

证券研究报告—深度报告

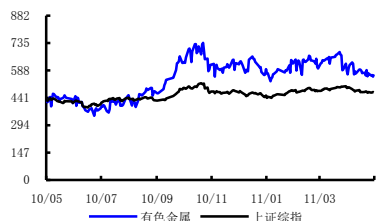
小金属

稀土行业专题/深度研究

推荐

2011 年 5 月 20 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《有色金属行业周报：小金属价格继续走高，希腊债务危机短期内或继续成为美元计价金属价格波动焦点》——2011.5.16
 《有色金属行业周报：小金属上涨趋势不改，经济担忧及美元反弹打压期货金属价格》——2011.5.8
 《有色金属行业周报：黄金和小金属价格依旧保持强势，一季度行业利润分化较为明显》——2011.5.2
 《有色金属行业并购重组投资机会初探》——2011-4-13

证券分析师：彭波

电话：0755-82133909

E-mail: pengbo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120004

证券分析师：谢鸿鹤

电话：0755-82130646

E-mail: xiehh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040001

行业专题报告

让我们共同见证“中国有稀土”的年代

● 稀土价格处于第三个周期：相差 90 年代历史价格仍近 100%

我们被多次问及稀土价格是否见顶的问题。观察过去六十年，我们认为可以将稀土价格分为三个周期，而目前价格相距 90 年代的历史价格差距更大。

● 此轮周期价格上涨将更为迅速和持久

历史稀土价格的波动来自于供给变动或者新兴需求的出现，而我们目前面临着供需间的双重矛盾：受到中国限产、国外矿山开发进程、环保压力、收储行为以及新兴需求等多方面因素的影响，此轮周期价格上涨将更加迅速和持久。根据预测，未来 1-2 年稀土供需缺口将持续存在，并且存在进一步扩大的可能性。

● 不得不考虑的下游加工企业成本转嫁能力

我们通过对钕铁硼产业链进行压力测试来考察下游加工企业的成本承受和转嫁能力。我们发现终端产品因钕铁硼占比较小而存在较好的承受性，但钕铁硼等中间生产商面临的成本压力是巨大的。考虑到中国目前仍以中低端钕铁硼生产为主的情况，这也更符合中国对稀土产业链进行优化结构的要求，阵痛或许难免。

● 国务院《意见》发布，稀土行业正式迎来“十二五”开局年

国务院办公厅与 5 月 19 日发布《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》。文件明确提出“十二五”期间稀土行业发展目标，并针对产业链各环节提出相关治理措施，“从严、从快、责任和分工明确”是突出特点，从而更具有可行性，而三个“立即”或预示着接下来将是稀土行业政策及治理行动的密集期。我们认为这也标志着稀土行业正式进入了“十二五”。

● 行业投资评级及策略建议

我们继续看好中国稀土行业的发展，维持稀土行业的“推荐”投资评级。

由于稀土价格的持续大涨，我们上调包钢稀土（600111）2011-2013 年 EPS 预测分别至 3.52 元、4.88 元和 6.48 元（均按最新股本测算），维持对公司“推荐”的投资评级。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘 (元)	EPS		PE 2011E	投资评级
				2011E	2012E		
600111	包钢稀土	741.15	61.20	3.52	4.88	17.38	推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资摘要

2005 年，中国全面进入重化工业时代，大宗商品、各类资源品也开始步入了史无前例的非典型性超级大牛市。然而，供应了全球近 98%需求的中国稀土价格却始终徘徊在历史低位。2006 年 4 月 26 日，国土资源厅网上一纸公告：“自通知下发之日起，全国停发稀土矿采矿许可证”让我们从此踏上了探索中国稀土行业崛起的历程。

从第一篇深度报告《G 稀土(600111)——国家政策收紧，行业拐点初显 20060523》开始，我们写了近 30 篇推荐报告，期间也有过困惑，但从没放弃，5 年的时间过去了，始终抱着“中国稀土资源一定不能再贱卖”的信心让我们终于见证了行业的崛起，特别是进入到 2011 年，在 2 月 16 日国务院常务会议研究部署促进稀土行业持续健康发展的四大政策措施以来，稀土价格出现飙涨。

目前，稀土产品平均价格较 2006 年有了近 10 倍的巨大涨幅。而就在市场开始质疑稀土价格暴涨是否理性之时，5 月 19 日，国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见（国发〔2011〕12 号）出台，这是一个纲领性的文件，为我国稀土行业的发展做出了全方位地指引，意义重大。我们将以此为契机，再论行业的发展态势，希望能为中国稀土行业未来的持续健康发展贡献我们微薄的力量。

表 1: 稀土氧化物国内外价格（单位：万元，人民币/美元，吨）

稀土元素	2006 年价格	2009 年价格	2011/5/20 日现价	较 06 年价格涨幅
氧化镧	1.20	2.80	13.40	11X
氧化镧 FOB	0.23	0.52	13.81	60X
氧化铈	1.05	1.95	18.25	17X
氧化铈 FOB	0.17	0.42	14.05	83X
氧化镨	15.45	11.90	61.40	4X
氧化镨 FOB	2.24	8.68	21.53	10X
氧化钕	16.60	13.10	79.60	5X
氧化钕 FOB	2.38	8.98	22.98	10X
氧化镝	59.00	62.00	419.20	7X
氧化镝 FOB	8.60	11.70	71.90	8X

资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所

针对我们多次被问及的稀土价格是否存在持续上涨动力的问题，我们倾向于如下看法：

➤ 稀土价格距历史高点仍近 100%

稀土价格 2007 年的上涨受益于全球经济尤其是中国经济的快速发展，但从上世纪 50 年代算起，仅仅为价格波动的第二个周期，并且受到金融危机的影响其时间跨度很小。我们将目前稀土价格的上涨定义为第三个周期，较上世纪 90 年代的价格仍存有 100%的差距。

➤ 价格上涨更为迅速和持久：来自中国限产、环保压力以及新兴需求等供需两端的矛盾

稀土供需决定其中长期价格。历史上新兴供给因素包括上世纪 70-90 年代美国芒廷帕斯矿的开采，1985 年俄罗斯的钐限制出口，以及 90 年代后期中国稀土的大量涌现，而需求领域的变化则包括了上世纪 70 年代原油开采、80 年代电子产品、风力发电等对永磁体的需求以及二十世纪电动汽车等绿色技术的出现等方面。而目前供需两端同时出现的矛盾将使得价格上涨更迅速并且持久。这主要是考虑到中国限产、国外矿山开发进程、环保压力、收储行为以及新兴需求等各种因素的影响。

➤ **压力测试表明，下游加工企业的成本存在进一步转移的可能**

我们不得不考虑下游加工企业对稀土原材料价格上涨的承受能力。压力测试更加表明稀土“工业味精”的作用，这意味着下游加工企业的成本存在进一步转移的可能，这或许只是一个时间问题。

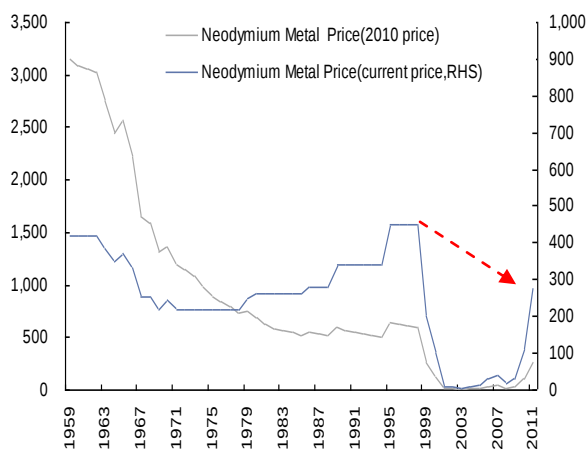
而国务院办公厅与 5 月 19 日发布的《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》更加坚定了我们信心。

风险提示：游资炒作引起价格波动以及短期价格上涨幅度太快带来的冲击风险。

稀土价格处于第三个周期：相差 90 年代历史价格仍近 100%

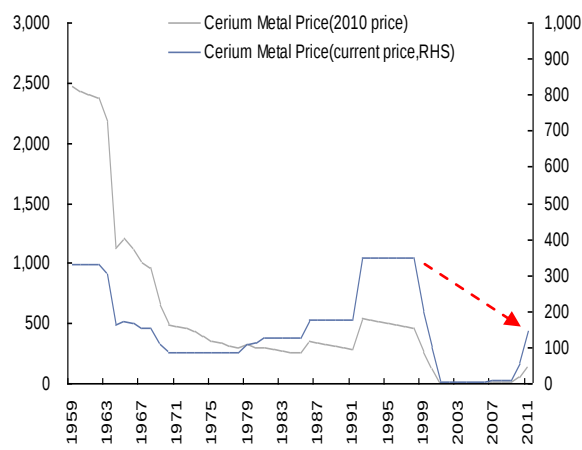
观察过去六十年，我们认为可以将稀土价格分为三个周期（图 1-6）。上世纪 50 年代至 90 年代末期为第一个周期，上世纪 90 年代末期至本世纪 2008 年为第二个周期，我们认为目前稀土价格正处于第三个周期中。在剔除了通胀因素后（这更能反映由供需所产生的价格波动），价格依旧呈现出比较明显的三个周期，差别在于第一个周期中价格的持续下降趋势更加明显，而目前价格相距 90 年代的历史价格差距更大。

图 1：金属钕价格走势



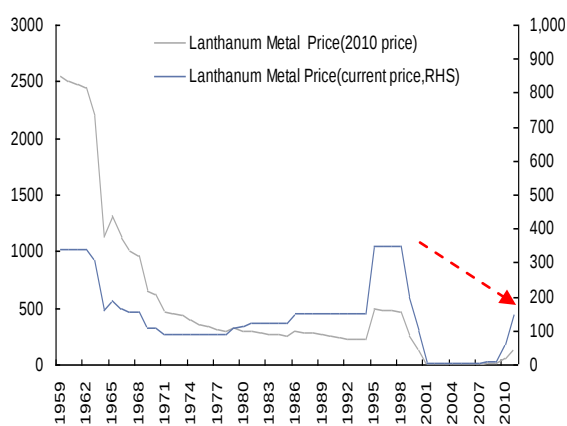
资料来源：USGS，国信证券经济研究所

图 2：金属铈价格走势



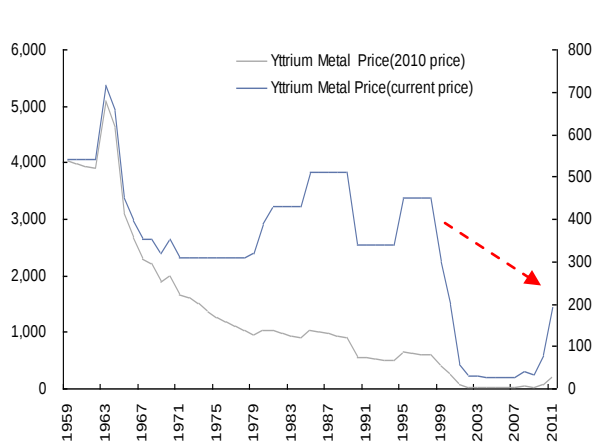
资料来源：USGS，国信证券经济研究所

图 3：金属镧价格走势



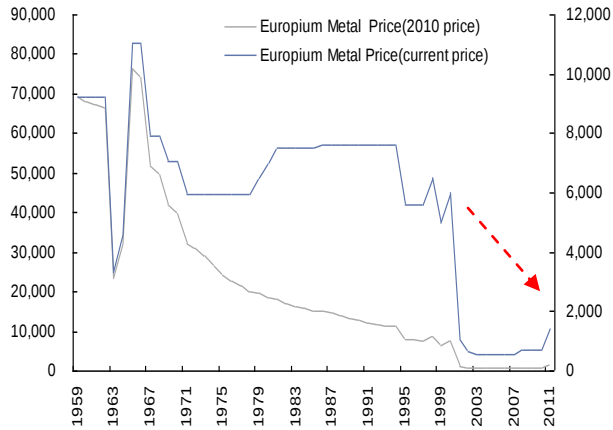
资料来源：USGS，国信证券经济研究所

图 4：金属钇价格走势



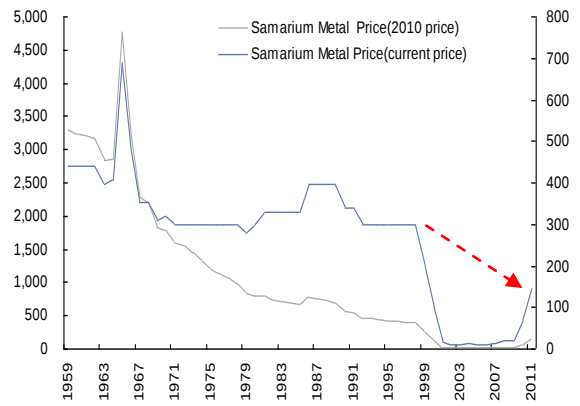
资料来源：USGS，国信证券经济研究所

图 5：金属铈价格走势



资料来源：USGS，国信证券经济研究所

图 6：金属钐价格走势



资料来源：USGS，国信证券经济研究所

此轮周期价格上涨将更为迅速和持久

什么造成了稀土价格的历史周期波动

我们从供需两个方面来分析稀土价格的波动，并将三个周期划分为 11 个时间阶段（表 2）。历史上影响价格的标志性供给因素包括上世纪 70-90 年代美国芒廷帕斯矿的开采，1985 年前苏联的钐限制出口，以及上世纪 90 年代后期中国稀土的大量涌现，而需求领域的变化则包括了上世纪 70 年代原油开采、80 年代电子产品、风力发电等对永磁体的需求以及稀土在汽车尾气净化催化剂方面的应用。

先看供给因素对价格的影响。上世纪 70-90 年代，由于技术的革新以及美国芒廷帕斯矿的批量产出，稀土价格经历了第一次大幅下滑，未剔除通胀因素的价格普降 300% 左右。而 1985 年由于前苏联因为国内进行激光研究而限制了钐的出口，金属钐的价格在短期内上涨了近 6 倍。与此同时，在美国环境法案限制汽油含铅量影响下，原油裂化催化剂需求下降导致美国矿山产量减产近 50%（图 7），供给严重萎缩导致稀土价格上涨 20%。而中国稀土供应对稀土价格的影响更加明显，1998 年后中国稀土占据市场主导地位（图 7），由于众所周知的低成本及盲目开采，稀土价格暴跌了近 70 倍。

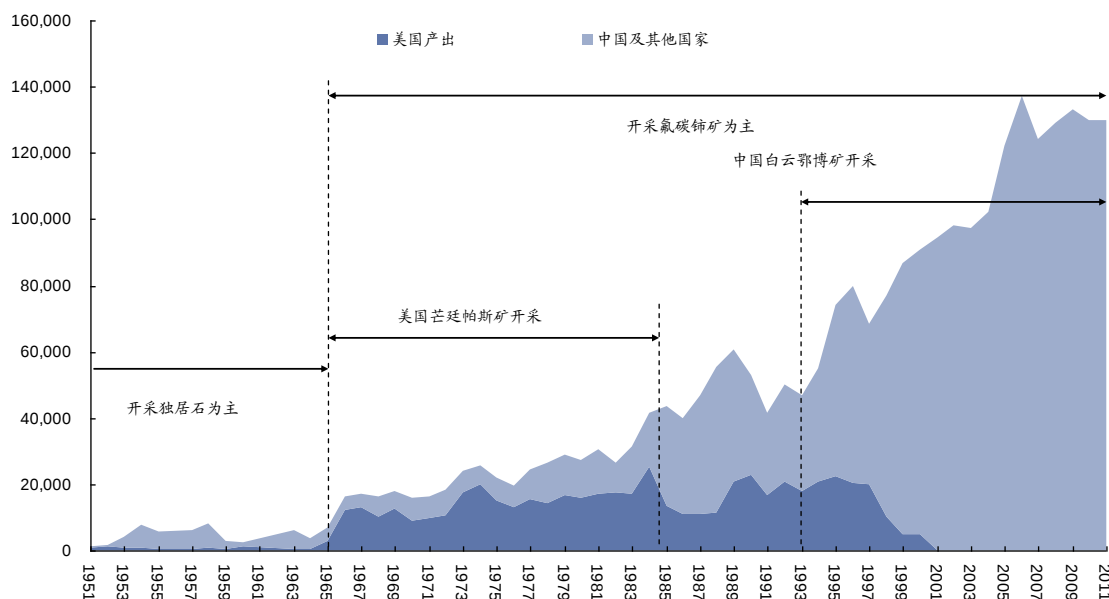
新兴需求对价格的拉动效应亦为明显。上世纪 70 年代稀土被广泛应用于原油开采和冶炼中，但是因为供给的持续增长，价格并没有较大波动。80 年代电子产品、风力发电的涌现促使钕铁硼永磁体需求剧增，镨钕价格上涨 30% 左右，而 90 年代的汽车尾气净化催化剂的广泛应用使得金属铈的价格暴涨了 50%。

表 2: 稀土价格的历史波动

时间	供给	需求	价格变化品种及幅度	价格变化原因
1958-1971	美国加州芒廷帕斯矿投入生产	稀土硅化物等开始得到应用，混合稀土金属开始应用于高强度低合金钢	普降 300%	技术革新和芒廷帕斯矿的投产使得供给大量增长，稀土金属价格大幅下降
1971-1978	供给稳定增长，但有波动	阿拉斯加原油管道用钢，稀土在抛光粉和荧光粉的应用	价格变化较为平稳	稀土金属价格均较为平稳
1979-1981	矿山开工不足供给有所减少	美国经济危机，高通胀和高能源成本并存	普涨 41%	成本推动稀土金属价格纷纷上涨
1984-1985	前苏联因国内激光研究需要，限制钐出口	其他稀土需求基本稳定增长	钐大幅上涨 580%	钐价大幅上涨，随后由于美国国内供应增长，价格一年后出现下滑，但仍为 83 年价格的 3 倍
1985-1986	美国稀土供应锐减 50%	美国环境法案限制汽油含铅量，原油裂化催化剂使用量下降	镧 17%，钕 23%	供应的急剧下降引发价格上涨
1986-1991	中国稀土供应逐步走上历史舞台，全球供应稳定	电子产品、风力发电等拉动钕铁硼永磁体需求上涨	镨 35%，钕 21%	镨钕价格上涨最为明显
1991-1998	全球供应稳步增长，中国稀土供应逐步占主导	汽车尾气净化催化剂广泛应用，占当年总需求的 44%	铈 50%	铈价格在需求拉动下出现大幅上涨
1998-2005	中国稀土产量因为产能扩张及私挖乱采大幅上涨	中国彩电等电子产品需求旺盛	普降近 70 倍	稀土价格在中国低价供给的冲击下出现大幅下滑
2005-2008	中国供给增长亦较为明显，供给量占到全球的 97%	需求较为稳定，全球经济稳定发展，中国经济进入快车道	普涨 50%	稀土价格在经济发展拉动下出现 98 年后首次明显上涨
2008-2009	世界经济受金融危机重创，下游需求萎缩明显		普降 20%	金融危机使得需求急剧下滑
2009~至今	中国通过稀土出口配额等措施收紧供给，同时企业开始收储	经济复苏以及绿色技术（尤其是电动汽车的推广）大幅拉升稀土需求	普涨 600%	在供需两端的双重作用下，稀土价格在危机后持续大幅上涨

资料来源：USGS，国信证券经济研究所（依据未剔除通胀的现价进行计算）

图 7：中国稀土从 90 年代开始主导全球市场



资料来源：USGS，国信证券经济研究所

我们目前同时面临供给压力以及新兴需求因素

供需的作用规律在今天同样适用，而同时出现供需两端的矛盾将使得本轮稀土价格上涨将更为迅速和持久。这主要来自于中国限产、国外矿山开发进程、环保压力、收储行为以及新兴需求等多方面因素的影响。

供给压力首先来自中国的限产与国外矿山的开发进程。中国从 2007 年开始对稀土开采和冶炼实行指令性计划，根据 2011 年最新公布的计划数据来看，全年矿产品限制生产 9.38 万吨，冶炼分离物限制生产 9.04 万吨，分别较 2010 年略微上涨 5% 左右。而根据国务院最新发布的《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，预计中国的生产指令性计划在未来几年不会出现较大幅度的增长。对于国外矿山的开发进程，由于多数矿山仅仅存在与前期的矿山勘探开发阶段（到投产、达产往往需要 5 年左右的时间），真正形成有效供给的时间将在 2012 年以后（表 3），但有效供给的时间也可能会再一次被推后（见“共同面临的环境保护压力”部分）。

表 3：国外部分主要稀土矿山开发进程

矿山	国家	开发进程	资源储量	产量			
				2011	2012	2013	2014
Mountain Pass	美国	完成融资和签订客户合同，矿山可行性分析	4.3Mt REO	3,000	12,000	20,000	25,000
Mt. Weld	澳大利亚	2009 年开始生产，马来西亚工厂在建	0.92Mt REO	850	9,000	14,500	20,000
Kvanefjeld	格陵兰	前期勘探测试工作	2.6Mt REO	0	0	0	0
Thor Lake	加拿大	前期勘探测试工作	1.3Mt REO	0	0	0	0

资料来源：IMCOA，国信证券经济研究所

表 4: 中国的稀土产业政策

2008/12/15	商务部公布 2009 年稀土出口企业名单: 符合条件企业 20 家
2008/12/26	国商务部下达 2009 年第一批一般贸易稀土出口配额总量为 1.5 万吨
2009/04/10	国土资源部关于下达 2009 年钨矿铋矿和稀土矿开采总量控制指标的通知。继续对钨矿和稀土实行开采总量控制, 2010 年 6 月 30 日前暂停受理钨矿、铋矿和稀土勘查许可证、采矿许可证申请。稀土矿开采总量控制指标拟定为 82320 吨(稀土氧化物 REO), 其中轻稀土 7.23 万吨, 中重稀土 10020 吨。
2009/06/29	商务部关于下达稀土 2009 年度第二批一般贸易出口配额总量为 16267 吨
2009/11/25	商务部及海关总署联合发布《2010 年出口许可证管理货物目录》: 其中稀土金属矿、稀土金属、稀土盐类等 46 种稀土产品被列入《2010 年出口许可证管理货物目录》, 实行出口许可证管理。
2009/12/15	工信部发布 485 项行业标准: 其中稀土行业标准 5 项
2009/12/29	商务部公布《2010 年稀土出口企业名单》及 2010 年第一批稀土出口配额: 符合 2010 年度稀土出口配额申请条件的企业共 22 家, 第一批一般贸易稀土出口配额总量为 16304 吨
2010/03/02	商务部关于下达外商投资企业 2010 年第一批工业品出口配额总量为 5978 吨
2010/03/16	国土资源部关于下达 2010 年钨矿铋矿和稀土矿开采总量控制指标的通知。稀土矿(稀土氧化物 REO)开采总量控制指标为 89200 吨, 其中轻稀土 77000 吨, 中重稀土 12200 吨。
2010/03/18	工业和信息化部下达 2010 年稀有金属矿产品和冶炼分离产品指令性生产计划: 其中稀土矿产品计划产量合计 8.92 吨, 稀土冶炼分离 8.6 万吨。
2010/05/12	工业和信息化部印发了《关于公开征集稀土行业准入条件意见的通知》, 通知中规定轻稀土矿山企业生产建设规模年处理矿石量应不低于 30 万吨(1000 吨/日); 离子型稀土矿山企业生产能力应不低于 3000 吨(REO, 以氧化物计)/年; 使用混合型稀土矿的冶炼分离项目规模应不低于 8000 吨(REO)/年; 使用氟碳铈矿的冶炼分离项目规模应不低于 5000 吨(REO)/年; 使用南方离子型稀土矿冶炼分离项目规模应不低于 3000 吨(REO)/年; 稀土金属冶炼项目规模应不低于 1500 吨/年
2010/05/17	《国土资源部关于开展全国稀土等矿产资源专项整治行动的通知》: 自 2010 年 6 月 11 日起开展稀土等矿产开发秩序专项整治行动, 集中打击违法违规和乱采滥挖行为, 构建开发秩序监管长效机制。
2010/09/06	国务院《关于促进企业兼并重组的意见》: 国家下发首份专注于企业兼并重组的国家级文件, 其中涉及稀土行业。
2010/10/11	国土部《关于省级稀土等矿产资源开发整合重点挂牌督办矿区名单的公告》: 要求 78 个稀土等矿产(稀土矿 7 个)资源开发整合矿区列为 2010 年省级重点挂牌督办矿区, 督促各地抓好稀土等矿产资源开发整合矿区挂牌督办工作。
2010/12/15	财政部公布 2011 年稀土金属矿出口暂定税率 15%, 稀土金属钽的出口税率从 15%提高至 25%。
2010/12/15	商务部公布 2011 年符合稀土出口配额申报条件的企业, 共 22 家企业入围。
2010/12/28	商务部下达 2011 年第一批一般出口贸易配额: 1.44 万吨。
2011/02/16	国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议, 要求力争用 5 年左右时间形成稀土行业持续健康发展格局。会议提出四大措施: 一要建立健全行业监管体系, 加强和改善行业管理; 二要依法开展稀土专项整治, 坚决打击非法开采和超控制指标开采、违法生产和超计划生产、破坏生态和污染环境等各类违法违规行为, 维护行业秩序; 三要加快行业整合, 调整优化产业结构; 四要加快稀土关键应用技术研发和产业化。
2011/03/02	环境部正式发布《稀土工业污染物排放标准》, 并于 4 月初发布《稀土企业环境保护核查办法》。
2011/04/26	发改委发布《产业结构调整指导目录(2011 年本)》, 与《产业结构调整指导目录(2005 年本)》相比, 新版《目录》全面加强了对落后的稀土开采、分离工艺及装备的淘汰力度, 明确规定了“矿石处

理量 50 万吨/年以下的轻稀土矿山开发项目；1500 吨（REO）/年以下的离子型稀土矿山开发项目”必须于 2013 年年底前被淘汰。

2011/05/04	媒体报道《内蒙古自治区稀土上游企业整合淘汰工作方案》。自治区内除包钢稀土公司以外的稀土采选、冶炼分离企业均列入整合淘汰，涉及全区 35 户企业，其中呼和浩特市 5 户、包头市 23 户、巴彦淖尔市 7 户。整合方式为兼并重组、补偿关闭、淘汰关停三种形式交叉进行。
2011/05/19	国务院办公厅发布《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，针对我国稀土行业的非法开采屡禁不止，冶炼分离产能扩张过快，生态环境破坏和资源浪费严重，高端应用研发滞后，出口秩序较为混乱等问题国务院提出了一系列意见和治理措施细则，并确定了未来 5 年稀土行业的发展目标。

资料来源：各部委网站，国信证券经济研究所

其次是共同面临的环境保护压力。稀土的冶炼面临这巨大的环保压力，我们从目前稀土精矿的分解方法和矿山开采情况中可以明显的看到这一点（表 5，图 8）。特别的对于独居石稀土矿石，存在放射性钍元素，这也就不难理解为何澳大利亚稀土生产企业莱纳斯（Lynas）在马来西亚的新建工厂屡次遭遇抗议。

根据媒体报道，“在来自政府的严格审查及民众抗议澳大利亚稀土矿业公司莱纳斯（Lynas）在马来西亚开设稀土分离厂的压力下，联合国国际原子能机构将会介入此事并对该稀土分离厂展开独立调查。马来西亚政府也表示，在保证工厂所在地居民安全的前题下将会阻止该分离厂的建设”。我们认为，来自环境保护方面的压力将可能推后国外有效产能的投放。

表 5：稀土精矿分解方法对比

	优点	缺点
酸法	稀土精矿品位适应范围广 分解率较高，可达 95%以上 杂质去除完全，产品质量稳定 易实现连续操作及自动控制	“三废”排放量大，尾气难处理 有害气体多，污染环境 设备易被腐蚀，生产条件差 所用化工材料品种多，数量大
碱法	工艺流程短，与酸法比设备简单 操作简单 能综合回收稀有价元素 无废气排放，对环境污染较轻	对精矿要求严格，要求稀土精矿品位大于 55% 废液排放和处理量大 处理含氟稀土矿物对设备腐蚀严重
氯化法	流程短，工艺简单 产品无结晶水，可直接电解生产金属 稀土回收率高，可达 90%	操作环境恶劣，易氯气中毒 尾气组成复杂，难以回收和处理及净化 放射性钍分散，对产品质量有影响

资料来源：《稀土选矿与提取技术》，国信证券经济研究所

图 8：稀土开采污染是巨大的：采矿点浮选所使用的盐酸等流进农田山沟造成污染



资料来源：新华网，国信证券经济研究所

同样需要关注收储行为的影响：政府收储与企业收储行为同时存在。收储行为是构成供给压力的另外一个因素，收储主体是多方面的，包括中国政府、国外政府以及民间企业等。中国政府层面的收储行为在两年前已经开始，而国外企业或者国家的收储行为则显得不透明，但种种信息使得我们相信这一现象的存在（表 6）。并且随着稀土资源供给的收紧，国外收储和民间收储行为可能更加普遍。

表 6：全球稀土收储进行时

2009.03	江西赣州市政府筹资 18 亿元（后实际投入 10 亿元），用于钨和稀土的收储计划。收储稀土原矿及各类稀土分离产品 1 万吨
2010.02	内蒙古自治区人民政府批准由包钢稀土下属的内蒙古包钢稀土国际贸易有限公司实施包头稀土原料产品战略储备方案。储备资金将主要由企业自行承担，自治区、包头市、包钢（集团）公司将共同给予贴息支持，自治区贴息 1000 万元，包头市贴息 1000 万元，其余由包钢（集团）公司贴息。
2010.03	美国国防部发言人大卫拉潘上校表示，美国国防部正在研究如何通过开发新资源利用国内资源增加国内稀土供应，并将这种材料增加至国家储备项目之中。而科罗拉州共和党人迈克考夫曼提出稀土国家安全收储法案，并建议由国家为美国国内进行稀土开采和加工的企业进行贷款担保
2010.11	根据上证报报道，相关部门正在开展对十种金属进行战略收储的研究工作，目前研究工作已经进入验收状态。这十种金属全部为稀有金属，分别是稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锗、镓、铽和铈。
2010.12	中国稀土控股（0769.hk）年报中披露，公司在 10 年斥资 4 亿港元，用于大量采购原材料，10 年采购超过 1 万吨稀土盐类，较 09 年大约增加 1 倍。
2011.05	《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》中明确提出建立稀土战略储备体系，划定一批国家规划矿区作为战略资源储备地。对列入国家储备的资源地，由当地政府负责监管和保护，未经国家批准不得开采。中央财政对实施资源、产品储备的地区和企业给予补贴。

资料来源：各政府及媒体网站，国信证券经济研究所

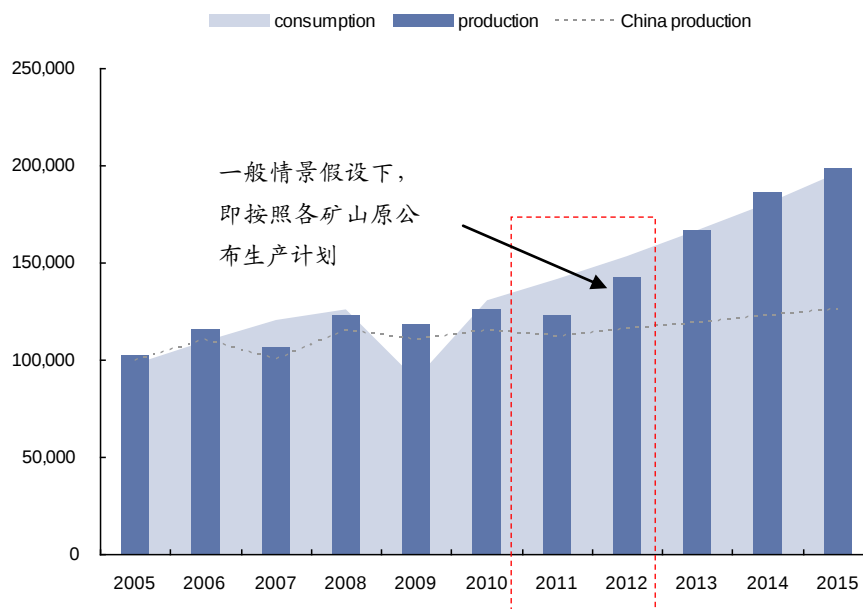
新兴需求的冲击可能是不可预期的，并且将加大价格的上涨幅度。正如我们在分析稀土价格历史波动原因的时候提及的，新兴需求的出现往往拉动稀土价格的快速上涨，并且进入一个新的周期。目前广泛开展的绿色技术以及新材料不间断发明创造有可能使得稀土价格持续受到来自于新兴需求的提振。

表 7: 稀土目前的“新兴需求”

稀土元素	新兴需求
钇	固体燃料电池 (Fuel Cell SOFCs)
钆	磁致冷设备 (Magnetic refrigeration)
钕	超导磁体 (Superconducting magnets)
混合	电脑处理器用掺杂镓雷射 (Doped GaN lasers for computing processors with REE)

资料来源: IMCOA, 国信证券经济研究所

图 9: 未来两年稀土供需存在缺口



资料来源: IMCOA, 国信证券经济研究所

不得不考虑的下游加工企业成本转嫁能力

一般而言，较为充分竞争的中间产品价格转嫁能力取决于下游终端应用领域价格上涨能力以及盈利情况。我们倾向于采用钕铁硼永磁体成本上涨与下游终端应用产品的售价进行对比以反映稀土下游加工企业的成本转嫁能力。

金属钕大概占到钕铁硼永磁体成本的 37% 左右，我们在假设金属钕价格再次上涨 100% 情况下进行压力测试（表 8）。我们可以看到成本/售价比普遍在个位数范围，而大型核磁共振仪和永磁风力发电机由于使用永磁体量较大而使得比值超过 10%，但我们认为下游产品的价格上涨能力可以较为有效地转嫁钕铁硼永磁体的价格上涨。另外我们必须看到的是，钕铁硼等中间生产商面临的成本压力是巨大的，

很可能出现行业性盈利水平下降的现象，特别是对中低端钕铁硼生产企业而言。当然这是一个产业链利润空间重新分配的一个过程，这需要一定的时间。

从更长远的产业发展的角度来看，由于我国钕铁硼永磁体行业中低端产品占比较大，稀土价格的上涨会对行业结构调整产生“倒逼效果”。无竞争力的劣势企业被淘汰出局，而具备技术优势和资金优势的企业会脱颖而出，这可能更加利好于中国的稀土深加工行业发展。这也符合国务院公布的《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》中关于“支持企业将技术改造与兼并重组、淘汰落后产能相结合，加快推进技术进步”的意见。

表 8: 钕铁硼永磁体应用产品的压力测试

产品	单位售价	单位使用量	假设金属钕价格上涨 100%	成本/售价比
金属钕（万元，吨）	100		200	
电动汽车（万元，辆）	25-30	3-5 千克	0.37	1.5%
DVD 光驱（元，台）	150	0.005 千克	3.70	2.5%
大型核磁共振仪（万元，台）	500-1000	0.5-3 吨	129.50	17.3%
变频空调（元，台）	4000-5000	0.25 千克	185.00	4.6%
1.5MW 直驱永磁风力发电机（万元，台）	780	1.2 吨	88.80	11.4%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

国务院《意见》发布，稀土行业正式迎来“十二五”开局年

国务院总理温家宝曾在 2 月 16 日主持召开了国务院常务会议中研究部署促进稀土行业持续发展的政策措施，此次发布的《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》为政策措施的具体实施纲领，为我国稀土行业的发展做出了全方位地指引，意义重大。

明确提出“十二五”期间稀土行业发展目标。首先《意见》针对我国稀土行业目前存在的非法开采屡禁不止，冶炼分离产能扩张过快，生态环境破坏和资源浪费严重，高端应用研发滞后，出口秩序较为混乱等问题国务院提出了一系列意见和纲领性的治理措施，并确定了未来 5 年稀土行业的发展目标：“用 1-2 年时间，建立起规范有序的稀土资源开发、冶炼分离和市场流通秩序，资源无序开采、生态环境恶化、生产盲目扩张和出口走私猖獗的状况得到有效遏制；基本形成以大型企业为主导的稀土行业格局，南方离子型稀土行业排名前三位的企业集团产业集中度达到 80% 以上；新产品开发和新技术推广应用步伐加快，稀土新材料对下游产业的支撑和保障作用得到明显发挥；初步建立统一、规范、高效的稀土行业管理体系，有关政策和法律法规进一步完善。再用 3 年左右时间，进一步完善体制机制，形成合理开发、有序生产、高效利用、技术先进、集约发展的稀土行业持续健康发展格局”。

针对产业链各环节提出相关治理措施，“从严、从快、责任和分工明确”是突出特点，从而更具有可行性。为了便于理解，我们将此次若干意见按照产业链的形式进行了重新梳理。我们可以看到，国务院此次《意见》囊括了整个稀土产业链，这包括稀土开采、生产、储备、进出口计划等各个方面（表 9，当然其中不可避免的有重复的部分）。特别的，我们看到三个“立即”，即立即开展“稀土生产专项整治行动，稀土开采及冶炼分离企业环境保护专项整治行动和稀土出口秩序专项整治行

动”，这或预示着接下来将是稀土行业政策及治理行动的密集期。我们认为这也标志着我国稀土行业正式进入了“十二五”。

表 9：《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》按产业链划分对比表

稀土行业治理产业链 意见		治理措施纲领
稀土行业准入管理	严格稀土行业准入管理	制定稀土行业环境风险评估制度
上游稀土资源	完善稀土指令性生产计划管理	建立稀土开采、冶炼分离和产品流通台账和专用发票管理制度。采用信息技术实现稀土开采、冶炼分离、出口企业联网，实行在线监控
	健全税收、价格等调控措施	大幅提高稀土资源税征收标准，抑制资源开采暴利。改革稀土产品价格形成机制，加大政策调控力度，逐步实现稀土价值和价格的统一
	坚决打击非法开采和超控制指标开采	重新审核已颁发的勘查许可证和开采许可证，向社会公布合法采矿企业名单
	深入推进稀土资源开发整合	挂牌督办所有稀土开发整合矿区，原则上继续暂停受理新的稀土勘查、开采登记申请，禁止现有开采矿山扩大产能
中游稀土冶炼生产	坚决打击违法生产和超计划生产	“立即”开展稀土生产专项整治行动，向社会公布合法生产企业名单
	坚决打击破坏生态和污染环境行为	“立即”对稀土开采及冶炼分离企业开展环境保护专项整治行动，对未经环评审批的建设项目，一律停止建设和生产
	严格控制稀土冶炼分离总量	“十二五”期间，除国家批准的兼并重组、优化布局项目外，停止核准新建稀土冶炼分离项目，禁止现有稀土冶炼分离项目扩大生产规模
下游深加工领域	加快推进企业技术改造	发展循环经济，支持企业将技术改造与兼并重组、淘汰落后产能相结合，加快推进技术进步
稀土出口贸易	加强稀土出口管理	完善出口配额分配方式，严惩倒卖稀土出口配额行为。细化稀土产品税号和海关商品编码，并将稀土产品列入法定检验目录。建立稀土开采、生产与出口企业间票据联动制度
	坚决打击稀土非法出口和走私行为	“立即”开展稀土出口秩序专项整治行动，加大审单、查验力度，依法严惩伪报、瞒报品名，以及分批次、多口岸以“货样广告品”、“快件”等方式非法出口和走私稀土行为
行业重组及战略储备	积极推进稀土行业兼并重组	持大企业以资本为纽带，通过联合、兼并、重组等方式，大力推进资源整合，大幅度减少稀土开采和冶炼分离企业数量，提高产业集中度
	建立稀土战略储备体系	工业和信息化部要会同有关部门尽快制定推进稀土行业兼并重组的实施方案 统筹规划南方离子型稀土和北方轻稀土资源的开采，划定一批国家规划矿区作为战略资源储备地。对列入国家储备的资源地，由当地政府负责监管和保护，未经国家批准不得开采。中央财政对实施资源、产品储备的地区和企业给予补贴。

数据来源：中国政府网，国信证券经济研究所

表 10：稀土行业治理责任与分工安排

责任与分工	部委
负总责，并负责稀土行业管理，制定指令性生产计划，维护稀土生产秩序，指导组建稀土行业协会	工业和信息化部
稀土政策的对外宣传和释疑工作	工业和信息化部、商务部、新闻办
研究建立稀土战略储备	发展改革委、财政部、国土资源部
财税支持政策	财政部
稀土资源勘查开采和总量控制管理、矿业秩序整顿和资源地储备	国土资源部
环保专项整治，严格环境准入，加强污染防治	环境保护部
出口配额管理，妥善协调与各国贸易关系	商务部
出口监管和打击走私	海关总署
出口检验监管和打击逃漏检行为	质检总局
对地方政府和有关部门落实稀土政策情况进行监督检查	监察部

数据来源：中国政府网，国信证券经济研究所

行业投资评级及策略建议

从第一篇深度报告《G 稀土(600111)——国家政策收紧,行业拐点初显 20060523》开始,我们写了近 30 篇推荐报告,期间也有过困惑,但从没放弃,5 年的时间过去了,始终抱着“中国稀土资源一定不能再贱卖”的信心让我们终于见证了这个行业的崛起,特别是进入到 2011 年,在 2 月 16 日国务院常务会议研究部署促进稀土行业持续健康发展的四大政策措施以来,稀土价格出现飙涨。而此次《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》的发布标志着稀土行业“纳入国家国民经济和社会发展年度计划”,并正式开启稀土行业的“十二五”开局年。我们继续看好中国稀土行业的发展,维持稀土行业的“推荐”投资评级,让我们共同见证“中国有稀土”的年代!

由于稀土价格的持续大涨,我们上调包钢稀土(600111)2011-2013 年 EPS 预测分别至 3.52 元、4.88 元和 6.48 元(均按最新股本测算),维持对公司“推荐”的投资评级。

附录 1: 2009 年至今稀土推荐报告列表

- 1、《包钢稀土：不乐观的现状，可期待的未来》——2009 年 4 月 21 日
- 2、《包钢稀土：销售模式的重大转变对公司影响深远》——2009 年 8 月 18 日
- 3、《包钢稀土：业绩步入良性回升轨道》——2009 年 10 月 27 日
- 4、《包钢稀土：战略收储将有助于稀土行业加速复苏》——2010-2-10
- 5、《包钢稀土：对外投资延伸产业链，巩固行业龙头地位》——2010-3-3
- 6、《包钢稀土：公司对产品定价权日趋强势》——2010-4-18
- 7、《包钢稀土：正式迈出进军南方稀土的步伐》——2010 年 8 月 2 日
- 8、《包钢稀土：内蒙再度重拳整治稀土行业，行业龙头受益》——2010 年 8 月 10 日
- 9、《稀土行业：我国稀土产品出口价格出现暴涨》——2010 年 8 月 30 日
- 10、《包钢稀土：业绩符合预期》——2010 年 10 月 27 日
- 11、《稀土行业：关于 2011 年第一批稀土出口配额安排的点评：2011 年第一批出口配额同比下降幅度其实应在 35%左右》——2010 年 12 月 29 日
- 12、《稀土行业：国家表态，力争“十二五”期间形成我国稀土行业持续健康发展格局》——2011 年 2 月 17 日
- 13、《稀土矿原矿资源税上调点评——每股收益减少 0.3 元，影响程度或将远低于市场预期》——2011 年 3 月 25 日
- 14、《包钢稀土：真金不怕火炼》——2011 年 4 月 7 日

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李扬之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	