买稀土这件事

一个二级市场投资人的稀土框架：周期、政策、估值与择时

蜜蜡

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

一个二级市场投资人的稀土框架：周期、政策、估值与择时

先别急着打开行情软件，也别急着搜"稀土龙头有哪些"。我们从一个更朴素的问题开始。

如果我告诉你，有一种金属，地壳里的含量比铜还高，遍布全球几十个国家——你大概不会觉得它值得为它专门建一个投资框架。可如果我再告诉你，就是这种"不稀"的东西，能让一纸公告就让全球的汽车厂、芯片厂、军工厂集体紧张，能成为大国博弈桌上反复举起又放下的筹码，能让一只股票几个月翻倍、又几个月腰斩——你就会意识到：**这里面真正值钱、真正稀缺的东西，和它的名字说的根本不是一回事。**

这本书想解决的，就是一个二级市场投资人的具体难题：

> **面对复杂的国际形势和地缘政治，我到底该用什么框架去买中国的稀土股票，才能大概率不亏？**

注意是"不亏"，不是"暴富"。稀土是一种罕见的**战略资产 × 周期资产**的结合体。战略属性给了它一个长长的故事和政策的底，让它常年有人追捧；周期属性又让它一次次把兴奋的人结结实实埋在高位。看对方向、却买错时点，照样亏得很惨——这正是大多数人在稀土上栽跟头的地方。

所以这本书不打算给你"荐股"，而是陪你搭一套能反复用的**框架**。它会一层一层来：

- 先弄懂这门生意**怎么运作**——真正稀缺的是什么（第一章），需求的长坡长在哪（第二章），供给的护城河怎么挖出来的（第三章），以及那只管着一切的政策之手（第四章）。
- 再看清它**为什么波动**——稀土价格那张暴涨暴跌的"心电图"从何而来（第五章），以及地缘棋局这枚筹码怎么推着它走（第六章）。
- 最后落到**怎么下手**——产业链上哪一层赚什么钱（第七章），主要公司各自卡在哪（第八章），周期股该怎么估值（第九章），在周期的什么位置买（第十章），怎么配组合、防黑天鹅才不亏（第十一章），以及把这一切收成一张随身携带的决策清单（第十二章）。

读完，你手里不会多一个"稳赚的代码"，但会多一副能自己看懂这盘棋的眼睛——知道该盯哪几个信号，知道什么时候该贪婪、什么时候该离场，知道自己买的到底是什么。

那么，就从那个最反直觉的起点开始吧：**稀土不稀，也不土。**

第一章 · 稀土不稀，也不土

想买稀土股票的人，十有八九是被一个词骗进来的——"稀土"。这两个字听着就像埋在地底、快要挖光的宝贝：既然"稀"，那总量有限；既然是"土"，那挖出来就能卖。于是故事很简单：谁手里有矿，谁就躺着赚钱。

可惜，这个故事从名字开始就是错的。要在二级市场上靠稀土赚到钱、而不是被套在山顶，第一件事是把这两个字拆开，看清楚**真正稀缺的东西到底是什么**。这一章不讲怎么买，只做一件事：把锚定好。后面十一章讲的周期、政策、估值、择时，全都从这个锚长出来。

先说"稀"：它一点都不稀

稀土，指的是元素周期表里一组共 17 种金属元素——镧、铈、镨、钕……一直到镥，加上钪和钇，合起来叫稀土。注意，是**金属**，不是泥土。

这 17 种里，很多的地壳含量其实相当高。拿排头的铈来说，它在地壳里的丰度比铜还高，差不多和锌一个量级；镧、钕也都不算罕见。真正少的只有几种"重"的，比如镝、铽——后面会专门说它们。所以笼统地说"稀土快挖光了"，是外行话。**地球上稀土多得是，中国、美国、澳洲、巴西、越南、格陵兰，到处都有矿。**

> 大白话
>
> 那它为什么叫"稀"？纯粹是历史误会。18 世纪末，化学家在一些少见的矿石里第一次提炼出这类元素，当时只能做成氧化物，看着像一团不溶于水的"土"（那年代把难熔的氧化物都叫 earth）。又因为出自稀见的矿，就顺口叫了"稀土"。名字一叫两百年，矿早就不稀了，词还留着。

真正稀缺的，是"把它们分开"的本事

如果矿到处都有，钱为什么没有到处都赚？因为稀土有个要命的脾气：这 17 种元素的化学性质**几乎一模一样**。

这不是夸张。它们大多属于镧系元素——周期表里挨在一起、最外层电子排布高度相似的一串金属，化学行为像一窝长得几乎分不出的双胞胎。它们总是混在同一块矿里一起出现，谁也不肯单独待着。

> 挖矿不难，难的是：从一桶几十种混在一起、长得几乎一样的双胞胎里，把每一个单独、干净地挑出来。

这个"挑出来"的过程，行话叫冶炼分离——把混在一起的稀土，一种一种拆成高纯度的单一氧化物（比如 99.9% 的氧化钕）。它靠的是**溶剂萃取**：把矿溶成溶液，让它在上百级、几千个萃取槽里反复来回，利用各元素之间极其细微的性质差异，一点点把它们分到不同的槽里。一条线动辄几百级，参数要调上几个月才稳，废水废渣还带放射性和强酸。

看懂这一层，你就摸到了稀土产业的第一个要害：**"有矿"和"能卖出干净的单一元素"之间，隔着一道又贵、又脏、又难的工艺鸿沟。**矿是起点，不是终点。全世界真正把这道工艺做到又便宜又大规模的，基本只有一个国家——这就是后面第三章整章要讲的事。

再说"土"：它早就不是卖给你一堆土

分离出来的单一氧化物，也还不是终点。稀土真正值钱、也真正被各国当成战略资源死守的，是它下游做成的那一小块东西——永磁体，尤其是钕铁硼（成分主要是钕、铁、硼的强力永磁铁）。

钕铁硼是人类目前能量产的、磁力最强的永磁材料。一小块指甲盖大的，就能吸起几公斤的铁。它几乎是现代一切"把电变成转动"的心脏：电动车的驱动电机、风力发电机、工业机器人的关节、手机的振动马达、硬盘、导弹的舵机……后面第二章会专门讲它去了哪。

大白话

所以"稀土"这门生意，真实的样子是一条链：**矿 → 分离成单一氧化物 → 做成金属 → 做成磁材 → 装进电机。**越往下，技术含量越高、越值钱、也越被当成战略筹码。把它当"卖土"，就只看到了最不值钱的那一头。

一张给全书定调的"稀缺地图"

把上面的拆解收拢一下。当有人说"稀土稀缺"时，他可能在说四种完全不同的稀缺，你得分清是哪一种：

- **矿石稀缺？**——基本不成立。轻稀土遍地都是。
- **重稀土稀缺？**——部分成立。镝、铽这类"重"的，矿源集中、含量低，是真的紧俏，也是军工最看重的。
- **分离产能稀缺？**——高度成立。能把矿干净、低成本、大规模分离出来的产能，高度集中在中国。
- **议价权稀缺？**——最关键。谁掌握了分离产能和下游磁材，谁就掌握了全球定价权。

这四句话，是这本书的地基。记住它，后面很多看似复杂的问题会突然变简单：

- 为什么美国、澳洲明明有矿，股票却不好做？——因为稀缺的不是矿（第六章）。
- 为什么稀土价格能几个月翻倍又腰斩？——因为它是被产能和政策卡着脖子的**周期品**（第五章）。
- 为什么一纸出口管制公告能让全球磁材厂一起发抖？——因为议价权在一个地方（第四章）。
- 为什么给稀土股票算市盈率会算出笑话？——因为它赚的是周期的钱，不是稳定的钱（第九章）。

这本书想帮你回答的那一个问题

我们贯穿全书要回答的，就一句话：

> **作为一个二级市场投资人，面对复杂的国际形势和地缘政治，我该用什么框架去买中国的稀土股票，才能大概率不亏？**

注意是"不亏"，不是"暴富"。稀土是典型的**战略资产 × 周期资产**：战略属性决定了它有长期的故事和政策的底，周期属性决定了它会反复把兴奋的人埋在高位。买对方向、买错时点，照样亏得很惨。

所以这本书会一层层搭一个框架：先弄懂它**怎么运作**（需求、供给、政策，第二到四章），再看清它**为什么波动**（周期与地缘，第五、六章），然后落到**买什么、怎么估值、何时买、怎么不亏**（第七到十一章），最后收成一张你能随身带的决策清单（第十二章）。

现在，锚已经下好了：**稀土不稀，也不土；真正稀缺的是分离的本事和下游磁材带来的议价权。**带着这句话，我们去看看这门生意的需求到底长在哪儿——下一章，从一块磁铁说起。

第二章 · 一块磁铁里的国运

上一章留了个锚：稀土真正值钱的那一头，是下游的永磁体——钕铁硼。这一章把它翻过来问：**这些磁铁到底被装进了哪儿？需求是在变大还是变小？**因为对一个投资人来说，再好的故事，最终都要落到"东西卖得掉、卖得越来越多"上。需求的长坡有多长，决定了这门生意的天花板在哪儿。

先搞清：我们说的"稀土需求"主要是哪块

稀土 17 种元素各有各的用处——铈用来抛光玻璃，镧做炼油催化剂，铕做荧光粉。但对投资人来说，这些是零碎。真正撑起这门生意、也真正带来成长性的，是一条主线：**镨、钕、镝、铽这几种，用来做钕铁硼永磁体。**

大白话

一句话记住产业的价值重心：**稀土里最大的生意是磁铁，磁铁里最贵的原料是镨钕（加一点镝铽）。**所以行业天天盯着的那个价——氧化镨钕（镨和钕的混合氧化物，做磁铁的主料）的价格——就是整条链的体温计。后面第五章讲周期，盯的就是它。

为什么是磁铁？因为永磁体干的是一件无可替代的事：**不费一分电，持续提供一个强磁场。**有了稳定强磁场，就能把电能高效地变成转动——这正是现代电机的核心。而一块钕铁硼，能在指甲盖大的体积里塞进别的磁铁几倍的磁力。你要么用它，做出又小又轻又省电的电机；要么不用它，做出又大又重又费电的。对电动车、风机这种对重量和效率极度敏感的东西，这几乎不是选择题。

需求去了哪：四条腿，一条比一条长

第一条腿：新能源车

这是过去十年稀土需求成长的主引擎。一辆电动车的驱动电机，主流方案就是钕铁硼永磁同步电机，单车要用到大约 2 到 3 公斤高性能钕铁硼。对比一下：一辆传统燃油车全车用到的钕铁硼通常不到半公斤（多在小电机、传感器上）。

所以电动车不是"多卖一辆车"，而是**每替代一辆油车，稀土磁材用量翻好几倍**。全球电动化渗透率每往上走一格，镨钕的需求底座就厚一层。这是一条能看十年以上的坡。

第二条腿：风力发电

风机里，**直驱式**（叶片直接带动发电机、不用齿轮箱）机型每台要用到几百公斤甚至上吨的钕铁硼——因为它靠一个巨大的永磁转子发电。海上风电尤其偏爱直驱，因为海上检修贵，少一个容易坏的齿轮箱就少一个麻烦。

风电的需求脾气和车不一样：它是**项目制、看政策和招标节奏**的，一年装多少机受补贴、电价、并网指标影响，波动比车大。它给稀土需求添的是"量大但一阵一阵"的那部分。

第三条腿：工业电机与节能

这条腿最不起眼，却可能是量最大、最稳的。空调压缩机、电梯、水泵、各种工厂里的变频电机……把普通感应电机换成永磁电机，能省下可观的电。在"双碳"和能效标准一步步抬高的背景下，这是个慢、但持续、而且基数巨大的替换过程。它不性感，但它是需求的压舱石。

第四条腿：机器人与军工（想象力最大的两条）

人形机器人是最新被点燃的故事。一台人形机器人全身几十个关节，每个关节的电机都可能用上钕铁硼，单台用量的估算从几百克到上公斤不等。如果这个行业真起量，它对高性能磁材是一块全新的、增量很大的需求。**但要诚实：现在它主要还是"预期"，不是已经兑现的订单。**投资人要把"想象中的需求"和"账上的需求"分开算。

军工则是另一种性质：用量不大，但不可替代、不计成本、而且是稀土被当成战略资源的根本原因。导弹的舵机、战机的电机、精确制导、雷达……都离不开高性能磁材，尤其离不开耐高温的镝、铽。军工的意义不在"买多少吨"，而在于它让稀土从一门生意变成了一张**国家级的牌**——这为第四章的政策和第六章的地缘埋下伏笔。

一个投资人该从需求里读出的三件事

把四条腿合起来看，对买股票真正有用的，是下面三个判断：

- **需求的长期方向是向上的，而且结构在变好。**电动化、风电、节能电机、机器人，全都指向"用更多永磁电机"。镨钕的长期需求底座，大概率是一年比一年厚。这是这门生意值得研究的根本理由。
- **但需求是有弹性、会波动的，不是直线。**车卖得好不好看经济，风电看政策招标，机器人看预期兑现。某一年需求"不及预期"完全可能发生——而稀土价格对需求的边际变化极其敏感（原因在第五章）。所以"长期向上"不等于"随时能买"。
- **需求的增量高度集中在高性能磁材，而不是普通稀土。**这意味着真正受益的，是镨钕镝铽这条线，以及能做出耐高温、高矫顽力磁材的下游厂——而不是什么稀土都值钱。第七、八章挑公司时，这是一把尺子。

大白话

小结成一句话：**稀土需求的长坡是真的（电动化+节能+机器人），但坡上有坑（需求会阶段性不及预期），而且不是所有稀土都在这条坡上（增量在镨钕磁材）。**

需求讲完，下一个问题自然冒出来

如果需求长期向上、而且全世界都想要这些磁铁——那供给呢？矿第一章说了遍地都是，可为什么全世界的稀土，最后几乎都要先运到中国，才能变成能用的东西？

这就是下一章的主题：供给侧那道又贵、又脏、又难的护城河。它决定了这门生意的议价权在谁手里，也决定了你买的中国稀土股票，到底站在一条什么样的河边。

第三章 · 为什么全世界的稀土都先运到中国

需求讲完了，长坡是真的。可这里有个让所有第一次研究稀土的人都愣住的事实：矿明明遍地都是，但全世界挖出来的稀土精矿，**有很大一部分最后都要先运到中国，分离成能用的东西，再卖回去。**美国的矿运到中国，缅甸的矿运到中国，有一阵连澳洲的矿也一样。

这不是爱国叙事，是实打实的产业格局。中国长期占着全球稀土**冶炼分离产能的九成左右**——开采份额这些年被别国追到了六七成，但"把矿变成纯净单一元素"这道工序，仍然高度攥在一只手里。这一章就回答一个问题：**这道护城河到底是怎么挖出来的？别人为什么学不会、也不愿学？**想明白了，你才知道自己买的中国稀土股票，脚下站的是一条多宽的河。

护城河的第一道：工艺，难在"分开一窝双胞胎"

第一章说过，稀土这 17 种元素化学性质几乎一样，像一窝分不出的双胞胎，混在同一块矿里。把它们一种种干净地拆开，靠的是溶剂萃取——让溶解了稀土的溶液，在成百上千个萃取槽组成的长链里来回倒腾，靠元素之间极其细微的差异，一级一级把它们往两头分。

> 大白话
>
> 打个比方：这就像用一排筛孔只差千分之一的筛子，去筛一堆几乎一样大的沙子。单筛一次几乎分不开，但你把几百个筛子串起来、让沙子反复过筛成千上万遍，最后两头就真的分出了纯度 99.9% 的两堆。串多少级、每级参数怎么配、溶液怎么循环——这套叫串级萃取的理论和产线调法，中国几十年里反复打磨，踩过的坑、攒下的工艺数据，是真正的壁垒。

关键在于：这玩意儿**不是买一套设备就能开工的**。一条新线从冷启动到稳定出合格品，参数要调几个月；换一种矿、换一种配比，又得重调。懂行的工程师、调过线的老师傅、积累的工艺 know-how——这些东西买不来、也没法一夜复制。这是护城河最硬的一块。

护城河的第二道：污染，是一笔别人不愿付的账

如果说工艺是"别人学不会"，污染就是"别人不愿学"。

稀土分离是一门又脏又毒的生意。溶剂萃取要用大量强酸强碱，产生海量含酸、含氨氮、还常常带**放射性**（矿里常伴生钍、铀）的废水废渣。几十年里，中国一些稀土产区为此付出了沉重的环境代价——地下水污染、山体破坏，治理花了巨资，至今还在还账。

> 稀土的真实成本，一部分明明白白写在财报上，另一部分埋在被污染的土地和地下水里，很多年后才由整个社会慢慢偿还。

这笔隐性成本，恰恰是护城河的一部分。当一个国家愿意（在过去）承受这种环境代价、把产业规模做起来、再靠规模把单位成本压到极低时，别的国家想重建产业就面对一个尴尬选择：**要么同样承受污染（本国民众和法规不答应），要么上昂贵的环保工艺（成本做不过中国）。**于是很多年里，大家干脆把矿运过来，让中国分离——既便宜，又把脏活留在了别处。

大白话

这里有个让投资人心里要打个问号的地方：既然中国现在环保也抓得越来越严、治污成本一路抬高，那"便宜"这个优势还在吗？在，但来源变了——过去靠"愿意承受污染"，现在越来越靠**规模、工艺效率和完整产业链配套**。这是一道正在换地基、但短期还塌不了的河。第六章讲别国替代为什么慢，根子就在这。

护城河的第三道：完整产业链，一个生态不是一个工厂

就算一个国家咬牙解决了工艺和污染，它还缺最后一样：**整条链凑齐**。从采矿、分离、到做成金属、做成磁材、再到买磁材的下游电机厂——中国是全球唯一把这一整条链都养在境内、而且每一环都有大规模产能和充分竞争的地方。

这意味着什么？意味着在中国，一个分离厂出的氧化物，下楼就有金属厂接，隔壁就有磁材厂要，再隔壁就是电机厂、整车厂。配套齐、物流短、迭代快、工程师扎堆。别的国家哪怕建了一座分离厂，也常常是"孤岛"——上游要进口矿、下游没人接货，得把半成品再运回中国或别处加工。**孤岛的成本，天然做不过生态。**

把三道河收拢：你站在河的哪一边

工艺、污染、产业链，这三道叠起来，就是中国稀土分离九成产能背后的真实原因。对投资人，它给出两个相反方向、但都要记住的结论：

- **利好的一面：你买的中国稀土龙头，确实站在一条又宽又深的护城河里。**这条河不是靠补贴撑的，是几十年工艺、环境代价和完整产业链堆出来的，短期内（三五年看）很难被外部打破。这是稀土能当"战略资产"的产业基础。
- **要警惕的一面：护城河宽，不等于河里的船稳。**护城河保证的是"这门生意长期在中国手里"，但保证不了"哪一年赚钱、股价哪一天涨"。决定你盈亏的，是河面上的水位——也就是价格周期（第五章）和政策之手（第四章）。很多人把"护城河很宽"直接等同于"这票能买"，这是稀土股票最常见的亏钱方式之一。

大白话

所以记住这章的落点：**护城河决定了这盘棋值得下，但决定你这一手输赢的，是棋盘上另外两只手——政策和周期。**

既然河这么宽、牌这么硬，谁在握着它？

一门有九成全球产能、还牵着军工和下游制造业的生意，不可能是一盘散沙、任由市场自己涨跌的。事实上，它被一只看得见也看不见的手仔细地管着——总量指标、集团整合、收储、出口管制。这只手怎么动，直接决定了价格和每一家公司的命运。

下一章，我们就去看这根看不见的指挥棒。

第四章 · 一根看不见的指挥棒

如果这本书只能让你记住一章，我希望是这一章。

前三章铺的是产业本身：需求长、护城河宽。但稀土和普通大宗商品最不一样的地方在于——它不是一门完全交给市场定价的生意。它上面悬着一只手，一只既管供给、又管价格、还能当外交武器用的手。**这只手怎么动，常常比需求和成本更能决定稀土价格的方向，也更能决定你手里的股票是涨还是套。**不理解这只手，你就是在赌一个自己看不懂规则的局。

这只手有四根手指。

第一根手指：总量控制指标——拧住供给的龙头

稀土在中国不是你有矿、有钱就能随便挖、随便分离的。国家每年给整个行业下一个总量控制指标——说白了就是两个全国配额：这一年全国总共准挖多少稀土矿（开采指标）、准分离多少（冶炼分离指标）。没有指标，合法产能就不能生产。

> 大白话
>
> 这等于政府手里攥着供给的总水龙头。市场需求旺、价格高，它可以把指标调大、放水降温；想托价格、保战略资源，它可以把指标卡紧。对投资人来说，**每年指标增速是多少、分两批还是一批下达、给了谁**，都是一等一的信号——它几乎直接写着"今年官方想让这门生意多松或多紧"。这几年指标增速明显放缓、而且不再像过去那样高调公开，本身就是一种态度。

2024 年 10 月 1 日起施行的《稀土管理条例》（国务院第 785 号令），第一次用行政法规的高度把这套总量调控、全链条监管定了下来：稀土资源归国家所有、实行保护性开采、只有被指定的企业才能开采和分离，还要建立从矿到产品的全流程"产品流向"追溯。配套的《总量调控管理暂行办法》进一步要求企业每月上报流向。**翻译成人话：谁能生产、生产多少、货去了哪，国家要一清二楚。**

第二根手指：集团整合——把一盘散沙攥成两只拳头

二十年前，中国稀土是"散、乱、小"的典型：几百家小矿私挖滥采、互相压价，把世界上最值钱的战略资源卖出了白菜价，还把环境糟蹋得一塌糊涂。于是国家花了十几年做一件事——**整合**。把无数小散户一步步合并、关停、收编，最后收拢成两个主导性的力量：

- **北方稀土**：扎根内蒙古包头的白云鄂博矿（全球最大的轻稀土矿），由内蒙古自治区控制，是全球最大的轻稀土（镨钕这类）供应商。
- **中国稀土集团**：2021 年 12 月在江西赣州成立的中央企业，由原中国五矿、中铝、赣州稀土等整合而来，主攻南方的**中重稀土**（镝、铽这类更稀缺、军工更看重的）。

于是形成了业内常说的格局：**"北有北方稀土，南有中国稀土集团"**——北边管轻稀土，南边管中重稀土。整合的意义对投资人极其直接：行业从"一堆小厂互相杀价"变成了"少数巨头协同定价"。**供给集中度越高，价格越容易被托住，龙头的议价权越强。**这是过去十年稀土行业最大的基本面改善，也是龙头股长期逻辑的核心之一。

第三根手指：收储——给价格铺一张网

当价格跌到让企业难受时，国家可以出手**收储**——由指定机构按一定量把稀土产品买进来存着。这一手有两个作用：一是直接消化过剩、托住价格的底；二是放出一个强烈信号："官方认为现在便宜了、该护一护了。"历史上几次收储消息，都曾是稀土价格和股价阶段性见底的催化剂。

反过来，手里存了货，将来也可以在价高时放出来平抑——所以收储/放储是双向的调节阀。对择时（第十章）来说，这是一个值得盯的信号源。

第四根手指：出口管制——把生意变成牌

这是最近几年把稀土推上国际头条的那根手指，也是"战略资产"四个字最锋利的体现。

节奏大致是这样：**2025 年 4 月**，中国对钐、钆、铽、镝、镥、钪、钇这 7 种中重稀土相关物项实施出口管制（要申请许可证才能出口）；**2025 年 10 月 9 日**，商务部第 61 号公告进一步新增钬、铒、铥、铕、镱 5 种，使受控稀土元素增加到 12 种，并引入了两条杀伤力极大的规则：

- **"0.1% 价值规则"**：境外制造的产品，只要其中用到的中国原产受控稀土**价值占比达到 0.1% 及以上**，出口也要向中国申请许可。
- **技术延伸管制**：用了中国的稀土开采、分离、磁材制造等技术在境外生产的产品，同样纳入管辖。

大白话

这两条像不像什么？像美国管芯片用的"长臂管辖"——我管的不只是从我这儿出去的东西，还包括"沾了我一点点"的东西。这等于把第三章那道产能护城河，正式变成了一件可以对外使用的**外交武器**。一纸公告就能让全球用稀土磁材的制造业——汽车、电子、军工——集体紧张。

但这里必须给投资人泼一盆冷静水，也是这根手指最需要小心的地方：**管制是谈判筹码，筹码会随谈判松动。**就在加码之后不久（2025 年 11 月），随着中美经贸磋商，中方又宣布**暂停**这套新规的实施、给出约一年的缓期。条款留在文本里、执行先按下暂停键——这正是"筹码"的用法：举起来是为了谈，不是为了永远落下。

> 出口管制对股价是把双刃剑：公告加码时，题材情绪引爆、股价常常脉冲式大涨；一旦缓和、暂停，情绪又会退潮。追着管制新闻买股票的人，最容易买在情绪的最高点。

把四根手指合成一只手

总量指标管"放多少水"，集团整合管"几个人分这碗饭"，收储管"跌了谁来托"，出口管制管"要不要当武器用"。四根手指合起来，就是理解稀土价格和股价时那个绕不开的真相：

> **稀土的供给曲线不是市场画的，是政策画的；稀土的价格底，很多时候不是成本撑的，是收储和指标撑的；稀土最猛的那几波行情，往往不是需求驱动的，是政策或地缘事件点燃的。**

所以一个认真的稀土投资人，日常要盯的不只是价格和财报，还有这几样东西：当年的总量指标、两大集团的动作、收储放储的消息、以及出口管制的一收一放。它们是这门生意真正的"天气预报"。

大白话

这一章的落点，也是全书框架的一块基石：**在稀土这盘棋里，政策是先手，市场是后手。**你可以不同意某个政策，但你不能在建仓时假装它不存在。

政策这只手，决定了供给和情绪。可价格为什么还是会在政策的框里剧烈地上下跳动、涨起来翻倍、跌下去腰斩？那是周期本身的脾气。下一章，我们去看稀土价格那张"心电图"。

第五章 · 价格的心电图

把稀土价格的历史走势拉出来看一眼，第一反应往往是：这哪是大宗商品的价格，分明是一张**心电图**——几个月能翻倍、几个月又腰斩，尖峰和深谷轮番出现，中间很少有平静的横线。

氧化镨钕这几年就在大约每吨三十几万到六七十万元的区间里反复横跳，极端年份更夸张。一个需求长期向上、供给又被政策死死管着的东西，价格为什么还能这么疯？这一章要讲清稀土的第三个底层属性——**它是一种强周期资产**。想不亏，你必须先接受它会剧烈波动，再去理解它为什么波动。

先分清两种资产：你买的到底是哪一种

投资里有个粗糙但好用的分法。一种是**成长/稳定型**：生意一年比一年大、利润一年比一年多，像爬楼梯，你买的是"它会长大"。另一种是周期股——它的利润不是爬楼梯，而是坐过山车，随着某样东西（通常是产品价格）大起大落。你买周期股，买的不是"它会长大"，而是"**它现在处在过山车的哪个位置**"。

> 大白话
>
> 稀土股票是典型的后者。这句话分量很重，意味着很多对成长股有用的直觉，用在稀土上会把你带沟里——比如"好公司可以一直拿着""跌了就加仓摊成本""市盈率低就是便宜"。这些在周期股身上常常是反的。为什么反，第九章估值会专门算账；这一章先讲清：它凭什么这么周期。

周期从哪来：供给是条又硬又慢的曲线

稀土价格暴涨暴跌的总根子，在于它的**供给极其不灵活**——经济学叫"供给缺乏弹性"。

想想普通商品：价格涨了，厂家多开几条线、加几个班，供给很快跟上，价格就被按回去了。稀土不行，它的供给被三样东西同时卡死：

- **政策卡着**：能挖多少、分离多少，由总量指标定（第四章）。价格再高，没有指标也不能合法扩产。

- **工艺卡着**：新建一条分离线从动工到稳定出合格品要很久，远水解不了近渴（第三章）。
- **矿种卡着**：尤其中重稀土（镝、铽），矿源本就稀少集中，想增产也没米下锅。

结果就是一条**又硬又慢的供给曲线**：短期内几乎没法随价格变动。而需求那头（第二章）却是会波动、而且反应很快的。一条硬邦邦的供给，撞上一条会上下晃的需求——价格就只能用剧烈跳动来出清。**需求稍微多一点，没货，价格就飞；需求稍微少一点，货积压，价格就崩。**这就是心电图的物理原因。

放大波动的那只手：库存与"牛鞭效应"

光是供给不弹性，还不足以解释几个月翻倍的疯狂。真正把波动放大成心电图的，是整条链上的**库存行为**。这里有个经典机制，叫牛鞭效应——需求端一点点轻微的抖动，沿着供应链往上游传，会被一级级放大，到最上游变成剧烈的鞭梢甩动。

在稀土里，它是这样上演的：

- **价格一开始涨** → 下游磁材厂、贸易商怕以后更贵、怕抢不到货，于是提前、超量囤货 → 这股"囤货需求"叠加在真实需求上，让价格涨得更凶。
- **价格涨到高位、或需求见顶** → 大家发现囤多了、后面要降价 → 不但不买，还抛库存、杀价去库存 → 真实需求其实没那么差，但价格却因为"去库存"砸出一个深坑。

> 所以稀土价格的涨跌，往往比真实供需的变化夸张得多。涨的时候有囤货在火上浇油，跌的时候有抛库存在踩踏。你看到的价格，是真实需求再乘上一个忽大忽小的"情绪杠杆"。

大白话

这对投资人是极其实用的一条：**当你听到"下游疯狂抢货、价格天天涨"时，要警惕这里面有多少是囤货而非真实消费；当你看到"价格跌跌不休、企业大幅亏损"时，也要想想是不是去库存去过头了。**周期的顶和底，常常就藏在库存这个变量里——第十章择时会把它当成一个核心信号。

为什么股价比稀土价格还要疯

更要命的是，稀土**股票**的波动，通常比稀土**价格**本身还大。这里有个放大器叫**经营杠杆**：企业的成本里有一大块是相对固定的（折旧、人工、维护）。价格涨的时候，多出来的收入几乎直接变成利润，利润增速远快于价格；价格跌的时候，固定成本摊不掉，利润又塌得比价格快。

举个简化的账：一家公司成本七成固定，产品涨价 30%，它的利润可能涨 100% 以上；反过来跌 30%，利润可能直接由盈转亏。**价格的心电图，到了利润这里被放大，到了股价（再叠加估值情绪）这里被放大第二次。**这就是为什么稀土股一旦启动，涨幅可以非常惊人；也是为什么它一旦掉头，能把追高的人埋得很深。

这一章要你记住的三句话

- **稀土股是周期股，不是成长股。**买它买的是"周期位置"，不是"长期持有不动"。对成长股的那套直觉要先放下。
- **它的周期根子在"供给不弹性 + 库存放大"。**一条硬供给撞上会晃的需求，再被囤货/抛货的牛鞭效应放大——这就是心电图。
- **波动是一层层放大的：价格→利润（经营杠杆）→股价（叠加情绪）。**所以稀土股的机会和风险都是被放大过的，仓位和择时比选股更重要。

到这里，决定稀土命运的内部因素——需求、供给、政策、周期——基本凑齐了。但还有一股力量在棋盘外推着它：别的国家正拼命想摆脱对中国稀土的依赖。他们能成吗？要多久？这件事成或不成，直接决定了这条护城河还能宽多少年。

下一章，我们走出国门，去看地缘棋局里的那枚筹码。

第六章 · 地缘棋局里的筹码

第三章说中国的稀土护城河又宽又深，第四章说它已经被当成一张可以举起来的牌。那么一个顺理成章、也极其重要的问题是：**世界其他国家不会坐以待毙，他们一定在拼命建自己的稀土供应链。他们能成吗？要多久？**

这个问题对投资人不是背景知识，而是直接的估值变量。因为你买中国稀土龙头，本质上是在赌"这条护城河在你持有的这几年里不会被填平"。如果替代供给三年就起来了，护城河逻辑崩塌；如果十年都起不来，那这就是一门能安心看长的生意。所以这一章要把"替代"这件事拆开，看它到底卡在哪。

棋盘上的几枚棋子

先认认牌桌上都有谁：

- **美国——MP Materials**：美国唯一在产的大型稀土矿，加州的芒廷帕斯（Mountain Pass）矿。它是西方重建稀土供应链的旗帜，故事最性感，后面细说。
- **缅甸**：中重稀土（镝、铽）的重要矿源地，很大一部分实际流入中国分离。它的问题是政局动荡、生产时断时续——是一个会突然影响中重稀土供给的"不稳定变量"。
- **澳大利亚——Lynas**：中国之外最大的稀土分离企业，矿在西澳，分离厂在马来西亚（后来也在扩产），是真正跑通了"矿+分离"的西方公司，但体量仍远小于中国。
- **其他**：越南、巴西、格陵兰、非洲（如坦桑尼亚）都有矿和项目，但大多还停留在"有资源、缺产能"的阶段。

为什么替代这么慢：三道坎，一道比一道难

外行常犯的错是把问题想成"美国有钱有技术，下决心几年就追上了"。实际上，替代卡在三道坎上，而且越往后越难。

第一道坎：挖矿容易，分离难

这正是第一章和第三章反复强调的。MP Materials 早些年其实挖得出矿，但自己不会低成本分离——于是很长一段时间，它把精矿运到中国来分离，再买回去。**西方缺的从来不是矿，是把矿变成纯净单一元素的那套分离产能和工艺。**而这套东西，第三章说过，买不来、要几年去磨。

第二道坎：就算分离出来，也做不过中国的成本

新建的西方产线，规模小、工艺新、环保成本高、产业链不配套，单位成本天然做不过中国已经摊薄了几十年的老产能。**这就意味着：只要中国愿意，把价格压到西方新产能的成本线以下，这些新项目就会持续亏损。**历史上稀土价格的几次下跌，都曾让海外项目难以为继。成本战，是中国护城河最隐蔽也最有效的一道防线。

第三道坎：下游磁材，才是真正没补上的那一环

就算你把矿和分离都建起来，得到了氧化镨钕，你还缺最值钱、技术最密的一环——**把它做成高性能钕铁硼磁材**。全球绝大部分磁材产能在中国，相关的核心工艺、专利、熟练工人也在中国。西方哪怕有了原料，也还没有足够的、有竞争力的磁材厂把它变成能装进电机的东西。这是替代链条上最后、也最硬的一截。

大白话

把三道坎连起来：西方要补的不是"一座矿"，而是"矿→分离→金属→磁材"这**一整条产业链加整个工程师生态**。补一个点容易，补一条链、而且每个点都要做到有成本竞争力，难得多、慢得多。这也是为什么业内普遍认为，西方建立起真正自主、有规模、有成本竞争力的全链条，是**以五年、十年为单位**的事，不是三两年。

MP Materials：一个必须看懂的样本

2025 年，美国的 MP Materials 做了件标志性的事，值得每个稀土投资人研究——因为它暴露了"去中国化"的真实打法和真实代价。

这一年 7 月，**美国国防部（五角大楼）直接入股 MP Materials**，通过认购约 4 亿美元优先股等方式成为它最大的股东（持股约 15%），还附带了认股权证。更关键的是两条配套：

- **价格保底**：国防部为 MP 的镨钕产品设定了一个约 **每公斤 110 美元**的保底价，期限长达十年——如果市场价低于这个数，差额由政府补上。
- **包销**：政府承诺把 MP 新建磁材厂的产出大部分包购。

紧接着，苹果也宣布与 MP 达成约 **5 亿美元**的合作，预付资金、锁定美国本土产的稀土磁材供应，磁材计划 2027 年起量产。

> 读懂这件事的关键，不是"美国要自给自足了"，而是：**靠纯市场手段建不起来，所以得由政府用保底价和包销把亏损的风险兜住。**当年那个 110 美元的保底价，明显高于当时的市场价——这等于承认：没有补贴，这条链在市场里活不下去。

大白话

这对投资人有两层含义，一层利空一层利好，要一起看：

利空的一层：西方是动真格的了。用国家力量硬扛成本战，意味着中国"靠低价把对手拖垮"这一招，未来没有过去那么好使了。护城河的某些砖，正在被外力一块块抠松。

利好的一层：恰恰是对手需要政府兜底、需要 110 美元保底价才能活，反过来证明了中国的成本优势现在有多大、这条链有多难复制。而且他们量产要等到 2027 年以后，规模短期内仍不构成威胁。

把地缘这枚筹码收进框架

绕一圈回到投资人该怎么用这一章。关于"替代供给"，你需要同时握住两个判断，别只拿一个：

- **短中期（三五年）：替代不成气候，护城河仍然成立。**三道坎决定了西方全链条短期补不齐，中国的议价权和定价权还在。这是你敢持有中国稀土龙头的底气。
- **长期（十年）：方向在变，不能装看不见。**各国把稀土上升为国家安全问题、不惜补贴去建链，这是一个一旦启动就不会轻易停下的趋势。护城河不会突然消失，但会被缓慢地、一点点地侵蚀。这决定了稀土是一门"值得阶段性重仓、但不适合盲目信仰长持一辈子"的生意。

同时记住一个操作层面的事实：**地缘事件是稀土股最猛的短期催化剂**。缅甸停产、某国出台补贴、中美就管制过招——这些新闻能让股价脉冲式大起大落。它们能制造机会，也能制造

陷阱。怎么分辨、怎么不被情绪牵着追高，是第十章择时的活儿。

到这里，决定稀土命运的五股力量——需求、供给、政策、周期、地缘——全部登场了。接下来，我们要把镜头从"行业"拉到"公司"：这么多稀土股票，它们在产业链上站的位置完全不同，赚的根本不是同一种钱。下一章，我们来画稀土股票的家谱。

第七章 · 稀土股票的家谱

到这里，你对稀土这门生意已经有了一副完整的眼睛：需求长、护城河宽、政策管着、价格周期、地缘搅局。现在镜头要从"行业"拉近到"公司"。打开股票软件搜"稀土"，会跳出一大串名字。新手往往把它们当成一类——"都是稀土股嘛"。

这是个代价高昂的误会。**这些公司站在产业链的不同层，赚的根本不是同一种钱，涨跌的逻辑甚至是相反的。**买稀土股之前，你必须先知道自己买的是家谱上哪一支。这一章就把这张家谱画出来。

一条链，三个段位

回忆第一章那条链：**矿 → 分离成单一氧化物 → 做成金属 → 做成磁材 → 装进电机**。把它粗分成三段，就是稀土股票的三个大类。

上游：采矿 + 冶炼分离（卖"原料"的）

这一层手里有矿权和分离产能，产出氧化镨钕这类单一稀土氧化物，卖给中游。它们是**最纯粹的"价格股"**——赚的钱几乎直接跟着稀土价格走。稀土涨价，它们利润暴增；稀土跌价，它们利润暴跌甚至亏损。

> 大白话
>
> 上游的脾气：**弹性最大、最性感、也最危险。**一轮稀土涨价行情里，涨得最猛的通常是上游；但一旦价格掉头，跌得最惨的也是它。它就是第五章说的那张"心电图"最直接的载体。买上游，等于在押稀土价格本身。

中游：稀土金属加工（赚"加工费"的）

这一层把氧化物还原成稀土金属，是承上启下的一环。它赚的更多是相对固定的**加工费**，对稀土价格的弹性比上游小。这一层相对不那么受投资人单独关注，很多公司是上下游一体化经营的，不单独成段。我们重点看上游和下游这两头。

下游：磁材制造（赚"价差 + 技术"的）

这一层买中游/上游的原料，做成高性能钕铁硼磁材，卖给电机厂、车厂、风机厂。它赚的是两种钱：一是加工价差（卖磁材的价 减去 买原料的成本），二是**技术溢价**（能做高牌号、耐高温、高性能磁材的，能卖更高价、绑定更优质的客户）。

大白话

下游的脾气：**弹性比上游小，但成长性更实在。**它不完全是价格股——因为它既买原料又卖产品，稀土涨价时成本也跟着涨，利润不像上游那样随价格飞起来。它更像一门"**靠下游需求成长 + 靠技术拿订单**"的制造业。第二章讲的那条需求长坡（电动车、风电、机器人），最直接受益的就是优秀的下游磁材厂。

关键一问：稀土涨价，到底谁受益、谁受伤？

这是整章最该记住的一张表，因为它直接推翻一个常见误解——"稀土涨价，所有稀土股都涨"。真相要分层看：

- **稀土价格大涨 →** 上游（矿+分离）**最受益**，利润和股价弹性最大。
- **稀土价格大涨 →** 下游（磁材）其实**短期承压**：原料变贵、成本上升，如果涨价没法及时传导给车厂，利润反而被挤压。只有能把成本转嫁出去、或签了价格联动合同的强势磁材厂，才扛得住。
- **稀土价格平稳或温和下行 →** 下游反而**最舒服**：原料便宜、需求照旧、价差变厚，利润稳步释放。

> 所以上游和下游，对"稀土涨价"这件事的反应常常是**相反**的。买之前不分清这一点，就会出现"看对了稀土要涨、却买了会被涨价挤压的下游""或看好磁材需求、却买了纯赌价格的上游"这类南辕北辙的错误。

还有一类特殊选手：谁掌握"定价权"

在这条链上，有一个比"站哪一层"更深的问题：**谁给谁定价？**

答案偏向上游和最头部的几家。因为第三、四章说过，分离产能集中、还受总量指标和两大集团协调——这让上游龙头对价格有相当的话语权。而普通的下游磁材厂，原料要向上游买、产品要卖给强势的车厂，**两头都被挤**，议价权天然弱一些。

这推出一条选股的底层尺子：**在产业链上，越靠近"稀缺产能"和"协同定价"的位置，议价权越强，越能在周期里保护自己。**纯粹两头在外、靠加工费吃饭的，周期一来最脆弱。

把家谱收成一张投资地图

这一章不讲具体公司（那是下一章），先把"该用什么眼光看它们"立清楚。记住三件事：

- **先定位，再看股。**拿到任何一只稀土股，第一件事是问：它在链上站哪一层？上游（押价格）、下游（押需求+技术）、还是一体化？不同层，适用完全不同的买入逻辑和估值方法。
- **上游押周期，下游押成长。**想赚稀土价格暴涨的钱，看上游，但要做好坐过山车的准备；想赚需求长坡和技术壁垒的钱，看优秀下游，波动小一些、但要选对公司。
- **议价权是周期里的安全带。**同一层里，越靠近稀缺产能、协同定价、绑定优质客户的龙头，越能在周期下行时少受伤。这是第八章挑公司、第十一章控风险时反复要用的。

大白话

一句话带走：**"稀土股"不是一种股票，是至少两种脾气相反的股票。买它之前，先把家谱认清楚。**

家谱的框架立好了，下一章我们就把主要玩家一个个请上来——北方稀土、中国稀土、盛和资源、金力永磁、中科三环、宁波韵升——看看它们各自卡在家谱的哪个位置、各有什么长短。

第八章 · 给主要玩家画像

家谱的框架有了，这一章把主要玩家一个个请上台，看看它们分别卡在家谱的哪一支、各有什么长短。

大白话

两句话先说在前头。第一，**这不是荐股**。这一章讲的是"定位"——每家公司在产业链上的卡位和脾气，是帮你看懂它们，不是告诉你买哪只。第二，**公司的具体经营、持股、产能数字会变**，股票代码也可能因重组而调整；下面给代码只为方便你对号入座，真要下单前，一切以最新公告为准。我们的重点是那个不太会变的东西——它站在链条的哪一层。

上游两巨头：押的是稀土价格

北方稀土（600111）：轻稀土的定价锚

这是全球最大的轻稀土供应商，背靠内蒙古包头的白云鄂博矿，主力产品正是做磁铁的镨钕。它是第四章说的"北"那一极，由内蒙古自治区控制。它的脾气，是整条链里**最纯粹的"镨钕价格股"**：稀土涨价，它利润弹性最大；稀土跌价，它也最先难受。

它还有一个特殊地位——**行业价格的风向标**。过去它每月公布的产品挂牌价，几乎被全行业当作定价基准；后来定价机制调整（转向以稀土精矿关联交易价为参照），但它"定价锚"的角色没变。盯稀土景气度，它是第一个要看的名字。

中国稀土（000831）：中重稀土 + 整合预期

这是第四章说的"南"那一极——中央企业中国稀土集团旗下的上市平台（前身是五矿稀土）。它更偏**中重稀土**（镝、铽这类更稀缺、军工更看重的），依托南方的离子型稀土矿。

它身上有两重逻辑：一是中重稀土本身更稀缺、更具战略价值；二是作为央企集团的资本平台，长期带着**资产整合的预期**——集团旗下的稀土资产有没有可能进一步注入，是市场反复博弈的题材。整合预期是把双刃剑：兑现时是催化剂，落空或拖延时是失望。

盛和资源（600392）：一个需要多想一层的"特殊选手"

盛和的质地和上面两家不太一样，它的生意里**贸易属性**更重，还有不少**海外布局**（参与过海外稀土矿的投资、与海外项目有供销关系）。这让它一方面对稀土价格弹性很高、题材丰富，另一方面也意味着盈利质量更复杂、更依赖贸易价差和海外项目的进展。买它，你买的不只是稀土价格，还有它那套复杂的生意结构——需要比看前两家多想一层。

下游磁材：押的是需求成长 + 技术

这几家的脾气和上游相反（回看第七章）：稀土涨价时成本承压，稀土平稳时价差舒服；它们的长期逻辑不是赌价格，而是第二章那条需求长坡——电动车、风电、机器人——加上自己的技术壁垒和客户质量。

金力永磁（300748）：高性能磁材的成长旗帜

近些年最受关注的下游磁材公司，主打高性能钕铁硼，深度绑定新能源车、风电、变频空调、以及机器人等高景气下游的头部客户。它是典型的"**跟着下游需求长坡成长**"的标的——它的看点不在稀土涨不涨，而在新能源和机器人的需求能不能持续兑现、它能不能守住技术和客户优势。

中科三环（000970）：老牌技术派

国内最早做钕铁硼的企业之一，技术积累深、客户广、产品牌号全。它是磁材行业里"底子厚"的代表，脾气偏稳健。

宁波韵升（600366）、正海磁材（300224）等：各有侧重的磁材梯队

这一层还有一批各有侧重的磁材厂——有的在新能源车电机磁材上发力，有的在特定应用里有一席之地。它们共同的脾气是：**弹性比上游小，命运更系于下游需求和自身的成本、良率、客户结构**。挑它们，比的是制造业的硬功夫，不是赌价格。

怎么用这张画像表

把这些公司摆到第七章的家谱上，一张清晰的选择地图就出来了。不要问"哪只最好"，要问"**我想赚哪种钱、能承受哪种波动**"：

- **想赚稀土涨价的钱、扛得住过山车 →** 看上游龙头（北方稀土偏轻稀土、中国稀土偏中重稀土），本质是在押稀土价格周期，务必配合第十章的择时。
- **想赚中重稀土稀缺性 + 整合题材 →** 中国稀土这类带央企整合预期的，但要分清题材兑现与落空。
- **想赚需求长坡 + 技术壁垒、少受价格波动折磨 →** 看优质下游磁材龙头，重点考察客户质量、技术牌号、成本控制，而不是稀土价格。
- **遇到贸易/海外属性重的（如盛和）→** 多做一层功课，看清它利润到底从哪来，别只被"稀土"两个字吸引。

> 选股的第一步永远不是"选公司"，而是"**选你要站在产业链的哪一层、赚哪一种钱**"。层选对了，再在层里挑议价权强、客户好、成本低的龙头。层选错了，选中龙头也白搭——因为你赌的方向和它赚钱的逻辑是拧着的。

大白话

一句话带走：**先决定赚哪种钱（价格 or 成长），再在对应那一层里挑龙头。**把这句和第七章的家谱合起来，你就有了一套不靠内幕、不靠荐股的选股逻辑。

公司认清了，接下来是最硬核、也最容易被做错的一步——**估值**。给稀土这种周期股估值，为什么不能用大家最熟悉的市盈率？用错了会怎样？下一章专门算这笔账。

第九章 · 周期股为什么不能看市盈率

现在到了最硬核、也最容易把人坑惨的一步：给稀土股票**估值**——判断它现在到底是贵还是便宜。

大多数人估值的第一反应是看市盈率（PE，就是"股价 ÷ 每股利润"，等于你愿意为它一年的利润付多少倍的价）。PE 低看着便宜，PE 高看着贵，简单好用。但在稀土这种周期股身上，**市盈率不仅没用，还会把信号完全读反——它会在最危险的时候告诉你"便宜"，在最安全的时候告诉你"贵"。**这一章先讲清这个陷阱，再给你几把真正管用的尺子。

市盈率的陷阱：分母会骗人

PE 的毛病出在分母——"利润"上。第五章说过，周期股的利润是坐过山车的。用一个剧烈波动的利润去算 PE，算出来的数字就会指向相反的方向。看一遍周期你就懂了：

- **周期顶部：**稀土价格飞涨，公司利润暴增到历史最高。股价虽然也高，但利润的分母更大，算出来的 PE 反而**很低**——看着"好便宜"。可这恰恰是最危险的山顶：价格见顶、利润即将回落，你却被低 PE 骗着在高位接盘。
- **周期底部：**稀土价格暴跌，公司微利甚至亏损。利润这个分母趋近于零甚至为负，PE 被算成天文数字、或者干脆是负的——看着"贵得离谱、烂得不能碰"。可这往往是最好的买点：价格已到成本线附近、再跌空间有限、周期即将反转。

> 所以周期股的铁律是：**低市盈率是卖出信号，高（或负）市盈率可能是买入信号**——和成长股正好相反。谁在周期股上用"低 PE = 便宜"的直觉买入，谁就大概率买在了山顶。

大白话

这就是周期股投资里那句反直觉的名言——"**在高市盈率时买入，在低市盈率时卖出**"——的由来。它不是故弄玄虚，是因为 PE 的分母（当期利润）和它真正的价值（跨越整个周期的平均盈利能力）在周期里是错位的。

那该用什么尺子？三把更靠谱的

第一把：市净率 PB，看"家底"而不是"当期利润"

市净率（PB，股价 ÷ 每股净资产）衡量的是你花多少钱买它账面上的"家底"（厂房、产线、矿权、现金这些净资产）。它的好处是：**净资产比利润稳定得多**，不会像利润那样一年翻倍一年亏损。所以在利润失真的周期股上，PB 比 PE 可靠。

用法是和它自己的历史比：把这家公司过去多年的 PB 拉一条带，看它现在处在历史的高位还是低位区间。**PB 到了历史低位，往往意味着市场极度悲观、周期接近底部；PB 冲到历史高位，意味着亢奋、周期可能见顶。**这比单看 PE 靠谱得多。

第二把：重置成本，问"重建一个它要花多少钱"

重置成本的意思是：如果现在从零开始，重新建一个一模一样的公司（买矿权、建分离线、配产业链、攒工程师），要花多少钱？如果一家稀土公司的市值**明显低于**重建它的成本，那它就是便宜的——因为与其花更多钱新建，不如直接把它买下来。

这把尺子特别适合稀土，因为第三、四章讲过：稀土产能受总量指标限制、分离工艺要磨好几年、矿权极其稀缺——这些东西**有钱也未必建得出来、拿得到**。所以稀缺的产能和矿权，天然值一个"重置溢价"。当市值跌破重置成本，安全边际就厚。

第三把：量价模型，直接算"这轮周期能赚多少"

对上游价格股，最本质的其实是一个朴素的乘法——量价模型：

> 利润 ≈（稀土售价 − 单位成本）× 销量 − 费用

与其纠结 PE，不如自己动手估三个数：**这轮周期里稀土价格大概到什么水平（价）、公司有多少产能和指标能卖（量）、它的单位成本在哪（成本线）**。把你对周期的判断（第五、十章）直接代进去，算出不同价格假设下公司能赚多少，再看现在的市值贵不贵。这逼着你把"我到底赌的是什么"摊开来算，而不是被一个 PE 数字牵着走。

两个必须认识的词：戴维斯双击与双杀

搞懂了周期股的估值，就能理解稀土股为什么能涨得那么猛、也能跌得那么惨。关键在两个利润和估值**同向共振**的现象。

戴维斯双击：周期向上时，两件好事一起发生——公司利润在涨（因为涨价+经营杠杆，第五章），市场给的估值倍数也在涨（因为大家越来越乐观）。**利润和估值一起往上乘，股价就爆发式上涨**。这就是稀土牛市里几个月翻几倍的来源。

戴维斯双杀：周期向下时，反过来——利润在塌，市场给的估值倍数也在缩（因为大家越来越悲观）。**两个一起往下乘，股价就断崖式下跌**。这就是稀土熊市里腰斩再腰斩的来源。

> 大白话
>
> 双击和双杀，是稀土股巨大波动的数学本质：**股价 ≈ 利润 × 估值倍数，而在周期里这两个因子会朝同一个方向一起动。**涨时互相加码，跌时互相踩踏。理解了它，你就明白为什么稀土股的盈亏，择时（买在双击前还是双杀前）比选股重要得多。

这一章的落点

- **别用市盈率看稀土股。**它的分母（周期利润）会骗你，低 PE 常是顶、高/负 PE 常是底。
- **用 PB 看家底、用重置成本看稀缺、用量价模型算这轮能赚多少。**这三把尺子都绕开了"当期利润失真"这个坑。
- **记住股价 ≈ 利润 × 估值倍数。**稀土的大涨大跌，是这两个因子在周期里同向共振（双击/双杀）的结果。这也解释了为什么下一章的"择时"是重中之重。

知道了怎么判断贵贱，还差最后、也最关键的一问：**在周期的什么位置下手？**怎么大致认出心电图的顶和底？下一章，我们把价格、库存、政策三个信号拼起来，谈择时。

第十章 · 在心电图的什么位置下手

前面九章铺垫，全是为了这一章能回答那个最朴素、也最值钱的问题：**什么时候买？**

第五章讲过，稀土股的盈亏，择时往往比选股更重要——因为那张心电图，买在波谷还是波峰，结果天差地别。但"择时"不是算命，没人能精确抓到最低点。我们能做的是：**找到几个可靠的信号，大致判断现在处在周期的哪个区域，让自己站在赔率有利的一边。**这一章给你三个信号，和一套怎么用它们的纪律。

先放下一个幻想：你抓不住最低点

择时的第一课，是接受自己抓不住精确的顶和底。顶和底都是事后才看得清的点。真正可行的目标不是"买在最低"，而是"**买在底部区域、卖在顶部区域**"——一个区间，不是一个点。把目标从"精准"降到"大致对、且赔率好"，你反而不容易被情绪牵着追涨杀跌。

> 大白话
>
> 这决定了稀土更适合**左侧布局、分批进出**：在价格还低、市场还悲观、但信号开始改善时，分几笔慢慢买；在价格很高、市场疯狂、信号开始恶化时，分几笔慢慢卖。而不是等"确认反转了"再一把梭哈（那时往往已经涨了一大截），也不是梭在一个你以为的最低点（它还能更低）。

三个信号，拼出周期的位置

怎么判断现在大致在心电图的哪段？盯三样东西，它们对应这本书前半部分讲的三股力量。

信号一：价格——心电图本身（第五章）

最直接的就是稀土价格本身，核心看**氧化镨钕**（整条链的体温计，第二章）。但别只看绝对数字，要看三件事：

- **位置**：当前价格在历史区间的高位还是低位？逼近主要企业的**成本线**了吗？价格跌到成本线附近，意味着下跌空间有限、很多产能开始亏损停产，这是底部区域的典型特征。

- **趋势与斜率**：是在加速赶顶（几周涨幅陡峭、情绪亢奋），还是在阴跌见底（跌幅收窄、跌不动了）？
- **龙头的定价动作**：北方稀土这类龙头的挂牌价/精矿关联交易价怎么调——它既反映景气，也是一种态度。

信号二：库存——放大器的方向（第五章的牛鞭效应）

这是最容易被忽略、却最能提前报警的信号。回看第五章：价格的疯狂里混着囤货和抛货。所以要反过来用库存读情绪：

- **顶部特征**：下游疯狂抢货、社会库存高企、人人喊缺货怕买不到——这时候的"需求"里有大量囤货泡沫，一旦补库结束，价格就会因去库存而暴跌。**越是全民抢货，越要警惕是顶。**
- **底部特征**：下游持续去库存、库存降到很低、人人悲观不敢进货——真实需求其实还在，只是被"不敢囤"压着。一旦库存见底、需要补库，哪怕需求没怎么变，价格也会反弹。**越是无人问津、库存见底，越可能是底。**

> 库存信号的精髓是"反着读情绪"：抢货抢到发疯时离顶近，无人问津到绝望时离底近。它常常比价格本身更早转向。

信号三：政策——那只先手的手（第四章）

第四章说政策是先手。所以政策信号往往是周期的催化剂和拐点确认：

- **偏底部/利好的政策信号**：国家**收储**（托底的明确信号）、总量指标增速放缓或收紧（供给要变紧）、出口管制加码（战略情绪升温）。
- **偏顶部/降温的信号**：指标大幅放量（供给要变松）、管制缓和或暂停（如第四、六章说的 2025 年底那次暂停，情绪退潮）、官方喊话抑制过度投机。

把三个信号合起来用：共振才是好时机

单看一个信号容易被骗。真正高质量的买点，是**三个信号共振**：

- **底部区域的共振（考虑分批买入）**：价格跌到成本线附近且跌不动了 + 下游库存见底、无人问津 + 出现收储或指标收紧的政策暖风。三者凑齐，说明周期大概率在底部区域，赔率站在你这边。

- **顶部区域的共振（考虑分批卖出）**：价格创阶段新高、斜率陡峭 + 全民抢货、库存高企 + 指标放量或管制缓和、题材情绪见顶。三者凑齐，说明风险极大，再贪婪就是在博傻。

大白话

特别提醒一个最常见的陷阱——**追地缘新闻**。每次出口管制加码、某国断供，稀土股都会脉冲式暴涨，新闻最热的那天往往就是短期最高点。如果你是看到新闻才冲进去的，大概率买在了情绪顶。正确的姿势是反过来：在没人关心、库存见底、政策暖风初现的冷清期埋伏，等新闻来引爆、把股票卖给追新闻的人。

上游和下游，择时逻辑不一样

别忘了第七、八章的分层。择时这把尺子，对两类股用法不同：

- **上游价格股**：严格按上面的三信号择时，它就是周期本身，买卖点就是周期的底和顶。择时对它是生死线。
- **下游成长股**：择时权重可以低一些。它赚的是需求长坡和技术的钱（第七章），更看重的是下游景气和公司自身的成长，不必死磕稀土价格的顶底——但稀土价格平稳或温和下行、价差变厚的阶段，对它反而是舒服的买入窗口。

这一章的落点

- **目标是区间，不是点。**买在底部区域、卖在顶部区域，左侧分批，别梭哈、别追涨。
- **三个信号：价格（到成本线没、斜率）、库存（反着读情绪）、政策（收储/指标/管制）。**三者共振时才是高质量的买卖点。
- **最大的陷阱是追地缘新闻。**在冷清期埋伏，把股票卖给追新闻的人，而不是反过来。

知道了买什么、怎么估值、何时买，还剩最后一道保命题：就算以上都做对了，稀土的剧烈波动和突发黑天鹅，仍可能让你受伤。怎么通过仓位和组合，让自己"即使判断错了也不至于伤筋动骨"？下一章，谈怎么买才真正不亏。

第十一章 · 怎么买才不亏

假设前面都做对了：你看懂了产业、选对了层、用对了估值尺子、也大致判断了周期位置。这一章要泼一盆最该泼的冷水——**即便如此，你仍然可能亏钱。**

因为稀土是战略资产 × 周期资产，它天生带着剧烈波动和突发黑天鹅。判断对方向，不等于判断对时点和幅度；而杠杆、重仓、死扛，会把一次"小判断失误"放大成"伤筋动骨"。所以这本书的收官逻辑是：**投资稀土，"活下来"比"赌对"更重要。**这一章讲怎么通过仓位和组合，让自己即使错了也不出局。

第一条铁律：仓位，决定你能不能等到自己是对的

稀土股的波动极大，第五章那张被两级放大的心电图意味着：**它完全可能在你买入后，先跌30%、50%，之后才开始涨。**方向没错，但中途的波动能把扛不住的人震下车、甚至爆仓出局。

大白话

所以第一条、也是最重要的一条：**用能让你睡着觉的仓位，持有你判断正确的方向。**具体就是三件事——

其一，**给稀土一个合理的仓位上限。**它是进攻性资产，不该是你全部身家。亏到让你睡不着、被迫在底部割肉的仓位，再好的判断也救不了你。

其二，**分批，不要一把梭**（呼应第十章）。左侧分批买，给"它还能更跌"留出余地；右侧分批卖，给"它还能更涨"留出空间。分批的本质是承认自己抓不准点。

其三，**远离杠杆。**周期品的巨大波动叠加杠杆，是爆仓最快的配方。你需要的是扛过波动、等到周期兑现；杠杆恰恰剥夺了你"扛住"的能力。

第二条：组合搭配，让两种脾气互相缓冲

第七章说上游和下游脾气相反——稀土涨价时上游受益、下游承压；价格平稳时下游舒服。这个"相反"不只是选股知识，还是一个**控制波动的工具。**

- **如果你想完整押周期**：以上游为主，但要清醒它的波动最大，仓位和择时要更严。
- **如果你想平滑一些**：上游 + 下游搭配。稀土大涨时上游帮你赚钱，稀土回落时下游（价差变厚）帮你扛一扛，整体波动比纯上游小。这是一种用产业链内部的"脾气差异"做对冲的思路。
- **别在同一层里重复下注同一个风险**：买三只上游价格股，不叫分散，叫把同一个赌注下了三遍——它们会一起涨、一起跌。真正的分散是跨层、跨风险来源。

第三条：把黑天鹅摆上桌，而不是假装它不存在

稀土有几类特定的突发风险，你未必能预测，但必须**事先知道它们存在、并想好如果发生怎么办**。这份清单本身就是一种保护。

黑天鹅一：放储与指标放量——供给端的意外之水

政策是双向的（第四章）。国家可以收储托底，也可以在价格过高时**抛售储备、或大幅放量总量指标**来给市场降温。这会在你意想不到的时候给供给端放一股水，把价格按下去。**应对**：价格已在高位、情绪亢奋时，要把"政策降温"当作一个随时可能来的风险，主动减仓而不是等它发生。

黑天鹅二：需求证伪——长坡的某一段突然塌了

第二章的需求长坡是长期逻辑，但中途完全可能有某一段"不及预期"：新能源车销量某年失速、风电招标延后、尤其是**机器人等"想象型需求"迟迟不兑现**。需求一旦证伪，叠加经营杠杆和戴维斯双杀（第九章），利润和股价会塌得很快。**应对**：把"想象型需求"和"已兑现需求"分开估值，不为还没来的订单付太高的价。

黑天鹅三：技术替代——护城河被绕过去

这是最根本、也最慢的风险。如果有一天**无稀土电机**（不用永磁、改用别的技术路线的电机）变得足够好用、足够便宜，或磁材用量被大幅减少，稀土的需求逻辑就会被从根上削弱。目前这还远不成气候，但方向上值得长期跟踪。**应对**：这是"不盲目信仰长持一辈子"的理由——稀土适合阶段性重仓，但要对技术路线的长期变化保持敏感。

黑天鹅四：政策与地缘的双向急转

出口管制可以加码，也可以像 2025 年底那样突然暂停（第四、六章）；中美博弈的温度会反复变。这些急转会制造剧烈的情绪波动。**应对**：别把仓位押在"某个政策结果一定会怎样"上；政策是你要跟踪、而不是要预测的变量。

一条贯穿始终的纪律：先想会亏多少，再想能赚多少

散户和老手最大的区别，往往不在选股，而在这一点：买入前，老手先问"**如果我错了，最坏会亏多少、我扛不扛得住**"，再问"如果对了能赚多少"。稀土这种高波动品种尤其如此。

> 给自己定好纪律：买入前就想清楚止损或减仓的条件（比如核心逻辑被证伪、或政策/库存信号明确转向），并真的执行。周期股最忌讳的是"套住了就死扛、幻想它总会回来"——有时候它回来了，有时候一轮周期就是好几年，你扛不到那一天。

大白话

这一章的落点其实很反直觉：**在稀土这种高波动、强周期、受政策和地缘摆布的资产上，"怎么不亏"主要不靠判断更准，而靠仓位更稳、组合更分散、风险更早认。**判断负责让你赚钱，纪律负责让你活着——活着，你才有机会等到下一轮周期。

到这里，框架的每一块——产业、周期、政策、地缘、选股、估值、择时、风控——都已经讲完。最后一章，我们把这一切拧成一张你能随身携带、下单前拿出来过一遍的决策清单。

第十二章 · 把框架装进一张纸

十一章走下来，我们从"稀土不稀"一路讲到风控。这最后一章不讲新东西，只做一件事：**把整套框架拧成一张你能随身带、下单前拿出来过一遍的纸。**好框架的标志，是能被压缩成几句话、几个问题——下面就是。

一句话总纲

> **稀土是战略资产 × 周期资产：护城河决定了它值得下注，政策和周期决定了你这一手的输赢。所以买它的正确姿势是——信长期的产业逻辑，但敬畏短期的周期与政策；用对层、估对值、买在冷清、控住仓位。**

把全书压成七条认知

1. **真正稀缺的不是矿，是分离产能和下游磁材带来的议价权。**（第一章）别为"有矿"付钱，要为"稀缺产能和定价权"付钱。
2. **需求有长坡（电动化+节能+机器人），但坡上有坑，且增量只在镨钕磁材这条线。**（第二章）
3. **中国的护城河是工艺+污染账+完整产业链三道河叠出来的，短期难破，但长期在被缓慢侵蚀。**（第三、六章）
4. **政策是先手：总量指标、两大集团、收储、出口管制，常常比成本和需求更能决定价格方向。**（第四章）
5. **它是强周期资产：供给不弹性 + 库存牛鞭效应 + 经营杠杆，造就暴涨暴跌的心电图。**（第五章）
6. **"稀土股"是脾气相反的两类：上游押价格周期，下游押需求成长与技术。先选层，再选股。**（第七、八章）
7. **盈亏靠纪律而非神准：别用市盈率、买在冷清期、控住仓位、认清黑天鹅。**（第九、十、十一章）

下单前的决策清单（照着问一遍）

第一步：我买的是什么？（定位）

- 这只股在产业链哪一层——上游（押价格）、下游（押需求+技术）、还是一体化？
- 我想赚的是哪种钱：稀土涨价的钱，还是需求长坡 + 技术的钱？我选的层和我想赚的钱，对得上吗？
- 它在它那一层里，议价权强吗（靠近稀缺产能/协同定价/优质客户）？

第二步：现在贵不贵？（估值）

- 我没有在用市盈率判断贵贱吧？（低 PE 可能是顶，别被骗）
- 它的 PB 在历史区间的高位还是低位？市值相对重置成本是贵是便宜？
- 用量价模型粗算：在我假设的稀土价格下，它这轮大概能赚多少？现在市值透支了吗？

第三步：现在是什么位置？（择时）

- **价格**：稀土价格在历史的高位还是低位？逼近成本线了吗？斜率在赶顶还是见底？
- **库存**：下游在疯狂抢货（警惕顶），还是在悲观去库存、库存见底（可能是底）？
- **政策**：近期是收储/指标收紧（暖风），还是放量/管制缓和（降温）？
- 三个信号共振了吗？我是不是在追一条刚引爆的地缘新闻（大概率的情绪顶）？

第四步：如果我错了会怎样？（风控）

- 这个仓位，跌 50% 我睡得着、不会被迫割肉吗？我有没有用杠杆？
- 我的组合是真分散（跨层/跨风险），还是把同一个赌注下了好几遍？
- 四类黑天鹅——放储/指标放量、需求证伪、技术替代、政策地缘急转——我认识它们吗？哪一条发生，我会减仓或离场？
- 我的卖出/止损条件，买之前就想好了吗？

大白话

用法很简单：**四步问下来，只要有一步答不上来、或答案是"不对劲"，就说明你还没准备好下这一手——要么补功课，要么再等一个更好的位置。**框架的价值不在于让你每次都赚，而在于帮你避开那些"看对了行业却亏得很惨"的典型陷阱：买错层、用错估值、追新闻买在顶、重仓加杠杆扛不住波动。

最后，回到那个贯穿全书的问题

我们开篇问的是：**作为一个二级市场投资人，面对复杂的国际形势和地缘政治，该用什么框架买中国稀土股票才能大概率不亏？**

现在你有了答案——不是一个代码，而是一套眼光：

- 你知道稀土的价值真正在哪（分离产能与磁材议价权），所以不会被"有矿"的故事忽悠；
- 你知道它为什么暴涨暴跌（周期+政策+地缘+库存放大），所以不会把它当成长股死拿；
- 你知道该买哪一层、怎么估值、何时下手、怎么控仓，所以能在别人追新闻追到山顶时保持冷静，在别人悲观离场、无人问津时敢于埋伏。

稀土是一门迷人的生意：它把地质、化学、制造、大国博弈拧在一起，又把这一切投射到那张剧烈跳动的价格心电图上。它奖励那些**看得懂产业、又敬畏周期、还守得住纪律**的人，惩罚那些只听故事、追涨杀跌、重仓死扛的人。

> 愿你站在前者这一边：信它的长期逻辑，敬它的短期波动，用一张清单把贪婪和恐惧挡在门外。这，就是不亏的起点。

大白话

一句免责也是一句真心话：这本书给的是框架和思考方式，不是投资建议，更不是对任何一只股票的推荐。市场永远有不确定性，真正的决策和盈亏都由你自己承担。愿这套框架，能让你的每一次决策都多一分清醒、少一分冲动。