

## 曙光初现

# ——稀土产业调研解析

### 核心观点

❖ 本周我们对上海及赣州等地多家稀土生产、加工、贸易企业高管进行了调研，调研主要结论如下：

冯钦远 执业证书编号：S1100513040002  
研究员 8621-68416988-217  
fengqinyuan@cczq.com

❖ **供求反转确定，但启动时点存争议。**在供给端整合、需求端稳定回升、收储持续、资源税改革等成本端因素推动下，稀土行业产品价格确定性上行，中期内行业将走出低谷。具体而言，专家普遍看好镝、铽等品种，较乐观的受访者估计上述品种中期内潜在涨幅在 100%以上。但产业专家对行情启动时点看法存在差异。大部分专家认为 2015 年产品价格将平稳上行，较悲观的受访者估计行业显著转暖要等到 2016 年。

董家华  
联系人 dongjiahua@cczq.com

❖ **产业整合任重道远。**我们在赣州的调研显示，当地近 2 年“打黑”卓有成效，公安等强力部门的介入对当地黑矿形成了有力的震慑。此外，随着“1+5”稀土集团整合落地，我们感受到中小企业扩产、技术改造积极性显著下降，而寻求被兼并收购的诉求有所增长。但需要指出的是，目前稀土产业整合还未完全落实到操作层面，非六大集团企业产能整合路径依然存在不确定性。

❖ **行业库存已经过长期消化，基本不会对供给端构成掣肘。**虽然难以对行业库存水平进行精确跟踪，但产业链各环节专家大多表示库存的边际影响偏正面。其一，行业长期低迷意味着甩库冲击早已结束；其二，强力收储消化了大部分潜在库存；其三，从受访企业与海外采购商的沟通情况看，估计海外（尤其是日本）库存水平低于预期的概率较大。

### 川财证券研究所

成都：  
高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041  
总机：8621-86583000  
传真：8621-86583002

❖ **终端需求稳定上行，期待新兴应用领域爆发。**大部分专家估计 2015 年需求同比增长 6%以上，较乐观的估计则在 10%左右。不少专家预计随着年中出口关税的取消，将出现一拨海外补库行情。从结构上看，专家较为看好新能源车、机器人、军工及医学等新兴领域需求的增长潜力。

❖ 除此以外，产业界对 2015 年上半年再次启动收储有着较强的预期。

本周我们举行了稀土产业链联合调研，与上海及赣州等地多家稀土生产、加工、贸易企业<sup>1</sup>高管就行业景气状况及未来趋势进行了深入沟通，调研的主要内容如下：

## 总体判断：供求反转确定，但启动时点存争议

稀土行业处于景气底部，供求关系转暖推动价格确定性上行。在行业中长期趋势判断上，产业专家达成了高度的一致，即在供给端整合、需求端稳定回升、收储持续、资源税改革等成本端因素推动下，稀土行业产品价格确定性上行，行业景气水平最终将走出低谷。

...但产业专家对行情启动时点看法存在差异。总体上看，产业专家对行业短期的观点与卖方比略显谨慎，大部分专家认为 2015 年产品价格将平稳上行，较悲观的受访者估计行业显著转暖要等到 2016 年，造成产业界与证券市场判断差异的主要原因在于供给端——在不少专家看来，产业整合深入尚有时日，故行业爆发性恢复的概率不高。

中重稀土 > 轻稀土。由于供求关系及海外产能投放结构的差异，中重稀土景气前景远好于轻稀土，产业专家普遍看好镨、铽等品种，较乐观的受访者估计上述品种中期内潜在涨幅在 100% 以上。

**表格1： 调研对象对稀土产业景气位置及产品价格的总体判断**

调研对象	调研结论
调研对象 A	价格判断：目前整体看和 2010 年差不多，处于偏低水平；2011 年爆炒是极特殊的，属于突发情况，出现大量现货炒作案例。
调研对象 B	整体供求关系：轻稀土产能普遍过剩，部分重稀土存在短缺现象；欧盟认为部分稀土严重短缺：镨、钕、镝、铽、铕；麻省理工认为到 2025 年，对于特定稀土的需求将上升 2600%。 景气位置：目前产品价格处于 2010 年以来底部，只有氧化镨得益于 LED、核磁共振等行业发展价格在升高。 价格判断：受益于收储、产能整合、资源税增高、海外需求增长，未来两年稀土价格总体会上涨，尤其看好 2015 年二季度。 看好品种：预测重稀土个别品类如镝、铽等，价格会涨到 1-2 倍；而镨、钕由于主要应用在中国，如果海外产能倒卖回中国，价格有可能下跌。
调研对象 C	景气位置：目前行业处于景气底部，企业经营较前几年更为困难；14 年底涨价原因：企业节前囤货、部分分离环节企业关停、收储传闻。 价格判断：行业供求关系处于改善之中，15 年好于 14 年，但预计更为显著的改善发生在 16 年； 看好品种：镝、铽。
调研对象 D	价格判断：看涨。

资料来源：调研信息，川财证券研究所

<sup>1</sup> 调研点包括上海稀土生产加工企业 1 家、赣州稀土生产加工企业 2 家、赣州磁性材料生产企业 1 家、上海稀土贸易商 1 家。

## 产业整合：空间依然巨大

“打黑”加速体现“国家意志”。我国稀土行业供给结构极端分散，按照马会长的判断，黑矿产量占比在 70% 左右。因而，“打黑”进程及力度对改善行业供求关系起到了决定性的作用。本次赣州调研显示，当地近 2 年“打黑”卓有成效，公安等强力部门的介入对当地黑矿产生了有力的震慑。我们认为，在 WTO 败诉倒逼及反腐力度延续的大背景下，黑矿对行业供给端的负面冲击将持续改善。

产业整合任重而道远。2014 年“1+5”稀土集团整合在年内全部落地，产业整合的蝴蝶效应已经有所显现。调研中，我们感受到业内整合预期较为强烈，中小企业扩产、技术改造积极性显著下降，而寻求被兼并收购的诉求有所增长。但需要指出的是，目前稀土产业整合还未完全落实到操作层面，非六大集团企业产能如何整合依然存在不确定性。

**表格 2： 调研对象对产业整合的判断**

调研对象	调研结论
调研对象 A	<p>供给格局现状：行业平均产能利用率只有 33%，供给端仍存巨大整合空间；按照马会长的判断，目前行业黑矿占比高达 70%。</p> <p>打黑：对供给端有积极影响。</p> <p>六大集团整合：稀土行业整合经历了漫长的过程，其间几经周折，本轮“5+1”整合虽然迈出了很大一步，但仍远非一劳永逸之举；20 年前决策层就提出要行业整合，当时的设想是整合为 2-3 个大集团，但各部委意见不统一；“5+1”整合方案落地是重大举措，但整合仍有工作要做，六大集团之外还有很多大型民企，甚至上市公司，加起来产能占比达到 20%；整合后对民企供给产生了一定影响，部分民企经营心态发生了变化，销量、技术投入有所下行。</p>
调研对象 B	<p>打黑：黑矿占比较大，打黑、反腐使违法成本增加，对供给有一定控制作用；但从之前情况来看，打黑力度和实际效果还有很大提升空间。</p> <p>六大集团整合：六大集团占分离产能 90%；大部分采矿证控制在六大集团手里；六大集团对黑矿并没有直接执法权利，在矿区内可以采取，但矿区外只能举报；越来越多企业采用送股份的方式挂靠在六大集团。</p>
调研对象 C	<p>打黑：赣州本地打黑效果显著，13-14 年黑矿明显减少，公安等执行部门参与积极；非六大集团的正规企业生产亦受到排查；如果黑矿得到有效治理，行业供求能够实现基本平衡。</p> <p>六大集团整合：原则上，六大集团将对当地企业实现控股，由政府出面协调；但目前看整合还未进入操作阶段。</p>
调研对象 D	<p>打黑：国家有提高稀土价格的意愿，即提高在全球市场的话语权；赣州打黑力度很大，近两年已经法办了一批官员和个体老板，效果显著。</p> <p>六大集团整合：开采环节整合后，资源全部被六大集团控制，分离环节整合后，外围企业若无分离指标就无法开工；未来只需控制好六大集团不收黑稀土，就可以很好地控制供给；预计 2015 年完成六大集团整合，目前赣州矿业已经开始和开采、原矿分离、废料分离企业进行整合谈判。</p>

资料来源：调研信息，川财证券研究所

## 库存水平：海外库存好于预期

行业库存已经过长期消化，基本不会对供给端构成掣肘。虽然难以对行业库存水平进行精确跟踪，但产业链各环节专家大多表示库存的边际影响偏正面。其一，行业长期低迷意味着甩库冲击早已结束；其二，强力收储消化了大部分潜在库存；其三，从受访企业与海外采购商的沟通情况看，估计海外（尤其是日本）库存水平低于预期的概率较大。

**表格3： 调研对象对产业库存水平的判断**

调研对象	调研结论
调研对象 A	国外：日本库存没有媒体宣传的那么大。
调研对象 B	国内：经过去年收储，今年库存有所下降。
调研对象 C	国内：实业部门前几年囤的货，在下行周期中已经消化了大部分；但贸易商、投机客的库存可能未出清；公司下游企业目前还没有囤货迹象。 国外：日本库存不高，预计关税放开后会有采购行情，集中在轻稀土及部分重稀土品种。

资料来源：调研信息，川财证券研究所

## 成本端：全球竞争优势明显

成本端对稀土产业的影响主要体现在三个层面：

- **成本上行推升价格，在供求关系好转的前提下，企业能够转嫁成本。**按照目前披露的资源税改革方案，南方中重稀土资源税从价征收后企业税负将提升。
- **盈利能力处于低位 = 高业绩弹性 & 低供给释放。**
- **我国稀土产业在全球范围内成本优势明显 = 出口放开后带来增量需求。**以可比稀土产品为例，美国钼公司分离成本 10 美元/公斤；莱纳斯公司分离成本 20 美元/公斤，而中国北方矿分离成本仅 5-8 元/公斤，完善的产业配套、较低的人工及环保成本决定了在同等条件下我国企业能够轻易抢占海外市场。

**表格4： 调研对象对其他供给端因素的判断**

调研对象	调研结论
调研对象 A	资源税：有利于提高稀土战略地位及价格，一方面可以将管理权收归到国土资源部与环保部，便于管理；另一方面成本增加之后，价格随之增高，国家也可以从税费中获利；从价计提方案使北方税负降低，南方税负增加；个人认为轻稀土税费偏低。 国内外开采加工成本比较：与海外矿山（澳大利亚、美国）相比，国内矿山人工成本较低、配套完善、辅助材料价格低，成本优势明显。 稀土回收：相对其他金属容易得多，但目前还没有产业化，中期看不构成冲击。

调研对象 B 资源税：是大趋势，可传导到价格。目前的方案实质上北方降低、南方提高，国家态度较为慎重，尚未形成统一意见。

企业盈利情况：目前正规分离厂处于盈亏平衡附近，非法分离厂盈利较高。

国内外开采加工成本比较：中国成本优势明显；分离成本较低，美国钼公司 10 美元/公斤；莱纳斯 20 美元/公斤，中国北方矿 5-8 元/公斤；开采成本近年来变化不大；政府对环保监管力度不够，环保成本依然很低。

海外产能：海外资源以轻稀土为主，如海外产能释放，对国内轻稀土行业有一定影响。

资料来源：调研信息，川财证券研究所

## 收储：2014 年收储预期强

产业界对 2015 年上半年再次启动收储有着较强的预期。

**表格5： 调研对象对收储的判断**

调研对象	调研结论
调研对象 A	行业对收储看法不一。
调研对象 C	商储（占 30%）、收储已成常态，对消化过剩供给效果明显；15 年上半年收储较为确定；收储的效应不断累积，预计 16 年行业供求关系显著改善；收储的思路已发生明确的变化，随行就市意味着对价格直接拉动不会那么明显。
调研对象 D	按目前办法，收储价格参考近六个月均价，略高于市场价格。

资料来源：调研信息，川财证券研究所

## 终端需求：稳定上行，期待新兴应用爆发

需求稳定上行无虞，估计增速在 6% 以上。受访专家都认为 2015 年稀土行业终端需求将确定性上行，大部分专家估计当年需求同比增长 6% 以上，较乐观的估计则在 10% 左右。不少专家预计随着年中出口关税的取消，将出现一拨海外补库行情。

需求端机会在于新能源车、机器人、军工及医学用途。我们估计，2014 年美国、欧洲、日本、中国新能源汽车销量分别为 12 万、9.5 万、3.3 万、7.5 万辆，虽然 2015 年低油价对新能源车需求构成掣肘，但在中国扶持政策推动下估计全球新能源车市场仍能保持较快增长。除此以外，业内专家对机器人、军工（如无人机）、医学用途（如核磁共振仪）等领域对稀土需求的拉动亦较为看好。

**表格6: 调研对象对终端需求的判断**

调研对象	调研结论
调研对象 A	<p>总体: 估计中国需求逐年增加, 但增速在个位数。</p> <p>出口: 出口配额取消目前影响不显著, 因为关税、海关最低限价并未取消, 国内外价差明显。</p> <p>替代品: 还处于实验室阶段, 对价格的冲击不大。</p> <p>结构: 可能爆发的下游需求包括 (1) 电动汽车最确定; (2) 核磁共振潜在需求较大, 一台核磁共振仪使用一吨镨钕金属; (3) 军工, 尤其是无人飞机。</p>
调研对象 B	<p>总体: 需求端平稳增长, 2013 年 12 万吨, 2014 年 14 万吨, 2015 年 15.6 万吨。</p> <p>出口: 6 月份取消关税是大概率事件, 届时海外需求会有所增加。</p> <p>结构: 新能源车、机器人 (可能和新能源车持平)、燃料电池等是亮点。</p>
调研对象 C	<p>总体: 估计终端需求增速在 6%-10% 间。</p> <p>结构: 亮点为新能源车; 11 年价格高企时替代性技术及产品出现, 但随着价格下降, 以空调为代表的终端需求正在回归。</p>
调研对象 D	<p>总体: 磁性材料需求每年以 20% 的速度增长; 需求上行拉动了企业扩产, 原来工厂产能一万吨, 现已扩产到 3000 吨; 宁波韵升近几年也在扩张产能, 在包头开了分厂。</p> <p>结构: 未来增长点主要包括新能源车、风电、医疗等; 新能源车受政策推动, 近几年增速明显, 预计未来 3-5 年仍会保持高速增长, 纯电动车一辆用 8 公斤磁性材料, 混动一辆用 3-5 公斤磁性材料; 核磁共振价格逐年下降, 销量增长显著, 部分乡镇级医院已经开始采购核磁共振仪。</p>

资料来源: 调研信息, 川财证券研究所

## 产业内标的推荐

产业内人士在评价竞争对手时比较重视资源储量及经营管理能力。业界评价较高的公司包括厦门钨业、赣州稀土等。前者管理层较为稳定, 且近 2 年逆势取得了增量采矿证, 显示出不俗的实力; 后者则以中重稀土资源及采矿证数量赢得了同行的尊重。

**表格7: 调研对象的标的推荐**

调研对象	调研结论
调研对象 B	看好厦门钨业: 管理层稳定; 在 2012、2013 年国家明确不批采矿证的情况下, 依然拿到一张采矿证。
调研对象 D	看好赣州稀土: 拥有独特的中重稀土资源; 拥有最多矿权。

资料来源: 调研信息, 川财证券研究所

## 附录：《稀土板块行情持续可期》

- **稀土板块热度延续可期。**综合考虑稀土行业供给端整合的确定性、产品价格及公司业绩向上的弹性，以及行业的风格特征，我们认为本轮稀土板块行情持续的可能性较大。
- **风格契合市场主线。**本轮行情领涨板块（非银、建筑、钢铁、交运、公用事业、银行）大多股价位置低、机构持仓少、标的市值大、隶属周期性行业，风格特征十分鲜明。而稀土板块完全符合上述行业轮动主线：2013年以来，申万稀土指数下挫14%，市场表现在全部227个三级行业中居倒数第6；由于行业景气持续低迷，目前主要标的的公募持仓占比多在1-2个百分点间。
- **打黑、收储、重组：供给端收缩存强催化剂。**受WTO终裁败诉倒逼影响，稀土产业供给端整合的确定性及力度远强于其他周期性行业。稀土产业具有战略价值，但国内供给格局相当混乱，在2015年出口配额和关税管制难以延续的前提下，大力整顿行业秩序、提高龙头企业对产业链资源掌控能力成为决策层唯一选择。2014年“1+5”稀土集团整合在年内全部落地就是国家意志最直接的体现。我们相信，随着贸易保护大限临近，对私矿打击力度将持续超预期，收储力度将上行，龙头企业发起的兼并重组亦将不断推进，加之环保标准趋严带来的中长期影响，过剩产能出清及集中度上行是国内稀土产业的确定性趋势。
- **供需格局改善引爆高业绩弹性。**除了供给端的积极变动，国内稀土产业需求端将因出口放开而呈上行态势，这在周期性行业中无疑较为罕见。我国稀土产业在全球范围内享有一定成本优势，近期国内外主要产品价差在40%左右，出口限制的解除将对需求端带来正向冲击。更为重要的是，目前稀土价格处于周期底部，行业盈利能力较差——横向来看，稀土行业前三季度盈利能力（净利率、ROE）处于全部三级行业后1/4的位置——这意味着一旦供求格局改善，稀土行业上市公司业绩弹性将十分可观。
- **其他催化剂：2014年稀土收储、国企改革行情。**

## 风险提示：

2014年稀土收储低于预期；

稀土行业产能整合力度低于预期；

稀土价格持续下跌。

## 分析师承诺

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司