

中国稀土 (000831.SZ)

买入(首次评级)

稀土掌控新篇章，整合迈向卓越

当前价格： 33.66 元
 目标价格： 47.39 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	981/981
总市值/流通市值 (百万元)	33017/33017
每股净资产 (元)	3.03
资产负债率 (%)	12.25
一年内最高/最低 (元)	43.98/19.8

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆
 执业证书编号: S0210522090001
 邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

投资要点:

- 中国稀土集团旗下唯一上市平台，未来优质资源赋能预期强。中国稀土集团为公司控股股东，2022年集团占据国内中重稀土开采配额高达67.94%，冶炼分离配额占比国内28.96%，拥有72家稀土矿山企业和33家冶炼分离企业，公司为集团旗下唯一上市平台，集团优质资源赋能预期强。2022年年底，公司宣布通过非公开发行的方式拟收购江华稀土，江华稀土拥有稀土氧化物资源量3.79万吨的江华稀土矿以及在建5000吨冶炼分离产能，预计江华稀土注入后公司业绩有望大幅提高，集团赋能从预期走向现实。
- 公司具备从稀土工艺技术研发、到稀土开采和分离冶炼全产业链。公司是中国南方最大的离子型稀土开采和分离加工企业之一，目前正积极推进圣功寨稀土矿和肥田稀土矿探转采工作，江西赣南三丘田稀土矿山也正在快速改造升级复产；旗下拥有定南大华4400吨REO和广州建丰3000吨REO分离产能，已稳定生产多年，在国内中重稀土冶炼分离行业具有显著的竞争优势。
- 远期稀土行业供需格局持续优化，价格企稳后有进一步上涨空间。根据我们测算，镨钕氧化物和氧化镱2023-2025年供需平衡分别为0.39/-0.02/-0.52万吨REO和50/-49/-174吨REO，供需关系从2023年的供大于求，到2024年的供需紧平衡，再到2025年的供小于求。2023年稀土价格先震荡下行，但降幅有限，2024年企稳后上涨，相对历史价格稀土产品价格仍然处于高位，公司仍可具有较强的盈利能力。
- 盈利预测与投资建议：预计公司2021-2024年营收、归母净利润CAGR分别为14.7%和38.1%。其三年间历史PE (TTM) 平均值为103倍，给予公司103倍PE估值，对应市值465亿，对应目标价格47.39元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：注入项目不及预期；下游需求不及预期；稀土指标增长超预期。

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,656	2,973	4,154	4,221	4,491
增长率	1%	80%	40%	2%	6%
净利润(百万元)	279	195	427	453	514
增长率	225%	-30%	119%	6%	14%
EPS (元/股)	0.28	0.20	0.44	0.46	0.52
市盈率 (P/E)	118.3	169.0	85.1	80.3	70.7
市净率 (P/B)	13.4	12.7	12.0	10.5	9.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1：稀土氧化物业务：假设公司定南大华和广州建丰产能稳定释放，暂不考虑江华稀土收购事宜；假设我国稀土指标 2022-2024 年分别提高 25.0%/17.7%/13.9%，镨钕氧化物和氧化镨供需关系变化从 2022 年供小于求，到 2023 年供大于求，再到 2024 年供需紧平衡，稀土产品价格先上涨再下降最后保持平稳；公司运营能力随着母公司中国稀土集团重组提高，单位成本略有下降。我们预测 2022-2024 年公司稀土氧化物销售量同比+4%/+10%/+5%，产品销售价格同比+38.8%/-10%/0%，毛利率 19.6%/20.4%/21.2%。

假设 2：稀土金属业务：稀土金属业务属于贸易业务，2022 年贸易业务营业收入增速参考 2022 年上半年增速，2023 年和 2024 年营业收入增速参考中国稀土指标增速；稀土金属业务盈利能力保持稳定。我们预测 2022-2024 年稀土金属业务营业收入增长 17.1%/17.7%/13.9%，毛利率为 6%/6%/6%。

假设 3：其他业务：其他业务包括试剂收入、技术服务收入和其他主营业务。我们预测其他业务营业收入同比+3%/+3%/+3%，营业成本同比+3%/+3%/+3%。

我们区别于市场的观点

市场担忧稀土供应大于需求，稀土产品价格下跌。我们认为：稀土产品性能优异，其可替代品在性能上很难超越，下游领域应用稀土时主要在稀土价格和性能之间平衡，因此稀土产品的需求时刻处于动态平衡状态，当稀土价格高企时抑制需求，导致价格下降；但同时作为战略资源价格在政府调控之下也难以出现大幅下滑，因此今年稀土价格不会出现大幅下降的可能性。未来随着供需关系的改善，价格有进一步上升的空间，公司业绩仍有大幅上涨的可能。

股价上涨的催化因素

公司实控人中国稀土集团优质资产注入进度超预期

估值与目标

预计公司 2022-2024 年归母净利将达到 4.27/4.53/5.14 亿元，同比增长 119%/6%/14%，对应 EPS 为 0.44/0.46/0.52 元/股，2021-2024 年 CAGR 为 38.1%，当前股价对应市盈率 85.1/80.3/70.7 倍。

我们认为公司目前估值处于偏低水平，主要原因为：（1）江华稀土的即将注入证明公司作为中国稀土集团旗下唯一上市平台，有较大的可能性持续获得集团优质资产赋能。（2）根据我们测算，2023 年稀土供大于求，价格下跌，但降幅有限；2024 年供需保持紧平衡，价格企稳；2025 年供小于求，价格有进一步上升的空间，目前稀土价格相较于历史价格处于较高位置，公司仍然具有较强的盈利能力。

公司作为现阶段中国稀土集团内唯一上市平台，未来仍有较高可能获得母公司优质资产的持续注入，公司仍处于成长期。其三年间历史 PE（TTM）平均值为 103 倍，给予公司 103 倍 PE 估值，对应市值 465 亿，对应目标价 47.39 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

注入项目不及预期；下游需求不及预期；稀土指标增长超预期

正文目录

1	背靠集团，深耕中重稀土产业.....	5
1.1	中国稀土集团唯一上市平台.....	5
1.2	行业高景气助推业绩高增.....	6
2	稀土供需格局持续优化，行业仍可维持高景气.....	8
2.1	中国主导全球供给，供给端释放节奏取决于指标配额.....	9
2.2	永磁打开需求空间，新能源带动高端市场增长.....	14
2.3	价格短期震荡下行，远期看稀土投资价值将得到修复.....	16
3	集团资源注入从预期走向现实，资源和冶炼产能有序释放.....	18
3.1	南方中重稀土资源重整，优质资源注入预期强.....	18
3.2	优质资源注入弥补资源短板，自有资源放量或可期.....	21
3.3	冶炼布局完善，注入产能贡献未来主要增量.....	23
4	盈利预测和估值.....	24
4.1	核心假设.....	24
4.2	估值分析.....	25
5	风险提示.....	26
5.1	注入项目不及预期.....	26
5.2	下游需求不及预期.....	26
5.3	稀土指标增长超预期.....	26

图表目录

图表 1: 历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构图	5
图表 3: 公司营业收入及同比	6
图表 4: 公司归母净利润及同比	6
图表 5: 公司分业务营业收入结构 (百万元)	7
图表 6: 公司分产品毛利结构 (百万元)	7
图表 7: 公司稀土产品生产销售库存情况 (吨)	7
图表 8: 公司主营业务毛利率	8
图表 9: 公司期间费用率	8
图表 10: 稀土行业全产业链	9
图表 11: 全球主要国家稀土储量 (百万吨)	9
图表 12: 2022 年全球稀土分布	9
图表 13: 中国稀土资源储量	10
图表 14: 2018-2022 年全球稀土产量	10
图表 15: 2022 年日本稀土进口分布	11
图表 16: 2018-2021 年美国稀土进口分布	11
图表 17: 2022 年稀土开采、冶炼总量指标 (吨)	12
图表 18: 全球稀土矿供给表 (万吨 REO)	12
图表 19: 全球镨钕氧化物供给表 (万吨 REO)	13
图表 20: 全球氧化镨供给表 (吨 REO)	13
图表 21: 2022 年中国稀土下游消费结构	14
图表 22: 永磁电机性能更优异	14
图表 23: 2020-2025 年全球新能源车产量 (万辆)	14
图表 24: 2019-2025 年中国钕铁硼磁材需求测算	15
图表 25: 2019-2025 年全球钕铁硼磁材需求	15
图表 26: 镨钕氧化物供需平衡表 (万吨 REO)	16
图表 27: 镨钕氧化物价格变化 (万元/吨)	16
图表 28: 2019-2025 年氧化镨供需平衡表 (吨 REO)	17
图表 29: 镨钕氧化物价格变化 (元/吨)	17
图表 30: 中国稀土集团通过国有股权划转的方式成为公司实际控制人	18
图表 31: 中国稀土集团在产稀土矿山企业名单	19
图表 32: 中国稀土集团在产稀土冶炼分离企业名单	19
图表 33: 2023 年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标	20
图表 34: 江华稀土矿基本情况	22
图表 35: 三丘田稀土矿资源储量概况	22
图表 36: 圣功寨矿区稀土矿资源概况	23
图表 37: 肥田矿区稀土矿资源概况	23
图表 38: 定南大华 4400t/a 离子型稀土分离产品方案	24
图表 39: 公司盈利测算	25
图表 40: 公司近三年 PE 变化 (TTM)	26
图表 41: 财务预测摘要	27

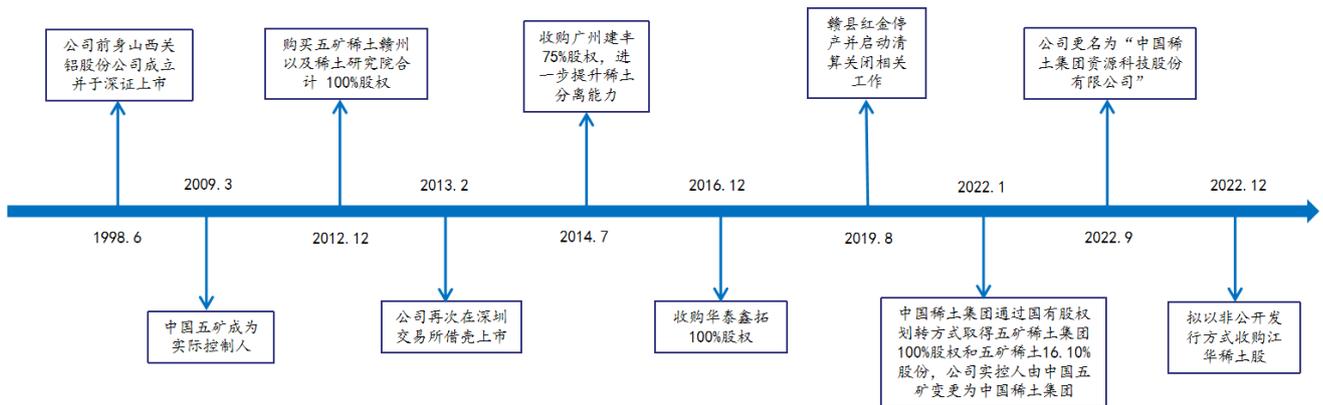
1 背靠集团，深耕中重稀土产业

1.1 中国稀土集团唯一上市平台

中国稀土集团资源科技股份有限公司前身山西关铝股份公司成立于 1998 年，并于同年在深交所上市。2009 年中国五矿集团公司受让关铝股份 29.90% 股权，并于 2011 年成为该公司第一大股东，但同年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，并于 2013 年成功在深圳证券交易所借壳上市，同时更名为五矿稀土。

再次上市后公司逐渐将业务聚焦于稀土氧化物、稀土金属、稀土深加工产品经营及贸易，以及稀土技术研发、咨询服务。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 1 月中国稀土集团通过国有股权划转成为公司实际控制人，公司名从五矿稀土更改为中国稀土；2022 年 12 月公司通过非公开发行方式收购五矿江华稀土。目前公司已经形成了从地质勘探到轻重稀土开采和冶炼分离，再到稀土贸易的完成产业链布局，并且通过母公司中国稀土集团优质资源的不断注入，公司发展有望迈入新台阶。

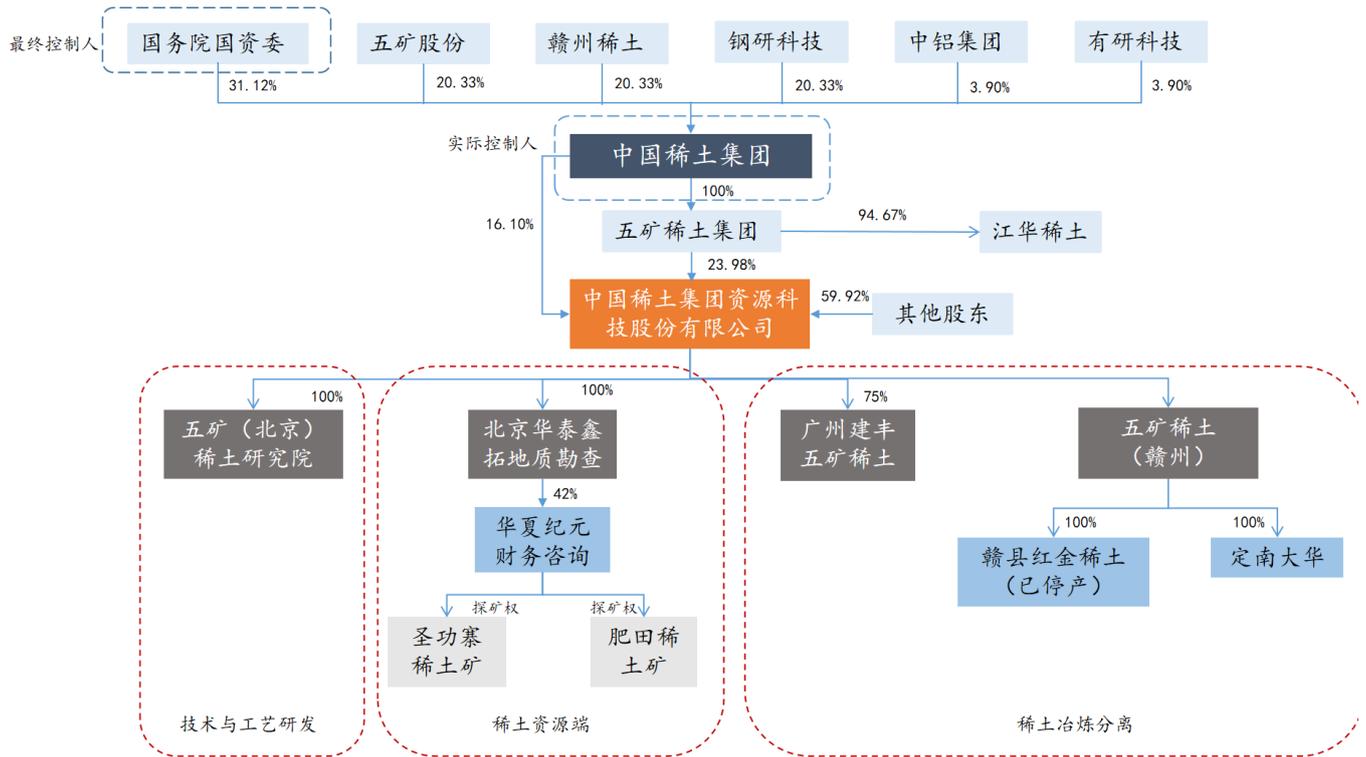
图表 1：历史沿革



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司实际控制人为中国稀土集团并是该集团唯一上市平台，最终控制人为国务院国资委。公司是由五矿稀土、南方稀土和中国稀有稀土三大稀土集团组成的中国稀土集团旗下唯一上市公司，中国稀土集团直接持有公司股权的 16.10%，并通过全资子公司五矿稀土集团持有公司股权的 23.98%，合计持有公司股权的 40.08%，最终控制人为国务院国资委。公司旗下重要子公司包括负责技术和工艺研究开发的稀土研究院，负责轻重稀土开发的江华稀土和华泰鑫拓，负责稀土分离冶炼和销售的定南大华、江华稀土和广州建丰。

图表 2：公司股权结构图



数据来源：公司公告，天眼查，华福证券研究所

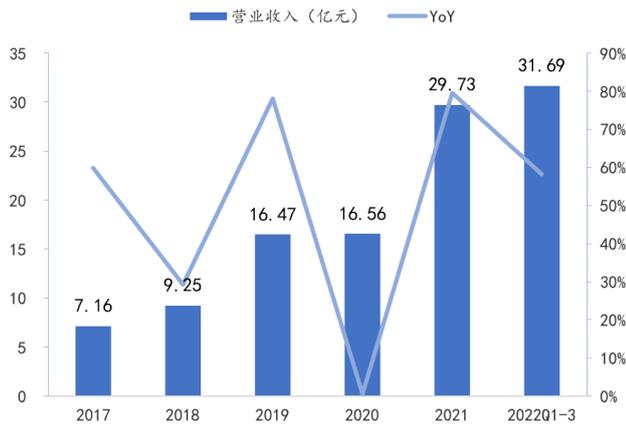
公司已经形成了稀土技术和工艺研发、开采和分离冶炼的全产业链。1) 技术开
发端：公司旗下的稀土研究院主要从事稀土开采、分离环节节能环保的资源综合利用
和工艺改进及稀土应用产品的研究与开发工作，已形成的核心技术主要包括稀土分离
工艺优化设计系统、溶剂萃取法分离生产超高纯稀土技术、稀土分离生产过程物料联
动循环利用环保技术等。2) 资源端：公司通过江华稀土获得了江华稀土矿的开发权，
通过华泰鑫拓参股华夏纪元持股的圣功寨稀土矿探矿权和肥田稀土矿探矿权，目前正
优先开展圣功寨稀土矿探转采办理工作，且方案已通过自然资源部组织的评审。3)
分离冶炼端：公司旗下的江华稀土、定南大华与广州建丰主要从事高纯单一稀土氧化
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。

1.2 行业高景气助推业绩高增

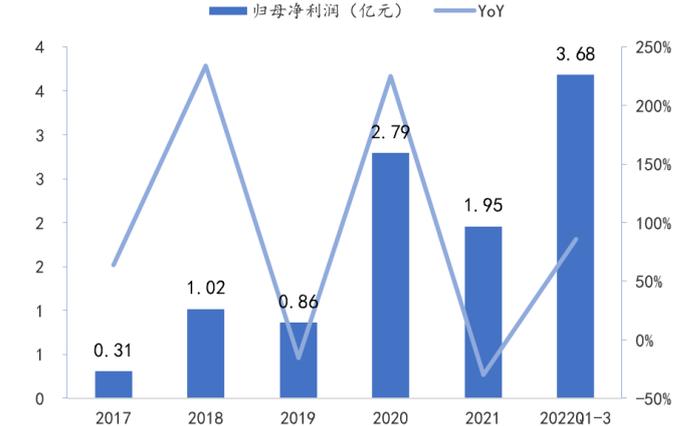
稀土产品价格走高推动业绩高增长。受益于各国环保政策以及国内“双碳”政策
的推动，下游新能源汽车行业和电子工业等领域的高速发展，稀土产品价格持续走高，
带动公司业绩高增长。2021 年实现营业收入 29.73 亿元，同比增长 79.50%，归母净
利润 1.95 亿元，同比减少 -29.96%；2022 年 Q1-3 实现营业收入 31.69 亿元，同比
增长 58.21%，实现归母净利润 3.68 亿元，同比增长 85.99%。

图表 3：公司营业收入及同比

图表 4：公司归母净利润及同比



数据来源: iFinD, 华福证券研究所



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

公司稀土氧化物业务贡献主要业绩。2022 年上半年公司营收同比增加 39.82%，其中稀土氧化物、稀土金属的营收分别为 19.02 和 2.9 亿元，分别占比总营收 86.42%和 13.20%，稀土氧化物贡献主要增量；公司稀土氧化物和稀土金属毛利分别达到 4.53 亿元和 0.15 亿元，分别占比综合毛利 96.78%和 3.22%。

图表 5: 公司分业务营业收入结构 (百万元)
图表 6: 公司分产品毛利结构 (百万元)

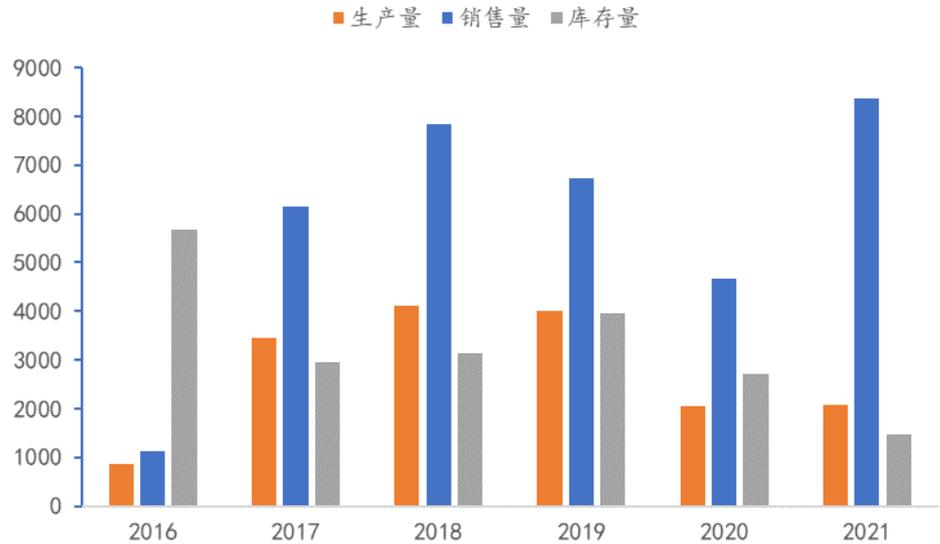

数据来源: iFinD, 华福证券研究所



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

公司稀土产品销量已经恢复至历史高位水平。公司共计拥有 7400 吨 REO 产能，包括广州建丰 3000 吨 REO+定南大华 4400 吨 REO。销售量包括自有冶炼分离产能、稀土金属贸易和库存销售。2020 年由于子公司赣县红金政策性逐步停产，生产量降至 2060 吨，同比减少 48.53%。近几年生产量相对历史水平处于低位，但公司合理控制库存水平，结合市场变化落实年度生产任务，积极发展稀土金属贸易业务，销售量已于 2021 年增至 8379 吨，恢复至历史高位水平。

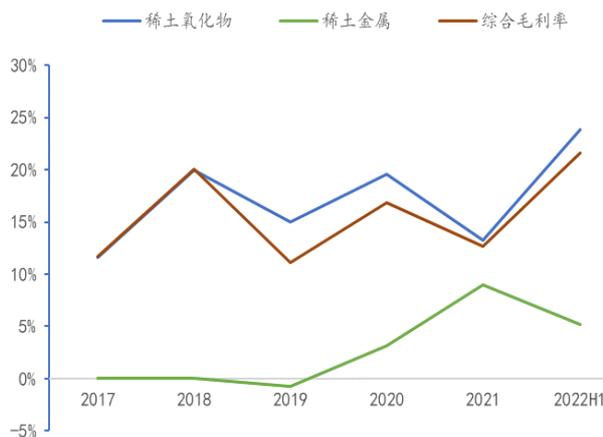
图表 7: 公司稀土产品生产销售库存情况 (吨)



数据来源：公司年报，华福证券研究所

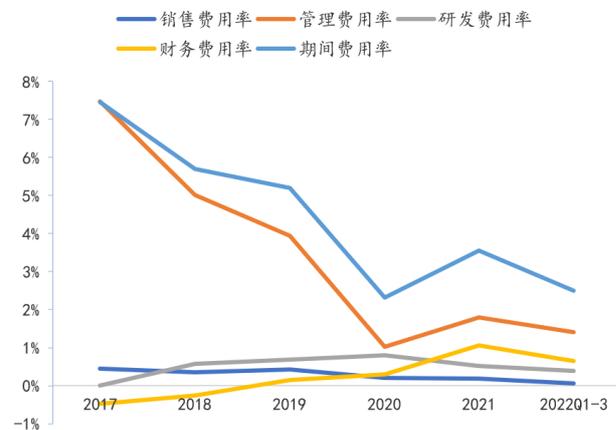
主营业务盈利能力回升，四费控制合理。2022 年上半年，随着稀土原料和相关产品价格不断提高，公司毛利率同比上升 2.20pct 至 21.59%，稀土氧化物产品毛利率相较 2021 年年均毛利率上升 10.56pct 至 23.81%，稀土金属毛利率为 5.19%。2022 年前三季度的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别降至 0.02%、0.45% 和 0.20%，期间费用率从 2020 年的 1.06% 降至 2022 年前三季度的 0.75%。

图表 8：公司主营业务毛利率



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 9：公司期间费用率



数据来源：iFinD，华福证券研究所

2 稀土供需格局持续优化，行业仍可维持高景气

稀土非“土”。稀土是化学周期表中镧系元素和钪、钇共十七种金属元素的总称，包含轻稀土和重稀土。轻稀土包括镧、铈、镨、钕、钆、钇、铈、钕，相对较为丰富，地壳中的含量较高；重稀土包括钐、铽、镝、钕、钐、铽、镝、钕、钐、铽、镝、钕，相对较为稀有，地壳中的含量较低。其产业链包括：原矿开采/废料回收—精矿/初级氧化物—萃取分离成盐类—焙烧为氧化物—电解成金属—各种材料—相关产品—最终应用。从行业产值看，上游镨钕和镝铽价值量大，下游钕铁硼磁材占比大，镨钕镝铽氧化物—镨钕及镝铽金属—钕铁硼—电机—汽车等为核心产业链。

中国稀土资源分布总体上表现出“北轻南重”的特征，轻稀土储量占比超过 90%。根据稀土协会数据公开数据显示，中国稀土资源量约为 1.12 亿吨，其中轻稀土 0.82 亿吨，占 73.21%；重稀土 0.29 亿吨，占 25.89%。中国稀土储量 3,157 万吨，其中轻稀土 2,853 万吨，占 90.37%；重稀土 305 万吨，占 9.66%。轻稀土主要分布在内蒙古、四川、山东和湖南，分别占总储量的 67.78%、8.8%、12.67%和 1.1%。重稀土主要分布在江西、广东、福建、广西和湖南，分别占总储量的 2.41%、1.68%、0.06%、3.48%和 2.03%。

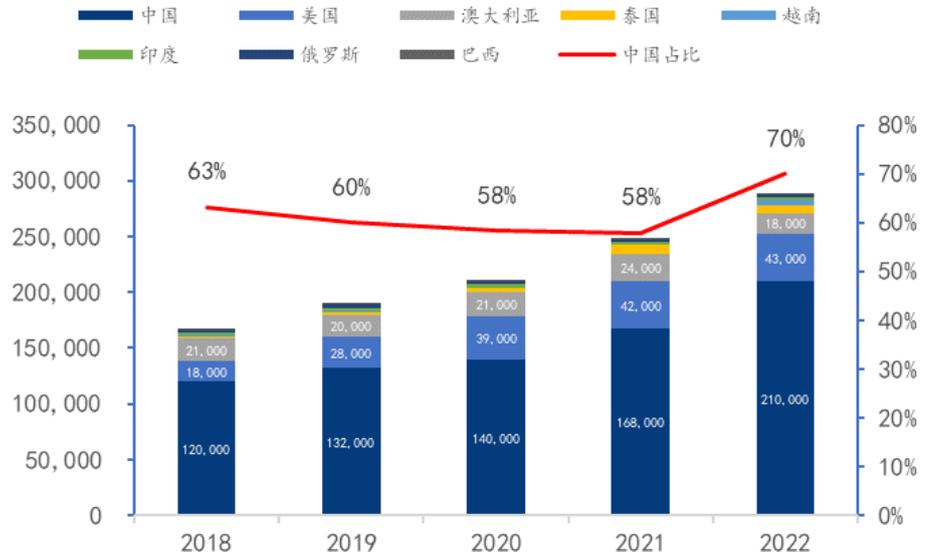
图表 13：中国稀土资源储量

省份	类别	矿种	基础储量	查明资源储量
内蒙古	轻稀土	氟碳铈矿 (70%)	1,498	4,291
		独居石 (30%)	642	1,839
四川	轻稀土	氟碳铈矿	278	500
山东	轻稀土	氟碳铈矿	400	1,270
湖南	轻稀土	独居石	35	340
轻稀土合计			2,853	8,240
江西	重稀土	离子吸附矿	76	800
广东	重稀土	离子吸附矿	53	900
福建	重稀土	离子吸附矿	2	400
广西	重稀土	离子吸附矿	110	678
湖南	重稀土	离子吸附矿	64	169
重稀土合计			305	2,947
轻重稀土合计			3,157	11,187

数据来源：中国稀土协会，华福证券研究所。注：USGS 数据准确性较差，中国稀土储量以中国稀土协会公布数据为准

中国稀土开采量全球第一，2022 年占全球产量比恢复至较高水平。根据美国 USGS 数据，2022 年全年稀土矿产量为 30 万吨，中国产量随着稀土开采和分离指标提升增加至 21 万吨，占比 70%；美国产量为 4.3 万吨，占比超过 14%；澳大利亚产量为 6%，占比为 6%，美国和澳大利亚是除中国外的主要稀土生产国，其产量分别由美国芒廷帕斯稀土矿 4 万吨/年稀土精矿产能（盛和资源获独家包销权）和澳大利亚莱纳斯 2.5 万吨/年稀土精矿产能贡献。

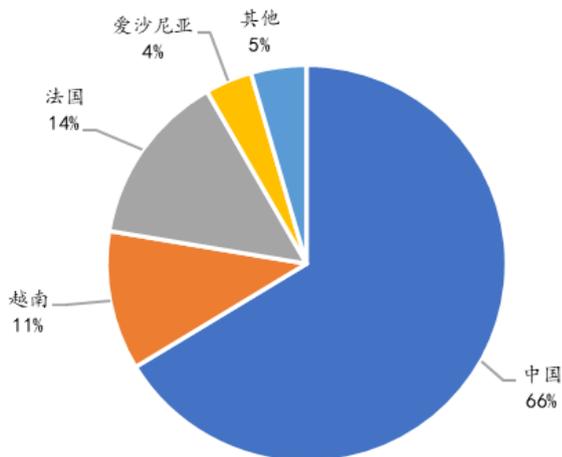
图表 14：2018-2022 年全球稀土产量



数据来源：USGS，华福证券研究所

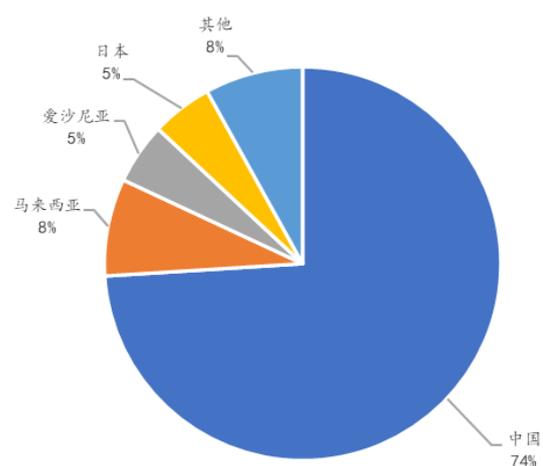
中国主导全球稀土分离冶炼产业，是全球稀土产业链最完备的国家。稀土经过开采后，需要通过分离冶炼环节进一步提取产品。海外稀土产业链各环节产能分散，多数稀土矿产能均无分离冶炼配套产能布局，美国、缅甸及马达加斯加等国的稀土开采环节所得到的稀土矿多数由我国分离产能承接，分离出来的最终产品再返运到最终消费国，2022 日本稀土进口的 66% 份额来自于中国。根据美国 statista 数据，2022 年美国共开采出 4.3 万吨稀土精矿，但有 4.4 万吨稀土精矿出口到海外加工，其 2018 年至 2021 年稀土进口第一大国为中国，占比高达 74%。

图表 35：2022 年日本稀土进口分布



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 16：2018-2021 年美国稀土进口分布



数据来源：statista，华福证券研究所

中国稀土开采和分离需要严格按照国土资源部和工信部下达的稀土开采、冶炼分离总量控制指标。稀土是中国实行生产总量控制管理的产品，任何单位和个人不得无指标和超指标生产。2022 年稀土配额指标分配给中国稀土、北方稀土、厦门钨业及广东稀土，其中，岩矿型稀土（轻稀土）指标为 190850 吨，离子型稀土（中重稀土）指标为 19150 吨，合计达到 21 万吨，同比增加 25%；冶炼分离指标合计达到

20.2 万吨，同比增加 24.69%。具体来看，轻稀土方面，北方稀土占据大部分份额，分配份额达到 14.165 万吨，占比 74.22%；中国稀土配额指标来自于原中国稀有稀土公司、五矿集团及南方稀土集团三家合计的配额，总计达到 4.92 万吨，占比 25.78%。中重稀土方面，分配份额呈现以中国稀土为主，厦门钨业及广东稀土为辅的分配格局，其中中国稀土离子型稀土配额达到 1.3 万吨，占全部离子型稀土指标近 70%。

图表 17：2022 年稀土开采、冶炼总量指标（吨）

序号	稀土集团	岩矿型稀土 (轻稀土)	离子型稀土 (以中重稀土为主)	冶炼分离产品
1	中国稀土	49200	13010	58499
2	北方稀土	141650		128934
3	厦门钨业		3440	3963
4	广东稀土		2700	10604
	合计	190850	19150	202000
	总计		210000	202000

数据来源：自然资源部官网，华福证券研究所

我们预测 2023 年至 2025 年稀土矿总供给量为 43.95/48.05/52.65 万吨 REO。多数海外稀土矿产能均无分离冶炼配套产能布局，因此稀土矿多需要运至中国并由中国分离产能承接，因此假设中国自有稀土开采数量、中国进口稀土数量以及回收数量可代表全球稀土行业稀土矿总供给量。同时假设中国轻稀土指标 2023 年提高 20%，2024 年和 2025 年提高 15%，重稀土指标 2023 年减少 4.8%，2024 年和 2025 年保持不变。我们预测 2023 年至 2025 年中国轻稀土指标为 22.90/26.34/30.29 万吨 REO，中国重稀土指标为 1.82/1.82/1.82 万吨 REO，进口轻稀土 15.59/16.08/16.54 万吨 REO，进口重稀土 3.63/3.81/4.00 万吨 REO，稀土矿总供给量为 43.95/48.05/52.65 万吨 REO。

图表 18：全球稀土矿供给表（万吨 REO）

项目	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
国产：轻稀土指标合计	11.29	12.09	14.89	19.09	22.90	26.34	30.29
国产：轻稀土指标：北方稀土	7.08	7.36	10.04	14.17	17.00	19.55	22.48
国产：轻稀土指标：中国稀土	4.21	4.73	4.85	4.92	5.90	6.79	7.81
国产：重稀土指标合计	1.92	1.92	1.92	1.92	1.82	1.82	1.82
国产：重稀土指标：中国稀土	1.30	1.30	1.30	1.30	1.24	1.24	1.24
国产：重稀土指标：厦门钨业	0.34	0.34	0.34	0.34	0.33	0.33	0.33
国产：重稀土指标：广东稀土	0.27	0.27	0.27	0.27	0.26	0.26	0.26
进口：轻稀土合计	9.47	12.75	15.40	15.03	15.59	16.08	16.54
进口：轻稀土：美国	4.61	7.14	7.55	7.68	7.80	7.92	8.04
进口：轻稀土：独居石	4.04	5.05	7.03	6.42	7.15	7.48	7.73
进口：轻稀土：其他	0.81	0.56	0.82	0.94	0.64	0.69	0.76
进口：重稀土合计	2.79	3.55	3.47	2.37	3.63	3.81	4.00
进口：重稀土：缅甸	2.79	3.55	3.47	2.37	3.63	3.81	4.00
稀土矿供给	25.45	30.30	35.67	38.40	43.95	48.05	52.65

数据来源：自然资源部官网，中国海关，各公司公告，百川盈孚，华福证券研究所

我们预测 2023 年至 2025 年镨钕氧化物理论上最大供应值为 10.04/11.17/12.47 万吨 REO，镨钕氧化物实际产量为 9.63/10.59/11.65 万吨 REO。氧化镨钕是轻稀土和重稀土矿的主要收入核心来源，具有良好的电学、光学和磁学性能，广泛应用于高温超导体、铁电材料、催化剂、陶瓷材料、磁性材料等多个领域。因为大部分稀土矿在中国进行分离提取，因此假设中国的稀土分离产能约等于全球稀土分离产能。我们预测 2023 年至 2025 年国产轻稀土生产 4.57/5.26/6.05 万吨 REO 镨钕氧化物，国产重稀土生产 0.49/0.49/0.49 万吨 REO 镨钕氧化物，进口轻稀土生产 1.73/1.79/1.86 万吨 REO 镨钕氧化物，进口重稀土生产 1.01/1.06/1.12 万吨 REO 镨钕氧化物，回收镨钕氧化物 2.24/2.57/2.96 万吨 REO，矿端加回收端理论上最大供应镨钕氧化物 10.04/11.17/12.47 万吨 REO，镨钕氧化物实际产量为 9.63/10.59/11.65 万吨 REO。

图表 19：全球镨钕氧化物供给表（万吨 REO）

项目	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
国产：轻稀土合计	2.17	2.31	2.91	3.81	4.57	5.26	6.05
国产：重稀土合计	0.26	0.24	0.29	0.42	0.49	0.49	0.49
进口：轻稀土合计	1.09	1.38	1.73	1.70	1.73	1.79	1.86
进口：轻稀土：美国	0.36	0.55	0.58	0.59	0.60	0.61	0.62
进口：轻稀土：独居石	0.55	0.68	0.95	0.87	0.97	1.01	1.04
进口：轻稀土：其他	0.19	0.14	0.20	0.24	0.16	0.17	0.19
进口：重稀土合计	0.60	0.91	0.97	0.66	1.01	1.06	1.12
回收：合计	1.53	1.54	1.78	2.00	2.24	2.57	2.96
镨钕氧化物资源供给（矿+回收）	5.65	6.37	7.67	8.59	10.04	11.17	12.47
镨钕氧化物实际产量	5.05	5.73	6.55	5.59	9.63	10.59	11.65

数据来源：自然资源部官网，中国海关，各公司公告，百川盈孚，华福证券研究所

我们预测 2023 年至 2025 年矿端加回收端理论上最大供应氧化镨 2781/2948/3129 吨 REO，氧化镨实际产量 2409/2626/2862 吨 REO。氧化镨主要从重稀土中分离获取，在光学、磁性、发光等领域具有广泛的应用前景。我们预测 2023 年至 2025 年国产轻稀土生产 228/250/275 吨 REO 氧化镨，国产重稀土生产 573/573/573 吨 REO 氧化镨，进口轻稀土生产 250/262/271 吨 REO 氧化镨，进口重稀土生产 1260/1323/1389 吨 REO 氧化镨，回收获得 470/540/621 吨 REO 氧化镨，矿端加回收端理论上最大供应氧化镨 2781/2948/3129 吨 REO，氧化镨实际产量 2409/2626/2862 吨 REO。

图表 20：全球氧化镨供给表（吨 REO）

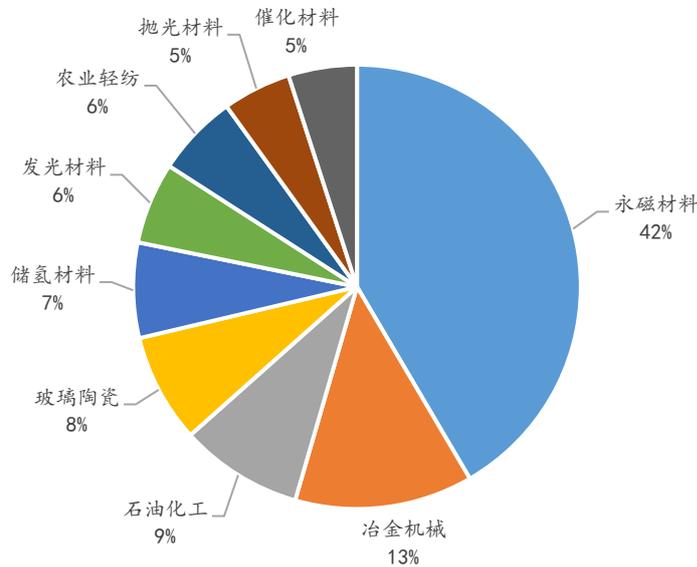
项目	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
国产轻稀土合计	105	118	121	123	228	250	275
国产重稀土合计	337	337	421	500	573	573	573
进口轻稀土合计	142	177	246	225	250	262	271
进口重稀土合计	849	1,154	1,202	799	1,260	1,323	1,389
回收：合计	322	323	374	419	470	540	621
氧化镨资源供给（矿+回收）	1,755	2,110	2,365	2,066	2,781	2,948	3,129
氧化镨实际产量	1,781	2,391	2,409	2,129	2,409	2,626	2,862

数据来源：自然资源部官网，中国海关，各公司公告，百川盈孚，华福证券研究所

2.2 永磁打开需求空间，新能源带动高端市场增长

中国稀土下游应用中永磁材料占比 42%，远高于其他领域，未来对稀土材料需求占比有望进一步提高。稀土产品广泛应用于汽车、3C、箱包玩具、陶瓷、音响、汽车及 EV、电动自行车、风电等领域。根据智研咨询数据显示，2022 年中国稀土消费结构中永磁材料占比达到 42%，冶炼与机械、石油化工、玻璃陶瓷、储氢材料、发光材料、农业轻纺、抛光材料和催化材料分别占比 13%、9%、8%、7%、6%、6%、5%和 5%。钕铁硼永磁材料因其优越性能被广泛应用于各类电机、发电机、传感器、磁悬浮、磁分离、磁传动、音响设备等领域。在全球能源结构调整背景下，以新能源汽车为代表的终端需求增长将持续推动钕铁硼需求增加，作为钕铁硼核心功能元素，稀土需求端将迎来新的增长点。

图表 21：2022 年中国稀土下游消费结构



数据来源：智研咨询，华福证券研究所

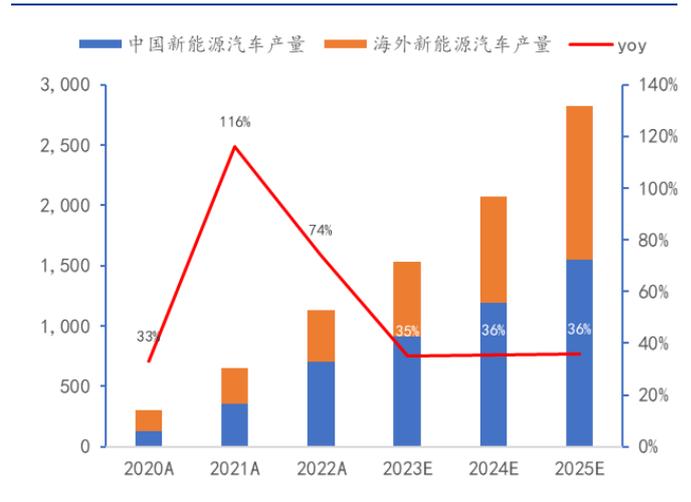
新能源汽车贡献钕铁硼磁材需求主要增量。区别于传统汽车，新能源汽车最核心的技术为“三电”，包括电驱动、电池和电控，其中电机为电动车的“心脏”，其性能直接决定了电动汽车的爬坡、加速、最高速度等主要性能指标。永磁电机相比感应电机（异步电机）和开关磁阻电机等无稀土电机具有转矩密度、功率密度及效率较高，调速性能好，体积小重量轻的特点，广泛应用于新能源乘用车市场，因此永磁同步电机渗透率一直维持在 90% 以上。

图表 22：永磁电机性能更优异

图表 43：2020-2025 年全球新能源车产量（万辆）

	直流电机	永磁电机	感应电机
比功率	低	高	中
峰值效率(%)	85-89%	95-97	94-95
负荷效率(%)	80-87	85-97	90-92
转速范围	4000-6000	4000-10000	12000-15000
可靠性	一般	优秀	好
尺寸	大	小	中
代表车型	电动自行车	乘用车	商用车
成本	低	中	低
控制难度	低	一般	高

数据来源：各公司公告，华福证券研究所



数据来源：Wind，华福证券研究所

我们预测 2023 年至 2025 年中国钕铁硼磁材需求为 13.93/15.00/16.32 万吨，是全球第一大需求国。2022 受到疫情影响各个终端领域需求减少，预计 2023 年以后需求恢复至疫情前水平并随着中国经济增长呈现增长态势。我们预测 2023 年至 2025 年中国钕铁硼磁材需求为 13.93/15.00/16.32 万吨，其中新能源汽车钕铁硼磁材需求为 2.96/3.81/4.90 万吨，贡献了主要增量。

图表 25：2019-2025 年中国钕铁硼磁材需求测算

项目	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
汽车产量	万辆	2,136	1,999	2,141	2,384	2,455	2,529	2,605
新能源汽车产量	万辆	124	131	353	704	915	1,190	1,547
电动自行车产量	万辆	2,707	2,966	3,590	3,590	3,698	3,809	3,923
消费电子产量	亿部	19	17	20	18	19	20	21
风电设备新增产量	GW	26	72	48	38	48	49	50
电梯产量	万部	117	128	155	145	153	157	162
变频空调产量	万台	6,941	8,248	10,700	11,124	11,457	11,801	12,155
中国钕铁硼磁材需求	万吨	10.90	10.89	11.79	12.84	13.93	15.00	16.32
汽车的磁材需求	万吨	1.28	1.20	1.28	1.43	1.47	1.52	1.56
新能源汽车的磁材需求	万吨	0.46	0.48	1.19	2.30	2.96	3.81	4.90
电动自行车的磁材需求	万吨	0.89	0.98	1.18	1.18	1.22	1.26	1.29
消费电子的磁材需求	万吨	0.39	0.36	0.42	0.39	0.41	0.42	0.44
风电设备新增的磁材需求	万吨	0.54	1.56	1.07	0.87	1.13	1.20	1.27
电梯的磁材需求	万吨	0.45	0.50	0.61	0.58	0.62	0.65	0.68
变频空调的磁材需求	万吨	0.69	0.82	1.07	1.11	1.15	1.18	1.22
其他领域的磁材需求	万吨	6.19	4.97	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96

数据来源：Wind，中国稀土协会，各公司公告，中汽协，中国产业经济信息网，智研咨询，百川盈孚，高工锂电，华福证券研究所

我们预测 2023 年至 2025 年全球钕铁硼磁材需求合计为 20.82/23.05/25.96 万吨。我们预测 2023 年至 2025 年海外钕铁硼磁材需求为 6.89/8.05/9.63 万吨，全球钕铁硼磁材总需求合计为 20.82/23.05/25.96 万吨，增长率为 10.2%/10.7%/12.6%。

图表 25：2019-2025 年全球钕铁硼磁材需求

项目	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
海外乘用车产量 (万辆)	4,582	3,587	3,568	3,776	3,890	4,006	4,126
海外新能源汽车销量 (万辆)	102	170	297	428	616	887	1,277
海外钕铁硼磁材需求 (万吨)	5.05	4.78	5.35	6.05	6.89	8.05	9.63
海外汽车的磁材需求 (万吨)	2.75	2.15	2.14	2.27	2.33	2.40	2.48
海外新能源汽车的磁材需求 (万吨)	0.34	0.57	1.05	1.51	2.18	3.14	4.53
海外其他的磁材需求 (万吨)	1.96	2.06	2.16	2.27	2.38	2.50	2.63
全球钕铁硼磁材需求合计 (万吨)	15.95	15.67	17.14	18.89	20.82	23.05	25.96
yoy	15.4%	-1.8%	9.4%	10.2%	10.2%	10.7%	12.6%

数据来源: IDC, TrendForce, 世汽协, 百川盈孚, 华福证券研究所

2.3 价格短期震荡下行, 远期看稀土投资价值将得到修复

预计 2023 年至 2025 年镨钕氧化物实际供需平衡分别为 0.39/-0.02/-0.52 万吨 REO, 价格震荡下行后企稳, 最后仍有上升空间。我们预测 2023 年至 2025 年从资源端测算供需平衡为 0.80/0.57/0.30 万吨, 供给略大于需求, 但从实际产量来算供需平衡为 0.39/-0.02/-0.52 万吨, 从供大于求到供需保持紧平衡, 最后供给小于需求。预计未来三年镨钕氧化物价格先震荡下行, 在 2023 年企稳, 最后在 2025 年继续上涨。

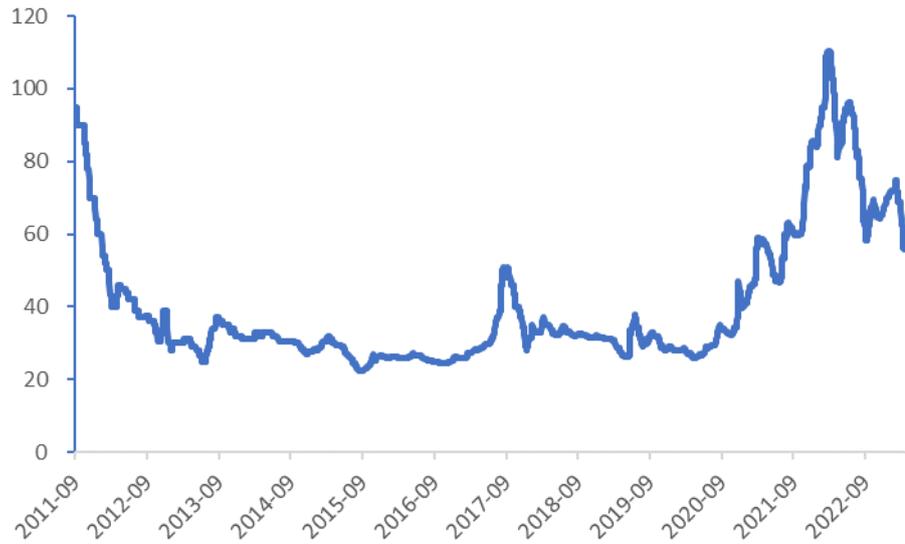
资源端供需测算根据国家稀土生产分离指标最大值计算, 实际供给量略小于该数值, 因此取实际供需平衡作为最终供需平衡数据。同时也需注意, 若中国各稀土集团产能扩张超过预期, 则供给将会略大于需求; 若因疫情等特殊因素供给端再受到影响, 则未来三年供给可能小于需求; 若未来中国稀土指标变化不及预期, 则供需平衡会出现一定的偏差。

图表 26: 镨钕氧化物供需平衡表 (万吨 REO)

项目	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
镨钕氧化物资源供给 (矿+回收)	5.65	6.37	7.67	8.59	10.04	11.17	12.47
镨钕氧化物实际产量	5.05	5.73	6.55	5.59	9.63	10.59	11.65
镨钕氧化物进口	0.06	0.09	0.20	0.17	0.21	0.22	0.23
钕铁硼的镨钕氧化物需求	6.13	6.15	7.13	7.99	8.95	10.29	11.83
磁材半成品的镨钕氧化物需求	0.17	0.15	0.23	0.27	0.26	0.27	0.27
镨钕氧化物出口	0.18	0.16	0.23	0.22	0.24	0.26	0.29
镨钕氧化物资源供需平衡	-0.77	0.01	0.28	0.28	0.80	0.57	0.30
镨钕氧化物实际供需平衡	-1.36	-0.63	-0.85	-2.71	0.39	-0.02	-0.52

数据来源: 各公司公告, 百川盈孚, 华福证券研究所

图表 27: 镨钕氧化物价格变化 (万元/吨)



数据来源：Wind，华福证券研究所

预计 2023 年至 2025 年氧化镨实际供需平衡分别为 50/-49/-174 吨，供需逐渐偏紧，今年价格震荡下行后再回升。我们预测 2023 年至 2025 年从资源端测算供需平衡为 422/273/93 吨，供给大于需求，从实际产量来算供需平衡为 50/-49/-174 吨，供需逐渐偏紧。预计未来三年氧化镨价格先震荡下行，然后随着供需关系改善价格回升。

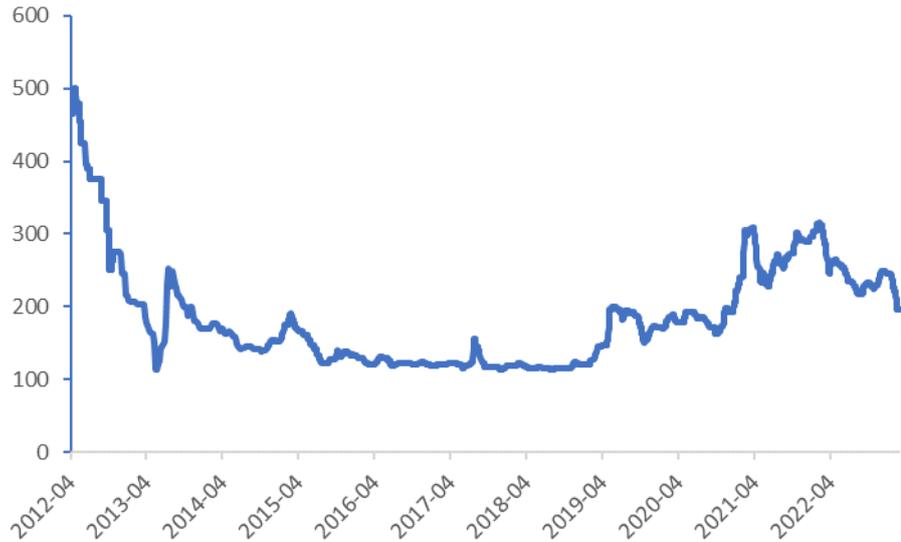
资源端供需测算根据国家稀土生产分离指标最大值计算，实际供给量略小于该数值，因此取实际供需平衡作为最终供需平衡数据。同时也需注意，我们根据历史数据判断未来三年中国重稀土开采和分离指标变化较小，若未来中国政+府调整重稀土开采和分离指标，则供需关系会发生变化。

图表 28：2019-2025 年氧化镨供需平衡表（吨 REO）

项目	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
氧化镨资源供给（矿+回收）	1,755	2,110	2,365	2,066	2,781	2,948	3,129
氧化镨实际产量	1,781	2,391	2,409	2,129	2,409	2,626	2,862
氧化镨进口	4	13	59	0	62	65	68
钕铁硼的氧化镨需求	1,379	1,383	1,605	1,797	2,013	2,315	2,662
磁材半成品的氧化镨需求	37	33	52	61	59	61	62
其他领域的氧化镨需求	200	200	200	200	200	200	200
氧化镨出口	147	148	156	136	150	165	181
氧化镨资源供需平衡	-4	359	411	-127	422	273	93
氧化镨实际供需平衡	22	640	456	-65	50	-49	-174

数据来源：各公司公告，百川盈孚，华福证券研究所

图表 29：镨钕氧化物价格变化（元/吨）



数据来源：Wind，华福证券研究所

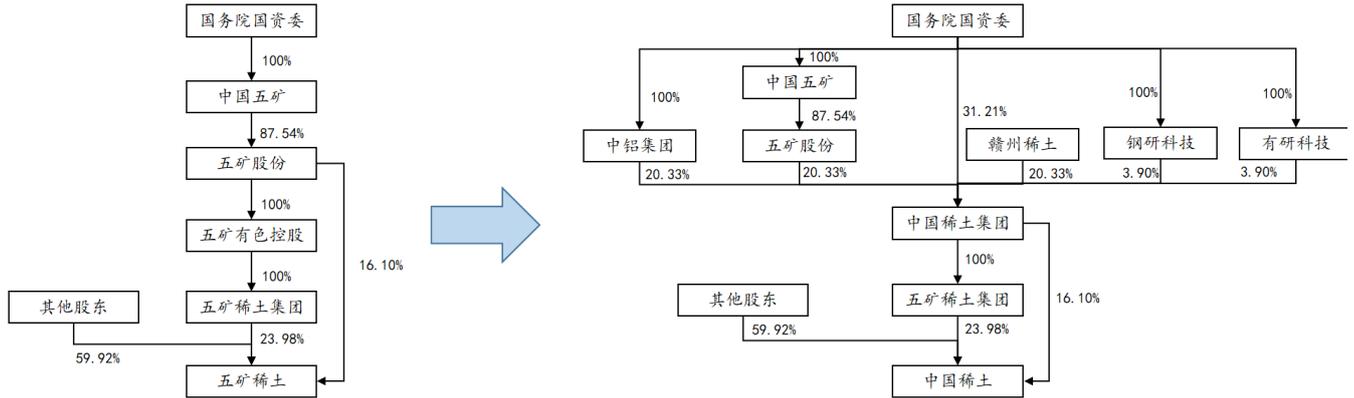
3 集团资源注入从预期走向现实，资源和冶炼产能有序释放

3.1 南方中重稀土资源重整，优质资源注入预期强

为了加速整合南方中重稀土资源开发能力，公司实际控制人中国稀土集团在国务院的批准下应运而生。为进一步深化国有企业改革，优化资源配置，推动专业化整合工作，经国务院国资委研究并报国务院批准，同意于 2021 年 12 月新设立中国稀土集团，并将中铝集团持有的中国稀有稀土的 47.18% 股权，中国五矿所属企业持有的五矿稀土 16.10% 股权、五矿稀土集团的 100% 股权，以及赣州稀土及所属企业持有的南方稀土集团 94.49% 股权、赣州稀有金属交易所 80% 股权、中蓝稀土的 36% 股权整体划转至中国稀土集团。

公司是中国稀土集团旗下唯一上市平台，凭借集团规模化优势以及央企背景有望进入发展的快车道。2022 年 1 月 20 日，中国稀土集团通过国有股权划转的方式取得五矿稀土集团 100% 股权及五矿稀土（公司前身）16.10% 股份，从而间接导致中国稀土集团合计持有五矿稀土 40.08% 股份，成为五矿稀土实际控制人。为避免与上市公司的同业竞争，中国稀土集团于 2022 年 12 月 29 日出具了《中国稀土集团有限公司关于避免与中国稀土集团资源科技股份有限公司同业竞争的承诺函》，综合运用委托管理、资产重组、股权置换/转让、业务调整或其他合法方式，稳妥推进相关业务调整或整合以解决同业竞争问题。随着集团稀土业务资产的不 断注入，公司作为集团唯一上市平台，有望进入发展的快车道。

图表 30：中国稀土集团通过国有股权划转的方式成为公司实际控制人



数据来源：公司公告，华福证券研究所

中国稀土集团的成立使得以江西、广西、湖南等地为代表的中重稀土资源实现进一步集中。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。2023 年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标中，中国稀土集团获得轻稀土开采指标 28,114 吨 REO，占全国轻稀土开采总指标 25.8%；重稀土开采指标 7,434 吨，占全国重稀土开采总指标 67.9%；冶炼分离指标 33,304，占全国冶炼分离指标 29.0%。

图表 31：中国稀土集团在产稀土矿山企业名单

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

数据来源：《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》，华福证券研究所

图表 32：中国稀土集团在产稀土冶炼分离企业名单

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

数据来源：《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》，华福证券研究所

图表 33：2023 年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标

省（区）或中央企业		2023 年第一批		
		岩矿型稀土 （轻）	离子型稀土 （以中重为主）	冶炼分离产品
中国 稀土	中国稀有稀土股份有限公司（中国铝业公司）	28114	7434	33304
	五矿稀土集团有限公司（中国五矿集团公司）			
	中国南方稀土集团有限公司			
中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司		80943		73403
厦门钨业股份有限公司			1966	2256
广东稀土产业集团			1543	6037
6 家稀土大集团		109057	10943	115000
全国合计		120000		115000

数据来源：自然资源部，华福证券研究所

中国稀土集团的主体主要由中国稀有稀土，五矿稀土集团和南方稀土集团三大稀土集团构成。

(1) 中国稀有稀土：重点整合山东、四川和广西稀土资源

中国稀有稀土股份有限公司创立于1988年，是一家拥有轻、中重稀土矿资源、冶炼分离、下游深加工业务的横跨多个省(区)的综合性稀土企业集团，重点整合山东、四川和广西稀土资源。公司现有5家二级公司设计稀土业务，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家镓业分公司，分别是中稀广西镓业分公司、中稀河南镓业分公司、中稀遵义镓业分公司；1家贸易型企业，是中稀国际贸易有限公司。

(2) 五矿稀土集团：重点整合湖南稀土资源

五矿稀土集团是五矿集团平台下主要负责运营稀土业务的公司，主要整合湖南稀土资源。五矿稀土集团拥有位于广东梅州的一本稀土探矿权证和位于湖南江华、福建宁化、云南陇川的三本稀土采矿权证，其中江华稀土拥有湖南省唯一的一张稀土采矿权证；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；同时，公司还整合建设了稀土磁性材料、稀土发光材料、稀土电子材料、稀土终端应用产品等深加工企业。目前公司通过非公开发行的方式从五矿稀土集团收购了江华稀土94.67%的股权，给公司注入了新的稀土开采和分离冶炼产能，提升了公司的成长性。

(3) 南方稀土集团：重点整合江西稀土资源

中国南方稀土集团有限公司成立于2015年12月，由赣州稀土集团牵头，在整合赣州市内稀土企业基础上，联合江西铜业集团公司和江西稀有金属钨业控股集团有限公司共同出资成立。南方稀土旗下拥有37家全资、控股及参股公司，包括赣州稀土矿业有限公司、南方稀土国际贸易有限公司、国家离子型稀土资源高效开发利用工程技术研究中心等，是我国南方离子型稀土资源龙头企业。集团是江西省稀土的唯一合法采矿权人，拥有56宗稀土采矿权证，占南方离子型稀土采矿权证的67%，掌握全国一半以上的离子型稀土配额生产量和稀土氧化物供应量，位居南方稀土第一位。

3.2 优质资源注入弥补资源短板，自有资源放量或可期

(1) 江华稀土矿

2022年12月31日，公司非公开发行股票拟募集资金总额(含发行费用)不超过20.3亿，并将其中的14.3亿用于收购于收购五矿稀土集团持有的江华稀土94.67%股权。江华稀土为五矿稀土集团控股子公司，控股股东为五矿稀土集团，实际控制人为中国稀土集团。江华稀土股权的注入可以在进一步增强中国稀土盈利能力的同时，强化上市公司的资源端保障并巩固其在稀土行业的地位，提升公司在市场波动下的抗风险能力，同时也解决了五矿稀土与江华稀土存在的同业竞争问题。

江华稀土矿稀土品位 (REO) 0.11%，折合稀土氧化物 (REO) 37,890 吨。江华稀土矿为全国单本离子型稀土开采指标最大的矿山项目，是“国家级绿色矿山试点单位”中第一家离子型稀土矿，拥有湖南省唯一稀土采矿权证。截至稀土矿资源储量评审基准日 2010 年 8 月 31 日，湖南省江华瑶族自治县姑婆山矿区第一期开采区采矿许可证范围内保有资源储量为：稀土矿，矿石量 3,542 万吨，稀土氧化物量 (REO) 37,890 吨，稀土品位 (REO) 0.11%，达到大型离子稀土矿藏规模。开采方式为露天开采，证载生产规模 302 万吨/年，矿区面积 11.7436 平方千米，采矿许可证有效期从 2015 年 6 月 17 日至 2024 年 6 月 17 日，根据历史情况，到期后仍有较高可能继续延续采矿许可证有效期。

图表 36：江华稀土矿基本情况

矿山名称	有效期	开采矿种	生产规模 (万吨/年)	矿区面积 (平方公里)	矿石量 (万吨)	稀土氧化物量 (REO 吨)	品位 (REO%)
五矿稀土江华 有限公司江华 县稀土矿	2015 年 6 月 17 日至 2024 年 6 月 17 日	稀土矿	302	11.7436	3,542	37,890	0.11%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

江华稀土现有稀土开采能力 2000 吨 REO/年。江华稀土原有混合稀土氧化物生产规模 600 吨/年，2014 年计划扩产至 2000 吨/年，2020 年 5 月完成项目扩产。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%。

(2) 赣南稀土矿

2022 年 5 月，中国稀土集团所属赣州市定南县岭北镇三丘田稀土矿山，解决了赣南矿山环保治理、资源开采“三权分立”及规模化集约化开采等历史难题，结束了长达 6 年的停产，正式升级改造实现复产。

三丘田稀土矿关闭前设计产能 500 吨 REO/年。三丘田稀土矿具有保有资源储量矿石量 907.23 万吨，TRE2O3 氧化物量 7,373 吨，SRE2O3 氧化物量 5175 吨。该矿在关闭前浸矿生产规模 105 万吨/年，综合采矿回采率 75%，浸出率 70.56%，生产 REO(折算成 92%的氧化稀土)500 吨/年。

图表 75：三丘田稀土矿资源储量概况

类型	矿石量 (万吨)	TRE2O3 氧化物量 (吨)	SRE2O3 氧化物量 (吨)
122b	66.65	681	491
332	101.45	952	725
333	367.6	3541	2536
低品位 333	371.53	2199	1423
合计	907.23	7373	5175

数据来源：《赣州稀土矿业有限公司三丘田稀土矿采矿权证评估报告》，华福证券研究所

(3) 圣功寨稀土矿和肥田稀土矿

2016年12月，公司以自有资金通过协议转让方式通过收购北京华泰鑫拓地质勘查技术有限公司100%股权，持有华夏纪元42%股权。华夏纪元持有圣功寨稀土矿探矿权和肥田稀土矿探矿权（系原八尺稀土矿探矿权分立而来）。

截止评审基准日2016年12月31日，圣功寨矿区稀土矿查明资源储量稀土矿矿石量5918.89万吨，全相(RE2O3)资源量60933吨，平均品位0.113%；离子相(RE2O3)资源量38997吨，平均品位0.072%。肥田矿区查明资源储量稀土矿矿石量8754.91万吨，全相(RE2O3)资源量87983吨，平均品位0.110%；离子相(RE2O3)资源量62437吨，平均品位0.078%。

图表 36：圣功寨矿区稀土矿资源概况

矿产名称	资源量类型	矿石量 (万吨)	全相平均品位	全相资源量 (吨)	离子相平均品位	离子相资源量 (吨)
稀土矿	332	3,611	0.11%	36,020	0.07%	23,053
	333	2,308	0.12%	24,913	0.08%	15,944
	合计	5,919	0.11%	60,933	0.07%	38,997

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 37：肥田矿区稀土矿资源概况

矿产名称	资源量类型	矿石量 (万吨)	全相平均品位	全相资源量 (吨)	离子相平均品位	离子相资源量 (吨)
稀土矿	332	3,730	0.11%	38,100	0.08%	27,131
	333	5,025	0.11%	49,883	0.08%	35,306
	合计	8,755	0.11%	87,983	0.08%	62,437

数据来源：公司公告，华福证券研究所

优先开发圣功寨稀土矿，目前正在探转采工作。为提高探转采工作效率，公司正优先开展圣功寨稀土矿探转采办理工作。现阶段，圣功寨稀土矿开发利用方案已通过自然资源部组织的评审，并已完成网上公示。如果探转采审批顺利通过，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。

3.3 冶炼布局完善，注入产能贡献未来主要增量

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，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。同时江华稀土的注入也将给公司带来

(1) 定南大华

定南大华技改后年处理离子型稀土矿4913t(TREO≥92%)，折合4400吨REO/年。定南大华是中国稀土集团的全资子公司，2004年成立，位于江西省赣州市定南县，初始离子型稀土氧化物设计产能为2000吨REO/年，2008年加入五矿稀土后，为完善工艺路线及产品结构，决定利用原有生产线进行分离线的调整。目前项目采用先进的模糊/联动萃取生产工艺，技改后设计规模达到年处理离子型稀土矿4913t

(TREO \geq 92%)，折合 4400 吨 REO/年。

定南大华可生产各种高纯单一稀土氧化物。目前定南大华可以生产 17 个稀土元素中的 15 种（铈、钆除外）高纯单一稀土化合物产品，中 80% 以上的产品纯度大于 99.99%，高纯氧化镧、高纯氧化钪、高纯氧化铈、高纯氧化钇（纯度 \geq 99.999%）为公司的“拳头”产品，产品质量和出口量在同行业中位居前列，特殊物性、特种需求的各种产品在高端客户市场占有率名列前茅。

图表 88：定南大华 4400t/a 离子型稀土分离产品方案

序号	产品分子式	产品名称	REO 含量	技改后产量 (t/a)
1	La2O3	氧化镧	99.999%	999.7
2	CeO2	氧化铈	99.995%	159.3
3	Pr6O11	氧化镨	99.9%	253.9
4	Nd2O3	氧化钕	99.9%	917.4
5	Sm2O3	氧化钐	99.9%	203.3
6	Eu2O3	氧化铕	99.999%	14.5
7	Gd2O3	氧化钆	99.995%	204.2
8	Tb4O7	氧化铽	99.995%	31.7
9	Dy2O3	氧化镝	99.9%	185.2
10	Ho2O3	氧化铒	99.9%	35.6
11	Er2O3	氧化铒	99.9%	97.2
12	Yb2O3	氧化镱	100.0%	97.2
13	Lu2O3	氧化镥	99.995%	11.4
14	Y2O3	氧化钇	99.999%	1192
15	Tm2O3	氧化铥	99.999%	13.2
小计				4400

数据来源：《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》，华福证券研究所

(2) 广州建丰

广州建丰拥有离子矿分离产能 3000 吨/年。公司于 2014 年以现金 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。广州建丰工厂位于广州从化市鳌头镇洪德工业园内，占地面积 6 万余平方米，紧邻 106 国道和广州白云国际机场，地理交通环境优越。目前具有南方离子矿分离 3000 吨/年产能，产品质量能满足国内外客户不同用途的需求，并可根据不同的特殊需要，定制和生产质量稳定的批量产品。

(3) 江华稀土

江华稀土全资子公司兴华新材料是公司重要的稀土分离中心，目前兴华新材料正在建设 5000 吨 REO/年稀土分离加工项目。项目的开工时间为 2022 年 12 月，拟投产时间为 2023 年 6 月，目前项目已经通过审批且公示无异议。

4 盈利预测和估值

4.1 核心假设

稀土氧化物业务：假设公司定南大华和广州建丰产能稳定释放，暂不考虑江华稀土收购事宜；假设我国稀土指标 2022-2024 年分别提高 25.0%/17.7%/13.9%，镨钕氧化物和氧化镱供需关系变化从 2022 年供小于求，到 2023 年供大于求，再到 2024 年供需紧平衡，稀土产品价格先上涨再下降最后保持平稳；公司运营能力随着母公司中国稀土集团重组提高，单位成本略有下降。我们预测 2022-2024 年公司稀土氧化物销售量同比+4%/+10%/+5%，产品销售价格同比+38.8%/-10%/0%，毛利率 19.6%/20.4%/21.2%。

稀土金属业务：稀土金属业务属于贸易业务，2022 年贸易业务营业收入增速参考 2022 年上半年增速，2023 年和 2024 年营业收入增速参考中国稀土指标增速；稀土金属业务盈利能力保持稳定。我们预测 2022-2024 年稀土金属业务营业收入增长 17.1%/17.7%/13.9%，毛利率为 6%/6%/6%。

其他业务：其他业务包括试剂收入、技术服务收入和其他主营业务。我们预测其他业务营业收入同比+3%/+3%/+3%，营业成本同比+3%/+3%/+3%。

图表 39：公司盈利测算

业务	指标	单位	2021	2022E	2023E	2024E
稀土氧化物	营业收入	百万元	2,473	3,570	3,534	3,711
	营业成本	百万元	2,145	2,871	2,814	2,925
	毛利	百万元	328	698	720	785
	毛利率	%	13.2%	19.6%	20.4%	21.2%
稀土金属	营业收入	百万元	489	572	674	768
	营业成本	百万元	445	538	633	722
	毛利	百万元	44	34	40	46
	毛利率	%	9.0%	6.0%	6.0%	6.0%
其他	营业收入	百万元	12	12	13	13
	营业成本	百万元	7	7	7	7
	毛利	百万元	5	5	6	6
	毛利率	%	44.4%	44.4%	44.4%	44.4%
合计	营业收入	百万元	2,973	4,154	4,221	4,491
	营业成本	百万元	2,596	3,416	3,455	3,654
	毛利	百万元	377	738	766	837
	毛利率	%	12.7%	17.8%	18.1%	18.6%

数据来源：Wind，华福证券研究所测算

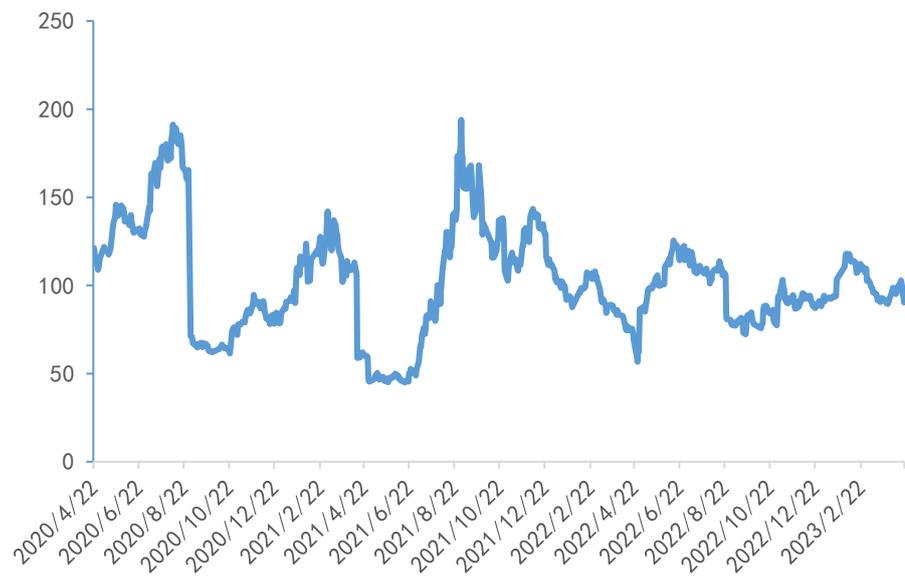
4.2 估值分析

相比于同行业内北方稀土、盛和资源等其他公司，公司作为现阶段中国稀土集团内唯一上市平台，未来仍有较高可能获得母公司优质资产的持续注入，公司仍处于成长期。公司当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 85.1/80.3/70.7，其三年间历史 PE(TTM) 平均值为 103 倍，给予公司 2023 年 103 倍 PE，结合公司 2023 年归母净利润预测值 4.53 亿元，对应市值 465 亿。

公司合理市值为 465 亿元，对应目标价为 47.39 元，首次覆盖，给予公司“买

入”评级。

图表 40：公司近三年PE 变化（TTM）



数据来源：Wind，华福证券研究所测算

5 风险提示

5.1 注入项目不及预期

市场对公司给予高估值主因系公司控股股东中国稀土集团优质资产注入预期强，但未来存在中国稀土集团资源注入较慢不及预期的风险。同时近期内公司业绩主要增量来源于即将注入的江华稀土，资产注入尚未完成，仍存在不确定性。

5.2 下游需求不及预期

稀土下游需求广泛，包括汽车、新能源汽车、风电、电动自行车、消费电子、电梯、变频空调等，其中新能源汽车和风电贡献需求主要增量。若下游需求复苏较慢，稀土产品价格会低于预期。

5.3 稀土指标增长超预期

中国主导稀土的开采和分离，也贡献了未来稀土供给的主要增量，稀土开采和分离指标由中国政府统一制定，因此本报告关于稀土指标的变化均为预测值，未来稀土指标的变化存在不确定性，从而导致稀土价格波动。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn