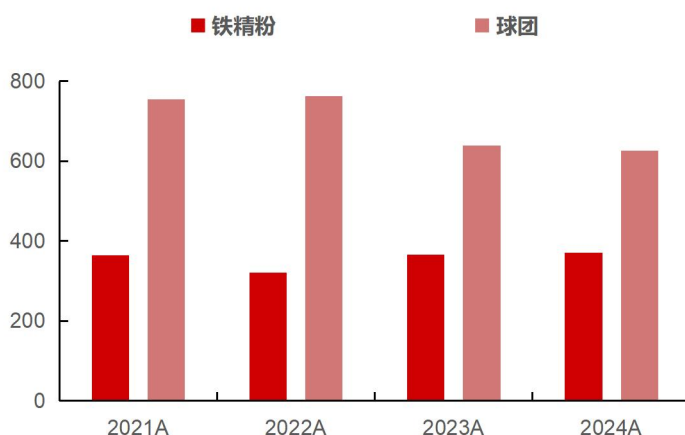
| 矿山名称  | 矿石产能 | 原矿产量    | 铁精粉产量  |
|-------|------|---------|--------|
| 书记沟   | 230  | 210.02  | 139.74 |
| 东五份子  | 150  | 75.85   | 51.25  |
| 合教南区  | 100  | 17.28   | 0      |
| 高腰海   | 100  | 39.75   | 0      |
| 安徽周油坊 | 450  | 379.39  | 111.76 |
| 安徽重新集 | 450  | 426.71  | 73.91  |
| 合计    | 1480 | 1148.99 | 376.66 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所



2024 年公司铁精粉单位成本小幅上升，但毛利率水平仍较高，在行业内具备一定成本优势。2024 年公司铁精粉单位成本小幅上升 1.4%至 370.62 元/吨，主要受高单位成本选厂铁精粉产量增加影响；球团单位成本小幅下降 1.9%至 626.58 元/吨，其中自产铁精粉主要来自于内蒙矿区因此单位成本较低，但外购铁精粉价格略高于上年，综合影响下单位成本有所下降。整体来看 2024 年公司铁精粉单位成本仍处于较低水平，毛利率高于同行业上市公司，在行业内具备显著的成本优势。

图表 6：2021-2024 年公司铁精粉及球团单位成本情况（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：2023-2024 年同行业铁精粉产品毛利率对比

| 时间     | 大中矿业<br>001203.SZ | 海南矿业<br>601969.SH | 金岭矿业<br>000655.SZ | 宝地矿业<br>601121.SH |
|--------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 2024 年 | 57.86%            | 45.77%            | 18.41%            | 43.81%            |
| 2023 年 | 59.07%            | 43.87%            | 26.37%            | 38.11%            |

资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：海南矿业毛利率为铁矿石自采及加工

**矿产勘探卓有成效，公司长期可持续发展具备坚实资源基础。**为尽快推进周油坊铁矿、重新集铁矿的扩产项目，2024 年公司全资子公司安徽金日晟矿业重点开展了两矿的勘探及资源储量评审工作，截至 2024 年末周油坊铁矿和重新集铁矿较前一次备案的资源量分别增加了 16130.25 万吨、1313.14 万吨，我们认为新增资源将进一步延长矿山服务年限或扩大生产规模，为公司的长期可持续发展奠定坚实的资源基础。

**周油坊铁矿取得扩产采矿许可证，公司铁精粉产量增长可期。**据公司 2025 年 7 月 3 日公告，金日晟矿业取得安徽省自然资源厅颁发的生产规模为 650 万吨/年、期限为 30 年的《采矿许可证》，后续将快速推进周油坊铁矿 650 万吨/年采选扩产技改相关手续的批复，争取新增产能尽快投产，我们认为将有助于公司实现铁精粉产量增长，提升整体盈利能力及市场竞争力。

## 1.2. 锂矿业务：权证手续逐步落地，资源开发加快破局

公司已备案的碳酸锂当量超 472 万吨，锂矿资源储量已跻身全国前列，且未来仍具备较大的增储空间。截至 2025 年 3 月末，公司拥有湖南、四川两大锂矿矿山，其中位于湖南的鸡脚山锂矿通天庙矿段锂矿资源量达 48987.2 万吨，折合碳酸锂当量约 324.43 万吨，已属大型矿产资源储量规模，资源储量位居全国前列；位于四川的加达锂矿首采区 0~80 线锂矿资源量为 4343.60 万吨，折合碳酸锂当量约 148.42 万吨，具备大-超大型矿产资源潜力。

图表 8：公司锂矿已备案储量情况（截至 2025 年 3 月末）

| 矿山名称  | 备案保有资源储量（万吨） | 备案平均品位 | 储量评审备案证明文号        |
|-------|--------------|--------|-------------------|
| 鸡脚山锂矿 | 48987.20     | 0.27%  | 自然资储备字〔2024〕193 号 |
| 加达锂矿  | 4343.60      | 1.38%  | 自然资矿评储字〔2025〕8 号  |

资料来源：《大中矿业股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告》，华源证券研究所

湖南鸡脚山锂矿为公司布局的首个锂矿资源，探矿权获取成本低。公司自 2022 年开始在湖南区域布局锂矿，并于 2023 年 4 月以较低成本取得郴州城泰的 80% 控制权，随后通过破产重整取得其 100% 股权，取得鸡脚山锂矿探矿权的整体成本为 2.09 亿元。

拟实施 2000 万吨/年锂矿采选尾一体化项目，完全达产后预计可年产 8 万吨碳酸锂。2026 年 1 月 6 日公司董事会审议通过议案，拟实施湖南省临武县鸡脚山矿区通天庙矿段 2000 万吨/年锂矿采选尾一体化项目。根据行业经验及公司试验，每年 2000 万吨原矿开采可生产 8 万吨碳酸锂，可研报告估算建成达产后所得税后财务内部收益率 26.73%，规模优势突出、盈利能力较强。

图表 9：鸡脚山 2000 万吨/年锂矿采选尾一体化项目基本情况

| 项目   | 具体说明                                                                                                                                       |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 建设内容 | 采选工程项目（露天采矿工程、选矿厂新建工程、辅助工程）及尾矿库项目                                                                                                          |
| 建设规模 | 采选工程项目规划建设露天开采规模 2000 万吨/年，配套建设 2000 万吨/年选矿厂；尾矿库项目设计总库容为 9452 万立方米。                                                                        |
| 投资估算 | 根据可研报告估算，项目建设投资为 36.88 亿元。<br>其中一期 1000 万吨/年采选工程项目投资 25.82 亿元，截至 2025 年 12 月 31 日已投资 9.57 亿元；二期 1000 万吨/年采选工程项目投资 6.98 亿元；尾矿库项目投资 4.08 亿元。 |
| 投资效益 | 根据可研报告估算，2000 万吨/年采选工程项目建成达产后所得税后财务内部收益率 26.73%。<br>尾矿库项目为服务于 2000 万吨/年采选工程项目的配套工程，并不直接产生效益。                                               |
| 建设规划 | 项目分期建设，公司将根据采选的进度配套碳酸锂的产能。<br>优先确保一期 1000 万吨/年产线顺利达产，工艺流程达到预期后再推进后续冶炼产能的建设。                                                                |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

采选冶各环节多措并举，共同打造鸡脚山锂矿的成本优势。1) 采选冶一体化，可以根据售价主动调节精矿品位和回收率；2) 选矿采用先强磁抛尾后浮选工艺，大幅降低选矿成本；3) 冶炼方面采用公司首创的硫酸法提锂新工艺，锂回收率的大幅提高，同步回收钾等有价值元素，从而实现“一矿多产”，同时将锂渣中铍、铊等有害元素达到一类固废标准，成功解决云母提锂环保问题。

**四川加达锂矿地处可尔因稀有金属花岗伟晶岩田成矿带，具备大-超大型锂辉石矿产资源潜力。**川西可尔因稀有金属花岗伟晶岩田是我国大型、超大型伟晶岩型稀有金属矿床集中地，区域已获得较好找矿效果的包括李家沟（超大型）、党坝（超大型）、业隆沟（大型）等矿床。加达锂矿勘查区块与党坝和李家沟矿区紧邻，地质构造位置与党坝和李家沟矿区相似，具备大-超大型锂辉石矿产资源潜力。

**矿区生态修复方案通过专家评审，即将进入办理采矿许可证阶段。**四川加达锂矿探矿权勘查面积为 21.2247 平方公里，首采区（2.056 平方公里）经自然资源部评审通过的开采规模为 260 万吨/年，参照行业技术水平达产后每年开采的原矿可以生产约 5 万吨碳酸锂。公司 2026 年 1 月公告称《加达锂矿矿区生态修复方案》通过自然资源部的专家评审，后续将向自然资源部申请办理采矿许可证。

**布局锂盐加工业务，进行产业链纵向延伸未来可期。**

- 依托湖南鸡脚山锂矿，公司全资子公司湖南大中赫拟实施一期年产 2 万吨碳酸锂项目，总投资 13.04 亿元，可研报告估算项目建成达产后净利润为 3.24 亿元/年，所得税后项目投资财务内部收益率 25.02%，投资回收期 4.80 年（含建设期 0.75 年）。
- 依托四川加达锂矿，公司拟与万华化学控股子公司万华电池材料公司合作投资建设“年产 20 万吨锂盐项目”，分三期建设：一期年产 3 万吨、二期年产 7 万吨、远期规划年产 10 万吨。其中，一期、二期项目合计投资规模为 22 亿元，三期投资由一、二期项目生产产生的现金流滚动发展投资。

公司建设锂盐项目旨在充分发挥公司矿产资源开发的技术优势与资源优势，推动公司锂电产业从上游矿山采选向中游锂盐冶炼延伸，构建采选冶一体化的完整锂产业链布局，有望进一步提升锂资源产品附加值，增强整体盈利能力。

**图表 10：公司锂矿及对应布局的锂盐加工年产能情况**

| 矿区      | 预计年产矿石量<br>(折合当量碳酸锂) | 布局的锂盐加工年产能<br>(折合当量碳酸锂)       |
|---------|----------------------|-------------------------------|
| 湖南鸡脚山锂矿 | 一期 4 万吨，满产 8 万吨      | 一期 2 万吨                       |
| 四川加达锂矿  | 首采区约 5 万吨            | 一期 3 万吨<br>二期 7 万吨、远期规划 10 万吨 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 2. 历史业绩波动较大，锂矿开始贡献收入未来可期

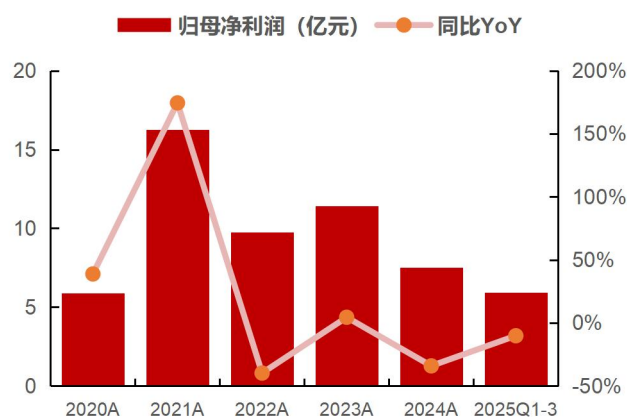
受宏观环境变化导致的铁矿石价格变化影响，公司过去 5 年业绩存在较大幅度波动。2020–2024 年公司业绩出现较大幅度波动，营业收入、归母净利润复合增速分别为 11.39%、6.27%；2025 年前三季度实现营业收入 30.25 亿元，同比+1.60%，实现归母净利润 5.94 亿元，同比-10.28%，主要系铁矿石价格维持弱势震荡所致。据公司公告，2025 年 9 月公司四川加达锂矿项目开始贡献利润、湖南锂矿一期 2 万吨采选冶项目 2025 年上半年已实现副产矿收入近 40 万元并计划将于 2026 年建成投产，我们认为 2026 年或为公司“铁+锂”双主业协同发展兑现元年，未来业绩有望伴随锂矿业务起量迎来加速释放。

图表 11：2020–2025Q1–3 公司营业收入情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

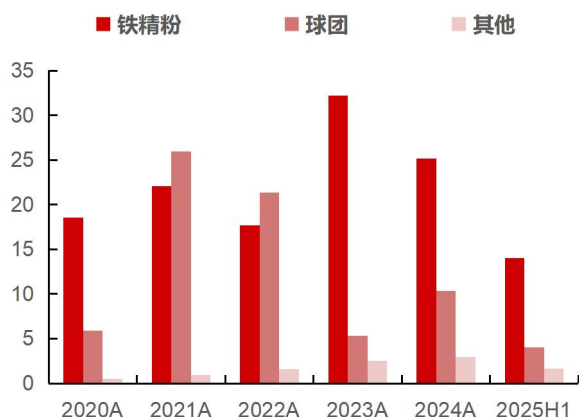
图表 12：2020–2025Q1–3 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

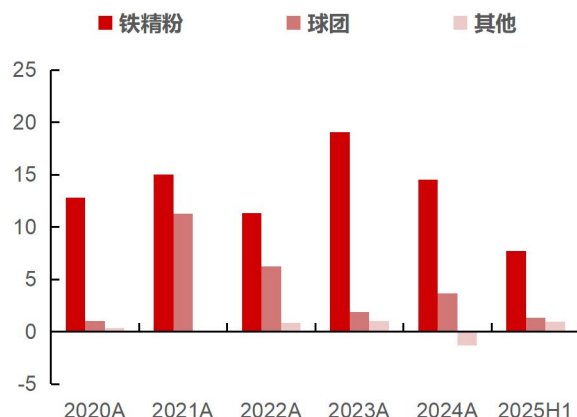
分产品看，铁精粉和球团贡献主要营收和毛利。2020–2024 年公司主要营收和毛利均来源于铁精粉和球团产品，贡献占比均超 90%。2025H1 铁精粉实现营收 14.02 亿元，实现毛利 7.68 亿元，分别占比 71%、78%；球团实现营收 4.04 亿元，实现毛利 1.29 亿元，分别占比 20%、13%。

图表 13：2020–2025H1 公司分产品营收情况 (单位：亿元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：2020–2025H1 公司分产品毛利情况 (单位：亿元)

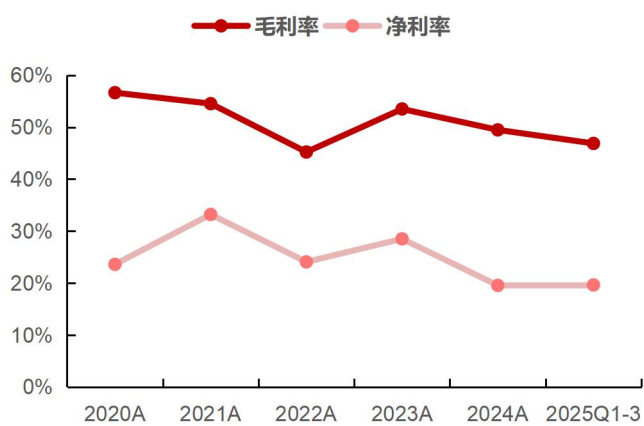


资料来源：Wind，华源证券研究所

盈利能力因产品价格波动而有所变化，公司凭借较强的成本控制能力在行业内保持了较高水平的毛利率。公司采选冶主要生产环节均以自营为主，整体成本控制能力突出，2025 年上半年单位销售成本为 374.11 元/吨，铁精粉毛利率达 54.79%处于行业较高水平。

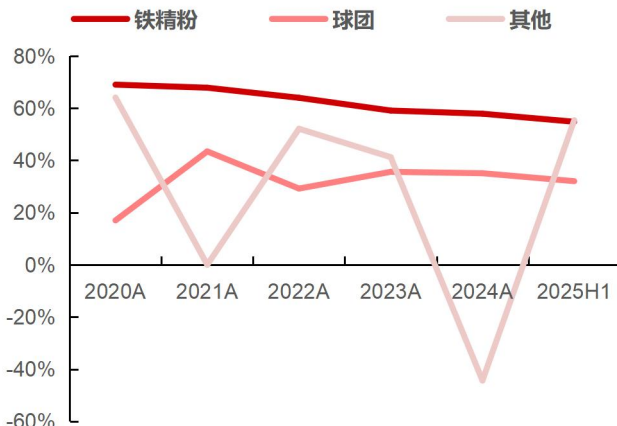
面对产品价格下行的预期，公司通过多种策略保障铁矿利润：1）制定明确的扩产计划，保证产量的稳步提升；2）公司铁精粉品质较好，在销售区域内属于优质产品，增强了公司的议价能力。在市场下行周期公司的销售价格表现出了更强的韧性，跌幅小于普氏指数，有助于维持稳定的利润水平。

图表 15：2020-2025Q1-3 公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

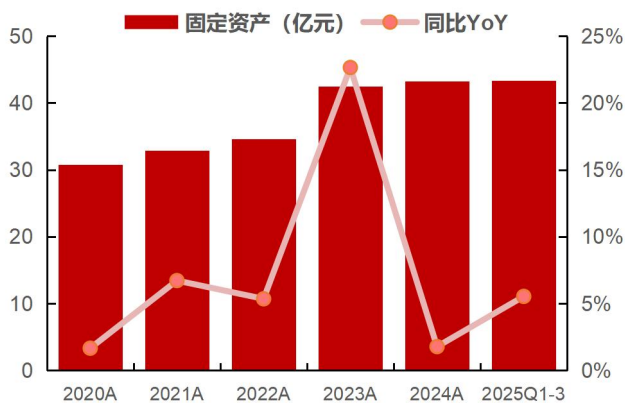
图表 16：2020-2025H1 公司分产品毛利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

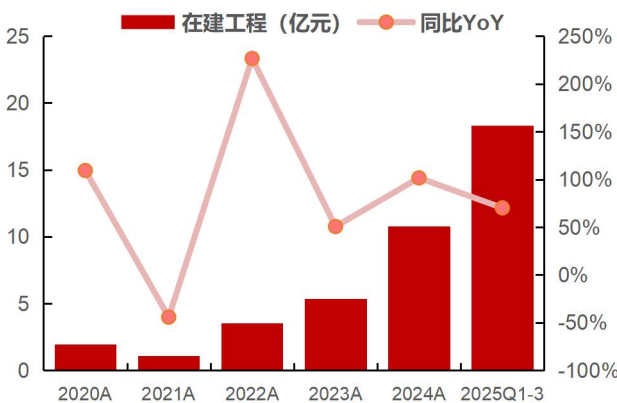
采选矿在建工程陆续转固，产能释放有望助力公司业绩持续增长。2025 年三季度末公司固定资产+在建工程合计 61.66 亿元，较期初增加 7.63 亿元，其中固定资产较期初增加 0.12 亿元、在建工程较期初增加 7.52 亿元。截至 2025 年上半年末，公司周油坊矿区采选矿工程、重新集矿区采选矿工程累计投入占预算比例已超 90%且处于陆续转固阶段，我们认为项目建成后新增产能将有助于推动公司业绩持续增长。

图表 17：2020-2025Q1-3 公司固定资产情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：2020-2025Q1-3 公司在建工程情况



资料来源：Wind，华源证券研究所



### 3. 盈利预测与评级

预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 41.06、68.05、114.73 亿元,归母净利润 8.31、19.11、36.50 亿元, EPS 为 0.54、1.25、2.38 元/股, 按 2026 年 4 月 8 日收盘价计算的 PE 为 70.73、30.77、16.11 倍。

图表 19: 公司分产品营收及预测情况 (单位: 亿元)

|               | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E         |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 碳酸锂           |              |              | 3.54         | 30.53        | 76.33         |
| 毛利润           |              |              | 0.79         | 17.88        | 44.70         |
| 毛利率           |              |              | 14.00%       | 14.00%       | 14.00%        |
| 铁精粉           | 32.23        | 25.13        | 24.60        | 24.60        | 25.20         |
| YoY           | 82.61%       | -22.03%      | -2.14%       | 0.00%        | 2.56%         |
| 毛利润           | 19.04        | 14.54        | 14.44        | 14.44        | 15.07         |
| 毛利率           | 59.08%       | 57.86%       | 58.73%       | 58.73%       | 59.76%        |
| 球团            | 5.31         | 10.38        | 10.00        | 10.00        | 10.30         |
| YoY           | -75.13%      | 95.48%       | -3.59%       | 0.00%        | 2.56%         |
| 毛利润           | 1.89         | 3.64         | 3.23         | 3.23         | 3.49          |
| 毛利率           | 35.59%       | 35.07%       | 32.27%       | 32.27%       | 33.96%        |
| 其他            | 2.49         | 2.92         | 2.92         | 2.92         | 2.92          |
| YoY           | 57.59%       | 17.27%       | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%         |
| 毛利润           | 0.48         | 0.83         | 0.83         | 0.83         | 0.83          |
| 毛利率           | 19.28%       | 28.42%       | 28.42%       | 28.42%       | 28.42%        |
| <b>营业收入合计</b> | <b>40.03</b> | <b>38.43</b> | <b>41.06</b> | <b>68.05</b> | <b>114.73</b> |
| YoY           | -1.36%       | -4.01%       | 6.84%        | 65.74%       | 68.60%        |
| 营业成本          | 18.62        | 19.42        | 21.77        | 31.67        | 50.64         |
| 毛利润           | 21.41        | 19.01        | 19.29        | 36.38        | 64.09         |
| 毛利率           | 53.48%       | 49.47%       | 46.98%       | 53.46%       | 55.86%        |

资料来源: Wind, 华源证券研究所

选择主营业务相似且均具有高成长性的海南矿业（铁矿+锂矿+油气）、永兴材料（特钢+锂）、中矿资源（高成长锂矿）作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 为 33.62 倍。考虑到大中矿业锂矿板块业务当前处于“0-1”的预期兑现阶段及放量节点前夕，未来或具备高成长性和价值重估逻辑，给予公司一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 20：可比公司估值表

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价(元)       | EPS (元/股) |      |      |              | PE           |              |
|-----------|------|--------------|-----------|------|------|--------------|--------------|--------------|
|           |      | 2026/4/8     | 25A/E     | 26E  | 27E  | 25A/E        | 26E          | 27E          |
| 601969.SH | 海南矿业 | 11.05        | 0.22      | 0.50 | 0.56 | 55.08        | 22.19        | 19.57        |
| 002756.SZ | 永兴材料 | 71.86        | 1.52      | 2.11 | 2.74 | 47.14        | 34.00        | 26.18        |
| 002738.SZ | 中矿资源 | 77.76        | 0.65      | 1.74 | 3.16 | 120.17       | 44.68        | 24.64        |
|           |      | <b>平均 PE</b> |           |      |      | <b>74.13</b> | <b>33.62</b> | <b>23.46</b> |
| 001203.SZ | 大中矿业 | 38.35        | 0.54      | 1.25 | 2.38 | 70.73        | 30.77        | 16.11        |

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，除海南矿业 25 年数据为实际值外，海南矿业、永兴材料、中矿资源盈利预测来自 Wind 一致预期，大中矿业盈利预测来自华源证券研究所。

## 4. 风险提示

**经济周期风险：**公司目前的主要产品为铁精粉和球团，作为冶炼钢铁的主要原料其需求在很大程度上受到下游钢铁行业的影响。钢铁行业与社会整体经济周期密切相关，若社会整体经济出现较大波动，钢铁行业状况不佳，对铁精粉和球团的需求下降，可能对公司的生产经营产生不利影响。

**产品价格波动风险：**铁矿石和球团是冶炼钢铁的主要原料，是国际贸易中重要的大宗商品，其价格受到供需关系、社会整体经济状况、海运价格、汇率等多方面因素影响。球团的主要原材料是铁精粉，球团的价格会随铁精粉价格波动，且呈正相关。铁精粉价格波动可能对公司业绩产生较大影响。

**项目进展不及预期风险：**受制于外部环境和行政审批，公司在产量提升、扩产技改、锂矿项目建设等方面，都存在项目进展不及预期的风险，进而可能对公司业绩产生较大影响。



**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

| 会计年度             | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 649           | 411           | 627           | 939           |
| 应收票据及账款          | 86            | 189           | 314           | 529           |
| 预付账款             | 38            | 54            | 89            | 150           |
| 其他应收款            | 139           | 105           | 174           | 293           |
| 存货               | 708           | 643           | 935           | 1,496         |
| 其他流动资产           | 131           | 112           | 186           | 313           |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>1,751</b>  | <b>1,513</b>  | <b>2,325</b>  | <b>3,719</b>  |
| 长期股权投资           | 139           | 139           | 140           | 140           |
| 固定资产             | 4,330         | 4,365         | 4,836         | 6,315         |
| 在建工程             | 1,079         | 1,190         | 1,703         | 1,875         |
| 无形资产             | 7,422         | 7,348         | 7,346         | 7,377         |
| 长期待摊费用           | 194           | 184           | 174           | 164           |
| 其他非流动资产          | 502           | 553           | 575           | 587           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>13,665</b> | <b>13,780</b> | <b>14,774</b> | <b>16,458</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>15,417</b> | <b>15,293</b> | <b>17,099</b> | <b>20,178</b> |
| 短期借款             | 2,252         | 2,487         | 2,275         | 1,509         |
| 应付票据及账款          | 775           | 651           | 947           | 1,514         |
| 其他流动负债           | 2,168         | 1,764         | 2,598         | 4,168         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5,195</b>  | <b>4,901</b>  | <b>5,820</b>  | <b>7,192</b>  |
| 长期借款             | 3,052         | 2,723         | 2,464         | 1,980         |
| 其他非流动负债          | 657           | 657           | 657           | 657           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>3,709</b>  | <b>3,381</b>  | <b>3,121</b>  | <b>2,638</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>8,905</b>  | <b>8,282</b>  | <b>8,941</b>  | <b>9,830</b>  |
| 股本               | 1,508         | 1,533         | 1,533         | 1,533         |
| 资本公积             | 1,177         | 1,152         | 1,152         | 1,152         |
| 留存收益             | 3,827         | 4,326         | 5,472         | 7,662         |
| 归属母公司权益          | 6,512         | 7,011         | 8,158         | 10,348        |
| 少数股东权益           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>6,512</b>  | <b>7,011</b>  | <b>8,158</b>  | <b>10,348</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>15,417</b> | <b>15,293</b> | <b>17,099</b> | <b>20,178</b> |

**现金流量表（百万元）**

| 会计年度            | 2024          | 2025E        | 2026E         | 2027E         |
|-----------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 税后经营利润          | 751           | 806          | 1,886         | 3,620         |
| 折旧与摊销           | 519           | 561          | 614           | 728           |
| 财务费用            | 264           | 225          | 213           | 175           |
| 投资损失            | -1            | -1           | -1            | -1            |
| 营运资金变动          | 10            | -528         | 536           | 1,054         |
| 其他经营现金流         | 3             | 8            | 5             | 9             |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>1,547</b>  | <b>1,071</b> | <b>3,253</b>  | <b>5,584</b>  |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-1,199</b> | <b>-656</b>  | <b>-1,587</b> | <b>-2,389</b> |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>-8</b>     | <b>-652</b>  | <b>-1,449</b> | <b>-2,884</b> |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>339</b>    | <b>-238</b>  | <b>217</b>    | <b>311</b>    |

**利润表（百万元）**

| 会计年度              | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>3,843</b> | <b>4,106</b> | <b>6,805</b> | <b>11,473</b> |
| <b>营业成本</b>       | <b>1,942</b> | <b>2,177</b> | <b>3,167</b> | <b>5,064</b>  |
| 税金及附加             | 186          | 183          | 303          | 510           |
| 销售费用              | 4            | 4            | 7            | 12            |
| 管理费用              | 418          | 418          | 646          | 1,033         |
| 研发费用              | 133          | 141          | 233          | 393           |
| 财务费用              | 264          | 225          | 213          | 175           |
| 资产减值损失            | -7           | -10          | -17          | -28           |
| 信用减值损失            | 1            | -1           | -2           | -3            |
| 其他经营损益            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 投资收益              | 1            | 1            | 1            | 1             |
| 公允价值变动损益          | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 资产处置收益            | 0            | 22           | 24           | 27            |
| 其他收益              | 36           | 19           | 17           | 22            |
| <b>营业利润</b>       | <b>927</b>   | <b>990</b>   | <b>2,260</b> | <b>4,305</b>  |
| 营业外收入             | 5            | 6            | 7            | 7             |
| 营业外支出             | 18           | 19           | 20           | 22            |
| 其他非经营损益           | 0            | 0            | 0            | 0             |
| <b>利润总额</b>       | <b>914</b>   | <b>977</b>   | <b>2,246</b> | <b>4,290</b>  |
| 所得税               | 163          | 146          | 335          | 640           |
| <b>净利润</b>        | <b>751</b>   | <b>831</b>   | <b>1,911</b> | <b>3,650</b>  |
| 少数股东损益            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>751</b>   | <b>831</b>   | <b>1,911</b> | <b>3,650</b>  |
| EPS(元)            | 0.49         | 0.54         | 1.25         | 2.38          |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E  |
|-------------|---------|---------|---------|--------|
| <b>成长能力</b> |         |         |         |        |
| 营收增长率       | -4.01%  | 6.84%   | 65.74%  | 68.60% |
| 营业利润增长率     | -30.56% | 6.86%   | 128.22% | 90.52% |
| 归母净利润增长率    | -34.17% | 10.64%  | 129.90% | 91.02% |
| 经营现金流增长率    | -3.74%  | -30.78% | 203.91% | 71.64% |
| <b>盈利能力</b> |         |         |         |        |
| 毛利率         | 49.47%  | 46.98%  | 53.46%  | 55.86% |
| 净利率         | 19.55%  | 20.25%  | 28.08%  | 31.82% |
| ROE         | 11.54%  | 11.86%  | 23.43%  | 35.28% |
| ROA         | 4.87%   | 5.44%   | 11.18%  | 18.09% |
| <b>估值倍数</b> |         |         |         |        |
| P/E         | 78.26   | 70.73   | 30.77   | 16.11  |
| P/S         | 15.30   | 14.32   | 8.64    | 5.12   |
| P/B         | 9.36    | 8.67    | 7.42    | 5.81   |
| 股息率         | 0.76%   | 0.57%   | 1.30%   | 2.48%  |
| EV/EBITDA   | 11      | 36      | 21      | 12     |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。