

推荐 (维持)

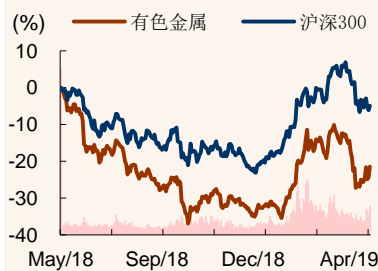
我国稀土的战略地位几何?

2019年05月22日

稀土行业点评

|           |           |
|-----------|-----------|
| 上证指数      | 2906      |
| 行业规模      | 占比%       |
| 股票家数 (只)  | 115 3.2   |
| 总市值 (亿元)  | 14487 2.8 |
| 流通市值 (亿元) | 11866 2.8 |

|      |      |      |       |
|------|------|------|-------|
| 行业指数 |      |      |       |
| %    | 1m   | 6m   | 12m   |
| 绝对表现 | -9.4 | 10.1 | -22.4 |
| 相对表现 | 1.6  | -3.5 | -15.9 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《腾冲封关中重稀土价格继续上行 碳酸锂价格分化持续—招商有色锂钴周报》2019-05-20
- 2、《招商有色基本金属深度周报—氧化铝供需扭转 价格上涨持续性值得期待》2019-05-20
- 3、《工碳价格维持坚挺 中美贸易摩擦利好黄金—招商有色锂钴周报》2019-05-13

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn  
 S1090517030002

黄梓钊

0755-83295441  
 huangzizhao@cmschina.com.cn  
 S1090517090003

事件:

5月15日我国腾冲等口岸闭关, 停止缅甸稀土矿的进口, 重稀土价格应声而起, 大幅上涨。

点评:

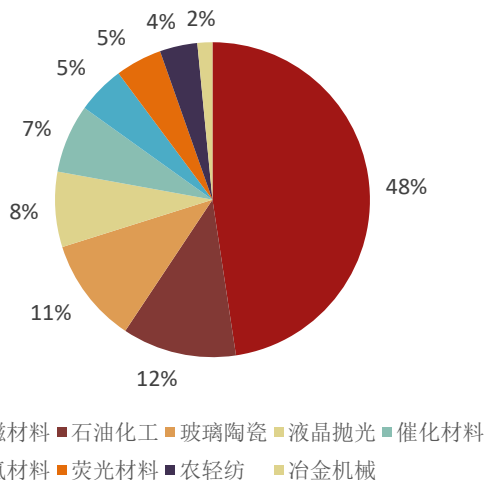
1) “工业味精”下游涉及制造升级的多个关键领域, 不可或缺。稀土的高效开发利用, 可以有力促进我国产业升级, 新兴战略产业的崛起, 对于实现“中国制造 2025”产生重大意义。稀土被誉为“工业的维生素”, 具有无法取代的优异磁、光、电性能, 其作用大, 用量少, 已成为改进产品结构、提高科技含量、促进行业技术进步的重要元素, 被广泛应用到了冶金、军事、石油化工、玻璃陶瓷、农业和新材料等领域。磁材在下游消费领域中占比近 50%。由稀土材料制成的稀土钕铁硼永磁材料, 具有高剩磁、高矫顽力和高磁能积等特性, 被广泛运用于电子、航天工业和驱动风力发电机等领域。磁材在全球稀土消费领域中占比最高, 约 48%; 其次为石油化工, 占到 12%。而玻璃陶瓷和液晶抛光则分别占到 11% 和 8%。我国稀土企业分布于全国 13 个省, 其中江西省稀土企业最多, 有 11 家, 占比 26.2%。

表 1: 稀土材料应用领域

| 行业    | 应用领域   | 用途                  |
|-------|--------|---------------------|
| 传统行业  | 冶金机械   | 去除钢铁、金属中的杂质以提升产品性能  |
|       | 石油化工   | 作为催化剂提高产出率          |
|       | 玻璃陶瓷   | 用于玻璃着色、脱色和制造特种玻璃    |
| 新材料行业 | 农业领域   | 促进植物生长调节剂           |
|       | 轻纺行业   | 鞣制皮毛、染色             |
|       | 永磁材料   | 制造电子元器件、医疗设备、电动汽车等  |
|       | 发光材料   | 显示器、LED 发光材料        |
|       | 液晶抛光   | 精密器材、LCD、玻璃磁盘、工业仪表、 |
|       | 催化材料   | 汽车尾气净化催化剂           |
| 储氢材料  | 制造镍氢电池 |                     |

资料来源: 招商证券

图 1 稀土消费结构



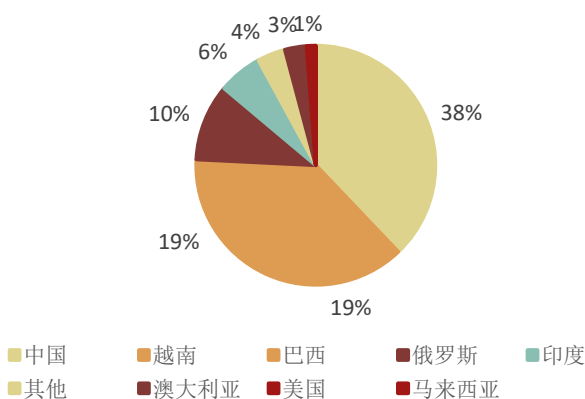
资料来源：《稀土信息》、招商证券

## 2) 我国稀土行业在全球稀土产业链中各个环节是何角色？

经历多年整合和快速发展，我国已经形成对全球稀土产业链的统治力，这种统治力不仅体现在产量方面，同时体现在各环节的技术积累。

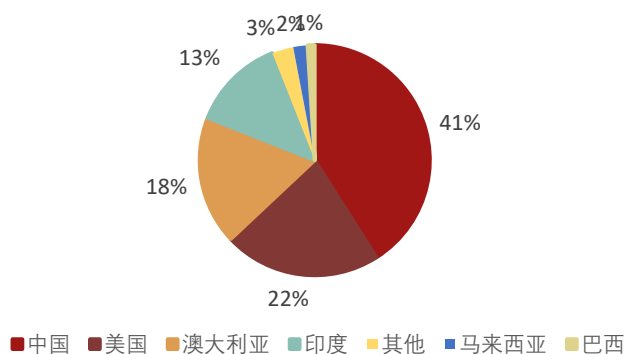
**资源储量：**总量上全球处领先地位，结构上轻重稀土品种齐全。根据美国地质调查局（USGS）发布的稀土资源报告，截止 2018 年全球共有稀土（REO）储量 1.2 亿吨，我国有 4400 万吨，占比 38%。同时，在高精尖制造中占据更加重要地位的中重稀土（以镱、铽为代表）仅在我国南方以及东南亚例如缅甸、越南、老挝。

图 2 全球稀土资源分布



资料来源：USGS 2018、招商证券

图 3 全球中重稀土资源分布



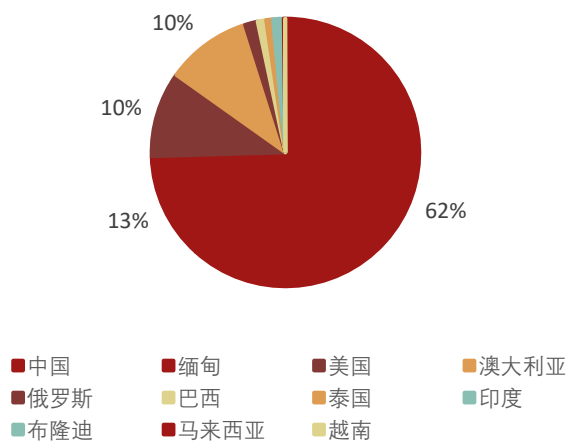
资料来源：产业信息网、招商证券

**矿产、冶炼分离：**我国在全球中占据绝对领先地位，具备极强话语权。根据安泰科口径，2018 年全球稀土矿产品产量约 19.5 万吨，中国产量约 12 万吨，占 62%；全球稀土冶炼分离产量约为 14.6 万吨，其中中国产量 12.5 万吨，约占 86%，紧跟其后的为马来西亚（澳大利亚 Lynas 旗下的关丹冶炼分离厂）。我国在冶炼分离产量中的占比高于在矿产品中的占比，这说明我国的稀土冶炼分离产业在全球稀土产业中居主导地位，即全球其他区域开采的稀土产品需运输到中国进行冶炼分离。全球范围内除中国以外，规模较

大的稀土冶炼分离厂商只有澳大利亚的莱纳公司(Lynas),其2018年产量为1.77万吨,仅为中国产量的14%,近日也当地环保政策等因素扰动。

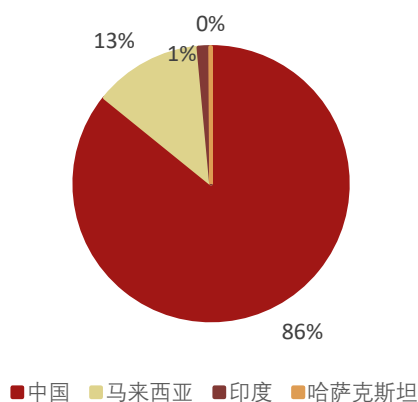
而按照USGS 2018数据口径,全球稀土氧化物产量17万吨,其中中国12万吨,占比71%;美国稀土氧化物产量1.5万吨;澳大利亚产量2万吨。根据我们判断,美国地质调查局仅仅统计了官方产量数据,稀土的实际产量远大于此,而参考我国协会数据口径,2018年我国磁性材料毛坯产量大约15.5万吨,折算后应使用镨钕氧化物4.7万吨(其中二次资源回收1万吨),氧化镱0.12万吨,我国实际的稀土氧化物产量大约18万吨(其中轻稀土氧化物14.5万吨,离子吸附性稀土氧化物3.5万吨),这其中包括了又指标的公司的超采、偷采、压覆矿(修建公路等建筑时采出来的稀土)、进口矿(稀土矿和独居石)。以此推算我国稀土产量全球占比78%+。具备极强的话语权。

图4 世界稀土矿产品产量结构(2018)



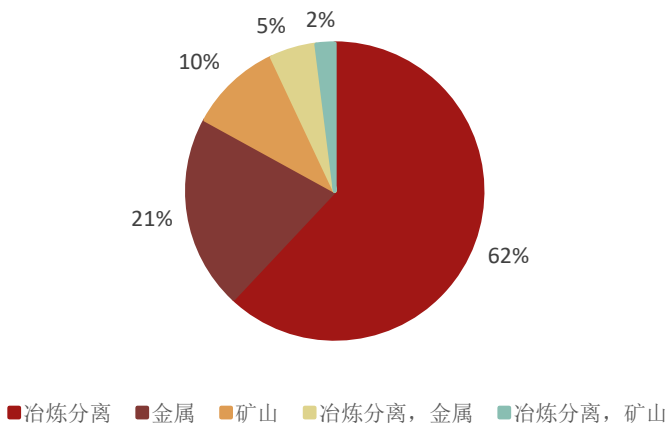
资料来源:安泰科、招商证券

图5 世界稀土冶炼分离产量结构(2018)



资料来源:安泰科、招商证券

图6 我国稀土企业结构

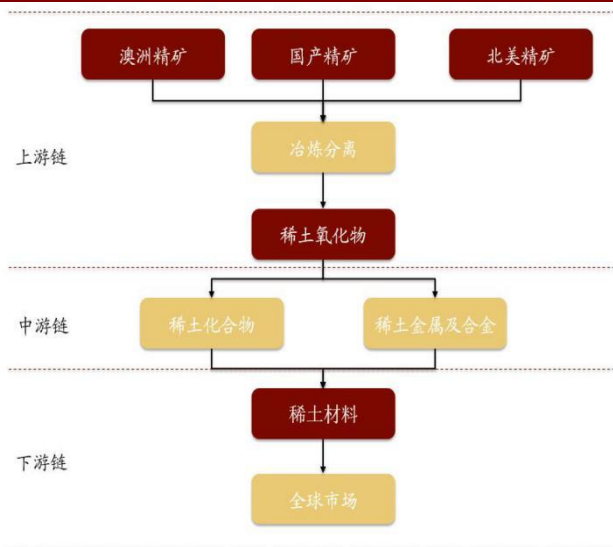


资料来源:招商证券

在稀土开采技术方面,我国遥遥领先,无论是美国的芒廷帕斯还是澳大利亚的稀土矿山,均为在我国技术的参与下,才实现产出。如芒廷帕斯,在2010年稀土暴涨之后,短暂复产,但因为环保和亏损,很快就又再次停产。我国公司入股之后,2018年对该矿山重新复产,不仅解决环保问题,还实现了盈利。我国稀土的的开采技术不仅仅体现在开采成本方面,在环保方面也是领先全球。经过多年的产业规划以及发展,我国已经深度参与世界稀土产业链中的每个环节。在下一阶段,我国将加强稀土冶炼分离以及稀土金

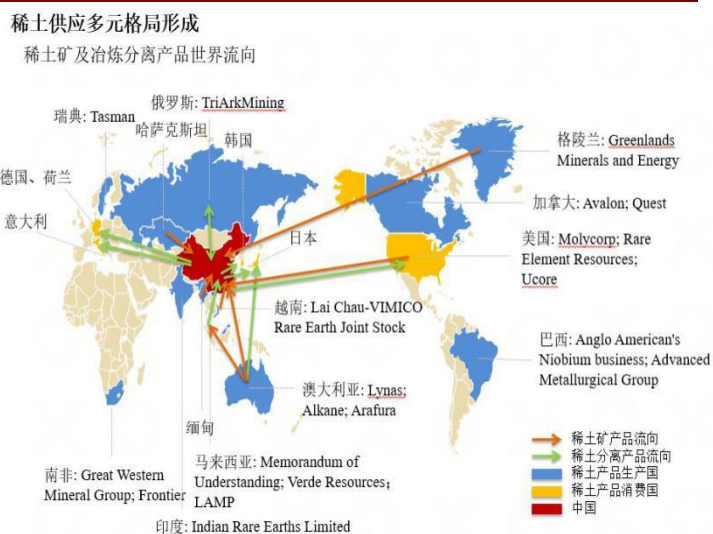
属深度加工领域的优势，加大产业投入，持续加强供给侧改革，继续巩固我国在世界稀土行业中占据绝对的领导地位。

图 8 定位稀土冶炼分离及深加工



资料来源：招商证券

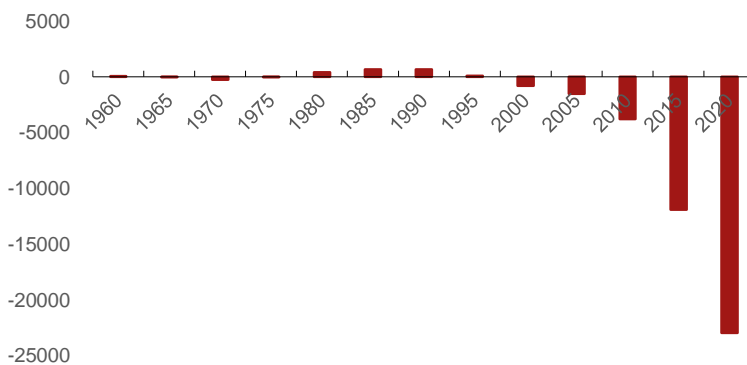
图 9 世界稀土供应格局



资料来源：招商证券

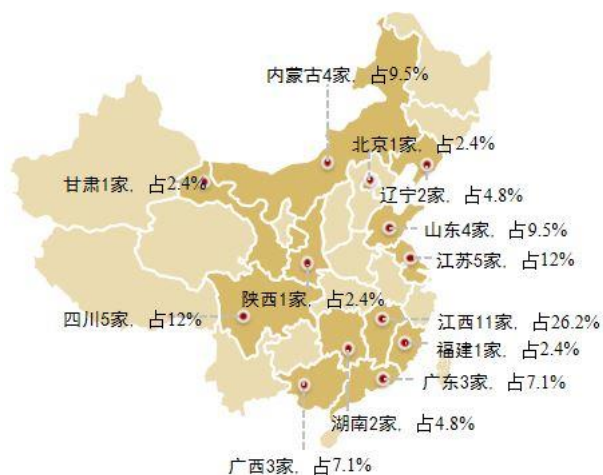
**稀土中下游领域：产业链配套齐全，应用技术全球领先。**除了在稀土开采以及冶炼分离方面的优势以外，我国经过多年的应用与研发，在稀土领域的下游应用与技术研发上也积累了独有的优势。根据《钕铁硼产业发展报告》，目前我国的钕铁硼产量已接近全球的 90%，高端钕铁硼产量已接近全球总量的 60%。齐全的下流应用配套无疑为我国稀土产业的发展提供了强劲动力。在稀土开采、冶炼分离、磁材加工全产业链技术储备方面，根据美国 THREE Consulting 公司统计，截止 2018 年 8 月，中国稀土专利申请量累积比美国多出 2.3 万件。

图 7 美国与中国在稀土专利上的差距



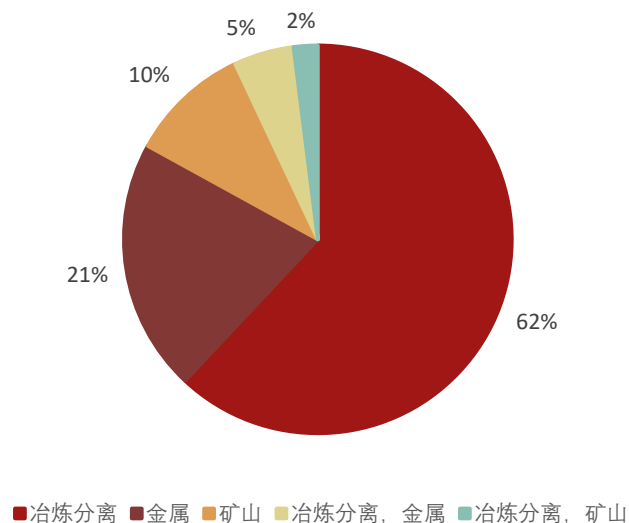
资料来源：THREE Consulting、招商证券

图 8 全国共计 42 家稀土企业地理分布图



资料来源：招商证券

图 9 我国稀土企业类别结构



资料来源：招商证券

### 3) 针对美进口矿加税，是否为反制的第一步？

两次加征关税，美进口矿供给将受压制，但对我国冶炼分离企业影响有限。2018年9月18日，美国政府宣布实施对从中国进口的约2000亿美元商品加征关税的措施，自2018年9月24日起加征关税税率为10%。予以应对，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品，加征10%或5%的关税，自2018年9月24日12时01分起实施。

2019年5月9日，美国政府再次宣布，自5月10日起，对从中国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%。5月13日，国务院关税税则委员会决定，自2019年6月1日0时起，对《国务院关税税则委员会关于对原产于美国约600亿美元进口商品实施加征关税的公告》（税委会公告〔2018〕8号）中部分商品，提高加征关税税率，实施25%税率。

纵观两次加征关税商品清单，稀土金属矿均位列其中，对美国稀土矿加征关税由2018年9月的10%提升至25%。我国2018年稀土金属矿进口量大幅增长，全年进口量28917.95吨，增长近36倍。其中95.33%来自美国，两次关税加征势必抬升美国稀土矿价格中枢，对美国稀土矿的进口供给形成压制。



图 10 中国加征关税商品清单

|     |          |              |
|-----|----------|--------------|
| 223 | 25280090 | 硼酸盐；天然粗硼酸    |
| 224 | 25291000 | 长石           |
| 225 | 25293000 | 白榴石；霞石及霞石正长岩 |
| 226 | 25301020 | 未膨胀的蛭石及珍珠岩   |
| 227 | 25309020 | 稀土金属矿        |
| 228 | 25309099 | 其他矿产品        |
| 229 | 26011200 | 已烧结铁矿砂及其精矿   |
| 230 | 26020000 | 锰矿砂及其精矿      |
| 231 | 26030000 | 铜矿砂及其精矿      |

资料来源：商务部、招商证券

进口矿主要为轻稀土矿，可替代性强，中国可有效缓解进口供给压力。中国进口的稀土金属矿主要来自美国钼集团下芒廷帕斯矿所产氟碳铈矿；相比美国，我国稀土储量位居世界第一且品类齐全，轻稀土储量约 5372 万吨，单内蒙白云鄂博矿区储量便达 4600 万吨，氟碳铈矿作为轻稀土主要矿种更是广泛分布于我国内蒙、山东、四川等地。从美国的所进口的轻稀土矿具有很强的可替代性。此外，安泰科预计 2019-2020 年期间，国外有多座矿山有望达产或投产，包括布隆迪的彩虹稀土公司，澳大利亚的杨迪巴那矿和北方矿业的布朗山项目，除美国外的海外供给有望提高，将进一步消除美国进口矿供给压力。

表 2：中国轻稀土矿分布

| 地区或矿区 (REO, 万吨) | 省份  | 轻稀土储量 | 中重稀土储量 | 远景储量 |
|-----------------|-----|-------|--------|------|
| 白云鄂博            | 内蒙古 | 4600  | 0      | 5400 |
| 微山湖             | 山东  | 305   | 0      | 300  |
| 冕宁              | 四川  | 373   | 0      | 400  |
| 赣州              | 江西  | 66    | 57     | 1000 |
| 粤东              | 广东  | 0     | 50     | 1000 |
| 龙岩长汀            | 福建  | 0     | 12     | 200  |
| 三明              | 福建  | 0     | 8      | 200  |
| 永州江华            | 湖南  | 14    | 1      | 200  |
| 广西              | 广西  | 14    | 3      | 200  |
| 合计              |     | 5372  | 131    | 8900 |

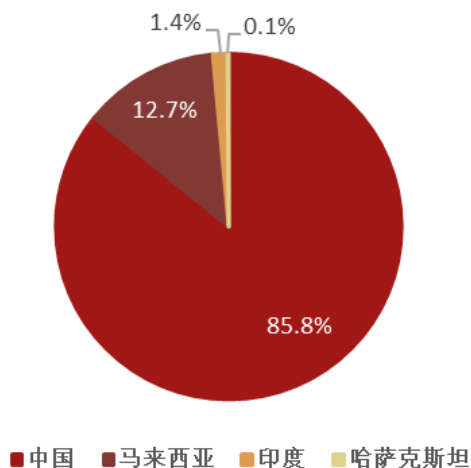
资料来源：工信部、自然资源部、招商证券

美国国内稀土产业链重建遥遥无期，目前无冶炼分离产能。美国虽稀土矿储量相对丰富但内部发展极不平衡，重开采而轻冶炼分离，全国最大的冶炼分离厂芒廷帕斯冶炼厂至今仍未复产，大量稀土金属矿目前主要是出口。中国作为全球最大的冶炼分离国家，2018 年冶炼分离产品 145770 吨，占全球总供给 85.83%，是全球稀土矿产品最大消费国，也是美国稀土矿产品最大进口国之一。施加进口关税将大幅提高美稀土企业经营成本，在稀土价格回落背景下，持续经营面临挑战，美稀土产业或将受到冲击。

#### 4) 出口限制或有望成为下一步贸易争端的反制措施?

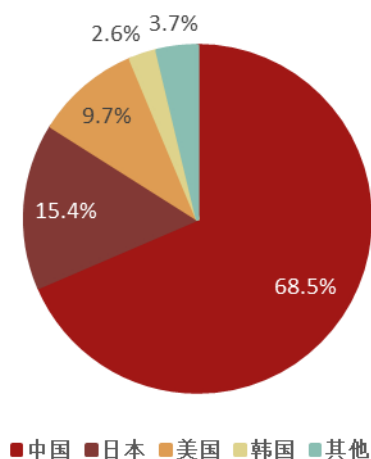
美、日是我国稀土冶炼分离产品主要销售市场。自 2018 年 1 月到 11 月，我国稀土精矿没有出口，但冶炼分离产品出口总量为 4.08 万吨，稀土永磁体出口达到 2.83 万吨。美国和日本作为两个主要的稀土消费国，自然也是稀土最大的进口国，日本的稀土消费量全部来自进口，主要从中国和马来西亚进口；美国的大部分稀土进口也来自中国，尽管美国国内的芒廷帕斯矿已经复产，但国内冶炼分离产能未能同步启动，因此冶炼分离产品的需求也全部依赖国外渠道满足。

图 11 2018 主要国家稀土分离产品产量 (吨, REO)



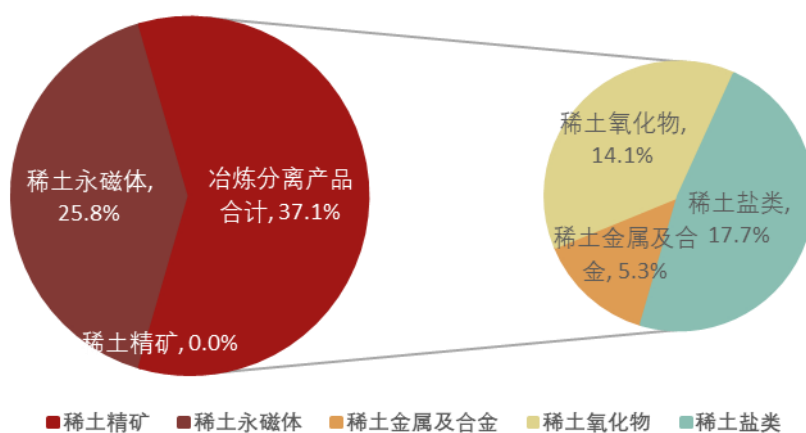
资料来源: 安泰科 招商证券

图 12 2017 年主要国家稀土冶炼产品需求 (吨, REO)



资料来源: 安泰科 招商证券

图 13 2018 年 1-11 月中国稀土出口情况 (吨, REO)



资料来源: 安泰科 招商证券

在中国 2018 年 1-11 月出口的冶炼分离产品中,美国占比 29.3%,日本占比超过 9.8%。出口稀土金属和合金量为 5836.1 吨,最大出口国为日本;稀土氧化物出口总量为 15508.3 吨,出口主要品种为氧化镧,主要出口国为美国、日本和韩国,其中美国为中国最大出口目的地,约有 4869.6 吨稀土氧化物出口到美国;稀土盐类出口总量为 19456.3 吨,出口量最大的产品为碳酸镧,美国也是最大出口目的地,有 7082.1 吨稀

土盐类产品出口到美国。美国和日本之间存在紧密的贸易双边及战略利益关系,事实上,中国出口到日本的稀土经过深加工后继续销往美国。

2018年1-11月,美国从中国进口稀土冶炼分离产品共计11951.7吨,占中国出口的全部稀土冶炼产品的29.3%。根据安泰科2017年稀土报告公布的数据来看,从2015年至2017年,美国对稀土冶炼分离产品年度平均需求为12702吨,可见美国从中国进口的冶炼分离产品占了全国需求的90%以上,在美国芒廷帕斯矿复产,但冶炼分离产能未能同步启动的情况下,美国对中国稀土冶炼分离产业链仍然有较强的依赖性。如果中国对美国采取稀土产品出口限额,将在很大程度上影响美国下游制造企业。另外,尽管澳大利亚莱纳公司作为中国以外最大的稀土冶炼分离产品供应商,其位于马来西亚的关丹稀土分离厂产量有所增长,但目前产量占世界比例仅13%,且该公司的主要产品为镨钕氧化物,从数量和种类来说都不足以满足美国产业链对于稀土品类的需求。这也是稀土一度在美国对中国加征进口关税的清单上,但很快又被从名单上移除的原因。

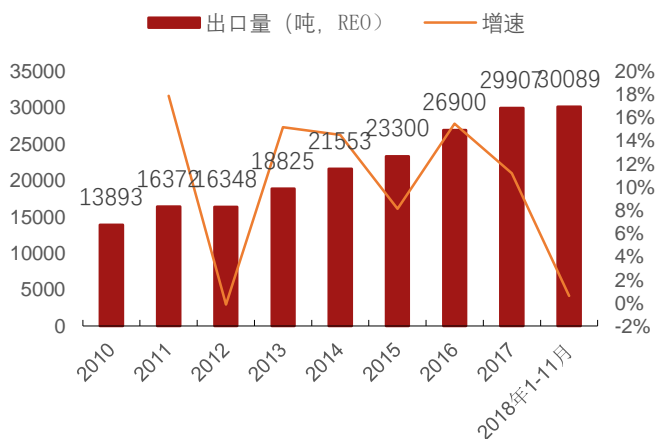
表 3: 2018 年 1-11 月稀土冶炼产品主要贸易品种及地区

| 冶炼分离产品分 | 出口总量    | 出口最大品     | 最大出口地 | 最大出口地区出口量 |
|---------|---------|-----------|-------|-----------|
| 稀土金属及合金 | 5836.1  | 镧 (30.8%) | 日本    | 4003.6    |
| 稀土氧化物   | 15508.3 | 氧化镧       | 美国    | 4869.6    |
| 稀土盐类    | 19456.3 | 碳酸镧       | 美国    | 7082.1    |

资料来源: 安泰科 招商证券

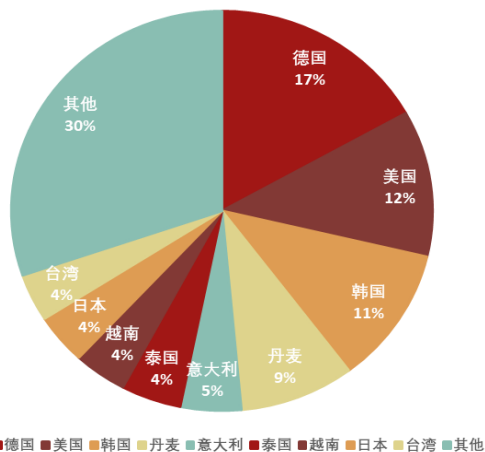
我国稀土永磁体对美国出口占比约 12%。2018 年,我国稀土永磁材料进口大幅回落,而出口持续增长。1-11 月份,我国累计进口稀土永磁材料 1675.3 吨,同比减少 23% (上年同期为 2177 吨);累计出口稀土永磁材料 2.8 万吨,同比增长近 5% (上年同期为 2.7 万吨)。从月度数据上来看,中国稀土永磁体出口结构主要集中在德国、美国、韩国等国家或地区。德国是中国第一大稀土永磁体出口国,占比 17%;美国位居其后,中国出口到美国的数量占中国永磁体总出口量的 12%左右。

图 14 2010-2018 年中国稀土永磁出口总量



资料来源: 安泰科、招商证券

图 15 2019 年 3 月稀土永磁分国别出口量结构



资料来源: 百川资讯、招商证券



## 5) 目前稀土价格缘何分化？是否持续？

稀土矿可简单划分为轻稀土矿和重稀土矿。无论轻稀土还是重稀土，从重量上讲，主要的组分均为镧铈镨钕，镧铈单价较低（价格多在 3 万元以下），镨钕的重量占比（氧化镨钕）多在 20-30% 之间，重稀土的镨钕含量更好。重稀土和轻稀土的主要区别在于重稀土矿种中的重稀土元素（镝铽钆等）含量较高，氧化镝的含量可以达到 4%。而轻稀土矿的重稀土元素含量一般可以忽略。

目前中重稀土产品价格与轻稀土产品分化主要因缅甸重稀土在 5 月 15 日腾冲闭关后，中长期中重稀土矿供应缺失。重稀土主要分布在我国南方区域：江西、广东、福建和湖南，属于离子型稀土，比较容易开采（也容易被偷采），难以管控，但工信部等七部委联合采用多种手段，联合执法，稀土偷采得到相当程度控制。而缅甸的稀土也属于离子型稀土，与江西类似。在我国的稀土行业整合重压之下，稀土的民间开采人员转移阵地到缅甸，迅速发扬光大，把缅甸开发的重稀土矿出口到国内分离，进而融合到稀土产业链。但缅甸稀土存在勘查程度低，开采过程容易污染环境，以及地方军和政府军在利益分配上的矛盾等问题。这些问题成为稀土供应的隐患，我国政府考虑在缅甸开采稀土的中方人员人身安全等因素，以大局为重，2018 年 12 月份出台禁令，腾冲海关禁止进口缅甸稀土矿，但考虑到中方人员的前期投资成本，给了半年的缓冲期，目前已完全闭关。受制于我国的开采技术、分离技术（只能卖给中国）、和开采原料限制（只能从我国购买，经腾冲海关流入缅甸），缅甸重稀土资源开发几乎完全依靠中国。

供应缺口较难补充，主要是供给端弹性差。1) 此次云南海关对稀土的限制不仅仅体现进口政策上，2) 同时从 2019 年 2 月份起对重稀土采矿所需要的原材料（硫酸铵、草酸、碳酸氢铵）也已经禁止出口到缅甸。根据草根调研情况，在缅甸的中国企业完全撤离。而缅甸之外的地方尚未发现规模的重稀土矿。我国的重稀土复产遥遥无期。

## 6) 接下来稀土行情将如何演绎？

稀土价格将继续上行趋势，其中轻稀土如镨钕有望止跌、中重稀土镝铽将继续上涨。虽然在习总书记在视察江西磁材企业后，澄清了市场上的传闻的观点。但近日根据经销商及其贸易商的反馈来看，市场出现了成交量大幅萎缩的“惜售”现象：除因缅甸矿进口受阻所影响的中重稀土外，之前一度“滞销”的轻稀土也出现一定程度的紧俏。我们预计在未来中期的价格走势上，轻稀土将逐步从 26 万元/吨的价格底部区间，走出慢牛行情，而中重稀土方面，将持续受益于腾冲闭关所带来的供给端萎缩，氧化镝有望先逼近 200 万元/吨的关键点位。强烈推荐：广晟有色、五矿稀土、北方稀土、盛和资源等。

永磁行业有望迎来边际变化，磁材行业目前有望得到改观。在贸易摩擦的背景下，若万一出现禁止稀土出口某国家，需求受限，潜在结果可能是供过于求，价格下跌，对应的产业链标的股价受影响下跌。而近日磁材和稀土表现强势。我们认为从历史看，在稀土股的行情催化中，上涨都是由于基本面中的供应端变化所主导。稀土永磁产业链尽管经过多次整合，收效显著，但仍存在一些问题，如（1）稀土地下产业链仍然存在，采选和分离整合仍有空间；（2）磁材产能分散，竞争激烈，利润微薄：除业内技术最强的中科三环与订单确定性最强之一的金力永磁毛利率在 20%+ 外，其他标的的销售毛利率常年在 15% 甚至今年呈现下行趋势。近日国家主席江西调研，有望进一步提升稀土永磁的关注度，产业政策有望进一步加码利好行业良性发展。

**强烈推荐磁材：**中科三环为全球最大的钕铁硼永磁体制造商，钕铁硼产能 1.75 万吨，背靠中科院，34 年来专注钕铁硼行业研发及生产，研发实力雄厚。同时其早已成为奔驰、宝马，特斯拉等公司的核心供应商。同时永磁行业中的正海磁材、金力永磁、宁波韵升经过多年深耕，技术位列第一梯队。

**风险提示：**中美贸易争端缓和、缅甸矿进口放宽、新能源汽车销量与风电订单不及预期。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

**刘伟洁：**招商证券有色研究员。中南大学硕士，7年基本金属研究经验。2017年3月份加入招商证券。

**黄梓钊：**美国东北大学硕士，2015年7月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，现为有色金属行业研究员。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。