

证券研究报告

2020年05月26日

行业报告 | 行业专题研究

稀有金属

战略资源迎三重催化——2020七问稀土

作者：

分析师 杨诚笑 SAC执业证书编号：S1110517020002

分析师 王小芑 SAC执业证书编号：S1110517060003



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

中国仍是全球最主要稀土供给因素，扰动在进口，中重稀土弹性更优。

2020年国内总量控制计划持平或小幅提升，但增量均为轻稀土并不在中重稀土。同时，中国成为全球最大的稀土进口国，缅甸进口成为中重稀土的主要补充，预计今年缅甸进口再度大幅下滑，一定程度带来国内全年中重稀土价格的支撑。政策预期加码，稀土价格有望延续涨势。2020年Q1以来，受全球疫情爆发影响稀土价格先涨后跌，目前价格下考虑原料、环保综合成本及贸易摩擦的风险，从政策历史演变来看，主要政策方向可能为：1、“督察”/“战略收储”常态化带来持续性，收储战略品种针对性可能增强。2、轻稀土配额可能继续提升。3、加大高端稀土功能材料应用开发。伴随政策预期对于供给端的支撑，稀土价格有望企稳回升。

需求修复仍是核心矛盾，磁材短期扰动较大，长期仍受益新能源高端放量。

2019年中国烧结钕铁硼毛坯产量17万吨，同比增长9.7%。短期来看，由于海外疫情扩散，相比于稀土原料的国内消化，磁材消费电子、新能源等海外需求承压明显，补库需求因此延后。中长期来看，磁材有望从贸易摩擦情绪到实质性高端需求放量，磁材龙头有望受益新能源汽车长期订单。预计伴随渗透率的提升对于高性能钕铁硼需求拉动超过6万吨（到2025年）。消费电子企稳，风电仍在抢装周期，家电能耗标准提升、轨交的牵引电机更迭可能带来远期增量。

标的选择：短期稀土弹性更强，长期看磁材龙头结构优化。

风险提示：海外稀土放量大幅超预期，下游需求大幅不及预期，社会库存大幅高于预期等。



1 中国战略资源是否依然强势？

1、供给格局——中国在全球范围内供给依然强势

中国是最大的稀土生产国，按照2019年稀土配额13.2万吨，占比约63%，其次为美国、澳大利亚，占比分别达到12.4%、10%。但从资源品种来看，我国稀土矿主要分为以内蒙古包头白云鄂博稀土矿为代表的混合型轻稀土矿、四川冕宁氟碳铈轻稀土矿和以南方中重离子稀土矿。而美国、澳大利亚多为轻稀土品种，尤其美国在产矿山mountainpass中重稀土品位合计仅有1%。

稀土											
国家(RARE EARTHS)单位: 吨	美国	澳大利亚	巴西	中国	印度	马来西亚	泰国	俄国	越南	其他	总计
2003年	-	-	-	92,000	2,700	250	2,200	-	-	-	97,150
2004年	-	-	0	95,000	2,700	250	2,200	-	-	-	100,150
2005年	-	-	0	119,000	2,700	750	0	-	-	400	122,850
2006年	-	-	730	119,000	2,700	200	0	-	-	NA	122,630
2007年	-	-	650	120,000	2,700	380	0	-	-	NA	123,730
2008年	-	-	650	120,000	2,700	380	0	-	-	NA	123,730
2009年	-	-	550	129,000	2,700	350	-	-	-	NA	132,600
2010年	-	-	550	130,000	2,800	30	-	-	-	N/A	133,380
2011年	-	-	550	130,000	3,000	30	N/A	-	-	N/A	133,580
2012年	800	3,200	140	100,000	2,900	100	N/A	2,400	220	N/A	109,760
2013年	5,500	2,000	330	95,000	2,900	180	800	-	220	-	110,000
2014年	5,400	8,000	-	105,000	N/A	240	2,100	2,500	-	-	123,000
2015年	4,100	12,000	880	105,000	1,700	500	2,000	2,800	-	-	130,000
2016年	-	15,000	2,200	105,000	1,500	300	1,600	2,800	220	-	129,000
2017年	-	19,000	1,700	105,000	1,800	180	1,300	2,600	200	-	132,000
2018年	18,000	21,000	1,100	120,000	2,900	-	1,000	2,700	920	21,690	190,000
2019年	26,000	21,000	1,000	132,000	3,000	-	1,800	2,700	900	24,600	210,000
储量	1,400,000	3,300,000	22,000,000	44,000,000	6,900,000	30,000	NA	12,000,000	22,000,000	4,400,000	120,000,000
产量占比	12.4%	10.0%	0.5%	62.9%	1.4%	0.0%	0.9%	1.3%	0.4%	11.7%	
储量占比	1.17%	2.75%	18.33%	36.67%	5.75%	0.03%	-	10.00%	18.33%	3.67%	

资料来源：USGS，工信部，自然资源部、天风证券研究所整理

1、供给格局——配额增长幅度有限

2019年稀土矿产品总量控制计划为13.2万吨（REO），同比增长1.2万吨，其中中重稀土1.9万吨。2020年度中国第一批稀土矿开采总量控制指标66000吨，对应2019年的50%。其中离子型（以中重稀土为主）指标9575吨，岩矿型（轻）指标56425吨，按照十三五规划预计2020年国内总量控制计划持平或小幅提升，但增量均为轻稀土并不在中重稀土。

序号	省（区）	稀土氧化物（REO，吨）		2020年预计全年	
		岩矿型稀土 (轻)	离子型稀土 (以中重为主)	岩矿型稀土 (轻)	离子型稀土 (以中重为主)
1	内蒙古	35375		70750	0
2	福建		1750	0	3500
3	江西		4250	0	8500
4	山东	2050		4100	0
5	湖南		900	0	1800
6	广东		1350	0	2700
7	广西		1250	0	2500
8	四川	19000		38000	0
9	云南		75	0	150
合计		56425	9575	112850	19150
总计		66000		132000	

序号	6家稀土集团	2019年全年		2019年第一批		2018年		2018年第一批	
		冶炼分离产品	矿产品合计	冶炼分离产品	矿产品	冶炼分离产品	矿产品	冶炼分离产品	矿产品
	折合氧化物/吨								
	合计	127000	132000	57500	60000	115000	120000	70000	73500
一	中国稀有稀土股份有限公司	21879	16850	9690	7175	19379	14350	12165	8645
	其中:中国钢研科技集团有限公司	1500	4100	500	1800	1000	3600	420	1820
二	五矿稀土集团有限公司	5658	2010	2829	1005	5658	2010	3960	1582
三	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	60984	70750	29741	34625	59484	69250	35059	41650
四	厦门钨业股份有限公司	3963	3440	1982	1720	3963	3440	1865	1358
五	中国南方稀土集团有限公司	23912	36250	7956	14125	15912	28250	9878	18725
	其中：四川江铜稀土参控股企业	16320	27750	4160	9875	8320	19750	4564	12425
六	广东省稀土产业集团有限公司	10604	2700	5302	1350	10604	2700	7073	1540
	其中：中国有色金属建设股份有限公司	3610	0	1805	0	3610	0	2527	0

资料来源：工信部，自然资源部、天风证券研究所整理

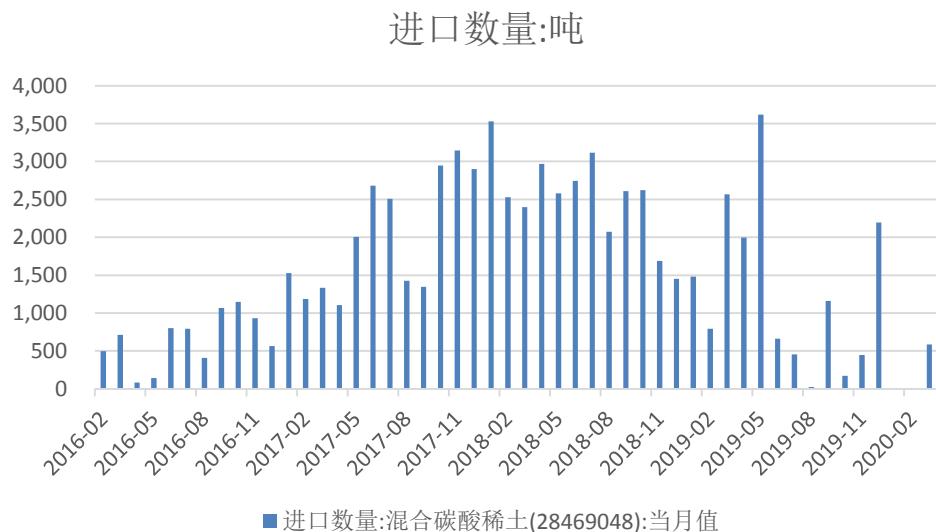
1、供给格局——东盟进口稀土原料在国内市占率近20%，中重稀土过半，不确定性较高

2018年尽管国内配额没有发生变化，但受制于环保和资源税成本影响，南方稀土矿的开采受到一定程度的抑制，原料进口出现较大幅度增长，以缅甸为代表的东盟地区成为中重稀土矿的主要进口来源，占全部配额比例一度达到20%，中重稀土超过50%。但由于开采地区多处于军政府地区，政治风险和环保风险较高，进口不确定性持续蔓延。

中国成为全球最大的稀土进口国，缅甸进口成为中重稀土的主要补充，5月/12月两次关停，2019年进口总量下滑48%至1.56万吨，仍在国内中重稀土总配额的45%（考虑部分配额矿山停产，供给占比近60%）。

因疫情双方的封锁持续，预计今年缅甸进口再度大幅下滑，一定程度带来国内全年中重稀土价格的支撑。

图3：2019年5月/12月两次关停以后碳酸稀土进口大幅回落 /吨



资料来源：海关数据，天风证券研究所整理

1、供给格局——海外仅有两大稀土矿规模化放量

2011年之后，伴随稀土价格的下行，海外矿山由于成本劣势在2014年进入到全面亏损的情况。一是资源禀赋自身限制，二是稀土价格下行带来的亏损导致企业动力不足。其中，Molycorp在2015年6月申请破产保护（后续年报数据缺失），Lynas则是不断受到分离厂所在地马来西亚的环保政策影响，产能释放进度不断受阻。

从资源情况来看，海外矿山大多以轻稀土为主，尤其在产矿山Mountweld和Mountainpass中重稀土原矿品位未超过5%，产量贡献极低。但2019年海外稀土矿占比近37%，主要是美国Mountain Pass和澳大利亚lynas公司的MountWeld，累计产量超过4万吨REO。

稀土生产商Lynas Corp遵照马来西亚政府的命令，将工厂关闭时间延长两周至4月14日，以遏制冠状病毒的蔓延。2019财年Lynas生产稀土氧化物约2万吨，由于马来西亚冶炼厂的影响，2019自然年Lynas可供销售的稀土氧化物约1.85万吨，按照目前持续停产近10周，估算大约影响产量0.1万吨，根据USGS数据，2019年全球稀土产量约21万吨，占比约1.6%，预计全年产量下滑可能达到17%。

公司	国别	资源情况	产能/吨REO	投产进展
MPMO	美国	储量1669万吨，氧化物130万吨，REO品位7.98%	2019年精矿产量超过3万吨	2018年1月复产
Lynas	澳大利亚/马来西亚	REO品位10.7%	25000	因疫情影响3.23停产
Rainbow	非洲布隆迪	氟碳铈矿+独居石品位47%-67%	5000	2017年下半年投产
Northern Mineral Limite	澳大利亚	资源量5.73万吨REO 储量2.23万吨，含镨2048吨	590	2018年6月中试
Hastings Technology Metals Limited	澳大利亚	资源量2100万吨，REO品位1.17%	15000	2020年投产
Greenland Minerals	格陵兰	资源量10.1亿吨，稀土1114万吨，铀5.93亿磅	-	-
Arafura Resources Limited	澳大利亚	资源量560万吨，REO品位2.6%	氧化镨钕3600/氧化镧2660/中重稀土660	-

资料来源：LYNAS年报，安泰科-中国金属网，亚洲金属网，上海有色网，前瞻产业研究院，天风证券研究所整理



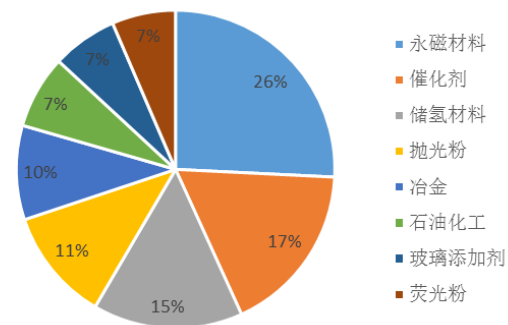
2

哪些需求领域有望迎来高增长?

2、需求结构——新能源汽车是最大增长引擎

稀土下游应用主要为永磁材料、催化材料、储氢材料、抛光粉和冶金材料等，磁材在全球稀土消费领域占比最高，约26%；其次为石油硫化裂化等稀土传统应用催化材料占比达到17%，储氢材料和抛光粉分别达到15%、11%。

单位/吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
钕铁硼需求	2721.8	3498.4	4940.6	6904.7	7945.1	10046.3	15714.2	21142.0	30390.7	44050.3	64223.6
中国合计	1658.6	2323.7	3429.4	4425.0	4714.7	5711.4	8659.7	12062.0	16958.8	23996.6	34113.1
需求增速		40.10%	47.58%	29.03%	6.55%	21.14%	51.62%	39.29%	40.60%	41.50%	42.16%
中国占比	60.94%	66.42%	69.41%	64.09%	59.34%	56.85%	55.11%	57.05%	55.80%	54.48%	53.12%
镨钕	898.2	1154.5	1630.4	2278.6	2621.9	3315.3	5185.7	6976.9	10028.9	14536.6	21193.8
镝	272.2	349.8	494.1	690.5	794.5	1004.6	1571.4	2114.2	3039.1	4405.0	6422.4
铽	136.1	174.9	247.0	345.2	397.3	502.3	785.7	1057.1	1519.5	2202.5	3211.2



资料来源：wind，产业信息网，天风证券研究所整理

新能源汽车景气周期是磁材消费增长的最大领域，考虑疫情影响下，海外新能源汽车放量放缓，同时部分渗镝技术比例降低，短期磁材需求受到较大冲击，长周期看，新能源汽车渗透率如果达到大幅的提升，2025年有望带来超过6万吨的钕铁硼需求增长，对应镨钕、镝、铽需求增长分别达到2.1万吨，6422吨和3211吨。

2、需求结构——家电能耗标准有望带来变频占比提升

2020年1月20日，新版GB21455《房间空气调节器能效限定值及能效等级》具体细则正式公布，新能效标准将于2020年7月1日正式实施，7月1日之前出厂或进口的产品可在2021年6月30日前销售。2020版具体能效等级的变化体现在以下两点：一是计算指标方法的更新，不再为定频空调和变频空调分别设置评价考核体系，二是统一定频空调和变频空调的能效等级，进一步提升各能效等级的指标要求。

根据产业在线数据推测，即将推出的新能效标准，会将旧的1至3级产品变更为1至5级产品，空调能效的要求进一步提升，铁氧体性能可能进一步无法匹配，因此变频空调的渗透率以及钕铁硼在变频空调领域渗透率均有望不断提升。

定频空调								
年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
数值（万台）	7307.7	6502.7	7239.7	8438.3	8788.1	8339.5	6406.53	5490.09
同比	-0.50%	-11%	11.30%	16.60%	4.10%	-5.10%	-23.18%	-14.30%
占比	62%	63%	65%	59%	58%	55%	45%	40%
变频空调								
年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
数值（万台）	4435.1	3858.5	3945.5	5911.7	6308.7	6940.5	7830.2	8921.4
同比	24.40%	-13%	2.30%	49.80%	6.70%	10%	13%	10%
占比	38%	37%	35%	41%	42%	45%	55%	65%
钕铁硼需求（吨）	4435.1	3858.5	3945.5	5911.7	6308.7	6940.5	7830.2	8921.4

资料来源：wind，产业在线，天风证券研究所整理

2、需求结构——风电领域抢装大概率出现回暖

国内风力发电机主要包括永磁直驱风机和双馈风机两种，根据国家能源局风电十三五规划，到2020年底，风电累计并网装机容量确保达到2.1亿千瓦以上，其中2018年，新增并网风电装机2059万千瓦，累计并网装机容量达到1.84亿千瓦。国家能源局数据显示，2019年，我国新增并网风电装机2574万千瓦，其中陆上风电新增并网装机2376万千瓦，海上风电新增装机198万千瓦。

按照到2021年全球新增风电机组的装机容量为65GW，假设直驱永磁电机渗透率达到36%水平，预计对于钕铁硼需求增长超过1.57万吨，对于镨钕、镝、铽的需求分别达到4703、118、78吨。

新增装机（GW）	2019	2020E	2021E
全球	53.2	60	65
中国	25.74	30	35
永磁直驱占比	32%	34%	36%
钕铁硼需求（吨）	11406.1	13668	15678
镨钕需求（吨）	3421.8	4100.4	4703.4
铽需求（吨）	57	68.3	78.4
镝需求（吨）	85.5	102.5	117.6

资料来源：wind，全球风能协会，天风证券研究所整理

2、需求结构——轨交的牵引电机更迭可能带来增量

交流异步牵引电机是当前应用于轨道交通牵引系统的主流电机，而永磁同步牵引电机则代表着轨道交通牵引技术的未来发展方向。永磁同步牵引电机的优点表现在低能耗、功率密度较高、体积较、质量较轻、全封闭结构易于调整、全生命周期成本较低等。

目前工业化批量生产的钕铁硼永磁体的磁能积已经超过55MGOe，最高工作温度200C°左右，已经基本可以满足轨交牵引电机的工作条件，根据稀土协会预测，新增高铁、城市轨道交通列车永磁同步传动系统市场占有率将分别达到30%和50%。城市轨交渗透率有望不断提升，假设按照50%为永磁牵引电机测算，对于钕铁硼的需求超过4500吨，对于镨钕、镝、铽的需求增量有望达到1525吨、69吨和38吨。

高铁	合计	中国	法国	日本	英国	西班牙	德国	意大利	韩国	其他
保有量(辆)	6952	4500	477	401	330	222	217	141	105	559
单车用量假设(kg)		300	300	300	300	300	300	300	300	300
消耗钕铁硼(吨)	1042.8	675	71.55	60.15	49.5	33.3	32.55	21.15	15.75	83.85

城市轨交	2020	2019	2018
中国	46210	39161	33188
单车用量(kg)	200	200	200
渗透率	50%	30%	5%
消耗钕铁硼(吨)	4621.03	2349.68	331.88
镨钕需求增量(吨)	1524.94	775.39	109.52
铽需求增量(吨)	69.32	35.25	4.98
镝需求量(吨)	38.12	19.38	2.74

资料来源：wind，稀土行业协会，天风证券研究所整理



3

短期看政策预期投资机会持续性如何

中重稀土进口持续受阻

中重稀土
占比近半

2017年以来南方中重稀土矿出现不足，以东盟为主要领域开始进口的大量补充。2018年稀土累计进口3万吨，其中缅甸进口2.58万吨，占国内配额比例达到20%水平，折算占中重稀土矿比例接近一半。2019年混合碳酸稀土进口1.56万吨，仍在中重稀土占比近45%。

关停确定性
持续验证较强

2018年11月腾冲海关双向关闭，随后12月中旬通关但部分生产原辅料出口依然受阻，为期5个月的执行期过后五月中旬腾冲及临界口岸再度叫停涉及缅甸的稀土业务往来。据SMM和百川资讯报道，2019年12月缅甸至中国的离子型稀土矿进口关口再次关停。此次主因或为在缅甸开采稀土没有合法的采矿证，盗采盗挖对当地环境造成破坏，关停时间有望持续。

疫情影响下难
有恢复

因疫情双方的封锁持续，预计今年缅甸进口再度大幅下滑，一定程度带来国内全年中重稀土价格的支撑。

资料来源：wind，SMM，百川资讯，天风证券研究所整理

政策预期有望加速稀土价格上涨

收储对于价格
短期影响较大

历史情况来看，收储对于产品价格起到短期支撑的作用，且重点收储品种确实涨幅较大，但在没有有效打黑（主要症结）、需求稳增长（主要矛盾）的配合下价格上涨趋势难以持续。

对板块弹性更
强

对于板块的影响则有所不同，历史情况股价反映快于价格反映并在价格反映过程中继续上涨。在2014年以前，稀土板块在收储预期、消息面的证实和实际收储执行的过程三个过程中均有不同程度的涨幅，在三个过程中涨幅最大的大概率为收储执行（即稀土价格确定性上涨）阶段，板块自顶点回调过程同样先于稀土价格调整。而2014年股票在2013年的收储预期过程已经反映。目前此轮股价涨幅尚小于历史平均涨幅。

节奏和品种针
对性有望优化

2016-2017年收储不同于往年的是，收储预期到落地执行的时间距离较近，且收储过程持续分阶段，因此对于价格的支撑将大概率比往年更强。而收储后于稀土价格变化持续性取决于三个方面的影响，1、针对性品种供需情况的改善；2、打黑效果；3、企业流通库存消化情况。



4 长期看稀土产业发展趋势如何？

1、政策核心在供给端

2020年Q1以来，受全球疫情爆发影响稀土价格先涨后跌，目前价格下考虑原料及环保综合成本及贸易摩擦的风险，从政策历史演变来看，主要政策方向可能为：

1、“督察”/“战略收储”常态化带来持续性，收储战略品种针对性可能增强。

2、轻稀土配额可能继续提升。

3、加大高端稀土功能材料应用开发。伴随政策预期对于供给端的支撑，稀土价格有望止跌。

时间	政策变动
2006年	1999年开始稀土出口配额政策，2005年取消5月1日期取消稀土金属、稀土氧化物、稀土盐类出口退税，2006年11月1日发布从2007年6月1日起稀土产品加征10%出口关税
2008年	12月26日下达2009年第一批贸易稀土出口配额，20家出口公司合计15043吨
2009年	4月10日稀土矿开采总量指标82320吨，6月26日补充三家公司1990吨出口配额，1月/9月两批外资企业出口配额6685吨、10160吨；12月29日公布2010年贸易稀土出口配额22家公司合计16304吨
2010年	
2月	商务部下达出口配额2月23日5978吨、7月7日7976吨、累计下达30259吨出口配额（同比减少40%）
3月	3月4日稀土矿开采总量控制计划89200吨其中轻稀土77000吨（内蒙50000吨、山东15000吨、湖南1500吨、广西2000吨、四川2200吨），中重稀土12200吨（江西8500吨、广东2000吨、福建1500吨、云南200吨）。3月18日、工信部下达2010年稀土矿和冶炼分离产品生产指令性计划，12省矿产品89200吨，冶炼分离产品86000吨。
5月	5月12日工信部发布《稀土行业准入条件》征求意见稿、规定稀土矿开采、冶炼生产门槛；5月18日、国土资源部发布6-11月开展全国稀土等矿产开发只需专项整治行动通知
10月	《关于开展稀土等矿产开发秩序专项整治工作检查验收通知》，要求11月底前全面完成
12月	12月2日发布从2011年1月1日起，稀土矿、氧化物出口15%、金属钕、未混合稀土金属出口关税从15%上调到25%
2011年	国家大幅提高了稀土矿原矿资源税税额标准，调整后的税额标准为：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
2012年	国家要求稀土企业使用稀土专用所得税发票；国家首次对中重稀土实行收储
2013年	国家批准成立六大稀土集团——包钢集团、五矿集团、中铝集团、南方稀土集团、福建稀土集团、广东稀土集团
2014年	国家再次对稀土实施收储；9月底开启八部委联合打黑行动；3月稀有金属管理条例列入国务院立法计划；8月7日世贸组织终裁，调整12月31日期取消稀土配额8月淘汰落后产能10万吨；泛亚有色交易所首次启动稀土商业收储；
2015年	国家正式取消稀土出口配额

2、国内供给结构不断优化

从原料端来看，国内中重稀土矿受制于环保核查、部委核查和资源税成本困扰，2017年以后几乎处于关停状态。黑色产业链主要分布在南方离子型稀土矿，停摆状态也是使得非法开采和冶炼分离产品从2014年较高体量大幅下滑，因此2018年中国首次提升总量计划配额，且成为原料进口国。

2019年1月十二部委《关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》中部门更多元、环节更全面、督察惩罚更完善，常态化的管理体系有望保持良好的供给结构。此外如果储备局能够有针对性的战略品种和流动性较差的品种进行收储，有望进一步改善国内供给结构。

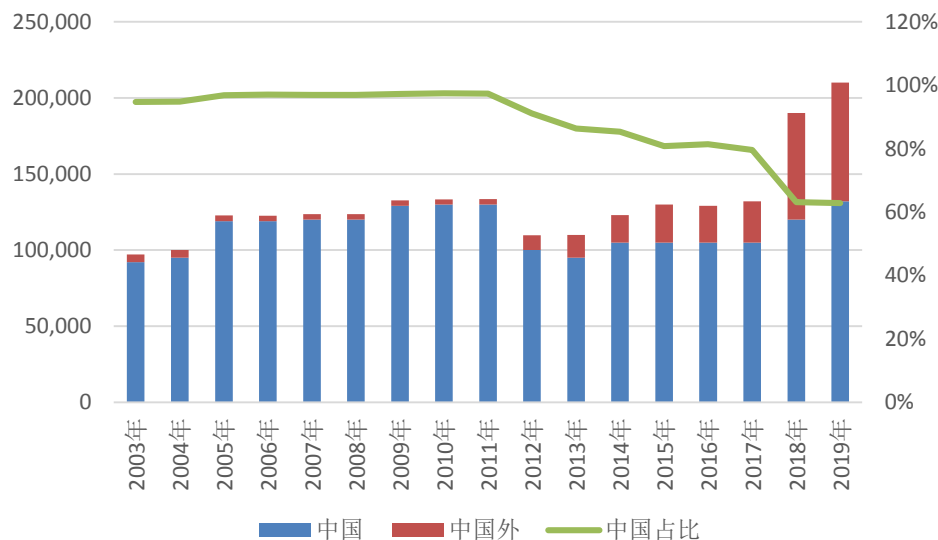
2016年	
1月	1月 国务院办公厅发布《关于加快推进重要产品追溯体系建设的意见》
4月	4月 国土资源部公布《国土资源十三五规划纲要》，假期对稀土战略矿产重要产地储备
7月	<稀土行业规范条件(2016年本)>和《稀土行业规范条件公告管理办法》，并决定于7月1日起实施，2012年7月26日公布的《稀土行业准入条件》和《管理办法》同时废止。
10月	工信部发布《稀土行业发展规划(2016-2020年)》，大力发展稀土高端应用，到2020年主要稀土功能材料产量达到年均15%以上增长，中高端稀土功能材料占比显著提升
12月	八部委将开展专项行动打击稀土违法违规行动
2017年	
3月	国土资源部2017年度全国第一批稀土矿开采总量控制指标为52500吨
4月	工信部下达2017年第一批稀土生产总量控制计划，其中矿产品计划在52500吨，冶炼分离产品计划在50075吨。
5月	工业和信息化部原材料工业司（稀土办）通报了打击稀土违法违规专项行动阶段工作进展情况。23个省（区）检查各类企业415家，查出61条违法违规线索，已依法处理23家，另有38家正在处理中。
7月	国土资源部发布关于下达2017年度稀土矿钨矿开采总量控制指标的通知，2017年度全国稀土矿（稀土氧化物REO）开采总量控制指标为105000吨，其中离子型（以中重稀土为主）稀土矿指标17900吨，岩矿型（轻）稀土矿指标87100吨。
7月	工信部下达2017年第二批稀土生产总量控制计划，其中矿产品52500吨，冶炼分离产品49925吨。
8月	中国稀土行业协会秘书处提出建议：建议暂缓稀土产品收储，释放部分稀土产品储备，发挥稀土收储的平抑和调节市场功能。
9月	南方稀土联盟倡议成员企业从十月份开始，所有稀土矿山开采企业、冶炼分离企业和综合回收利用企业停产一个月。
10月	江西省总结历次打击稀土违法违规行为专项行动经验，在全国率先出台稀土全产业链管控措施，对稀土的开采、冶炼分离、资源回收和经营贸易进行严格管控。
12月	工业和信息化部原材料工业司（稀土办）组织召开稀有金属部际协调机制联络员会议，重点研究推进秩序整顿工作的措施建议。表示将共同推进行业秩序整顿工作，推动《稀有金属管理条例》尽快出台。
2018年	
1月	稀有金属部际协调机制在京组织召开工作会
4-5月	2018年第一批、第二批总量控制计划稀土开采配额分别为7.5万吨和4.5万吨，全年达到12万吨，冶炼分离产品达到11.5万吨。
10月	工业和信息化部办公厅关于建立稀土矿山、冶炼分离企业定期公示制度的通知
11月	工信部网站发布八部委关于组织开展稀土行业秩序整顿专项督查的通知
2019年1月	十二部委联合发布《关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》

3、海外供给可能窄幅波动

从2018年起，美澳缅等海外矿山累计贡献稀土矿达到7万吨，2019年Mountainpass产量持续爬坡，2021年预计澳大利亚HASTINGS矿山可能投产，计划产能约1.5万吨/年的混合碳酸稀土（8850吨/年REO），海外稀土矿整体增量有限。

目前来看，由于海外疫情影响，美澳缅等海外稀土矿产量均受到一定制约，如中国配额持平，2020年全球稀土矿产量可能出现小幅下滑。中期来看，海外稀土矿增量有限，可能在达到8-9万吨左右持稳，且品种以轻稀土为主。

海外稀土产量占比可能持稳

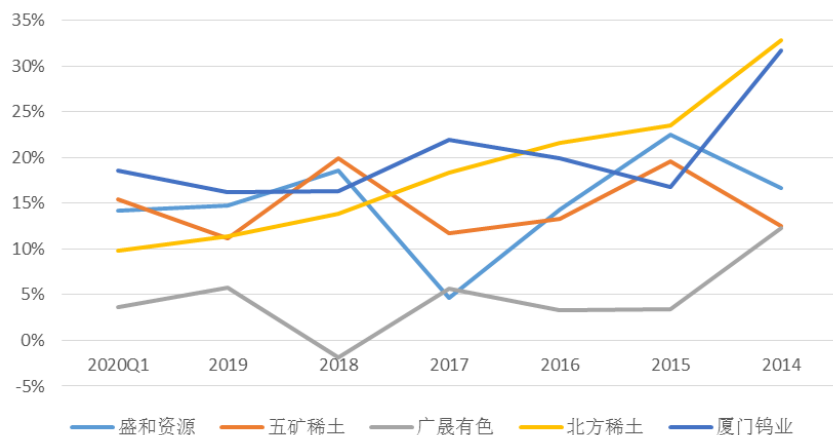


资料来源：USGS，天风证券研究所整理

4、企业盈利水平有望回归合理区间

根据已披露的2020年一季报显示，稀土板块实现营收118亿元，归母净利润2.5亿元，尽管2020Q1缅甸进口途径持续受限，氧化镨价格同比上涨29%，氧化铽价格同比上涨41%，但全球疫情导致需求端短期大幅承压，稀土板块上市公司平均毛利率持续回落至11%，2020年Q1稀土上市公司利润同比下滑7%。伴随国内需求全面修复，海外疫情逐渐企稳，政策、成本、需求共振有望带来稀土价格止跌企稳并存在一定持续性，从公司层面看伴随平均成本支撑和产品结构改善，毛利率水平有望回归20%-25%的合理区间。

疫情影响下，稀土板块平均毛利率创新低



资料来源：wind，天风证券研究所整理

稀土十三五规划提到培育稀土在航空航天、轨道交通、海洋工程、工业机器人、高档数控机床、医疗器械等领域的应用，发展超高纯稀土金属及其化合物、高性能稀土磁性材料、高性能稀土发光材料、稀土储能材料、稀土抛光材料、稀土轻合金材料等。高端稀土功能材料也被列入增强制造业核心竞争力三年行动计划中。

从过去十年左右的资源端的纷争，国内外资源供给占比可能逐渐达到动态平衡，而下一轮稀土产业链的核心竞争力在于高附加值的稀土材料研发和稀土氧化物的差异性。



5 稀土企业核心竞争力怎么看？

稀土企业核心竞争力

资源/ 成本优势

稀土产业链中矿企的成本优势主要在于资源，北方稀土集团拥有全球储量最大矿山，且北方稀土以较低成本采购原料，拥有规模化优势，是国内稀土资源的绝对龙头。尽管中重稀土为中国优势品种，同时在环保核查/部委巡查等因素作用下，开采力度不足，成本较高，尚未能充分发挥资源优势。

技术优势带来 高附加值产品 比例提升

从产业政策和公司发展角度看，高端功能材料领域占比提升有助于提高公司和国内稀土材料在全球的话语权。如五矿稀土作为2018年保持毛利率和业绩同比逆势大幅回升的公司，销售毛利率领先行业平均值，仍在15%以上水平，胜在调整产品销售结构，持续推动技术创新与客户需求相结合的、定制化供给的差异化竞争策略。

管理优势

管理优势一方面体现在对于产业链的布局前瞻性，一方面在于全方位成本把控优势、盛和资源海外联合投标美国MOUNTAINPASSA矿山，在多年亏损之后公司项目技术服务团队充分利用在大陆槽稀土矿的成功经验，并结合 Mountain Pass 项目特点，帮助项目公司对现有生产设备进行技术调试和生产线的工艺优化，2018年已经投产，精矿产能实现逐渐爬坡。

资料来源：WIND，天风证券研究所整理

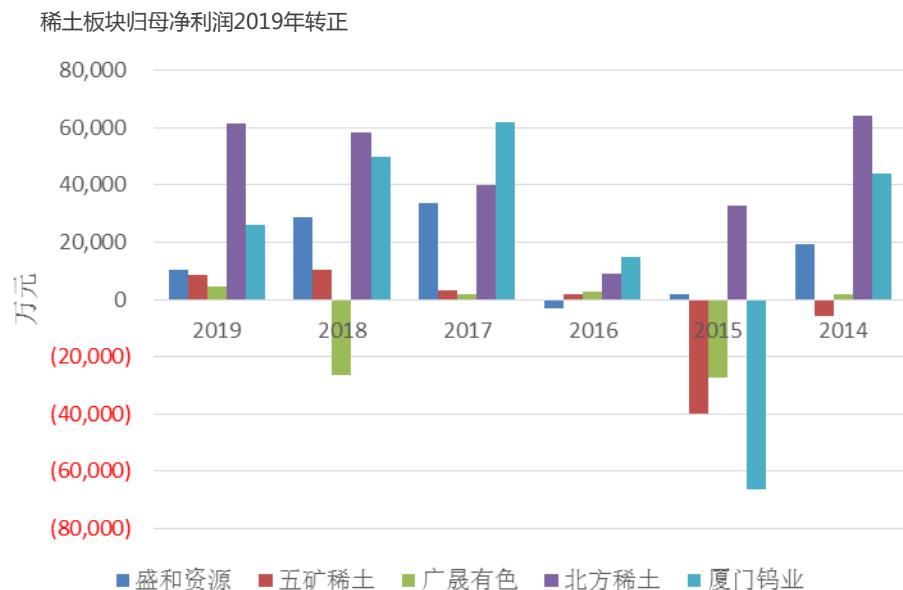


6

弹性机会能否转换为估值机会?

稀土价格涨幅超过50%平均估值有望回到合理区间

2016年稀土价格触底回升，2017年以来主要氧化物品种先涨后跌，2018年基本在底部震荡且考虑部分公司在2018年年报可能会有减值处理，2019年整体先扬后抑，中重稀土中枢抬升，轻稀土价格相对疲软。2020年疫情影响下中重稀土延续相对强势，轻稀土仍然承压，因此，以现价测算，目前稀土公司平均估值水平仍然较高，从历史板块上涨情况来看，弹性优先，其次看估值，最后看资源价值。



资料来源：WIND，天风证券研究所整理



7 谁将引领板块机会?

中重稀土 强弹性

从主要本轮稀土行情主要在于中重稀土原料风险带来的价格上涨，因此南方五大中重稀土集团有望最先受益。

供给侧政策超预期可能带来 全品种上涨

考虑到轻稀土配额体量可能提升，全球供给相对充分，价格相对向上弹性不大。但持续性收储及巡查等常态化政策管理，国内供给侧政策可能带来全品种的趋势性上涨，龙头企业持续受益，板块趋势向上的机会可能持续。

关注注入预期

目前与五矿稀土存在同业竞争的五矿江华瑶族自治县兴华稀土新材料有限公司，中国五矿承诺如该公司连续两年归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润为正（以经审计确定的数值为准）且满足上市条件时，在同等条件下优先将注入上市公司。此外伴随中重稀土原料进口紧张，国内价格上涨持续性较好的背景下，公司参股圣功寨稀土矿探矿权和肥田稀土矿探矿权集团公司江华稀土矿山正在建设开发顺利，。

磁材龙头 受益结构改善

中长期来看，磁材有望从贸易摩擦情绪到实质性高端需求放量，磁材龙头有望受益新能源汽车长期订单。预计伴随渗透率的提升对于高性能钕铁硼需求拉动超过6万吨（到2025年）。消费电子企稳，风电仍在抢装周期，家电能耗标准提升、轨交的牵引电机更迭可能带来远期增量。在需求整体企稳的情况下，考虑新能源用高端磁材认证周期较长，龙头企业伴随结构改善增速强于行业增速，主题机会有望成为趋势机会。

五矿稀土

中国六大稀土集团之一中国五矿集团下属上市公司平台，公司目前主要三家分离厂中赣县红金稀土有限公司清算停产，定南大华新材料资源有限公司为4500吨/年，广州建丰五矿稀土有限公司为3000吨/年。2019年集团冶炼分离指标5658吨，矿产品指标2010吨，五矿稀土集团所属江华稀土矿山正在建设当中，如2020年顺利投产，有望进一步提升公司的资源渠道优势。对原料的提前储备以及多种类原料采购渠道的建立保障原料稳定供给。

广晟有色

广晟有色为广东省稀土产业集团有限公司对应上市公司平台，2019年拥有离子型稀土矿配额2700吨，产能利用率不断攀升。广东稀土集团获得股权无偿划转后，有助于进一步理顺稀土资源整合。公司是广东省唯一合法稀土采矿人，实际控制省内3张稀土采矿权证；拥有8家稀土企业，所属5家稀土冶炼分离企业的冶炼分离能力合计达14000吨/年。

盛和资源

公司资源端全球布局，国内托管汉鑫矿业，参股冕里稀土的股权比例为36%，海外联合投标美国MOUNTAINPASSA矿山，在多年亏损之后公司项目技术服务团队充分利用在大陆槽稀土矿的成功经验，并结合Mountain Pass项目特点，帮助项目公司对现有生产设备进行技术调试和生产线的工艺优化，2018年已经投产精矿产能逐渐爬坡。2017年2月，公司完成晨光稀土、科百瑞、文盛新材三家子公司的重组，冶炼端原有乐山盛和稀土（轻）5400吨产能，收购完成后拥有稀土氧化物分离产能8,400吨/年、稀土金属冶炼产能14,000吨/年、年处理5,000吨钕铁硼废料和1,000吨荧光粉废料的能力。2019年各产品产量锆钨金属7346吨，钽48吨，镨铁及金属镨375吨，锆英砂7.67万吨，钛矿（含金红石）31.31万吨，独居石9,663吨。

海南文盛新材主营业务为锆钛选矿及加工，具备年产75万吨锆英砂、钛精矿、和金红石的产能，同时选矿过程中产生的副产品独居石也是重要的稀土原材料。年产2万吨陶瓷纤维保温制品项目和年产5万吨莫来石项目也在积极推进。

资料来源：wind，天风证券研究所整理

北方稀土

北方稀土的控股股东包钢（集团）公司拥有全球最大的稀土矿—白云鄂博矿的独家开采权，白云鄂博矿是中国稀土储量大、白云鄂博已探明稀土资源量约10,000万吨，占世界已探明储量的77%，平均含稀土氧化物（REO）3%~5%。资源优势突出，在国家稀土开采、生产总量控制计划指标分配中，公司获得的矿产品和冶炼分离产品分配量均占据分配总量的50%左右。目前，公司冶炼分离产能8万吨/年、稀土金属产能1万吨/年，稀土原料产能位居全球第一；稀土功能材料中磁性材料合金3万吨/年，产能居全球第一；抛光材料产能14000吨/年、贮氢合金3000吨/年，占据国内市场份额半数以上；发光材料1000吨/年。

厦门钨业

福建稀土集团对应上市平台，公司基本完成了对福建省的稀土资源整合，拥有龙岩稀土、金门稀土、三门稀土三家相关子公司，产业链覆盖稀土氧化物、稀土金属、稀土发光材料、磁性材料等。拥有年3440吨稀土矿产品配额（均为中重稀土）和3963吨冶炼分离配额，子公司长汀金龙一期扩产1500吨于2018年底投产，今年完成全部3000吨扩产，目前已建成5000吨稀土分离、3000吨稀土金属、2000吨高纯稀土氧化物、1300吨三基色荧光粉、6000吨钕铁硼磁性材料、2500吨钕铁硼表面处理生产线，拥有较完整产业链。

中科三环

公司是全球钕铁硼领军企业，毛坯产能1.8万吨，主要分布在宁波、天津、北京、肇庆等，同时公司与日立金属设立合资公司制造高性能烧结钕铁硼磁体。到2019年与南方稀土集团共同扩产5000吨/年的高性能钕铁硼，进一步保障原料供应，对应海外龙头电动车和国内新能源汽车磁材需求双双放量，扩产正当时，有望进一步巩固公司在高端钕铁硼领域的市场份额。

公司2001年起积极强化与上游原料供应的深度合作，参股南方稀土高技术和科力稀土，2010年与五矿稀土签订优先供货协议，2015年通过宁波科宁达与虔东稀土成立合资子公司。此次直接参股南方稀土集团5%的股权，进一步直接保障原材料的稳定来源。南方稀土集团是国内中重稀土的主要产地，在中重稀土价格上涨的大背景下，成本优势有望进一步凸显。

正海磁材

公司拥有“高性能钕铁硼永磁材料+新能源汽车电机驱动系统”的双主业发展模式，2019年钕铁硼产量5530吨，钕铁硼永磁材料组件105万件，拟非公开发行募集不超过10.25亿元，用于“低重稀土永磁体生产基地建设项目”、“福海基地研发及智能化升级项目”和“东西厂区升级改造及产能提升项目”，完成后累计扩产有望达到8700吨，产能有望持续爬坡；公司产品的下游应用领域包括汽车EPS、新能源汽车驱动电机、节能环保空调、风力发电、节能电梯、自动化和消费电子等。公司控股子公司上海大郡是国内专业从事新能源汽车驱动电机及其控制系统的研发、生产和销售，下游主要客户包括：北汽、广汽、吉利、金龙、凯博易控、银隆等国内主要汽车生产企业。

金力永磁

2008年在江西赣州成立，2018年9月上市，主要产品是稀土永磁材料，公司是全球领先的风电应用领域磁钢供应商，并且是国内新能源汽车、节能变频空调领域的领先供应商。公司销售收入连续两年大幅增长，已具备10,000吨烧结钕铁硼毛坯产能，市场份额进一步提高，公司首次公开发行募投项目“新建年产1,300吨高性能磁钢项目”和“生产线自动化升级改造项目”已基本完成建设投入并结项，公司产品保障能力得到进一步提升。

宁波韵升

公司主营业务聚焦于高性能稀土永磁材料与伺服控制系统两大业务板块，在宁波、包头、北京及青岛拥有四个生产基地，坯料生产、机械加工及表面处理能力进一步提升，具有年产坯料10,000吨的生产能力，目前6000吨产能搬迁完成，2019年钕铁硼成品产量在3981吨，主要应用于移动终端、电机、机械硬盘、声学等领域。公司自主研发伺服驱动器及相关产品，2019年伺服电机产量14427台，开始批量向市场提供伺服控制系统集成产品。

风险提示

1) 海外稀土放量大幅超预期

考虑贸易局势震荡，海外对于中国稀土产业链较高依存度背景下，海外稀土资源勘探开发可能出现超预期

2) 下游需求大幅不及预期

2020年以来，全球疫情影响下，稀土下游终端需求多与制造业相关，相关领域汽车、石油等行业收到较大冲击，如果疫情持续较长时间未有充分缓解，可能对于上游原材料价格带来压力

3) 国内黑色产业链/社会库存大幅高于预期

国内稀土产业政策打黑、八部委联合督察、环保核查、总量控制计划等综合作用下，稀土私挖盗采已经得到较大程度缓解，考虑稀土价格如果出现一定回升，部分有利润空间的灰色产业链可能出现反复以及部分收储品种的社会库存可能有抛售压力。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS