

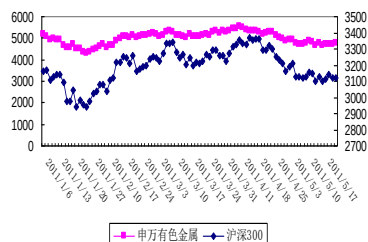
所属行业

有色金属

行业评级

强于大市

行业走势图



研发部

何阳阳¹

SAC 执业证书编号：S1340510120005

联系电话：010-68858167

Email: luobaiyan@cnpsc.com

国家战略收储 南方稀土后劲更足

事件：

国务院印发的《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》提出要按照国家储备与企业（商业）储备、实物储备和资源（地）储备相结合的方式，建立稀土战略储备。此举意味着国家对稀土控制和保护性开采采取了更加明确的态度，稀土也将由之前的企业层面，行业层面收储，升级为国家级战略收储。

摘要：

- **全球稀土储量明显“轻多重少”，国外真正迫切需求的是中国的重稀土。**全球 70% 重稀土以上都分布在中国，并且几乎全部集中在中国南方地区，特别是江西和广东两省，而且这些重稀土大多以离子形态存在，易采、易提取，是我国南方地区独有的珍稀矿种。
- **国家政策重点保护南方重稀土。**目前重稀土真实税负大约是轻稀土的 25 倍，显示出政府对我国重稀土的重视程度。本次《意见》的出台，强化了这一政策。可以预见，在国家政策主导下，具备实力的大集团企业将逐步入主我国南方稀土资源，南方七省资源控制不集中的问题将得到解决。在国家政策主导下，具备实力的大集团企业将逐步入主我国南方稀土资源，南方七省资源控制不集中的问题将得到解决。
- **供给紧张将继续推动重稀土价格上涨。**我国对稀土政策的收紧及全球稀土供求缺口的扩大，使得近几年尤其是今年以来稀土价格开始一路疯狂飙升。目前，国外一些已经在产的矿山纷纷提出新的扩产计划，但几乎全部是轻稀土。因此，我们预计重稀土的供给将持续紧俏，重稀土价格还将维持强势。
- **包钢稀土，广晟有色，五矿集团或成为南方稀土整合赢家。**目前，北方稀土已经实现包钢稀土专营，四川稀土也落入江铜集团手中，唯有南方七省的稀土资源亟待整合。预计此次整合将主要围绕江西和广东两省展开，就江西而言，由于中铝和五矿已经退出，而包钢稀土通过收购信丰新利等三家企业获得赣州 11500 吨的分离产能，所以我们认为包钢稀土凭借收储经验和资金实力拿下江西的可能性较大。就广东而言，广晟有色是广东唯一一家上市的稀土类公司，并控制广东省 75% 的采矿权证，未来公司在广东省政府支持下整合广东省稀土资源是一个大概率事件。此外，考虑到五矿集团强大的资金技术实力以及近期已经通过收购河源稀土在广东稀土争夺战中先下一城，所以我们判断包钢稀土，广晟有色，五矿集团很有可能成为此次整合大潮的最大受益方。但鉴于广晟有色目前估值偏高，建议重点关注包钢稀土。

¹ 报告贡献人：罗柏言

一、国家对稀土资源的保护已经提升至战略高度

5月19日，国务院印发了《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，并提出要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，并按照国家储备与企业（商业）储备、实物储备和资源（地）储备相结合的方式，建立稀土战略储备。此举意味着国家对稀土控制和保护性开采采取了更加明确的态度，稀土也将由之前的企业层面，行业层面收储，升级为国家级战略收储。而为了进一步规范稀土行业秩序，防止私挖，偷采，超采等行为导致的稀土资源流失，政府也将实施严格的稀土指令性生产计划编制、下达和监管制度，并坚决打击非法开采和超控制指标开采，坚决打击违法生产和超计划生产。并通过对稀土资源实施更为严格的保护性开采政策和生态环境保护标准，来切实加强稀土行业管理，加快转变稀土行业发展方式。

此外，为了避免铁合金中含有的微量镨，铽等稀土金属被贱卖，政府已将“按重量计稀土元素总含量>10%的铁合金”纳入稀土出口配额许可证管理，从而更大限度的保护我国的稀土资源，这也显示出，国家对稀土的认识和保护已经提升至战略高度。

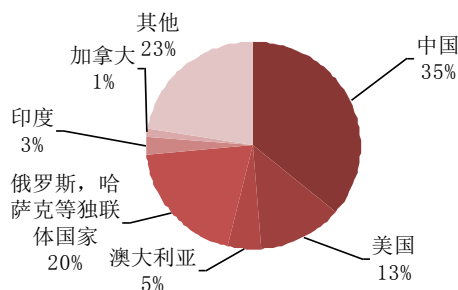
二、全球尤缺重稀土，南方稀土优势将逐步显现

（一）全球稀土储量“轻多重少”

稀土基本可分为钪组稀土和钇组稀土，其中钪组稀土又称为轻稀土，主要包括镧、铈、镨、钕、钆、铽、镱、铕。而钇组稀土又称为重稀土，主要包括钆、铽、镨、钕、铕、铽、镱、铕。

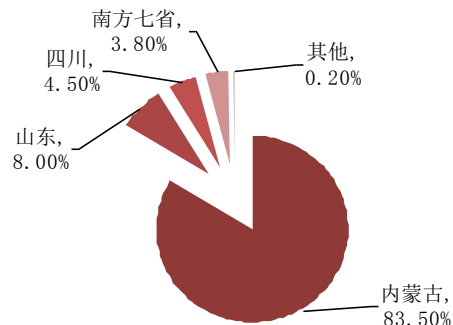
我国是全球稀土资源储量最大的国家，约占全球稀土资源的36%，而除中国外，美国、印度、澳大利亚、加拿大、南非、马来西亚等国家也有大量的稀土矿存在，并且澳大利亚等国也不断有新的稀土矿被发现，只不过全球尤其是除中国外的其他国家发现的稀土矿大部分都是以氟碳铈矿和独居石的形式存在的轻稀土。事实上，从储量和消费量来看，稀土早已不是稀缺资源，国外的轻稀土无论是品位还是放射性危害方面都较中国的一些稀土矿山存在优越性，只是考虑到成本和环保等因素，这些矿山并未投产或者并未大规模生产。

图表 1：世界稀土储量分布



数据来源：中邮证券研发部

图表 2：中国稀土储量分布



数据来源：中邮证券研发部

但是从重稀土的分布来看，确实存在严重短缺的现象。全球 70%以上都分布在中国，并且几乎全部集中在中国南方地区，特别是江西和广东两省，而且这些重稀土大多以离子形态存在，易采、易提取，是我国南方地区独有的珍稀矿种，其特点是其稀土元素含量除轻稀土中的镧、铈、镨、钕外，铽和镱等重稀土元素含量丰富。重稀土中的钆、铽、镱、钪、铟、铪、铌、钼、钨和钽在已知可采储量中几乎为中国独有，其中铽和镱等重稀土元素仅能开采 30 年。。而且这些重稀土素有工业味精之称，不仅储量少，缺口大，可替代性也小，也是名副其实的稀土中的稀缺品。而由于矿山构造的原因，国外重稀土矿山并不多见，尤其是含有镱，铽，钪等元素的稀土矿山尤为匮乏，所以每年都需要从中国进口大量的重稀土元素，这也在很大程度上加剧了我国重稀土大量流失的现象。据公开资料显示：我国离子吸附型重稀土矿查明资源储量 81 万吨，其中基础储量 9 万吨，主要集中分布在江西，59 万吨，占 72%；广东，19 万吨，占 23.5%，按平均 46%的回收率，离子吸附型稀土仅够开采 8 年，但是由于大量的偷挖和超采，真正可开采的年限可能会更短。

图表 3：中国主要稀土矿石类型

中国主要稀土矿石类型					
矿床类型	主要氧化物	品位	储量（万吨）	稀土类型	
白云鄂博	铁铈稀土共生	镧、铈、镨、钕、钆、钇	5%-7%	4350	轻稀土
山东微山	氟碳铈镧矿	镧、铈、镨、钕	3.6%-5.5%	420	轻稀土
四川凉山	单一氟碳铈矿	镧、铈	3.70%	240	轻稀土
南方七省	风化淋积型矿	钇、铈、钆、铽、钪	0.05%-0.2	200	重稀土

数据来源：中邮证券研发部

图表 4：国外主要稀土矿山类型、品位和储量

世界（除中国）主要稀土矿石类型						
国别	矿山名称	矿床类型	主要氧化物	品位	储量（万吨）	稀土类型
美国	芒廷帕斯	单一氟碳铈矿	铈铈镨钕	5%-10%	430	轻稀土
美国	贝诺杰	磷铈铬矿	铈铈镨钕	4.10%	36.3	轻稀土
澳大利亚	诺兰	富钪独居石	铈铈钕钇	2.80%	85	轻稀土
澳大利亚	韦尔德	假象独居石	铈铈钕	11.90%	92	轻稀土
澳大利亚	杜博	异性石矿床	铈铈镨钕	0.92%	60	重稀土
加拿大	托尔湖	褐钨铋矿	铈铈钕		18	重稀土
加拿大	托尔湖	独居石	铈铈镨钕	2.05%	115	轻稀土
加拿大	霍益达斯湖	铀矿	铈铈钕	2.36%	37	轻稀土

数据来源：中邮证券研发部

（二）国家政策重点保护南方重稀土

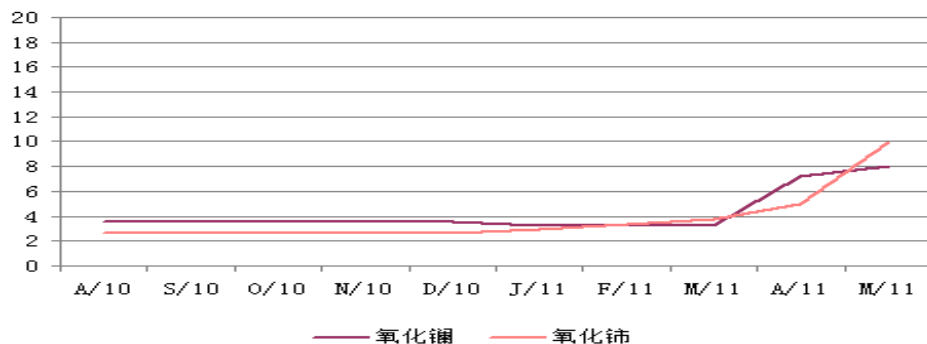
为了解决我国稀土被贱卖，控制稀土超额开采和更进一步的保护稀土资源，4月1日，政府将稀土资源税上调为：轻稀土，包括氟碳铈矿、独居石矿 60 元/吨；中重稀土，包括磷钇矿、离子型稀土矿，30 元/吨，从表面上看，轻稀土原矿的税负要大于重稀土，但由于原矿中 REO 的品位不同，按精矿折算的税负则相差巨大（轻稀土品位按照 5%，重稀土品位按照 0.1%来折算，则重稀土真实税负是轻稀土的 25 倍），这也充分显示出政府对我国重稀土的重视程度。尽管资源税在重稀土价格中所占比重并不大，但资源税负成本的提升将在很大程度上控制超采现象，从而更进一步控制并减少重稀土的供给。

而此次中国稀土行业由之前的企业收储升级为国家战略收储，更充分显示出中央政府对稀土资源的重视程度和对稀土供给实施控制的高度认可，毫无疑问，今后国家将对稀土资源实施更为严格的保护性开采政策和生态环境保护标准，并会通过推进稀土行业兼并重组，支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，从而提高产业集中度。可以预见，在国家政策主导下，具备实力的大集团企业将逐步入主我国南方稀土资源，南方七省资源控制不集中的问题将得到解决。

（三）供给紧张将继续推动重稀土价格上涨

近些年来，中国稀土产量增长很快，从 2005 年开始中国稀土产量一直维持在 10 万吨以上，2008 年产量更是达到创纪录的 12.48 万吨，此后产量虽有所下滑，但 2009 年中国稀土产量依旧高达 12 万吨，预计 2010 年中国稀土产量为 11.5 万吨左右。从近几年全球稀土消费量来看，我国以占全球 1/3 的稀土储量供给了全球 95%以上的稀土产量。但是随着国家对稀土开采、冶炼和出口控制的升级，再加之全球稀土供求缺口从 2008 年以来一直呈现扩大趋势，近几年尤其是今年以来稀土价格开始一路疯狂飙升。从下图中也可以看出，氧化镧和氧化铈价格较年初涨了 450%左右，氧化镨钕涨了 180%，氧化钕也涨了 120%，如果加上出口配额的价格和出口关税的影响，则出口到国外的稀土价格至少是国内价格的两倍。

图表 5: 氧化镧价格走势



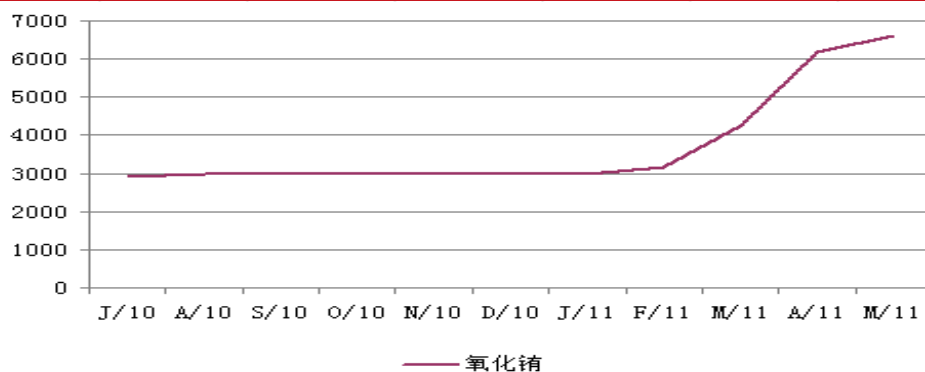
数据来源: 包钢稀土网站, 中邮证券研发部

图表 6: 氧化镨钕价格走势



数据来源: 包钢稀土网站, 中邮证券研发部

图表 7: 氧化铈价格走势



数据来源: 包钢稀土网站, 中邮证券研发部

但是随着稀土价格的飙升, 国外也掀起了新一轮稀土开发热, 一些已经在产的矿山纷纷提出新的扩产计划, 一些已经关闭的矿山和正在规划期和基建期的矿山也纷纷加快投产和开发进程。综合网站媒体的报道, 美国的芒廷帕斯矿, 澳大利亚的韦尔德矿和诺兰矿, 加拿大的霍益达斯矿, 越南的 Dongpao 矿, 哈萨克斯坦的铀尾矿纷纷提出了新的投扩产计划。但这些投扩产的稀土矿几乎全部是轻稀土, 只有越南的 Dongpao 矿属于典型的重稀土矿, 且平均品位超过 20%, 预计完全达产后产能有 5000 吨, 尽管具

体达产的时间仍不能确定，但预计在 2013 年之前就能产出重稀土矿。随着中国供给的减少以及国外一系列稀土矿山的陆续投产，我们大致匡算出至 2013 年国外稀土产量将达到 6—7 万吨，占全球稀土产量的比重有望达到 50% 左右，全球稀土供给由中国把持的局面将得到扭转。从稀土的消费结构，国外主要投扩产矿山的品位和稀土元素来推断，除生产钕铁硼所需镨钕之外的轻稀土的价格优势将难以体现，但重稀土特别是镝，铽，铕，铥，钆，铈等几乎是中国特有的微量元素的供给将依旧短缺。

图表 8：国外主要稀土矿山投产规划一览

项目名称	主要参与公司	产能（REO，吨）	预计投产年
芒廷帕斯	美国Molycorp	10000—20000	2011-2013
韦尔德	澳大利亚Lynas	10000—20000	2011-2013
诺兰	澳大利亚Afrisure	10000	2011-2013
Nechala	加拿大Avalon	5000	2013-2014
Dongpao	丰田，Sojits，越南政府	5000	不明
霍益达斯湖	加拿大西部矿业	3000—5000	不明
贝诺杰	美国稀有元素资源公司	——	不明
Kvanefjeld	格林兰矿业和能源公司	——	不明
哈萨克斯坦铀尾矿	日本住友，哈萨克Kazatomprom	3000	2010-2011
巴西Pitinga	Neo新材料金属和三菱	——	不明

数据来源：网站公开资料，中邮证券研发部

三、受益国家收储的稀土资源企业一览

图表 9：国内主要稀土资源企业资源储量和分离能力比较

	矿山储量 (万吨)	大股东储量 (万吨)	可能注入 (万吨)	分离能力 (吨)	钕铁硼 (吨)	深加工能力	稀土类型
包钢稀土	0	3100	0	120000	15000	有	轻稀土
中色股份	0	92	20	7000	0	无	重稀土
广晟有色	1.12	0	0	1200	0	无	重稀土
厦门钨业	0	0	1.8	4000	3000	有	轻/重稀土

数据来源：中邮证券研发部

包钢稀土：公司是全球稀土巨人，但随着国外矿山投产，轻稀土供给紧张的状况将有所改观，轻稀土价格很难再出现一路狂涨的现象，但公司凭借其巨大的资源储量和市场投放能力，将继续受益于稀土行业的发展。而且公司已经通过收购掌控赣州 11500 吨的重稀土分离能力，随着南方稀土争夺的加剧，公司很可能凭借自身优势在南方稀土争夺战中分一杯羹。更重要的是，随着公司募投项目的投产，公司已经从之前的单一分离和贸易企业变成拥有深加工生产线的一体化企业，而且高附加值产品在公司收入和利润结构中所占的比重越来越大。随着新能源汽车，清洁能源的高速扩张，公司的主打产品：镨钕、钕铁硼、镍氢电池、荧光抛光材料将有巨大的应用前景。所以我们充分看好公司未来的成长空间。

中色股份：公司新丰 7000 吨重稀土分离项目已经获得审批，该项目每年对稀土精矿的消耗量是 2 万吨，届时公司将拥有全国最大的重稀土分离产能。虽然公司没有稀土采矿权证，但新丰县却有 20 万吨的离子型稀土储量，公司下一步很可能获得新丰县

的稀土资源从而解决稀土冶炼的原材料来源问题。再加之大股东已经在澳大利亚收购了韦尔德矿，该矿无论从品位还是稀土元素的丰富程度上都要强于白云鄂博稀土矿，为了解决公司稀土资源瓶颈问题，大股东很可能将韦尔德矿注入到中色股份，届时公司将拥有完整的稀土产业链。随着公司 7000 吨冶炼产能项目的投产，稀土在公司营业构成中的比重将逐步增大，未来公司有望分享重稀土价格上涨的盛宴。

广晟有色，公司现有的稀土储量全部为重稀土，只是储量确实很少，只有 1 万多吨，盈利能力也不强，而按照现有的开采速度，公司稀土业务仅有运转 9 年，所以为了能够维持公司的正常运转，收购新的稀土矿是唯一的选择。此外，广东的重稀土储量仅次于江西，而公司又是广东省境内唯一一家稀土类上市公司，随着国家推进南方稀土整合政策的提出，公司将借政策东风并依托广东省政府整合广东省境内的稀土资源。从这个意义上来看，公司的稀土资源储量具备很大的增长空间。

厦门钨业，公司是中国钨业龙头，但近期通过收购长汀金龙稀土和设立龙岩稀土，开始积极拓展稀土业务，现阶段公司共拥有 4000 吨稀土分离产能，外加 3000 吨钽铁硼和 1000 吨荧光粉产能，但公司面临的核心问题依旧是缺乏上游稀土矿产资源，而且随着国家进行行业收储以及实施部分稀土矿山储备，公司的采矿权证能否申请下来确实面临问题。

图表 10：可比公司估值比较

	收盘价	稀土业务毛利率	市盈率(TTM)	市销率(TTM)	市净率
厦门钨业	41.21	10.83%	75.1341	4.6566	10.8196
包钢稀土	61.2	57.59%	71.0252	12.2872	27.042
广晟有色	61.35	14.74%	318.8379	11.1288	48.3315
中色股份	33.11	—	270.5122	3.3629	10.8757

数据来源：WIND，中邮证券研发部

目前，北方稀土已经实现包钢稀土专营，四川稀土也落入江铜集团手中，唯有南方省的稀土资源亟待整合。由于国家希望稀土行业通过联合、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，从而提高产业集中度，所以在国家政策的主导下，下一步围绕南方稀土整合将出现新一轮整合，如果能抓住整合浪潮来发展壮大自己，将为企业的未来发展增加大量筹码。预计此次整合将主要围绕江西和广东展开，就江西而言，由于中铝和五矿已经退出，而包钢稀土却通过收购信丰新利等三家企业获得赣州 11500 吨的分离产能，所以我们认为包钢稀土凭借收储经验和资金实力拿下江西的可能性较大。就广东而言，广晟有色是广东唯一一家上市的稀土类公司，并控制广东省 75% 的采矿权证，未来公司在广东省政府支持下整合广东省稀土资源是一个大概率事件。此外，考虑到五矿集团强大的资金技术实力以及近期已经通过收购河源稀土在广东稀土争夺战中先下一城，所以我们判断包钢稀土，广晟有色，五矿集团很有可能成为此次整合大潮的最大受益方。但鉴于广晟有色目前估值偏高，建议重点关注包钢稀土。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。