



中国稀土 (000831.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

中重稀土资源龙头，供改最大受益者

投资逻辑：

中重稀土龙头，稀土央企核心上市平台。公司是中重稀土龙头、中国稀土集团旗下核心上市公司，矿山业务由中稀湖南(原江华稀土矿)承担，冶炼依托定南大华和中稀永州。根据业绩预告，刨除子公司补税和存货跌价影响，公司2024年生产经营利润应为正值。

《管理条例》正式落地，进口矿和二次利用面临供改。2024年10月《稀土管理条例》正式实施，将对进口矿(占比全球供给23%)和二次利用(占比全球供给21%)实施更高级别的约束；意味着配额之外的供给渠道或将更加有序、合规。

缅甸供应扰动延续，新增资源费或抬升行业成本曲线。缅甸克钦邦(稀土重要产区，镨钕占比全球供给10%)局势动荡导致前期封关，11月进口量分别环比/同比-63%/-78%。虽然关口于12月恢复，但尚未恢复正常生产秩序。据SMM克钦独立军拟征收每吨2万元的资源费，这将提高部分缅甸矿成本，从而抬升稀土价格中枢。

配额增速放缓，供需改善延续。2024年全年配额增速仅为6%，显著放缓。考虑汽车电动化持续、工业机器人和两轮电动车等需求景气高企，我们测算2024-2026年全球稀土需求增速分别为9%/10%/11%。我们测算在2025年配额增幅小于15%的情况下，全球稀土供需有望持续改善。2024年末氧化镨钕价格回涨至41万元/吨，供需改善+成本抬升，我们预计2025年均价为45万元/吨。

中国稀土集团：或为《管理条例》实施后最先、最直接受益者。二次资源存在格局分散、国资参与度较低，且产能较为过剩、原料来源多样的特点，因而对进口矿冶炼分离进行管控或具备更高的可操作性。我国南方离子型矿资源与缅甸矿类似，因而在行业集中度不断提高的情况下，我们认为中国稀土集团或为最大受益者。

行业整合最大受益者，迈出资源赋能第一步。中稀集团于2021年成立，到进一步整合厦门钨业、广晟有色，我国南北稀土格局已成；江华稀土矿已于2023年末注入公司，补足公司资源短板。

内外并举，成长空间巨大。随着定南大华、中稀永州逐步爬产，公司2021-2023年稀土产量逐步增加，集团赣南矿山复产亦有望增加公司原矿来源；体内参股的肥田稀土矿和圣功寨稀土矿的探转采工作稳步推进中。集团内部仍有牯牛坪、花山和三丘田稀土矿等优质资产；且集团于2022年1月出具对上市公司同业竞争5年解决的承诺，目前期限已过大半。2024年公司获得的原矿、冶炼分离总量控制指标占比集团总量较低，整合空间巨大。

盈利预测、估值和评级

预计公司2024-2026年收入分别为28/55/71亿元，预计实现归母净利润分别为-3.1/5.7/8.4亿元，EPS分别为-0.29/0.53/0.79元，2025/2026年对应PE分别为53/36x，略低于可比公司均值；考虑公司龙头地位，给予均值水平20%估值溢价，2025年PE为66x，目标价34.98元；首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

稀土产品价格波动；下游需求乏力；海外供给超预期。

金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬 (执业S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.25元

目标价 (人民币)：34.98元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,786	3,988	2,777	5,539	7,127
营业收入增长率	27.33%	5.34%	-30.36%	99.42%	28.68%
归母净利润(百万元)	416	418	-309	565	838
归母净利润增长率	112.70%	0.49%	N/A	N/A	48.28%
摊薄每股收益(元)	0.424	0.394	-0.291	0.532	0.789
每股经营性现金流净额	1.01	0.33	-0.13	0.27	0.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.78%	8.60%	-6.70%	11.40%	15.35%
P/E	66.67	71.78	-96.99	53.08	35.80
P/B	9.19	6.17	6.50	6.05	5.49

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、中国稀土：中重稀土龙头，稀土央企核心上市平台.....	4
1.1 稀土央企核心上市平台，业务涵盖矿山资源、冶炼和研发.....	4
1.2 稀土价格波动较大，盈利有所承压.....	5
二、《管理条例》正式落地，进口矿和二次利用面临供改.....	6
三、缅甸供应扰动延续，新增资源费或抬升行业成本曲线.....	7
3.1 缅甸供给扰动超预期.....	7
3.2 成本曲线或逐步抬高.....	8
四、配额增速放缓，供需改善延续.....	9
4.1 配额增速显著放缓，供需改善显著.....	9
4.2 2025 年配额增速若低于 15%，供需有望持续改善.....	10
五、中国稀土集团：或为《管理条例》实施后最先、最直接受益者.....	11
六、行业整合最大受益者，迈出资源赋能第一步.....	12
6.1 龙头之路：南北格局形成，央国企改革典范.....	12
6.2 矿山+冶炼分离，集团内部资产丰厚.....	12
6.3 江华稀土成功注入，补足上市公司资源短板.....	14
七、内外并举，成长空间巨大.....	15
7.1 体内资产优质，中稀永州上量打开成长空间.....	15
7.2 体外矿山质优量大，承诺解决同业竞争期限过半.....	16
7.3 集团内部仍有较多配额，整合预期较大.....	18
八、盈利预测与投资建议.....	18
8.1 核心假设.....	18
8.2 盈利预测.....	19
8.3 投资建议及估值.....	20
九、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：中国稀土发展历史.....	4
图表 2：公司大股东为中国稀土集团，实控人为国务院国资委（2025 年 1 月）.....	4
图表 3：2024 年由于稀土价格下跌，公司利润出现亏损.....	5
图表 4：公司营业收入拆分.....	5
图表 5：公司毛利润拆分.....	5
图表 6：主要产品毛利率波动较大.....	6
图表 7：稀土管理条例与征求意见稿对比.....	6



图表 8: 全球稀土供给结构 (2023 年, 数量口径)	7
图表 9: 缅甸矿为离子型稀土矿重要来源 (2023 年)	8
图表 10: 缅甸矿进口量折镨钕显著下降 (单位: 吨)	8
图表 11: 稀土市场价格回暖	9
图表 12: 我国稀土配额情况一览 (单位: 吨 REO)	9
图表 13: 全球氧化镨钕需求测算	9
图表 14: 不同配额增速下的全球稀土供需平衡测算 (万吨)	10
图表 15: 稀土磁材板块盈利 (归母净利润, 亿元) 呈现明显底部	11
图表 16: 目前下游磁材企业库存水平 (存货/销售收入, 单位%) 居于较低位置	11
图表 17: 缅甸矿和国内典型稀土矿种配分对比	11
图表 18: 2024 年国内稀土原矿开采配额情况	11
图表 19: 中稀厦钨股权结构图	12
图表 20: 广晟有色 [600259.SH] 实控人变更	12
图表 21: 中国稀土集团有限公司所属、参股及整合合作在产稀土矿山企业名单 (已下达指标, 2024 年第一批)	12
图表 22: 中国稀土集团有限公司所属、参股及整合合作在产冶炼分离企业名单 (已下达指标, 2024 年第一批)	13
图表 23: 江华稀土矿山年采矿量	14
图表 24: 江华稀土矿基本情况	15
图表 25: 中稀 (湖南) 营业收入与净利润 (亿元) 情况	15
图表 26: 公司各产品销量情况 (吨)	16
图表 27: 公司各产品产量情况 (吨)	16
图表 28: 广州建丰近年营业收入和净利润情况 (亿元)	16
图表 29: 定南大华近年营业收入和净利润情况 (亿元)	16
图表 30: 牯牛坪稀土矿山年采矿量 (万吨)	17
图表 31: 微山湖稀土矿山年采矿量 (万吨)	17
图表 32: 花山稀土矿采矿量逐步上升	17
图表 33: 三丘田稀土矿采矿情况	18
图表 34: 圣功寨及肥田矿区的基本情况	18
图表 35: 公司所获得配额占比集团总量较低 (2024 年)	18
图表 36: 公司分业务营收、毛利测算 (单位: 百万元)	19
图表 37: 可比公司估值对比 (2025 年 1 月 24 日)	20



一、中国稀土：中重稀土龙头，稀土央企核心上市平台

1.1 稀土央企核心上市平台，业务涵盖矿山资源、冶炼和研发

中国稀土集团资源科技股份有限公司(简称“中国稀土”),原名为山西关铝股份有限公司,于1998年在深圳证券交易所上市(股票代码:000831);历经中国五矿收购关铝股份,关铝股份亏损退市,置入稀土资产后恢复上市;曾用名“五矿稀土”。2022年10月更名“中国稀土”;目前公司控股股东为中国稀土集团,是稀土央企的核心上市平台。

图表1: 中国稀土发展历史



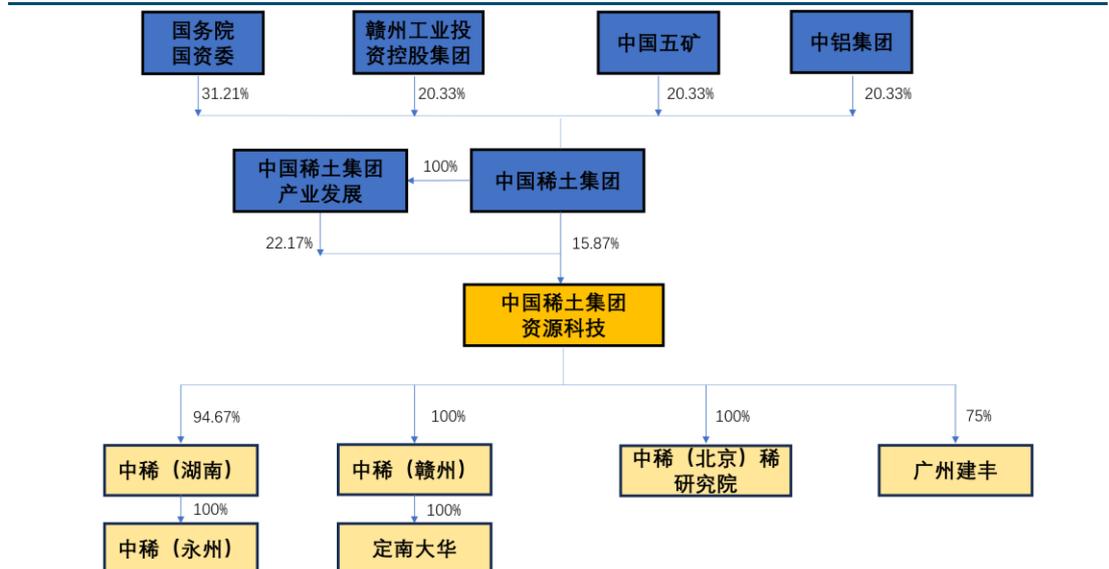
来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

中国稀土专注于中重稀土矿的开采加工和冶炼分离业务,同时提供相关技术研发与咨询服务。自成立以来,凭借先进的生产技术和严格的质量控制,公司在稀土产业中建立了显著优势。近年来,公司的经营规模和业绩持续增长,资产结构合理,财务稳健。作为中央企业实际控制的专业稀土上市平台,公司在治理和运营方面表现出色,获得了广泛认可。其产品因优越性能被广泛应用于磁性材料、发光材料、催化材料等多个高端领域。

依托先进的技术和研发支持,该公司部分单一稀土氧化物的纯度可超过99.999%,资源利用率超过98.5%。在产品质量、纯度、单耗、定制化产品供应及污染物排放标准等方面,公司展现出业内领先的竞争优势。

公司实控人为中国稀土集团,截止2025年1月,中稀集团直接持股15.87%,通过集团旗下产业发展公司持股22.17%,合计持股38.04%,治理较为稳健。中稀集团由国务院国资委直接持股31.21%,中国五矿、中铝集团和赣州工业投资控股集团均分别持股20.33%,公司实控人为国务院国资委。

图表2: 公司大股东为中国稀土集团,实控人为国务院国资委(2025年1月)



来源: ifind, 国金证券研究所

公司旗下稀土研究院主要负责稀土技术研发;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；中稀湖南与华泰鑫拓旗下分别有江华稀土矿采矿权、圣功寨探矿权和肥田探矿权等资源，未来有望增厚公司业绩。

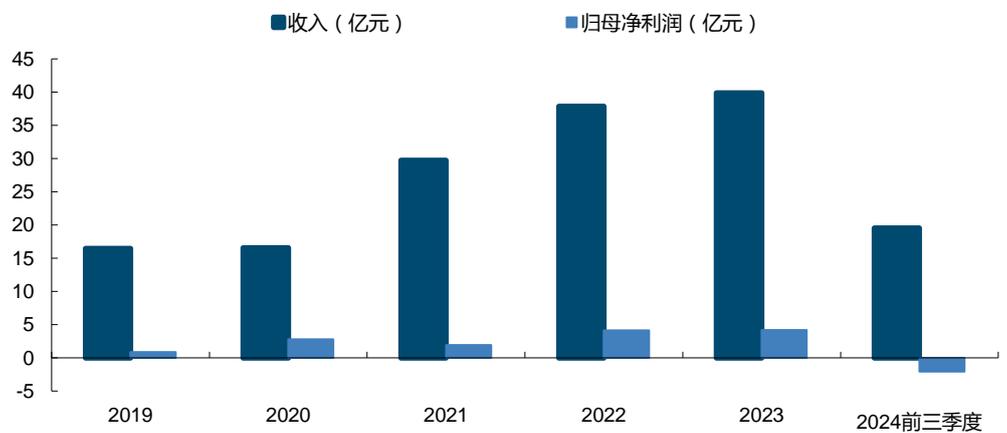
1.2 稀土价格波动较大，盈利有所承压

自 2022 年稀土价格见顶，公司盈利水平亦有所下降。2024 年前三季度由于稀土产品价格持续下跌，致计提存货跌价准备增加至 3.3 亿元；归母净利润为-2.03 亿元，同比-261.70%。

2024 年 12 月公司子公司中稀湖南由于补缴税款（因中稀湖南将中重稀土与轻稀土分别申报缴纳资源税，以及中稀湖南被取消高新技术企业资格所致，均不属于主观造成的偷税、漏税情况），需补缴 2022-2023 年度资源税、企业所得税及滞纳金合计 1.65 亿元。中稀湖南补缴税款及滞纳金作为非经常性事项，预计将减少上市公司 2024 年度净利润 1.65 亿元，减少归母净利润 1.56 亿元；上市公司收到中稀发展补偿款将一次性计入权益，预计增加上市公司归母权益 1.56 亿元。

2025 年 1 月公司发布预告，预计 2024 年归母净利润亏损 2.67-3.57 亿元，扣非净利润亏损 1.35-1.90 亿元。刨除存货减值损失和子公司补税事件影响，2024 年公司生产经营利润为正值。

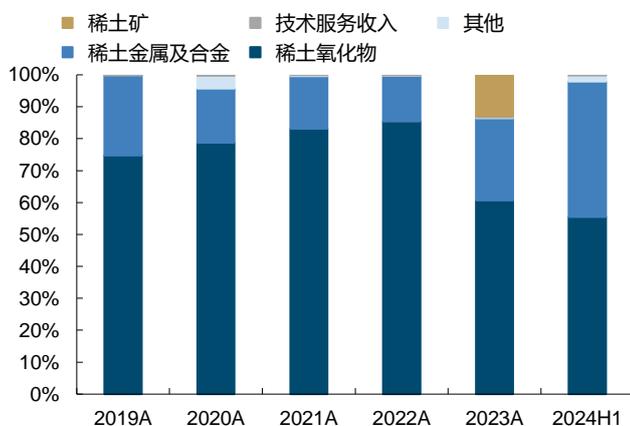
图表3: 2024 年由于稀土价格下跌，公司利润出现亏损



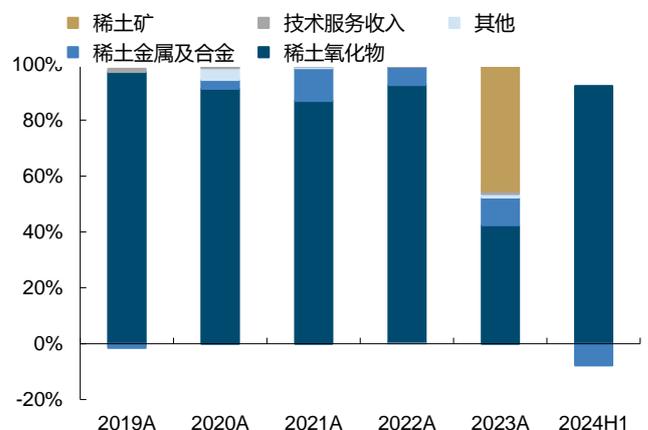
来源: ifind, 国金证券研究所

中国稀土主要产品为稀土氧化物和稀土金属，根据公司年报披露，1H24 公司稀土氧化物和稀土合金及金属分别贡献营业收入 6.40 亿元和 4.91 亿元，分别占总营业收入的 55%和 42%；毛利方面分别为 1.65 亿元和-0.14 亿元，可见稀土氧化物为最主要盈利来源。

图表4: 公司营业收入拆分



图表5: 公司毛利润拆分



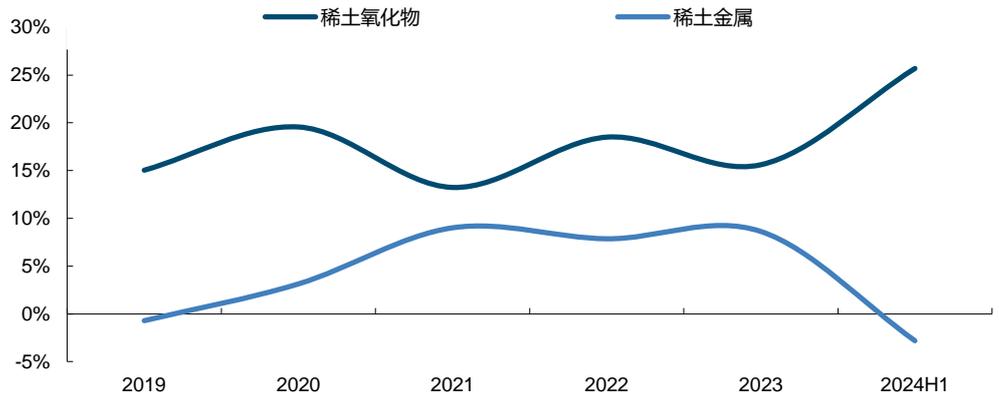
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

受宏观环境和稀土市场波动影响，主要产品毛利率近年来呈波动变化，根据公司年报披露，由于稀土商品较上半年同期下降较快，2023 年稀土氧化物毛利率为 15.62%，同比下降 15.63%。虽然 2024H1 稀土价格下降，但由于自 2023 年完成收购江华稀土矿、一体化优势开始显现，稀土氧化物毛利率上升至 25.69%。



图表6: 主要产品毛利率波动较大



来源: ifind, 国金证券研究所

二、《管理条例》正式落地，进口矿和二次利用面临供改

2024年10月1日,《稀土管理条例》正式实施;较2021年1月发布的《征求意见稿》,除了明确了处罚对象、措施和力度以外,该正式版将对进口矿和二次利用实施更高级别的约束。

图表7: 稀土管理条例与征求意见稿对比

2024年正式版	2021年征求意见稿	区别
为有效保护和合理开发利用稀土资源,促进稀土产业高质量发展,维护生态安全,保障国家资源安全和产业安全……	为了规范稀土行业管理,保障稀土资源的合理开发利用,促进稀土行业持续健康发展,保护生态环境和资源安全……	立法目的站位提升。立法目的新增“有效保护”、“产业安全”等字眼
适用范围为“稀土的开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用、产品流通、进出口”“稀土产品及相关技术、工艺、装备的进出口”	适用范围为“稀土的开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用、产品流通”“稀土冶炼分离企业可以在总量指标以外利用进口稀土产品进行冶炼分离”“稀土产品进出口”	加大对进出口管理和掌控。较21版新增“进出口”,征求意见稿中的“稀土冶炼分离企业可以在总量指标以外利用进口稀土产品进行冶炼分离”一条在正式版中已被删除
“从事稀土开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用和稀土产品出口的企业应当建立稀土产品流向记录制度”	“稀土开采企业、稀土冶炼分离企业、稀土金属冶炼企业应当将生产、销售数据及其包装、发票信息录入追溯信息系统”	完善追溯信息系统,加大对综合利用的掌控。较意见征求稿的变化为将综合利用和进出口企业纳入追溯信息系统。
“不得收购、加工、销售、出口非法……的稀土产品”	“不得收购、销售非法开采、冶炼分离的稀土产品”	进一步限制“黑稀土”。新增对非法稀土产品的加工和出口的禁止性规定,意味着在更多环节限制黑稀土的流通。
对无指标超指标开采、分离的企业“处违法所得5倍以上10倍以下的罚款”“对主要负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员依法给予处分”	对无指标超指标开采、分离的企业“处违法所得1倍以上5倍以下的罚款”	加大处罚力度,明确处罚对象。
“国家对稀土产业发展实行统一规划”“国务院工业和信息化主管部门负责全国稀土行业管理工作……国务院自然资源主管部门……在各自职责范围内负责稀土管理相关工作”	“国务院工业和信息化主管部门会同国务院有关部门编制稀土行业发展规划”	国家主导规划制定,明确管理体制。
稀土产品的定义为“稀土矿产品、各类稀土化	稀土产品的定义为“稀土矿产品、各	扩大稀土产品范围定义,加大产品管控力度。



2024 年正式版	2021 年征求意见稿	区别
合物、各类稀土金属及 合金 ”	类稀土化合物、各类稀土金属”	较 21 版新增了“合金”。稀土合金的概念较为广泛，我们认为国家对于稀土加工产品亦或将加大管控力度。
“对稀土之外的 其他稀有金属 的管理，国务院相关主管部门可以参照本条例的有关规定执行”	没有相关表述	其他稀有金属亦将受益 。除了稀土以外，铋和钨等稀有金属均为我国优势战略矿产资源且均实施过供应限制。

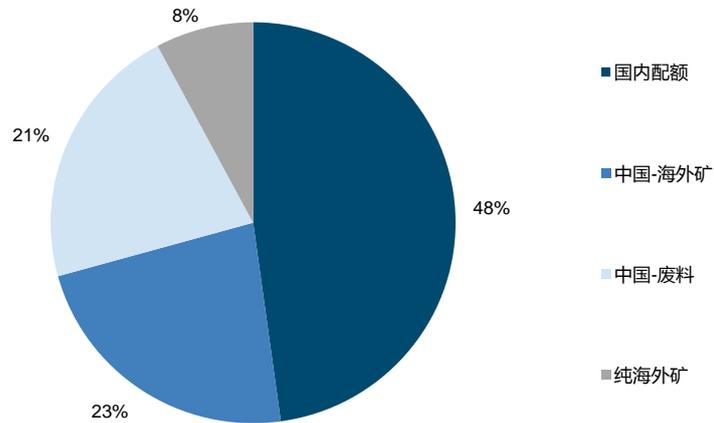
来源：中国政府网、工业和信息化部、国金证券研究所

全球稀土（氧化镨钕口径）供应来看，我国配额占比全球稀土供应为 48%，进口至我国进行冶炼分离的海外稀土矿占比全球 23%，由我国生产的废料占比 21%；而完全由海外开采、冶炼分离的稀土占比 8%。

由此可见，在配额之外，我国的进口矿和再生资源亦为重要供给；但在过去，相较于对源头为国内的稀土矿，我国对于进口矿和二次利用并未实施更多限制。

因此本次《管理条例》落地，意味着进口矿的冶炼和再生资源或面临更高维度的监管，资质优异且稀缺的头部央国企有望获得更高的市场份额。

图表8：全球稀土供给结构（2023 年，数量口径）



来源：ifind，百川盈孚，lynas2023 年报，工信部，国金证券研究所整理

三、缅甸供应扰动延续，新增资源费或抬升行业成本曲线

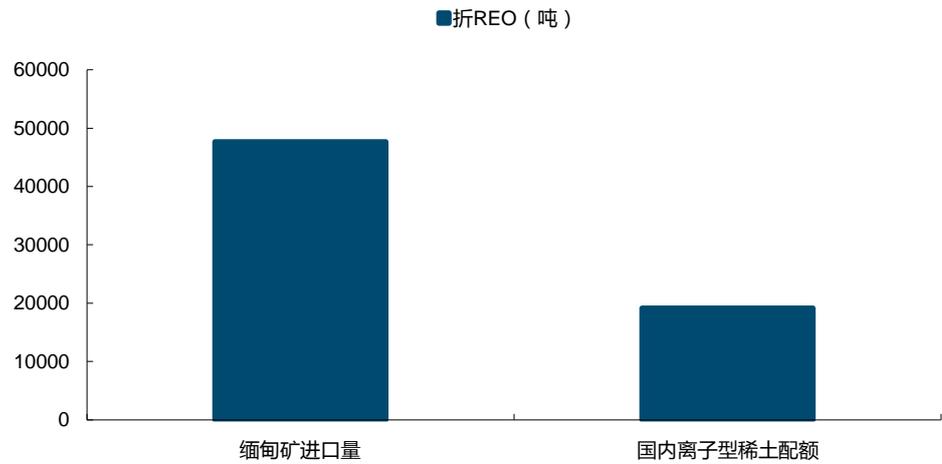
3.1 缅甸供给扰动超预期

据 Mining.com 网站报道，缅甸克钦独立军（KIA）于 10 月中下旬宣布，已经控制该国稀土矿区。加拿大稀土和电池金属研究企业阿达姆斯情报公司（Adamas Intelligence）称，反叛武装控制该地区可能影响稀土精矿出口。

缅甸矿为全球中重稀土供给最主要构成，2023 年进口量折 REO 近 5 万吨，国内中重稀土配额 REO 仅为 1.9 万吨；测算缅甸矿 2023 年占比全球轻稀土镨钕超过 10%。



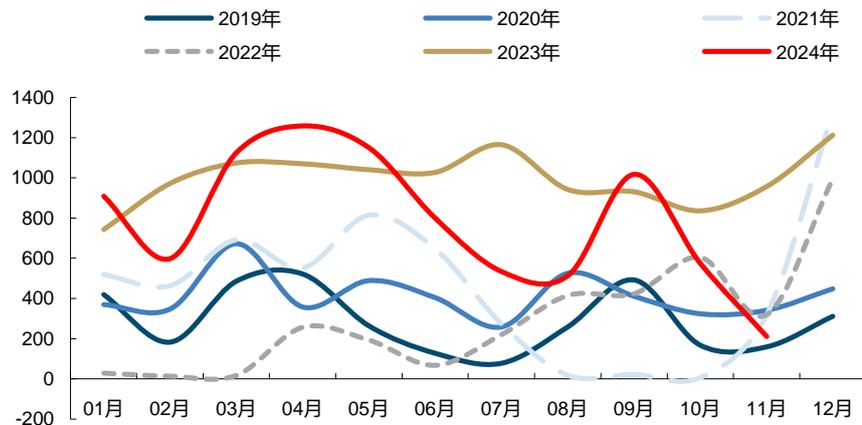
图表9: 缅甸矿为离子型稀土矿重要来源 (2023年)



来源: ifind, 工信部, 国金证券研究所

由于封关因素, 11月缅甸镨钕进口量显著下降, 分别环比/同比-63%/-78%。由于局势尚未稳定, 虽然12月下旬缅甸矿进口通道有所恢复, 但实际成交并未明显恢复。我们认为缅甸矿供应受限的局面有望持续维持。

图表10: 缅甸矿进口量折镨钕显著下降 (单位: 吨)



来源: wind, 国金证券研究所整理测算

3.2 成本曲线或逐步抬高

稀土价格由2024年初的40万元/吨水平, 下降至最低33万元/吨; 由于2024年配额显著下降, 因而价格在2024年年两度下探至35万元/吨后, 回升至近42万元/吨, 重回2024年初开始下跌的水平。



图表11: 稀土市场价格回暖



来源: wind, 国金证券研究所

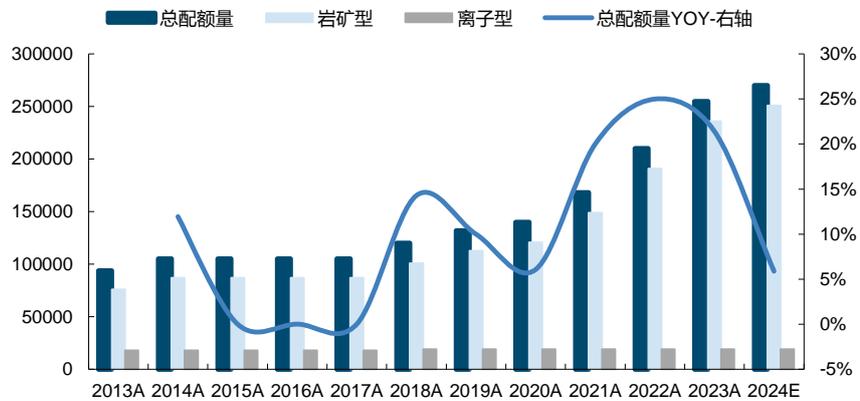
据 SMM，克钦独立军计划对板瓦地区的缅甸矿征收每吨 20000 元的资源费，这将使得一部分缅甸矿的成本提高。缅甸矿作为重稀土镨、铽，轻稀土镧铈供给的重要一环，新增资源费叠加供给扰动频繁，有望抬升行业成本曲线，从而抬升稀土价格中枢。

四、配额增速放缓，供需改善延续

4.1 配额增速显著放缓，供需改善显著

2024 年仅发布两批配额指标，原矿开采指标合计 27 万吨，全年配额增速仅为 6%，显著低于 2021-2023 年 20%+ 的水平。

图表12: 我国稀土配额情况一览 (单位: 吨 REO)



来源: wind, 国金证券研究所

我们预计新能源车电动化持续、工业机器人、工业制造电机和两轮电动车等产销旺盛，贡献稀土最主要需求增长；其他领域，其中以风电和消费电子等领域，终端需求预计景气度较高，但降本趋势下稀土单耗有所降低，因而对应需求增长相对放缓。

基于上文分析，我们测算 2024-2026 年全球氧化镧铈需求增速分别为 8%/10%/10%。

图表13: 全球氧化镧铈需求测算

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
全球钕铁硼需求测算 (万吨)	17.18	18.76	21.59	21.57	22.75	24.28	26.09	28.39
YOY		9%	15%	0%	5%	7%	7%	9%
其中: 风电	1.13	1.68	1.57	1.17	1.59	1.46	1.41	1.56
传统汽车	1.57	1.37	1.30	1.30	1.24	1.17	1.12	1.06
新能源车	0.51	0.70	1.74	2.63	3.39	4.30	5.15	6.18



	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
工业制造电机	0.21	0.22	0.34	0.45	0.54	0.78	1.11	1.51
工业机器人+人形机器人	1.00	1.38	1.55	1.83	1.86	2.02	2.21	2.47
变频空调	0.81	0.96	1.13	1.31	1.34	1.38	1.45	1.51
节能电梯	0.62	0.69	0.83	0.78	0.81	0.81	0.81	0.81
消费电子	0.80	0.76	0.78	0.79	0.81	0.82	0.83	0.84
中低端钕铁硼需求合计 (万吨)	10.54	11.00	12.36	11.31	11.16	11.55	12.01	12.45
氧化镨钕终端需求测算 (万吨)	5.89	6.48	7.48	7.57	8.06	8.64	9.32	10.20
中游超额备货比例	10%	12%	13%	7%	7%	8%	10%	11%
氧化镨钕实际需求 (万吨)	6.5	7.3	8.5	8.1	8.6	9.3	10.2	11.3
YOY		12%	17%	-4%	6%	8%	10%	10%

来源：乘联会，华经产业研究院，GWEC，前瞻产业研究院，国金证券研究所测算

4.2 2025 年配额增速若低于 15%，供需有望持续改善

通过分别对国内配额增速在 5%-25% 的区间范围内进行测算，得出结论：在 2025 年配额增幅小于 15% 的情况下，全球稀土供需情况有望持续改善。

图表14：不同配额增速下的全球稀土供需平衡测算 (万吨)

	2022A	2023A	2024E	2025E	
全球氧化镨钕需求	8.1	8.6	9.3	10.2	
海外矿供给	2.4	3.2	3.1	3.1	
废料供给	2.8	2.2	2.2	2.2	
配额供给增速敏感性分析					
国内配额增幅 25%	供给量	4.1	5.0	6.2	7.8
	供需平衡	1.2	1.8	2.2	2.9
	缺口变化 (+过剩加剧/-缺口扩大)		0.6	0.4	0.6
国内配额增幅 20%	供给量	4.1	5.0	6.0	7.2
	供需平衡	1.2	1.8	2.0	2.3
	缺口变化 (+过剩加剧/-缺口扩大)		0.6	0.2	0.3
国内配额增幅 15%	供给量	4.1	5.0	5.8	6.6
	供需平衡	1.2	1.8	1.7	1.7
	缺口变化 (+过剩加剧/-缺口扩大)		0.6	-0.1	0.0
国内配额增幅 12%	供给量	4.1	5.0	5.6	6.3
	供需平衡	1.2	1.8	1.6	1.3
	缺口变化 (+过剩加剧/-缺口扩大)		0.6	-0.2	-0.2
国内配额增幅 10%	供给量	4.1	5.0	5.5	6.0
	供需平衡	1.2	1.8	1.5	1.1
	缺口变化 (+过剩加剧/-缺口扩大)		0.6	-0.3	-0.4
国内配额增幅 7%	供给量	4.1	5.0	5.3	5.7
	供需平衡	1.2	1.8	1.3	0.8
	缺口变化 (+过剩加剧/-缺口扩大)		0.6	-0.5	-0.5
国内配额增幅 5%	供给量	4.1	5.0	5.2	5.5
	供需平衡	1.2	1.8	1.2	0.6
	缺口变化 (+过剩加剧/-缺口扩大)		0.6	-0.6	-0.6

来源：工信部，海关总署，国金证券研究所测算

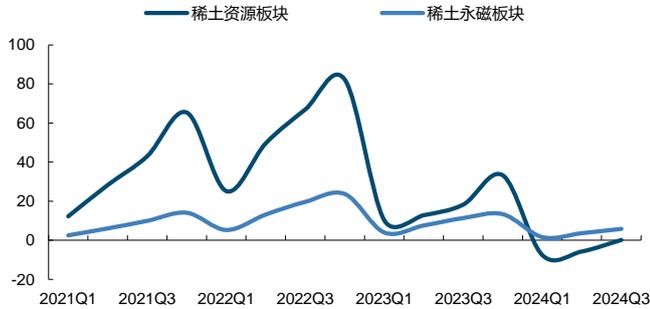
稀土磁材板块盈利呈现明显底部，磁材主流企业出现亏损。稀土价格连续跌两年，尤其



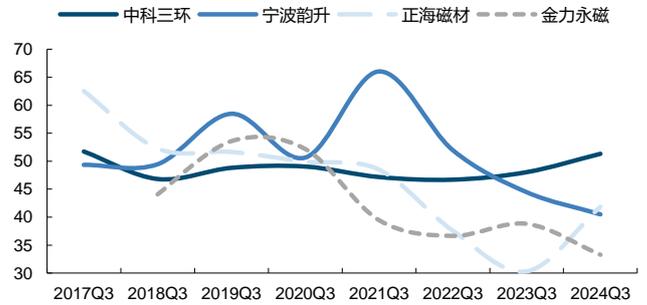
2023Q4-2024Q1 市场预期较为一致，贸易商恐慌性出货；因而 2024 年下半年磁材生产企业整体库存水平有所降低。

图表15: 稀土磁材板块盈利(归母净利润, 亿元)呈现明显底部

图表16: 目前下游磁材企业库存水平(存货/销售收入, 单位%)居于较低位置



来源: wind, 国金证券研究所



来源: wind, 国金证券研究所

五、中国稀土集团：或为《管理条例》实施后最先、最直接受益者

由前文分析可知，《稀土管理条例》的正式落地，对于进口矿和二次资源的利用将实行更高等级的监管。二次资源存在格局分散、国资参与比例较低，且产能较为过剩、原料来源较为多样的特点，因而对进口矿冶炼分离进行管控或具备更高的可操作性。

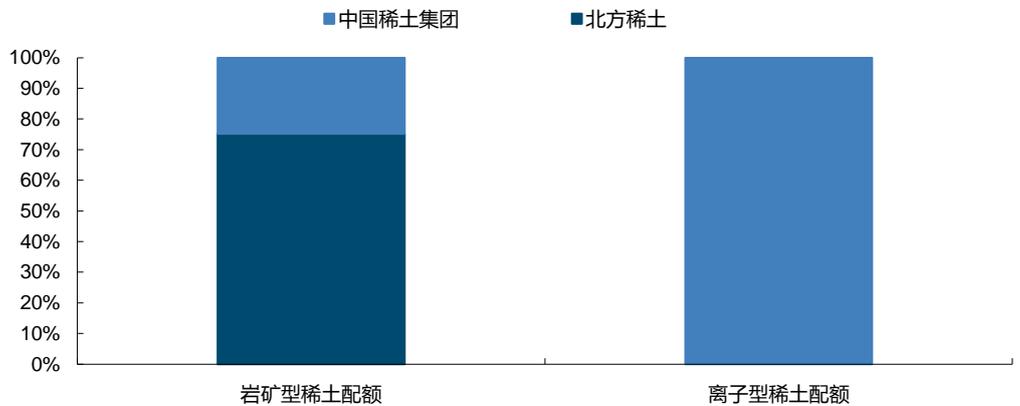
图表17: 缅甸矿和国内典型稀土矿种配分对比

	缅甸矿	南方某地离子型矿	北方某地岩型稀土矿
氧化镨钕	26%-28%	23%	22%
氧化镱	3.5%-4.5%	3.70%	0.01%
氧化铽	0.6-0.8%	0.68%	0.01%

来源: 稀土在线, 国金证券研究所整理

中国稀土集团作为稀土行业唯一央企, 100%掌控国内离子型矿资源(与缅甸进口矿同属离子型矿); 因而在行业集中度不断提高的情况下, 我们认为中国稀土集团或为进口矿资源利用往头部集中趋势下的最大受益者。

图表18: 2024 年国内稀土原矿开采配额情况



来源: 工信部, 国金证券研究所

2021 年 12 月, 国务院国资委同意中国铝业集团有限公司(以下简称“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, 新设由国务院国资委控股的新公司, 中铝集团持有的中国稀有稀土股份有限公司的股权, 中国五矿所属企业持有的五矿



稀土股份有限公司、五矿稀土集团有限公司的股权，以及赣州稀土集团有限公司及所属企业持有的中国南方稀土集团有限公司、江西赣州稀有金属交易所有限责任公司、赣州中蓝稀土新材料科技有限公司的股权整体划入该新公司；中国稀土集团对全国离子型稀土资源和部分岩矿型稀土资源进行控制，作为中重稀土绝对龙头，或为行业供改趋势下最直接受益者。

六、行业整合最大受益者，迈出资源赋能第一步

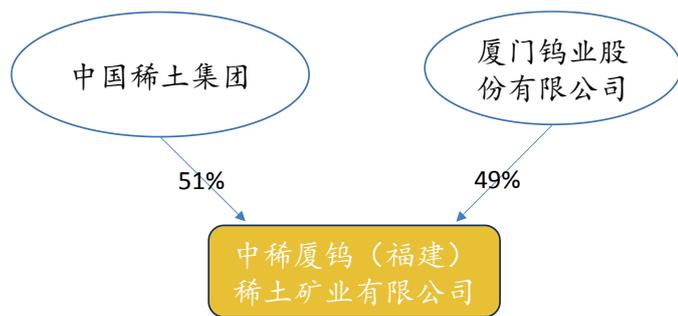
6.1 龙头之路：南北格局形成，央国企改革典范

为了加快整合南方中重稀土资源的开发能力，推动资源开发绿色高效利用，提高战略资源掌控力，中国稀土集团于2021年12月在国务院的批准下成立，是由国资委直接监管的股权多元化的中央企业。

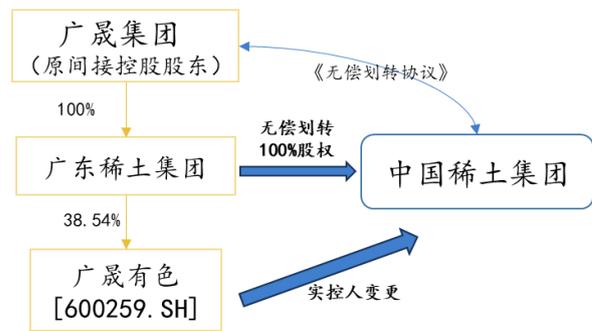
2023年12月，为进一步提升稀土战略资源掌控力，中稀厦钨(福建)稀土矿业有限公司在厦门成立，中国稀土集团持有其51%股份，为实控股东。

2023年12月，为继续提升稀土行业集中度，解决同业竞争问题，广晟集团与中国稀土集团签署股权无偿划转协议，广晟集团旗下广东稀土产业集团100%股权无偿转入中国稀土集团，从而广东稀土旗下广晟有色[600259.SH]成为中国稀土集团旗下第二家上市公司；2024年7月，中色股份旗下中色南方稀土41.5%股权划入中国稀土集团。

图表19：中稀厦钨股权结构图



图表20：广晟有色[600259.SH]实控人变更



来源：厦门钨业公告，国金证券研究所

来源：广晟有色公告，国金证券研究所

6.2 矿山+冶炼分离，集团内部资产丰厚

根据《中国稀土集团有限公司所属、参股及整合合作在产稀土矿山、冶炼分离企业名单（2024年第一批）》，集团目前整合了全国优质的离子型和盐矿型稀土资源，拥有25家矿山企业，23家冶炼分离企业。

中国稀土集团于2022年1月18日出具《关于避免与五矿稀土股份有限公司（现中国稀土集团资源科技股份有限公司）同业竞争的承诺函》，对于与中国稀土的同业竞争，将自承诺出具日起五年内，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。

图表21：中国稀土集团有限公司所属、参股及整合合作在产稀土矿山企业名单（已下达指标，2024年第一批）

序号	矿山名称（含回收项目名称）	所在地
1	赣州稀土矿业有限公司涂屋稀土矿	江西省安远县新龙乡
2	赣州稀土矿业有限公司打石坳稀土矿	江西省安远县新龙乡
3	赣州稀土矿业有限公司冷坑稀土矿	江西省安远县新龙乡
4	赣州稀土矿业有限公司西坑稀土矿	江西省安远县新龙乡
5	赣州稀土矿业有限公司蔡坊岗稀土矿	江西省安远县蔡坊乡
6	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
7	赣州稀土矿业有限公司木子山稀土矿	江西省定南县岭北镇



序号	矿山名称 (含回收项目名称)	所在地
8	赣州虔力稀土新能源有限公司细坑稀土矿	江西省定南县岭北镇
9	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
10	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
11	赣州稀土矿业有限公司长坑尾稀土矿	江西省定南县岭北镇
12	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
13	赣州稀土矿业有限公司上甲柯树塘稀土矿	江西省寻乌县留车镇
14	赣州稀土矿业有限公司南桥下廖稀土矿	江西省寻乌县
15	赣州稀土矿业有限公司窑下稀土矿	江西省信丰县
16	赣州稀土矿业有限公司烂泥坑稀土矿	江西省信丰县
17	中稀广西稀土有限公司花山稀土矿	广西壮族自治区贺州市
18	中稀(湖南)稀土开发有限公司江华县稀土矿	湖南省永州市
19	平远县华企稀土实业有限公司仁居稀土矿	广东省梅州市平远县
20	大埔县新诚基工贸有限公司五丰稀土矿	广东省梅州市大埔县
21	中稀(福建)稀土矿业有限公司长汀中坊稀土矿	福建龙岩长汀县河田镇
22	山东微山湖稀土有限公司微山湖稀土矿	山东省济宁市
23	中稀(凉山)稀土有限公司牦牛坪稀土矿	四川省冕宁县牦牛坪乡
24	冕宁冕里稀土选矿有限责任公司羊房稀土矿(参股)	四川省凉山州冕宁县
25	四川和地矿业发展有限公司大陆槽稀土矿(参股)	四川省凉山州德昌县

来源：中国稀土集团官网，国金证券研究所

25家矿山企业中，除中稀(湖南)，绝大部分资产没有注入上市公司旗下，其中花山稀土矿、牦牛坪稀土矿和微山湖稀土矿等较为优质；考虑中稀集团出具避免同业竞争承诺，我们认为以上优质矿山资产或存在注入可能。

集团旗下同样拥有多家冶炼分离企业，其中位于江西赣州的定南大华和位于广东的广州建丰为上市公司旗下主要资产。

图表22：中国稀土集团有限公司所属、参股及整合合作在产冶炼分离企业名单（已下达指标，2024年第一批）

序号	企业名称	所在地
1	定南大华新材料资源有限公司	江西省赣州市定南县
2	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
3	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
4	龙南市和利稀土冶炼有限公司	江西省赣州市龙南县东江新圳工业园
5	江西明达功能材料有限责任公司(参股)	江西省赣州市安远县版石镇郊西路
6	江西金世纪新材料股份有限公司(参股)	江西省南昌市经开区
7	龙南龙钇重稀土科技股份有限公司(整合)	江西省赣州市龙南县东江乡晓坑村
8	全南县新资源稀土有限责任公司(整合)	江西省赣州市全南县
9	中稀(广西)金源稀土新材料有限公司	广西壮族自治区贺州市
10	广西国盛稀土新材料有限公司	广西壮族自治区崇左市
11	广西域潇西骏稀土功能材料有限公司(整合)	广西壮族自治区梧州市
12	中稀(永州)稀土新材料有限公司	湖南省永州市
13	湖南稀土金属材料研究院(整合)	湖南省长沙市
14	中稀(常熟)稀土新材料有限公司	江苏省常熟市
15	中稀(常州)稀土新材料有限公司	江苏省常州市
16	江阴加华新材料资源有限公司(整合)	江苏省江阴市
17	常州市海林稀土有限公司(整合)	江苏省常州市江苏省常州金坛市



序号	企业名称	所在地
18	宜兴新威利成稀土有限公司（整合）	江苏省无锡市江苏省宜兴市丁蜀镇洋岸村
19	广州建丰稀土有限公司	广州市从化鳌头镇
20	广东省富远稀土有限公司	广东省梅州市广东省梅州市平远县大柘镇程西村
21	清远市嘉禾稀有金属有限公司	广东省清远市清远市经济开发区4号区
22	德庆兴邦稀土新材料有限公司	广东省肇庆市德庆县工业产业转移园区
23	中色南方（新丰）稀土有限公司	广东省韶关市回龙镇
24	中稀金龙（长汀）稀土有限公司	福建省长汀县策武镇
25	中稀（寿光）资源科技有限公司	山东省潍坊市
26	淄博加华新材料资源有限公司（整合）	山东省淄博市
27	山东中凯稀土材料有限公司（整合）	山东省淄博市
28	中稀（凉山）稀土有限公司（漫水湾稀土冶炼分离厂）	四川省冕宁县漫水湾镇
29	四川省冕宁县方兴稀土有限公司	四川省凉山彝族自治州冕宁县稀土工业园区
30	四川省乐山锐丰冶金有限公司（参股）	四川省乐山市五通桥区竹根镇样新华村
31	冕宁县飞天实业有限责任公司（整合）	四川省凉山彝族自治州冕宁县稀土工业园区
32	德昌县志能稀土有限责任公司（整合）	四川省凉山彝族自治州德昌县银鹿工业园区
33	乐山盛和稀土股份有限公司（整合）	四川省乐山市
34	包头市新源稀土新材料有限公司（参股）	内蒙古自治区包头市
35	保定市满城华保稀土有限公司（参股）	河北省保定市河北省保定市满城区

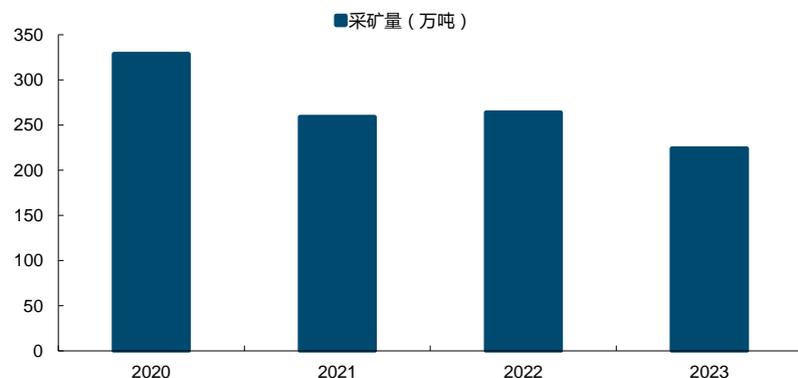
来源：中国稀土集团官网，国金证券研究所

目前，中国稀土集团与北方稀土形成南北呼应，构建了“一南一北”两大稀土集团的新格局，凭借领先的资源储备优势，技术研发优势和综合服务优势，中稀集团已构建稳健的品牌护城河，具有广泛国际影响力。

6.3 江华稀土成功注入，补足上市公司资源短板

2023年12月，公司以14.97亿收购中稀发展所持中稀湖南（原江华稀土）94.67%股权；中稀（湖南）负责湖南省区域内离子型稀土资源的统一开发、冶炼分离；中稀（湖南）现拥有探明储量达10万吨级的大型离子稀土矿藏（江华稀土矿）一座，采矿权证一本，是自然资源部确定的“国家级绿色矿山”以及国家高新技术企业，拥有产能达2000吨/年的离子型稀土矿山，和产能达5000吨/年的绿色高效稀土冶炼分离厂。近年来江华稀土矿的年采矿量始终处于高位，2021-2023年的年采矿量均超过220万吨。

图表23：江华稀土矿山年采矿量



来源：全国矿业权人公示系统，国金证券研究所

根据公司公告，江华稀土矿开采方式为露天开采，平均品位为0.107%，证载生产规模为302万吨/年，铵盐部分采矿回采率达到84%，镁盐部分回采率达到81%；矿山生产能力为



3087 吨/年 92%REO。

图表24: 江华稀土矿基本情况

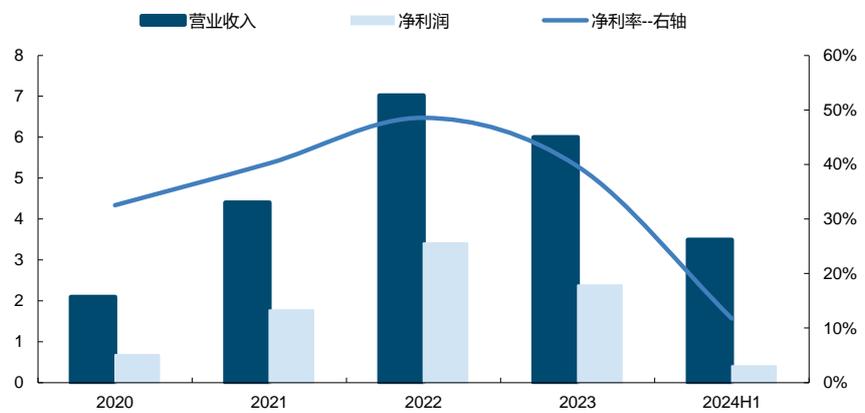
矿山名称	开采方式	可采储量矿石量 (万吨)	稀土氧化物含量 (吨)	平均品位	证载规模 (万吨/年)	矿山生产能力 (吨 92%REO/年)
江华稀土矿	露天开采	1299	14171	0.11%	302	3087

来源:《中国稀土:公司拟收购股权涉及五矿稀土江华有限公司股东全部权益价值评估项目资产评估报告》, 国金证券研究所

江华稀土成为控股子公司后, 中国稀土具备了稀土原矿开采能力, 大大补足了资源短板, 目前, 公司凭借江华稀土以及赣南地区的矿源, 可以满足大部分所属分离企业分离产能的需要。纳入江华稀土的举措实现了产业链的向上延伸, 从而强化了公司的资源保障, 促进了冶炼分离业务的发展, 提高了上市公司质量。

2024 年 H1 中稀湖南实现营业收入 3.49 亿元, 净利润 0.41 亿元, 净利率为 11.75%; 稀土价格下行导致盈利有所承压。

图表25: 中稀(湖南)营业收入与净利润(亿元)情况



来源:《中国稀土向特定对象发行 A 股股票募集说明书(注册稿)》, 公司 2023 年报、2024 年半年报, 国金证券研究所

七、内外并举, 成长空间巨大

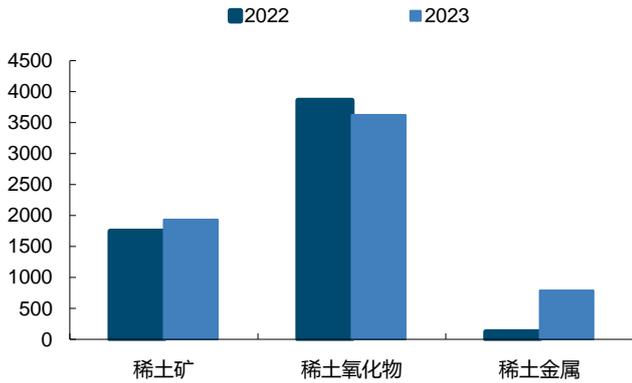
7.1 体内资产优质, 中稀永州上量打开成长空间

公司冶炼分离业务主要由定南大华与广州建丰两家子公司承担。2023 年公司稀土氧化物产销量分别为 3756 吨/3622 吨, 稀土矿产品产销量分别为 2384 吨/1931 吨, 产能利用率水平较高。

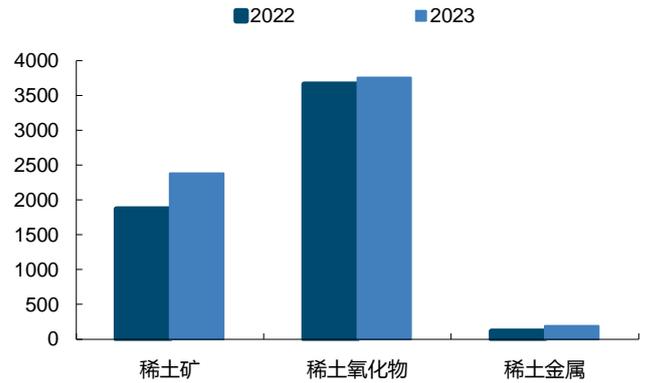
定南大华成立于 2004 年, 位于江西省赣州市定南县, 入选国务院国资委“创建世界一流专业领军示范企业”, 并被评为江西省省级“绿色工厂”, 是公司旗下主要的冶炼厂。定南大华产能约为 4400 吨/年, 其生产的部分单一稀土氧化物纯度可达到 99.999% 以上, 资源利用率达到 98.5% 以上。目前, 定南大华已完成冶炼分离技改升级项目, 同时逐步淘汰落后电机, 用稀土永磁电机取代, 大大降低对环境的不利影响的同时可以提高生产效益。



图表26: 公司各产品销量情况 (吨)



图表27: 公司各产品产量情况 (吨)



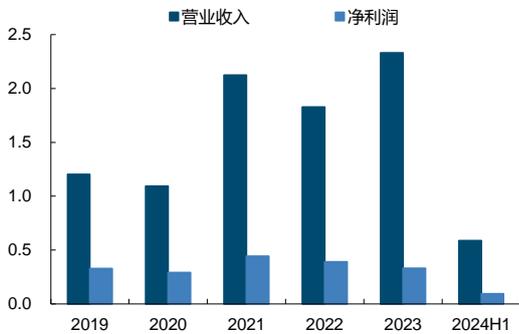
来源: 2022-2023 年公司公告, 国金证券研究所

来源: 2022-2023 年公司公告, 国金证券研究所

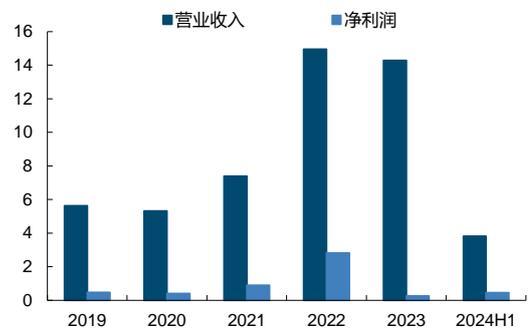
广州建丰成立于 1999 年, 位于广州市从化经济开发区, 入选国务院国资委“科改示范企业”, 申报通过广东省专精特新中小企业。广州建丰经营规模相对较小, 拥有完备的稀土全分离—高纯产品生产线, 其以高性能电子级稀土功能粉体材料的定制化生产及特殊物性稀土系列氧化物的开发生产为基础, 在行业细分市场发力, 实现定制化产品供给, 产能为 3000 吨/年; 其专注于专精特新层面, 是细化市场的龙头企业, 生产的氧化镨、氧化镱和氧化钆等产品具有显著优势。

1H24 公司定南大华和广州建丰营业收入分别约为 3.82 亿元和 0.59 亿元, 净利润分别约为 0.45 亿元和 0.09 亿元; 总体来看, 由于定南大华和广州建丰均属于冶炼分离环节, 随着稀土价格下行, 收入、利润水平均有所承压。

图表28: 广州建丰近年营业收入和净利润情况 (亿元)



图表29: 定南大华近年营业收入和净利润情况 (亿元)



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

此外, 中稀永州冶炼分离厂产能逐步上量。根据中稀永州公众号, 2024 年 11 月中稀永州实现入库产量年累达到 4102 吨 REO, 圆满实现 5000t/a 稀土分离加工项目“当年投产、当年达产 85%”的目标。我们认为, 随着中稀永州 5000 吨产能逐步满产, 叠加稀土价格整体属于上行周期, 公司冶炼分离板块望迎量利双增的局面。

7.2 体外矿山质优量大, 承诺解决同业竞争期限过半

中国稀土集团于 2022 年 1 月 18 日出具《关于避免与五矿稀土股份有限公司(现中国稀土集团资源科技股份有限公司)同业竞争的承诺函》, 对于与中国稀土的同业竞争, 将自承诺出具日起五年内, 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。

上市公司体外、中国稀土集团内目前拥有的稀土矿情况如下:

- 1) **四川凉山牦牛坪稀土矿山:** 集团旗下中稀(凉山)稀土有限公司是凉山境内一家集“采、选、冶、加、研”为一体的企业, 其拥有国内第二大轻稀土矿冕宁县牦牛坪稀土矿的采矿权; 截至 2023 年, 矿区资源量达到 316 万吨 (REO)。近期牦牛坪稀土矿山找矿出现重大突破, 预期增加资源量 496 万吨 (REO)。

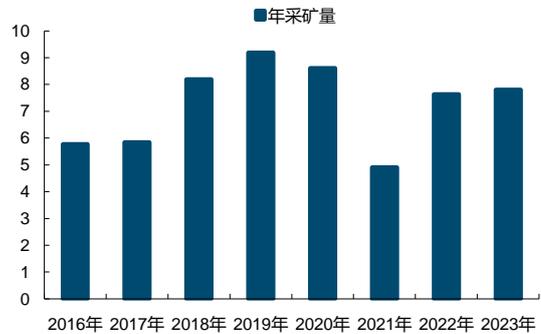


2) **山东济宁微山湖稀土矿山**: 集团旗下中稀(微山)稀土新材料有限公司位于山东省济宁市,山东省微山地区是我国第三大轻稀土产地,截至2019年,矿山保有资源储量419.3万吨矿石量,19.3万吨稀土氧化物。2020年8月,探求新增稀土矿矿石推断资源量4992.7万吨,稀土氧化物 TRE_2O_3 推断资源量60.4万吨, TRE_2O_3 平均品位1.21%,达到大型稀土矿床规模。中稀(微山)稀土新材料有限公司是山东省内唯一一家专注于高性能稀土储氢合金的制造企业。

图表30: 牦牛坪稀土矿山年采矿量(万吨)



图表31: 微山湖稀土矿山年采矿量(万吨)

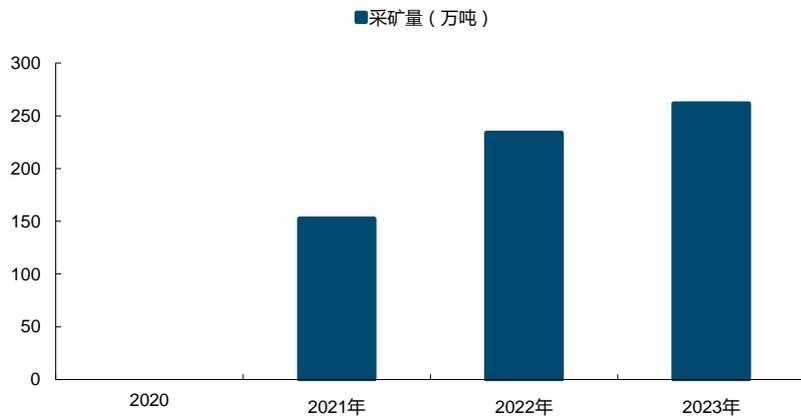


来源: 矿业权人公示系统、国金证券研究所

来源: 矿业权人公示系统、国金证券研究所

3) **广西贺州花山稀土矿山**: 集团旗下中稀广西稀土有限公司位于广西省贺州市,旗下拥有花山稀土矿采矿权,设计生产规模为(REO)1000吨/年,截至2020年,矿区矿石资源储量5827.19万吨。

图表32: 花山稀土矿采矿量逐步上升



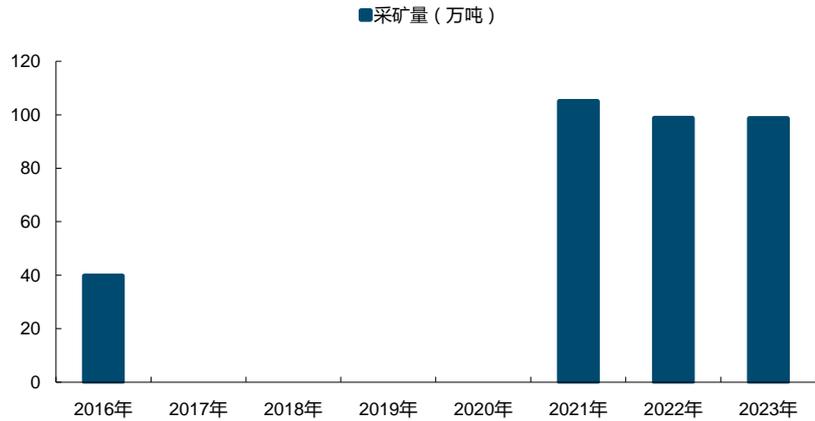
来源: 矿业权人公示系统, 国金证券研究所

4) **江西赣州三丘田稀土矿山**: 集团旗下中稀江西稀土有限公司位于江西省赣州市,在2022年5月,三丘田稀土矿山正式升级复产。中稀集团成立之后成功解决了赣南矿山环保治理、资源开采“三权分立”及规模化、集约化开采等一系列历史性难题,此次复产预示该矿山结束了长达6年的停产期。

根据三丘田稀土矿采矿权评估报告,三丘田稀土矿矿石量为907.23万吨, TRE_2O_3 氧化物量7373吨、 SRE_2O_3 氧化物量5175吨,矿山生产规模为浸矿105万吨/年,生产REO(折算成92%的氧化稀土)500吨/年。



图表33: 三丘田稀土矿采矿情况



来源: 矿业权人公示系统, 国金证券研究所

除此之外, 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。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。根据公司年报披露, 截至评估基准日 2016 年 12 月 6 日, 圣功寨及肥田矿区的平均 (REO) 品位为 0.06%, 综合回收率为 85.70%, 矿源优质。

图表34: 圣功寨及肥田矿区的基本情况

	矿石量 (万吨)	离子相 RE2O3 资源量 (万吨)	平均 (REO) 品位	稀土氧化物综合回收率
圣功寨矿区	9051.74	5.04	0.06%	85.70%
肥田矿区	11580.83	6.55		

来源: 《广东省平远县圣功寨稀土矿详查 (保留) 探矿权及广东省平远县肥田稀土矿详查 (保留) 探矿权评估报告书》, 国金证券研究所整理

7.3 集团内部仍有较多配额, 整合预期较大

2024 年公司获得的稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为 2384 吨 (REO)、5000 吨 (REO), 分别占比集团总量为 3%、6%。考虑公司体内江华稀土矿系离子型矿, 则公司获得离子型配额占比为 12%。

图表35: 公司所获得配额占比集团总量较低 (2024 年)

	中国稀土	中国稀土集团	上市公司占比集团
原矿开采配额	2384	81350	3%
其中: 离子型	2384	19150	12%
岩矿型	0	62200	0%
冶炼分离配额	5000	83999	6%

来源: 工信部, 公司公告, 国金证券研究所整理

考虑实控人中国稀土集团出具《关于避免与五矿稀土股份有限公司 (现中国稀土集团资源科技股份有限公司) 同业竞争的承诺函》, 目前上市公司兼具稀土矿开采和冶炼分离业务, 因此对于上市公司体外、集团内的矿山和冶炼分离厂均具备较大整合预期。

八、盈利预测与投资建议

8.1 核心假设

(1) 价格假设

考虑稀土行业供改下收紧供给, 缅甸供给受限, 供需改善持续, 行业成本曲线上抬, 我们



假设 2024-2026 年稀土价格整体上行，其中氧化镨钕市场价分别为 39/45/55 万元/吨（含税），氧化镱价格为 183/260/270 万元/吨（含税），氧化铽价格为 575/1200/1350 万元/吨（含税）。因而公司产品价格均逐步上涨：

我们预计 2024-2026 年稀土氧化物实际销售价格分别为 45/63/72 万元/吨（不含税）；稀土金属价格分别为 213/353/380 万元/吨（不含税）。

（2）销量假设

考虑公司定南大华和中稀永州（原江华兴华新材料）等冶炼厂扩产上量，且集团所属赣南矿山复产有望保障原料，公司产销量有望稳步增长。我们预计稀土氧化物销量分别为 5000/7500/8500 吨；假设金属产量维持稳定，2024-2026 稀土金属销量为 470/470/470 吨。

（3）成本假设

由于公司于 2023 年末成功收购江华稀土矿，我们认为自 2024 年开始公司氧化物成本有望整体下降（2023 年单位成本为 56 万元/吨，不含税），我们预计 2024-2026 年稀土氧化物成本分别为 41/54/59 万元/吨（不含税）；2024-2026 年稀土金属成本分别为 223/324/342 万元/吨（不含税）。

（4）其他假设

营业税金及附加/销售收入：该比率在 2021-2023 年分别为 0.14%/0.24%/2.92%，2024 年前三季度为 3.41%；2023 年提升原因系江华稀土矿注入提高资源税，我们假设 2024-2026 年该比率维持在 4%。

销售费用率：2021-2023 年该比率分别为 0.18%/0.08%/0.09%，2024 年前三季度为 0.13%，假设 2024-2026 年该比率维持 0.20%。

管理费用率：2021-2023 年该比率分别为 1.79%/1.06%/2.10%，2024 年前三季度为 2.81%，我们预计 2024-2026 年该比例分别为 3.00%/1.50%/1.30%。

研发费用率：2021-2023 年该比率分别为 0.52%/0.45%/1.00%，2024 年前三季度为 1.85%，我们预计 2024-2026 年该比例分别为 1.70%/1.70%/1.60%。

8.2 盈利预测

根据上述核心假设以及后续自产江华矿全部生产为稀土氧化物的假设，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 28/55/71 亿元，预计实现归母净利润分别为 -3.1/5.7/8.4 亿元，EPS 分别为 -0.29/0.53/0.79 元，2025/2026 年对应 PE 分别为 53/36x。

图表36：公司分业务营收、毛利测算（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入					
稀土氧化物	3235	2422	1734	3836	5293
稀土金属	541	1025	998	1656	1784
稀土矿		517			
技术服务收入	6	12	5	5	6
其他	4	13	40	42	44
合计	3786	3988	2777	5539	7127
营业成本					
稀土氧化物	2636	2043	1347	2894	3928
稀土金属	499	937	1048	1523	1606
稀土矿		113			
技术服务收入	1	2	3	3	3
其他	5	2	24	25	26
合计	3140	3097	2422	4445	5563
毛利					
稀土氧化物	599	378	387	942	1365
稀土金属	43	88	(50)	132	178



	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
稀土矿	0	404	0	0	0
技术服务收入	5	9	3	3	3
其他		11	16	17	18
合计	646	891	355	1094	1564
毛利率					
稀土氧化物	19%	16%	22%	25%	26%
稀土金属	8%	9%	-5%	8%	10%
稀土矿		78%			
技术服务收入	82%	81%	50%	50%	50%
其他	0%	87%	40%	40%	40%
合计毛利率	17%	22%	13%	20%	22%
营业税金及附加/销售收入	0.24%	2.92%	4.00%	4.00%	4.00%
销售费用率	0.08%	0.09%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用率	1.06%	2.10%	3.00%	1.50%	1.30%
研发费用率	0.45%	1.00%	1.70%	1.70%	1.60%

来源：ifind，国金证券研究所预测

8.3 投资建议及估值

我们选取同样以稀土永磁材料作为主要经营业务的包钢股份（坐拥白云鄂博稀土矿）、北方稀土和金力永磁作为可比公司，得出 2025-2026 年可比公司均值为 55/40x；公司估值低于可比公司均值。由于公司作为中重稀土龙头，且作为较稀缺的资源标的，加上集团内部存在较多资产构成同业竞争关系有待解决，因此我们给予公司较可比公司均值+20%溢价，即 2025 年 PE 为 66x，合理目标股价应为 34.98 元；因而目前公司股价被低估，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表37：可比公司估值对比（2025年1月24日）

公司简称	股票代码	股价（元/股）		EPS				PE				
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
包钢股份	600010.SH	1.80	(0.02)	0.01	0.01	0.03	0.05	180	180	60	36	
金力永磁	300748.SZ	21.17	0.84	0.42	0.26	0.40	0.49	25	51	80	53	43
中科三环	000970.SZ	10.71	0.70	0.23	0.01	0.20	0.26	15	47	1071	53	41
平均								93	444	55	40	
中国稀土	000831.SZ	28.25	0.42	0.39	(0.29)	0.53	0.82	67	72	53	36	

来源：ifind（非加粗部分来自 ifind 一致预期），国金证券研究所

九、风险提示

稀土产品价格波动超预期。公司作为中重稀土行业的领军者，经营业绩与稀土价格息息相关；若稀土价格出现很明显上涨或下跌，将显著影响业绩表现。

下游需求乏力。稀土产品需求依赖于新能源、家电、智能制造等高端领域。若未来这些下游行业需求不及预期，需求增长放缓甚至萎缩，将影响稀土价格，进而影响公司业绩表现。

海外稀土供应超预期。我国目前对于稀土行业具有较强话语权；若海外稀土矿山、冶炼分离产能投放超预期，将影响全球稀土供需平衡，进而对价格产生不利影响。

优质资产注入进度不及预期。公司未来股价表现或与集团优质资产注入有较大关系；若集团优质资产注入不及预期，对于公司股价将产生较大影响。

行业政策变化风险。若行业政策发生较大变化，将影响行业供给格局，进而影响稀土价格。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	2,973	3,786	3,988	2,777	5,539	7,127	货币资金	212	471	1,900	1,629	1,633	1,564	
增长率	27.3%	5.3%	-30.4%	99.4%	28.7%		应收款项	661	252	886	869	909	969	
主营业务成本	-2,596	-3,140	-3,097	-2,422	-4,445	-5,563	存货	2,381	1,954	1,641	1,524	1,863	2,387	
%销售收入	87.3%	82.9%	77.6%	87.2%	80.3%	78.1%	其他流动资产	136	210	159	317	398	443	
毛利	377	646	891	355	1,094	1,564	流动资产	3,390	2,887	4,586	4,339	4,803	5,362	
%销售收入	12.7%	17.1%	22.4%	12.8%	19.7%	21.9%	%总资产	87.4%	85.4%	82.8%	82.1%	83.7%	84.5%	
营业税金及附加	-4	-9	-117	-111	-222	-285	长期投资	362	360	357	357	357	357	
%销售收入	0.1%	0.2%	2.9%	4.0%	4.0%	4.0%	固定资产	102	108	478	466	467	521	
销售费用	-5	-3	-4	-6	-11	-14	%总资产	2.6%	3.2%	8.6%	8.8%	8.1%	8.2%	
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	7	6	83	121	110	102	
管理费用	-53	-40	-84	-83	-83	-93	非流动资产	487	493	951	947	937	983	
%销售收入	1.8%	1.1%	2.1%	3.0%	1.5%	1.3%	%总资产	12.6%	14.6%	17.2%	17.9%	16.3%	15.5%	
研发费用	-15	-17	-40	-47	-94	-114	资产总计	3,877	3,380	5,537	5,286	5,740	6,345	
%销售收入	0.5%	0.5%	1.0%	1.7%	1.7%	1.6%	短期借款	1,072	39	197	89	69	61	
息税前利润 (EBIT)	299	577	647	108	684	1,058	应付款项	30	16	108	273	282	319	
%销售收入	10.0%	15.2%	16.2%	3.9%	12.3%	14.8%	其他流动负债	63	174	132	94	180	229	
财务费用	-32	-18	14	22	22	22	流动负债	1,166	229	437	456	532	609	
%销售收入	1.1%	0.5%	-0.3%	-0.8%	-0.4%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-14	0	-127	-334	6	-28	其他长期负债	10	30	73	38	74	94	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,175	259	510	495	606	702	
投资收益	2	-5	0	1	1	1	普通股股东权益	2,600	3,016	4,856	4,615	4,954	5,456	
%税前利润	0.7%	n.a	0.0%	-0.5%	0.2%	0.1%	其中：股本	981	981	1,061	1,061	1,061	1,061	
营业利润	259	556	549	-203	712	1,053	未分配利润	666	1,073	1,730	1,544	1,883	2,386	
营业利润率	8.7%	14.7%	13.8%	n.a	12.9%	14.8%	少数股东权益	101	104	171	176	181	186	
营业外收支	-3	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	3,877	3,380	5,537	5,286	5,740	6,345	
税前利润	257	556	550	-203	712	1,053	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	8.6%	14.7%	13.8%	n.a	12.9%	14.8%	每股指标							
所得税	-50	-131	-110	-101	-142	-211	每股收益	0.199	0.424	0.394	-0.291	0.532	0.789	
所得税率	19.5%	23.5%	20.0%	n.a	20.0%	20.0%	每股净资产	2.651	3.075	4.576	4.348	4.668	5.141	
净利润	206	425	439	-304	570	843	每股经营现金净流	-0.759	1.014	0.326	-0.133	0.275	0.326	
少数股东损益	11	10	22	5	5	5	每股股利	0.000	0.040	0.080	-0.117	0.213	0.316	
归属于母公司的净利润	195	416	418	-309	565	838	回报率							
净利率	6.6%	11.0%	10.5%	n.a	10.2%	11.8%	净资产收益率	7.51%	13.78%	8.60%	-6.70%	11.40%	15.35%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.04%	12.30%	7.54%	-5.85%	9.84%	13.20%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	6.36%	13.95%	9.90%	3.33%	10.51%	14.84%	
净利润	206	425	439	-304	570	843	增长率							
少数股东损益	11	10	22	5	5	5	主营业务收入增长率	79.50%	27.33%	5.34%	-30.36%	99.42%	28.68%	
非现金支出	26	13	188	389	44	53	EBIT 增长率	25.65%	93.06%	12.28%	-83.28%	531.56%	54.76%	
非经营收益	44	24	0	27	1	0	净利润增长率	-29.96%	112.70%	0.49%	N/A	N/A	48.28%	
营运资金变动	-1,021	531	-281	-254	-323	-550	总资产增长率	23.81%	-12.82%	63.82%	-4.54%	8.60%	10.53%	
经营活动现金净流	-745	994	346	-141	291	346	资产管理能力							
资本开支	-26	-17	-81	-80	-41	-71	应收账款周转天数	1.1	0.9	12.1	32.0	16.0	13.0	
投资	0	0	-100	0	0	0	存货周转天数	274.3	252.0	211.9	280.0	180.0	180.0	
其他	2	3	4	1	1	1	应付账款周转天数	3.3	1.7	5.4	30.0	15.0	12.0	
投资活动现金净流	-24	-14	-177	-79	-39	-69	固定资产周转天数	11.4	10.4	42.7	57.1	27.4	23.0	
股权募资	0	0	2,081	0	0	0	偿债能力							
债权募资	788	-692	276	-114	-20	-9	净负债/股东权益	31.86%	-13.84%	-33.88%	-32.14%	-30.45%	-26.64%	
其他	-93	-30	-1,546	65	-228	-336	EBIT 利息保障倍数	9.5	32.6	-46.7	-4.8	-31.3	-48.7	
筹资活动现金净流	695	-722	811	-50	-248	-345	资产负债率	30.32%	7.68%	9.20%	9.36%	10.55%	11.07%	
现金净流量	-73	259	980	-270	4	-69								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究