

## 证券研究报告—动态报告

有色金属

有色金属冶炼

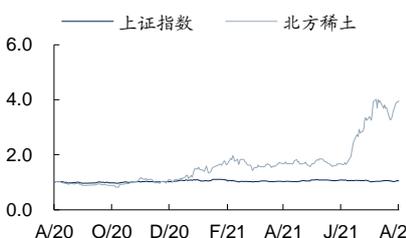
**北方稀土(600111)**
**买入**

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 27 日

## 一年该股与上证综指走势比较



## 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,633/3,633
总市值/流通(百万元)	174,532/174,532
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	51.46/9.94

## 相关研究报告:

《北方稀土-600111-深度报告: 全球稀土龙头, 乘新能源东风》——2021-07-29

**证券分析师: 刘孟茜**

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengqian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040001

**证券分析师: 冯思宇**

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519070001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 财报点评

## 资源优势突出, 业绩增长超预期

### ● 量价齐升, 单季利润创新高

2021 年上半年, 稀土需求旺盛, 公司紧抓镨钕价格大幅上涨的有利时机, 提产增效, 实现了业绩的大幅增长。上半年, 公司实现营业收入 147.2 亿元, 同比增长 49.5%; 归母净利润 20.4 亿元, 同比大幅增长 500.5%。二季度单季实现归母净利润 12.6 亿元, 环比增长 62.7%, 创历史新高。业绩超预期。

### ● 资源优势突出, 享有成本优势

公司控股股东下属子公司包钢股份排他性地向公司供应稀土精矿, 为公司生产经营提供了稳定的原料保障。包钢股份生产稀土精矿所用原材料为白云鄂博矿选矿后形成的尾矿资源, 铁矿的采选过程摊薄了成本。2021 年, 随着稀土产品市场价格的持续走高, 精矿价格也大幅上涨。截至 8 月 26 日, 美国稀土矿价格较年初已上涨 59%, 而年初公司与包钢股份签订的精矿协议价格仅 1.6 万元/吨, 成本优势突出。

### ● 需求高景气, 镨钕价格节节攀升

在碳中和背景下, 钕铁硼需求暴增, 新能源车、风电、变频空调等领域镨钕需求大幅增长。而行业供给集中, 受到配额严格管控, 供需格局或继续处于偏紧张的状态。因此, 镨钕价格或将保持高位盘整的态势, 甚至有望进一步向上突破。8 月, 公司氧化镨钕、金属镨钕挂牌价已分别升至 63.32 万元/吨、77.50 万元/吨, 较年初上涨 43.6%、42.2%。

### ● 风险提示

磁材需求增长不及预期; 稀土价格大幅波动; 开采配额增速不及预期。

### ● 投资建议: 维持“买入”评级

随着磁材需求爆发, 稀土价值迎来重估, 公司作为全球最大的轻稀土供应商, 资源优势突出, 配额增长和价格抬升将给公司带来持续的成长性。考虑到公司市占率扩大, 以及镨钕价格的持续上涨, 我们上调了盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润 47.5/62.3/78.7 亿元, 同比增速 470.8%/31.1%/26.4%; 摊薄 EPS 为 1.31/1.71/2.17 元, 当前股价对应 PE 为 36.7/28.0/22.2x, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,246	29,792	35,960	41,812
(+/-%)	17.4%	40.2%	20.7%	16.3%
净利润(百万元)	833	4,752	6,231	7,873
(+/-%)	35.1%	470.8%	31.1%	26.4%
摊薄每股收益(元)	0.23	1.31	1.71	2.17
EBIT Margin	7.5%	22.1%	23.7%	25.4%
净资产收益率(ROE)	8.0%	35.8%	36.6%	36.2%
市盈率(PE)	209.62	36.73	28.01	22.17
EV/EBITDA	94.31	26.72	20.84	16.72
市净率(PB)	16.74	13.14	10.26	8.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

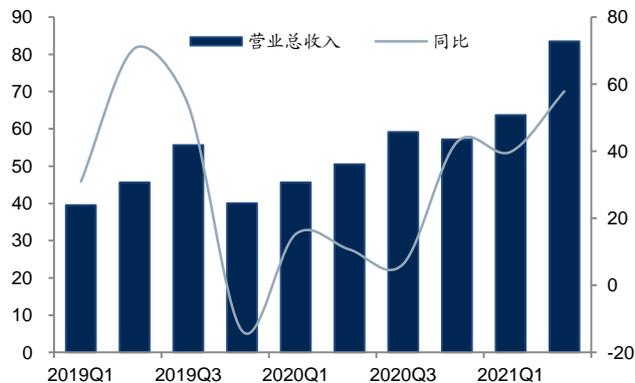
**量价齐升，单季利润创新高，业绩超预期。**2021年上半年，稀土需求旺盛，公司紧抓镨钕价格大幅上涨的有利时机，提产增效，实现了业绩的大幅增长。上半年，公司稀土氧化物产量0.8万吨，同比增长41.8%，稀土金属产量1.1万吨，同比增长56.5%，实现营业收入147.2亿元，同比增长49.5%；归属于上市公司股东的净利润20.4亿元，同比大幅增长500.5%。二季度单季实现营业收入83.5亿元，环比增长31.0%；归属于上市公司股东的净利润12.6亿元，环比增长62.7%，创历史新高。业绩超预期。

**图 1：公司营业收入情况（亿元，%）**

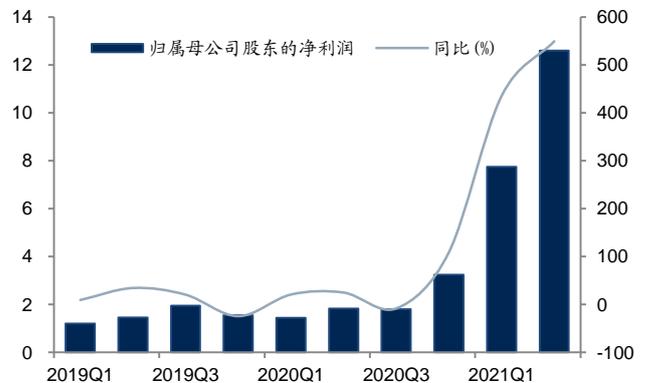

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

**图 2：公司归母净利润情况（亿元，%）**


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

**图 3：公司单季营业收入（亿元，%）**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 4：公司单季归母净利润（亿元，%）**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

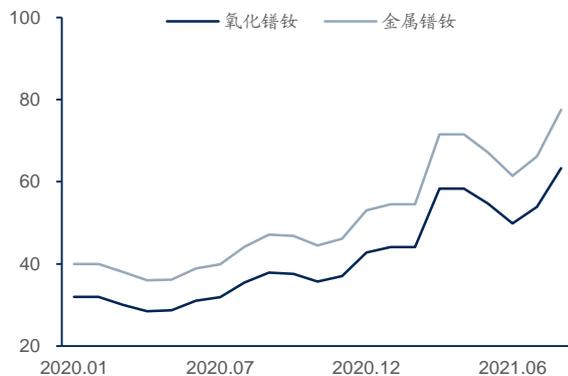
**资源优势突出，享有成本优势。**公司控股股东下属子公司包钢股份排他性地向公司供应稀土精矿，为公司生产经营提供了稳定的原料保障。包钢股份生产稀土精矿所用原材料为白云鄂博矿选矿后形成的尾矿资源，铁矿的采选过程摊薄了成本。2021年，随着稀土产品市场价格的持续走高，精矿价格也大幅上涨。截至8月26日，美国稀土矿（60%）价格较年初已上涨59%至4.3万元/吨，而年初公司与包钢股份签订的精矿（51%）协议价格仅1.6万元/吨，成本优势突出。

**表 1: 稀土精矿供应合同情况**

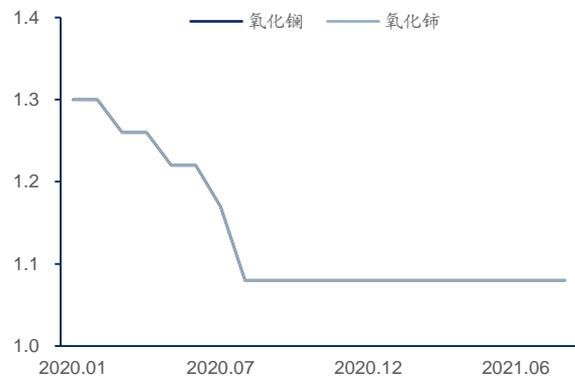
日期	交易总量	不含税价, 元/吨
2017 年上半年	年供应量不超过 30 万吨 (折 50% 稀土氧化物)	9250
2017 年 9 月 1 日起		14000
2019 年 1 月 1 日起	稀土精矿 2019 年交易总量为 20 万吨	12600
2020 年 1 月 1 日起	稀土精矿 2020 年交易总量为 12 万吨	12600 (千量, ROE=51%), ROE 每增减 1%, 不含税价格增减 217 元/吨 (千量)
2021 年 1 月 1 日起	稀土精矿 2021 年交易总量为 18 万吨	16269 (千量, ROE=51%), ROE 每增减 1%, 不含税价格增减 319 元/吨 (千量)

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**需求高景气, 镨钕价格节节攀升。**在碳中和背景下, 钕铁硼需求暴增, 新能源车、风电、变频空调等领域镨钕需求大幅增长。而行业供给集中, 受到配额严格管控, 供需格局或继续处于偏紧张的状态。因此, 镨钕价格或将保持高位盘整的态势, 甚至有望进一步向上突破。8 月, 公司氧化镨钕、金属镨钕挂牌价已分别升至 63.32 万元/吨、77.50 万元/吨, 较年初上涨 43.6%、42.2%。

**图 5: 公司镨钕产品挂牌价格 (万元/吨)**


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 6: 公司镧铈产品挂牌价格 (万元/吨)**


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 维持“买入”评级。**随着磁材需求爆发, 稀土价值迎来重估, 公司作为全球最大的轻稀土供应商, 资源、规模、成本优势突出, 配额增长和价格抬升将给公司带来持续的成长性。考虑到公司市场占有率扩大, 以及镨钕价格的持续上涨, 我们上调了盈利预测, 预计公司 2021-2023 年收入 297.9/359.6/418.1 亿元, 同比增速 40.2%/20.7%/16.3%, 归母净利润 47.5/62.3/78.7 亿元, 同比增速 470.8%/31.1%/26.4%; 摊薄 EPS 为 1.31/1.71/2.17 元, 当前股价对应 PE 为 36.7/28.0/22.2x, 维持“买入”评级。

**表 2: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 210826	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 20A	PB LF	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
600111	北方稀土	48.04	174,532	0.23	1.31	1.71	2.17	208.60	36.67	28.09	22.14	7.99	15.73	买入
600392	盛和资源	25.63	44,985	0.18	0.63	0.80	0.94	138.92	40.61	32.13	27.32	4.27	25.63	无评级
600549	厦门钨业	28.98	41,107	0.44	0.78	0.92	1.30	66.35	36.97	31.47	22.22	8.06	28.98	无评级
002460	赣锋锂业	188.10	270,390	0.79	1.87	2.77	3.76	238.10	100.59	67.91	50.03	9.57	188.10	买入
603799	华友钴业	132.14	161,176	1.03	2.36	3.06	4.01	128.29	55.90	43.12	32.96	11.74	132.14	无评级

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理和预测

备注: 盛和资源、厦门钨业、华友钴业盈利预测采用 Wind180 天一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3985	3384	3546	4557	营业收入	21246	29792	35960	41812
应收款项	3084	4081	4926	5728	营业成本	18752	21877	25850	29326
存货净额	8926	10686	12653	14376	营业税金及附加	95	134	162	188
其他流动资产	2486	3277	3956	4599	销售费用	69	89	108	125
<b>流动资产合计</b>	<b>18498</b>	<b>21444</b>	<b>25097</b>	<b>29277</b>	管理费用	731	953	1144	1385
固定资产	3836	3794	3670	3539	财务费用	358	347	311	253
无形资产及其他	817	790	763	736	投资收益	20	20	20	20
投资性房地产	2296	2296	2296	2296	资产减值及公允价值变动	89	50	50	50
长期股权投资	83	103	123	143	其他收入	(167)	(147)	(177)	(148)
<b>资产总计</b>	<b>25529</b>	<b>28427</b>	<b>31949</b>	<b>35989</b>	营业利润	1183	6316	8278	10457
短期借款及交易性金融负债	2263	1500	1500	1000	营业外净收支	(75)	(10)	(10)	(10)
应付款项	1120	1484	1757	1997	<b>利润总额</b>	<b>1108</b>	<b>6306</b>	<b>8268</b>	<b>10447</b>
其他流动负债	694	868	1028	1170	所得税费用	201	1135	1488	1880
<b>流动负债合计</b>	<b>4076</b>	<b>3852</b>	<b>4286</b>	<b>4166</b>	少数股东损益	74	419	549	693
长期借款及应付债券	7217	7217	6217	5217	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>833</b>	<b>4752</b>	<b>6231</b>	<b>7873</b>
其他长期负债	441	461	481	501					
<b>长期负债合计</b>	<b>7658</b>	<b>7678</b>	<b>6698</b>	<b>5718</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>11734</b>	<b>11529</b>	<b>10983</b>	<b>9884</b>	净利润	833	4752	6231	7873
少数股东权益	3368	3620	3949	4365	资产减值准备	37	(78)	(0)	(0)
股东权益	10427	13278	17016	21740	折旧摊销	376	370	382	389
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25529</b>	<b>28427</b>	<b>31949</b>	<b>35989</b>	公允价值变动损失	(89)	(50)	(50)	(50)
					财务费用	358	346.69	310.78	253.04
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1179)	(3062)	(3037)	(2768)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	4	329	330	416
每股收益	0.23	1.31	1.71	2.17	<b>经营活动现金流</b>	<b>(18)</b>	<b>2262</b>	<b>3855</b>	<b>5860</b>
每股红利	0.10	0.52	0.69	0.87	资本开支	(445)	(180)	(180)	(180)
每股净资产	2.87	3.65	4.68	5.98	其它投资现金流	131	0	0	0
ROIC	6%	23%	29%	32%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(334)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
ROE	8%	36%	37%	36%	权益性融资	4	0	0	0
毛利率	12%	27%	28%	30%	负债净变化	1732	0	0	0
EBIT Margin	8%	22%	24%	25%	支付股利、利息	(373)	(1901)	(2492)	(3149)
EBITDA Margin	9%	23%	25%	26%	其它融资现金流	(852)	(763)	0	(500)
收入增长	17%	40%	21%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1871</b>	<b>(2663)</b>	<b>(3492)</b>	<b>(4649)</b>
净利润增长率	35%	471%	31%	26%	<b>现金净变动</b>	<b>1518</b>	<b>(602)</b>	<b>162</b>	<b>1011</b>
资产负债率	59%	53%	47%	40%	货币资金的期初余额	2467	3985	3384	3546
息率	0.2%	1.1%	1.4%	1.8%	货币资金的期末余额	3985	3384	3546	4557
P/E	209.6	36.7	28.0	22.2	企业自由现金流	61	2534	4150	6166
P/B	16.7	13.1	10.3	8.0	权益自由现金流	941	1487	3895	5458
EV/EBITDA	94.3	26.7	20.8	16.7					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032