

稀土行业深度报告

郭建中, FRM
SAC 执业证书编号:
S0160511100002
guojz@ctsec.com
0571-87620705
2012 年 1 月 6 日

物以“稀”为贵，王者必将归来

稀土行业

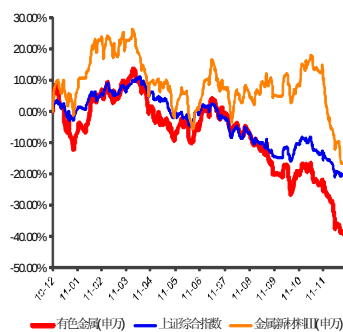
增持

(首次)

投资要点:

- **稀土资源分布较为集中，中国是稀土大国。**自然界中含稀土元素的矿物有 250 多种，而工业上实际利用的稀土矿物只有 10 种左右，其中最主要的有氟碳铈矿、独居石、磷钇矿、离子吸附型稀土矿和磷灰石等。我国内蒙古白云鄂博、四川冕宁、澳大利亚韦尔德、美国芒廷帕斯等矿床都是世界主要的大型稀土矿床。
- **军事、新材料是稀土资源最广泛的应用领域。**稀土主要应用于军事、冶金、石油化工、玻璃陶瓷、新材料等领域。数据显示，在我国，一半以上的稀土被用于军事和新材料。
- **目前国内主要围绕三大稀土资源，形成了三大生产基地：**以包头混合型稀土矿为原料形成了以包头稀土高科、甘肃稀土公司为骨干的北方稀土生产基地；以南方离子型矿为原料的中重稀土生产基地，骨干企业有广州珠江冶炼厂、江阴加华稀土厂等；以四川冕宁氟碳铈矿为原料，在四川形成了氟碳铈矿生产基地。
- **2012 年我们认为，稀土价格将震荡上升。**2011 年，稀土资源价格大幅波动，上半年上涨 5-10 倍，下半年跌幅近 50%。2012 年，在政府不断加大对稀土行业整治力度的前提下，稀土产品的价格将呈现震荡向上的趋势。上游企业在政府的监管下，将合理定价，稳定价格变动幅度；而一定程度的“垄断”和供不应求的市场情况，价格会出现上涨趋势。
- **稀土永磁材料的需求将不断增长。**随着下游节能环保和新能源领域需求的不断增长，高性能钕铁硼永磁材料市场规模将不断增长。预计 2011 年-2014 年高性能钕铁硼的需求年均增速在 25%以上，到 2014 年总需求量将增长至 32000 吨左右。
- **推荐公司：包钢稀土、五矿发展、宁波韵升。**

行业一年走势



数据来源: wind, 财通证券研究所

重点公司投资评级:

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价(1 月 5 日)	11EPS (元)	12EPS (元)	13EPS (元)	11PE	PB	投资评级
600111	包钢稀土	431	35.64	3.45	3.84	4.07	10.33	5.6	增持
600058	五矿发展	225	21.00	0.97	1.2	1.49	21.65	2.33	增持
600366	宁波韵升	72	13.90	0.82	1.02	1.25	16.95	2.21	增持

资料来源: 公司资料和财通证券研究所预测

目录

一、稀土资源概述.....	- 4 -
1. 稀土元素概述.....	- 4 -
2. 稀土资源分布较为集中，中国是稀土大国.....	- 4 -
3. 军事、新材料是稀土资源最广泛的应用领域.....	- 7 -
4. 稀土工艺流程.....	- 8 -
5. 政府加强稀土市场规范，监管力度加大.....	- 9 -
6. 稀土生产、分离指标平稳上升，出口配额有望下调.....	- 11 -
二、稀土市场情况分析.....	- 12 -
1. 氧化物、金属、合金是稀土主要的产品种类.....	- 12 -
2. 稀土价格将震荡上升.....	- 13 -
三、稀土资源产业链.....	- 14 -
1. 上、中游企业整合力度加强，一定程度“垄断”稀土资源.....	- 15 -
2. 钕铁硼等永磁材料是稀土产业链下游的主要应用领域.....	- 16 -
四、投资建议:	- 19 -
1. 包钢稀土（600111）.....	- 20 -
2. 五矿发展（600058）.....	- 21 -
3. 宁波韵升（600366）.....	- 22 -

图表目录

图表 1	元素周期表中的稀土元素分布	4 -
图表 2	世界稀土资源五大国储量和产能（2009 年）	5 -
图表 3	主要稀土矿物REO含量	5 -
图表 4	中国钨、锡、钼、锑、稀土矿主要矿产地分布图	6 -
图表 5	中国离子型稀土矿分布图	6 -
图表 6	我国的稀土矿藏分布	7 -
图表 7	稀土产品功能及用途	7 -
图表 8	中国稀土消费结构	8 -
图表 9	稀土选矿及冶炼分离工艺	9 -
图表 10	稀土资源国家监管政策变迁	10 -
图表 11	轻稀土、中重稀土指令性开采计划指标（单位：吨）	11 -
图表 12	稀土资源冶炼分离生产指标（单位：吨）	11 -
图表 13	中国近年稀土出口配额（单位：吨）	12 -
图表 14	2009 年中国稀土出口结构	12 -
图表 15	2008-2011 年稀土产品出口配额（以 2011 年第二批前五名为准，单位：吨）	12 -
图表 16	镨、钕氧化物及合金价格走势（单位：万元/吨）	13 -
图表 17	镧、铈及其氧化物价格走势（单位：万元/吨）	13 -
图表 18	稀土产业链的划分	15 -
图表 19	稀土资源上、中游企业资料（截至 2011 年 12 月 26 日）	16 -
图表 20	稀土资源下游企业资料（截至 2011 年 12 月 26 日）	17 -
图表 21	磁性材料分类	18 -
图表 22	钕铁硼等磁性材料磁性能比较	18 -
图表 23	高性能钕铁硼永磁材料需求预测	19 -
图表 24	包钢稀土财务和估值表（12 月 23 日）	21 -
图表 25	五矿发展财务和估值表（12 月 23 日）	22 -
图表 26	宁波韵升财务和估值表（12 月 23 日）	23 -

一、稀土资源概述

1. 稀土元素概述

稀土元素就是化学元素周期表中镧系元素——镧(La)、铈(Ce)、镨(Pr)、钕(Nd)、钐(Sm)、铕(Eu)、钆(Gd)、铽(Tb)、镝(Dy)、钬(Ho)、铒(Er)、铥(Tm)、镱(Yb)、镱(Lu)，以及与镧系的15个元素密切相关的两个元素——钪(Sc)和钇(Y)共17种元素，称为稀土元素(Rare Earth)。简称稀土(RE或R)。

通常把镧、铈、镨、钕、钐、铕称为轻稀土或铈组稀土；把钆、铽、镝、钬、铒、铥、镱、镱称为重稀土或钇组稀土。也有的根据稀土元素物理化学性质的相似性和差异性，除钪之外（有的将钪划归分散元素），划分成三组，即轻稀土组为镧、铈、镨、钕、钐；中稀土组为钐、铕、钆、铽、镝；重稀土组为钬、铒、铥、镱、镱、钪。

图表1 元素周期表中的稀土元素分布

1 氢 H 1.0079	2 氦 He 4.0026	3 锂 Li 6.941	4 铍 Be 9.012	5 硼 B 10.811	6 碳 C 12.011	7 氮 N 14.007	8 氧 O 15.999	9 氟 F 18.998	10 氖 Ne 20.17	11 钠 Na 22.989	12 镁 Mg 24.305	13 铝 Al 26.982	14 硅 Si 28.085	15 磷 P 30.974	16 硫 S 32.06	17 氯 Cl 35.453	18 氩 Ar 39.94	19 钾 K 39.098	20 钙 Ca 40.08	21 钪 Sc 44.956	22 钛 Ti 47.88	23 钒 V 50.942	24 铬 Cr 51.996	25 锰 Mn 54.938	26 铁 Fe 55.845	27 钴 Co 58.933	28 镍 Ni 58.69	29 铜 Cu 63.546	30 锌 Zn 65.38	31 镓 Ga 69.723	32 锗 Ge 72.64	33 砷 As 74.922	34 硒 Se 78.96	35 溴 Br 79.904	36 氪 Kr 83.8	37 铷 Rb 85.468	38 锶 Sr 87.62	39 钇 Y 88.906	40 锆 Zr 91.224	41 铌 Nb 92.906	42 钼 Mo 95.94	43 锝 Tc 98	44 钨 W 183.84	45 铼 Re 186.21	46 钨 Os 190.23	47 铱 Ir 192.22	48 铂 Pt 195.08	49 金 Au 196.967	50 汞 Hg 200.59	51 铊 Tl 204.38	52 铅 Pb 207.2	53 铋 Bi 208.98	54 钋 Po (209)	55 砒 At (210)	56 氡 Rn (222)	57 镧 La 138.905	58 铈 Ce 140.12	59 镨 Pr 140.908	60 钕 Nd 144.24	61 钐 Sm 150.36	62 铕 Eu 151.964	63 钆 Gd 157.25	64 铽 Tb 158.925	65 镝 Dy 162.50	66 钬 Ho 164.930	67 铒 Er 167.259	68 铥 Tm 168.930	69 镱 Yb 173.054	70 镱 Lu 174.967	71 铪 Hf 178.49	72 钽 Ta 180.948	73 钨 W 183.84	74 铼 Re 186.21	75 锇 Os 190.23	76 铱 Ir 192.22	77 铂 Pt 195.08	78 金 Au 196.967	79 汞 Hg 200.59	80 铊 Tl 204.38	81 铅 Pb 207.2	82 铋 Bi 208.98	83 钋 Po (209)	84 砒 At (210)	85 氡 Rn (222)	86 钫 Fr (223)	87 镭 Ra (226)	88 锕 Ac 227.033	89 钍 Th 232.038	90 镤 Pa 231.036	91 铀 U 238.029	92 镎 Np 237.048	93 钚 Pu 244	94 镅 Am 243	95 镆 Cm 247	96 锫 Bk 247	97 锪 Cf 251	98 铈 Es 254	99 镆 Fm 257	100 镎 Md 258	101 钅 No 259	102 铈 Lr 262
--------------------	---------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	---------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	---------------------	--------------------	----------------------	---------------------	---------------------	---------------------	----------------------	---------------------	---------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	---------------------	----------------------	---------------------	----------------------	---------------------	----------------------	---------------------	----------------------	--------------------	----------------------	---------------------	---------------------	----------------------	----------------------	---------------------	------------------	---------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	-----------------------	----------------------	----------------------	---------------------	----------------------	---------------------	---------------------	---------------------	-----------------------	----------------------	-----------------------	----------------------	----------------------	-----------------------	----------------------	-----------------------	----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	----------------------	-----------------------	---------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	-----------------------	----------------------	----------------------	---------------------	----------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	----------------------	-----------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	--------------------	--------------------	--------------------

资料来源：财通证券研究所整理

2. 稀土资源分布较为集中，中国是稀土大国

在所有的国家中，中国稀土资源最为丰富，此外，澳大利亚、俄罗斯等独联体国家、美国、巴西、加拿大和印度等国稀土资源也很丰富，近年来在越南也发现了大型稀

土矿床。另外，南非、马来西亚、印度尼西亚、斯里兰卡、蒙古、朝鲜、阿富汗、沙特阿拉伯、土耳其、挪威、格陵兰、尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚、布隆迪、马达加斯加、莫桑比克、埃及等国家和地区也发现具有一定规模的稀土矿床。

图表 2 世界稀土资源五大国储量和产能（2009 年）

国家	储量（万吨）	占全球比重	产能（万吨）
中国	3600	36%	12
俄罗斯	1900	19%	0
美国	1300	13%	0
澳大利亚	540	5%	0
印度	310	3%	0.27

资料来源：中国稀土信息网，财通证券研究所

自然界中含稀土元素的矿物有 250 多种，而工业上实际利用的稀土矿物只有 10 种左右，其中最主要的有氟碳铈矿、独居石、磷钇矿、离子吸附型稀土矿和磷灰石等。我国内蒙古白云鄂博、四川冕宁、澳大利亚韦尔德、美国芒廷帕斯等矿床都是世界主要的大型稀土矿床。

图表 3 主要稀土矿物 REO 含量

稀土矿物	矿物类型	REO 最大含量（%）
氟碳铈矿	碳酸盐	75
独居石	磷酸盐	65
磷灰石	磷酸盐	12
烧绿石	氧化物	6
褐钇铈矿	氧化物	46
铈钇矿	氧化物	22
铈钇钙钛矿	氧化物	32
黑稀金矿	氧化物	30
铈硅石	硅酸盐	70
磷钇矿	磷酸盐	62
钇菱铈钙矿	氟碳铈盐	50

资料来源：中国稀土信息网，财通证券研究所

中国是世界上稀土资源最丰富的国家，素有“稀土王国”之称。随着矿产勘探技术的不断进步，近年来我国探明的稀土储量也在不断增加。国外公布的我国已探明稀土资源储量为 4300 万吨，占世界总储量的 43%（中国稀土学会地采选委员会提供的我国已探明的稀土资源储量为 5200 万吨，占全世界稀土储量的 50% 以上）。目前来

看，中国的稀土资源主要分布在内蒙、江西、广东、广西、四川、山东等地。我国已在全国三分之二以上的省（区）发现上千处矿床、矿点和矿化产地，除内蒙古的白云鄂博、江西赣南、广东粤北、四川凉山为稀土资源集中分布区外，山东、湖南、广西、云南、贵州、福建、浙江、湖北、河南、山西、辽宁、陕西、新疆等省区亦有稀土矿床发现，但是资源量要比矿化集中富集区少得多。全国稀土资源总量的 98% 分布在内蒙古、江西、广东、四川、山东等地区，形成北、南、东、西的分布格局，并具有北轻南重的分布特点。

图表 4 中国钨、锡、钼、铋、稀土矿主要矿产地分布图



资料来源：财通证券研究所整理

图表 5 中国离子型稀土矿分布图



资料来源：财通证券研究所整理

图表 6 我国的稀土矿藏分布

矿场	矿藏特点
白云鄂博	铁、铌、稀土共生矿床，轻稀土占稀土矿物 79%，储量约为世界总储量的一半，钽、铈等稀土元素含量丰富
四川凉山	“牦牛坪式”单一氟碳铈矿矿床，矿物粒度粗，有害杂质含量低，易选冶，可直接入炉冶炼中间合金，工艺简单易行，成本低
山东微山	优质氟碳铈矿
江西龙南	磷钇矿储量巨大（16 万吨），是国外钇工业储量的 4 倍，是美国的 47 倍
南岭地区	包括江西、广东、福建、湖南、广西等地，蕴藏着我国特有而有及其丰富的离子型稀土矿，所富含的钇、铈等中重稀土储量占世界一半以上

资料来源：上海有色网，财通证券研究所

3. 军事、新材料是稀土资源最广泛的应用领域

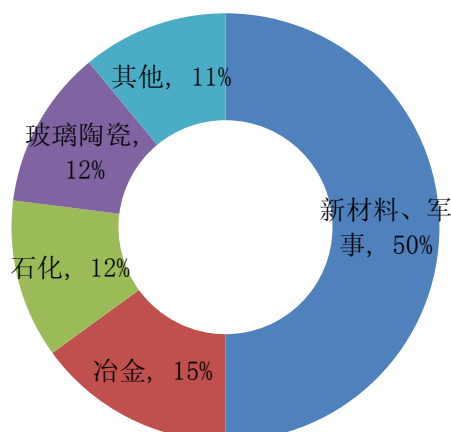
稀土主要应用于军事、冶金、石油化工、玻璃陶瓷、新材料等领域。数据显示，在我国，一半以上的稀土被用于军事和新材料。

图表 7 稀土产品功能及用途

领域	功能	主要使用的稀土产品
军事	大幅度提高其他产品的质量和性能，是电子、激光、核工业、超导等诸多高科技的润滑剂	如导弹制导系统中用于电子束聚焦的钕钴磁体和钕铁硼磁体，夜视仪中的元素钪，发动机叶片及燃烧室的阻燃钛合金使用的铈等
冶金	改善钢加工性能，改善合金的物理化学性能，并提高合金室温及高温机械性能	在钢中使用稀土金属或氟化物、硅化物，稀土硅铁合金、稀土硅镁合金作为球化剂生产稀土球墨铸铁，镁、铝、铜、锌、镍等有色金属中的有色金属
石油化工	主要用作催化剂，提高化学反应速度及合成过程的稳定性	合成氨生产过程中使用硝酸稀土，合成顺丁橡胶和异戊橡胶过程中采用环烷酸稀土-三异丁基铝型催化剂，复合稀土氧化物用作内燃机尾气净化催化剂，环烷酸铈用作油漆催干剂等
玻璃陶瓷	抛光，吸色，吸收红外线、紫外线，提高玻璃耐酸耐热性能等	稀土氧化物或经过加工处理的稀土精矿作为抛光粉，利用二氧化铈去除玻璃中的绿色，以及其他稀土氧化物
新材料	稀土高磁性能用于高技术行业，此外还可以用作固体激光材料、染色材料、超导材料等	稀土钴及钕、铁、硼作为永磁材料，高纯氧化钕用于制造固体激光材料，稀土六硼化物用于制作阴极材料，钕镍金属用作贮氢材料，铬酸钕是高温热电材料等

数据来源：财通证券研究所整理

图表8 中国稀土消费结构



资料来源：中国金属网，财通证券研究所

4. 稀土工艺流程

我国稀土工业经过 40 余年的努力，尤其是 1978 年以来的快速发展，生产水平和产品质量都产生了质的飞跃，已形成一套完整的工业体系。目前国内主要围绕三大稀土资源，形成了三大生产基地：

（1）以包头混合型稀土矿为原料形成了以包头稀土高科、甘肃稀土公司为骨干的北方稀土生产基地。目前大部分处理包头矿的稀土企业均采用北京有色金属研究总院开发成功的酸法工艺冶炼，然后采用 P204 或 P507 萃取分离，其中高纯铈一般采用氧化萃取提取，荧光级氧化铈采用还原萃取提取，主要产品有镧、铈、镨、钕、钐、铕等单一或混合稀土化合物。

（2）以南方离子型矿为原料的中重稀土生产基地，骨干企业有广州珠江冶炼厂、江阴加华稀土厂、宜兴新威稀土公司、溧阳罗地亚方正稀土公司、广东阳江稀土厂等。南方离子型稀土矿普遍采用硫酸铵原地浸-碳酸盐沉淀-灼烧-盐酸溶解-P507 和环烷酸萃取分离提纯钇、镱、铽、铈、镧、铈、钕、钐等中重单一稀土氧化物和部分富集物。

（3）以四川冕宁氟碳铈矿为原料，在四川形成了氟碳铈矿生产基地。氟碳铈矿冶炼工艺主要是以氧化焙烧-硫酸浸出法为主干流程而衍生出来的各种化学处理工艺，产品为以镧、铈、钕为主的单一或混合稀土化合物。大多数企业规模小、装备及技术水平较低，稀土冶炼产品中初级产品多，高纯及单一稀土化合物产品估计不超过 5%。

图表9 稀土选矿及冶炼分离工艺

稀 浮选法	利用矿物表面物理化学性质的差异来选分矿石的一种方法。矿物颗粒自身表面具有疏水性或经浮选药剂作用产生或增强疏水性。疏水就是亲油和亲气体，可在液，气或水—油的界面发生聚集。经过一系列工艺处理后的矿粒虽然密度大却能与气泡和浮选剂亲合而被浮于浮选机的矿液表面，将作为泡沫产品回收。
土 磁选法	矿物颗粒在非均匀磁场中，不仅受转矩的作用，还受磁力的作用，结果使它既发生转动又向磁场梯度增大的方向移动，最后被吸在磁体表面上。这样磁性不同的矿粒得以分离。
选 湿法冶金	湿法冶金金属化工冶金方式，全流程大多处于溶液、溶剂之中，如稀土精矿的分解、稀土氧化物、稀土化合物、单一稀土金属的分离和提取过程就是采用沉淀、结晶、氧化还原、溶剂萃取、离子交换等化学分离工艺过程。
矿 火法冶金	火法冶金工艺过程简单，生产率较高。稀土火法冶炼主要包括硅热还原法制取稀土合金，熔盐电解法制取稀土金属或合金，金属热还原法制取稀土合金等。火法冶金的共同特点是在高温条件下生产。

资料来源：中国选矿技术网，财通证券研究所

5. 政府加强稀土市场规范，监管力度加大

随着国家对稀土资源的不断重视，对稀土的监管政策也在发生着变化。大体上倾向于更加严格，政府控制力度不断加强的趋势。特别在近两年，随着国家将稀土列入战略储备体系，稀土专用发票、资源税、专项整治等措施，进一步加强对稀土市场的规范。

图表 10 稀土资源国家监管政策变迁

时间	内容
1985 年	开始实行稀土产品出口退税政策，出口逐年递增
1998 年	实施稀土产品出口配额许可证制度，将稀土原料列入加工贸易禁止类商品目录
2000 年	实施稀土开采配额制度
2002 年	国家发展计划委员会发布《外商投资稀土行业管理暂行规定》，禁止外商在中国境内建立稀土矿山企业，不允许外商独资举办稀土冶炼、分离项目（限于合资、合作），对于稀土冶炼、分离类项目，不论投资额大小，一律由各省、自治区、直辖市及计划单列市计委上报国家计委审批。同时，鼓励外商投资稀土深加工、稀土新材料和稀土应用产品
2005 年 4 月	财政部、国家税务总局下发的《关于调整部分产品出口退税率的通知》（财税[2005]75 号）取消稀土出口退税，压缩出口配额企业名额。商务部、海关总署联合发布的公告（2005 年第 26 号）将稀土原矿等产品列入加工贸易禁止类商品目录
2006 年	国土资源部停止发放稀土矿开采许可证，开始对“稀土矿的开采、加工、出口”进行调控
2007 年	国家发改委和商务部公布了新的《外商投资产业指导目录》，目录中“钨、钼、锡（锡化合物除外）、铋（含氧化铋和硫化铋）等有金属冶炼”、“稀土冶炼、分离（限于合资、合作）”被列入限制外商进入领域，而钨、铋、稀土的“勘查、开采、选”则完全禁止外资进入
2008 年 12 月	商务部公布《2009 年稀土出口企业名单》，入册企业（20 家）比 2007 年减少 19 家
2009 年 4 月	国土资源部发布了新的《稀土矿开采总量控制指标》，进一步降低国内产能，稀土矿开采总量控制指标拟定为 82320 吨，并继续冻结新的开采许可证，宣布 2010 年 6 月 30 日前 暂停受理钨矿、铋矿和稀土矿勘查许可证、采矿许可证申请
2009 年底	工信部审议通过《2009—2015 年稀土工业发展规划》。《规划》明确指出，未来 6 年，中国稀土出口配额的总量将控制在 3.5 万吨/年以内。初级材料仍被禁止出口
2010 年 5 月	工信部发布了《稀土行业准入条件》（征求意见稿）。这是我国第一次从生产规模方面设置稀土准入门槛。2010 年 9 月初，国务院正式发布《关于促进企业兼并重组的意见》，首次把稀土列为重点行业兼并重组的名单，并减少稀土出口
2011 年 2 月	环境保护部发布《稀土工业污染物排放标准》，自 2011 年 10 月 1 日起实施，这是“十二五”期间环境保护部发布的第一个国家污染物排放标准，标准的制定和实施将提高稀土产业准入门槛，加快转变稀土行业发展方式，推动稀土产业结构调整，促进稀土行业持续健康发展
2011 年 5 月	《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》提出坚持控制总量和优化存量，加快实施大企业大集团战略，积极推进技术创新，建立稀土战略储备体系。该意见共 22 条，被称为“国 22 条”
2011 年 8 月	工业和信息化部、监察部、环境保护部、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国家安全生产监督管理总局联合下发了《关于开展全国稀土生产秩序专项整治行动的通知》。工作重点为：整顿稀土矿山生产秩序、整顿稀土冶炼分离生产秩序、坚决打击销售和收购非法稀土矿产品行为
2011 年 9 月	国务院通过关于修改《中华人民共和国资源税暂行条例》的决定，自 2011 年 11 月 1 日起施行，其中对稀土矿征收每吨 0.4-60 元。调整后，包括氟碳铈矿、独居石矿在内的轻稀土税额为 60 元/吨，包括磷钇矿、离子型稀土矿的中重稀土税额为 30 元/吨

资料来源：财通证券研究所整理

6. 稀土生产、分离指标平稳上升，出口配额有望下调

目前，我国对稀土进行严格控制，从采矿、冶炼分离及出口三个方面进行额度限制。从下表中可以看出，近几年，两种稀土资源开采指标仍呈上升趋势。尽管如此，在 2011 年，全国离子型稀土矿指令性生产指标为 13400 吨，但实际产品已经超过了 5 万吨。

图表 11 轻稀土、中重稀土指令性开采计划指标（单位：吨）

轻稀土				中重稀土			
	2009	2010	2011		2009	2010	2011
内蒙古	46000	50000	50000	福建	720	1500	2000
山东	1500	1500	1500	江西	7400	8500	9000
湖南	800	1500	2000	广东	1500	2000	2200
广西		2000	2500	广西	200		
四川	24000	22000	24400	云南	200	200	200
总计	72300	77000	80400	总计	10020	12200	13400

资料来源：国土资源部，财通证券研究所

而在冶炼分离生产指标方面，我国目前共有 46 家稀土分离企业获得指标资格，总指标为 90400 吨。

图表 12 稀土资源冶炼分离生产指标（单位：吨）

地区	2010	2011
内蒙古	35000	35000
江苏	8000	8400
福建	1400	2500
江西	12500	13000
山东	2500	2600
湖南	600	800
广东	7000	8500
四川	11000	11000
陕西	1500	1600
甘肃	6500	7000
总计	86000	90400

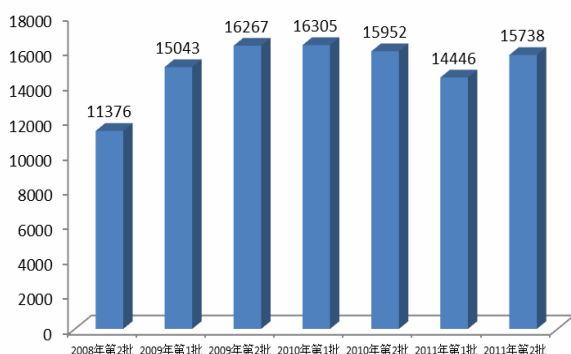
资料来源：工业和信息化部，财通证券研究所

出口方面，商务部在 2011 年公布稀土出口企业共 32 家，其中内资企业 22 家，外资企业 10 家，待审核企业 1 家。同时对每家企业进行出口配额限制。2011 年 12 月 21 日发布公告表示，受世界经济持续低迷以及 2011 年稀土出口配额未用完的影响，2012 年稀土出口配额有望做适量的缩减，但幅度不会太大。稍早，财政部宣布将从 2012

年起对全部 57 种稀土产品征收出口关税，而今年只有 19 种稀土产品不执行 15%至 25%不等的出口关税。

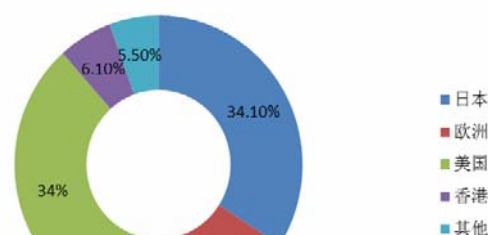
此外，2012 年符合条件的稀土出口企业数量也可能下降。商务部数据显示，今年迄今为止，全部 32 家稀土出口企业仅有 11 家获得稀土出口配额。如果其他企业仍无法达到环保要求，将继续无法获得出口许可。

图表 13 中国近年稀土出口配额（单位：吨）



资料来源：商务部，财通证券研究所

图表 14 2009 年中国稀土出口结构



资料来源：中国金属网，财通证券研究所

图表 15 2008-2011 年稀土产品出口配额（以 2011 年第二批前五名为准，单位：吨）

	2008		2009		2010		2011	
	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	
包头华美稀土高科有限公司	849	1193	1341	1659	658	954	1112	
内蒙古包钢稀土(集团)高科技股份有限公司	419	1048	1110	1305	634	740	976	
包头罗地亚稀土有限公司	-	-	-	1316	501	867	935	
内蒙古和发稀土科技开发股份有限公司	658	742	834	1504	551	750	858	
乐山盛和稀土科技有限公司	868	987	1092	1102	181	750	840	

资料来源：商务部，财通证券研究所

二、稀土市场情况分析

1. 氧化物、金属、合金是稀土主要的产品种类

稀土产品主要包括稀土金属、稀土氧化物、稀土合金等三大类，具体包括：

(1) 稀土氧化物：碳酸稀土、氧化镧、氧化铈、氧化钕、氧化镨、氧化铽、氧化镱、氧化铕、氧化钐、氧化钇、镨钕氧化物、氧化钆

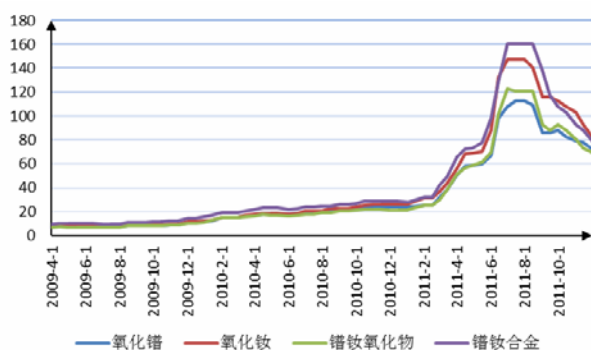
(2) 稀土金属：金属镧、镨、钕、铈、铽、镱、钐

(3) 稀土合金：镨钕合金、镨钕镱合金、混合稀土金属、电池级混合稀土金属、富镧金属、富铈金属、镱铁合金

2. 稀土价格将震荡上升

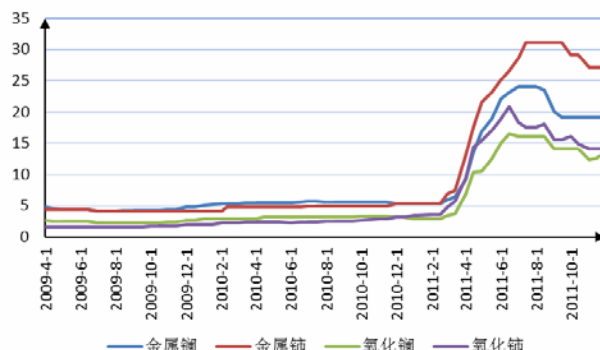
2011 年，稀土资源价格大幅波动。以镨钕合金为例，2009 年到 2010 年，镨钕合金价格一直稳定在 10 万/吨到 30 万/吨之间，平缓上升。进入 2011 年，上半年价格急剧上升，最高达到 160 万/吨。而进入第三季度，价格开始下调，逐步走低，到 11 月 30 日，价格已降至 87.5 万/吨。

图表 16 镨、钕氧化物及合金价格走势（单位：万元/吨）



资料来源：中国有色金属价格网，财通证券研究所

图表 17 镧、铈及其氧化物价格走势（单位：万元/吨）



资料来源：中国有色金属价格网，财通证券研究所

今年稀土市场价格的剧烈变化，我们认为，上半年的上涨主要是因为：

(1) 国家宏观政策调控。政府在上半年出台了“国 22 条”，稳定稀土市场、控制供应，提高市场集中度、打击私挖乱采等方式。社会对政府政策快速做出反应，政策的调控使得市场预期稀土资源供给将会减少。

(2) 社会炒作。由于市场预期稀土供应持续收紧，上中游生产商不愿低价出货，下游生产商则“买涨不买跌”，高价购入，囤积稀土。而社会游资则看到稀土资源的炒作机遇，则大量投入，囤积稀土，使得价格一再飙升。

(3) 成本增加。据有关部门测算，环保占稀土成本的 17%，而今年开始，国家政策的要求使得稀土厂家加大对环保的投入，从而增加了成本。

(4) 市场需求增加。随着稀土资源被应用在越来越多的领域，市场对稀土的需求也越来越多。国家战略型新兴产业的提出，节能环保、新能源汽车、新材料、新能源等多个行业对稀土资源都有较大的需求增长，从而促使价格的上升。

而进入到第三季度，各稀土产品价格开始出现下跌，市场成交极为清淡，我们认为主要有以下几个原因：

(1) 高价令下游企业难以接受。由于上半年稀土价格的不断攀升，下游企业难以接受，一方面寻求替代产品，另一方面减产应对，需求减少，从而在一定程度上促进了价格的回落。

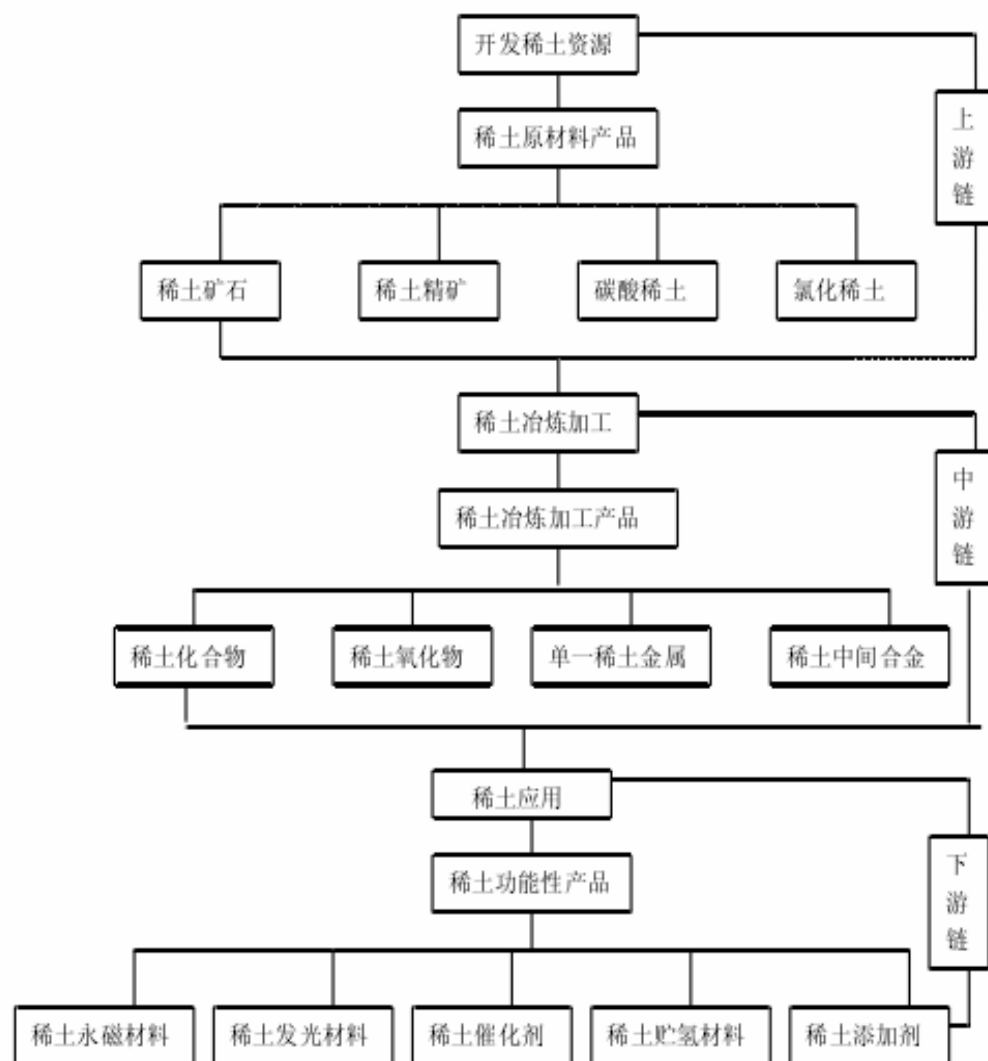
(2) 非法生产严重。各地稀土上游企业的整治力度不断加强，但私挖乱采现象忍让不断，致使市场上各种稀土产品供大于求。

(3) 囤积抛货。上半年价格上涨时投机游资进入稀土市场，价格下跌后，出现大量抛货者，而关于“稀土专业发票”的传闻，更进一步加剧了稀土价格的下跌。而此前下游企业囤积的大量原材料提前消耗了下半年的需求，因此使得下游企业需求减少。

三、稀土资源产业链

产业链上，按照企业从事业务的不同，将其进行划分。上游企业主要从事稀土矿产的开发粗选，中游企业主要进行稀土资源的冶炼分离，下游企业则主要是对稀土资源的应用。

图表 18 稀土产业链的划分



资料来源：《我国稀土产业环境分析及对策研究》，财通证券研究所

1. 上、中游企业整合力度加强，一定程度“垄断”稀土资源

上、中游企业主要对稀土矿产的开发、分离冶炼，共有上市企业 7 家，除包钢稀土外其余 6 家企业还兼营其他金属矿产。

图表 19 稀土资源上、中游企业资料（截至 2011 年 12 月 26 日）

上市公司	股票代码	存量(万吨)	产能(吨)	主要产品	总市值(亿)	全年股价表现
包钢稀土	600111	2200	5 万多	稀土精矿、稀土深加工产品等，选择磁性材料、发光材料、抛光材料、贮氢材料等领域为发展方向	440.09	-49.13%
广晟有色	600259	1.12	1200	钨及稀土相关产品	85.79	-47.05%
中色股份	000758	-	3000	锌精矿、铅精矿、锌锭及锌合金、稀土分离等	125.73	-48.00%
江西铜业	600362	88	22000	有色金属矿、希贵金属采、选、冶炼、加工	744.49	-52.40%
厦门钨业	600549	-	2500	钨钼产品生产与出口	200.37	-38.26%
五矿发展	600058	-	13600	业务涵盖黑色金属产业链各个环节	230.03	-34.37%
中国铝业	601600	-	34700	产品以氧化铝、电解铝为主	881.80	-35.70%

资料来源：wind，财通证券研究所整理

综合而言，大部分上中游企业上半年就耗尽全年生产指标，如果继续开采并生产，稀土矿和稀土产品将超标，从而导致国家稀土政策失效。因此在下半年，陆续有企业开始停产。从往年的生产指标和实际产量中也可以看到，国土资源部下达的稀土指令性生产计划几乎年年失效，稀土生产仍缺乏监管。进入今年，随着包钢稀土、五矿集团等主要稀土生产企业主动停产以及政府对稀土生产监管力度的加大，可以有效地控制上游稀土产品的供应，保障稀土市场的秩序。

而随着国家对稀土行业的整治，稀土资源将主要集中在少数厂商。《内蒙古稀土上游企业整合淘汰工作方案》内容显示，包钢稀土将对内蒙古区域内 35 家稀土上游企业进行重组合作、补偿关闭和淘汰关停，届时包钢稀土将成为我国北方获准从事稀土上游产业经营的“独苗”。而国务院《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》中指出，要在 1-2 年的时间内，建立起规范有序的稀土资源开发、冶炼及市场流通秩序，南方离子型稀土行业 CR3 将超过 80%。企业对稀土资源的“垄断”在一定程度上控制了稀土产品的价格，对稳定价格有促进作用。

2. 钕铁硼等永磁材料是稀土产业链下游的主要应用领域

下游厂商对稀土资源的应用主要集中在永磁材料，以生产钕铁硼磁体为主。稀土板块下游共有 14 家产商。

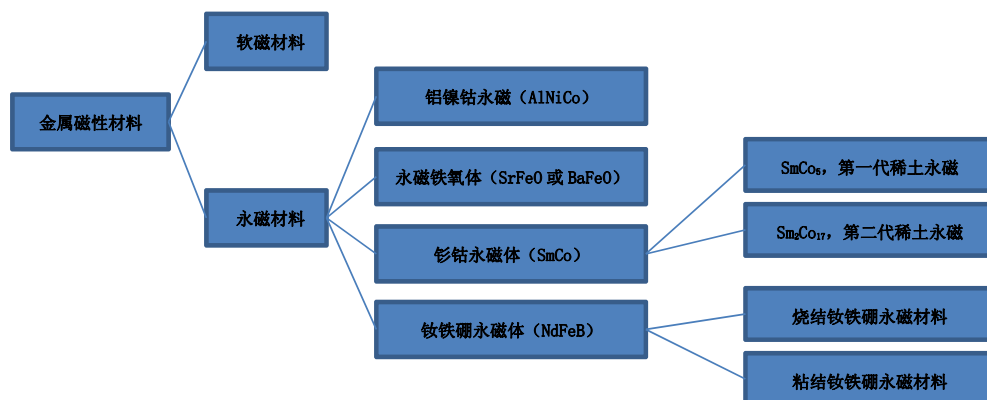
图表 20 稀土资源下游企业资料（截至 2011 年 12 月 26 日）

上市公司	股票代码	生产产品	产能（吨）	总市值	全年股价表现
中科三环	000970	烧结、粘结钕铁硼磁体、软磁铁氧体和电动自行车	永磁材料 12000	90.61	-36.20%
太原刚玉	000795	稀土永磁材料与制品、棕刚玉系列产品	永磁材料 3000	30.81	-38.58%
银河磁体	300127	粘结钕铁硼体元部件	粘结钕铁硼磁体 1550	40.09	-11.08%
正海磁材	300224	高性能钕铁硼永磁材料	3500	46.83	38.79%
江粉磁材	002600	铁氧体磁性材料元件（永磁元件、软磁元件）	-	41.25	62.25%
北矿磁材	600980	高性能永磁材料（以粘结铁氧体、烧结铁氧体为主）	-	16.26	-58.49%
横店东磁	002056	永磁铁氧体和软磁铁氧体	-	64.95	-61.16%
安泰科技	000969	非晶带材、薄膜太阳能电池产品、稀土永磁材料等新材料	钕铁硼未来扩产至 5000	149.27	-25.02%
风华高科	000636	新型元器件、集成电路、电子材料、电子专用设备一起等	-	45.09	-46.02%
津滨发展	000897	从事房地产开发业务，兼营稀土材料等	300 吨稀土永磁材料和 400 吨高性能钕铁硼永磁材料	41.08	-51.25%
中钢天源	002057	磁性材料、磁器件、磁分离及相关配套设备	1000 吨高性能烧结钕铁硼	14.68	-33.81%
鼎泰新材	002352	稀土锌铝合金镀层钢丝、钢绞线系列产品及热镀锌钢丝、钢绞线产品	稀土镀层合金钢丝 9.4 万	15.91	-33.96%
天通股份	600330	软磁铁氧体、微波铁氧体、稀土永磁材料	-	42.87	-57.89%
宁波韵升	600366	钕铁硼永磁材料、八音琴、汽车电机、启动马达、弹性元件及各类礼品等	5500 吨烧结钕铁硼, 250 吨粘结钕铁硼	70.54	-47.29%

资料来源：wind，财通证券研究所整理

金属磁性材料可分为永磁材料和软磁材料两种，通常将内禀矫顽力（使已被磁化后的铁磁体的磁感应强度降为零所必须施加的磁场强度）大于 0.8KA/M 的材料称为永磁材料，将内禀矫顽力小于 0.8KA/M 的材料称为软磁材料。永磁材料可分为铝镍钴永磁（AlNiCo）、永磁铁氧体、钐钴永磁体（SmCo）和钕铁硼永磁体（NdFeB）。其中钐钴永磁体和钕铁硼属于稀土永磁体范围，钐钴磁体中 SmCo₅ 为第一代稀土永磁体，Sm₂Co₁₇ 为第二代稀土永磁体，钕铁硼为第三代稀土永磁体。

图表 21 磁性材料分类



资料来源：银河磁材招股说明书，财通证券研究所

钕铁硼磁性材料是 80 年代新发展起来的体积小、重量轻和磁能积高的永磁材料，是迄今为止性能价格比最佳的商品化磁性材料。利用钕铁硼磁性材料生产的钕铁硼磁体，是当前稀土永磁材料行业的主导元件产品，该产品涉及的产业是朝阳产业，其新的应用增长点不断涌现：除在计算机、家用电器、打印机、移动电话、医疗器械等传统领域的广泛应用外，汽车中的发动机、电动机和音响系统的新应用已经开始；特别是以信息产业为代表的知识经济的发展，将极大地带动钕铁硼磁体产业的发展。

图表 22 钕铁硼等磁性材料磁性能比较

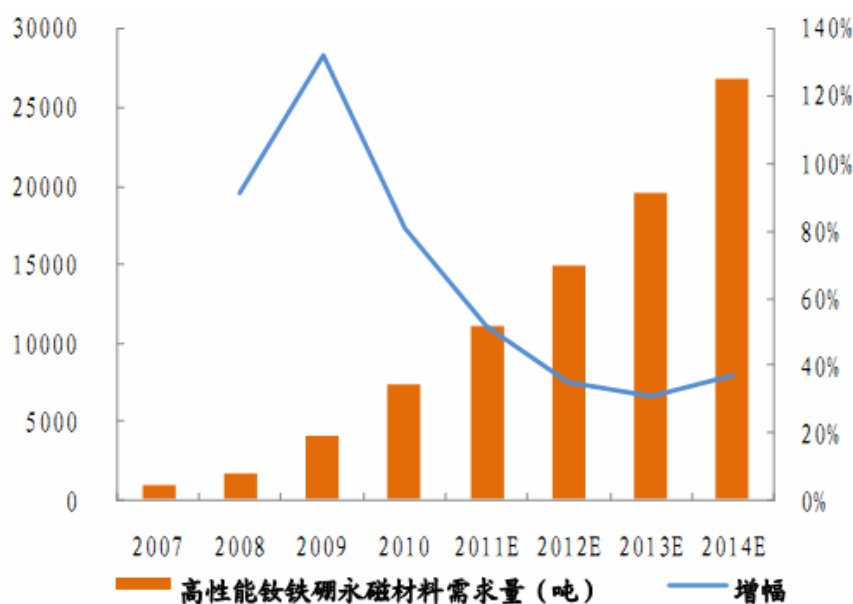
名称	磁性能指标		
	剩磁 Br (KGs)	内禀矫顽力 Hc j (KOe)	最大磁能积 (BH) max (MG0e)
钕铁硼永磁材料	13.6	14	44.9
Sm ₂ Co ₁₇ 永磁材料	11.2	6.9	31
铁氧体永磁材料	4.4	2.8	4.5

资料来源：《超强永磁体》冶金工业出版社，财通证券研究所

钕铁硼永磁材料按照生产工艺划分，可分为“烧结钕铁硼永磁材料”和“粘结钕铁硼永磁材料”。烧结钕铁硼磁体是应用钕铁硼稀土永磁粉末冶金工艺，将预烧料制成微粉，压制成型制成毛坯，再进行烧结而制成的磁体。烧结钕铁硼在磁能积、剩磁、矫顽力等方面具有较好的表现，是当今世界上磁性最强的永磁材料，但其缺点是只能制造形状相对简单的磁体。粘结钕铁硼磁体则弥补了烧结钕铁硼磁体的缺点，是用可塑性物质粘结剂与钕铁硼纳米微晶永磁粉末相混合制成磁性可塑性粒料、再通过各种可塑性材料的成型工艺而获得复合磁体。

通过以稀土永磁板块为主的新材料应用领域可以看出，下游市场对稀土资源的需求不断增加，以高性能钕铁硼为例，预计到 2014 年，需求量将比 2007 年增长逾 20 倍。下游市场需求的不断增加以及应用领域的不断拓宽，使得下游厂商对上游厂商成本转接能力较强。

图表 23 高性能钕铁硼永磁材料需求预测



资料来源：中国磁性材料与器件行业协会，财通证券研究所

综合对上下游企业的分析，我们认为，在政府不断加大对稀土行业整治力度的前提下，稀土产品的价格将呈现震荡向上的趋势。上游企业在政府的监管下，将合理定价，稳定价格变动幅度；而一定程度的“垄断”和供不应求的市场情况，价格会出现上涨趋势。

四、投资建议：

最近召开的工信部年度工作会议上，苗圩表示，2012 年要发布稀土行业准入条件等管理制度，组织实施稀土中央财政专项检查，严格执行年度指令性生产计划，完成稀土行业协会组建，加快推进大集团组建。我们认为，2012 年稀土业总量控制将继续。

随着下游节能环保和新能源领域需求的不断增长，高性能钕铁硼永磁材料市场

规模将不断增长。预计 2011 年-2014 年高性能钕铁硼的需求年均增速在 25%以上，到 2014 年总需求量将增长至 32000 吨左右，重点推荐：包钢稀土、五矿发展、宁波韵升。

1. 包钢稀土（600111）

- **业绩同比快速增长，环比出现回调。**前三季度包钢稀土实现营业收入 100.90 亿元，同比增长约 1.75 倍；实现归属于母公司所有者的净利润 31.29 亿元，同比增长约 4.17 倍；基本每股收益 2.58 元。三季度，实现归属于母公司所有者的净利润 11.53 亿元，同比增长 359.39%，环比下降 22.78%，基本每股收益 0.95 元。
- **收储托市、停产保价，应对供需失衡，价格剧烈波动。**上半年国内稀土价格暴涨，到三季度，价格开始出现下滑。为有效保护稀土资源，维护稀土市场稳定，避免由于稀土产品价格大幅波动而损害良好的行业秩序，包钢稀土在第三季度开始决定收购拥有国家指令性计划企业生产的价格不高于 90 万元/吨、符合质量要求的稀土镨钕氧化稀土产品。随后，包钢稀土又决定所属冶炼分离企业停产一个月，并停止对冶炼分离企业及外部合作企业提供原料。
- **稀土矿与稀土价格挂钩，稀土矿成本上升。**2012 年开始公司不再享有从集团按照固定价格购进稀土矿的优惠，而是将稀土矿购进价格和过去 6 个月稀土均价挂钩。在稀土价格高企的背景下，此举将大幅增加公司稀土矿购进成本。按照过去 6 个月稀土均价初步测试，新标准的实施将使公司稀土矿购进成本增加 280%，按照 2010 年稀土矿成本占公司生产成本 1.24% 计算，新标准下稀土矿成本占公司生产成本比例达 4.71%。
- **下游产业营收贡献逐渐加大。**公司稀土深加工产品目前占营业收入和营业利润的比重分别为 16.89% 和 12.96%，占比较小。而公司目前拥有 3000 吨钕铁硼磁性材料产能，年内投产的 3000 吨抛光材料项目和 300 台稀土永磁共振摄像系统产业化项目。在建项目包括 15000 吨磁性材料产业化二期工程。短期公司稀土深加工业务毛利率还较低，为 54.69%，远低于上游冶炼加工 79.07% 的毛利率。不过未来随着国家对深加工业务的政策支持以及技术进步、产能释放完全等，公司下游深加工业务将是公司未来发展的重点。
- **盈利预测与估值。**我们预计，在 2011 年和 2012 年，包钢稀土的净利润同比增长 457.91% 和 11%，实现每股收益 3.45 元和 3.84 元，对应 PE 分别为 10.33 倍和 9.28 倍，对应 PB 分别为 5.60 倍和 3.52 倍，估值上具有较大的优势，给予“增持”评级。

图表 24 包钢稀土财务和估值表 (12 月 23 日)

单位: 百万元	2008	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3225	2593	5258	14161	16826	18079
净利润	169	56	751	4188	4649	4935
每股收益 (元)	0.21	0.07	0.93	3.45	3.84	4.07
营业收入增长率	29.00%	-19.60%	102.78%	169.34%	18.81%	7.45%
净利润增长率	-45.11%	-66.62%	1246.18%	457.91%	11%	6.16%
净资产收益率	10.71%	3.35%	36.66%	79.59%	53.17%	41.56%
每股净资产 (元)	2.03	2.10	2.99	6.36	10.12	14.07
PE	169.67	509.00	38.31	10.33	9.28	8.75
PB	17.55	16.97	11.92	5.60	3.52	2.53

数据来源: 公司财报, 财通证券研究所

2. 五矿发展 (600058)

- **主营业务支撑, 业绩快速增长。**五矿集团 2011 年前三季度实现净利润 85915.34 万元, 比上年同期增长 92.54%, 基本每股收益 0.8015 元。第三季度单季净利润环比下降 42.5%, 同比增长 176.71%。五矿集团主营冶金原材料和钢铁的国内外贸易, 业务涵盖了黑色金属产业链的各个关键环节。
- **整合南方稀土资源, 力争行业前三。**公司 2011 年成立“五矿赣州稀土股份有限公司”, 计划在未来 5 年内, 在稀土功能性材料及应用产品项目上总投资 20 亿元, 达到年销售额 100 亿元规模。
- **正式涉足稀土矿业, 发展迅速。**2011 年 3 月, 五矿集团与广东省河源市政府签署战略合作协议, 双方合作对河源市稀土矿进行合理有序的勘查开发和集约利用。这标志着五矿集团正式涉足稀土矿业。2010 年 5 月, 公司完成控股湖南有色集团后, 就与湖南郴州市达成战略合作框架协议, 决定未来 5 年内在郴州境内新增投资 45 亿元-55 亿元, 开发钨、稀土、锡、铋等有色金属资源, 开展稀土、铋等的深加工。
- **盈利预测与估值。**我们预计, 五矿发展 2011 年和 2012 年净利润将分别增长 171.31%和 23.28%, 分别实现每股收益 0.97 元和 1.20 元。2011 和 2012 年对应 PE 分别为 22.39 倍和 18.10 倍, 对应 PB 分别为 2.41 和 2.22, 估值上具有较大的优势, 给予“增持”评级。

图表 25 五矿发展财务和估值表（12 月 23 日）

单位：百万元	2008	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	113204	94306	131466	151842	170165	189863
净利润	895	267	385	1044	1287	1600
每股收益（元）	0.85	0.25	0.36	0.97	1.20	1.49
营业收入增长率	33.09%	-16.69%	39.40%	15.50%	12.07%	11.58%
净利润增长率	-37.97%	-70.21%	44.29%	171.31%	23.28%	24.29%
净资产收益率	11.31%	3.25%	4.54%	10.73%	11.97%	13.30%
每股净资产（元）	7.68	7.63	8.19	9.00	9.77	10.78
PE	25.55	86.88	60.33	22.39	18.10	14.58
PB	2.83	2.85	2.65	2.41	2.22	2.01

数据来源：公司财报，财通证券研究所

3. 宁波韵升（600366）

- **业绩快速增长。**2011 年前 3 季度宁波韵升实现营业收入 294147.68 万元，同比增长 116%，环比增长 75%；营业成本 200306.98 万元，同比增长 104%，环比增长 38%；归属母公司净利润 39606.89 万元，同比增长 124%，环比增长 300%。前三季度实现基本每股收益 0.77 元。
- **公司电机业务值得期待。**目前公司电机业务已经形成了宁波电机、日兴电机、上海机电驱动三足鼎立的局面。特别是通过对日兴电机的收购，不仅使公司成功涉足商务车电机领域和日本整车配套市场，而且日兴电机在扭亏为盈后还为公司提供了新的利润增长点，随着日兴电机获利能力的持续增强，预计未来 3-5 年日兴电机的收入规模将维持 15%左右的增速。再加上宁波电机对国内 OE 市场的开拓以及政府对新能源汽车扶持力度的加大，我们认为未来公司的电机业务值得期待。
- **盈利能力创新高。**2011 年前三季度，公司销售毛利率为 31.90%，较上半年的 21.60%提升 10.30 个百分点，其中第三季度毛利率创新高达 39.60%，其主要原因是行业具备较强成本转移能力，且公司产品提价好于预期，随着上游稀土价格的回落，公司盈利能力将逐步回落至合理水平。
- **上游产业逐步趋稳，下游景气度有望提升。**2011 年上半年，稀土产品价格受国家稀土政策影响，不断飞涨，进入 8 月，价格开始出现回落，但目前价格相对最低价格仍具有较大涨幅。上游企业包钢稀土、五矿发展等实行了停产、收储等方案，为稳定稀土市场的健康平稳发展做出一定贡献。而随着国家监管力度的加大，上游稀土市场价格出现暴涨暴跌的情况不太容易出现，而倾向于震荡向上的趋势。而下游市场，随着国家大力推广新能源汽车等战略型新兴产业，对钕铁硼等永磁材料的需求不断加大，下游市场景气度有望提升。
- **盈利预测与估值。**我们预计，宁波韵升 2011 年和 2012 年净利润将分别增长

107.27%和24.82%，分别实现每股收益0.82元和1.02元。2011和2012年对应PE分别为17.30倍和13.91倍，对应PB分别为2.75和2.25，估值上具有较大的优势，给予“增持”评级。

图表 26 宁波韵升财务和估值表（12 月 23 日）

单位：百万元	2008	2009	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1887	997	1929	3511	4408	5594
净利润	106	648	204	422	527	646
每股收益（元）	0.27	1.64	0.51	0.82	1.02	1.25
营业收入增长率	-59.16%	-47.16%	93.48%	82.01%	25.55%	26.88%
净利润增长率	1.70%	508.52%	-68.55%	107.27%	24.82%	22.60%
净资产收益率	6.79%	41.35%	12.10%	18.48%	18.83%	18.73%
每股净资产（元）	3.38	4.11	4.57	5.16	6.30	8.21
PE	52.56	8.65	27.82	17.30	13.91	11.35
PB	4.20	3.45	3.11	2.75	2.25	1.73

数据来源：公司财报，财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券有限责任公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释

前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见;

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。