

中重稀土整合开启，优质资源先下一城

2023 年 01 月 02 日

➤ **事件：拟定增收购江华稀土 94.67%股权。**2022 年 12 月 30 日，公司发布公告，拟非公开发行股票募集资金（含发行费用）不超过 20.3 亿元，其中 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，剩余 6 亿元用于补充流动资金。本次定增拟收购的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。五矿稀土集团持有江华稀土 94.67%股权，江华冯乘发展集团有限公司持有剩余的 5.33%股权，冯乘发展集团实控人为江华瑶族自治县人民政府。标的公司江华稀土拥有一家全资子公司五矿稀土江华兴华新材料有限公司。

➤ **江华稀土拥有湖南省唯一的一张稀土采矿权证，于 2020 年投产，设计年产能 2000 吨 REO 离子型稀土精矿。**江华稀土矿采矿权证为 2015 年 7 月 12 日国土资源部下发而得，开采方式为露天开采，生产规模为 302 万吨/年，矿区面积为 11.74 平方公里，有效期为 2015 年 6 月 17 日至 2024 年 6 月 17 日。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：稀土矿石量 3542 万吨，稀土氧化物量（REO）37890 吨，稀土品位（REO）0.11%。在国内重稀土矿中品位较高，资源量较大。2022 年前三季度江华稀土营业收入合计 5.76 亿元，净利润 2.52 亿元，而同期中国稀土归母净利润为 3.68 亿元，江华稀土净利润占中国稀土归母净利润比例为 68.6%，可见收购完成后将大幅增厚上市公司盈利。

➤ **配套 5000 吨 REO 分离产能建设中，未来增量有保障。**五矿稀土江华有限公司全资子公司兴华新材料建设有 5000 吨 REO 分离产能，该项目为指标置换项目，分离指标来自于原有指标和其他子公司退出及未使用的指标。项目稀土来源为江华稀土矿 2000 吨（折 REO）以及海外矿 3000 吨（折 REO）。预计项目投产后年净利润 2075 万元，将进一步增厚标的公司盈利。

➤ **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。**中国稀土集团作出承诺在五年内解决同业竞争问题。目前集团下属稀土矿山企业 72 家，稀土冶炼分离企业 33 家。本次资产注入或仅为开始，后续仍有其他资产注入的可能性。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，考虑到本次收购还未最终落地，我们维持此前的盈利预测，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 2022 年 12 月 30 日收盘价的 PE 分别为 71、70 和 68 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，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**审批风险，收购整合风险，稀土价格下跌风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,973	4,012	3,980	4,080
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	165	71	70	68
PB	12.4	10.7	9.5	8.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价）

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
32.88 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

相关研究

1.中国稀土 (000831.SZ) 动态报告：中重稀土整合主体，老将焕发新春-2022/11/01

目录

1 事件：拟定增收购江华稀土 94.67%股权	3
2 交易标的概况：控股股东旗下优质稀土矿山资产	4
3 对上市公司影响：向上游稀土矿延伸，补齐产业链短板	8
3.1 项目成熟，收购后或将大幅增厚上市公司盈利能力	8
3.2 配套分离产能建设中，未来增量有保障	8
3.3 战略重组后首次出手，期待后续整合进一步推进	11
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 估值分析	12
4.2 投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：拟定增收购江华稀土 94.67%股权

2022 年 12 月 30 日，公司发布公告，拟非公开发行股票募集资金（含发行费用）不超过 20.3 亿元，其中 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，剩余 6 亿元用于补充流动资金。

表1：募集资金投向

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	142,951.70	142,951.70
2	补充流动资金	60,000.00	60,000.00
合计		202,951.70	202,951.70

资料来源：公司公告，民生证券研究院

业绩补偿：本次收购中购买方为中国稀土，出售方为中国稀土的控股股东五矿稀土集团，五矿稀土集团对标的公司业绩承诺期内的相关业绩指标作出承诺，并承诺在业绩未实现的情况下承担相应的补偿责任。业绩承诺期为标的股权交割日当年及其后两个会计年度。具体的业绩补偿协议将于交易价格最终确定后签订。

公布未来三年分红政策。公司发布公告确定未来三年（2023-2025 年）的分红规划。过去三年中仅 2020 年进行了分红，分红金额为 8828 万元，占当年归母净利润的 31.64%。分红规划规定，在满足现金分红条件的情况下，公司最近三年以现金方式累计分配的利润应不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。

表2：公司最近三年现金分红情况

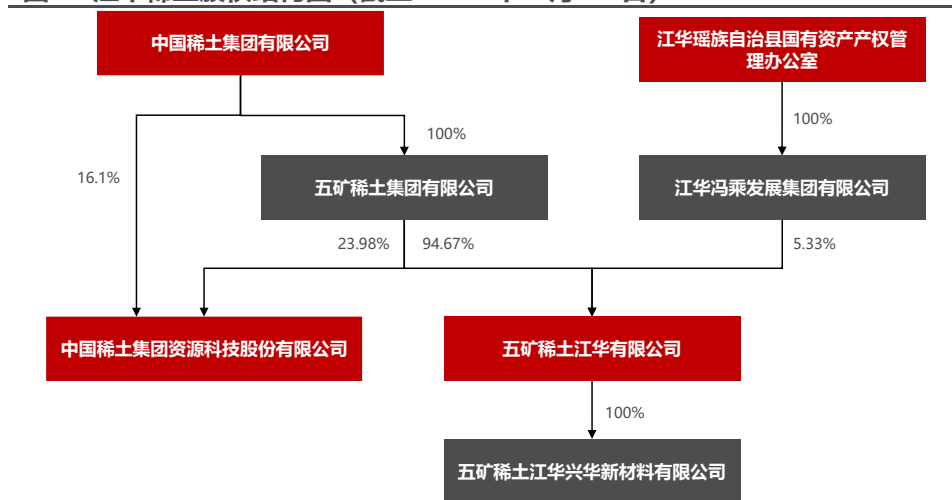
分红年度	现金分红金额（含 税）（万元）	分红年度归母净利 润（万元）	现金分红金额占当年归 母净利润比例
2021 年	0	19,540.64	0.00%
2020 年	8,828.00	27,898.42	31.64%
2019 年	0	8,589.44	0.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 交易标的概况：控股股东旗下优质稀土矿山资产

本次定增拟收购的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。五矿稀土集团持有江华稀土 94.67%股权，江华冯乘发展集团有限公司持有剩余的 5.33%股权，冯乘发展集团实控人为江华瑶族自治县人民政府。标的公司江华稀土拥有一家全资子公司五矿稀土江华兴华新材料有限公司。定位为江华稀土的稀土分离生产中心，兴华稀土预期目标是实现形成稀土萃取分组分离、单一稀土元素分离、稀土金属完整产业链。

图1：江华稀土股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告、民生证券研究所

江华稀土拥有湖南省唯一的一张稀土采矿权证，为 2015 年 7 月 12 日国土资源部下发而得，开采方式为露天开采，生产规模为 302 万吨/年，矿区面积为 11.74 平方公里，有效期为 2015 年 6 月 17 日至 2024 年 6 月 17 日。

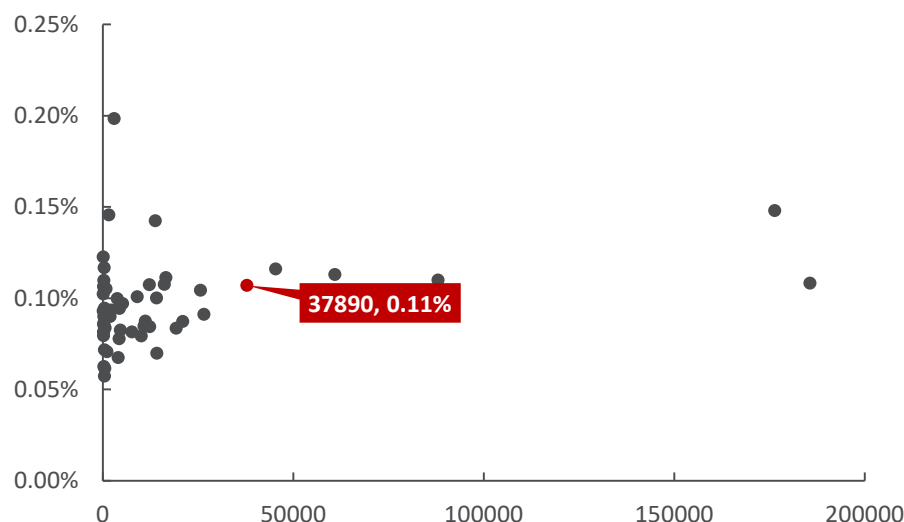
资源储量丰富。截至稀土矿资源储量评审基准日 2010 年 8 月 31 日，湖南省江华瑶族自治县姑婆山矿区第一期开采区采矿许可证范围内保有资源储量为：稀土矿，矿石量 3542 万吨，稀土氧化物量（REO）37890 吨，稀土品位（REO）0.11%。在国内重稀土矿中品位较高，资源量较大。中国稀土目前持有探矿权证的两个稀土矿为圣功寨和肥田稀土矿，其稀土氧化物资源量分别为 60933 吨和 87983 吨，稀土品位分别为 0.113%和 0.110%，相比之下，江华稀土矿资源量总量较低，但品位基本持平。

表3：江华县稀土矿采矿权情况

采矿权证号	矿山名称	有效期限	开采矿种	生产规模（万吨/年）	矿区面积（平方公里）
C4300002010115120085243	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

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：国内重稀土矿品位和稀土氧化物资源量（横轴为 REO 资源量，单位万吨；纵轴为稀土品位，单位%）



资料来源：广晟有色、中国稀土、赣州稀土矿业有限公司等各公司公告、民生证券研究院
 注：红点标注为江华稀土矿

表4：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 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)	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5：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

江华稀土矿于 2020 年投产，设计年产能 2000 吨 REO 离子型稀土精矿。该矿最早于 1986 年 12 月，由湖南省地质矿产局 473 队完成了《湖南省江华县姑婆山稀土矿区详细普查地质报告》的编制。2013 年国土资源部下发《国土资源部划

定矿区范围批复》，批复了五矿稀土江华有限公司申请的矿区范围。2015 年 7 月 12 日正式取得采矿许可证。2019 年 3 月，江华公司正式启动江华县稀土矿开采项目的建设。2020 年正式投入生产，设计年产 2000 吨 REO 离子型稀土精矿生产能力。

表6：江华稀土矿开发历史

时间	单位	内容
1986 年 12 月	湖南省地质矿产局 473 队	编制了《湖南省江华县姑婆山稀土矿区详细普查地质报告》。
2009 年	湖南省地质研究所	江华瑶族自治县人民政府委托湖南省地质研究所编制了《湖南省江华瑶族自治县河路口稀土矿区矿业权设置方案》，该报告中河路口稀土矿区即姑婆山稀土矿区。根据该方案，将河路口稀土矿区 6 个矿段 20 个矿体全部纳入湖南省江华瑶族自治县稀土矿开采规划并实行分期开采，即设置为第一期开采区和第二期开采区，面积分别为 11.744km ² 和 13.513km ² 。
2010 年 4 月	国土资源部	国土资源部以国土资函[2010]210 号文，同意将《湖南省江华瑶族自治县河路口稀土矿区矿业权设置方案》中设置的第一期开采区范围协议出让给“江华瑶族自治县稀土矿”。
2010 年 4 月	国土资源部	下发《关于同意协议出让江华瑶族自治县稀土矿区的函》（国土资函【2010】210 号），同意将《湖南省江华瑶族自治县河路口稀土矿区矿业权设置方案》中设置的第一期开采区范围协议出让给江华瑶族自治县稀土矿并依法办理采矿权登记手续。
2010 年 7 月	湖南省地质研究所	江华瑶族自治县稀土矿委托湖南省地质研究所对其姑婆山稀土矿区储量进行核实。
2010 年 11 月 15 日	湖南省国土资源厅	江华瑶族自治县稀土矿取得湖南省国土资源厅核发的采矿许可证，编号：C4300002010115120085243，矿山名称为江华县稀土矿，开采方式为露天开采，生产规模为 7.36 万吨/年，矿区面积为 0.1133 平方公里，有效期为 2010 年 11 月 15 日至 2012 年 11 月 15 日。
2011 年	五矿稀土江华有限公司	中国五矿集团公司旗下的五矿有色金属控股有限公司与中国稀土控股有限公司、江华瑶族自治县人民政府共同对原江华瑶族自治县稀土矿增资扩股组建成五矿稀土江华有限公司，五矿稀土江华有限公司申请在该范围设矿业权。
2011 年 6 月	湖南省地质研究所	编制完成《湖南省江华瑶族自治县姑婆山矿区稀土矿第一期开采区资源储量核实报告》。经估算，第一期开采区内稀土矿（TR ₂ O ₃ ）保有资源储量 37,890 吨，采损 5,641 吨，累计查明 43,531 吨。
2012 年 1 月 9 日	原国家国土资源部	原国家国土资源部对江华稀土矿区《湖南省江华瑶族自治县姑婆山矿区第一期开采区稀土矿资源储量核实报告》进行了备案（国土资储备字[2012]2 号）。经储量评审中心评审通过的矿产资源储量为全矿区 332+333 稀土矿石量 3542 万 t，稀土氧化物资源量 37890t，平均品位 0.11%。
2012 年 12 月 17 日	五矿稀土江华有限公司	五矿稀土江华有限公司办理了采矿许可证延续，取得国土资源部核发的采矿许可证，编号为 C4300002010115120085243，矿山名称为五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿，开采方式为露天开采，生产规模为 7.36 万吨/年，矿区面积为 0.1133 平方公里，有效期为 2012 年 12 月 17 日至 2014 年 6 月 17 日。
2013 年	五矿稀土江华有限公司	启动江华县稀土矿开采环境影响评价工作。
2013 年 5 月	五矿稀土江华有限公司	编制完成《五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿区一期工程水文地质调查报告》。
2013 年 7 月 29 日	国土资源部	下发《国土资源部划定矿区范围批复》（国土资矿划字【2013】032 号），批复五矿稀土江华有限公司申请的划定矿区范围由 20 个拐点圈定，开采深度由 810 米至 380 米标高。矿区面积约 11.7436 平方公里，矿石量 3,542 万吨，稀土氧化物 37,890 吨，规划生产能力 300 万吨/年。
2014 年 6 月 26 日	原环境保护部	江华县稀土矿开采项目评估报告获得原环境保护部的批复。

2014 年 9 月	五矿稀土江华有限公司	五矿稀土江华有限公司 取得上述划定矿区范围(第一期)的采矿权证 ，采矿证编号:C4300002010115120085243，矿山名称:五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿，开采标高由 810m~380m,矿区面积 11.7436 km ² ，采矿证办理延续后，有效期 2015.6-2024.6，有效期 9 年。
2014 年 6 月 26 日	五矿稀土江华有限公司	五矿稀土江华有限公司取得原环境保护部《关于五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿环境影响报告书的批复》（环审[2014]153 号）。
2015 年	五矿稀土江华有限公司	五矿稀土江华有限公司取得工业与信息化部关于江华县稀土矿扩建开采项目的批复。
2015 年 7 月 12 日	五矿稀土江华有限公司	取得国土资源部下发的前述划定矿区范围的采矿许可证，编号为 C4300002010115120085243，矿山名称为五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿，开采方式为露天开采，生产规模为 302 万吨/年，矿区面积为 11.7436 平方公里，有效期为 2015 年 6 月 17 日至 2024 年 6 月 17 日。
2019 年 3 月	五矿稀土江华有限公司	正式启动江华县稀土矿开采项目的建设。
2019 年 4 月	五矿稀土江华有限公司、有研稀土新材料股份有限公司	合作开展离子型稀土原矿镁盐绿色浸取-离心萃取高效富集回收项目试验研究此项目，取得江华县发展与改革委的备案文件。
2020 年 1 月	中国恩菲工程技术有限公司	五矿稀土江华有限公司委托中国恩菲工程技术有限公司承担该项目的环境影响评价工作。
2020 年 4 月	中国恩菲工程技术有限公司、五矿稀土江华有限公司	中国恩菲工程技术有限公司编制完成《五矿稀土江华有限公司离子型稀土矿绿色高效浸萃一体化科研试验项目环境影响报告书》，江华县稀土矿开采工程陆续投入生产。

资料来源：公司公告，项目环评书，民生证券研究院

3 对上市公司影响：向上游稀土矿延伸，补齐产业链短板

3.1 项目成熟，收购后或将大幅增厚上市公司盈利能力

向上游稀土矿延伸，补齐产业链短板。上市公司作为稀土分离行业重要企业，近年所获得的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。但目前上市公司旗下资产主要集中在稀土冶炼分离环节，产业结构相对单一，上市公司盈利稳定性受市场波动影响较大。尽管上市公司持有圣功寨和肥田稀土矿的探矿权，但探转采过程不确定性较大，本次拟注入的江华稀土矿已进入成熟生产经营阶段，其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。预计江华稀土股权注入后，将借助上市公司平台加快矿山及配套项目建设，助推公司稀土产业整体高质量发展。

江华稀土资产质量优秀，盈利能力较好。截至 2022 年 9 月 30 日，江华稀土未经审计的资产总计为 11.32 亿元，负债总计为 2.91 亿元，资产负债率仅为 25.7%。2022 年前三季度江华稀土营业收入合计 5.76 亿元，净利润 2.52 亿元，而同期中国稀土归母净利润为 3.68 亿元，江华稀土净利润占中国稀土归母净利润比例为 68.6%，可见收购完成后将大幅增厚上市公司盈利。

表7：2021 年以来江华稀土的主要财务数据（单位：万元）

项目	2022 年 9 月 30 日	2021 年 12 月 31 日
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
资产负债率	25.7%	18.9%
项目	2022 年 1-9 月	2021 年度
营业收入	57,559.31	44,007.45
净利润	25,237.42	17,663.77
同期中国稀土归母净利润	36,807.02	19,540.64
江华稀土净利润占中国稀土归母净利润比例	68.6%	90.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：均未审计

3.2 配套分离产能建设中，未来增量有保障

根据《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书》，江华稀土矿配套有 5000 吨分离产能，由五矿稀土江华有限公司全资

子公司兴华新材料负责建设。该项目环评书 2022 年 12 月上网公示，建设完成后或将进一步增厚标的公司盈利能力。

该项目为指标置换项目，分离指标来自于原有指标和其他子公司退出及未使用的指标。根据国家工信部的政策要求，建设单位利用兴华稀土原有 3000 吨/年产能、赣县红金稀土有限公司退出产能中的 1100 吨/年产能及广州建丰五矿稀土有限公司未使用的 900 吨/年产能实施 5000 吨/年（按投产 REO 量计）稀土分离项目，同将根据实际生产需要中国稀土集团有限公司向其分配冶炼分离总量控制指标。

项目稀土来源为江华稀土矿 2000 吨（折 REO）以及海外矿 3000 吨（折 REO）。2020 年，五矿稀土江华有限公司稀土矿山项目已投入生产，设计年产 2000tREO 离子型稀土精矿生产能力。此外，东南亚国家（如缅甸、老挝等东南亚国家）也可以提供可靠的稀土原料，根据项目环评书，五矿稀土集团与主要稀土原料供应商已完成业务对接，年供应量可达 3000t/a。其中自产矿镨钕配比和镓铽配分别为 24.8%和 5.36%，进口矿镨钕配比和镓铽配分别为 27.4%和 4.7%。

表8：稀土矿配比（单位：%）

元素	La	Ce	Pr	Nd	Sm	Eu	Gd	Tb	Dy	Ho	Y	Er	Tm	Yb	Lu
兴华稀土自有矿	24.06	2.77	5.46	19.29	4.29	0.1	4.67	0.8	4.56	0.85	29.18	2.13	0.28	1.39	0.17
海外矿（缅甸）稀土	22.9	1.8	5.5	21.9	4.5	0.7	4.8	0.7	4	0.8	28.4	1.6	0.3	1.8	0.3

资料来源：《5000 吨分离项目环评书》，民生证券研究院

表9：项目稀土分离产品方案表

序号	产品名称	规格	产量 t/a	备注
1	La ₂ O ₃	99.5%~99.9%	1127.31	3N
2	CeO ₂	99.9%~99.99%	105.57	4N
3	Pr ₆ O ₁₁	99.5%~99.9%	264.6	3N
4	Nd ₂ O ₃	99.5%~99.9%	1006.3	3N
5	Sm ₂ O ₃	99.5%~99.9%	213.07	3N
6	Eu ₂ O ₃	99.999%	22.195	5N
7	Gd ₂ O ₃	99.5%~99.9%	229.09	3N
8	Tb ₄ O ₇	99.99%	35.71	4N
9	Dy ₂ O ₃	99.5%~99.9%	203.81	3N
10	Ho ₂ O ₃	99.5%~99.9%	39.57	3N
11	Er ₂ O ₃	99.5%~99.9%	87.43	3N
铟镱镱富集物			105.00	五矿内部协调
12	Tm ₂ O ₃	富集物灼烧后 REO > 98%	14.09	
	Yb ₂ O ₃		78.94	
	Lu ₂ O ₃		11.97	
13	Y ₂ O ₃	99.5%~99.9%	1385.35	3N
14	合计	—	4825	

资料来源：《5000 吨分离项目环评书》，民生证券研究院

预计项目投产后年净利润 2075 万元，进一步增厚标的公司盈利。拟建项目总投资为 4.89 亿元，其中建设投资为 3.15 亿元，建设期利息 540.93 万元，流动资金 1.68 亿元。根据环评书经济效益分析，项目评价达产年平均总成本费用为 8 亿元，达产年平均营业收入为 8.29 亿元，年利润总额 2767 万元，实现年净利润 2075 万元。项目投资财务内部收益率(所得税后) 9.21%，投资回收期 10.19 年。

表10：5000 吨分离项目主要经济指标

项目	单位	金额	备注
①投资指标			
项目总投资	万元	48907.07	
其中：建设投资	万元	31541.3	
建设期利息	万元	540.93	
流动资金	万元	16824.84	含稀土填槽物料费 5700 万元
资金来源	万元	48907.07	
其中：自有资金	万元	15050.77	
银行贷款合计	万元	33856.3	
其中：建设投资贷款	万元	22078.91	
流动资金贷款	万元	11777.39	
②成本及费用指标			
总成本费用	万元/a	80038.69	第 5 年
总加工成本费用	万元/a	14638.69	第 5 年
③收入、利润、税金			
营业收入(不含税)	万元/a	82918.08	第 5 年
税金及附加	万元/a	112.5	第 5 年
利润总额	万元/a	2766.89	第 5 年
所得税	万元/a	691.72	第 5 年
净利润	万元/a	2075.17	第 5 年
④经济效益指标			
项目投资	所得税后	所得税前	
财务内部收益率	%	9.21	11.75
净现值	万元	4493.93	14417.78
投资回收期	a	9.43	11.2
⑤资本金投资			
资本金财务内部收益率	%	14.03	
净现值	万元	11486.97	
投资回收期	a	10.19	
总投资收益率 (ROI)	%	8.01	第 5 年
盈亏平衡点	%	84.08	达产年平均
借款偿还期	a	7.6	含 1 年建设期

资料来源：《5000 吨分离项目环评书》，民生证券研究院

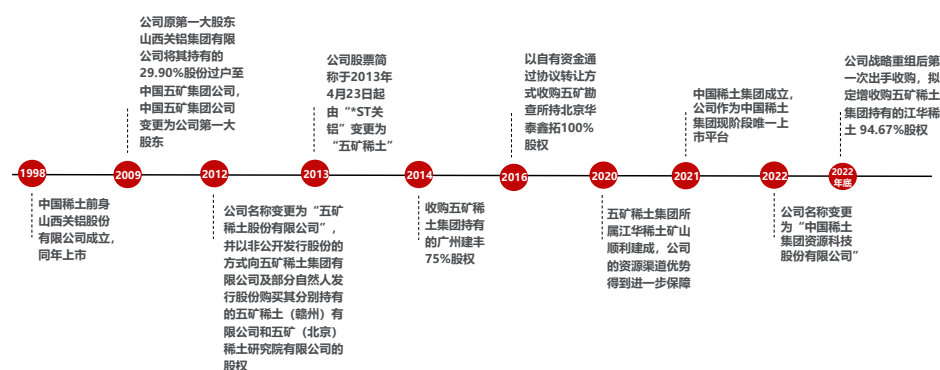
3.3 战略重组后首次出手，期待后续整合进一步推进

2021年12月23日，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。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。**

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”。

本次收购是公司战略重组划转完成后首次出手并购，中国稀土作为中国稀土集团唯一上市平台，发展前景可期。预计后续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3：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

4 盈利预测与投资建议

4.1 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 12 月 30 日股价为基准，2022-2023 年可比公司平均 PE 分别为 32 倍和 17 倍，中国稀土 PE 为 71 倍和 70 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，即将注入江华公司，大幅增厚公司盈利，同时未来资产注入预期依然较强，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	25.05	1.41	1.73	2.02	18	14	12
600392.SH	盛和资源	14.00	0.61	1.02	1.13	23	14	12
600259.SH	广晟有色*	40.20	0.46	0.80	1.46	87	50	28
600549.SH	厦门钨业	19.55	0.83	1.18	1.80	23	17	11
600010.SH	包钢股份	1.92	0.06	0.03	0.08	32	64	24
可比公司平均 PE						37	32	17
000831.SZ	中国稀土	32.88	0.20	0.46	0.47	164	71	70

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 12 月 30 日

4.2 投资建议

新兴领域需求拉动下，稀土价格有望维持高位，考虑到本次收购还未最终落地，我们维持此前的盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 4.52、4.59 和 4.74 亿元，EPS 分别为 0.46、0.47 和 0.48 元；对应 2022 年 12 月 30 日收盘价的 PE 分别为 71、70 和 68 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，维持“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

1) 审批风险。本次发行尚需经履行国有资产主管部门或其授权主体同意和公司股东大会审议批准，存在无法获得履行国有资产主管部门或其授权主体同意或股东大会表决通过的可能。此外，本次发行还需取得中国证监会核准，能够取得相关主管部门的批准或核准，以及最终取得相关主管部门批准或核准的时间都存在一定的不确定性。

2) 收购整合风险。本次非公开发行完成后，江华稀土将成为公司子公司，公司资产规模将进一步增加，对公司的人员素质、管理水平和运营能力等诸多方面提出更高要求。如果公司管理层的管理水平不能适应公司规模扩张的需要，将可能影响公司经营及竞争力。

3) 稀土价格下跌风险。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。

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	2,973	4,012	3,980	4,080
营业成本	2,596	3,287	3,261	3,343
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	1,182
应收账款及票据	220	156	151	155
预付款项	52	3	3	3
存货	2,381	1,961	1,946	1,995
其他流动资产	526	424	421	431
流动资产合计	3,390	3,000	3,374	3,766
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	3,877	3,502	3,887	4,290
短期借款	1,071	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	1,166	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	1,175	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	2,701	3,129	3,515	3,916
负债和股东权益合计	3,877	3,502	3,887	4,290

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	165	71	70	68
PB	12.4	10.7	9.5	8.5
EV/EBITDA	111.09	49.02	48.43	46.66
股息收益率 (%)	0.00	0.25	0.25	0.26

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	-1,021	615	3	-81
经营活动现金流	-745	1,127	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: 江华稀土股权结构图 (截至 2022 年 9 月 30 日)	4
图 2: 国内重稀土矿品位和稀土氧化物资源量 (横轴为 REO 资源量, 单位万吨; 纵轴为稀土品位, 单位%)	5
图 3: 中国稀土发展历程梳理	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 募集资金投向	3
表 2: 公司最近三年现金分红情况	3
表 3: 江华县稀土矿采矿权情况	4
表 4: 圣功寨稀土矿资源储量	5
表 5: 肥田稀土矿资源储量	5
表 6: 江华稀土矿开发历史	6
表 7: 2021 年以来江华稀土的主要财务数据 (单位: 万元)	8
表 8: 稀土矿配比 (单位: %)	9
表 9: 项目稀土分离产品方案表	9
表 10: 5000 吨分离项目主要经济指标	10
表 11: 可比公司 PE 数据对比	12
公司财务报表数据预测汇总	14

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