



Research and  
Development Center

# 中国稀土：整合开启，掌控提升

—中国稀土(000831)公司深度报告

2023年02月16日

娄永刚 金属新材料首席分析师  
S1500520010002  
010-83326716  
louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属新材料资深分析师  
S1500520040001  
18811761255  
huangliheng@cindasc.com

## 证券研究报告

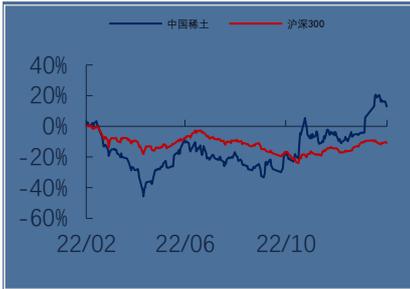
### 公司研究

### 公司首次覆盖报告

(000831)

投资评级

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	39.87
52周内股价波动区间(元)	19.40-45.28
最近一月涨跌幅(%)	14.93
总股本(亿股)	9.80
流通A股比例(%)	100%
总市值(亿元)	391

资料来源：Wind，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

## 中国稀土：整合开启，掌控提升

2023年02月16日

### 报告内容摘要：

- ◆**背靠集团，整合可期。**公司是中国稀土集团旗下唯一上市平台，集团着重对中重稀土资源进行整合，拥有国内62宗稀土矿业权，2022年共72家稀土矿山企业、33家冶炼分离企业为集团所属、代管及整合。从开采配额来看，2022年集团占据了25.78%的岩矿型稀土开采指标和67.94%的离子型稀土开采指标。公司主要从事中重稀土原矿加工与稀土氧化物等产品的生产经营以及稀土技术研发与咨询服务，受益于近两年稀土价格上涨，公司净利润逐年提升。
- ◆**收购复产，双管齐下。**在稀土资源方面，公司2022年底发布公告拟收购江华稀土94.67%股权，江华稀土拥有姑婆山稀土矿采矿权，稀土氧化物资源量共计3.79万吨，2022年净利润为3.22亿元，而中国稀土2022年归母净利润预计为3.62~4.62亿元，江华稀土业绩是中国稀土的89%以上，我们预计江华稀土股权注入后，公司未来业绩将大幅增厚。另外2022年5月赣南稀土矿山升级改造全速复产，公司的资源渠道优势亦将得到进一步巩固。同时公司积极推进圣功寨稀土矿探矿权和肥田稀土矿探矿权的探转采进程。
- ◆**有改有退，盈利提升。**在冶炼分离方面，公司旗下的定南大华与广州建丰主要从事高纯单一稀土氧化物、稀土富集物及稀土盐类产品的生产和销售。定南大华产能4400吨/年，是公司重要的生产基地。目前定南大华已经完成稀土冶炼分离技改升级项目，优化调整了生产工艺和改进了环保措施，盈利能力得到进一步增强。广州建丰产能为3000吨/年，不过存在部分普通生产线闲置情况。另外公司前期的另一冶炼基地赣县红金于2020年启动清算关闭工作，截至2022年半年报，关闭工作正在有序开展当中。
- ◆**掌控提升，良性循环。**在行业发展方面，中国稀土资源储量和产量均处于全球第一，但早期稀土滥采盗挖、价格暴涨暴跌等现象对我国稀土产业产生了较为严重的负面影响。近年来中国政府不断加大稀土资源的掌控力度，从成立六大稀土集团到现在“一南一北、一轻一重”的分布态势，稀土资源整理工作持续推进。我们认为在此背景下，稀土价格或将在现有价格水平上窄幅震荡，行业有望迎来良性发展。同时稀土价格稳定利好磁材行业的成本控制，在新能源汽车产能扩张、降本增效的趋势下，拥有万吨级别产能、快速型号研发能力以及稳定成品生产能力的磁材企业有望脱颖而出，产业链或将迎来良性循环。
- ◆**盈利预测与投资评级：**仅考虑公司已落地项目，不考虑江华稀土股权收购事宜，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为4.28、6.29、8.94亿元，EPS分别为0.44、0.64、0.91元/股，2月16日收盘价对应的PE分别为91x、62x、44x。
- ◆**股价催化剂：**江华稀土股权收购进度超预期；其他稀土资源注入上市公司平台；下游新能源汽车、风电等需求超预期。
- ◆**风险因素：**江华稀土股权收购不及预期；稀土下游需求不及预期造成价格大幅下跌；海外稀土矿山生产超预期导致供给过剩。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,656	2,973	4,158	5,816	8,138
增长率 YoY %	0.6%	79.5%	39.8%	39.9%	39.9%
归属母公司净利润 (百万元)	279	195	428	629	894
增长率 YoY%	224.8%	-30.0%	119.0%	46.9%	42.1%
毛利率%	16.9%	12.7%	17.3%	17.2%	17.2%
净资产收益率 ROE%	11.3%	7.5%	14.1%	17.2%	19.6%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.20	0.44	0.64	0.91
市盈率 P/E(倍)	140.18	200.14	91.39	62.19	43.76
市净率 P/B(倍)	15.89	15.04	12.91	10.69	8.59

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 02 月 16 日收盘价

## 目 录

投资聚焦	6
中重稀土龙头企业	7
历史悠久的中重稀土龙头企业	7
受益稀土价格上涨，公司业绩增厚	8
背靠集团，资源整合再出发	10
资源注入叠加矿山复产，资源保障力增强	15
江华稀土矿：资源注入，公司业绩弹性提升	15
赣南稀土矿：复产顺利，扩大公司资源来源	16
圣功寨稀土矿和肥田稀土矿：公司资源后备力量	16
有效产能技改叠加低效产能出清，盈利能力提升	17
定南大华：技改后盈利能力大幅提升	17
广州建丰：主攻定制化产品	19
赣县红金：清算关闭，公司轻装上阵	19
稀土行业资源整合，产业链有望迎来良性发展	20
中国稀土资源储量丰富，呈现北轻南重格局	20
实行配额制，政府加大资源掌控力度	22
新能源推动稀土需求提升	23
稀土价格或将以现价水平为中枢震荡整理	26
盈利预测、估值与投资评级	26
盈利预测及假设	26
估值与投资评级	27
风险因素	27

## 表 目 录

表 1: 2022 年中国稀土集团有限公司所属、代管及整合合作稀土矿山企业名单（仅列已下达生产计划企业名单）	12
表 2: 2022 年中国稀土集团有限公司所属、代管及整合合作稀土冶炼分离企业名单（仅列已下达生产计划企业名单）	12
表 3: 中国稀土集团战略合作协议多方位铺开（不完全统计）	14
表 4: 江华稀土矿资源储量及生产规模	15
表 5: 圣功寨稀土矿资源情况	17
表 6: 肥田稀土矿资源情况	17
表 7: 定南大华技改项目完成后产品产能情况	18
表 8: 稀土矿山的主要类型	21
表 9: 主要上市公司稀土磁材扩张规划	25
表 10: 稀土配额边际缺口（万吨）	25
表 11: 盈利预测关键假设（万元）	27
表 12: 可比公司估值比较表	27

## 图 目 录

图 1: 中国稀土历史沿革	7
图 2: 公司股权结构图	8
图 3: 公司营业收入及同比增速	9
图 4: 公司归母净利润及同比增速	9
图 5: 公司净利率及毛利率（%）	9
图 6: 公司四费占营业收入比例（%）	9
图 7: 公司营收结构（按产品划分，万元）	9
图 8: 公司毛利结构（按产品划分，万元）	9
图 9: 公司分产品毛利率（%）	10
图 10: 公司稀土产品生产销售情况（吨）	10
图 11: 2021 年岩矿型稀土开采控制指标（折 REO,吨）	13
图 12: 2022 年岩矿型稀土开采控制指标（折 REO,吨）	13
图 13: 2021 年离子型稀土开采控制指标（折 REO,吨）	13
图 14: 2022 年离子型稀土开采控制指标（折 REO,吨）	13
图 15: 中国稀土上市公司产权控制关系（资产重组前）	14
图 16: 中国稀土上市公司产权控制关系（资产重组后）	14
图 17: 江华稀土总资产与净资产（亿元）	16
图 18: 江华稀土营业收入与净利润（亿元）	16
图 19: 定南大华营收及净利（万元）	18
图 20: 定南大华营收增速及净利率	18
图 21: 广州建丰营收及净利（万元）	19

图 22: 广州建丰营收增速及净利率.....	19
图 23: 赣县红金营收及净利 (万元) .....	19
图 24: 赣县红金营收增速及净利率.....	19
图 25: 稀土元素介绍 .....	20
图 26: 稀土产业链.....	20
图 27: 全球主要稀土国储量变化 (万吨) .....	21
图 28: 全球主要稀土国储量占比 .....	21
图 29: 中国稀土储量分布及主要稀土矿床分布图 .....	22
图 30: 1995~2020 年期间全球各国稀土氧化物年产量 (吨) .....	23
图 31: 中国稀土开采控制指标 (折 REO, 吨) .....	23
图 32: 中国稀土冶炼分离指标 (折 REO, 吨) .....	23
图 33: 中国稀土功能材料产量结构.....	24
图 34: 美国稀土下游应用占比.....	24
图 35: 中国钕铁硼磁体产量稳定提升 (万吨) .....	24
图 36: 氧化镨钕价格 (元/吨) .....	26
图 37: 氧化镝价格 (元/吨) .....	26

## 投资聚焦

---

中国稀土作为集团内唯一上市平台，中重稀土资源渠道较广。中国稀土集团成立后着重对中重稀土资源进行整合，拥有国内 62 宗稀土矿业权，2022 年共 72 家稀土矿山企业、33 家冶炼分离企业为集团所属、代管及整合。从开采配额来看，2022 年集团占据了 25.78% 的岩矿型稀土开采指标和 67.94% 的离子型稀土开采指标。在稀土资源整合背景下，不排除集团将优质的中重稀土资源注入到上市公司平台。

## 中重稀土龙头企业

### 历史悠久的中重稀土龙头企业

公司主要从事中重稀土原矿加工与稀土氧化物等产品的生产经营以及稀土技术研发与咨询服务。公司主要产品为高纯的单一稀土氧化物及稀土富集物等，通过外购稀土原料等方式进行分离加工而得，下游为磁性材料、发光材料、催化材料、晶体材料以及高端电子元器件等领域。

自成立以来，公司始终专注从事中重稀土产业运营，在生产技术、产品品质、质量控制、节能环保、贸易经营、团队管理、合规运营等方面建立了较好优势，近年来经营规模和业绩持续向好，资产质量不断提升，资产负债结构合理。作为中央企业实际控制的专业化稀土上市平台，公司以其主业突出、股权多元、治理科学、运营高效、盈利良好等优势获得各方较好认可。

公司前身为山西关铝股份公司，于1998年成立并于深圳证券交易所上市，2009年，中国五矿变更为公司第一大股东。2011年，公司第一大股东变更为五矿股份，成为实际控制人。同年，公司因连续三年亏损退市。2012年，公司以非公开发行股份的方式购买五矿稀土赣州以及稀土研究院合计100%股权。2013年成功借壳上市，关铝股份更名为五矿稀土。2014年，公司收购广州建丰75%股权。2016年，公司收购华泰鑫拓100%股权。2022年，中国稀土集团通过无偿划转，成为实际控制人，五矿稀土正式更名为中国稀土。

图 1：中国稀土历史沿革



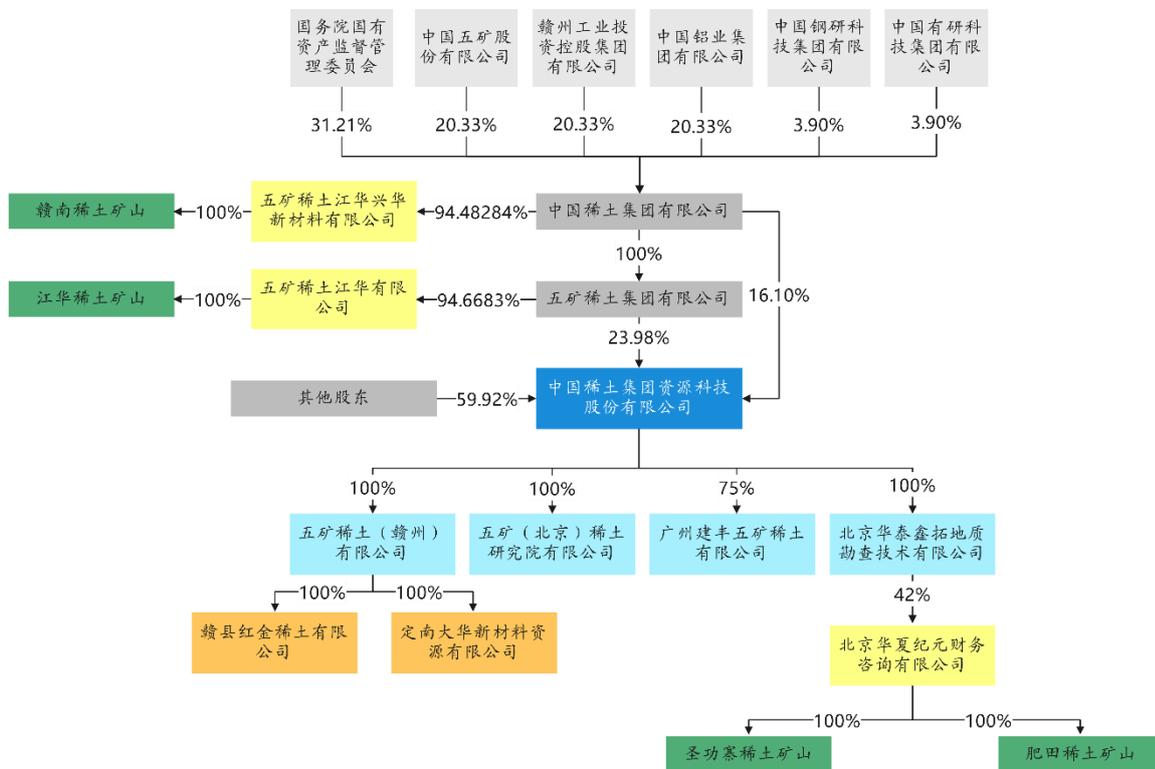
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司最大股东为五矿稀土集团有限公司，实际控制人为中国稀土集团有限公司，最终控制人为国务院国资委。公司拥有三个二级全资子公司以及一个二级控股子公司，拥有两个全资三级子公司。

公司旗下的**稀土研究院**是公司稀土产品研发平台，主要从事稀土开采、分离环节节能环保的资源综合利用和工艺改进及稀土应用产品的研究与开发工作，系国家“863”和“973”计划承担单位。其已形成的核心技术主要包括稀土分离工艺优化设计系统、溶剂萃取法分离生产超高纯稀土技术、稀土分离生产过程物料联动循环利用环保技术等。

公司旗下的**定南大华与广州建丰**主要从事高纯单一稀土氧化物、稀土富集物及稀土盐类产品的生产和销售，依托公司先进的技术以及研发支持，其生产的部分单一稀土氧化物纯度可达到99.999%以上，资源利用率达到98.5%以上，在产品质量、产品纯度、产品单耗、定制化产品供给及污染物排放标准等方面在国内中重稀土冶炼分离行业具有显著的竞争优势。

图 2：公司股权结构图



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

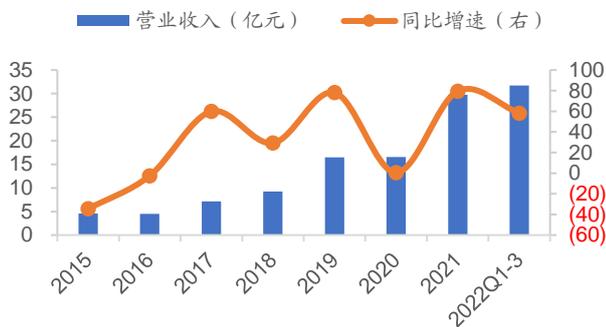
## 受益稀土价格上涨，公司业绩增厚

公司业绩受稀土价格影响较大。2015年稀土销售价格持续走低，公司计提的存货跌价准备同比大幅增长，子公司商誉出现大幅减值，2015全年资产减值损失为5.08亿元，导致2015年公司净利润为-3.98亿元，净利率为-89.63%。2020年稀土价格大幅上调，公司毛利率同比增长5.75pct至16.90%。伴随着稀土价格高涨，公司2021年扩大稀土销售量，同比增长79.44%至8379吨，营业收入随之提升79.50%至29.73亿元。2022年稀土价格同比上涨，公司前三季度营业收入同比增长58.21%至31.69亿元，净利润同比增长85.99%至3.68亿元。

受益于2022年部分稀土产品的市场价格同比增长较多，公司销售毛利率及整体盈利水平

较 2021 年同期上升，公司预计 2022 年实现归母净利 3.62~4.62 亿元，同比增长 85.01%~136.19%。

图 3: 公司营业收入及同比增速



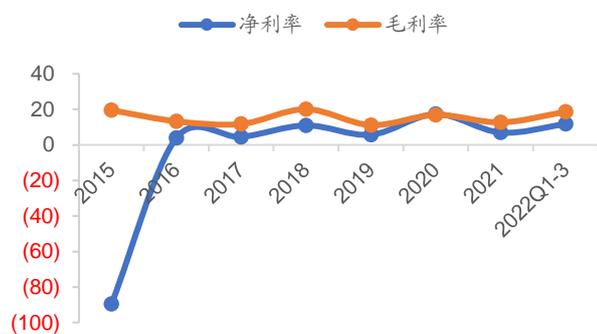
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司归母净利润及同比增速



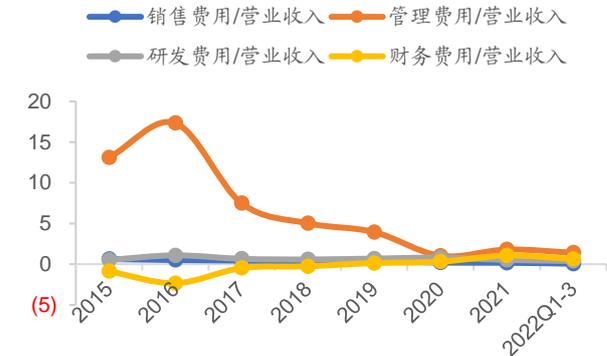
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司净利率及毛利率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

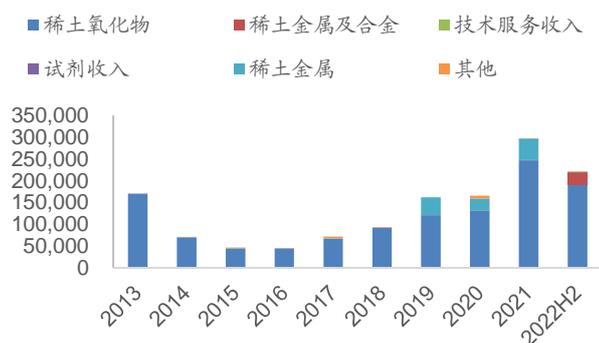
图 6: 公司四费占营业收入比例 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

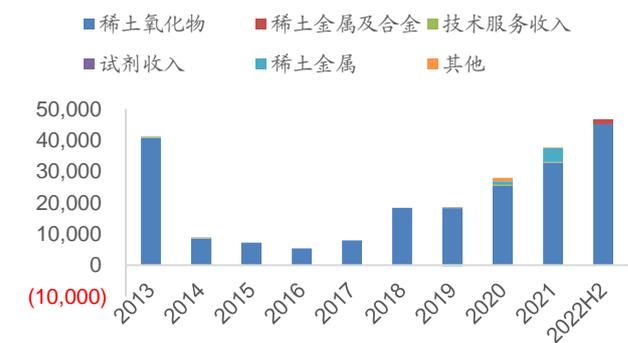
公司业务专一，目前营业收入基本都来源于稀土行业。分产品来看，公司营业收入和毛利主要依托稀土氧化物、稀土金属及合金和稀土金属，2022 上半年，稀土氧化物在营业收入中占比为 86.42%，稀土金属及合金（在原有稀土金属业务基础上发展而来）占比为 13.20%。毛利结构中，2022H1 稀土氧化物占比为 95.31%，稀土金属及合金占比为 3.17%。2022 年上半年，稀土氧化物毛利率为 23.81%，盈利能力大于稀土金属。

图 7: 公司营收结构 (按产品划分, 万元)

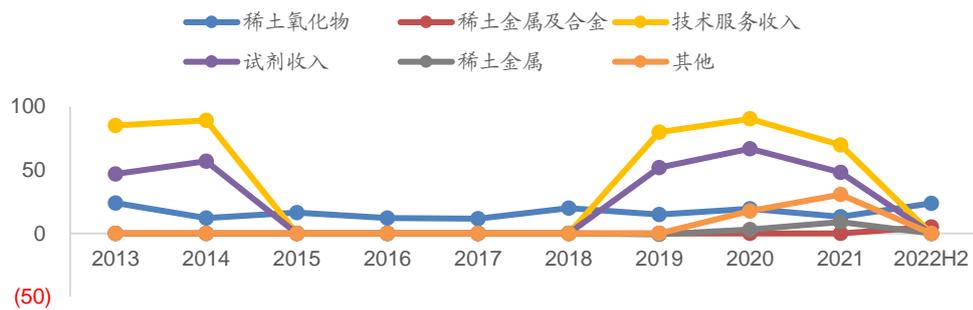


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 公司毛利结构 (按产品划分, 万元)

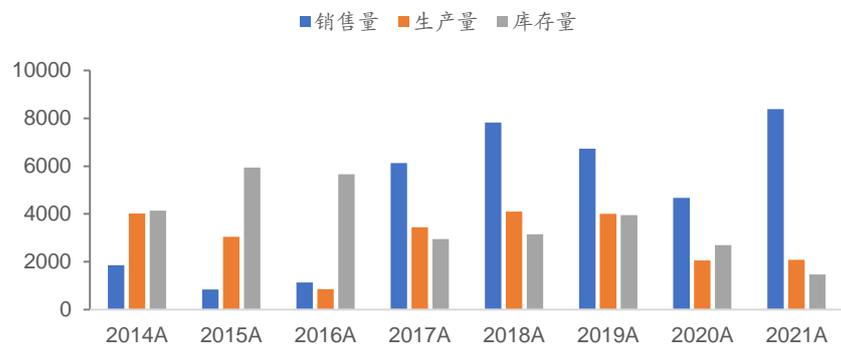


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 9: 公司分产品毛利率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司拥有稀土产能 7400 吨（不含赣州红金产能），严格按照政府下发的稀土生产指标进行生产（2016-2018 年冶炼分离指标均为 4627 吨）。2020 年公司生产量同比下降 48.53%，主要系子公司赣县红金因政策性搬迁于 2019 年 8 月份逐步停产以及公司结合市场变化等情况落实年度生产经营安排所致。原材料方面，公司根据市场原则进行原料采购，采购地包括江西赣州及国内外其他地区。所采购的原料按照稀土元素配分及市场行情等因素综合定价。

**图 10: 公司稀土产品生产销售情况 (吨)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 背靠集团，资源整合再出发

2021 年 12 月，国务院同意中铝集团、中国五矿、赣州市人民政府等进行相关稀土资产的战略性重组，并新设中国稀土集团公司，将中铝集团持有的中国稀有稀土公司 47.18% 的股份、中国五矿持有的五矿稀土 16.10% 的股份和五矿稀土集团 100% 的股份以及赣州稀土集团持有的南方稀土集团 94.49% 的股份、赣州稀有金属交易所 80% 的股份和中蓝稀土 36% 的股份整体划入中国稀土集团。

组建后的中国稀土集团有限公司，是国务院国资委管理的股权多元化中央企业，业务范围涵盖稀土科技研发、勘探开发、冶炼分离、精深加工、下游应用、成套装备、技术咨询服务、进出口及贸易等全产业链领域。中国稀土集团的成立，标志着稀土产业步入高质量可持续发展的新阶段。

## 1.五矿稀土集团

五矿集团旗下共拥有稀土企业 31 家，持有位于广东梅州的 1 本稀土探矿权证和位于湖南江华、福建宁化、云南陇川的 3 本稀土采矿权证；并控股赣县红金、定南大华、广州建丰等 8 家优质稀土冶炼分离厂，中重稀土分离产能居全球首位。

## 2.中国稀有稀土股份有限公司

中国稀有稀土股份有限公司前身是创立于 1988 年，隶属原国家经贸委的中国稀土开发公司。2014 年 8 月，中国铝业公司以其控股的中国稀有稀土有限公司为整合主体，重点整合广西、江苏、山东、四川等省（区）的稀土开采、冶炼分离、综合利用企业。

中国稀有稀土主营业务横跨广西、江苏、四川、山东、天津、河南、贵州等 7 省，主要从事稀有稀土金属矿产资源开发、冶炼分离、深加工和贸易业务，在江苏、广西、四川、山东等省区均拥有稀土冶炼分离生产线，能实现稀土氧化物全分离，并能根据客户需求生产不同纯度规格的稀土氧化物产品。

中国稀有稀土现有 9 家直属二级实体企业，其中 5 家稀土业务企业，分别是中稀（江苏）稀土有限公司、中铝广西有色稀土开发有限公司、中稀（四川）稀土有限公司、中稀（山东）稀土有限公司和中稀依诺威（山东）磁性材料有限公司。

## 3.南方稀土集团

南方稀土集团成立于 2015 年，由赣稀集团牵头成立，江铜集团和江钨控股集团参股。南方稀土集团是中国南方离子型稀土资源龙头企业。集团拥有 56 宗稀土采矿权证，占全国南方离子型稀土采矿权证的 67%，掌握全国约 50% 的离子型稀土配额生产量指标。

赣州稀土集团作为赣州稀土矿山的唯一运营者，拥有 44 本稀土采矿权，是国内重稀土资源的最大供给方。赣州稀土集团拥有年配额生产力 9000 吨，掌握全国 60% 以上的离子型稀土配额生产力和稀土氧化物供应量。江钨控股控制了赣州市外江西省内唯一的采矿权和冶炼分离企业。江铜集团则控制了四川省内最大的稀土矿山和冶炼分离企业。

中国稀土集团的成立标志着国家对中重稀土资源的进一步掌控。集团整合了国内优质的离子型和岩矿型稀土资源，拥有国内 62 宗稀土矿业权，根据《中国稀土集团有限公司所属、代管及整合合作稀土矿山、冶炼分离企业名单》，2022 年共 72 家稀土矿山企业、33 家冶炼分离企业为集团所属、代管及整合，其中 17 家矿山企业、29 家冶炼企业下达计划。集团坚持生态优先、绿色发展，两种资源、两个市场，积极拓展国内外稀土资源获取和推动绿色高效开发利用，推动和引领稀土资源开发的高质量发展新格局。

集团公司稀土冶炼分离企业涵盖处理离子型稀土矿和岩矿型稀土矿的冶炼分离生产线，主要分布在江西、广西、山东、江苏、广东、湖南等省（自治区）。冶炼分离产品品种齐全，高纯产品质量和市场份额均处于领先地位，“光纤级氧化铈”、“晶体级氧化镧”、“激光级氧化钪”等多个产品获高新技术产品认定。拥有 1 家国家级专精特新企业，2 家省级专精特新企业，6 家高新技术企业。

**表 1: 2022 年中国稀土集团有限公司所属、代管及整合合作稀土矿山企业名单 (仅列已下达生产计划企业名单)**

序号	矿山名称	矿山地点
1	四川江铜稀土有限责任公司牦牛坪稀土矿山	四川省冕宁县牦牛坪乡
2	冕宁县万凯丰稀土矿业有限公司木洛邦家梁子稀土矿山	四川省冕宁县南河乡
3	冕宁县友盛稀土开发有限公司木洛矿区碉楼山稀土矿	四川省冕宁县南河乡
4	冕宁冕里稀土选矿有限责任公司羊房稀土矿	四川省凉山州冕宁县
5	四川和地矿业发展有限公司大陆槽稀土矿	四川省凉山州德昌县
6	德昌厚地稀土矿业有限公司大陆槽稀土矿	四川省凉山州德昌县
7	赣州稀土矿业有限公司甲子背稀土矿	江西省定南县岭北镇
8	赣州稀土矿业有限公司开子崇稀土矿	江西省定南县岭北镇
9	赣州稀土矿业有限公司三丘田稀土矿	江西省定南县岭北镇
10	赣州稀土矿业有限公司足洞稀土矿	江西省龙南县东江乡、黄沙乡、关西镇、汶龙镇
11	江西江钨万安稀土矿	江西省万安县夏造镇
12	广西国兴稀土矿业有限公司六汤稀土矿	广西自治区崇左市
13	广西钟山-富川花山稀土矿区南矿段稀土矿	广西自治区贺州市
14	山东微山湖稀土有限公司微山湖稀土矿	山东省济宁市
15	五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿	湖南省永州市
16	福建省三明稀土材料有限公司中山稀土矿	福建省三明市宁化县
17	陇川县龙安稀土矿	云南省德宏州陇川县

资料来源:《中国稀土集团有限公司所属、代管及整合合作稀土矿山、冶炼分离企业名单(2022年)》,信达证券研发中心

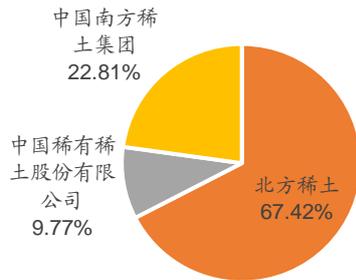
**表 2: 2022 年中国稀土集团有限公司所属、代管及整合合作稀土冶炼分离企业名单 (仅列已下达生产计划企业名单)**

序号	企业名称	企业地点
1	中稀(常熟)稀土新材料有限公司	江苏省常熟市
2	中稀(常州)稀土新材料有限公司	江苏省常州市
3	中稀(宜兴)稀土新材料有限公司	江苏省宜兴市
4	江阴加华新材料资源有限公司	江苏省江阴市
5	湖南稀土金属材料研究院	湖南省长沙市
6	益阳鸿源稀土有限责任公司	湖南省益阳市
7	永州市湘江稀土有限责任公司	湖南省永州市
8	五矿稀土江华兴华新材料有限公司	湖南省永州市
9	汨罗市恒锋新材料有限公司	湖南省岳阳市汨罗市
10	全南县新资源稀土有限责任公司	江西省赣州市
11	定南大华新材料资源有限公司	江西省赣州市
12	赣州稀土龙南冶炼分离有限公司	江西省赣州市龙南县东江乡大稳村
13	赣州稀土(龙南)有色金属有限公司	江西省赣州市龙南县东江新圳工业园
14	江西明达功能材料有限责任公司	江西省赣州市安远县版石镇郊西路
15	龙南龙钇重稀土科技股份有限公司	江西省赣州市龙南县东江乡晓坑村
16	江西金世纪新材料股份有限公司	江西省南昌市江西省南昌市经开区白水湖路 89 号
17	乐山盛和稀土股份有限公司	四川省乐山市
18	四川省冕宁县方兴稀土有限公司	四川省凉山彝族自治州西昌市航天大道一段 170 号
19	冕宁县飞天实业有限责任公司	四川省凉山彝族自治州冕宁县稀土工业园区
20	四川省乐山锐丰冶金有限公司	四川省乐山市五通桥区竹根镇祥新华村
21	德昌县志能稀土有限责任公司	四川省凉山彝族自治州德昌县银鹿工业园区
22	漫水湾稀土冶炼分离厂(四川江铜稀土有限责任公司)	四川省冕宁县漫水湾镇
23	钢研集团稀土科技有限公司	山东省潍坊市
24	淄博加华新材料资源有限公司	山东省淄博市
25	山东中凯稀土材料有限公司	山东省淄博市
26	广州建丰五矿稀土有限公司	广东省广州市从化鳌头镇
27	中稀(广西)有色金属源稀土新材料有限公司	广西自治区贺州市
28	广西国盛稀土新材料有限公司	广西自治区崇左市
29	广西域潇西骏稀土功能材料有限公司	广西自治区梧州市

资料来源:《中国稀土集团有限公司所属、代管及整合合作稀土矿山、冶炼分离企业名单(2022年)》,信达证券研发中心

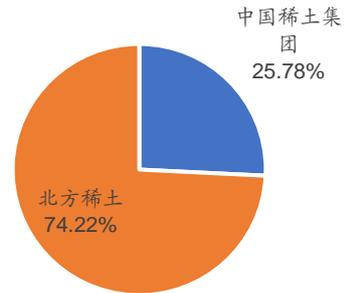
从开采指标来看，未来“一南一北、一轻一重”格局已基本奠定。中国稀土集团成立前，岩矿型稀土开采指标主要集中在北方稀土、中国稀有稀土股份有限公司和中国南方稀土集团中，资产重组后，2022年岩矿型稀土开采指标全部由北方稀土和中国稀土集团承接，以北方稀土为主，资源集中度进一步提升。离子型稀土开采控制指标2021年分配较为分散，主要由5家集团承接，中国稀土集团成立后，继承了南方稀土集团、中国稀有稀土股份有限公司和五矿稀土集团的比例，2022年分得67.94%的指标，另外的份额由厦门钨业和广东省稀土集团承接，比例与2021一致。

图 11: 2021 年岩矿型稀土开采控制指标 (折 REO,吨)



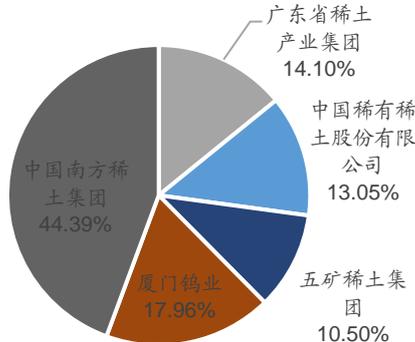
资料来源:工业和信息化部, 信达证券研发中心

图 12: 2022 年岩矿型稀土开采控制指标 (折 REO,吨)



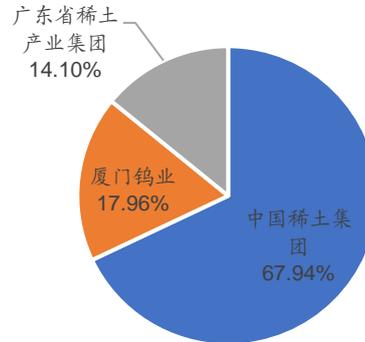
资料来源:工业和信息化部, 信达证券研发中心

图 13: 2021 年离子型稀土开采控制指标 (折 REO,吨)



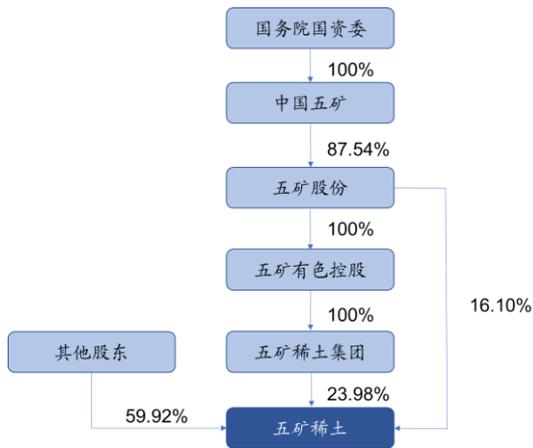
资料来源:工业和信息化部, 信达证券研发中心

图 14: 2022 年离子型稀土开采控制指标 (折 REO,吨)

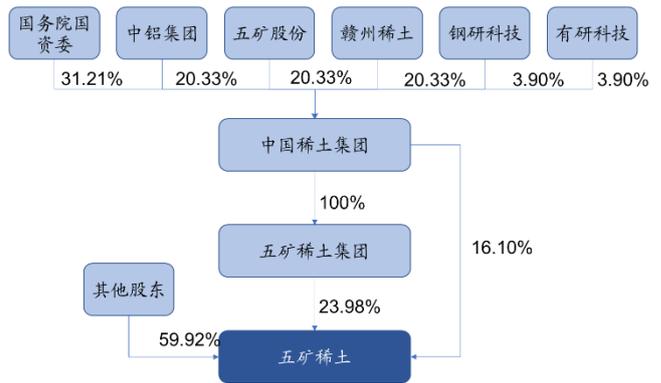


资料来源:工业和信息化部, 信达证券研发中心

公司是中国稀土集团旗下唯一上市企业。2022年1月18日，五矿股份与中国稀土集团签署《五矿稀土股份划转协议》，将其持有的五矿稀土16.10%股份划转给中国稀土集团，五矿有色控股与中国稀土集团签署《五矿稀土集团股权划转协议》，将其持有的五矿稀土集团100%股权划转给中国稀土集团。自此中国稀土集团直接持有公司16.10%的股份，通过全资子公司五矿稀土集团持有公司23.98%的股份，合计持有公司40.08%的股份，成为公司的实际控制人。

**图 15: 中国稀土上市公司产权控制关系 (资产重组前)**


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

**图 16: 中国稀土上市公司产权控制关系 (资产重组后)**


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

**中国稀土集团成立后多方面的战略合作推进中。**集团积极推进与地方政府的合作，先后同湖南省政府和赣州市政府签订战略合作协议，推动地方稀土资源整合与开发；集团积极同其他稀土集团展开业务交流与合作，推动业务发展；集团与高校展开“产学研”创新交流，共同促进稀土产业绿色可持续发展，更好地推动高质量跨越式发展。

**2023 年 1 月，中国稀土集团投资四川江铜稀土有限公司，持有其 51% 股权，成为该企业的大股东。**该股权由江西铜业公司股权划转。四川江铜拥有中国第二大轻稀土矿冕宁县牦牛坪稀土矿的采矿权，并已具备年产 REO30000 吨稀土精矿产能、1.6 万吨的冶炼分离产能、2000 吨的金属产能和 4000 吨的钹铁硼薄片的产能。

**表 3: 中国稀土集团战略合作协议全方位铺开 (不完全统计)**

日期	相关单位	主要内容
2022/3/31	赣州市人民政府 中科院赣江创新研究院 江西理工大学	将大力推进稀土“政产学研”协同创新，共促稀土产业绿色可持续发展，更好地推动高质量跨越式发展。
2022/7/19	有研集团	双方签署《共建稀土创新基地合作协议》，将在稀土资源开发利用、稀土永磁材料、稀土催化材料等领域深化科研力量整合,加强科技人才队伍培养,强化产业基础研究和应用基础研究,努力打造世界一流的稀土新材料工程技术创新中心
2022/9/21	江铜集团	
2022/10/31	广晟集团	中国稀土集团将与广晟集团在稀土产业、科研、人才等多个领域开展合作，通过资源整合和产业互补，加快推进央地战略协同，共同推进我国稀土产业高质量发展。此次合作有利于深入贯彻落实党的二十大精神，促进国有经济布局优化和结构调整；有利于聚焦优势资源更好服务国家战略；有利于助推广东省稀土产业转型升级和做强做优做大，打造央地合作和“湾区+老区”跨区域合作的新典范。
2022/11/30	湖南省人民政府	未来将以中国稀土集团为主体，加快包括相关稀土分离及综合回收利用企业在内的湖南省内稀土产业整合，推动离子型稀土矿权配置，形成湖南离子型稀土和独居石综合利用并重为特色的稀土资源供应体系，布局建设采、选、冶及应用为一体的湖南稀土新材料产业园及其配套项目建设，加强湖南省内产学研用产业链整合及合作，实现中国稀土集团打造湖南“资源开发绿色化，冶炼分离智能化，产品应用高端化”的稀土版图，促进湖南稀土产业高质量发展。为贯彻落实战略合作协议，中国稀土集团还与湖南省国资委、湖南黄金集团共同签署了增资协议书。

资料来源:中国稀土集团官网, 信达证券研发中心

## 资源注入叠加矿山复产，资源保障力增强

随着中国稀土集团专业化整合工作的持续推进、稀土产业链高质量发展改革工作的不断深入，江华稀土矿山持续保持稳定高效供应，赣南稀土矿山升级改造复产取得积极成效，公司的资源渠道得到进一步巩固。同时公司采取的组织生产原料储备以及建立多种类原料采购渠道等方式，能够较好保证所需稀土原料的高质、稳定供应，且在一定程度上可以减少原材料价格波动的风险。

### 江华稀土矿：资源注入，公司业绩弹性提升

江华稀土矿是中国单离子型稀土开采指标最大的矿山，是“国家级绿色矿山试点单位”中第一家离子型稀土矿。江华县姑婆山稀土矿位于湖南省永州市江华瑶族自治县河路口镇，2014年6月，矿权面积由0.11平方公里扩至11.74平方公里，稀土矿石量3542万吨，稀土氧化物资源量3.79万吨，证载生产规模为302万吨/年。

江华稀土矿2014年取得环境保护部的批复，项目采用原地浸矿工艺，最终产品为碳酸稀土，年产量为7000吨（折合混合氧化物2000吨），稀土资源回收率85%。

表 4：江华稀土矿资源储量及生产规模

矿山名称	采矿权人	开采主矿种	开采方式	稀土矿石量 (332+333) (万吨)	稀土氧化物资源量 (吨)	稀土品位	生产规模 (万吨/年)	矿区面积 (平方公里)
五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿	五矿稀土江华有限公司	轻稀土矿	露天开采	3542	37890	0.11%	302	11.7436

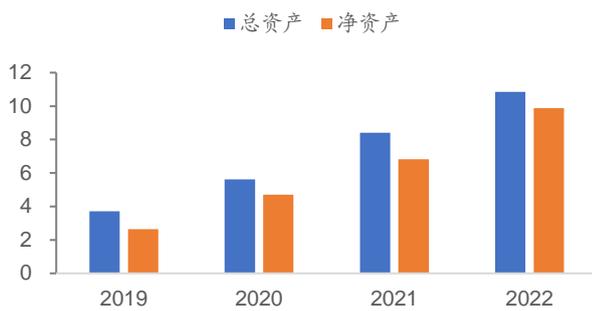
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

江华稀土自矿山2020年建成投产以来，营业收入与净利润逐年增长，2022年营业收入为7.02亿元，净利润3.22亿元，净利率达46%。

江华稀土矿建设期，中国稀土及控股方无实质性供应原材料的稀土矿山，所需原材料均需向外采购。2021年投产后，可供原料不足以满足所属分离企业冶炼分离产能需要，中国稀土现阶段部分原材料仍需向外采购。

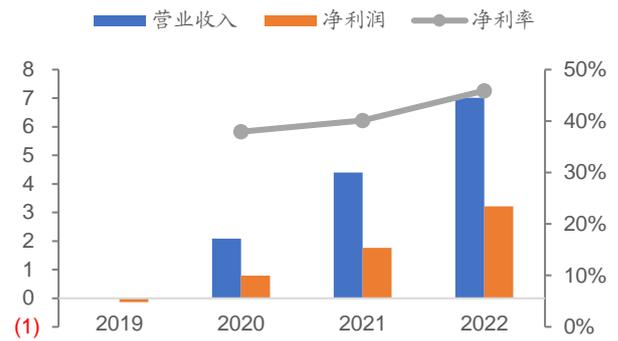
2022年12月31日，公司发布公告，拟收购五矿稀土集团持有的94.67%江华稀土的股权，江华稀土持有100%江华兴华新材料公司的股权。本次发行完成后，公司将具备稀土原矿开采能力，进一步促进与稀土分离业务的协同发展，同时江华稀土可借助上市公司平台加快矿山及配套项目建设。

根据中国稀土2022年业绩预告，其归母净利预计为3.62~4.62亿元，江华稀土业绩是中国稀土的89%以上，我们预计江华稀土股权注入后，公司未来净利润有望大幅增长。

**图 17: 江华稀土总资产与净资产 (亿元)**


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

(注: 此财务数据未经审计)

**图 18: 江华稀土营业收入与净利润 (亿元)**


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

(注: 此财务数据未经审计)

江华新材是江华稀土的全资子公司, 江华新材目前已经启动 5000 吨 REO/年的稀土全分离技改项目前期工作。该项目原材料为稀土氧化物混合精矿, 来源为江华稀土和进口缅甸矿, 因此江华稀土计划在距离姑婆矿山 4km 的江华高新技术产业开发区河路口片区建设矿产品加工厂, 将稀土碳酸盐精矿灼烧成稀土氧化物混合精矿。矿产品加工项目为新建项目, 拟投资 2457 万元, 建设期 6 个月。项目初步设计年处理稀土碳酸盐精矿 18000 吨/年 (TREO18.17%, 湿基), 生产稀土氧化物混合精矿 3554.35 吨/年 (折 REO3270 吨)。

### 赣南稀土矿: 复产顺利, 扩大公司资源来源

赣南稀土矿山隶属于中国稀土集团, 2022 年 5 月赣南稀土矿山升级改造全速复产, 结束了长达 6 年的停产。赣南稀土矿山升级改造复产取得积极成效, 公司的资源渠道优势亦将得到进一步巩固。

赣州市定南县岭北镇三丘田稀土矿山是其中复产之一, 三丘田二富集站最先技改完成, 规模为 200 吨/年 (折 REO), 该富集站 2020 年 11 月开工建设, 主体工程和配套设施于 2021 年 2 月竣工, 并于 2021 年 2 月试运行。

### 圣功寨稀土矿和肥田稀土矿: 公司资源后备力量

公司 2017 年通过华泰鑫拓参股华夏纪元持有圣功寨稀土矿探矿权和肥田稀土矿探矿权的 42% 的股份。目前圣功寨稀土矿探矿权和肥田稀土矿探矿权办理探转采的相关工作正在推动中。公司优先开展圣功寨稀土矿探转采办理工作, 现阶段, 圣功寨稀土矿矿山地质环境保护与土地复垦方案已通过自然资源部的审查, 并完成网上公示。

如相关工作顺利实施, 将为公司后续进一步实现资源的开发利用、提升公司在稀土产业发展中的综合实力和竞争优势奠定较好基础。

**表 5: 圣功寨稀土矿资源情况**

矿产名称	资源类型	矿石量 (万吨)	全相平均品味 (%)	全相 (RE <sub>2</sub> O <sub>3</sub> ) 资源量 (吨)	离子相平均品位 (%)	离子相 (RE <sub>2</sub> O <sub>3</sub> ) 资源量 (吨)
圣功寨稀土矿	332	3611.36	0.109	36020	0.07	23053
	333	2307.53	0.118	24913	0.076	15944
	<b>合计</b>	<b>5918.89</b>	<b>0.113</b>	<b>60933</b>	<b>0.072</b>	<b>38997</b>

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

**表 6: 肥田稀土矿资源情况**

矿产名称	资源类型	矿石量 (万吨)	全相平均品味 (%)	全相 (RE <sub>2</sub> O <sub>3</sub> ) 资源量 (吨)	离子相平均品位 (%)	离子相 (RE <sub>2</sub> O <sub>3</sub> ) 资源量 (吨)
肥田稀土矿	332	3729.96	0.112	38100	0.08	27131
	333	5024.95	0.109	49883	0.077	35306
	<b>合计</b>	<b>8754.91</b>	<b>0.11</b>	<b>87983</b>	<b>0.078</b>	<b>62437</b>

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

## 有效产能技改叠加低效产能出清, 盈利能力提升

公司旗下的定南大华与广州建丰主要从事高纯单一稀土氧化物、稀土富集物及稀土盐类产品的生产和销售, 依托公司先进的技术以及研发支持, 其生产的部分单一稀土氧化物纯度可达到 99.999% 以上, 资源利用率达到 98.5% 以上, 在产品质量、产品纯度、产品单耗、定制化产品供给及污染物排放标准等方面在国内中重稀土冶炼分离行业具有显著的竞争优势。

### 定南大华: 技改后盈利能力大幅提升

定南大华产能 **4400 吨/年**, 是公司重要的生产基地。定南大华位于江西省赣州市定南县, 2004 年成立, 2006 年 10 月 2000 吨/年的离子型稀土氧化物产能建成投产, 2008 年并入五矿稀土集团, 同年对原有的生产线进行了调整和扩展, 于 2011 年 3 月产能增加至 4400 吨/年的稀土氧化物产能。目前, 定南大华已经完成稀土冶炼分离技改升级项目, 在现已形成 4400 吨产能规模的基础上, 通过优化调整生产工艺和改进环保措施进行技改, 减少了对环境的不利影响。

定南大华主要生产 14 种高纯单一稀土化合物及 2 种共沉产品, 10 种产品的纯度大于 99.99%, 其中高纯氧化镧、高纯氧化钇(纯度≥99.999%)为公司的“拳头”产品, 主要出口美国、日本、韩国、欧盟等发达国家和地区。产品质量在同行业中居于前位, 相关产品在高纯光学材料市场中占有率较高。

**表 7: 定南大华技改项目完成后产品产能情况**

序号	指标名称	单位	数量	备注
设计规模				
	稀土氧化物产量	t/a	4400	以 REO 计
2	产品产量	t/a		
2.1	氧化镧	t/a	999.7	100.00%
2.2	氧化铈	t/a	159.3	100.00%
2.3	氧化钆	t/a	203.3	99.90%
2.4	氧化铈	t/a	14.5	100.00%
2.5	氧化钇	t/a	204.2	100.00%
2.6	氧化铽	t/a	31.7	100.00%
2.7	氧化镨	t/a	185.2	99.90%
2.8	氧化钪	t/a	35.6	99.90%
2.9	氧化铒	t/a	97.2	99.90%
2.1	氧化铟	t/a	13.2	100.00%
2.11	氧化钪	t/a	1192	100.00%
2.12	氧化镨	t/a	253.9	99.90%
2.13	氧化钆	t/a	917.4	99.90%
2.14	氧化铽	t/a	81.4	99.99%
2.15	氧化镨	t/a	11.4	100.00%
3	原料需要量			
	离子型稀土矿 (稀土氧化物)	t/a	4913	含 REO>92%

资料来源: 定南大华新材料资源有限公司稀土冶炼分离技改升级项目环境影响报告书, 信达证券研发中心

定南大华是公司全资子公司, 2021 及 2022 上半年营业收入及净利润大幅增长, 同时得益于稀土价格的高位及定南大华项目技改的落地, 2022 年上半年定南大华净利率达到 26%。

**图 19: 定南大华营收及净利 (万元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 20: 定南大华营收增速及净利率**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 广州建丰：主攻定制化产品

广州建丰主要经营中重稀土原矿和稀土富集物的分离、来料加工以及稀土氧化物的生产和销售。广州建丰成立于1999年，位于广州市从化经济开发区洪德工业园内，前身为从化市建丰稀土贸易有限公司。2014年，公司以现金3.96亿元收购了五矿稀土集团持有的广州建丰75%的股权，取得对广州建丰的控制。

2020年广州建丰在定制化稀土氧化物生产线上开发出稀土分离体系数字化互联系统，达到“分散监控、集中控制”的效果，保障了高附加值产品质量的一致性，该系统是稀土分离生产体系数字化的首次尝试，为未来实现自动化生产奠定了基础。

2021年广州建丰开展了部分放射性敏感元素去除制备工艺的研究、新型萃取分离工艺制备单一高纯氧化物的研究和大比表面积粉体材料中试工艺研究等基础项目的研究。

广州建丰产能为3000吨/年，不过存在部分普通生产线闲置情况。2022年上半年广州建丰营业收入为8458万元，净利润为1974万元，净利率为23%。

图 21：广州建丰营收及净利（万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22：广州建丰营收增速及净利率

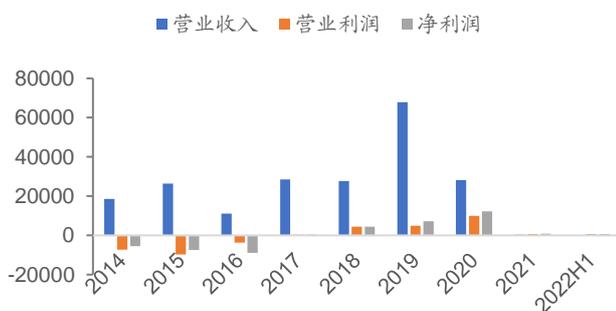


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 赣县红金：清算关闭，公司轻装上阵

基于对未来资源、产能、运营等的统筹安排，公司2020年启动了赣县红金清算关闭工作。截至2022年半年报，赣县红金清算关闭工作正在有序开展当中。公司在清算关闭赣县红金后，将持续探寻符合公司发展的项目。

图 23：赣县红金营收及净利（万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 24：赣县红金营收增速及净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 稀土行业资源整合，产业链有望迎来良性发展

### 中国稀土资源储量丰富，呈现北轻南重格局

稀土是地球化学性质相似的镧系元素和钪、钇等 17 种金属元素的总称，不过由于钪元素是一个人造元素，而钇元素又通常划归于稀土元素，因此地球化学和矿产资源领域里面通常并不把钪和钇当做稀土元素来考虑。根据中华人民共和国国家标准《稀土术语》（GB/T15676-2015），稀土可以分为轻稀土、中稀土和重稀土三类，分别是镧、铈、镨、钕 4 个轻稀土；钐、铕、钆 3 个中稀土；铽、镝、钬、铒、铥、镱、镱、钇 8 个重稀土。

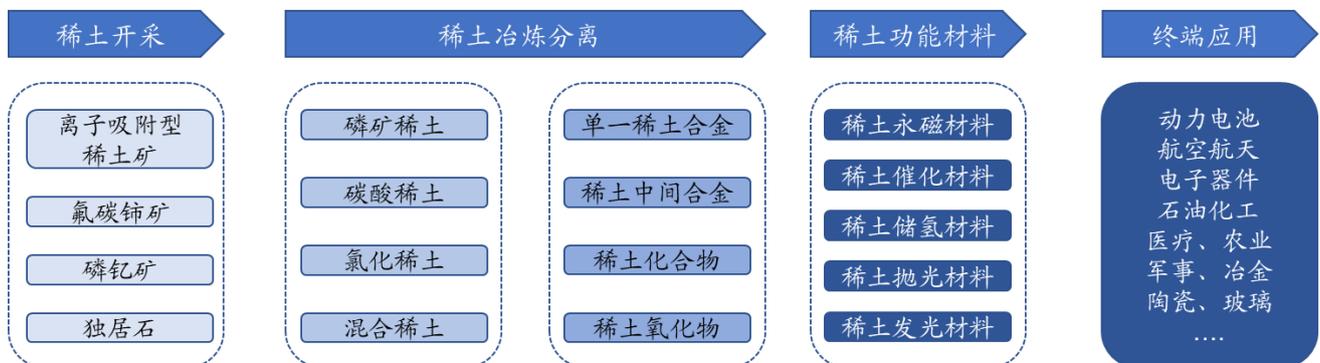
图 25: 稀土元素介绍



资料来源:中国科学院广州地球化学研究所, 信达证券研发中心

**稀土是重要的战略资源。**稀土元素具有特殊的光、电、磁等物理化学特性，因此稀土可与其他材料合成各种性能优异、品种繁多的新型高性能复合材料，已被广泛应用于国防军工、航空航天、特种材料、冶金、能源和农业等诸多领域，尤其在军工领域占有极其重要的地位，美国弗吉尼亚级核动力潜艇每艘使用约 9,200 磅（4173 公斤）稀土金属、阿利伯克导弹驱逐舰需要大约 5,200 磅（2359 公斤）稀土金属、F-35 联合攻击战斗机需要约 920 磅（417 公斤）的稀土金属，因此稀土具有很高的战略价值。

图 26: 稀土产业链



资料来源:中国粉体网, 信达证券研发中心

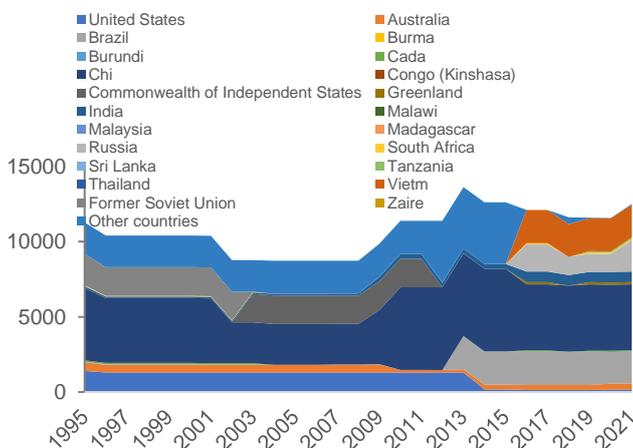
**表 8: 稀土矿山的主要类型**

图片	矿山类型	矿山特点
	独居石	1.含有铈和镧的磷酸盐矿物 2.冲积型或海滨砂矿床 3.轻稀土含量高
	氟碳铈矿	1.产于碱性岩、碱性伟晶岩等 2.提取铈、镧的重要原料 3.轻稀土含量高
	磷钇矿	1.矿源较独居石少 2.提取钇和钇族稀土的重要原料 3.重稀土含量高
	离子吸附型稀土矿	1.风化壳淋积型稀土矿 2.新型稀土矿床, 经济价值大 3.中重稀土含量高

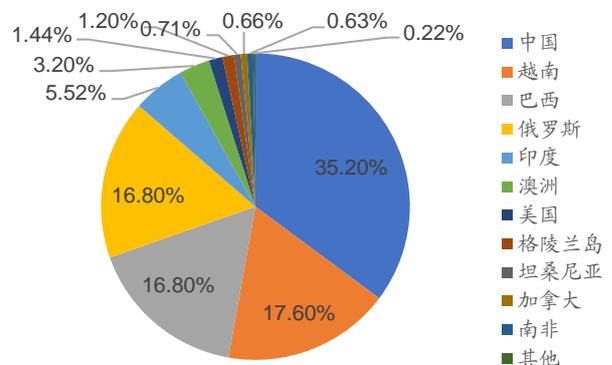
资料来源:中国粉体网, 信达证券研发中心

稀土主要分布在中国、越南、巴西、俄罗斯、印度和澳洲等国家。稀土是一种不可再生资源, 据 USGS, 2021 年全球稀土 1.25 亿吨, 其中中国稀土资源储量占比 35.20%, 其次为越南、巴西、俄罗斯、印度, 分别占比 17.60%、16.80%、16.80%和 5.52%。

近年来全球稀土资源储量和分布正在发生明显变化。由于全球市场需求的持续增长, 近年来各国都逐渐加强了稀土资源的勘查与开发力度。例如美国西部 MountainPass 稀土矿床在停产了十余年之后, 于 2012 年重启开采。越南新发现了多个大中型稀土矿床, 多为原生矿床, 一小部分为沿海砂矿床, 稀土资源储量占比 2015 年起跃至全球前 5 名。俄罗斯和巴西同样为新起之秀, 巴西 2021 年发现了一个价值 84 亿美元的稀土矿床, 但开发有限, 二者均不是稀土产量大国。印度资源储量潜力较大, 其稀土主要来源为海滨砂矿床, 印度的海滨沙矿床占全球的 35%。

**图 27: 全球主要稀土国储量变化 (万吨)**


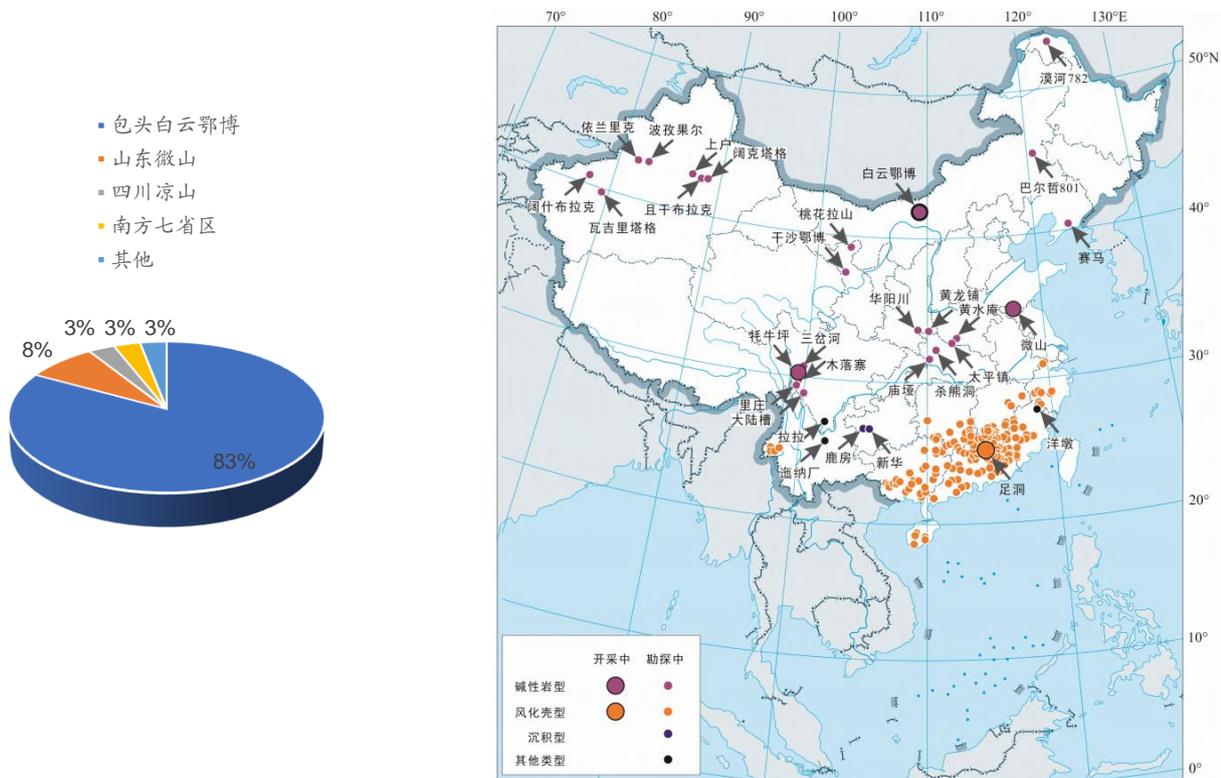
资料来源:USGS, 信达证券研发中心

**图 28: 全球主要稀土国储量占比**


资料来源:USGS, 信达证券研发中心

中国稀土资源储量大、禀赋优，而且种类齐全，总体上表现出“北轻南重”的特征。中国稀土资源主要分布在内蒙古白云鄂博（储量约 3500 万吨）、川西（储量约 500 吨，仅牦牛坪和大陆槽两个矿床已探明的稀土氧化物储量就达到近 500 万吨）和南方七省离子吸附型稀土（储量约 1000 万吨）。其中白云鄂博稀土矿约占中国稀土资源储量的 83%。

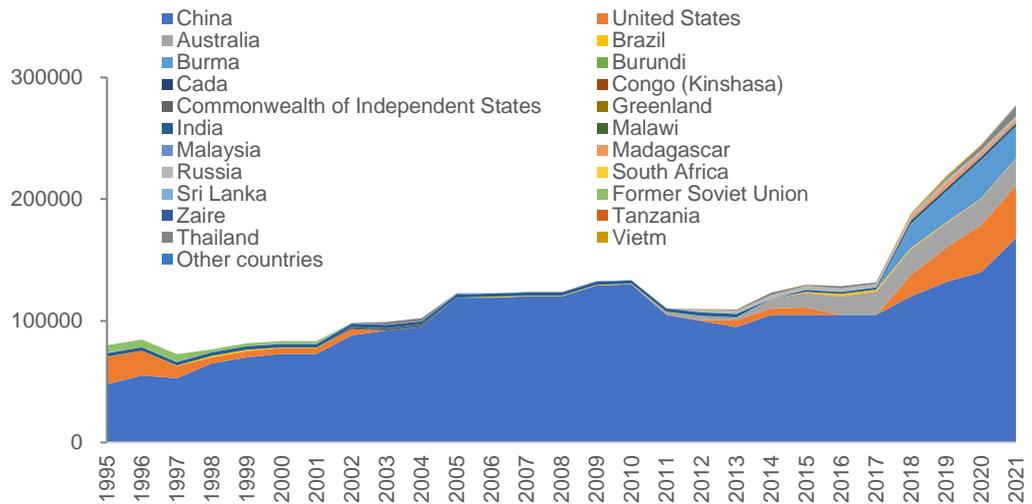
图 29：中国稀土储量分布及主要稀土矿床分布图



资料来源：中国科学院广州地球化学研究所，《我国稀土资源现状和评价》，信达证券研发中心

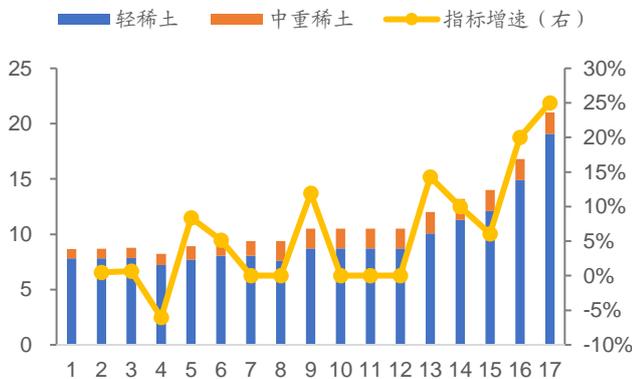
## 实行配额制，政府加大资源掌控力度

20 世纪 90 年代初开始，我国生产的稀土矿石原材料逐渐抢占了美国 MountainPass 的市场份额。1997 年之后，我国凭着自身的资源优势、劳动力成本低以及开采环境保护标准不高等因素，一跃成为全球最大的稀土矿石原材料开采和出口国，稀土年产量长期占全球总产量的 80% 以上，甚至一度高达 97%。

**图 30: 1995~2020 年期间全球各国稀土氧化物年产量 (吨)**


资料来源:USGS, 信达证券研发中心

为了保护和遏制资源过度开发, 2006 年以来, 中国开始实行稀土开采总量控制指标管理制度。伴随着下游需求的增加, 2021 起政府开始逐渐加大指标配额, 2021 年开采指标和冶炼指标均提升 20%, 分别为 16.80 万吨和 16.20 万吨; 2022 年指标配额继续提升, 二者均增加 25% 至 21 万吨和 20.2 万吨。

**图 31: 中国稀土开采控制指标 (折 REO, 吨)**


资料来源:wind, 工业和信息化部, 信达证券研发中心

**图 32: 中国稀土冶炼分离指标 (折 REO, 吨)**

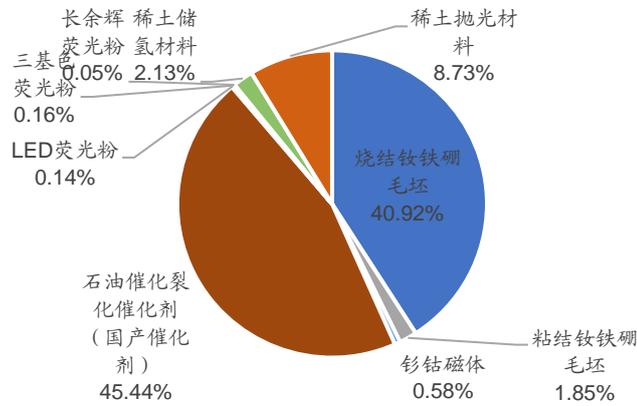

资料来源:工业和信息化部, 信达证券研发中心

## 新能源推动稀土需求提升

稀土氧化物和稀土金属的下游主要为稀土功能材料。美国的稀土下游主要应用为催化剂, 稀土永磁材料占比较少。而中国钕铁硼磁材产量占比较高, 钕铁硼磁材广泛用于新能源汽车的驱动电机、风电永磁电机、节能电梯曳引机、空调变频压缩机和消费电子等等应用场景。双碳政策颁布加快新能源产业发展, 在新能源汽车产销量高增和风电装机量不断创新

高等需求增长的背景下，中国钕铁硼产量稳定增长，2021年同比增长10%至20.71万吨。

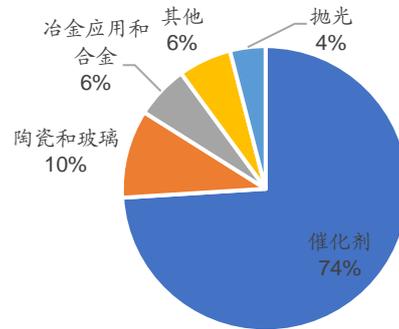
图 33: 中国稀土功能材料产量结构



资料来源:中国稀土行业协会, 信达证券研发中心

(注: 稀土功能材料中的机动车尾气净化剂(自主品牌)单位为万升, 暂未列为图表中)

图 34: 美国稀土下游应用占比



资料来源:USGS, 信达证券研发中心

图 35: 中国钕铁硼磁体产量稳定提升(万吨)



资料来源:中国稀土工业协会, 信达证券研发中心

**龙头企业集中进行高性能稀土永磁材料扩产。**我们梳理了主要稀土磁材公司 2022-2025 年扩产规划, 据不完全统计, 宁波韵升、金力永磁、中科三环、正海磁材和大地熊 5 家上市公司目前稀土磁材产能合计 6.9 万吨, 2022-2025 年间计划扩产 10.95 万吨, 其中宁波韵升扩产 2.2 万吨, 金力永磁计划扩产 2.5 万吨, 中科三环计划扩产 3.1 万吨, 正海磁材计划扩产 2 万吨, 大地熊计划扩产 1.15 万吨。

**表 9：主要上市公司稀土磁材扩张规划**

上市公司	扩产项目	项目新增毛坯产能 (吨/年)	项目状态	预计投产时间
宁波韵升	包头&宁波现有产线优化 7000 吨	7000		2022 年底
	包头韵升科技年产 1.5 万吨高性能稀土永磁材料智能制造项目	15000	建设中	2024.06
金力永磁	包头一期 8000 吨/年的高性能稀土永磁材料	8000	已达产	
	宁波 3000 吨高端磁材产品及 1 亿台/套组件项目	3000	建设中	2023-2024
	包头二期 12000 吨/年的高性能稀土永磁材料	12000	建设中	2023-2025
	赣州高效节能电机用磁材项目	2000	规划中	2024-2025
中科三环	赣州基地年产 5000 吨高性能烧结钕铁硼磁体建设项目（一期）	5000	建设中	2022 年底
	宁波科宁达工业有限公司高性能稀土永磁材料扩产改建项目	1000	建设中	2022Q3
	天津三环乐喜（二分厂）年产 4000 吨汽车用高性能永磁项目	4000	建设中	2022Q3
	2.1 万吨扩产项目	21000	视市场情况而定	2024 年年底
正海磁材	福海低重稀土永磁体生产建设项目	1000	已完结	2022 Q3
	南通高性能钕铁硼永磁材料生产建设项目	18000	建设中	计划 2022 年、2023 年各投产 6,000, 并于 2026 年前达产
	东西厂区改造升级及产能提升项目	1000	已完结	2022.06
大地熊	包头年产 5000 吨高端制造高性能稀土永磁材料及器件项目	5000	试生产	
	年产 1500 吨汽车电机高性能烧结钕铁硼磁体建设项目	1500	已完结	
	宁国公司年产 5000 吨高性能钕铁硼磁性材料	5000	建设中	2023 年逐步投产
	合肥高综合性能烧结钕铁硼永磁体及器件研发与产业化项目	—	规划中	未来两年部分投产
<b>合计</b>		<b>109500</b>		

资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

根据北方稀土公告, 稀土氧化物中的镨钕配分约占 20%左右, 根据东莞市通力磁业有限公司公告, 每单位钕铁硼毛坯约含金属镨钕 29%~32.5%, 我们选取 31%进行测算, 根据百川资讯, 1 吨氧化镨钕可以生产 0.82 吨金属镨钕, 则每单位钕铁硼毛坯需要氧化镨钕 **0.38 吨**。

若 2023 年稀土配额增加 3 万吨 REO, 且全部为镨钕配分为 20%的轻稀土矿, 则氧化镨钕含量增加 6000 吨, 不考虑钕铁硼需求且不考虑其他稀土材料领域对稀土原材料的需求, 我们仅考虑烧结钕铁硼的需求, 则 3 万吨 REO 配额可供的钕铁硼毛坯边际增量为 1.58 万吨。

**表 10：稀土配额边际缺口（万吨）**

稀土配额边际缺口	2023 年钕铁硼毛坯新增量（万吨）							
	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	
1	-0.9	-1.85	-2.8	-3.75	-4.7	-5.65	-6.6	
2	0.1	-0.85	-1.8	-2.75	-3.7	-4.65	-5.6	
稀土配额增量 (万吨)	3	1.1	0.15	-0.8	-1.75	-2.7	-3.65	
	4	2.1	1.15	0.2	-0.75	-1.7	-2.65	
	5	3.1	2.15	1.2	0.25	-0.7	-1.65	
	6	4.1	3.15	2.2	1.25	0.3	-0.65	

资料来源:信达证券研发中心测算

(仅考虑烧结钕铁硼新增需求, 不考虑其他稀土功能材料新增需求, 不考虑钕铁硼; 供给方面不考虑进口稀土矿)

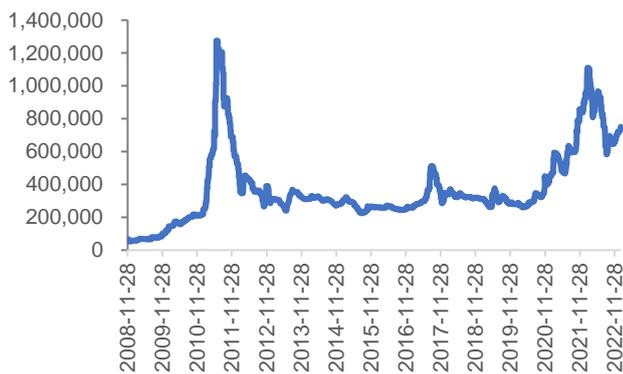
## 稀土价格或将以现价水平为中枢震荡整理

受出口配额政策影响，2011 年部分稀土贸易商囤货导致稀土价格大幅上涨，后快速回落。2021 年在新能源汽车等行业的需求带动下，镨钕价格快速提升；2022 年 3 月，针对过快的镨钕价格涨幅，工信部约谈重点企业，叠加 4 月上海疫情影响，新能源车销售不及预期，镨钕价格回落。

长期看，我们认为在稀土行业整合背景下，中国在稀土行业的话语权将得到增强，可以通过调节稀土配额有效调整行业供给量，同时下游新能源等领域需求高增，稀土作为战略金属的价值逐步得到体现，我们认为稀土价格或将在现有价格水平上窄幅震荡，有望迎来行业的良性发展。

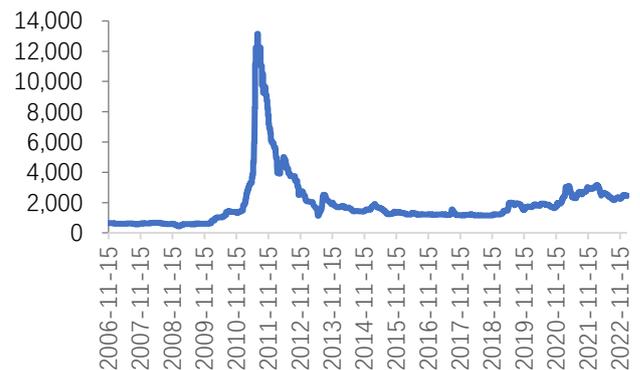
同时稀土价格稳定利好磁材行业的成本控制，在新能源汽车产能扩张、降本增效的趋势下，拥有万吨级别产能、快速型号研发能力以及稳定成品生产能力的磁材企业有望脱颖而出，产业链或将迎来良性循环。

图 36: 氧化镨钕价格 (元/吨)



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 37: 氧化镨价格 (元/吨)



资料来源:USGS, 信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

稀土行业需求持续增长，中国稀土资源整合持续推进，中国稀土作为集团内唯一上市平台，2022 年发布公告，预计后续将获得江华稀土矿和江华新材的冶炼产能，同时赣南稀土矿复产顺利，定南大华技改完毕，盈利能力或将得到大幅提升。

仅考虑公司已落地项目，不考虑江华稀土股权收购事宜，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 41.58、58.16、81.38 亿元，营收增速为 39.84%、39.89%、39.92%。考虑到稀土资源集中度提升后，稀土价格或将维稳，我们预计 2022-2024 年公司毛利率稳定在 17%-17.50% 区间。

**表 11: 盈利预测关键假设 (万元)**

产品	指标	2021	2022E	2023E	2024E
稀土氧化物	收入	247290	346206	484688	678563
	YOY	89.58%	40%	40%	40%
	毛利	32759	62317	87244	122141
	毛利率	13.25%	18.00%	18.00%	18.00%
稀土金属	收入	48867	68413	95779	134090
	YOY	74.36%	40%	40%	40%
	毛利	4404	8894	12451	17432
	毛利率	9.01%	13.00%	13.00%	13.00%
<b>营业收入</b>		<b>297,336</b>	<b>415798</b>	<b>581646</b>	<b>813833</b>
<b>YOY</b>			<b>39.84%</b>	<b>39.89%</b>	<b>39.92%</b>
<b>毛利润</b>		<b>37,688</b>	<b>71,735</b>	<b>100,220</b>	<b>140,098</b>
<b>毛利率</b>		<b>12.68%</b>	<b>17.25%</b>	<b>17.23%</b>	<b>17.21%</b>

资料来源:Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

## 估值与投资评级

结合公司主营业务发展规划及行业需求增速, 不考虑江华稀土股权收购事宜, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 4.28、6.29、8.94 亿元, EPS 分别为 0.44、0.64、0.91 元/股, 2 月 16 日收盘价对应的 PE 分别为 91x、62x、44x。

我们选取北方稀土、厦门钨业、广晟有色作为可比公司, 根据 Wind 一致预期, 三者 2022-2024 年平均 PE 为 32x、19x、14x。

**表 12: 可比公司估值比较表**

公司名称	公司代码	主营业务	市值 (亿元)	净利润 (百万元)				PE (x)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
北方稀土	600111.SH	稀土氧化物等	1,009	5,130	6,769	8,016	9,436	32.44	15.33	12.95	11.00
厦门钨业	600549.SH	稀土、钨等	316	1,181	1459	2,368	2,949	27.19	19.01	13.88	11.14
广晟有色	600259.SH	稀土氧化物、稀土下游产品等	150	139	257	502	770	106.84	60.98	31.22	20.35
<b>平均 PE</b>								<b>55.49</b>	<b>31.77</b>	<b>19.35</b>	<b>14.16</b>
中国稀土	000831.SZ	稀土氧化物等	404	195	428	629	894	200.14	91.39	62.19	43.76

资料来源:Wind, 信达证券研发中心 (注: 股价为 2023 年 2 月 16 日收盘价, 可比公司均为 wind 一致预期,)

## 风险因素

1. 江华稀土股权收购不及预期;
2. 稀土下游需求不及预期造成价格大幅下跌;
3. 海外稀土矿山生产超预期导致供给过剩。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,662</b>	<b>3,390</b>	<b>3,277</b>	<b>4,076</b>	<b>5,131</b>
货币资金	308	212	846	1,544	1,905
应收票据	2	203	83	111	115
应收账款	2	17	53	44	91
预付账款	387	52	3	5	7
存货	1,521	2,381	1,995	1,977	2,475
其他	442	526	296	396	537
<b>非流动资产</b>	<b>469</b>	<b>487</b>	<b>481</b>	<b>483</b>	<b>484</b>
长期股权投资	341	344	344	344	344
固定资产(合计)	82	93	96	96	96
无形资产	7	7	6	5	4
其他	38	43	36	38	40
<b>资产总计</b>	<b>3,131</b>	<b>3,877</b>	<b>3,758</b>	<b>4,559</b>	<b>5,614</b>
<b>流动负债</b>	<b>573</b>	<b>1,166</b>	<b>614</b>	<b>780</b>	<b>933</b>
短期借款	399	1,071	471	571	671
应付票据	55	0	38	42	52
应付账款	30	17	2	25	13
其他	89	77	103	142	198
<b>非流动负债</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	<b>579</b>	<b>1,175</b>	<b>624</b>	<b>790</b>	<b>943</b>
少数股东权益	91	101	105	112	121
归属母公司股东权益	2,461	2,600	3,028	3,657	4,551
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,131</b>	<b>3,877</b>	<b>3,758</b>	<b>4,559</b>	<b>5,614</b>

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,656	2,973	4,158	5,816	8,138
同比(%)	0.6%	79.5%	39.8%	39.9%	39.9%
归属母公司净利润	279	195	428	629	894
同比(%)	224.8%	-30.0%	119.0%	46.9%	42.1%
毛利率(%)	16.9%	12.7%	17.3%	17.2%	17.2%
ROE%	11.3%	7.5%	14.1%	17.2%	19.6%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.20	0.44	0.64	0.91
P/E	140.18	200.14	91.39	62.19	43.76
P/B	15.89	15.04	12.91	10.69	8.59
EV/EBITDA	57.35	131.29	61.37	43.38	30.91

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>1,656</b>	<b>2,973</b>	<b>4,158</b>	<b>5,816</b>	<b>8,138</b>
营业成本	1,377	2,596	3,441	4,814	6,737
营业税金及附加	9	4	6	8	11
销售费用	3	5	2	3	5
管理费用	17	53	75	104	146
研发费用	13	15	17	23	33
财务费用	5	32	27	4	-6
减值损失合计	-12	-18	-20	-20	-20
投资净收益	0	2	-8	-12	-16
其他	70	8	4	6	8
<b>营业利润</b>	<b>291</b>	<b>259</b>	<b>567</b>	<b>833</b>	<b>1,184</b>
营业外收支	21	-3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>312</b>	<b>257</b>	<b>567</b>	<b>833</b>	<b>1,184</b>
所得税	25	50	135	198	281
<b>净利润</b>	<b>286</b>	<b>206</b>	<b>432</b>	<b>635</b>	<b>903</b>
少数股东损益	7	11	4	6	9
<b>归属母公司净利润</b>	<b>279</b>	<b>195</b>	<b>428</b>	<b>629</b>	<b>894</b>
EBITDA	235	298	631	879	1,226
EPS(当年)(元)	0.28	0.20	0.44	0.64	0.91

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	<b>-109</b>	<b>-745</b>	<b>1,277</b>	<b>643</b>	<b>315</b>
净利润	286	206	432	635	903
折旧摊销	12	11	10	11	12
财务费用	7	42	31	21	25
投资损失	0	-2	8	12	16
营运资金变动	-366	-1,021	776	-56	-660
其它	-48	19	20	19	19
<b>投资活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>-24</b>	<b>-12</b>	<b>-24</b>	<b>-28</b>
资本支出	48	-26	-4	-12	-12
长期投资	4	0	0	0	0
其他	0	2	-8	-12	-16
<b>筹资活动现金流</b>	<b>226</b>	<b>695</b>	<b>-631</b>	<b>79</b>	<b>75</b>
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	435	2,228	-600	100	100
支付利息或股息	-49	-91	-31	-21	-25
<b>现金流净增加额</b>	<b>169</b>	<b>-73</b>	<b>634</b>	<b>698</b>	<b>362</b>

## 研究团队简介

**姜永刚，金属&新材料行业首席分析师。**中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

**黄礼恒，金属&新材料行业联席首席分析师。**中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事新能源及新材料研究。

**陈光辉，中南大学冶金工程硕士，2022 年 8 月加入信达证券研究开发中心，从事电池金属等能源金属研究。**

**云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事稀贵金属及工业金属研究。**

**白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事小金属及新材料研究。**

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiyue@cindasc.com">hanqiyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	张斓夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙瑾	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。