

中重稀土整合主体，老将焕发新春

2022 年 11 月 01 日

► **中国稀土是国内最大的南方离子型稀土分离加工企业之一，主要从事稀土氧化物、稀土金属、稀土深加工产品经营及贸易。**公司作为中重稀土分离行业重点企业，近年所获得的中重离子型稀土冶炼分离总量控制计划指标居行业前列。2022 年 9 月 13 日，公司发生实际控制人变更，变更完成后，2021 年底新成立的央企中国稀土集团直接持有中国稀土 16.10% 的股份，并通过全资子公司五矿稀土集团持有中国稀土 23.98% 的股份，合计持有总股本的 40.08%。中国稀土控股股东仍为五矿稀土集团，实际控制人由中国五矿变更为中国稀土集团，最终实际控制人仍为国务院国资委。

► **2022 年 10 月 26 日，公司发布 2022 年三季报。**2022 前三季度，公司实现营业收入 31.69 亿元，同比增长 58.21%；归母净利润 3.68 亿元，同比增长 85.99%；扣非归母净利 3.63 亿元，同比增长 87.30%。分季度看，2022Q3，公司实现营业收入 9.68 亿元，同比增长 125.72%、环比减少 2.51%；归母净利润 0.63 亿元，同比增加 122.50%、环比减少 53.60%；扣非归母净利 0.62 亿元，同比增加 129.34%、环比减少 52.81%。

► **2022 年前三季度，公司实现归母净利润 3.68 亿元，同比增加 1.70 亿元，核心在于毛利端同比增长 2.53 亿元。**毛利的增长得益于稀土产品量价齐升。此外，值得注意的是，截至 2022Q3 末，公司资产负债率仅为 12%。公司资产负债率由 2021 年的 30% 下降至 12%，主要原因在于公司偿还部分向银行融资而产生的短期借款。截至 2022Q3 末，公司短期借款 3.02 亿元，同比减少 86%，环比减少 161%。公司资产负债率降低，资产状况较好，可进一步开展技术研发、产能扩张或是相关资产的并购等，提升盈利能力。

► **公司作为中国稀土集团旗下唯一上市公司，资产注入预期强。**中国稀土集团已作出承诺，将在五年内解决同业竞争问题。目前中国稀土集团下属稀土矿山企业共 72 家，稀土冶炼分离企业共 33 家。2022 年中国稀土集团分离指标共有 5.85 万吨 REO，占指标总量的 29%，而五矿稀土集团（包括中国稀土上市公司）2021 年分离指标仅有 0.57 万吨 REO（2022 年末披露），具备较大增长空间。此外，公司通过华泰鑫拓参股的圣功寨稀土矿探矿权和肥田稀土矿探矿权的运营实施符合相关的行业准入资格，圣功寨稀土矿探转采办理工作正在进行中。

► **投资建议：**新兴领域需求拉动下，稀土价格有望维持高位，我们预计公司 2022-2024 年归母净利为 4.52、4.59 和 4.74 亿元，EPS 分别为 0.46、0.47 和 0.48 元；对应 10 月 31 日收盘价的 PE 分别为 63、62 和 60 倍，考虑到公司作为新央企中国稀土集团唯一上市公司平台，资产注入预期强，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**稀土价格下跌，资产注入不及预期，矿山探转采进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2973	4012	3980	4080
增长率 (%)	79.5	34.9	-0.8	2.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	195	452	459	474
增长率 (%)	-30.0	131.4	1.6	3.3
每股收益 (元)	0.20	0.46	0.47	0.48
PE	145	63	62	60
PB	10.9	9.4	8.3	7.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 31 日收盘价）

谨慎推荐
首次评级
当前价格：
28.84 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

目录

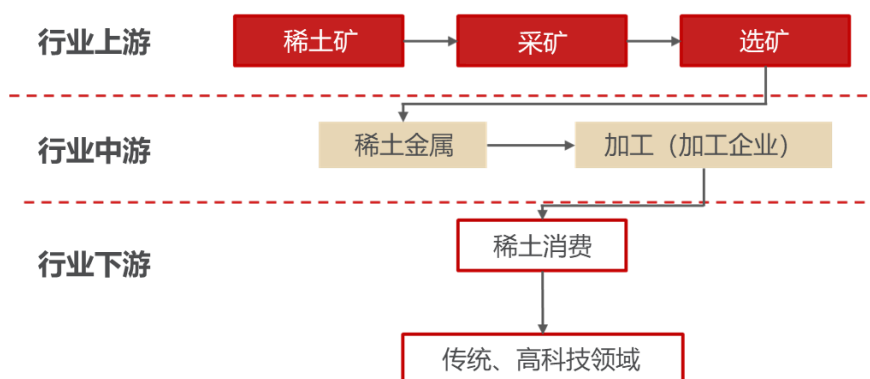
1 公司简介：国内最大的南方离子型稀土分离加工企业之一	3
2 财务部分：业务专一，稳健经营	6
2.1 稀土氧化物冶炼分离是主要利润来源	6
2.2 三季度业绩：稀土价格同比大幅增长，业绩创新高	8
3 核心看点：中国稀土集团旗下唯一上市公司，稀土行业需求旺盛	13
3.1 中国稀土集团旗下唯一上市公司，资产注入预期强	13
3.2 稀土供需紧平衡，价格有望维持高位	15
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测	18
4.2 估值分析	19
4.3 投资建议	20
5 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 公司简介：国内最大的南方离子型稀土分离加工企业之一

中国稀土是国内最大的南方离子型稀土分离加工企业之一，主要从事稀土氧化物、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。公司作为中重稀土分离行业重要企业，近年所获得的中重离子型稀土冶炼分离总量控制计划指标居行业前列。旗下主要分离企业已通过 ISO9000、ISO14000、OHSAS18000 三体系认证，并能实现十五种单一高纯稀土元素的全分离，有效地提高了稀土资源综合利用率。

公司主导产品包括高纯的单一稀土氧化物及稀土共沉物产品，其中 80% 以上的产品纯度大于 99.99%，高纯氧化镧、高纯氧化铈等部分稀土氧化物纯度可达 99.9999% 以上。产品凭借优越的性能，广泛应用于磁性材料、发光材料、催化材料、晶体材料以及高端电子元器件等领域。

图1：中国稀土产业链



资料来源：公司公告、民生证券研究所

图2：公司稀土氧化物产品

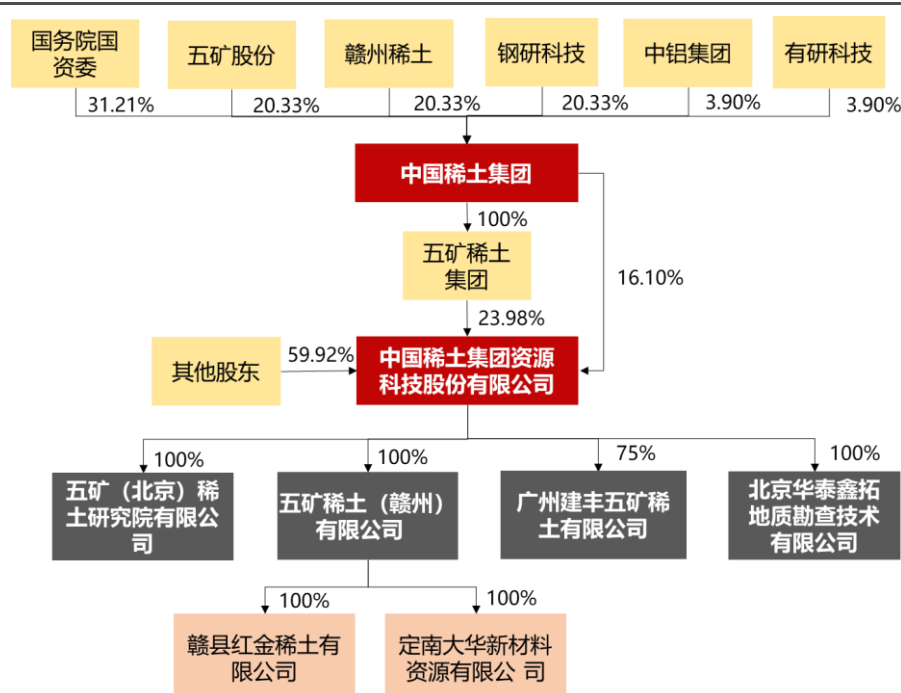


资料来源：公司官网，民生证券研究院

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,同意新设中国稀土集团,并将中铝集团持有的中国稀有稀土的股权,中国五矿所属企业持有的五矿稀土、五矿稀土集团的股权,以及赣州稀土及所属企业持有的南方稀土集团、赣州稀有金属交易所、中蓝稀土的股权整体划转至中国稀土集团。本次划转完成后,中国稀土集团直接持有中国稀土 16.10% 的股份,并通过全资子公司五矿稀土集团持有中国稀土 23.98% 的股份,合计持有总股本的 40.08%。**中国稀土控股股东仍为五矿稀土集团,实际控制人由中国五矿变更为中国稀土集团,最终实际控制人仍为国务院国资委。**

截至 2022 年半年报,公司主要参控股公司包含五矿稀土(赣州)有限公司、赣县红金稀土有限公司、定南大华新材料资源有限公司等在内的 6 家,是国内稀土行业独具特色的混合所有制上市公司。国有股东成分在公司发展方向上发挥引导作用,为公司提供政策资源,民营经济成分充分发挥公司市场机制的活力。

图3: 中国稀土股权结构及主要子公司



资料来源:公司公告, 民生证券研究院

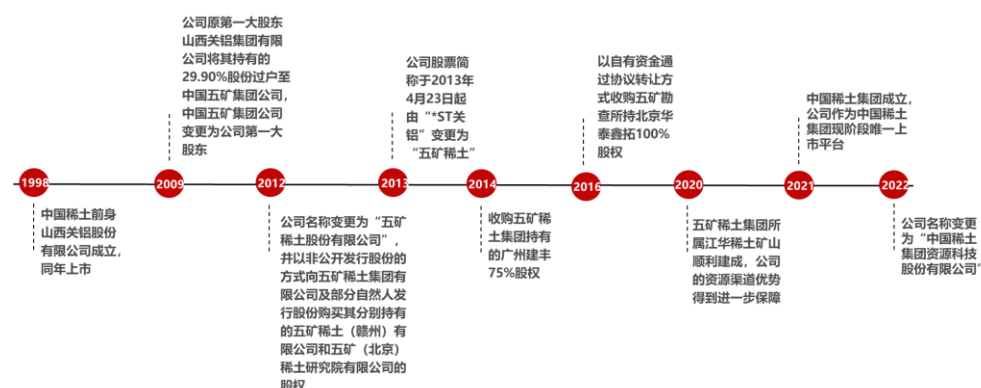
表1：中国稀土子公司主要业务

子公司名称	经营地	主要业务					其他业务	持股比例(%)
		稀土产品贸易	单一稀土氧化物	稀土富集氧化物	稀土分离技术转让	技术服务		
五矿稀土(赣州)有限公司	赣州	√						100%
赣县红金稀土有限公司	赣州		√	√				100%
定南大华新材料资源有限公司	赣州		√	√				100%
五矿(北京)稀土研究院有限公司	北京				√	√		100%
广州建丰五矿稀土有限公司	广州		√	√				75%
北京华泰鑫拓地质勘查技术有限公司	北京					√	地质勘查 技术开发、 销售金属矿 石、机械 设备	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司前身山西关铝股份有限公司于 1998 年成立，并于同年 9 月在深圳证券交易所挂牌上市。2009 年公司 29.90% 的股份被过户至中国五矿集团公司，自此中国五矿集团公司变更为公司的第一大股东。2012 年公司更名为五矿稀土，并于同年收购五矿稀土(赣州)以及五矿(北京)稀土研究院的股权，与此同时五矿稀土(赣州)的两个全资子公司赣县红金、定南大华也并为企业的间接控股子公司。2014 年收购广州建丰 75% 股权，2016 年收购北京华泰鑫拓 100% 股权之后，公司形成从地质勘探到稀土分离再到稀土产品生产、贸易的完整产业布局。

2021 年中国稀土集团成立，国内六大稀土集团的格局被打破。中国稀土集团将与北方稀土形成南北呼应，塑造“一南一北”两大稀土集团的新格局。2022 年公司正式更名为“中国稀土集团资源科技股份有限公司”。战略重组划转完成后，中国稀土作为中国稀土集团唯一上市平台，发展前景可期。公司将依托集团资源，进一步拓展稀土资源、内部深耕细作与外部重视市场并举，提升公司的核心竞争力。

图4：中国稀土发展历程梳理


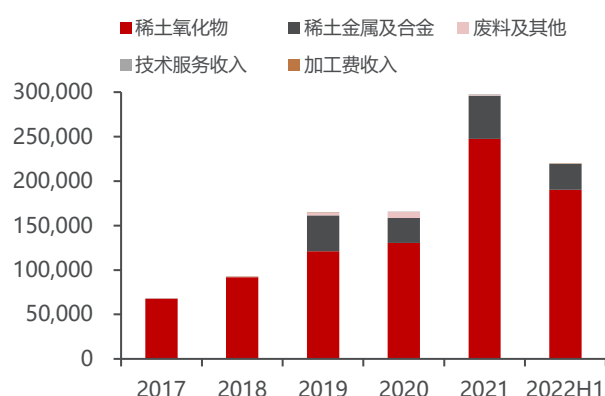
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 财务部分：业务专一，稳健经营

2.1 稀土氧化物冶炼分离是主要利润来源

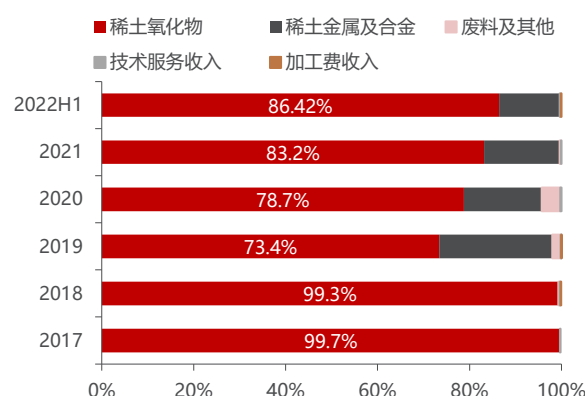
从营收来看，2022 年 H1，稀土氧化物产品是营收占比最大的业务，贡献了约 44.37% 的营收增长，且增量领跑各大业务。2022 年 H1 公司营收同比增加 39.82%，其中稀土氧化物、稀土金属及合金产品的营收分别为 19.02 和 2.9 亿元，其中稀土氧化物产品占比总营收 86.42%。从对营收增长的贡献来看，2022 年 H1 公司营收增加 6.26 亿元，按产品分类看，稀土氧化物产品 2022H1 年营收增加 5.85 亿，同比增长 44.37%，几乎贡献营收增长的全部份额。

图5：公司主营业务营收情况（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

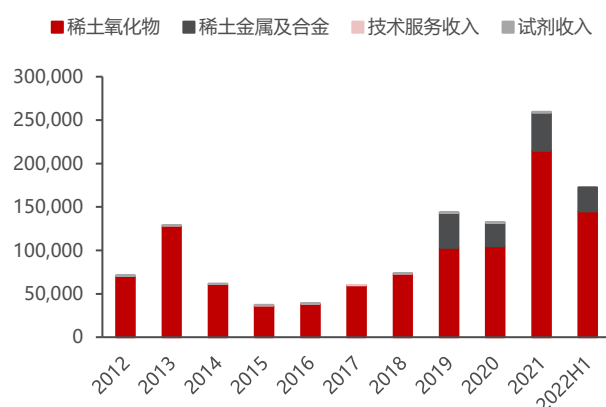
图6：公司主营业务营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

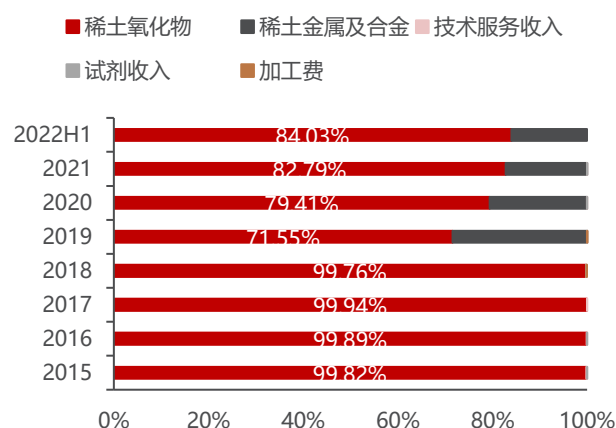
从成本来看，2022H1 公司稀土氧化物产品是营业成本占比最大的业务，贡献了约 84.03% 的成本份额，稀土金属及合金营业成本 2.75 亿元，占比总营业成本 15.96%。

图7：公司主营业务营业成本（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司主营业务营业成本占比



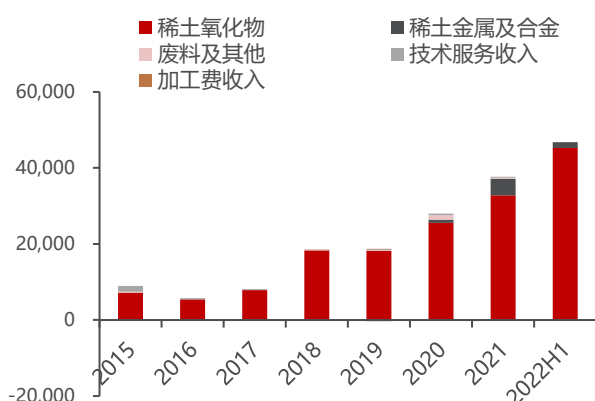
资料来源：wind，民生证券研究院

分产品毛利方面, 2022H1 公司稀土氧化物产品毛利达到 4.53 亿元, 占比综合毛利 96.78%, 稀土金属及合金产品毛利达到 0.15 亿元, 占比综合毛利 3.22%。

2022 年 H1, 公司毛利率同比上升 2.20pct 达到 21.59%, 稀土氧化物毛利率上升至 23.81%。2022 年 H1, 公司毛利率同比上升 2.20pct 至 21.59%, 稀土氧化物产品业务毛利率相较 2021 年年均毛利率上升 10.56pct 至 23.81%, 稀土金属及合金毛利率为 5.19%。毛利率变动的原因: 稀土价格上涨, 使得公司产品价格有所上升。

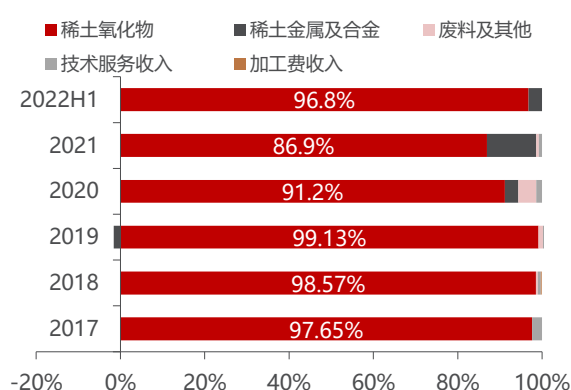
稀土氧化物产品盈利水平稳中上升, 毛利率始终保持在 20% 附近, 毛利实现从 2015 年的 0.72 亿元到 2021 年的 3.23 亿元的飞跃, 年复合增长率 28.77%, 领跑公司业绩。

图9: 公司主营业务毛利情况 (单位: 万元)



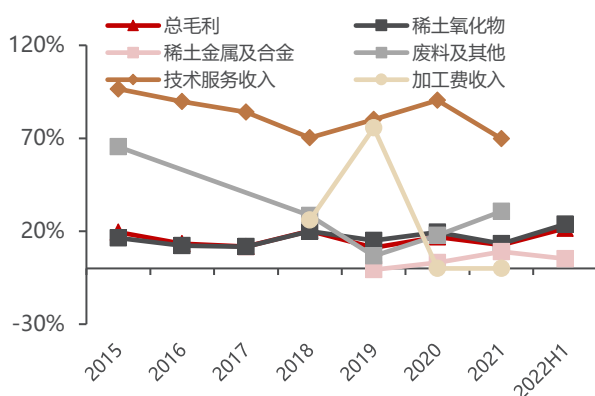
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 公司主营业务毛利占比



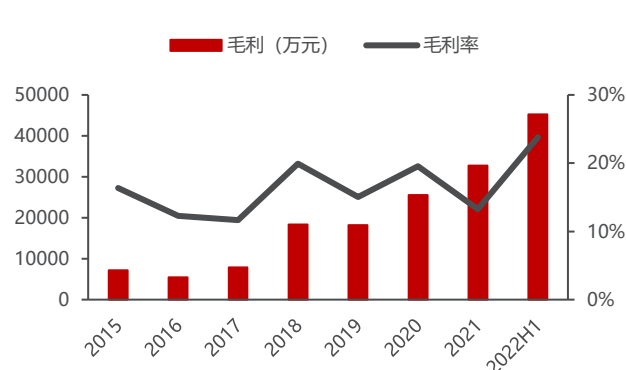
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 公司主营业务毛利率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 稀土氧化物盈利水平稳中上升



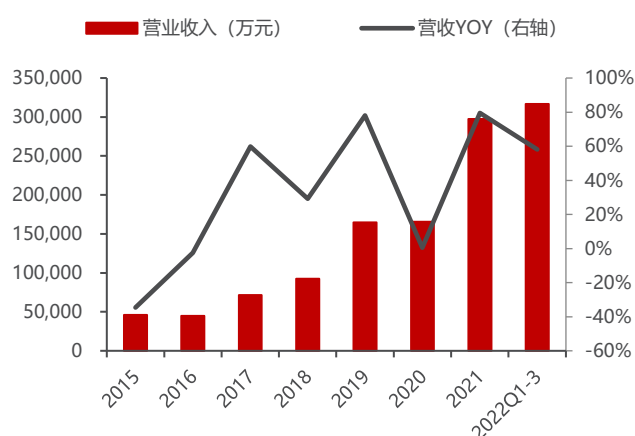
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 三季度业绩：稀土价格同比大幅增长，业绩创新高

2022 年 10 月 26 日，公司发布 2022 年三季报：2022 前三季度，公司实现营业收入 31.69 亿元，同比增长 58.21%；归母净利润 3.68 亿元，同比增长 85.99%；扣非归母净利润 3.63 亿元，同比增长 87.30%。

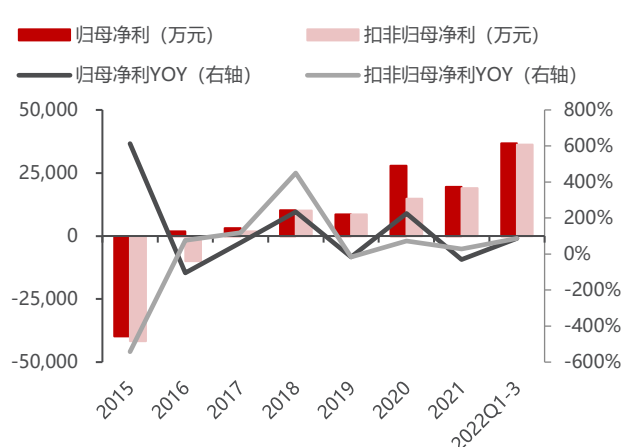
分季度看，2022Q3，公司实现营业收入 9.68 亿元，同比增长 125.72%、环比减少 2.51%；归母净利润 0.63 亿元，同比增加 122.50%、环比减少 53.60%；扣非归母净利润 0.62 亿元，同比增加 129.34%、环比减少 52.81%。

图13：2022 年前三季度，公司实现营业收入 31.69 亿元



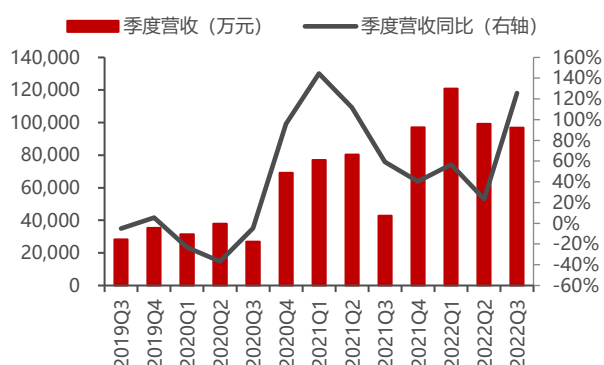
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2022 年前三季度，公司实现归母净利润 3.68 亿



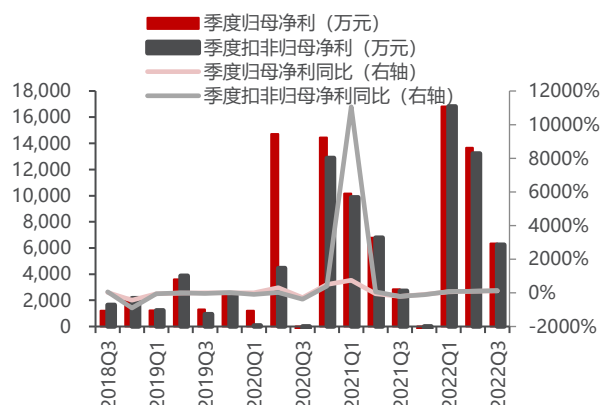
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2022 年 Q3，公司实现营收 9.68 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2022 年 Q3，公司实现归母净利润 0.63 亿元

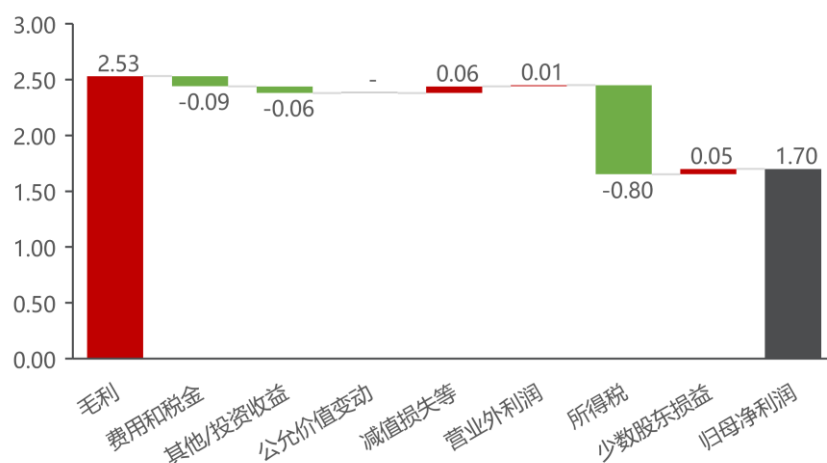


资料来源：wind，民生证券研究院

2022 前三季度 vs 2021 前三季度：2022 年前三季度，公司实现归母净利润 3.68 亿元，同比增加 1.70 亿元，核心在于毛利端同比增长 2.53 亿元，毛利的增长得益于稀土价格的同比增长。其他增利点还来自于减值损失等 (+0.06 亿元)、

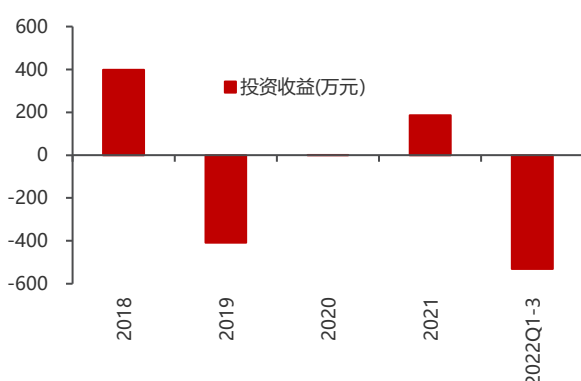
营业外利润 (+0.01 亿元) 和少数股东损益 (+0.05 亿元); 同比减利点主要在于费用和税金 (-0.09 亿元)、其他/投资收益 (-0.06 亿元) 和所得税 (-0.80 亿元)。

图17: 公司投资净收益情况 (单位: 万元)



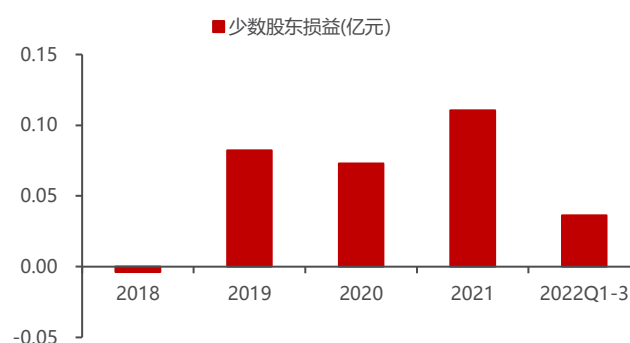
资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 公司投资净收益情况 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 公司少数股东损益情况 (单位: 万元)



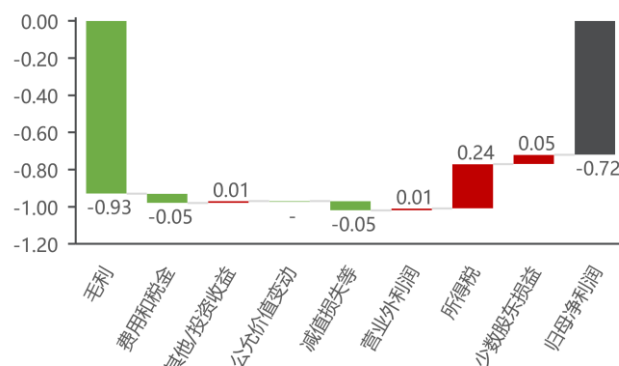
资料来源: wind, 民生证券研究院

分季度同比来看, 2022Q3 vs 2021Q3: 2022Q3 归母净利润 0.63 亿元, 同比增加 0.34 亿元, 核心在于毛利端同比增长 0.84 亿元, 主要受益于稀土价格同比上涨。其他增利点还来自费用和税金 (+0.06 亿元)、营业外利润 (+0.02 亿元) 和少数股东损益 (+0.03 亿元); 主要的减利点包括其他/投资收益 (-0.03 亿元)、减值损失等 (-0.43 亿元) 和所得税 (-0.15 亿元)。

分季度环比来看, 2022Q3 vs 2022Q2: 2022Q3 归母净利润环比降低 0.72 亿元, 核心在于毛利环比减少 0.93 亿元, 主要是由于稀土价格环比下跌。其他减利点为费用和税金 (-0.05 亿元) 和减值损失等 (-0.05 亿元); 主要的增利点来自于其他/投资收益 (+0.01 亿元)、营业外利润 (+0.01 亿元)、所得税 (+0.24 亿元)、少数股东损益 (+0.05 亿元)。

图20: 2022Q3 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2022Q3 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)


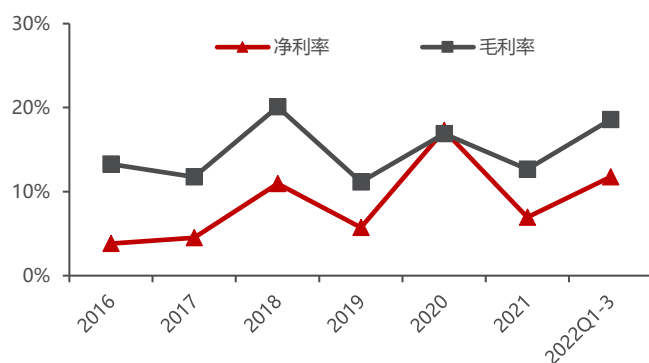
资料来源: wind, 民生证券研究院

从毛利率来看, 2022 前三季度公司毛利率同比增长 1.85pct 实现 18.55%。

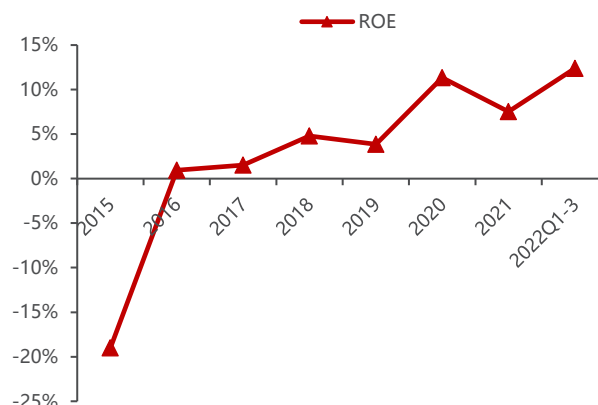
分季度看, 一季度同比增加 3.44pct 至 22.27%, 二季度同比增加 0.82pct 至 20.75%, 三季度同比增加 4.85pct 至 11.66%。**从净利率来看, 2022 前三季度公司净利率同比增长 1.4pct 至 11.73%。**分季度看, 一季度同比增加 0.76pct 至 14.01%, 二季度同比增加 4.93pct 至 14.15%, 三季度同比减少 0.75pct 至 6.41%。

2022 年前三季度公司 ROE 创造近年来最佳业绩, 达到 12.39%。2022Q1~3

公司毛利率、净利率及 ROE 整体呈现上升的趋势, 主要是由于营收不断上行而费用率等逐渐下行。2020 年以来, 下游新能源汽车、风电、节能电机等刺激政策陆续出台, 随着节能减排的要求逐渐提升, 稀土的需求量与日俱增, 稀土产品价格上上涨推动了公司盈利能力的改善。

图22: 2022 前三季度公司毛利率 18.55%, 净利率 11.73%


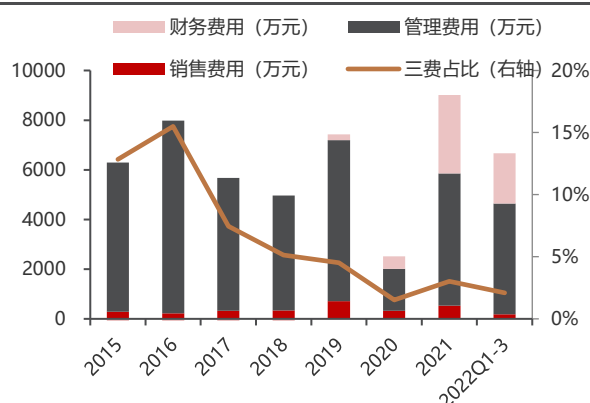
资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 2022 前三季度 ROE 达到 12.39%


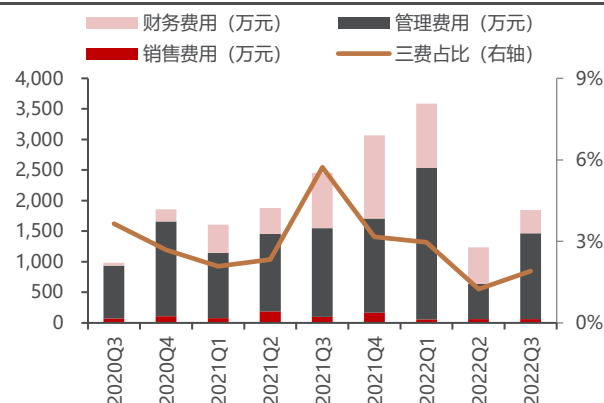
资料来源: wind, 民生证券研究院

从费用率来看, 2022 前三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分

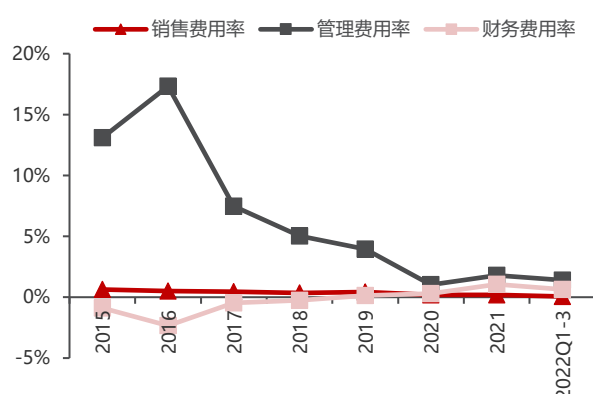
别为 0.1%、1.4%和 0.6%，三费占比稳步下降，管理不断优化。研发方面，2022 前三季度公司研发费用随营收增长依旧保持高位，研发费用达到 1244 万元。**从期间费用的变化来看**，2022 年前三季度期间费用为 7911 万元，同比增加 11.14%，其中，销售费用为 185 万元，降低 48.70%；管理费用为 4455 万元，增加 17.52%；财务费用为 2027 万元，增加 13.19%；研发费用为 1244 万元，增加 5.81%。2021 年公司财务费用显著上升是由于融资金额增加致利息支出增加，而 2022 年前三季度财务费用的增加则归于利润的同比增加。

图24：2022 前三季度，公司三费占比为 2.1%


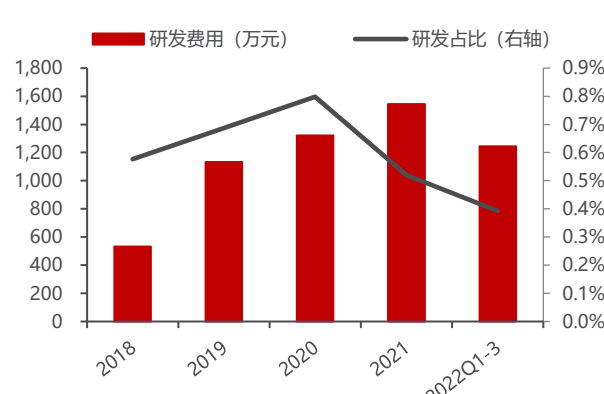
资料来源：wind，民生证券研究院

图25：2022Q3，公司三费持续处于低位


资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2022H1，公司三费持续处于低位


资料来源：wind，民生证券研究院

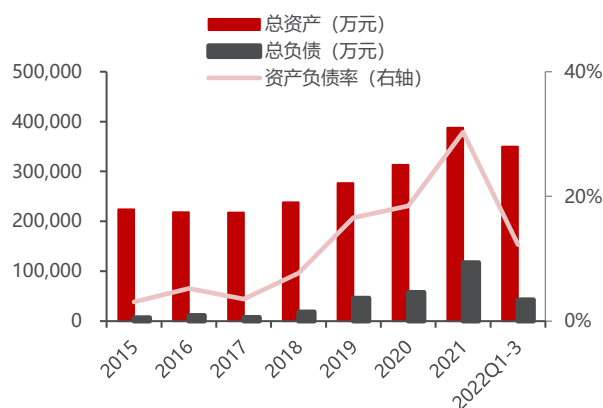
图27：2022Q2，公司毛利率为 4.44%


资料来源：wind，民生证券研究院

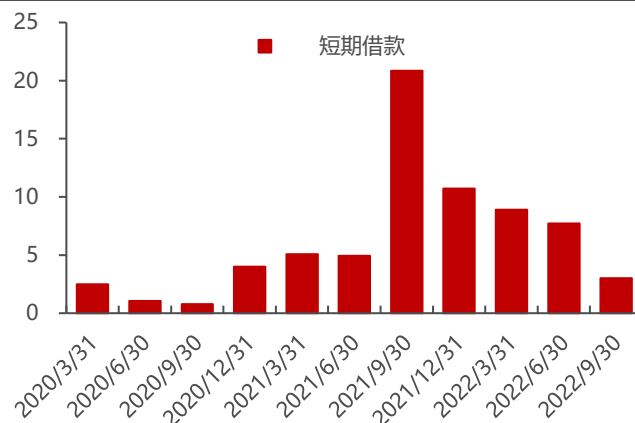
截至 2022Q3 末，公司资产负债率 12%。公司资产负债率由 2021 年的 30% 下降至 12%，主要原因在于公司偿还部分向银行融资而产生的短期借款。截至 2022Q3 末，公司短期借款 3.02 亿元，同比减少 86%，环比减少 161%。公司资产负债率降低，资产状况较好，可进一步开展技术研发、产能扩张或是相关资产的并购等，提升盈利能力。

同时，2022 年前三季度利润增加，相应所得税费用增加至 1.16 亿元。所得

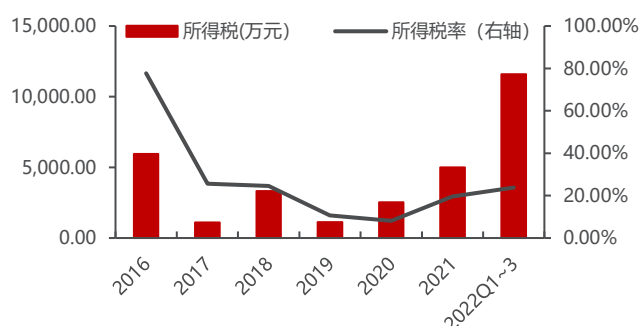
税率 23.75%，其中 Q3 所得税率 23.99%，环比上升 0.27pct；2022 年前三季度少数股东权益 362.92 万元，其中 Q3 少数股东权益环比降 516.49 万元，少数股东损益占比环比下降 4.4pct。

图28：2022 年前三季度，公司资产负债率 12%


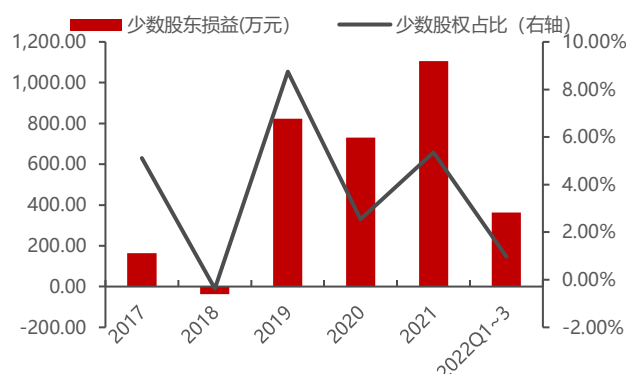
资料来源：wind，民生证券研究院

图29：2022 年 Q3，公司短期借款 3.02 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

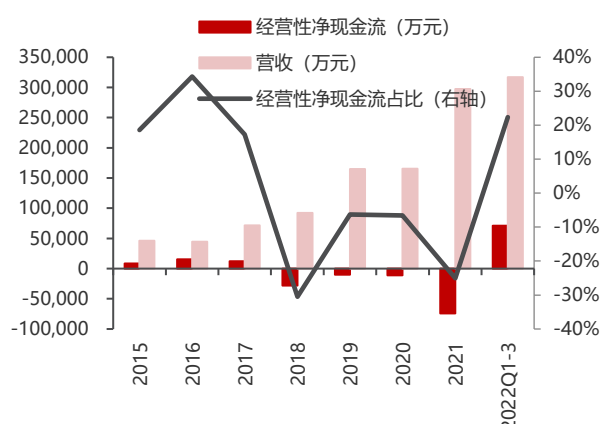
图30：公司分季度所得税及所得税率


资料来源：wind，民生证券研究院

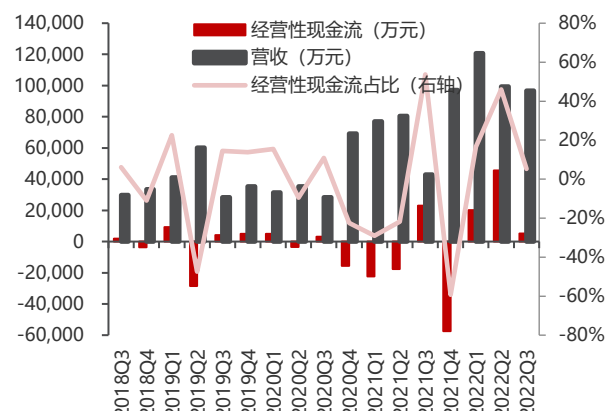
图31：公司分季度少数股东损益及少数股权占比


资料来源：wind，民生证券研究院

公司经营活动产生的现金流持续稳步增长。2022 年前三季度，公司实现经营活动现金净流入 7.10 亿元，同比增长 8.79 亿元，其中 Q1、Q2、Q3 分别为 2.02、4.56、0.52 亿元。2018Q3 年至 2022Q2，公司经营活动产生的现金流由 0.18 亿元上升至 4.56 亿元，公司经营规模稳中上升，下游产品需求旺盛，资金周转速率较高，盈利水平上升。

图32：公司营收及经营性净现金流


资料来源：wind，民生证券研究院

图33：2022 年 Q3，公司经营性现金流占比 5.3%


资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：中国稀土集团旗下唯一上市公司，稀土行业需求旺盛

3.1 中国稀土集团旗下唯一上市公司，资产注入预期强

2022 年 9 月 20 日，五矿稀土发布公告称拟变更证券简称为“中国稀土”，此前于 9 月 13 日，公司发布公告称五矿股份持有的公司 16.1% 的股份已过户至中国稀土集团名下，截至 2022 年 9 月 13 日，中国稀土集团直接持有五矿稀土 16.1% 的股份，并通过全资子公司五矿稀土集团持有五矿稀土 23.98% 的股份，合计持有五矿稀土 40.08% 股份（3.93 亿股），实际控制人由中国五矿变更为中国稀土集团，最终实际控制人不变，仍为国务院国资委。

中国稀土集团成立于 2021 年 12 月 23 日，由原三大稀土集团中国铝业集团有限公司、中国五矿集团有限公司、赣州稀土集团有限公司合作，并引入中国钢研科技集团有限公司、有研科技集团有限公司 2 家稀土科技研发型企业组建而成。国务院国资委直接持有其 31.21% 的股份，为其实际控制人。

后续“中国稀土”或将成为南方稀土行业整合主体，吸收合并中国稀土集团旗下稀土资源。中国稀土集团已作出承诺，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。目前中国稀土集团下属稀土矿山企业共 72 家，稀土冶炼分离企业共 33 家。2022 年中国稀土集团分离指标共有 5.85 万吨 REO，占指标总量的 29%，而五矿稀土集团（包括中国稀土上市公司）2021 年分离指标仅有 0.57 万吨 REO（2022 年未披露），具备较大增长空间。2022 年 5 月 24 日，中国稀土集团举行仪式，赣南稀土矿山升级改造全速复产，结束了长达 6 年的停

产，而集团的江华稀土矿山持续保持稳定高效供应，名为“中国稀土”的巨轮正在逐步启动，前方目标是星辰大海。

表2：2016-2022 年稀土分离指标

分离指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
五矿稀土股份有限公司 (吨 REO)	5208	4034	5658	5658	5658	5658	-
增速 (%)	-	-22.5%	40.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-
占比 (%)	5.2%	3.9%	4.9%	4.5%	4.2%	3.5%	-
中国稀土集团有限公司 (吨 REO)	36699	39329	40949	51449	56649	57799	58499
增速 (%)	-	7.2%	4.1%	25.6%	10.1%	2.0%	1.2%
占比 (%)	36.9%	38.3%	35.6%	40.5%	42.0%	35.7%	29.0%
合计 (吨 REO)	99550	102575	115000	127000	135000	162000	202000

资料来源：工信部，民生证券研究院

公司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的运营实施符合相关的行业准入资格，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。截至 2022 年 6 月底，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。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。

2016 年 12 月，公司与五矿勘查开发有限公司签订《股权转让协议》，以自有资金通过协议转让方式收购五矿勘查开发有限公司所持北京华泰鑫拓地质勘查技术有限公司 100% 股权。据此，公司通过北京华泰鑫拓地质勘查技术有限公司持有华夏纪元 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，圣功寨矿区稀土矿详查勘查许可证范围内查明资源储量：矿石量 5918.89 万吨，全相(RE_2O_3)资源量 60933 吨，平均品位 0.113%；离子相(RE_2O_3)资源量 38997 吨，平均品位 0.072%。肥田矿区稀土矿详查勘查许可证范围内查明资源储量：矿石量 8754.91 万吨，全相(RE_2O_3)资源量 87983 吨，平均品位 0.110%；离子相(RE_2O_3)资源量 62437 吨，平均品位 0.078%。

表3：圣功寨稀土矿资源储量

资源量类型	矿石量 (万吨)	全相平均品位 (%)	全相 (RE_2O_3) 资源 量 (吨)	离子相平均品 位 (%)	离子相 (RE_2O_3) 资源 量 (吨)
(332)	3611.36	0.109	36020	0.070	23053
(333)	2307.53	0.118	24913	0.076	15944
合计	5918.89	0.113	60933	0.072	38997
低品位矿	3164.31	0.059	16889	0.037	10809

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表4：肥田稀土矿资源储量

资源量类型	矿石量 (万吨)	全相平均品位 (%)	全相 (RE ₂ O ₃) 资源 量 (吨)	离子相平均品 位 (%)	离子相 (RE ₂ O ₃) 资源 量 (吨)
(332)	3729.96	0.112	38100	0.080	27131
(333)	5024.95	0.109	49883	0.077	35306
合计	8754.91	0.110	87983	0.078	62437
低品位矿	4021.50	0.062	22681	0.044	16042

资料来源：公司公告，民生证券研究院

圣功寨稀土矿位于广东省平远县城，属平远县八尺镇、仁居镇管辖。矿区属于低山丘陵区，北西高，南东低，总体山势呈北西向。区内经济水平落后，人口稀少，除平远县华企稀土实业有限公司正在对仁居稀土矿进行开采外，无其他规模较大的工矿企业，属广东贫困地区。矿区勘察面积 16.61 平方公里，计划服务年限 17 年，其中基建期 1 年，投产期 2 年，达产期 10 年，减产期 4 年。设计生产规模为 2000 吨/年 (92%REO)。

表5：圣功寨稀土矿开发利用方案

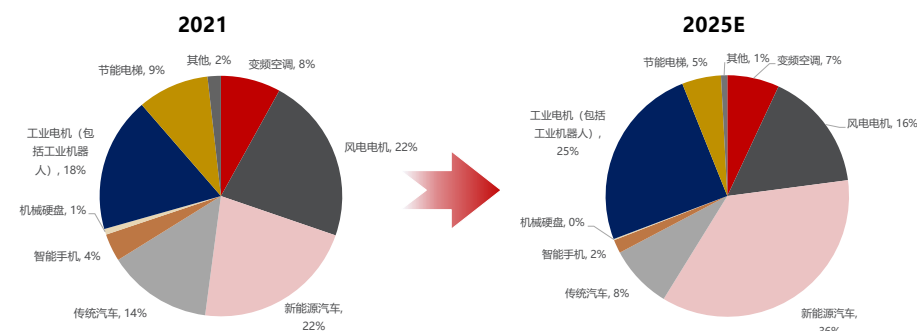
类别	介绍
位置和交通	矿区位于广东省平远县城，属平远县八尺镇、仁居镇管辖，交通运输条件较好
自然地理	低山丘陵区，北西高，南东低，总体山势呈北西向。典型的亚热带温暖潮湿的季风气候区，植被发育，以大、小杂木及厥类植物为主
区内社会经济	经济较落后，除平远县华企稀土实业有限公司正在对仁居稀土矿进行开采外，无其他规模较大的工矿企业，属广东贫困地区，人口稀少
勘查面积	16.61km ²
服务年限	17 年，其中基建期 1 年，投产期 2 年，达产期 10 年，减产期 4 年
项目性质	新建
采矿方法	原地浸矿
资源储量	矿石量 5918.89 万吨，全相(RE ₂ O ₃)资源量 60933 吨，平均品位 0.113%；离子相(RE ₂ O ₃)资源量 38997 吨，平均品位 0.072%
生产规模	2000 吨/年 (92%REO)

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 稀土供需紧平衡，价格有望维持高位

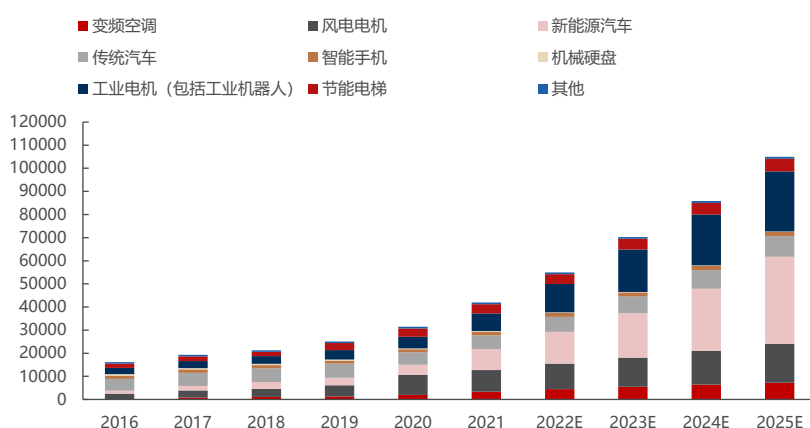
钕钐需求集中在磁材领域，磁材的终端需求主要集中在汽车、风电、工业电机领域，其他消费场景较为分散。随着全球能源危机及环保意识的加强，新能源汽车、风电节能、变频空调等产业或将迎来高速发展，高性能钕铁硼需求有望释放巨大潜力。我们预计全球高性能钕铁硼需求量到 2025 年将达到 27 万吨，2021-2025 年 CAGR 为 25.75%，带动的钕钐氧化物需求达 10.5 万吨。

图34：2021 和 2025 年的磁材下游需求分布



资料来源：国家统计局，IDC，wind，OICA，EVSales，民生证券研究院测算

图35：2021 和 2025 年的磁材下游需求分布



资料来源：国家统计局，IDC，wind，OICA，EVSales，民生证券研究院测算

全球镨钕氧化物未来将迎来较大供需缺口。短期来看，2022 年供需缺口达 3083 吨，供需缺口比例为 3.6%，镨钕价格有望维持高位。长期来看，充分考虑指标增长（2022 年指标增速为 25%，2023-2025 年，采矿指标总量年增长率均为 20%），回收（占总供给 25%左右），Mt Weld 和 Mt Pass 矿山产能利用率提升，独居石放量，以及远期多个矿山在 2023-2025 年陆续投产带来的增量，2024 年供需缺口仍有 1091 吨，供需缺口比例为 0.9%，由于供给端 2024-2025 年有部分矿山计划投产，因此 2025 年出现过剩，但考虑到过去矿山投产进度大多不及预期，未来长期的供给也并不乐观。

表6：全球镨钕氧化物供需平衡表

	单位	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球镨钕氧化物供给	吨	50000	55000	58750	71217	85083	102783	118612	143215
其中中国	吨	24000	26400	28000	33600	42000	50400	60480	72576
增速	%		10.0%	6.8%	21.2%	19.5%	20.8%	15.4%	20.7%
全球镨钕氧化物需求	吨	53173	57332	63985	74855	88167	103825	119703	139199
增速	%		7.8%	11.6%	17.0%	17.8%	17.8%	15.3%	16.3%

供需平衡（-不足/+过剩）	吨	-3173	-2332	-5235	-3638	-3083	-1042	-1091	4015
供需缺口比例	%	-6.3%	-4.2%	-8.9%	-5.1%	-3.6%	-1.0%	-0.9%	2.8%

资料来源：安泰科，民生证券研究院测算

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

假设 2022-2024 年公司生产恢复正常, 达到 2019 年的产量水平, 产品产量均为 4000 吨, 销量为 8000 吨, 产销量的差额为贸易量(假设库存量不变)。2022-2024 年公司稀土产品(包括稀土金属及合金和稀土氧化物)单位售价为 50.01/49.61/50.86 万元/吨, 单位成本为 41.01/40.68/41.70 万元/吨。测算得到公司 2022-2024 年营业收入分别为 40.12/39.80/40.80 亿元, 营业成本分别为 32.87/32.61/33.43 亿元, 归母净利润分别为 4.52/4.59/4.74 亿元。

具体而言, 公司营收和毛利主要由稀土氧化物板块和稀土金属及合金板块贡献, 其他三部分(试剂收入、技术服务收入、其他主营业务)占比较小, 2022-2024 年营收和成本均假设保持 2021 年数值不变。稀土金属及合金板块均为贸易业务, 其盈利能力随着规模的增大而增大, 2022 年金属价格上涨, 营收上升明显, 以 2022H1 中报中稀土金属及合金板块涨幅为依据, 假设 2022 年全年营收保持 20% 的增速, 后续年份中由于价格假设为高位持稳, 只有规模增长, 因此假设 2023-2024 年稀土金属及合金板块营收在前一年基础上每年增长 10%。对应的营业成本以固定毛利率进行测算, 假设贸易业务毛利率为 5%, 介于 2020 年 3% 和 2021 年 9% 之间, 毛利率的上下浮动取决于公司采购与销售货物的时机。

表7: 2021-2024 年营业收入拆分 (单位: 百万元)

收入(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
稀土金属及合金	488.67	586.40	645.04	709.55
试剂收入	0.10	0.10	0.10	0.10
稀土氧化物	2,472.90	3,414.28	3,323.64	3,359.13
技术服务收入	4.11	4.11	4.11	4.11
其他主营业务	7.58	7.58	7.58	7.58
合计	2,973.36	4,012.47	3,980.47	4,080.47

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院测算

表8: 2021-2024 年营业成本拆分 (单位: 百万元)

收入(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
稀土金属及合金	444.62	557.08	612.79	674.07
试剂收入	0.05	0.05	0.05	0.05
稀土氧化物	2,145.31	2,723.47	2,641.53	2,662.25
技术服务收入	1.24	1.24	1.24	1.24
其他主营业务	5.25	5.25	5.25	5.25
合计	2,596.48	3,287.10	3,260.86	3,342.86

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院测算

表9：2021-2024 年分板块毛利率（单位：%）

收入(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
稀土金属及合金	9.01%	5.00%	5.00%	5.00%
试剂收入	48.27%	48.27%	48.27%	48.27%
稀土氧化物	13.25%	20.92%	21.31%	21.62%
技术服务收入	69.76%	69.76%	69.76%	69.76%
其他主营业务	30.71%	30.71%	30.71%	30.71%
合计	12.68%	18.08%	18.08%	18.08%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

量价本假设：假设公司产量在 2022 年恢复到 2019 年水平，达到年产 4000 吨稀土产品。由于后续暂无扩产计划，假设 2023-2024 年产量维持 4000 吨不变。销量中包括库存的变化和贸易量，由于库存近些年一直在去库从而已降至低位，因此假设库存量 2022-2024 年保持不变。贸易量的变化难以预估，假设 2022-2024 年均保持不变。产品售价通过南方离子矿生产的各组分稀土金属占比及对应的市场价格测算得到。对应的生产成本由毛利率倒算得到。

表10：2021-2024 年稀土产品量价本情况

指标	单位	2021	2022E	2023E	2024E
销量量	吨	8378.53	8000.00	8000.00	8000.00
生产量	吨	2088.73	4000.00	4000.00	4000.00
库存量	吨	1472.81	1472.81	1472.81	1472.81
贸易量	吨	5065.41	4000.00	4000.00	4000.00
单位售价	万元/吨	35.35	50.01	49.61	50.86
单位成本	万元/吨	30.91	41.01	40.68	41.70
单位毛利	万元/吨	4.44	9.00	8.93	9.15

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

4.2 估值分析

选择 A 股上市公司中五家主营业务同样为稀土采选和分离冶炼的公司作为可比公司，包括北方稀土、盛和资源、广晟有色、厦门钨业、包钢股份，其中厦门钨业主营业务除了稀土之外还有钨产业链以及正极材料，包钢股份主营业务除了稀土之外还有钢铁，但都属于重要的稀土公司，因此也纳入可比公司考虑范围内。以 2022 年 10 月 31 日股价为基准，2022-2023 年可比公司平均 PE 分别为 29 倍和 17 倍，中国稀土 PE 为 63 倍和 62 倍，高于高比公司平均 PE，但考虑到公司作为新央企中国稀土集团旗下唯一上市公司平台，且中国稀土集团已做出解决同业竞争问题的承诺，未来资产注入预期强，且公司参股的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，探转采工作进入到关键阶段，未来公

司或将出现较大边际变化，因此我们认为公司当前估值反应了市场对公司未来变化的预期，属于合理范围。

表11：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600111.SH	北方稀土	24.20	1.41	1.80	1.97	17	13	12
600392.SH	盛和资源	13.36	0.61	1.58	1.74	22	8	8
600259.SH	广晟有色*	43.20	0.46	0.88	1.42	94	49	30
600549.SH	厦门钨业	20.08	0.83	1.17	1.82	24	17	11
600010.SH	宝钢股份	1.76	0.06	0.03	0.08	29	59	22
可比公司平均 PE						37	29	17
000831.SZ	中国稀土	28.84	0.20	0.46	0.47	145	63	62

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用民生证券预测数据，标*公司未覆盖，采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 10 月 31 日

4.3 投资建议

新兴领域需求拉动下，稀土价格有望维持高位，我们预计公司 2022-2024 年归母净利为 4.52、4.59 和 4.74 亿元，EPS 分别为 0.46、0.47 和 0.48 元；对应 10 月 31 日收盘价的 PE 分别为 63、62 和 60 倍，考虑到公司作为新央企中国稀土集团唯一上市公司平台，资产注入预期强，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

1) 稀土价格下跌。公司作为稀土分离企业，稀土价格的下跌一方面影响产品价格，另一方面会产生库存损失，对公司盈利产生不利影响。

2) 资产注入不及预期。公司目前控股股东中国稀有稀土集团承诺要在五年内解决同业竞争问题，将资产注入上市公司，若注入进度缓慢，上市公司成长性可能会有所减弱。

3) 矿山探转采进度不及预期。公司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的运营实施符合相关的行业准入资格，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。截至 2022 年 6 月底，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。因涉及相关工作较多，探转采能否通过审批及审批完成时间均存在不确定性。若探转采无法通过审批，将对公司未来的业绩成长性造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2973	4012	3980	4080
营业成本	2596	3287	3261	3343
营业税金及附加	4	4	4	4
销售费用	5	4	4	4
管理费用	53	60	60	61
研发费用	15	16	16	16
EBIT	287	642	640	656
财务费用	32	22	5	0
资产减值损失	-18	-20	-20	-20
投资收益	2	-2	-2	-3
营业利润	259	604	613	634
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	257	604	613	634
所得税	50	145	147	152
净利润	206	459	466	482
归属于母公司净利润	195	452	459	474
EBITDA	298	654	654	672

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	212	455	853	1182
应收账款及票据	220	156	151	155
预付款项	52	3	3	3
存货	2381	1961	1946	1995
其他流动资产	526	424	421	431
流动资产合计	3390	3000	3374	3766
长期股权投资	344	341	339	336
固定资产	93	105	117	128
无形资产	7	7	7	7
非流动资产合计	487	502	513	524
资产合计	3877	3502	3887	4290
短期借款	1071	271	271	271
应付账款及票据	17	1	1	1
其他流动负债	77	92	90	92
流动负债合计	1166	364	362	364
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	10	10	10	9
非流动负债合计	10	10	10	9
负债合计	1175	374	372	374
股本	981	981	981	981
少数股东权益	101	108	115	122
股东权益合计	2701	3129	3515	3916
负债和股东权益合计	3877	3502	3887	4290

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	79.50	34.95	-0.80	2.51
EBIT 增长率	28.61	123.88	-0.32	2.50
净利润增长率	-29.96	131.38	1.57	3.30
盈利能力 (%)				
毛利率	12.68	18.08	18.08	18.08
净利润率	6.57	11.27	11.54	11.63
总资产收益率 ROA	5.04	12.91	11.81	11.06
净资产收益率 ROE	7.51	14.97	13.51	12.50
偿债能力				
流动比率	2.91	8.24	9.31	10.34
速动比率	0.75	2.79	3.87	4.79
现金比率	0.18	1.25	2.35	3.24
资产负债率 (%)	30.32	10.67	9.57	8.71
经营效率				
应收账款周转天数	2.04	1.25	1.25	1.25
存货周转天数	334.72	220.00	220.00	220.00
总资产周转率	0.85	1.09	1.08	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.46	0.47	0.48
每股净资产	2.65	3.08	3.47	3.87
每股经营现金流	-0.76	1.15	0.53	0.46
每股股利	0.00	0.08	0.08	0.09
估值分析				
PE	145	63	62	60
PB	10.9	9.4	8.3	7.5
EV/EBITDA	97.79	42.96	42.37	40.76
股息收益率 (%)	0.00	0.28	0.29	0.29

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	206	459	466	482
折旧和摊销	11	12	14	16
营运资金变动	-1021	615	3	-81
经营活动现金流	-745	1127	515	449
资本开支	-26	-25	-26	-27
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-24	-25	-26	-27
股权募资	0	0	0	0
债务募资	788	-800	-1	0
筹资活动现金流	695	-859	-92	-93
现金净流量	-73	244	397	329

插图目录

图 1: 中国稀土产业链.....	3
图 2: 公司稀土氧化物产品	3
图 3: 中国稀土股权结构及主要子公司.....	4
图 4: 中国稀土发展历程梳理.....	5
图 5: 公司主营业务营收情况 (单位: 万元)	6
图 6: 公司主营业务营收占比.....	6
图 7: 公司主营业务营业成本 (单位: 万元)	6
图 8: 公司主营业务营业成本占比.....	6
图 9: 公司主营业务毛利情况 (单位: 万元)	7
图 10: 公司主营业务毛利占比.....	7
图 11: 公司主营业务毛利率情况.....	7
图 12: 稀土氧化物盈利水平稳中上升.....	7
图 13: 2022 年前三季度, 公司实现营收 31.69 亿元	8
图 14: 2022 年前三季度, 公司实现归母净利 3.68 亿.....	8
图 15: 2022 年 Q3, 公司实现营收 9.68 亿元.....	8
图 16: 2022 年 Q3, 公司实现归母净利 0.63 亿元	8
图 17: 公司投资净收益情况 (单位: 万元)	9
图 18: 公司投资净收益情况 (单位: 万元)	9
图 19: 公司少数股东损益情况 (单位: 万元)	9
图 20: 2022Q3 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	10
图 21: 2022Q3 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	10
图 22: 2022 前三季度公司毛利率 18.55%, 净利率 11.73%	10
图 23: 2022 前三季度 ROE 达到 12.39%.....	10
图 24: 2022 前三季度, 公司三费占比为 2.1%.....	11
图 25: 2022Q3, 公司三费持续处于低位.....	11
图 26: 2022H1, 公司三费持续处于低位.....	11
图 27: 2022Q2, 公司毛利率为 4.44%.....	11
图 28: 2022 年前三季度, 公司资产负债率 12%.....	12
图 29: 2022 年 Q3, 公司短期借款 3.02 亿元.....	12
图 30: 公司分季度所得税及所得税率.....	12
图 31: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比	12
图 32: 公司营收及经营性净现金流	13
图 33: 2022 年 Q3, 公司经营性现金流占比 5.3%	13
图 34: 2021 和 2025 年的磁材下游需求分布.....	16
图 35: 2021 和 2025 年的磁材下游需求分布.....	16

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 中国稀土子公司主要业务	5
表 2: 2016-2022 年稀土分离指标	14
表 3: 圣功寨稀土矿资源储量	14
表 4: 肥田稀土矿资源储量	15
表 5: 圣功寨稀土矿开发利用方案.....	15
表 6: 全球镨钕氧化物供需平衡表.....	16
表 7: 2021-2024 年营业收入拆分 (单位: 百万元)	18
表 8: 2021-2024 年营业成本拆分 (单位: 百万元)	18
表 9: 2021-2024 年分板块毛利率 (单位: %)	19
表 10: 2021-2024 年稀土产品量价本情况	19
表 11: 可比公司 PE 数据对比	20

公司财务报表数据预测汇总.....	22
-------------------	----

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

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

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026