中国稀土（000831）

证券研究报告
2025 年 02 月 11 日

中重稀土龙头新征程

依托中国稀土集团，深耕稀土行业

公司是中重稀土龙头，在稀土资源和冶炼分离端均有布局：在稀土资源端，江华稀土矿是当前公司的重要矿源，已于 2021 年投产，公司 2023 年稀土矿产量 2384 吨；圣功寨和肥田稀土矿探矿权办理探转采的相关工作正在推动中，其离子相 REO 资源储量合计 10.14 万吨，矿源端的布局为公司发展提供资源保障；冶炼分离端，公司现有定南大华、广州建丰和中稀永州新材三家冶炼加工厂，冶炼分离产能达 12400 吨，2023 年实现产量 3756 吨；指标端，中国稀土集团成立前，公司指标来源于五矿稀土集团，近年中国五矿集团指标配额稳定，2021 年集团拥有稀土开采指标 2010 吨，冶炼分离指标 5658 吨。

收购矿端资产，盈利能力大幅改善

江华稀土并表后，公司盈利水平大幅提升，2023 年公司实现毛利率 22.35%，环比+5.29pct。具体来看，2023 年公司稀土精矿营收 5.17 亿元，实现毛利率 78.13%，是公司重要的业绩来源。重要的是，伴随后续集团矿产资源持续注入，公司盈利能力有望再上一台阶。

稀土行业新一轮周期将至

稀土行业基本格局已发生深刻变化——供给与需求均发生重塑，具体而言：供给端已形成南北大集团主导格局，需求端形成以新能源及节能为主导的应用领域。总体上，稀土行业供给刚性，而下游需求由新能源和节能电机等的带动下有望实现长周期高景气，同时伴随着《稀土管理条例》落地施行，稀土行业重塑也将持续进行。基于此，我们认为稀土价格中枢有望明显提升，更为重要的是，价格上涨持续性以及盈利兑现度有望得到大幅改善，由此带来的股价对稀土价格的弹性也将进一步放大，板块投资机会凸显。

盈利预测及投资建议：

公司是中重稀土龙头，资源禀赋得天独厚并持续进行矿端整合，后续盈利能力有望再上一台阶。更进一步，在稀土行业供需格局持续优化的大背景下，行业有望迎来长期景气周期。假设 2024-2026 年氧化镨钕均价分别为 39/50/60 万元/吨，氧化镝均价为 183/220/240 万元/吨，氧化铽均价分别为 575/660/800 万元/吨，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 25.25/37.78/45.41 亿元，归母净利润分别为 -3.02/3.16/4.49 亿元，公司是中国稀土集团核心上市公司，并有望持续进行矿端整合，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国内稀土产业政策变动风险、下游需求不及预期风险、海外稀土矿供应大量增加风险、测算偏差风险、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,785.96	3,988.31	2,525.48	3,778.49	4,541.45
增长率(%)	27.33	5.34	(36.68)	49.61	20.19
EBITDA(百万元)	606.17	871.56	379.24	483.23	650.42
归属母公司净利润(百万元)	415.64	417.67	-301.70	316.31	448.56
增长率(%)	112.70	0.49	-172.23	-204.84	41.81
EPS(元/股)	0.42	0.39	-0.28	0.30	0.42
市盈率(P/E)	71.08	76.53	-105.95	101.05	71.26
市净率(P/B)	9.79	6.58	6.80	5.77	5.41
市销率(P/S)	7.80	8.01	12.66	8.46	7.04
EV/EBITDA	52.61	31.88	79.30	64.96	47.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/小金属
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	30.12 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,061.22
流通 A 股股本(百万股)	1,061.22
A 股总市值(百万元)	31,963.97
流通 A 股市值(百万元)	31,963.97
每股净资产(元)	4.31
资产负债率(%)	9.02
一年内最高/最低(元)	38.88/21.12

作者

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001
liuyiting@tfzq.com
胡十尹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525010002
hushiyin@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 中重稀土龙头，资源整合正当时 4
1.1. 资源端持续发力，分离产能有序释放 4
1.2. 资源注入推动公司经营向好 7
1.3. 依托中国稀土集团，未来发展可期 9
2. 稀土供需格局重塑，新一轮周期将至 10
2.1. 南北大集团格局下，供给端重塑已获阶段性成果 11
2.2. 《稀土管理条例》将成为供应端整合的重要催化 14
2.3. 万物电驱下远期需求空间广阔 17
2.4. 稀土供需格局逐步趋紧 20
3. 盈利预测与投资建议 20
3.1. 盈利预测明细 20
3.2. 投资建议 21
4. 风险提示 21

图表目录

图 1：公司发展历程一览 4
图 2：公司股权结构图 （截至 20241203） 4
图 3：中国稀土集团股权结构（截至 20241203） 5
图 4：中国稀土产业链结构 5
图 5：2016-2021 年五矿稀土集团冶炼分离总量控制指标（吨） 7
图 6：2016-2023 年公司稀土氧化物产量（吨） 7
图 7：公司 2021-2024Q3 营业收入（亿元） 7
图 8：公司 2021-2024Q3 归母净利润 （亿元） 7
图 9：公司 2021-2024 年毛利（亿元） 8
图 10：公司 2021-2024 年毛利率与净利率 8
图 11：稀土氧化物营收占比 8
图 12：公司分产品毛利率情况 8
图 13：稀土矿 2022-2023 年产销情况（吨） 8
图 14：中稀湖南 2022-2024H1 净利润（亿元） 8
图 15：公司 2021-2024 年前三季度期间费用率 9
图 16：公司 2021-2024 年前三季度费用率 9
图 17：稀土永磁产业链 10
图 18：全球稀土储量（2023 年） 11
图 19：全球稀土产量分布（2023 年） 11
图 20：历年稀土矿开采指标（吨 REO） 11
图 21：历年稀土冶炼分离指标（吨 REO） 11

图 22：轻稀土开采指标（吨 REO）.....12
图 23：中重稀土开采指标（吨 REO）.....12
图 24：历年稀土指标（单位：吨）.....12
图 25：缅甸矿进口数量（单位:吨 REO）.....13
图 26：缅甸矿月度进口数量（单位:实物吨）.....13
图 27：Mountain Pass 年度产销量（单位：吨）.....13
图 28：美国矿月度进口数量（单位:实物吨）.....13
图 29：Lynas 稀土矿及氧化镨钕产量.....14
图 30：Lynas 氧化镨钕季度产量.....14
图 31：《稀土管理条例》与《稀土管理条例（征求意见稿）》核心内容对比一览.....15
图 32：稀土下游消费结构（2022 年）.....17
图 33：高性能稀土永磁材料全球消费量（2018 年）.....17
图 34：高性能稀土永磁材料全球消费量（2023 年）.....17
图 35：特斯拉人形机器人.....18
图 36：高效电机产量及预测（GW）.....19
图 37：对应磁材需求（吨）.....19

表 1：中国稀土资源情况.....6
表 2：中国稀土 2024 年业绩预告.....8
表 3：中国稀土集团调整追溯后稀土开采指标情况.....9
表 4：中国稀土集团调整追溯后冶炼分离指标情况.....10
表 5：稀土品类.....10
表 6：国内中重稀土矿开采指标（吨）.....14
表 7：全球新能源汽车磁材需求测算.....17
表 8：稀土供需平衡表.....20
表 9：公司分业务盈利预测.....20

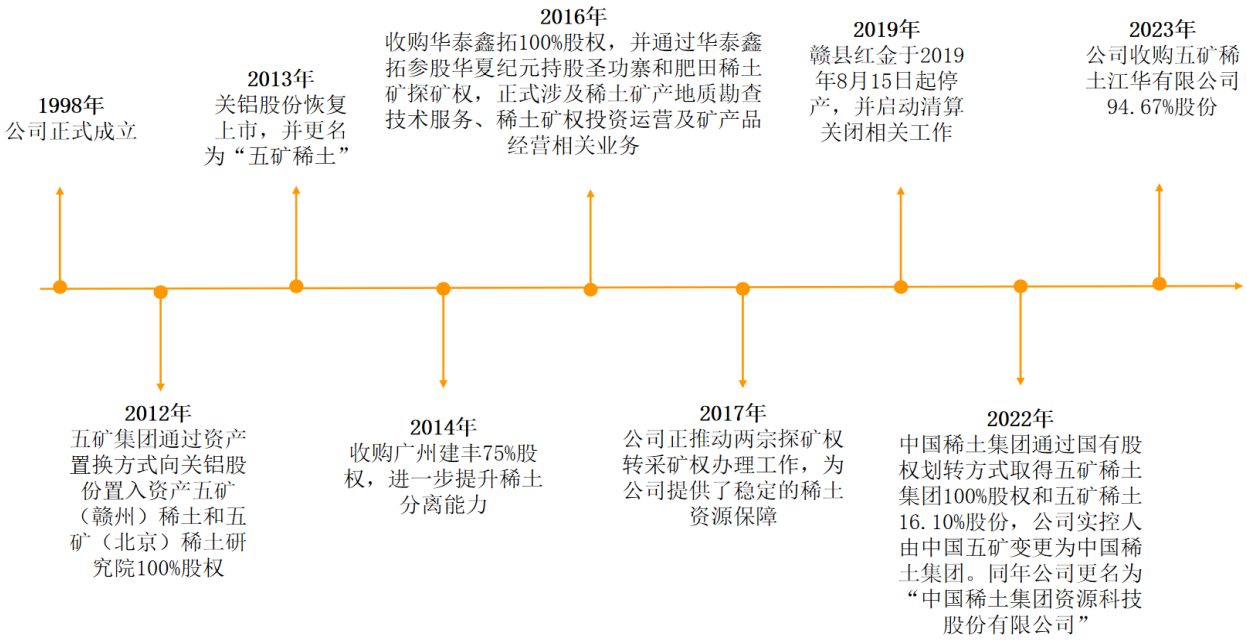
1. 中重稀土龙头，资源整合正当时

1.1. 资源端持续发力，分离产能有序释放

中国稀土（改名前为五矿稀土）于 1998 年成立，2008 年关铝集团将其所持的 29.9%国有股权变更至中国五矿名下，中国五矿成为公司的大股东；2012 年五矿集团通过资产置换方式向关铝股份置入资产五矿（赣州）稀土和五矿（北京）稀土研究院 100%股权，2013 年公司成功借壳关铝股份上市。

公司长期从事稀土氧化物等产品的生产销售，以及稀土技术研发、咨询服务等，早期从稀土冶炼分离领域优先布局，拥有赣县红金和定南大华两家稀土分离企业和一家定位于稀土分离技术研发的稀土研究院，2014 年公司收购广州建丰 75%股权，进一步提升稀土分离能力；2016 年通过华泰鑫拓参股华夏纪元，从而持有圣功寨和肥田稀土矿探矿权，正式步入上游资源端领域；2021 年中国稀土集团正式成立，公司成为中国稀土集团重要的上市公司，于 2022 年 10 月更名为“中国稀土集团资源科技股份有限公司”；2023 年收购江华稀土（现改名为中稀湖南），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，进一步完善公司矿端布局。

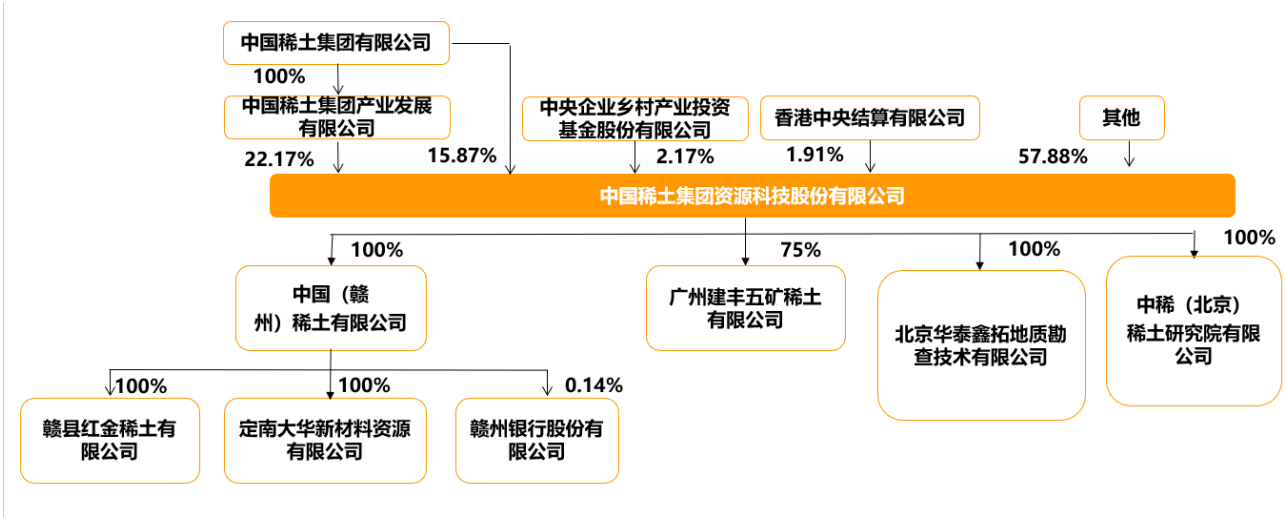
图 1：公司发展历程一览



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

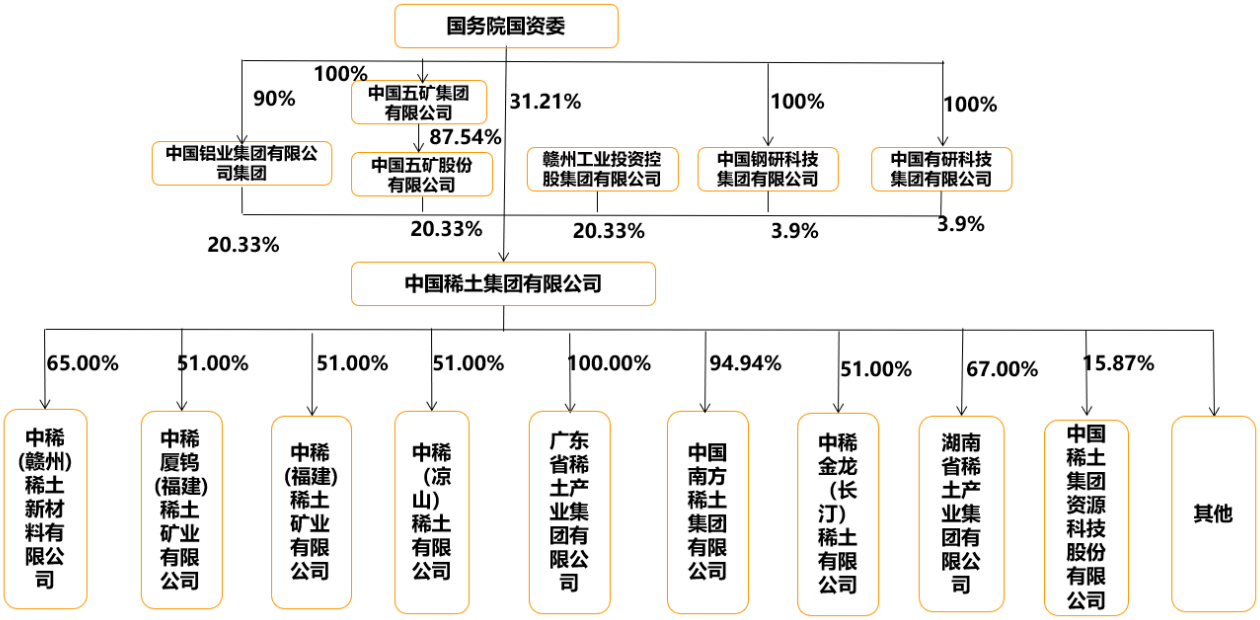
实控人为中国稀土集团。中国稀土产业发展有限公司为公司控股股东，持股比例为 22.17%；公司实控人为中国稀土集团，最终实控制人为国务院国资委。公司管理层具备丰富行业经验，为公司发展保驾护航。

图 2：公司股权结构图（截至 20241203）



资料来源：iFind，天风证券研究所

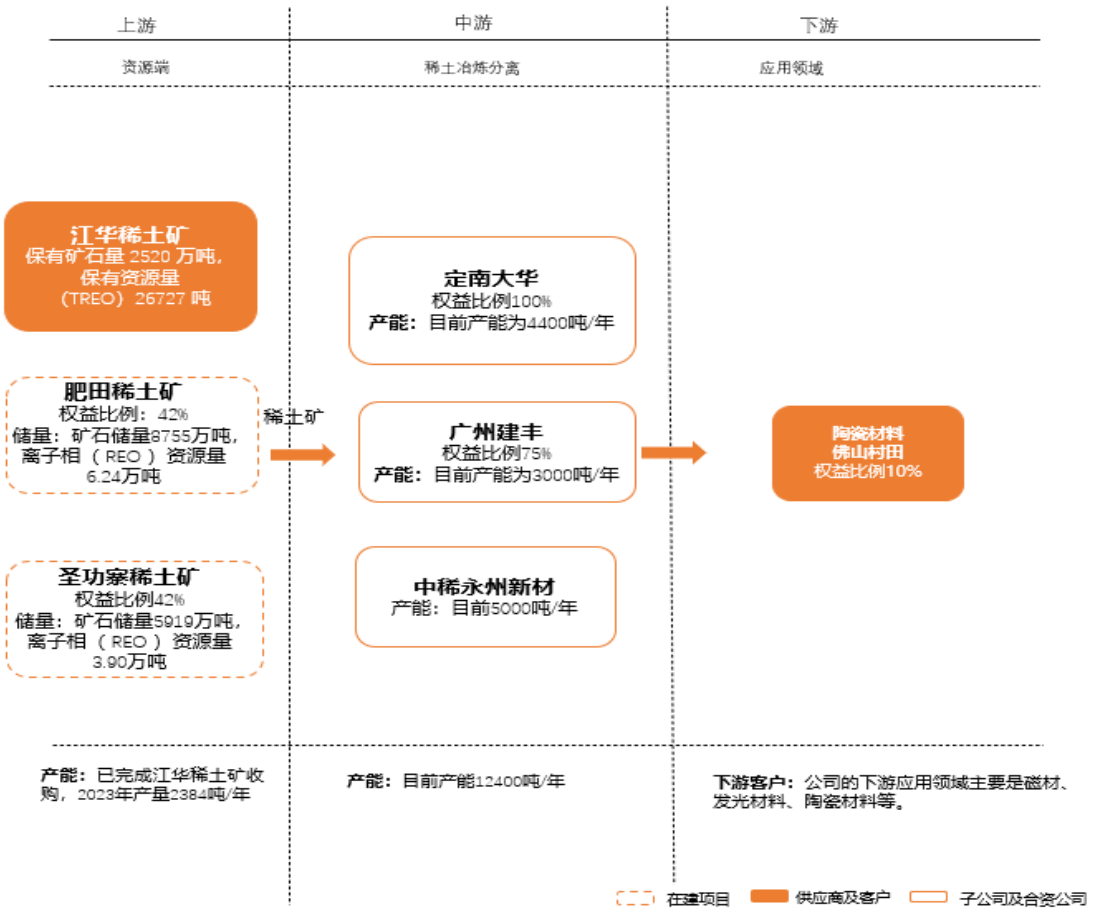
图 3：中国稀土集团股权结构（截至 20241203）



资料来源：iFind，天风证券研究所

产业链完整，稀土资源和冶炼分离均有布局。稀土资源端，江华稀土矿是当前公司的重要矿源，公司 23 年稀土矿产量 2384 吨；圣功寨和肥田稀土矿探矿权办理探转采的相关工作正在推动中，其离子相 REO 资源储量合计 10.14 万吨，矿源端的布局为公司发展提供资源保障；冶炼分离端，公司现有定南大华、广州建丰和中稀永州新材三家冶炼加工厂，冶炼分离产能达 12400 吨，2023 年实现产量 3756 吨。公司资源端和冶炼分离均有布局，为长期的稳健经营提供了保障。

图 4：中国稀土产业链结构



资料来源：公司公告，《关于参股公司北京华夏纪元财务咨询有限公司取得矿产资源储量评审备案证明的公告》（2017年）、《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》（2022年）、《五矿稀土江华有限公司矿产品加工建设项目环境影响报告书》（2021年）等，天风证券研究所

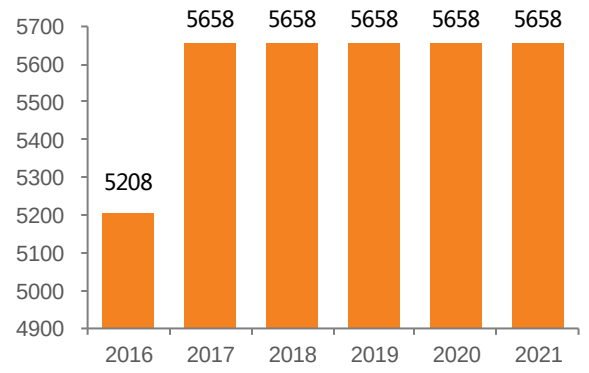
中国稀土集团成立前，公司指标来源于五矿稀土集团。2017-2021 年五矿集团稀土分离指标均为 5658 吨，但从产量上，18 和 19 年公司产量为 4000 吨左右，2020-2023 年冶炼分离产量分别为 2,059.78/2088.73/3664.42/3756.13 吨；矿端来看，收购江华稀土矿后 2022 年和 2023 年稀土矿产量分别为 1869/2384 吨。更进一步，自有矿保证供应，公司发展迈向新台阶。

表 1：中国稀土资源情况

企业	矿名	持股比例	矿石量（332+333）（万吨）	离子资源量（万吨 REO）	品位	23 年产量（吨/年）	规划产能（吨/年）	地理位置	进展情况
中国稀土	江华稀土矿	94.67%		10.43		2384	0	湖南省江华瑶族自治县	
	肥田稀土矿	42%	8755	6.24	0.078%	0	1800	广东省平远县	截止 2023 年底，正在开展肥田稀土矿探转采办理工作
	圣功寨稀土矿	42%	5919	3.9	0.072%	0		广东省平远县	截止 2023 年底，正在开展圣功寨稀土矿探转采办理工作

资料来源：Wind，各公司公告等，天风证券研究所

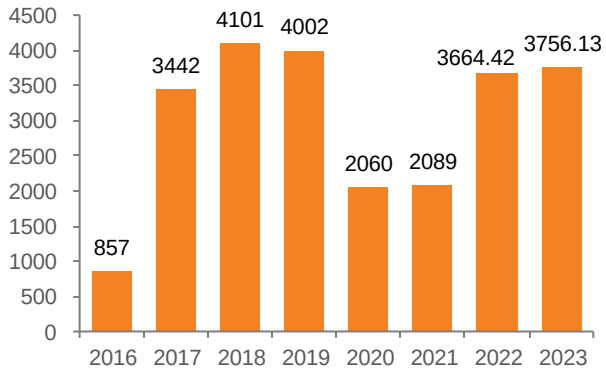
图 5：2016-2021 年五矿稀土集团冶炼分离总量控制指标（吨）



资料来源：工信部，天风证券研究所

注：2022 年开始公司指标统一归入中国稀土集团

图 6：2016-2023 年公司稀土氧化物产量（吨）



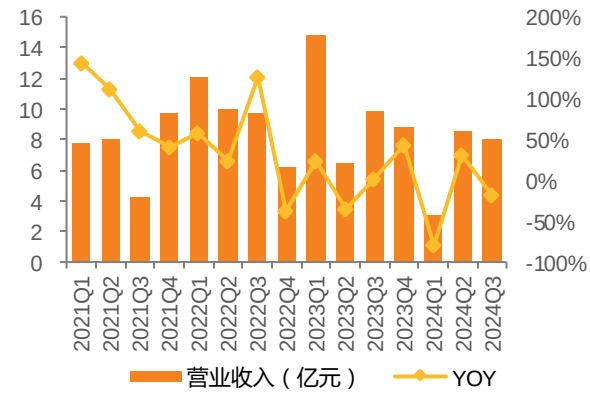
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 资源注入推动公司经营向好

注入江华稀土矿后公司营收和利润上一台阶。2021-2023 年，公司实现营业收入 29.73/37.86/39.88 亿元；实现归母净利润 1.95/4.16/4.18 亿元，尤其在矿端注入后公司营收和净利润大幅增长。

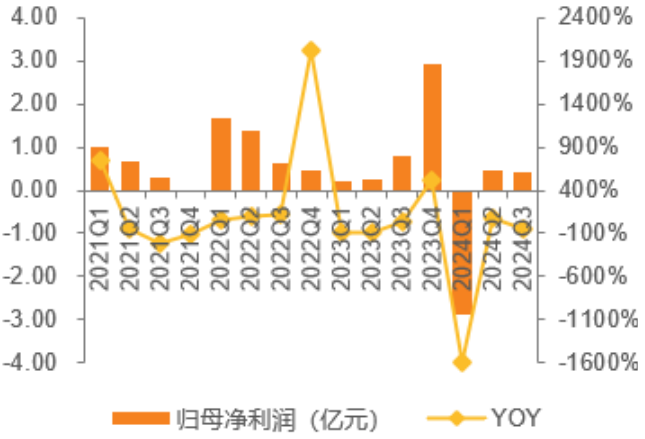
2024 年，公司营收和净利润均同比降幅较大，主要受价格影响，24 年前三季度公司实现营收 19.53 亿元，同比-45%；单 Q3 实现营收 7.98 亿元，环比-6%。利润端来看，前三季度实现归母净利润-2.03 亿元，主要受减值拖累，前三季度资产减值损失 3.31 亿元，仅上半年减值 3.46 亿元，若扣除减值影响，公司实现利润 1.28 亿元；重要的是，公司业绩在 24 年 Q3 季度已开始向上修复，实现利润 0.41 亿元，其中资产减值损失已冲回 0.15 亿元，往后看伴随稀土价格回升，业绩有望大幅修复。

图 7：公司 2021-2024Q3 营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司 2021-2024Q3 归母净利润 （亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

业绩预告显示出四季度业绩环比修复明显。公司 2024 年归母净利润预计亏损 2.67—3.57 亿（中值-3.12 亿），主要由于子公司补缴税款减少归母净利润 1.56 亿；**但因中稀发展已全额向上市公司支付完毕对应的补偿款并计入归母权益，因此相关事项对公司 2024 年度归母权益不存在实质影响，更对扣非后归母净利无影响。**更进一步，在去除补缴税费影响后，公司扣非净利润预计亏损 1.35-1.90 亿（中值-1.63 亿），其中 Q4 扣非净利润 0.24—0.79 亿（中值 0.52 亿），环比+27%，四季度业绩预期改善明显。

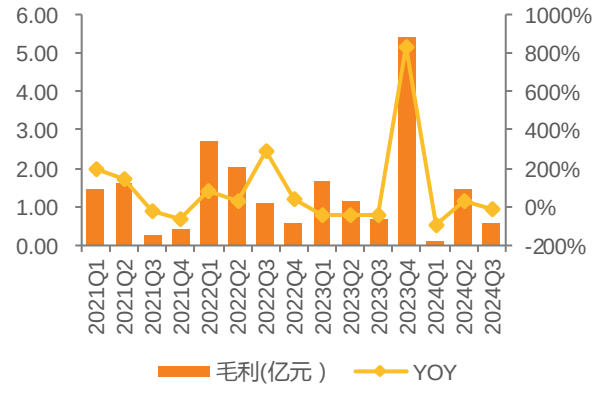
表 2：中国稀土 2024 年业绩预告

项目	2024 年 Q4（预计）	2024 年业绩（预告）	2023 年业绩
归母净利润	亏损：0.64—1.54 亿元（中值 1.09 亿元）	亏损：2.67—3.57 亿元（中值 3.12 亿元）	盈利：4.18 亿元
扣非后净利润	盈利：0.24—0.79 亿元（中值 0.52 亿元）	亏损：1.35—1.90 亿元（中值 1.63 亿元）	盈利：2.47 亿元
基本每股收益	/	亏损：0.25—0.34 元/股	盈利：0.42 元/股

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

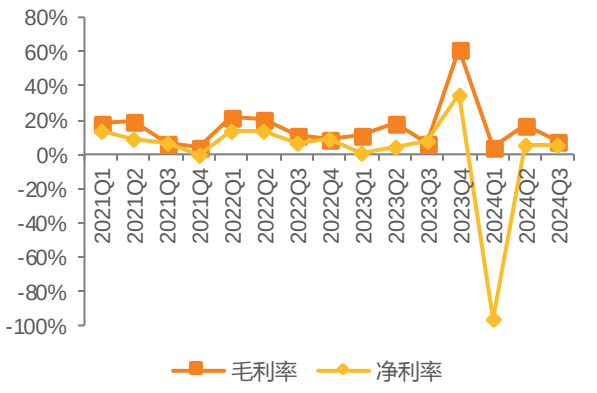
大方向上盈利向好改善。2021-2023 年，公司毛利率为 12.68%/17.06%/22.35%，整体向好改善，2023 年盈利水平提升主要受矿端资源并表影响；2024 年前三季度毛利率为 11.14%，同比减少 0.09pcts，主要受稀土价格影响。

图 9：公司 2021-2024 年毛利（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

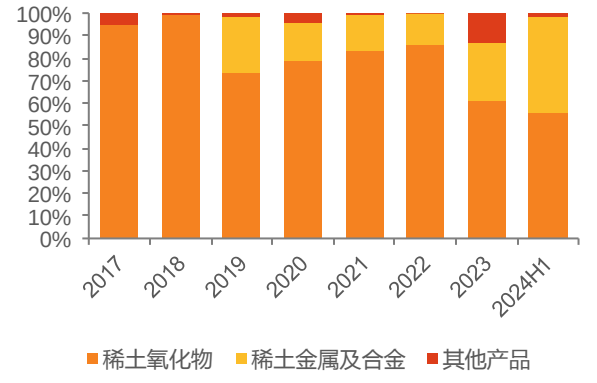
图 10：公司 2021-2024 年毛利率与净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

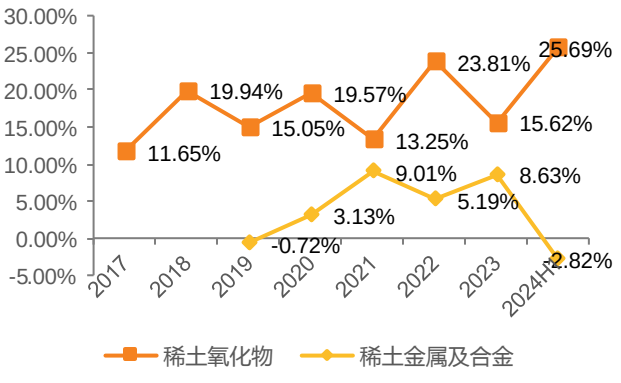
23 年以前公司业绩主要源于分离板块，23 年矿产资源并表矿端开始贡献业绩。具体来看，2021-2024H1 公司实现总营收 29.73/37.86/39.88/11.55 亿元，合计毛利率分别为 12.68%/17.06%/22.35%/13.76%；矿端，2023 年稀土精矿营收 5.17 亿元，实现毛利 4.04 亿元，毛利率高达 78.13%。

图 11：稀土氧化物营收占比



资料来源：Wind，上市公告书,天风证券研究所

图 12：公司分产品毛利率情况

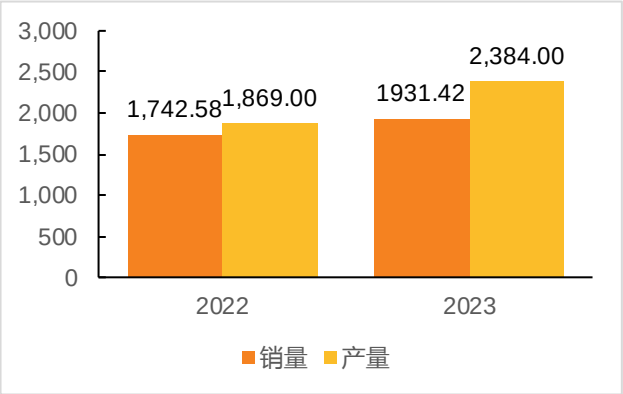


资料来源：Wind，天风证券研究所

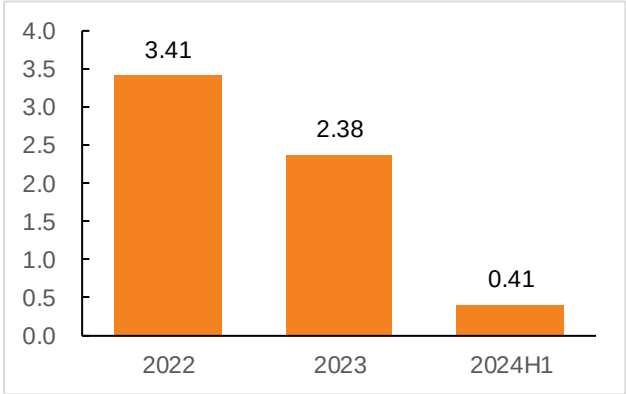
江华稀土矿注入大幅增强公司盈利能力。江华稀土矿是全国目前单证开采指标最大的离子型稀土矿，资源优势明显。2023 年江华稀土矿并表，增厚公司归母净利润 2.25 亿元，中国稀土实现稀土矿产/销量 2384/1931 吨，同比分别+27.55%/+10.84%。2024H1，中稀湖南表现依旧亮眼，实现营收 3.49 亿元，同比+9.75%，净利润 4094 万元。

图 13：稀土矿 2022-2023 年产销情况（吨）

图 14：中稀湖南 2022-2024H1 净利润（亿元）



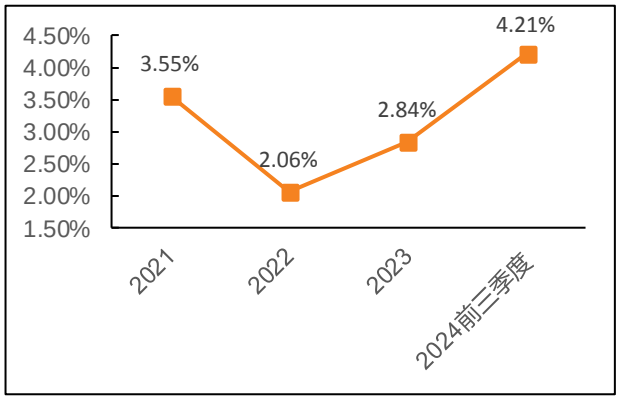
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

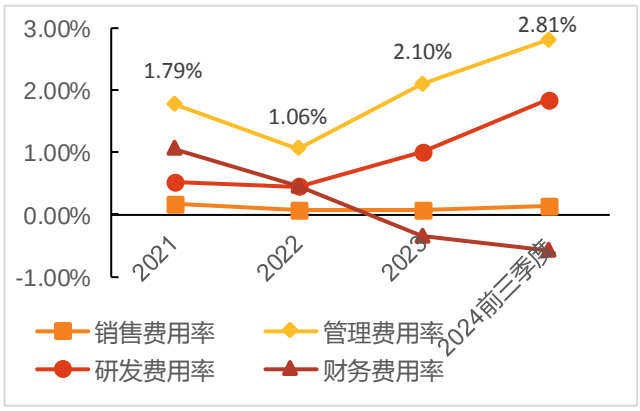
期间费用率较低，足见精益管理。2021-2024 前三季度，公司期间费用率分别为 3.55% 2.06%/2.84%/4.21%。

图 15：公司 2021-2024 年前三季度期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：公司 2021-2024 年前三季度费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 依托中国稀土集团，未来发展可期

依托中国稀土集团，公司前景广阔。截至 24 年 5 月，中国稀土集团下属稀土矿山企业共 25 家，稀土冶炼分离企业共 35 家。并且在丰富的资源条件下，集团指标配额也稳步释放，2024 年第一、二批矿产品指标合计为 8.1 万吨 REO，占指标总量 30%；分离指标合计为 8.4 万吨 REO，占指标总量 33%。公司依托中国稀土集团丰富的稀土矿山及冶炼分离资源，以及自身矿山项目及分离冶炼产能的释放，未来发展可期。

表 3：中国稀土集团调整追溯后稀土开采指标情况

矿产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一、二批指标合计
中国稀土集团有限公司（吨 REO）	45500	45500	50750	61250	66450	67650	68350	76350	81350
增速（%）	-	0%	11.54%	20.69%	8.49%	1.81%	1.03%	11.70%	6.55%
占比（%）	43.33%	43.33%	42.29%	46.40%	47.46%	40.27%	32.55%	29.94%	30.13%
全年指标合计（吨 REO）	105000	105000	120000	132000	140000	168000	210000	255000	270000

资料来源：工信部，自然资源部，中国政府网等，天风证券研究所

注：2024 年开始中国稀土集团指标包含广晟有色和厦门钨业指标；为口径可比，2024 年之前本表展示的中国稀土集团指标包含除北方稀土外所有指标，即为将过往年度指标追溯调整后的结果

表 4：中国稀土集团调整追溯后冶炼分离指标情况

冶炼分离产品	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一、二批指标合计
中国稀土集团有限公司（吨 REO）	49916	55516	66016	71216	72366	73066	80616	83999
增速（%）	-	11.22%	18.91%	7.88%	1.61%	0.97%	10.33%	4.20%
占比（%）	49.92%	48.27%	51.98%	52.75%	44.67%	36.17%	33.06%	33.07%
全年指标合计（吨 REO）	100000	115000	127000	135000	162000	202000	243850	254000

资料来源：工信部，自然资源部，中国政府网等，天风证券研究所

注：2024 年开始中国稀土集团指标包含广晟有色和厦门钨业指标；为口径可比，2024 年之前本表展示的中国稀土集团指标包含除北方稀土外所有指标，即为将过往年度指标追溯调整后的结果

2. 稀土供需格局重塑，新一轮周期将至

稀土是重要的战略矿产资源，被誉为现代工业的“维生素”，是改造提升传统产业、发展战略性新兴产业和国防科技工业不可或缺的关键材料。稀土元素由 17 种元素构成，稀土元素氧化物是指元素周期表中原子序数为 57 到 71 的 15 种镧系元素氧化物，以及与镧系元素化学性质相似的钪（Sc）和钇（Y）共 17 种元素的氧化物。根据稀土元素不同性质的特征，十七种稀土元素通常分为轻稀土和中重稀土。从具体存在形式看，稀土矿主要有独居石矿、氟碳铈矿、磷钇矿、离子吸附型稀土矿和磷灰石矿等。

表 5：稀土品类

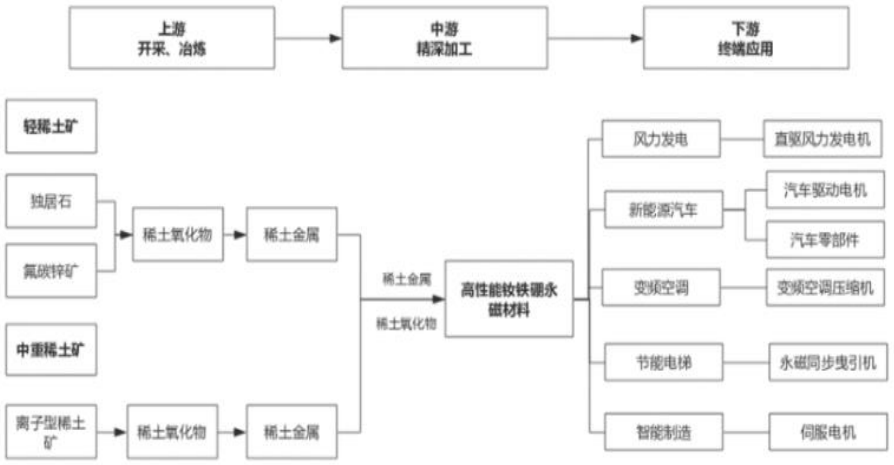
品类	元素
轻稀土	镧、铈、镨、钕
中稀土	钐、铕、钆
重稀土	铽、镝、钬、铒、铥、镱、镥、钇

资料来源：中国科学院广州地球化学研究所，天风证券研究所

稀土应用领域广泛且不可或缺。稀土具有优秀的磁、光、电等物理化学性能，稀土被广泛应用于工业制造、新兴产业、绿色能源等众多领域。稀土单耗虽少，但难以被替代，是改进产品结构、提高科技含量、促进行业技术进步的重要元素，为推动实现“双碳”目标，发展新质生产力提供了多方位的基础材料支撑。当前新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源等重点领域与稀土产业均息息相关。

我国是全球稀土产业链最完备的国家，尤其在冶炼分离领域具备极大话语权。稀土产业链上游为开采和冶炼分离，中游为精深加工，下游是以新能源汽车电机为代表的应用领域。稀土矿开采和冶炼分离指标均为配额制，正是基于此上游具备准入壁垒；钕铁硼永磁材料属于中游精深加工环节，由于终端产品各异导致磁材也为非标品，相关企业在产品和客户结构上均存在不小差异。整个产业链终端应用包括新能源汽车、变频空调、风力发电、节能电梯和工业电机等，当前新能源汽车构成了增长的基本盘，往后看工业电机和人形机器人有望实现新的增长点，持续带动产业维持较高增速。**更为重要的是，我国具备完整的稀土工业体系，尤其在技术方面有着较强优势，为产业发展提供有力支撑。**

图 17：稀土永磁产业链

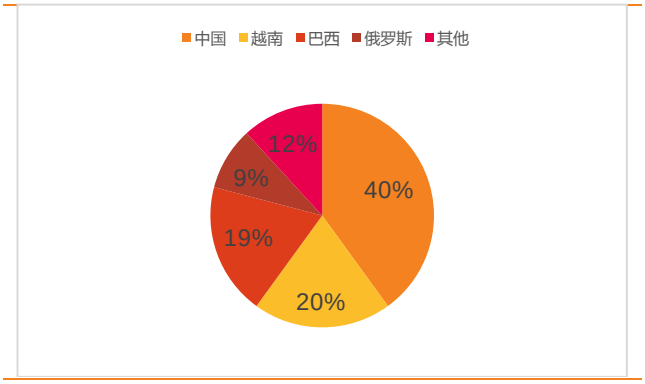


资料来源：金力永磁招股说明书、天风证券研究所

2.1. 南北大集团格局下，供给端重塑已获阶段性成果

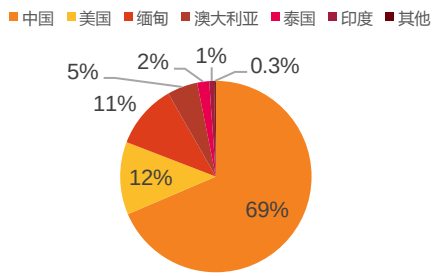
从资源端分布来看，根据 USGS 数据，2023 年全球稀土资源总量为 1.1 亿吨，其中中国 4400 万吨，占比达到 40%；越南储量约为 2200 万吨，占比 20%；巴西储量 2100 吨，占比 19%。资源储量分布较为集中，CR5 占比超 90%。从产量分布来看，我国为最大的稀土生产国，2023 年我国产量占比达到 69%，美国、缅甸、澳大利亚产量占比分别达到 12%、11%、5%。

图 18：全球稀土储量（2023 年）



资料来源：USGS，天风证券研究所

图 19：全球稀土产量分布（2023 年）

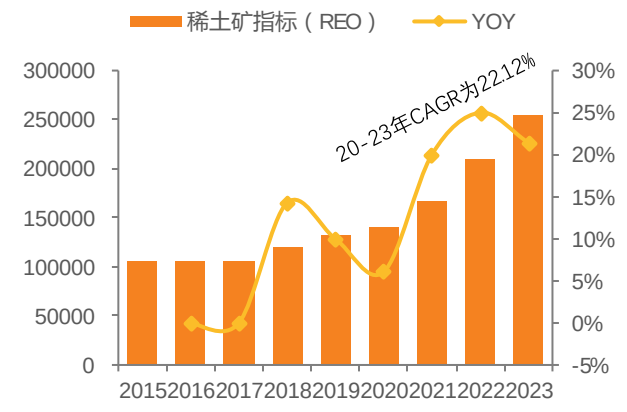


资料来源：USGS，天风证券研究所

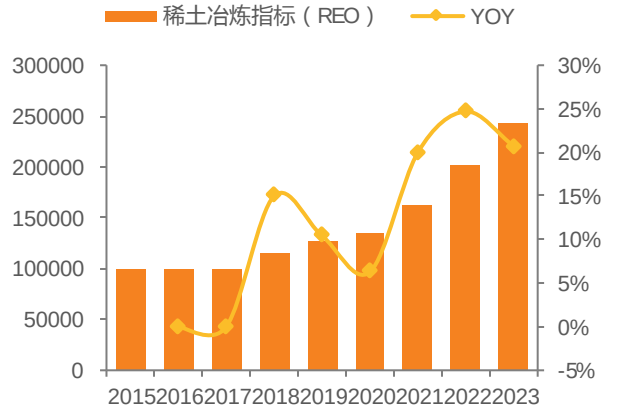
国内供给严格实行总量指标控制。中重稀土继续严控，轻稀土有序放开。从历史来看，“十二五”期间国内稀土行业面临着产能过剩问题，指标几无增长，而“十三五”期间国内稀土指标逐渐放开，但整体增长较为有序，冶炼指标及稀土矿开采指标增长均在 1 万吨 REO 左右/年。2021 年开始，顺应需求快速增长，稀土指标整体增幅较大，历年增速均在 20% 以上。尤其在 2023 年，首次发布第三批指标，导致国内供应端整体偏宽松，23 年合计稀土开采指标为 255000 吨 REO，同比增加 45000 吨 REO（+21%），其中轻稀土增加 45000 吨 REO，中重稀土仍然无增长。

图 20：历年稀土矿开采指标（吨 REO）

图 21：历年稀土冶炼分离指标（吨 REO）

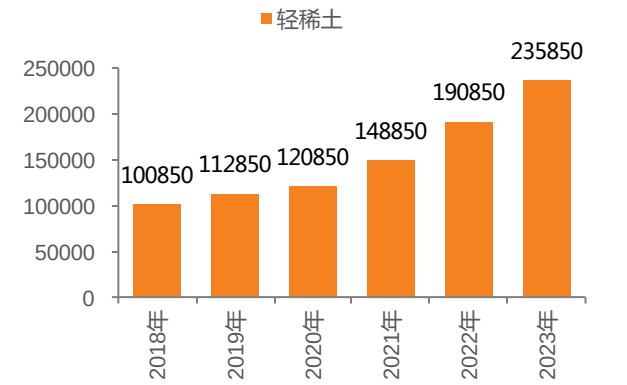


资料来源：自然资源部、工信部、中国经济网等、天风证券研究所



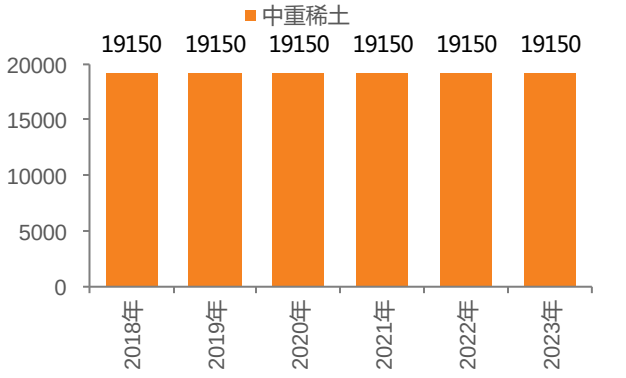
资料来源：自然资源部、工信部、中国经济网等、天风证券研究所

图 22：轻稀土开采指标（吨 REO）



资料来源：自然资源部，工信部，中华人民共和国中央政府等，天风证券研究所

图 23：中重稀土开采指标（吨 REO）



资料来源：自然资源部，工信部，中华人民共和国中央政府等，天风证券研究所

考虑到市场供需情况转变，2024 年第二批指标相对收紧。2024 年第二批稀土开采总量控制指标为 135000 吨，去年下半年第二、三批指标合计 135000 吨，同比无增长；若比较去年第二批指标 120000 吨，同比+12.5%。今年前两批指标合计 27 万吨，相比去年全年指标仅增加 1.5 万吨，增幅为 5.88%，增速已大幅放缓。考虑到稀土基本面已由前期供不应求转变为阶段性过剩，预期指标释放仍延续收紧趋势。

图 24：历年稀土指标（单位：吨）

序号	稀土集团	资源类型	22年第一批	22年第二批	23年第一批	23年第二批	23年第三批	稀土集团	24年第一批	24年第二批	24年第一、二批合计	第二批同比增量（比23年下半年即第二、三批指标合计）	同比第二批增速
1	中国稀土集团有限公司		36906	25304	35548	31662	3000		40420	40930	81350	3637	19%
		轻稀土	29100	20100	28114	26086	3000	中国稀土集团有限公司	30280	31920	62200	2834	
		中重稀土	7806	5204	7434	5576			10140	9010	19150	803	
2	广东省稀土产业集团有限	中重稀土	1620	1080	1543	1157							
3	厦门钨业股份有限公司	中重稀土	2064	1376	1966	1474							
4	北方稀土（集团）高科技股份有限公司	轻稀土	60210	81440	80943	85707	12000	北方稀土（集团）高科技股份有限公司	94580	94070	188650	-3637	9.76%
	北方稀土占比		60%	75%	67%	71%			70.06%	69.68%			
	合计		100800	109200	120000	120000	15000		135000	135000	270000	0	12.50%
		轻稀土	89310	101540	109057	111793	15000		124860	125990	250850	-803	12.70%
		中重稀土	11490	7660	10943	8207	0		10140	9010	19150	803	9.78%

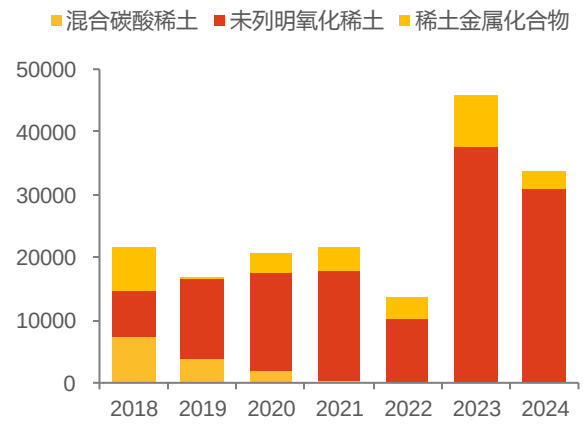
资料来源：自然资源部，工信部，国务院国有资产监督管理委员会，相关公司公告等，天风证券研究所

稀土海外的海外供给主要来自缅甸、美国和澳大利亚。2023 年美国、缅甸和澳大利亚产量占比分别达到 12%、11%、5%。具体来看：

缅甸矿：产量或难以长期维持增长态势。2018 年，国内稀土供给由于环保和打黑问题持续收缩，缅甸矿成为了我国重要的稀土原料来源。2019-2022 年由于疫情、政局等因素影响，

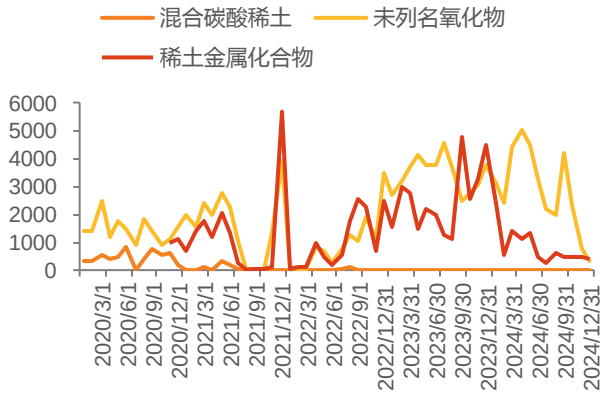
缅甸矿进口逐渐减少，尤其在 2022 年，进口量大幅缩减至 1.37 万吨 REO，同比减少 37%；23 年缅甸矿进口大幅增长，进口量达 4.60 万吨 REO，同比增加 235%。2024 年由于缅甸战争冲突影响，进口量缩减 26.59%至 3.38 万吨 REO。中长期来看，随着缅甸稀土矿的大量开采，优质资源供给不断减少，产量或难以长期维持增长态势。

图 25：缅甸矿进口数量（单位:吨 REO）



资料来源：海关总署，天风证券研究所

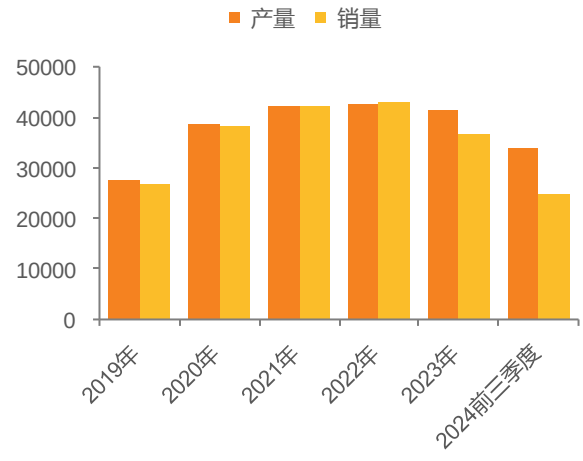
图 26：缅甸矿月度进口数量（单位:实物吨）



资料来源：海关总署，天风证券研究所

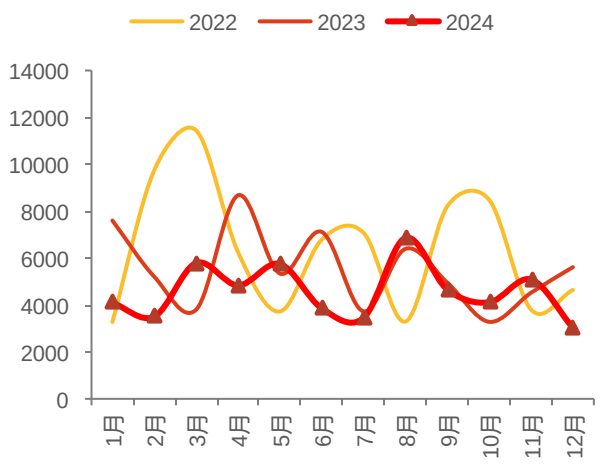
美国矿：战略重心转移至分离和磁材领域。Mountain Pass 是美国目前在产的主要矿山，储量约为 145 万吨，于 2018 年 1 月开始复产，目前产能已经爬坡至满产阶段，规划远期扩产至 6 万吨。目前主要战略重心放在下游分离厂及磁材厂建设上面，2024 年前三季度已分离出氧化镨钕 881 吨。过往公司矿主要通过盛和资源包销到国内，由于战略重心变化，2024 年出口至国内的稀土金属矿 55049 吨，同比-16.91%；值得关注的是，由于年初至今稀土价格持续低迷，公司本身矿产品受影响大幅下跌，叠加公司向下游领域进行资本开支，成本高企，前三季度亏损 4307 万美元。

图 27：Mountain Pass 年度产销量（单位：吨）



资料来源：Mountain Pass 公司公告，天风证券研究所

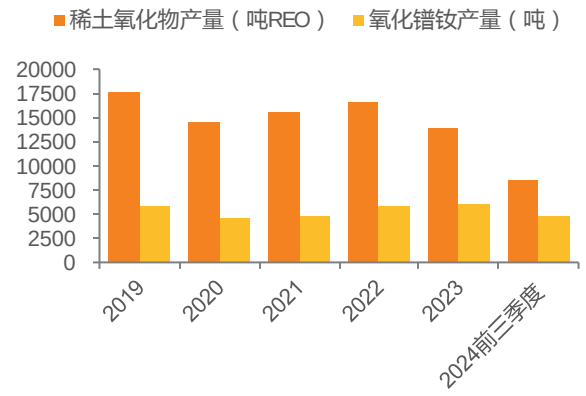
图 28：美国矿月度进口数量（单位:实物吨）



资料来源：海关总署，天风证券研究所

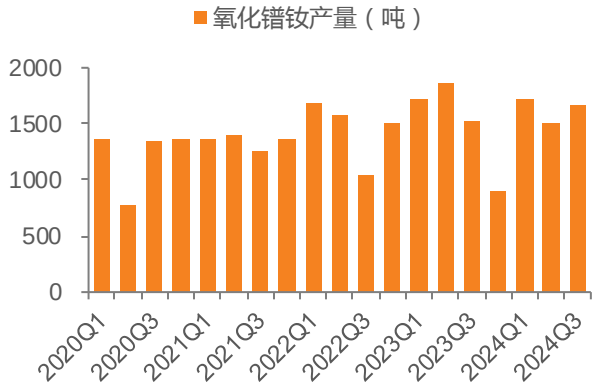
澳大利亚矿：产量有增加预期，但考虑到海外配套周期长，增量有待进一步观察。Lynas 是澳洲主要矿企，旗下 Mount Weld 矿山，是一个稀土、铌、钽和磷共伴生矿床，该矿于 2013 年投产。2023 年公司已更新在马来西亚分离相关许可证，有效期至 2026 年，规划在短期将氧化镨钕的目标产量提高到 10500 吨/年。但考虑到澳大利亚矿本身的复杂性，含有放射性物质的处理问题以及海外投产进度和分离配套建设情况，增量仍有待后续确认，尤其在稀土当前价格位置上，后续的资本开支或面临较大压力。

图 29：Lynas 稀土矿及氧化镨钕产量



资料来源：Lynas 公司公告，天风证券研究所

图 30：Lynas 氧化镨钕季度产量



资料来源：Lynas 公司公告，天风证券研究所

相比于轻稀土，中重稀土单品添加元素少，应用领域更为丰富且不可替代。中重稀土被广泛应用于玻璃陶瓷、清洁能源、催化剂、荧光粉、新材料合成、石油、航天、智能制造以及国防军工等高科技领域，是制造尖端武器必不可少的原料。以“镝”为例，镝是激光、核反应堆、计算机硬碟、汽电共生引擎等领域的必需品。中重稀土的需求不可取代，但可采储量却很少，是名副其实的稀缺品，且具有战略意义：

中重稀土的稀缺性表现之一：储量少且开采受到国家严格限制。不同于储量和产量都相对较大的轻稀土，重稀土储量较少，而全球 70%以上的中重稀土都分布在中国，我国的中重稀土主要集中在广东、福建、江西等南方地区，离子型稀土矿储量仅为百万吨量级。鉴于中重稀土的稀缺性，我国严格控制其开采指标，2019-2022 年开采指标稳定至 19150 吨，没有新增指标。

表 6：国内中重稀土矿开采指标（吨）

序号	单位	主要区域	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
1	中国五矿集团公司	湖南、广东、福建、云南	2010	2010	2010	13010（中国稀土集团）
2	中国铝业公司	广西、江西、四川、山东	2500	2500	2500	
3	中国南方稀土有限公司	江西、四川	8500	8500	8500	
4	厦门钨业股份有限公司	福建	3440	3440	3440	3440
5	广东省稀土产业集团有限公司	广东	2700	2700	2700	2700
	合计		19150	19150	19150	19150

资料来源：自然资源部，工信部，天风证券研究所

中重稀土的稀缺性表现之二：环保问题很大程度限制了中重稀土的开采。离子型中重稀土矿过去采用落后的堆浸、池浸工艺，每生产 1 吨稀土氧化物产生 1200-2000 吨尾砂，目前虽已采用较为先进的原地浸矿工艺，但仍存在一些污染问题。2016 年，为加强生态保护，定南稀土矿全面停采，直到 2022 年稀土硫酸镁开采工艺试验成熟，赣南稀土矿山正式复产，2023 年产量达 5400 吨。基于此，几大稀土集团近几年的稀土开采量远不及开采指标，以广晟有色为例，2019-2022 年广晟有色稀土开采指标均为 2700 吨，但公司稀土矿产量（REO）分别为 1314/130.5/681/1523.65 吨，实际稀土开采量均无法达到指标数额。

2.2.《稀土管理条例》将成为供应端整合的重要催化

《稀土管理条例》（以下简称《条例》）首次以行政立法形式规范稀土资源的开发利用，对行业供给侧影响深远。其是 2021 年《稀土管理条例（征求意见稿）》的最终落地版本，相比前次征求意见稿，《条例》在稀土管理的具体细节做了进一步解释和要求，但更为重要的是对稀土行业的规范以及管控力度根本不动摇（“明确稀土资源属于国家所有，任何组织和个人不得侵占或者破坏稀土资源，国家对稀土资源实行保护性开采。”）。具体而言，有以下三点变化值得高度重视：

第一，稀土开采企业和稀土冶炼分离企业或进行名单制管理，边际上将进一步优化冶炼分离企业格局。具体见《条例》第八条 *“国务院工业和信息化主管部门会同国务院有关部门确定稀土开采企业和稀土冶炼分离企业，并向社会公布。除依照本条第一款确定的企业外，**其他组织和个人不得从事稀土开采和稀土冶炼分离**”*。

第二，综合利用企业不得以稀土矿作为原料，不合规供应将大幅减少。具体见《条例》第十一条*“稀土综合利用企业不得以稀土矿产品为原料从事生产活动”*，以往从废料中产出的“灰黑”稀土将不复存在，供给格局的进一步优化已经可以看到。

第三，稀土全产业链监管体系正逐步完善，过往的不合规地带将“无处遁形”。具体见《条例》第十四条*“国务院工业和信息化主管部门会同国务院自然资源、商务、海关、税务等部门建立稀土产品追溯信息系统，加强对稀土产品全过程追溯管理，推进有关部门数据共享”*。建立产品追溯制度，严格流通管理，为后续稀土产业规范、优质发展保驾护航。

图 31：《稀土管理条例》与《稀土管理条例（征求意见稿）》核心内容对比一览

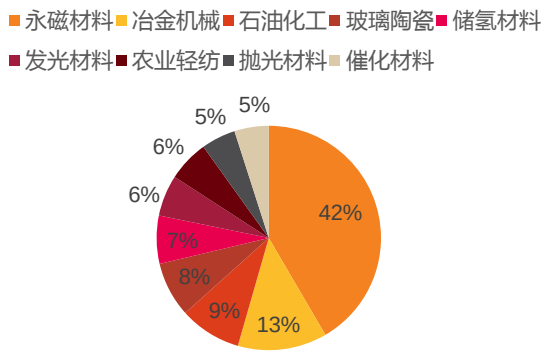
《稀土管理条例》（2024年）	《稀土管理条例（征求意见稿）》（2021年）
第一条 为有效保护和合理开发利用稀土资源，促进稀土产业高质量发展，维护生态安全，保障国家资源安全和产业安全，根据有关法律，制定本条例。	第一条【立法目的】为了规范稀土行业管理，保障稀土资源的合理开发利用，促进稀土行业持续健康发展，保护生态环境和资源安全，制定本条例。
第二条 在中华人民共和国境内从事稀土的开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用、产品流通、进出口等活动，适用本条例。	第二条【适用范围】在中华人民共和国境内从事稀土开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用、产品流通等活动，适用本条例。
第三条 稀土管理工作应当贯彻落实党和国家的路线方针政策、决策部署，坚持保护资源与开发利用并重，遵循统筹规划、保障安全、科技创新、绿色发展的原则。	第三条【管理体制】国务院建立稀土管理协调机制，研究决定稀土管理重大政策，协调解决稀土管理重大问题。
第四条 稀土资源属于国家所有，任何组织和个人不得侵占或者破坏稀土资源。国家依法加强对稀土资源的保护，对稀土资源实行保护性开采	
第五条 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会同国务院有关部门依法编制和组织实施稀土产业发展规划。	第四条【规划制定】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，规范、引导和促进稀土行业持续健康发展。
第六条 国家鼓励和支持稀土产业**新技术、新工艺、新产品、新材料、新装备的研发和应用**，持续提升稀土资源开发利用水平，推动稀土产业高端化、智能化、绿色化发展。	第五条【技术进步】国家鼓励稀土勘查开采、冶炼分离金属冶炼和综合利用等领域的科技创新和人才培养，支持稀土新产品新材料新工艺的研发和产业化。
第七条 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，研究制定并组织实施稀土行业管理政策措施。国务院自然资源主管部门等其他有关部门在各自职责范围内负责稀土管理相关工作。	第三条【管理体制】国务院建立稀土管理协调机制，研究决定稀土管理重大政策，协调解决稀土管理重大问题。
第八条 国务院工业和信息化主管部门会同国务院有关部门确定稀土开采企业和稀土冶炼分离企业，并向社会公布。除依照本条第一款确定的企业外，其他组织和个人不得从事稀土开采和稀土冶炼分离。	第六条【采矿管理】从事稀土开采，应当按照矿产资源管理有关法律、行政法规的规定执行。 第七条【项目核准】投资建设稀土开采项目或者稀土冶炼分离项目，应当按照《企业投资项目核准和备案管理条例》的规定办理核准手续。
第九条 稀土开采企业应当依照矿产资源管理法律、行政法规和国家有关规定取得采矿权、采矿许可证。投资稀土开采、冶炼分离等项目，应当遵守投资项目管理的法律、行政法规和国家有关规定。	第八条【总量指标管理】国家对稀土开采、稀土冶炼分离实行总量指标管理。 第九条【指标使用方案】国务院工业和信息化、自然资源主管部门依据国务院批准的总量指标，综合考虑以下因素确定总量指标使用方案： (一)国家区域经济政策、稀土产业布局要求； (二)企业产能、生产经营情况； (三)前一年度总量指标执行情况；
第十条 国家根据稀土资源储量和种类差异、产业发展、生态保护、市场需求等因素，对稀土开采和稀土冶炼分离**实行总量调控，并优化动态管理**。	
第十一条 国家鼓励和支持企业利用先进适用技术、工艺，对稀土二次资源进行综合利用。稀土综合利用企业不得以稀土矿产品为原料从事生产活动。	第十二条【综合利用】国家鼓励和支持利用环境友好的技术、工艺，对含有稀土的二次资源进行回收利用。综合利用企业不得利用含有稀土的二次资源以外的稀土产品作为原料从事冶炼分离生产活动。
第十二条 从事稀土开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用的企业，应当遵守有关矿产资源、节能环保、清洁生产、安全生产和消防的法律法规，**采取合理的环境风险防范、生态保护、污染防治和安全防护措施，有效防止环境污染和生产安全事故。**	第十三条【环保管理】稀土开采企业、稀土冶炼分离企业、稀土金属冶炼企业、稀土综合利用企业应当遵守环境保护、清洁生产法律法规，按照国家规定履行生态环境恢复治理义务。
第十三条 任何组织和个人不得收购、加工、销售、**出口**非法开采或者非法冶炼分离的稀土产品。	第十一条【禁止性规定】任何单位或者个人不得收购、销售非法开采、冶炼分离的稀土产品。
第十四条 国务院工业和信息化主管部门会同国务院自然资源、商务、海关、税务等部门建立稀土产品追溯信息系统，加强对稀土产品全过程追溯管理，推进有关部门数据共享。	第十四条【产品追溯】国务院工业和信息化主管部门会同国务院自然资源、海关、税务等部门建立稀土产品追溯信息系统。
第十五条 稀土产品及相关技术、工艺、装备的进出口，应当遵守有关对外贸易、进出口管理法律、行政法规的规定。属于出口管制物项的，还应当遵守出口管制法律、行政法规的规定。	第十五条【进出口管理】稀土产品进出口企业应当遵守对外贸易、出口管制等法律法规。
第十六条 国家按照实物储备和矿产地储备相结合的方式，**完善稀土储备体系**。稀土实物储备实行政府储备与企业储备相结合，**不断优化储备品种结构数量**。具体办法由国务院发展改革、财政部门会同工业和信息化主管部门、粮食和物资储备部门制定。**国务院自然资源主管部门会同国务院有关部门根据保障稀土资源安全需要，结合资源储量、分布情况、重要程度等因素，划定稀土资源储备地，依法加强监管和保护。**	第十六条【储备管理】国家实行稀土资源地和稀土产品战略储备。
第十七条 稀土行业组织应当建立健全行业规范，加强行业自律管理，引导企业守法、诚信经营，促进公平竞争。	
第十八条 工业和信息化主管部门和其他有关部门（以下统称监督检查部门）应当依照有关法律法规和本条例规定，按照职责分工对稀土的开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用、产品流通、进出口等活动进行监督检查，对违法行为及时依法处理。	第十七条【检查制度】县级以上人民政府工业和信息化主管部门会同公安、自然资源、生态环境、商务、海关、市场监督、税务、应急管理等部门加强对稀土开采、冶炼分离:金属冶炼、综合利用等企业的监督管理，建立以随机抽查为主的日常监督管理制度，公布抽查事项目录，随机选派检查人员，随机抽取被检查企业。抽查情况和查处结果应当及时向社会公布。 第十八条【行政强制措施】县级以上地方人民政府工业和信息化主管部门在监督检查过程中发现涉嫌违法行为的，可以采取下列强制措施： (一)扣押有关稀土产品及设备； (二)查封生产或者销售稀土产品的场所。
第十九条 监督检查部门进行监督检查，监督检查人员不得少于2人，并应当出示有效的行政执法证件。	
第二十条 违反本条例规定，有下列行为之一的，由自然资源主管部门依法予以处罚： **（一）稀土开采企业未取得采矿权、采矿许可证开采稀土资源，或者超出采矿权登记的开采区域开采稀土资源；** **（二）稀土开采企业之外的组织和个人从事稀土开采。**	
第二十一条 稀土开采企业和稀土冶炼分离企业违反总量调控管理规定进行稀土开采、冶炼分离的，由自然资源、工业和信息化主管部门按照职责分工责令改正，没收违法生产的稀土产品和违法所得，并处违法所得**5倍以上10倍以下**的罚款；没有违法所得或者违法所得不足50万元的，并处**100万元以上500万元以下**的罚款；情节严重的，责令停产停业，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。	第二十条【无指标超指标开采、分离】稀土开采企业稀土冶炼分离企业违反总量指标使用方案从事稀土开采、稀土冶炼分离或者加工非法开采的稀土产品的，由自然资源、工业和信息化主管部门依据职责分工责令停止违法行为，没收稀土产品和违法所得，处违法所得1倍以上5倍以下的罚款;没有违法所得的，处10万元以上100万元以下的罚款;情节严重的，责令停产，直至由市场监督管理部门依法吊销营业执照。
第二十二条 违反本条例规定，有下列行为之一的，由工业和信息化主管部门责令停止违法行为，没收违法生产的稀土产品和违法所得以及直接用于违法活动的工具、设备，并处违法所得**5倍以上10倍以下**的罚款；没有违法所得或者违法所得不足50万元的，并处**200万元以上500万元以下**的罚款；情节严重的，由市场监督管理部门吊销其营业执照： **（一）稀土冶炼分离企业之外的组织和个人从事冶炼分离；** **（二）稀土综合利用企业以稀土矿产品为原料从事生产活动。**	第二十一条【非法冶炼分离】稀土综合利用企业利用含有稀土的二次资源以外的稀土产品作为原料从事冶炼分离生产活动的，由工业和信息化主管部门责令停止违法行为，没收稀土产品和违法所得，处违法所得1倍以上5倍以下的罚款;没有违法所得的，处10万元以上100万元以下的罚款;情节严重的，责令停产，直至由市场监督管理部门依法吊销营业执照。
第二十三条 违反本条例规定，收购、加工、销售非法开采或者非法冶炼分离的稀土产品的，由工业和信息化主管部门会同有关部门责令停止违法行为，没收违法收购、加工、销售的稀土产品和违法所得以及直接用于违法活动的工具、设备，并处违法所得**5倍以上10倍以下**的罚款；没有违法所得或者违法所得不足50万元的，并处**50万元以上200万元以下**的罚款；情节严重的，由市场监督管理部门吊销其营业执照。	第二十二条【非法销售】违反本条例规定，收购、销售非法开采、冶炼分离的稀土产品的，由工业和信息化主管部门会同有关部门没收稀土产品和违法所得，并处违法所得1倍以上5倍以下的罚款。
第二十四条 进出口稀土产品及**相关技术、工艺、装备**，违反有关法律、行政法规和本条例规定的，由商务主管部门、海关等有关部门按照职责依法予以处罚。	第十五条【进出口管理】稀土产品进出口企业应当遵守对外贸易、出口管制等法律法规。
第二十五条 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不如实记录稀土产品流向信息并录入稀土产品追溯信息系统的，由工业和信息化主管部门和其他有关部门按照职责分工责令改正，对企业处**5万元以上20万元以下**的罚款；拒不改正的，责令停产停业，并对主要负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员处**2万元以上5万元以下**的罚款，对企业处20万元以上100万元以下的罚款。	
第二十六条 拒绝、阻碍监督检查部门依法履行监督检查职责的，由监督检查部门责令改正，对主要负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，对企业处2万元以上10万元以下的罚款；拒不改正的，责令停产停业，并对主要负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员处2万元以上5万元以下的罚款，对企业处10万元以上50万元以下的罚款。	第二十六条【妨碍监督检查】违反本条例规定，拒绝提供有关材料或者提供虚假材料、阻碍监督检查或者隐匿、销毁、转移证据的，由监督检查部门责令改正，予以警告，可以并处20万元以下的罚款。
第二十七条 从事稀土开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用的企业，**违反有关节能环保、清洁生产、安全生产和消防法律法规的，由相关部门按照职责依法予以处罚。**从事稀土开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用和稀土产品进出口企业的违法违规行为，由相关部门依法记入信用记录，纳入国家有关信用信息系统。	第十九条【信用机制】稀土开采、稀土冶炼分离、稀土金属冶炼、稀土综合利用等企业因违反本条例规定受到行政处罚的，县级以上地方人民政府有关部门应当将处罚信息记入信用记录，纳入全国信用信息共享平台。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府，中华人民共和国工业和信息化部，天风证券研究所

2.3. 万物电驱下远期需求空间广阔

稀土作为“工业味精”，下游应用领域较为广泛。稀土作为“工业味精”，其“单耗少、应用散”，广泛应用于生产生活各个领域。而我们主要研究的稀土元素氧化镨钕、氧化铽和氧化镝绝大部分应用于稀土下游消费结构占比最大的永磁材料领域，因此我们研究稀土核心元素的需求，实质上是研究永磁材料的需求变化。

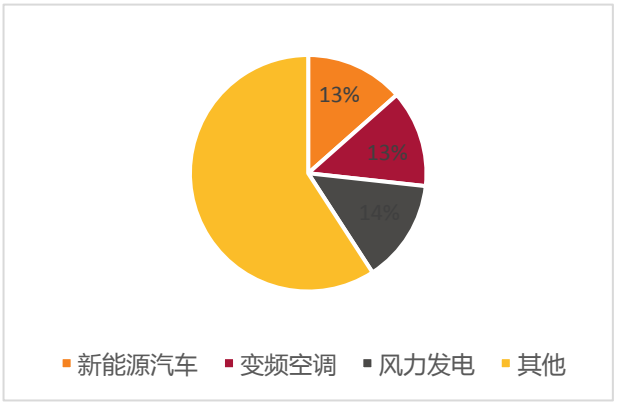
图 32：稀土下游消费结构（2022 年）



资料来源：《广晟有色 2023 年年度报告》，天风证券研究所

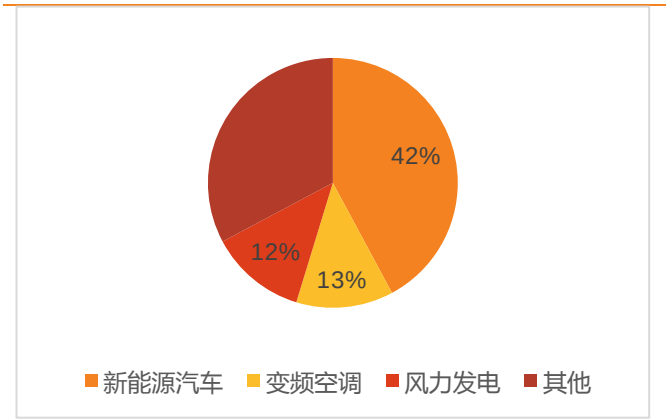
应用领域的持续深化和新应用领域的不断出现为稀土行业注入了长期成长动力。复盘历史，高性能钕铁硼永磁材料的应用场景从传统的消费电子→风电→新能源汽车等新兴领域，应用场景持续突破，往后看节能环保、人形机器人等领域也为永磁材料提供了广阔发展空间。可以见得，应用领域的持续深化和新应用领域的不断出现为稀土行业注入了长期成长动力，最为重要的是，**这种动力在“万物电驱”时代将会更加强劲。**

图 33：高性能稀土永磁材料全球消费量（2018 年）



资料来源：《金力永磁 2023 年年度报告》，天风证券研究所

图 34：高性能稀土永磁材料全球消费量（2023 年）



资料来源：《金力永磁 2023 年年度报告》，天风证券研究所

当前需求增量主要来源于新能源汽车。从高性能钕铁硼需求结构来看，新能源汽车占比已从 2018 年的 13%提升至 2023 年的 42%，新能源汽车所带来的增量已经成为稀土需求增加的主要驱动。假设 2026 年全球新能源汽车销量达到约 2400 万辆以上，预计 2026 年新能源车对稀土永磁需求量将达到 8 万吨以上。伴随着需求结构逐步由新能源主导，一定程度上保证了稀土大方向上的成长性。

表 7：全球新能源汽车磁材需求测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E

中国新能源汽车(万辆)	688	949	1253	1480	1759
BEV	537	669	749	824	906
PHEV	152	280	505	656	853
海外新能源汽车(万辆)	364	471	479	550	681
BEV	232	331	343	394	509
PHEV	132	140	136	156	172
全球新能源车合计(万辆)	1052	1420	1732	2030	2440
单车用量-EV 乘用车（kg/辆）	3	3	3	3	4
单车用量-PHEV 乘用车（kg/辆）	2	2	2	3	3
国内钕铁硼需求（吨）	20540	26464	35254	45459	58705
YOY	83%	29%	33%	29%	29%
海外钕铁硼需求（吨）	10465	13134	13835	17471	24429
YOY	8%	25%	5%	26%	40%
合计（吨）	31005	39598	49089	62930	83134
YOY	48%	28%	24%	28%	32%

资料来源：中汽协，EV VOLUMES 等，天风证券研究所

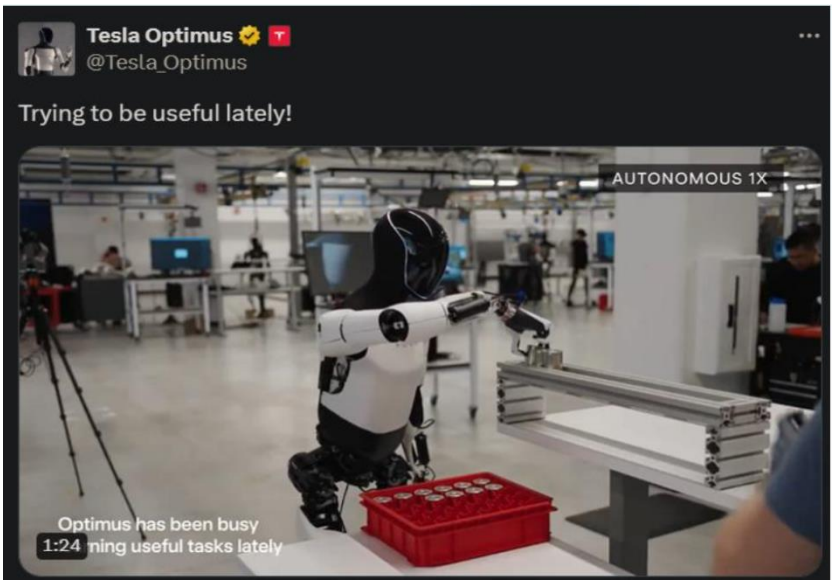
机器人利好政策频出。当前人形机器人正经历从概念到应用的关键节点，产业取得了很多突破性进展，呈现强劲的发展势头。并且我国也陆续出台一系列政策措施，为机器人产业发展提供坚实支撑：

1）2021 年 12 月，工信部等十五部门联合印发《“十四五”机器人产业发展规划》，其中提出到 2025 年我国成为全球机器人技术创新策源地、高端制造集聚地和集成应用新高地。“十四五”期间，将推动一批机器人核心技术和高端产品取得突破，整机综合指标达到国际先进水平，关键零部件性能和可靠性达到国际同类产品水平；

2）2023 年 10 月，工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》，此次《意见》为工信部首次就人形机器人细分产业进行专门指导，旨在到 2025 年初步建立人形机器人创新体系，“大脑、小脑、肢体”等一批关键技术取得突破，确保核心部组件安全有效供给。到 2027 年人形机器人技术创新能力显著提升，形成安全可靠的产业链体系，构建具有国际竞争力的产业生态，综合实力达到世界先进水平。

人形机器人有望打开磁材中长期成长空间。人形机器人全身约 40 个关节，关键部位使用的电机具有低转速、大扭矩、过载能力强、响应快、体积小等优点，钕铁硼作为综合素质最优的第三代稀土永磁体，可以很好的满足机器人电机需求，高性能磁材或成为人形机器人的关键材料。往后看伴随着人形机器人领域的快速发展，高性能磁材空间广阔。

图 35：特斯拉人形机器人



资料来源：澎湃新闻，天风证券研究所

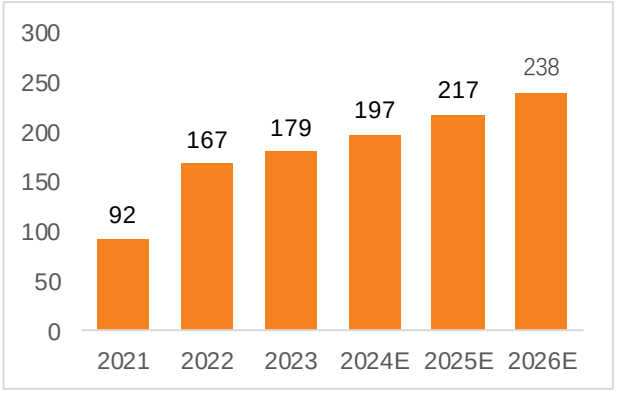
在全球降低能耗的背景下，发展节能电机已成为国家和行业的共识，尤其是电机永磁化符合电机驱动系统高效率和绿色化的发展需求：

1）2022 年，六部门联合发布《工业能效提升行动计划》，主要目标是到 2025 年，重点工业行业能效全面提升，节能提效工艺技术装备广泛应用，钢铁、石化化工、有色金属、建材等行业重点产品能效达到国际先进水平，规模以上工业单位增加值能耗比 2020 年下降 13.5%。并且结合产业发展实际提出一系列具体目标，到 2025 年新增高效节能电机占比达到 70%以上；

2）2024 年 3 月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动；到 2027 年，要求重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平。《工业和信息化部等七部门关于印发〈推动工业领域设备更新实施方案〉的通知》，提出推动重点用能设备能效升级。对照《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024 年版）》，以能效水平提升为重点，推动工业等各领域锅炉、电机、变压器等重点用能设备更新换代，推广应用能效二级及以上节能设备。

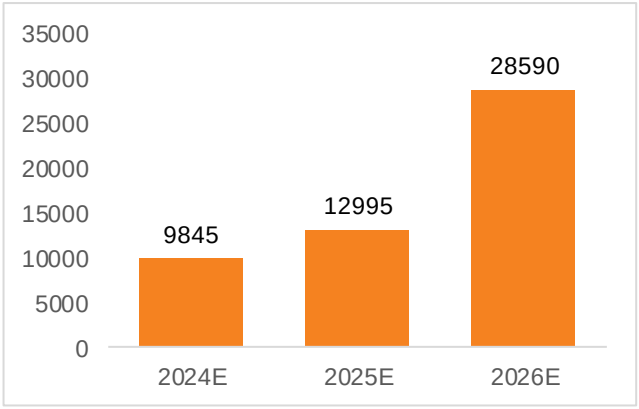
节能电机中磁材潜在的需求增量堪比新能源车市场，存量替换规模高达 80 万吨。截至 2020 年，工业电机存量规模约 40 亿千瓦，假设 1kw 功率电机单耗 200g，存量替换市场规模约 80 万吨磁材。2023 年，我国高效电机产量 179GW，同比增加 7%，后续伴随以旧换新政策有望进一步拉动需求，保守估计后续每年按 10%增速，预计 2026 年高效电机产量有望至 238GW，若稀土永磁渗透率为 60%，则对应磁材需求近 3 万吨。

图 36：高效电机产量及预测（GW）



资料来源：人民网，天风证券研究所

图 37：对应磁材需求（吨）



资料来源：人民网、观研天下、包头稀土产品交易所公众号、大地熊年报等、

总结来看，由新能源汽车带来的稀土需求基本盘增长稳健，并且由人形机器人和节能电机带来的新需求空间广阔。在不考虑人形机器人放量的情形下， 22-26 年钕铁硼总需求复合增速预计有望达到 14%。

2.4. 稀土供需格局逐步趋紧

稀土供需平衡将逐步呈现出紧张趋势。从需求端来看，以新能源汽车为代表的诸多领域将驱动高性能钕铁硼需求仍维持较高增速，预计 2024-2026 年对氧化镨钕的需求量分别为 9.69、10.86 和 12.55 万吨，同比增速分别为 12%、12%和 16%；从供给端来看，氧化镨钕 2024-2026 年的供应量分别为 10.10、10.49 和 11.28 万吨，同比增速分别为 1%、4%和 8%，供需格局逐步趋紧，这将对稀土价格有较强支撑，稀土产业链有望持续受益。

表 8：稀土供需平衡表

单位：吨	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球氧化镨钕需求量	76,429	86,677	96,884	108,607	125,488
yoy change	-3%	13%	12%	12%	16%
change	-2,481	10,248	10,207	11,723	16,881
全球氧化镨钕供应量	83,990	100,316	100,997	104,943	112,748
yoy change	19%	19%	1%	4%	7%
change	13,128	16,326	681	3,946	7,804
供需平衡（-不足/+过剩）	7,561	13,639	4,113	-3,664	-12,741

资料来源：中汽协，发改委，观研报告网，中经产业信息研究网等，天风证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测明细

作为稀土产业链龙头，公司资源禀赋得天独厚并持续进行矿端整合，后续盈利能力有望再上一台阶。更进一步，在稀土行业供需格局持续优化的大背景下，行业有望迎来长期景气周期。假设 2024-2026 年氧化镨钕均价分别为 39/50/60 万元/吨，氧化镝均价为 183/220/240 万元/吨，氧化铽均价分别为 575/660/800 万元/吨，**我们预计 2024-2026 年公司营收 25.25/37.78/45.41 亿元，归母净利润分别为-3.02/3.16/4.49 亿元（不考虑资产注入）。**

表 9：公司分业务盈利预测

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
氧化物	营收（亿元）	32.34	24.21	16.66	24.34	30.02
	成本（亿元）	26.36	20.42	16.00	21.18	25.52
	毛利（亿元）	5.99	3.78	0.67	3.16	4.50
	毛利率	19%	15.6%	4%	13%	15%
稀土金属	营收（亿元）	5.41	10.26	5.00	9.15	10.14
	成本（亿元）	4.99	9.37	4.98	8.78	9.64
	毛利（亿元）	0.43	0.89	0.03	0.37	0.51
	毛利率	8%	8.6%	1%	4%	5%
稀土矿	营收（亿元）	4.28	5.17	3.59	4.29	5.24
	成本（亿元）	0.81	1.13	1.39	1.39	1.43
	毛利（亿元）	3.47	4.04	2.19	2.90	3.81
	毛利率	81%	78%	61%	68%	73%

	总营业收入(亿元)	37.86	39.88	25.25	37.78	45.41
	YOY	0.27	0.05	-0.37	0.50	0.20
合计	总营业成本(亿元)	31.35	30.97	22.37	31.35	36.59
	总毛利(亿元)	6.41	8.91	2.88	6.43	8.82
	毛利率	17%	22%	11%	17%	19%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

注：公司并不直接对外销售稀土矿，后续利润可能并入其他下游业务中

3.2. 投资建议

中国稀土是中重稀土龙头公司，资源与规模优势明显：1）行业上，稀土行业基本格局已发生深刻变化——供给与需求均发生重塑，尤其供给刚性，而下游需求由新能源和节能电机等的带动下有望实现长周期高景气，同时伴随着《稀土管理条例》落地施行，稀土行业重塑也将持续进行，稀土价格中枢有望持续提升；2）公司上，中国稀土是中国稀土集团核心上市公司，具备资源优势，后续伴随集团矿山注入，公司业绩有望大幅提升。综上，首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

（1）国内稀土产业政策变动风险

国内稀土矿实行总量指标控制，若稀土产业政策发生变动，放开稀土生产指标，将直接导致稀土矿的供应大量增加，对价格形成压力。

（2）下游需求不及预期风险

稀土下游需求核心为磁材领域，终端需求为新能源汽车、传统汽车 EPS、家电、风电等领域，其中新能源汽车为高性能钕铁硼磁材消费的主要增长领域，若需求增速不及预期对氧化镨钕消费影响较大。

（3）海外稀土矿供应大量增加风险

目前国内稀土矿受指标管控，供给最大的不确定性来自海外，尤其是缅甸、美国、澳大利亚等国家，海外稀土矿大量增加将对稀土市场造成冲击。

（4）测算偏差风险

报告需求测算均基于一定前提假设，存在实际达不到、不及预期风险，可能会导致供需结构发生转变，从而导致对主要产品价格的误判。本文涉及相关假设具有一定主观性，仅供参考。

（5）研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险

研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	470.56	1,900.25	2,009.06	755.70	1,515.45
应收票据及应收账款	140.48	526.23	165.61	397.99	238.52
预付账款	185.28	4.33	32.95	88.99	104.11
存货	1,954.20	1,641.42	1,201.58	2,611.29	1,938.11
其他	136.40	513.77	350.51	432.28	391.43
流动资产合计	**2,886.92**	**4,586.00**	**3,759.71**	**4,286.25**	**4,187.62**
长期股权投资	345.01	345.99	345.99	345.99	345.99
固定资产	108.35	466.58	830.06	1,209.85	1,615.82
在建工程	0.08	11.50	11.75	12.37	13.19
无形资产	6.46	82.02	111.93	170.00	186.00
其他	32.89	44.64	38.98	41.95	40.70
非流动资产合计	**492.78**	**950.72**	**1,338.70**	**1,780.16**	**2,201.68**
资产总计	**3,379.70**	**5,536.72**	**5,098.41**	**6,066.41**	**6,389.30**
短期借款	37.68	195.84	0.00	49.82	0.00
应付票据及应付账款	12.89	78.57	21.86	55.09	25.56
其他	178.85	162.32	168.76	187.50	202.51
流动负债合计	**229.42**	**436.73**	**190.62**	**292.41**	**228.07**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	30.04	72.82	51.43	62.13	56.78
非流动负债合计	**30.04**	**72.82**	**51.43**	**62.13**	**56.78**
负债合计	**259.46**	**509.56**	**242.05**	**354.54**	**284.85**
少数股东权益	103.82	171.23	157.71	171.43	191.20
股本	980.89	1,061.22	1,061.22	1,061.22	1,061.22
资本公积	740.08	1,804.17	1,960.17	2,535.54	2,535.54
留存收益	1,257.55	1,929.46	1,627.76	1,888.39	2,264.09
其他	37.91	61.10	49.50	55.30	52.40
股东权益合计	**3,120.24**	**5,027.17**	**4,856.36**	**5,711.87**	**6,104.45**
负债和股东权益总计	**3,379.70**	**5,536.72**	**5,098.41**	**6,066.41**	**6,389.30**

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	425.44	439.43	-301.70	316.31	448.56
折旧摊销	12.09	59.71	118.36	94.52	81.22
财务费用	22.96	5.18	-15.50	-3.00	13.70
投资损失	4.58	-0.20	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	998.41	-624.99	869.11	-1,720.21	839.77
其它	-469.09	466.98	-15.88	16.65	23.61
经营活动现金流	**994.39**	**346.11**	**654.38**	**-1,295.74**	**1,406.86**
资本支出	-0.54	463.01	533.39	522.30	509.35
长期投资	1.22	0.97	0.00	0.00	0.00
其他	-14.53	-640.99	-1,045.39	-1,055.30	-1,013.35
投资活动现金流	**-13.85**	**-177.00**	**-512.00**	**-533.00**	**-504.00**
债权融资	-1,051.60	172.24	-180.34	52.82	-63.52
股权融资	-38.89	1,082.71	146.77	522.56	-79.60
其他	368.81	-444.20	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**-721.67**	**810.74**	**-33.58**	**575.38**	**-143.12**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**258.86**	**979.85**	**108.81**	**-1,253.36**	**759.75**

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**3,785.96**	**3,988.31**	**2,525.48**	**3,778.49**	**4,541.45**
营业成本	3,140.14	3,096.85	2,237.13	3,135.74	3,658.89
营业税金及附加	8.96	116.59	233.83	110.46	136.24
销售费用	2.87	3.71	5.05	3.78	9.08
管理费用	40.17	83.72	70.71	94.46	113.54
研发费用	17.20	40.00	37.88	45.34	54.50
财务费用	17.70	-13.86	-15.50	-3.00	13.70
资产/信用减值损失	-0.17	-126.95	-320.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-4.58	0.20	0.00	0.00	0.00
其他	2.23	14.47	0.00	0.00	0.00
营业利润	**556.41**	**549.01**	**-363.62**	**391.71**	**555.50**
营业外收入	0.02	0.56	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.44	0.07	10.00	0.00	0.00
利润总额	**555.98**	**549.50**	**-373.62**	**391.71**	**555.50**
所得税	130.54	110.07	-56.04	58.76	83.32
净利润	**425.44**	**439.43**	**-317.58**	**332.96**	**472.17**
少数股东损益	9.81	21.76	-15.88	16.65	23.61
归属于母公司净利润	**415.64**	**417.67**	**-301.70**	**316.31**	**448.56**
每股收益（元）	0.42	0.39	-0.28	0.30	0.42

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	27.33%	5.34%	-36.68%	49.61%	20.19%
营业利润	114.52%	-1.33%	-166.23%	-207.73%	41.81%
归属于母公司净利润	112.70%	0.49%	-172.23%	-204.84%	41.81%
获利能力					
毛利率	17.06%	22.35%	11.42%	17.01%	19.43%
净利率	10.98%	10.47%	-11.95%	8.37%	9.88%
ROE	13.78%	8.60%	-6.42%	5.71%	7.59%
ROIC	12.45%	16.12%	-9.83%	11.76%	9.74%
偿债能力					
资产负债率	7.68%	9.20%	4.75%	5.84%	4.46%
净负债率	-13.84%	-33.88%	-41.35%	-12.34%	-24.81%
流动比率	12.58	10.50	19.72	14.66	18.36
速动比率	4.07	6.74	13.42	5.73	9.86
营运能力					
应收账款周转率	21.02	11.96	7.30	13.41	14.27
存货周转率	1.75	2.22	1.78	1.98	2.00
总资产周转率	1.04	0.89	0.47	0.68	0.73
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.39	-0.28	0.30	0.42
每股经营现金流	1.01	0.33	0.62	-1.22	1.33
每股净资产	3.08	4.58	4.43	5.22	5.57
估值比率					
市盈率	71.08	76.53	-105.95	101.05	71.26
市净率	9.79	6.58	6.80	5.77	5.41
EV/EBITDA	52.61	31.88	79.30	64.96	47.05
EV/EBIT	53.68	34.22	115.28	80.75	53.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com