

**民生金属公司点评：北方稀土**

# 稀土产品量价齐升，Q4 业绩环比大涨

**2022年01月14日**

- **事件：2022年1月14日，公司发布2021年业绩预增公告。**预计公司2021年度实现归母净利润49.01亿元至50.61亿元，同比增长488.58%至507.79%，扣非归母净利润47.07亿元至48.67亿元，同比增加484.16%至504.02%。单季度看，Q4 实现归母净利润17.52亿元至19.12亿元，环比增加57.34%至71.71%，同比增加439.38%至488.65%。**业绩超wind一致预期。**
- **归母净利润同比增长或得益于报告期内主要产品量价齐升。**量方面，第二批稀土开采指标在Q4公布，北方稀土获得稀土矿指标10.035万吨REO，增加2.68万吨REO，获得轻稀土指标增量的96%，公司全年稀土产品产销量因而上涨；价方面，镨钕氧化物2021年全年均价达到59.58万元，同比增长91.83%。
- **环比来看，Q4 业绩环比大幅增长，或也得益于主要产品量价齐升。**量方面，2021Q3，公司稀土氧化物销量环比减少32.73%至7975.65吨，或因Q3时开采和分离指标未下达，产能利用率较低，随着Q4指标下达，叠加Q4稀土价格高位，产销量或随之上涨；价方面，镨钕氧化物2021年Q4均价达到77.37万元，同比增长107%，环比增长31.1%。
- **2022年稀土精矿采购协议签订，成本优势依旧。**由于Q4稀土氧化物价格抬升明显，根据公司与包钢股份的协议规定，双方进行了2022年精矿价格的调整，约定2022年1月1日起稀土精矿销售价格调整为不含税26887.2元/吨，同比提升65.27%。尽管价格上涨幅度较大，但若考虑以下两点，北方稀土仍具备行业领先的成本优势。**①精矿价格涨幅小于稀土产品全年价格涨幅。**本次调价实际上考虑了2021年四个季度的稀土价格上涨，全年镨钕氧化物价格上涨106%，远大于稀土精矿价格上涨幅度。**②协议价与市场价相比仍有折扣。**2021年全年稀土精矿（REO含量70%）的均价为40329元/吨，而北方稀土采购该品味的稀土精矿协议价仅为36904元/吨，有8.5%的折扣，若与当前稀土精矿（REO含量70%）的价格7.6万元/吨对比，协议价有51.44%的折扣。
- **2022年公司产销量或仍有较大增长。**一方面，下游钕铁硼磁材的需求受新能源汽车和工业节能电机拉动，客观上需要释放较大的供给。另一方面，2022年稀土精矿协议的采购数量上限达到23万吨，同比去年增长27.8%。因此2022年产销量的增长具备较强的可能性。
- **投资建议：**公司是轻稀土行业龙头，通过采购包钢股份的低价稀土精矿获得较强的成本优势，产销量增长较为确定，有望充分受益于稀土行业景气。我们预计公司2021-2023年将实现归母净利50.29亿元、73.75亿元和86.51亿元，EPS分别为1.38元、2.02元和2.37元；对应1月13日收盘价的PE分别为30、20和17倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期，指标过快增长，海外矿山项目进展超预期等。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 21,246 | 30,148 | 43,698 | 49,858 |
| 增长率（%）          | 17.4   | 41.9   | 44.9   | 14.1   |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 833    | 5,029  | 7,375  | 8,651  |
| 增长率（%）          | 35.1   | 504.0  | 46.7   | 17.3   |
| 每股收益（元）         | 0.23   | 1.38   | 2.02   | 2.37   |
| PE              | 178    | 30     | 20     | 17     |
| PB              | 4.6    | 10.8   | 7.3    | 5.3    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年1月13日收盘价)

**推荐**
**首次评级**
**当前价格：**
**41.03元**

**分析师：邱祖学**

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

**研究助理：孙二春**

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

**研究助理：张建业**

执业证号：S0100120080003

邮箱：zhangjianye@mszq.com

## 相关研究

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 ( 百万元 )      | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 营业总收入            | 21,246       | 30,148       | 43,698       | 49,858        |
| 营业成本             | 18,752       | 21,688       | 31,503       | 35,841        |
| 营业税金及附加          | 95           | 181          | 233          | 270           |
| 销售费用             | 69           | 75           | 148          | 153           |
| 管理费用             | 731          | 874          | 1,428        | 1,583         |
| 研发费用             | 108          | 181          | 235          | 276           |
| EBIT             | 1,596        | 7,148        | 10,152       | 11,736        |
| 财务费用             | 358          | 534          | 599          | 492           |
| 资产减值损失           | -89          | -27          | -28          | -28           |
| 投资收益             | 20           | 15           | 38           | 38            |
| <b>营业利润</b>      | <b>1,183</b> | <b>6,663</b> | <b>9,768</b> | <b>11,456</b> |
| 营业外收支            | -75          | -11          | -12          | -12           |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,108</b> | <b>6,652</b> | <b>9,756</b> | <b>11,444</b> |
| 所得税              | 201          | 1,064        | 1,561        | 1,831         |
| <b>净利润</b>       | <b>906</b>   | <b>5,588</b> | <b>8,195</b> | <b>9,613</b>  |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>833</b>   | <b>5,029</b> | <b>7,375</b> | <b>8,651</b>  |
| EBITDA           | 1,992        | 7,549        | 10,498       | 12,098        |

| 资产负债表 ( 百万元 )    | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 3,985         | 4,422         | 4,935         | 6,895         |
| 应收账款及票据          | 3,054         | 4,347         | 6,043         | 7,038         |
| 预付款项             | 223           | 560           | 767           | 816           |
| 存货               | 8,926         | 12,270        | 16,967        | 19,255        |
| 其他流动资产           | 2,310         | 4,122         | 7,023         | 9,075         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>18,498</b> | <b>25,721</b> | <b>35,736</b> | <b>43,079</b> |
| 长期股权投资           | 83            | 92            | 104           | 116           |
| 固定资产             | 3,603         | 3,734         | 3,794         | 3,829         |
| 无形资产             | 817           | 870           | 912           | 954           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>7,031</b>  | <b>7,466</b>  | <b>7,506</b>  | <b>7,534</b>  |
| <b>资产合计</b>      | <b>25,529</b> | <b>33,187</b> | <b>43,242</b> | <b>50,613</b> |
| 短期借款             | 2,211         | 6,118         | 6,288         | 2,426         |
| 应付账款及票据          | 1,120         | 1,600         | 2,264         | 2,526         |
| 其他流动负债           | 746           | 1,194         | 1,541         | 1,754         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4,076</b>  | <b>8,913</b>  | <b>10,093</b> | <b>6,705</b>  |
| 长期借款             | 2,196         | 3,201         | 3,871         | 5,007         |
| 其他长期负债           | 5,462         | 1,676         | 1,686         | 1,696         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>7,658</b>  | <b>4,877</b>  | <b>5,557</b>  | <b>6,703</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>11,734</b> | <b>13,790</b> | <b>15,650</b> | <b>13,408</b> |
| 股本               | 3,633         | 3,648         | 3,648         | 3,648         |
| 少数股东权益           | 3,368         | 3,927         | 4,747         | 5,708         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>13,795</b> | <b>19,397</b> | <b>27,592</b> | <b>37,205</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>25,529</b> | <b>33,187</b> | <b>43,242</b> | <b>50,613</b> |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标               | 2020         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
|----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>成长能力 (%)</b>      |              |               |               |               |
| 营业收入增长率              | 17.43        | 41.90         | 44.94         | 14.10         |
| EBIT 增长率             | 32.76        | 347.91        | 42.02         | 15.61         |
| 净利润增长率               | 35.10        | 504.00        | 46.66         | 17.30         |
| <b>盈利能力 (%)</b>      |              |               |               |               |
| 毛利率                  | 11.74        | 28.06         | 27.91         | 28.11         |
| 净利润率                 | 4.27         | 18.53         | 18.75         | 19.28         |
| 总资产收益率 ROA           | 3.26         | 15.15         | 17.06         | 17.09         |
| 净资产收益率 ROE           | 7.99         | 32.51         | 32.28         | 27.47         |
| <b>偿债能力</b>          |              |               |               |               |
| 流动比率                 | 4.54         | 2.89          | 3.54          | 6.42          |
| 速动比率                 | 2.29         | 1.44          | 1.78          | 3.43          |
| 现金比率                 | 0.98         | 0.50          | 0.49          | 1.03          |
| 资产负债率 (%)            | 45.96        | 41.55         | 36.19         | 26.49         |
| <b>经营效率</b>          |              |               |               |               |
| 应收账款周转天数             | 51.34        | 44.31         | 45.77         | 46.21         |
| 存货周转天数               | 173.74       | 206.50        | 196.59        | 196.08        |
| 总资产周转率               | 0.83         | 0.91          | 1.01          | 0.99          |
| <b>每股指标 ( 元 )</b>    |              |               |               |               |
| 每股收益                 | 0.23         | 1.38          | 2.02          | 2.37          |
| 每股净资产                | 2.87         | 4.24          | 6.26          | 8.63          |
| 每股经营现金流              | 0.16         | 0.55          | 0.53          | 1.89          |
| 每股股利                 | 0.04         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>估值分析</b>          |              |               |               |               |
| PE                   | 178          | 30            | 20            | 17            |
| PB                   | 4.6          | 10.8          | 7.3           | 5.3           |
| EV/EBITDA            | 26.63        | 22.95         | 16.54         | 13.96         |
| 股息收益率 (%)            | 0.10         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>现金流量表 ( 百万元 )</b> |              |               |               |               |
| 净利润                  | 906          | 5,588         | 8,195         | 9,613         |
| 折旧和摊销                | 396          | 401           | 346           | 361           |
| 营运资金变动               | -1,202       | -4,695        | -7,380        | -3,796        |
| <b>经营活动现金流</b>       | <b>578</b>   | <b>2,017</b>  | <b>1,935</b>  | <b>6,895</b>  |
| 资本开支                 | -148         | -597          | -471          | -493          |
| 投资                   | -247         | -1,439        | -1,118        | -1,118        |
| <b>投资活动现金流</b>       | <b>-361</b>  | <b>-2,030</b> | <b>-1,551</b> | <b>-1,573</b> |
| 股权募资                 | 4            | 15            | 0             | 0             |
| 债务募资                 | 1,734        | 1,076         | 850           | -2,716        |
| <b>筹资活动现金流</b>       | <b>1,360</b> | <b>450</b>    | <b>129</b>    | <b>-3,362</b> |
| <b>现金净流量</b>         | <b>1,572</b> | <b>437</b>    | <b>513</b>    | <b>1,960</b>  |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|-------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5%~15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间  |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上     |
|                                                                                                                       |      | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上     |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上     |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001