

2022年04月15日

北方稀土 (600111.SH)

动态分析

两大环节量价齐升，磁材成为新增长点

投资要点

◆ **2021年归母净利润同比增长462.32%，收入利润创历史新高：**公司2021年实现营业收入304.08亿元，同比增长38.83%；毛利率为27.84%，同比提升16个百分点；实现归属于母公司净利润51.30亿元，同比增长462.32%；实现扣非后归母净利润49.67亿元，同比增长444.50%；利润率为16.87%，同比提升13个百分点；EPS为1.41元，其中Q4单季度EPS0.55元，均创历史新高。分配方案为每股派现金0.445元。

◆ **原料与功能材料量价齐升拉动业绩增长，其中磁材毛利增2倍：**2021年公司稀土原料和下游材料均出现量价齐升态势，其中**稀土原料**产品销量为13.72万吨，同比增长32.99%；稀土原料产品单价为8.19万元/吨，同比增长55.89%；稀土原料营收为112.34亿元，同比增长107.31%，毛利率为38.43%，较上年提升11个百分点；其中稀土金属收入和毛利分别同比增长122.14%和211.54%，分别贡献全部收入和毛利的38.9%和39.8%。**功能材料**销量为6.28万吨，同比增长15.88%，单价为11.77万元/吨，同比增长59.98%；稀土功能材料业务营收73.98亿元，同比增长85.38%，其中增幅最大的子品种为磁性材料，收入为65.76亿元，同比增长98.54%，毛利同比增长211.54%，对全部收入和毛利的贡献分别达到21.6%和31.4%；稀土功能材料业务整体毛利率达到41.49%，较上年提升21.78个百分点。

◆ **2022年公司量价齐升格局初步锁定，Q1净利同比增96.78%~122.59%：**作为全球轻稀土龙头，2022年全国第一批配额中，公司分别占轻稀土矿配额以及冶炼分离配额的67.42%和55.33%，分别占相应配额增量的95.71%和95.74%，是稀土生产的核心企业和增长的主要来源。价格方面，Q1氧化镨和氧化钕价格分别同比上涨128.86%和82.77%，环比21年Q4上涨24.71%和38.71%；成本方面，2022年公司与包钢股份的稀土精矿交易价格调整为不含税26887元/吨（干量，REO=51%），同比上调65%，涨幅较上年提升36个百分点，受此影响，我们测算公司稀土原料产品的综合成本将上涨46%。Q1产品价格涨幅完全消化成本压力，公司公告预计22年Q1盈利同比增7.5~9.5亿元，增幅为96.78%~122.59%。

◆ **稀土应用进入新阶段，产量释放增速低于下游：**稀土节能高效的特点在智能化和电动化时代得到新的开发应用，下游新能源汽车、风电、工业机器人、工业电机等领域的高速发展将拉动稀土永磁材料需求的进一步增长，预计2022年至2025年稀土永磁下游需求复合增速有望保持在22%左右。供给端在稀土供给配额制下，国内矿产品以及冶炼分离产品开采配额增长率预计维持20%左右增幅，折合全球产量增幅仅12%左右，总体呈现供不应求格局。公司作为轻稀土龙头和全球主要供给增量者，有望充分享受下游需求的高度景气。

◆ **投资建议：**我们预计公司2022年至2024年每股收益分别为2.00元、2.48元和2.92元。净资产收益率分别为35.7%、33.7%和31.1%，重申买入-B评级。

| III

投资评级

买入-B(维持)

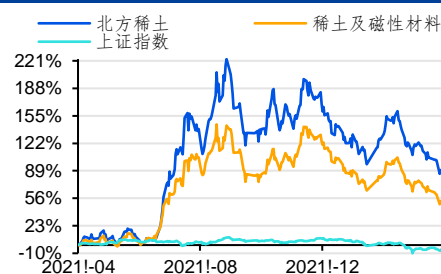
股价(2022-04-14)

35.42元

交易数据

总市值(百万元)	128,683.20
流通市值(百万元)	128,683.20
总股本(百万股)	3,633.07
流通股本(百万股)	3,633.07
12个月价格区间	18.20/62.10元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.02	-10.94	93.25
绝对收益	-11.96	-19.34	87.66

分析师

杨立宏

 SAC执业证书编号：S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

分析师

胡博

 SAC执业证书编号：S0910521090001
 hubo@huajinsec.cn

相关报告

北方稀土：21年盈利超预期，22年有望延续高增长趋势 2022-01-14

北方稀土：氧化镨钕价格快速上涨，公司业绩彰显高弹性 2021-04-29

北方稀土：轻稀土行业龙头，充分受益于下游需求高景气 2021-04-15

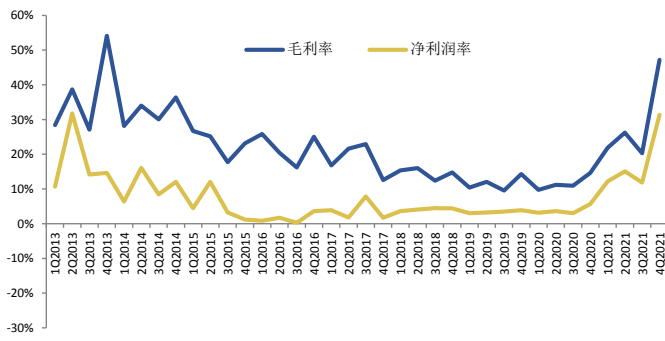
◆ **风险提示：** 稀土永磁下游行业增速不及预期、配额额度超预期。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21246	30,408	38,671	44,897	49,870
YoY(%)	17.4	43.1	27.2	16.1	11.1
净利润(百万元)	833	5,130	7,283	9,013	10,617
YoY(%)	35.1	516.1	42.0	23.7	17.8
毛利率(%)	11.7	27.8	30.3	31.3	32.1
EPS(摊薄/元)	0.23	1.41	2.00	2.48	2.92
ROE(%)	8.0	33.4	35.7	33.7	31.1
P/E(倍)	154.6	25.1	17.7	14.3	12.1
P/B(倍)	12.3	8.4	6.3	4.8	3.8
净利率(%)	3.9	16.9	18.8	20.1	21.3

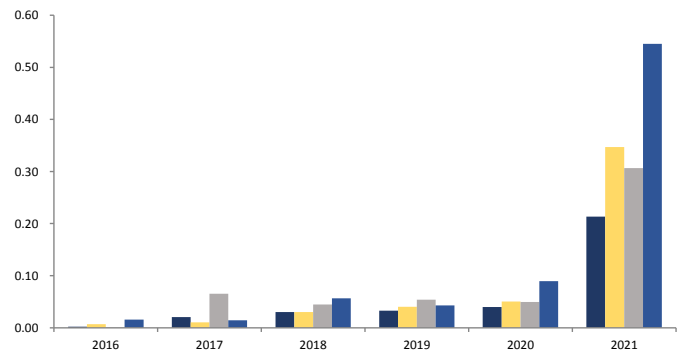
数据来源: wind, 华金证券研究所

图 1：公司分季度毛利率与净利率



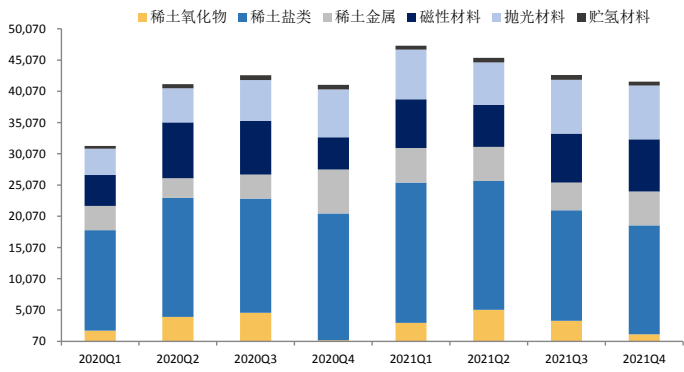
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 2：公司分季度 EPS



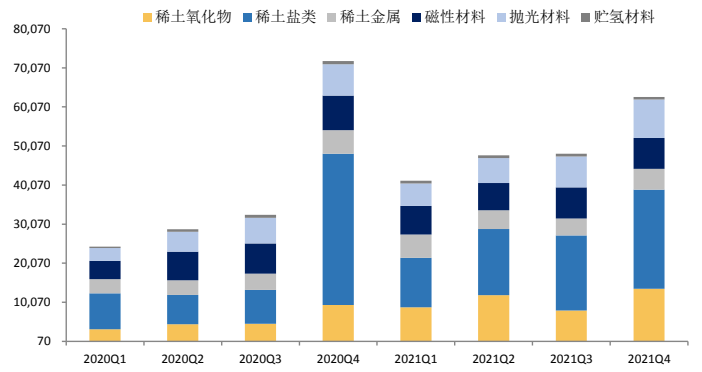
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 3：2020-21 年分季度产量单位：吨



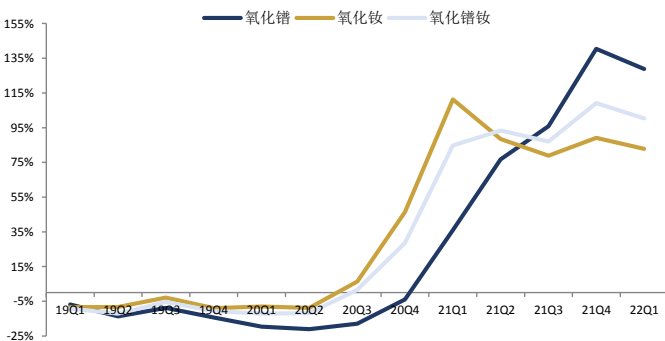
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：2020-21 年分季度销量单位：吨



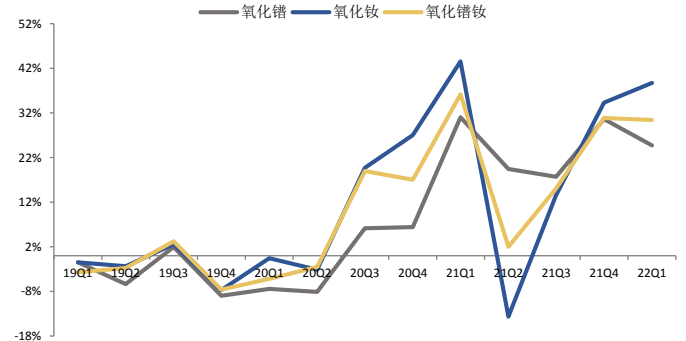
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 5：氧化镨、氧化钕季度均价同比涨幅



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 6：氧化镨、氧化钕季度均价环比涨幅



资料来源：wind, 华金证券研究所

表 1：2018-2021 年公司主要产品量价单位：吨、万元/吨

产量	2018	2019	2020	2021	YoY
稀土原料产品	57,649	86,919	102,157	111,699	9.34%
稀土氧化物	12,015	17,127	10,585	12,675	19.74%

稀土盐类	36,352	58,717	73,695	78,156	6.05%
稀有稀土金属	9,283	11,075	17,877	20,868	16.73%
稀土功能材料	36,000	37,702	54,132	65,403	20.82%
磁性材料		19,350	27,693	30,726	10.95%
抛光粉		16,653	23,805	31,893	33.98%
贮氢材料		1,699	2,634	2,784	5.69%
销量	2018	2019	2020	2021	YoY
稀土原料产品	60,318	91,979	103,136	137,160	32.99%
稀土氧化物	13,772	13,089	21,531	42,105	95.56%
稀土盐类	33,575	65,989	64,025	74,187	15.87%
稀有稀土金属	12,971	12,902	17,581	20,868	18.70%
稀土功能材料	38,294	38,492	54,228	62,838	15.88%
磁性材料	23,106	20,422	28,653	30,244	5.55%
抛光粉	12,918	16,427	22,983	29,801	29.67%
贮氢材料	2,270	1,643	2,591	2,793	7.80%
单价	2018	2019	2020	2021	YoY
稀土原料产品	8.48	5.90	5.25	8.19	56.00%
稀土氧化物	13.74	14.45	5.63	4.78	-15.10%
稀土盐类	1.54	0.70	0.40	0.60	50.00%
稀有稀土金属	20.87	23.77	22.47	42.05	87.14%
稀土功能材料		7.25	7.36	11.77	59.92%
磁性材料	12.08	10.82	11.56	21.74	88.06%
抛光粉	2.47	2.09	1.90	1.70	-10.53%
贮氢材料	9.15	13.18	9.26	11.27	21.71%
单位毛利	2018	2019	2020	2021	YoY
稀土原料产品	1.82	1.40	1.44	3.15	118.75%
稀土氧化物	2.98	3.44	1.56	1.84	17.95%
稀土盐类	0.34	0.17	0.11	0.23	109.09%
稀有稀土金属	4.41	5.60	6.15	16.15	162.60%
稀土功能材料		1.11	1.45	4.75	227.59%
磁性材料		1.67	2.33	9.55	309.87%
抛光粉		0.44	0.47	0.55	17.02%
贮氢材料		0.84	0.41	0.62	51.22%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18498	26733	26618	35955	44408	营业收入	21246	30408	38671	44897	49870
现金	3,985	6,493	398	11,807	15,286	营业成本	18752	21944	26963	30826	33867
应收票据及应收账款	3,084	4,201	6,779	6,335	6,624	营业税金及附加	95	225	233	257	294
预付账款	223	553	817	585	901	营业费用	69	76	155	146	162
存货	8,926	10,325	15,140	13,585	17,501	管理费用	731	993	1044	1257	1396
其他流动资产	2,263	4,405	2,899	3,189	3,498	研发费用	108	161	228	284	325
非流动资产	7,031	7,975	7,266	6,928	6,443	财务费用	358	392	366	124	32
长期投资	83	278	278	278	278	资产减值损失	-89	-69	-70	-76	-72
固定资产	3603	4170	3771	3373	2974	公允价值变动收益	0	-66	-114	-135	145
无形资产	817	789	749	710	670	投资净收益	20	1	18	13	11
其他非流动资产	1961	2025	1789	1925	1913	营业利润	1183	6707	9657	11956	14021
资产总计	25529	34708	33884	42883	50851	营业外收入	12	8	16	12	12
流动负债	4076	10042	4689	6467	6374	营业外支出	87	19	41	49	36
短期借款	2211	1580	0	0	0	利润总额	1108	6696	9632	11919	13997
应付票据及应付账款	1120	2523	1567	3105	2192	所得税	201	1086	1637	2026	2343
其他流动负债	408	1440	686	845	990	税后利润	906	5610	7995	9893	11654
非流动负债	7658	5443	4204	4236	3827	少数股东损益	74	480	712	880	1037
长期借款	7217	4941	3752	3771	3354	归属母公司净利润	833	5130	7283	9013	10617
其他非流动负债	441	502	452	465	473	EBITDA	1976	7485	10462	12519	14491
负债合计	11734	15484	8893	10703	10201	主要财务比率					
少数股东权益	3368	3875	4587	5467	6505	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	3633	3633	3633	3633	3633	成长能力					
资本公积	214	101	101	101	101	营业收入(%)	17.4	43.1	27.2	16.1	11.1
留存收益	6591	11572	16670	22979	30410	营业利润(%)	42.1	467.1	44.0	23.8	17.3
归属母公司股东权益	10427	15348	20404	26713	34144	归属于母公司净利润(%)	35.1	516.1	42.0	23.7	17.8
负债和股东权益	25529	34708	33884	42883	50850	获利能力					
						毛利率(%)	11.7	27.8	30.3	31.3	32.1
						净利率(%)	3.9	16.9	18.8	20.1	21.3
						ROE(%)	8.0	33.4	35.7	33.7	31.1
						ROIC(%)	7.7	35.0	41.3	37.1	50.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.0	44.6	26.2	25.0	20.1
						流动比率	4.5	2.7	5.7	5.6	7.0
						速动比率	2.3	1.6	2.4	3.5	4.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
						应收账款周转率	8.4	8.8	9.2	8.8	8.9
						应付账款周转率	28.9	23.0	30.7	29.9	28.4
						估值比率					
						P/E	154.6	25.1	17.7	14.3	12.1
						P/B	12.3	8.4	6.3	4.8	3.8
						EV/EBITDA	27.4	22.9	12.9	10.0	8.5

资料来源: wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏、胡博声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com