

中国稀土(000831) / 有色金属

证券研究报告/公司点评

2023年01月03日

## 评级: 增持(维持)

市场价格: 35.07

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@r.qizq.com.cn

分析师: 安永超

执业证书编号: S0740522090002

Email: anyc@r.qizq.com.cn

研究助理: 胡十尹

Email: husy01@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,656	2,973	4,037	4,263	4,622
增长率 yoy%	1%	80%	36%	6%	8%
净利润(百万元)	279	195	433	485	531
增长率 yoy%	225%	-30%	122%	12%	9%
每股收益(元)	0.28	0.20	0.44	0.49	0.54
每股现金流量	-0.11	-0.76	0.38	0.34	0.40
净资产收益率	11%	7%	14%	14%	14%
P/E	123.3	176.0	79.5	70.9	64.8
P/B	14.0	13.2	11.7	10.7	9.8

备注: 股价选取 2023 年 1 月 3 日收盘价

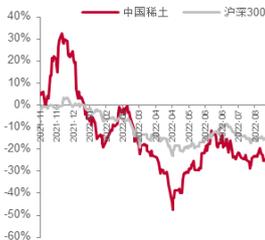
## 投资要点

- 事件:** 12 月 30 日, 中国稀土披露非公开发行股票预案。此次非公开发行拟募集不超过 20.3 亿元, 其中拟投入 14.3 亿元用于收购五矿稀土集团持有的江华稀土 94.67% 股权项目, 拟投入 6 亿元补充流动资金项目; 此次发行对象为不超过 35 名的特定投资者, 发行股票数量按照本次发行募集资金总额除以发行价格计算得出, 不超过发行前公司股本总数的 30%, 即不超过约 2.94 亿股(含本数); 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 80%。
- 江华稀土——优质离子型稀土资源项目。**公司于 2022 年底发布非公开发行股票预案, 拟投入 14.3 亿元收购五矿稀土集团持有的江华稀土 94.67% 股权。**1) 资源端,**此次收购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, 其拥有湖南省唯一的稀土采矿权证, 所属的姑婆山矿区达到大型离子稀土矿藏规模。并且根据最新的资源储量评审及备案所示, 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稀土氧化物储量 (REO) 37,890 吨, 稀土品位 (REO) 0.11%, 设计产能 2000 吨 REO/年。**2) 冶炼分离端,**兴华稀土是江华稀土从事稀土分离加工的全资子公司, 公司 5000 吨/年的分离产能正在建设 (兴华稀土原有 3000 吨产能+赣县红金稀土 1100 吨+广州建丰五矿稀土 900 吨产能指标置换), 预计于 2023 年 6 月投产。
- 江华稀土核心财务指标表现优异。**截至 2022 年 9 月 30 日, 江华稀土未经审计的资产总额为 11.32 亿元, 负债总额为 2.91 亿元, 所有者权益为 8.42 亿元, 按评估价 15.1 亿元计算溢价为 79%。重要的是, 江华稀土具备较强的盈利能力, 2021 年和 2022 年 1-9 月未经审计营收分别为 4.40 亿元和 5.76 亿元, 净利润分别为 1.77 亿元和 2.52 亿元, 对应的净利润率分别为 40.14% 和 43.85%; 按年化销量 2000 吨计算, 2022 年 1-9 月江华稀土的稀土氧化物单吨售价为 38 万元/吨, 单吨净利润为 16.82 万元/吨。此外从估值角度看, 按照江华稀土估值 15.1 亿元, 2022 年 1-9 月年化利润对应 PE 仅为 4.5x。
- 此次收购将进一步完善公司稀土产业链布局, 提升整体盈利水平。**目前公司旗下资产主要集中在稀土冶炼分离环节, 收购江华稀土后公司将进一步完善稀土产业链布局, 预计稀土分离产能达 12400 吨/年 (收购前公司分离产能为 7400 吨/年), 稀土资源自给率达 16% 左右, 随着稀土资源自给率的提升, 公司盈利能力将大幅增强。
- 加速稀土行业供给格局重塑。**当前稀土大集团资产持续整合, 稀土供给格局重塑正在加速进行中。供给端的整合有望进一步提高稀土产品的定价权。值得关注的是, 稀土板块自 Q3 以来持续走弱, 背后反应的是对需求端持续性的担忧, 往后看国内经济有望于明年逐渐修复, 叠加供应端格局重塑, 稀土价格“市场底”已见, 继续建议关注稀土/永磁板块左侧布局机会。
- 盈利预测及投资建议:** 公司逐步完善稀土产业链布局, 盈利水平有望持续提升。我们假设 2022-2024 年氧化镨钕均价分别为 85/75/85 万元/吨, 氧化镱均价为 260/270/280 万元/吨, 氧化铽均价分别为 1380/1400/1420 万元/吨, 不计入收购资产的情况下, 预计公司 2022/2023/2024 年净利润分别为 4.33、4.85、5.31 亿元 (2022 年 11 月 1 日报告盈利预测为 4.33、4.64 和 4.88 亿元), 按照 1 月 3 日 344 亿市值计算, 对应 PE 分别为 79.5/70.9/64.8X, 维持“增持”评级。
- 风险提示事件:** 收购不及预期、产品价格波动对公司业绩变动带来的风险、产能释放不及预期、行业景气不及预期、国内疫情反复和国外疫情失控风险、需求测算偏差风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

## 基本状况

总股本(百万股)	981
流通股本(百万股)	981
市价(元)	35.07
市值(百万元)	34,400
流通市值(百万元)	34,400

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

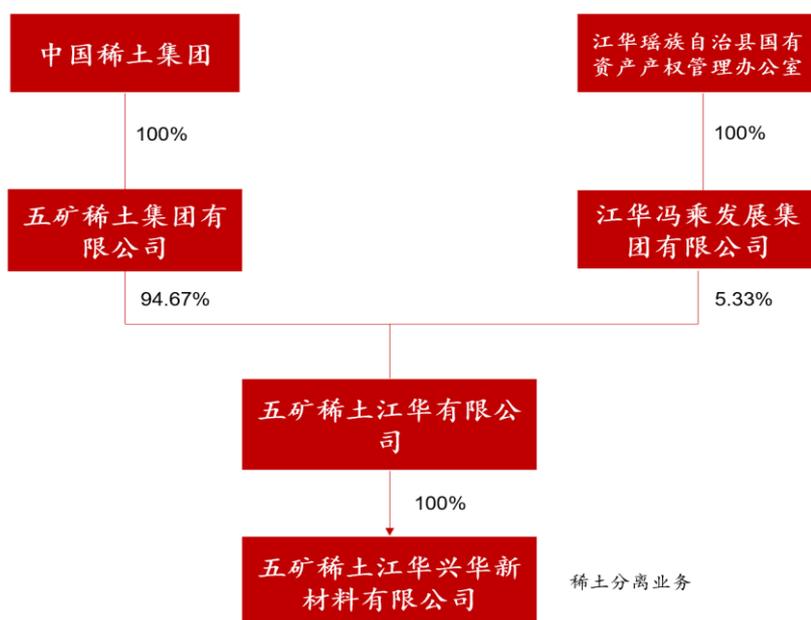
- 《中国稀土: 新征程》20221111

图表 1: 募集资金使用计划

序号	募集资金投资项目	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	收购五矿稀土集团持有的江华稀土 94.67% 股权	142951.70	142951.70
2	补充流动资金	60000.00	60000.00
	合计	202951.70	202951.70

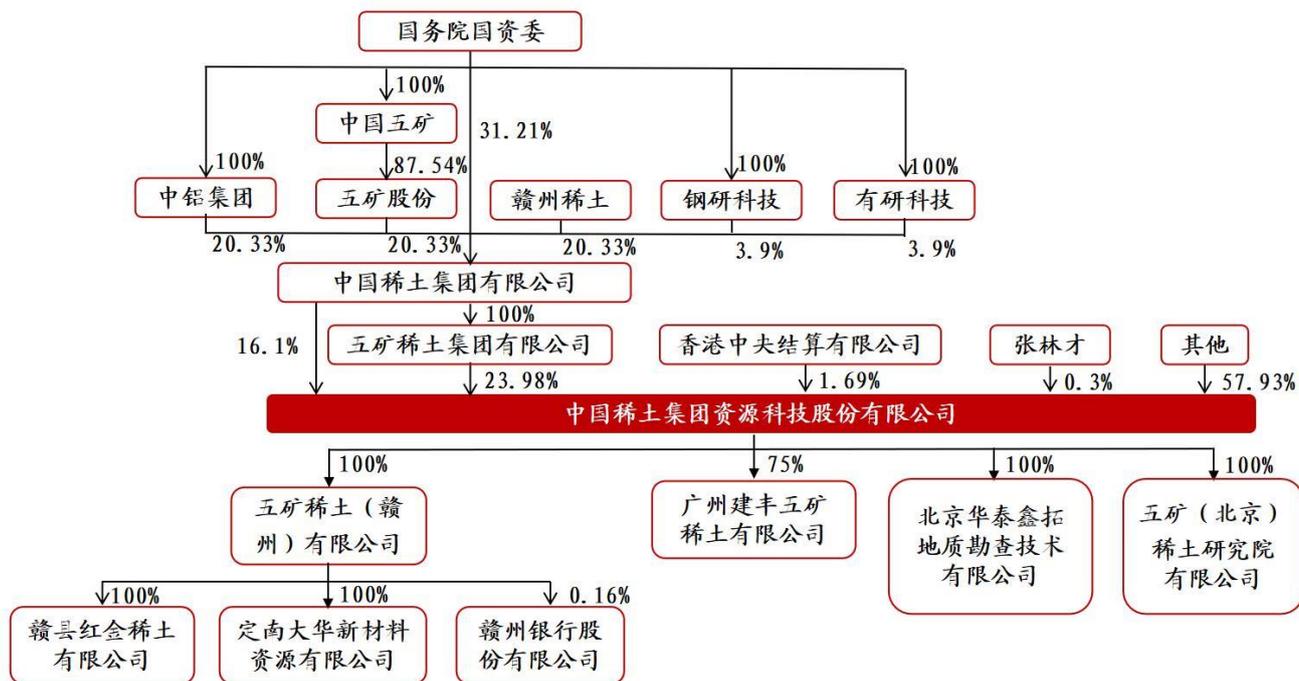
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 江华稀土股权结构



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 中国稀土股权结构 (截至 20221230)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 江华稀土矿配分

元素	La	Ce	Pr	Nd	Sm	Eu	Gd	Tb
成分 (%)	24.06%	2.77%	5.46%	19.29%	4.29%	0.10%	4.67%	0.80%
元素	Dy	Ho	Y	Er	Tm	Yb	Lu	
成分 (%)	4.56%	0.85%	29.18%	2.13%	0.28%	1.39%	0.17%	

来源: 《五矿稀土江华兴华新材料有限公司 5000t/a 稀土分离加工项目环境影响报告》, 中泰证券研究所

**图表 5: 江华稀土主要财务数据 (万元)**

项目	2022年9月30日 (未经审计)	2021年12月31日 (未经审计)
资产总计	113,225.90	84,112.35
负债合计	29,070.61	15,862.18
所有者权益合计	84,155.29	68,250.17
项目	2022年1-9月 (未经审计)	2021年度 (未经审计)
营业收入	57,559.31	44,007.45
净利润	25,237.42	17,663.77

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	212	606	639	693	营业收入	2,973	4,037	4,263	4,622
应收票据	203	323	341	370	营业成本	2,596	3,345	3,486	3,777
应收账款	17	121	128	139	税金及附加	4	13	15	15
预付账款	52	50	87	113	销售费用	5	7	8	8
存货	2,381	2,217	2,350	2,561	管理费用	53	59	65	71
合同资产	0	0	0	0	研发费用	15	19	26	31
其他流动资产	526	782	836	883	财务费用	32	36	49	60
流动资产合计	3,390	4,098	4,382	4,759	信用减值损失	4	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-18	-20	-12	0
长期股权投资	344	344	344	344	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	93	493	911	1,344	投资收益	2	0	0	0
在建工程	8	108	108	8	其他收益	3	0	0	0
无形资产	7	5	2	1	营业利润	259	538	603	660
其他非流动资产	35	35	35	35	营业外收入	2	0	0	0
非流动资产合计	487	985	1,400	1,731	营业外支出	4	0	0	0
资产合计	3,877	5,083	5,782	6,490	利润总额	257	538	603	660
短期借款	1,071	1,704	2,144	2,520	所得税	51	81	90	99
应付票据	0	127	68	92	净利润	206	457	513	561
应付账款	17	96	120	86	少数股东损益	11	24	27	30
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	195	433	486	531
合同负债	11	0	0	0	NOPLAT	232	488	554	612
其他应付款	13	13	13	13	EPS (按最新股本摊薄)	0.20	0.44	0.49	0.54
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	52	55	58	60					
流动负债合计	1,166	1,997	2,404	2,773	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	10	10	10	10	营业收入增长率	79.5%	35.8%	5.6%	8.4%
非流动负债合计	10	10	10	10	EBIT增长率	-9.0%	99.2%	13.6%	10.4%
负债合计	1,175	2,007	2,414	2,783	归母公司净利润增长率	-30.0%	121.5%	12.1%	9.3%
归属母公司所有者权益	2,600	2,951	3,215	3,525	获利能力				
少数股东权益	101	125	153	183	毛利率	12.7%	17.1%	18.2%	18.3%
所有者权益合计	2,701	3,076	3,368	3,708	净利率	6.9%	11.3%	12.0%	12.1%
负债和股东权益	3,877	5,083	5,782	6,490	ROE	7.2%	14.1%	14.4%	14.3%
					ROIC	8.5%	13.0%	12.7%	12.3%
					偿债能力				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	30.3%	39.5%	41.7%	42.9%
单位:百万元					债务权益比	40.1%	55.8%	64.0%	68.3%
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	流动比率	2.9	2.1	1.8	1.7
经营活动现金流	-745	375	332	388	速动比率	0.9	0.9	0.8	0.8
现金收益	248	504	614	718	营运能力				
存货影响	-860	164	-133	-211	总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7
经营性应收影响	138	-203	-49	-66	应收账款周转天数	1	6	11	10
经营性应付影响	-57	206	-35	-9	应付账款周转天数	3	6	11	10
其他影响	-214	-295	-65	-44	存货周转天数	271	247	236	234
投资活动现金流	-24	-508	-468	-429	每股指标 (元)				
资本支出	-26	-508	-468	-429	每股收益	0.20	0.44	0.49	0.54
股权投资	-3	0	0	0	每股经营现金流	-0.76	0.38	0.34	0.40
其他长期资产变化	5	0	0	0	每股净资产	2.65	3.01	3.28	3.59
融资活动现金流	695	527	170	95	估值比率				
借款增加	673	633	439	376	P/E	176	79	71	65
股利及利息支付	-91	-472	-557	-607	P/B	13	12	11	10
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	23	12	10	9
其他影响	113	366	288	326					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
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; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。