

中航证券研究所
 分析师: 邓 轲
 证券执业证书号: S0640521070001
 邮箱: dengke@avicsec.com

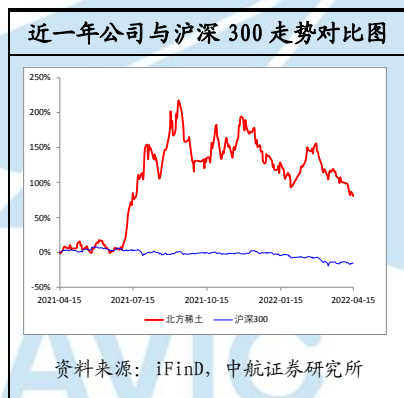
北方稀土 (600111) 2021 年报点评: 量价齐升助推业绩, 稀土龙头扶摇直上

行业分类: 金属材料

2022 年 4 月 17 日

公司投资评级	买入
当前股价 (22.04.15)	34.72

基础数据 (2022.04.15)	
上证指数	3211.24
总市值 (亿元)	1621.40
总股本 (亿股)	36.33
流通股本 (亿股)	36.33
PE (TTM)	24.59
PB (LF)	8.22



■ **业绩概要:** 2021 年公司实现营业收入 304.1 亿元 (+38.8%); 实现归母净利润 51.3 亿元 (+462%), 对应 EPS 为 1.41 元; 扣非后归母净利润为 49.7 亿元 (+445%)。每股派发现金红利 0.445 元, 股息率为 1.28%。公司 2021Q4 实现营业收入 63.2 亿元 (环比-32.6%), 实现归母净利润 19.8 亿元 (环比+78.0%);

■ **量价齐升推升稀土龙头业绩:** 报告期内, 稀土永磁材料下游新能源终端领域的高景气度大幅推升了对上游稀土产品的需求, 以镨钕类为代表的轻稀土产品价格 2021 年基本维持了单边上扬走势, 氧化镨钕全年出厂均价大幅上涨至 59.1 万元/吨 (+90.7%)。公司全年稀土矿开采指标约占我国开采总量的 59.7%, 其中轻稀土开采指标占到 67.4%, 在轻稀土价格上涨的背景下, 公司为主要受益方。2021 年, 公司的稀土原料产品和稀土功能材料营收分别达到 112.3 亿 (+107%) 和 74.0 亿 (+85.4%), 两者销量分别达到 13.7 万吨 (+32.6%) 和 6.28 万吨 (+15.9%), 稀土原料业务包括稀土氧化物、稀土盐和稀土金属, 三者的销量均实现了不同程度的增长 (+95.6%、+15.9%、+16.3%)。工信部指标同比上升和需求端的高景气同步推动了产品销量增加, 全年营收在量价齐升的背景下实现快速增长。产品盈利性方面, 公司整体销售毛利率攀升至 27.8% (+16.1PCTs), 主要得益于产品售价的大幅上升和高附加值产品的占比提升。分产品来看, 稀土原料产品和稀土功能材料的毛利率分别达到 38.4% (+11.0PCTs) 和 41.5% (+21.8PCTs), 其中后者毛利率的大幅抬升主要得益于产品的结构优化, 具有高附加值的磁性材料 (2021 年毛利率为 43.9%) 全年营收达到 65.8 亿元 (+98.5%)。公司 2021 年 Q4 的营收和归母净利环比增速出现明显背离, 我们推测主要原因为公司 Q4 贸易业务收入较前期有所下滑;

■ **财务数据:** 2021 年, 公司销售/管理/研发费用分别同比增加 10.5%/19.2%/46.9%。其中销售和管理费用增加主要由于公司坚持深化薪酬制度改革, 从而致使薪酬类支出同比增加; 研发费用大幅增加主要系公司逐步向产业链下游业务拓展导致在材料费、测试化验费和研发设备的折旧摊销上的费用上升。应付账款同比增长 50.4%, 主要由于公司积极向下游各类高端高附加值领域延伸, 采购业务开销有所增加; 合同负债同比增长 80.6%, 主要因为预收货款较年初增加较快;

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

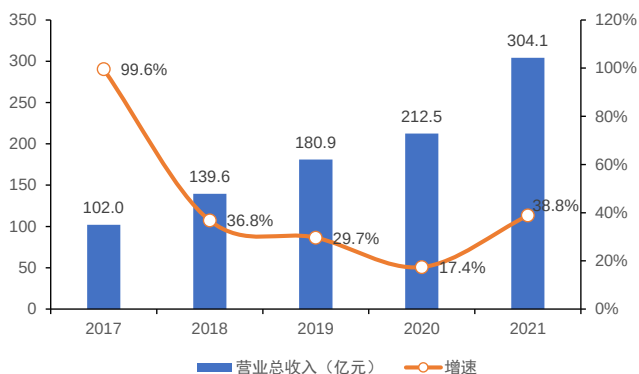
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

- **稀土价格高位震荡，2022Q1 净利同比基本实现翻倍：**根据公司 2022Q1 业绩预告，我们整理得出公司 Q1 实现净利润约 15.2-17.2 亿元，同比增长 97%-123%，其主要因素为新能源市场需求的快速增长维持了轻稀土产品价格持续上涨的趋势；但 2022Q1 的净利润环比却有所下降，主要原因为成本端的抬升：公司于 2022 年年初与包钢股份签订合同，稀土精矿交易价格调整为不含税 26,887 元/吨（干量，REO=51%），同比上浮 65.3%。由于稀土价格延续了 2021 年的上涨趋势，抵消了部分成本上升带来的负面影响，公司盈利依然实现高速增长；
- **第一批工信部管控指标配额提升，龙头企业最大化受益：**公司拥有全球最大的稀土矿——白云鄂博矿的独家开采权，得天独厚的矿产资源优势为公司的长期发展奠定了坚实的基础。工信部、自然资源部下达的 2022 年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为 10.08 万吨、9.72 万吨，我们预计全年指标有望分别达到 20.16 万吨、19.44 万吨，较 2021 年全年指标保持 20% 的同比增幅。在 2022 年第一批指标中，北方稀土两项指标配额分别为 6.02 万吨和 5.38 万吨，分别占指标总量的 59.7% 和 53.3%，在稀土资源端持续整合的大环境下公司将继续保持龙头地位；
- **产业链纵向延伸，全产业链竞争优势凸显：**近年来公司通过纵向业务延伸，参与各类稀土产业链中下游业务，目前形成了以稀土资源为基础、冶炼分离为核心、新材料领域建设为重点、终端应用为拓展方向的产业结构。公司的全产业链优势能够有效降低中游稀土功能材料和下游终端应用领域的原材料成本，而下游产品的附加值普遍较高，公司业务的整体盈利性有望随着产品结构的持续优化而提升。所具备的资源优势、科研优势和全产业链优势将有效构筑其在稀土行业的综合性竞争壁垒，向产业链下游业务的拓展也在一定程度上淡化了公司的资源销售属性，多元化的业务布局有望为公司提供新的产业机遇，从而打开更广阔的成长空间；
- **投资建议：**预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 397/435/488 亿元，同比增长 30.5%/9.7%/12.1%，实现归母净利润分别为 80.7/92.8/108 亿元，同比增长 57.2%/15.1%/16.6%，对应 PE 16X/14X/12X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**稀土原料产品价格大幅波动风险、工信部下发的稀土总量控制指标大幅变动、下游稀土功能材料需求端不及预期、新冠疫情影响超出预期。

■ 盈利预测

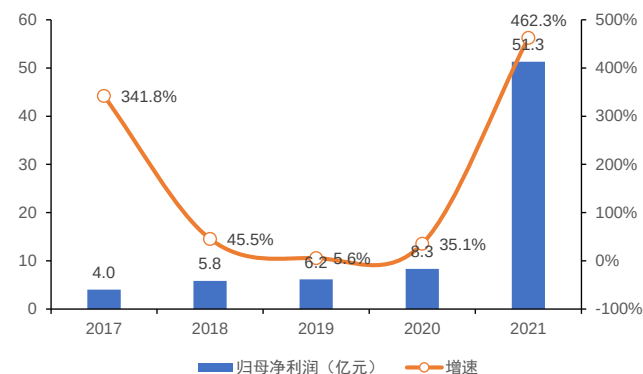
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,246	30,408	39,668	43,529	48,776
增速（%）	17.43%	43.13%	30.45%	9.73%	12.05%
归母净利润（百万元）	833	5,130	8,066	9,283	10,822
增速（%）	35.10%	516.13%	57.23%	15.08%	16.58%
每股收益（元）	0.23	1.41	2.22	2.56	2.98
市盈率（倍）	151.50	24.59	15.64	13.59	11.66

图表 1: 公司营业收入及增速



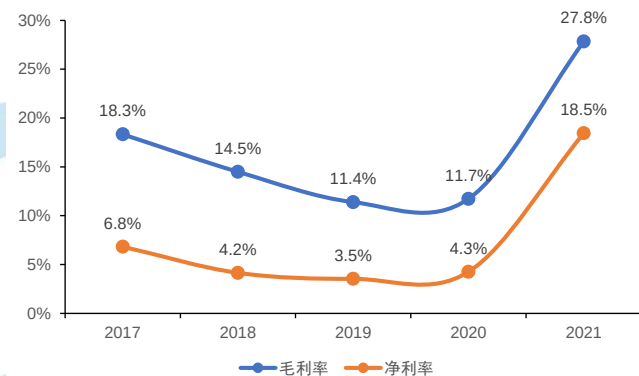
来源: Wind, 中航证券研究所

图表 2: 公司归母净利润及增速



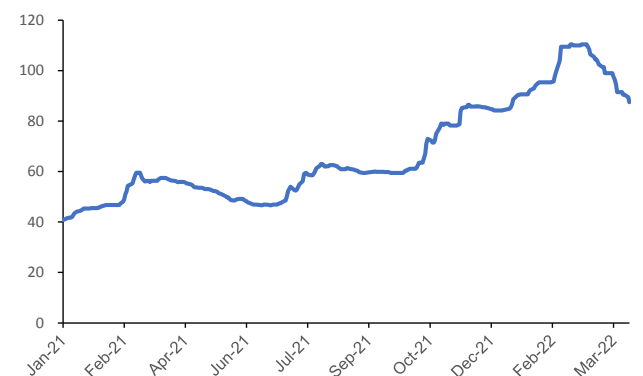
来源: Wind, 中航证券研究所

图表 3: 公司毛利率和净利率



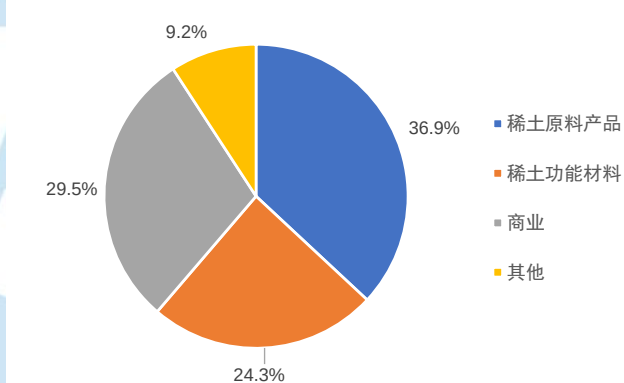
来源: Wind, 中航证券研究所

图表 4: 氧化镨钕价格走势 (万元/吨)



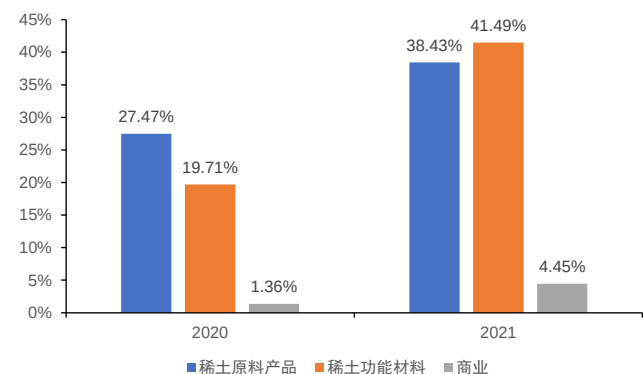
来源: Datayes, 中航证券研究所

图表 5: 公司 2021 年各项业务营收占比



来源: 公司 2021 年年报, 中航证券研究所

图表 6: 公司各项业务毛利率变化



来源: 公司 2020、2021 年年报, 中航证券研究所

图表 7: 财务数据预测 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2466.92	3985.33	6492.83	5453.28	10300.40	16754.25	营业收入	18091.80	21245.93	30408.40	39667.96	43528.83	48776.01
应收票据及账款	3299.47	5063.42	8316.09	9998.50	10971.65	12294.23	营业成本	16029.30	18752.24	21943.71	27213.35	29481.12	32634.52
预付账款	720.95	222.94	552.55	905.93	994.11	1113.94	营业税金及附加	91.38	94.90	224.51	238.01	261.17	292.66
其他应收款	44.56	29.89	34.56	54.34	59.63	66.82	销售费用	113.78	68.70	75.89	91.24	87.06	92.67
存货	9334.82	8926.27	10324.53	11929.14	12115.53	12517.35	管理费用	728.36	731.09	993.32	1269.37	1349.39	1463.28
其他流动资产	864.17	270.19	1012.41	1550.96	1630.48	1738.54	研发费用	73.21	108.12	160.86	218.17	243.76	278.02
流动资产总计	16730.89	18498.04	26732.97	29892.16	36071.79	44485.13	财务费用	360.08	358.47	391.84	225.75	111.27	14.81
长期股权投资	62.34	82.50	278.23	278.23	278.23	278.23	资产减值损失	-52.43	-89.01	-69.43	-119.00	-130.59	-146.33
固定资产	3624.30	3602.57	4196.16	3862.92	3280.52	2746.08	信用减值损失	-17.49	-13.59	20.06	-12.52	-13.74	-15.40
在建工程	224.51	233.24	306.71	162.28	255.20	270.97	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	795.50	817.30	789.05	466.07	118.98	133.81	投资收益	32.81	20.33	0.64	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	226.85	226.43	306.36	315.45	207.33	238.19	公允价值变动损益	0.00	0.00	-65.88	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1496.52	2069.07	2098.28	2661.80	2891.17	2767.16	资产处置收益	3.52	-14.69	36.62	9.00	9.00	9.00
非流动资产合计	6430.01	7031.11	7974.79	7746.75	7031.42	6434.43	其他收益	170.07	147.22	166.53	160.00	170.00	180.00
资产总计	23160.91	25529.15	34707.76	37638.91	43103.20	50919.56	营业利润	832.16	1182.66	6706.82	10449.54	12029.73	14027.32
短期借款	3507.08	2211.04	1579.76	755.43	388.19	0.00	营业外收入	29.28	11.65	7.95	8.00	12.00	16.00
应付票据及账款	1449.10	1119.57	2522.78	2758.61	2746.19	2861.11	营业外支出	17.83	86.74	19.06	20.00	30.00	40.00
其他流动负债	742.73	745.82	5939.01	4965.38	4980.62	5519.64	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5698.91	4076.43	10041.55	8479.42	8115.00	8380.74	利润总额	843.61	1107.57	6695.71	10437.54	12011.73	14003.32
长期借款	4158.21	7217.11	4954.62	3080.86	1594.53	608.88	所得税	203.29	201.42	1085.78	1670.01	1921.88	2240.53
其他非流动负债	413.08	440.68	487.93	507.27	517.27	537.27	净利润	640.32	906.15	5609.93	8767.54	10089.85	11762.79
非流动负债合计	4571.30	7657.78	5442.55	3588.13	2111.80	1146.15	少数股东损益	24.03	73.52	479.89	701.40	807.19	941.02
负债合计	10270.20	11734.21	15484.10	12067.55	10226.80	9526.89	归母净利润	616.29	832.62	5130.04	8066.13	9282.67	10821.77
股本	3633.07	3633.07	3633.07	3633.07	3633.07	3633.07	EBITDA	1589.75	1862.37	7600.01	12173.00	13984.67	15509.96
资本公积	171.80	213.57	101.09	101.09	101.09	101.09	NOPLAT	902.27	1289.21	5978.60	8960.17	10192.32	11790.23
留存收益	5779.87	6579.95	11614.07	17260.37	23758.23	31333.47	EPS (元)	0.17	0.23	1.41	2.22	2.56	2.98
归属母公司权益	9584.74	10426.59	15348.23	20994.53	27492.39	35067.63	主要财务比率						
少数股东权益	3305.97	3368.35	3875.43	4576.83	5384.02	6325.04	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	12890.71	13794.93	19223.66	25571.35	32876.41	41392.67	成长能力						
负债和股东权益合计	23160.91	25529.15	34707.76	37638.91	43103.20	50919.56	营收增长率	29.65%	17.43%	43.13%	30.45%	9.73%	12.05%
现金流量表							营业利润增长率	-0.05%			55.80%		
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	2.28%	21.79%	383.45%	50.45%	13.69%	15.63%
税后经营利润	640.32	906.15	5609.93	8635.66	9954.61	11624.19	EBITDA增长率	2.96%	17.15%	308.08%	60.17%	14.88%	10.91%
折旧与摊销	386.06	396.33	512.46	1509.70	1861.67	1491.83	归母净利润增长率	5.57%	35.10%	516.13%	57.23%	15.08%	16.58%
财务费用	360.08	358.47	391.84	225.75	111.27	14.81	经营现金流增长率	180.31%	-54.15%	85.19%	29.83%	48.72%	10.38%
投资损失	-28.22	-25.11	-18.80	0.00	0.00	0.00	盈利能力						
营运资金变动	-707.57	-1262.53	-2821.15	-4936.54	-1329.70	-1305.55	毛利率	11.40%	11.74%	27.84%	31.40%	32.27%	33.09%
其他经营现金流	219.72	191.35	139.34	0.00	0.00	0.00	净利率	3.54%	4.27%	18.45%	22.10%	23.18%	24.12%
经营性现金净流量	870.39	564.66	3813.62	5434.57	10597.85	11825.28	营业利润率	4.60%	5.57%	22.06%	26.34%	27.64%	28.76%
资本支出	147.89	123.85	281.58	1262.32	1136.34	874.85	ROE	6.43%	7.99%	33.42%	38.42%	33.76%	30.86%
长期投资	56.92	-246.86	-1650.22	0.00	0.00	0.00	ROA	2.66%	3.26%	14.78%	21.43%	21.54%	21.25%
其他投资现金流	-260.56	-237.68	-490.48	-2392.76	-2137.44	-1611.10	ROIC	4.79%	6.79%	29.66%	44.00%	39.24%	43.72%
投资性现金净流量	-55.76	-360.69	-1859.12	-1130.44	-1001.10	-736.25	估值倍数						
短期借款	-519.20	-1296.04	-631.28	-824.33	-367.24	-388.19	P/E	204.67	151.50	24.59	15.64	13.59	11.66
长期借款	-623.35	3058.89	-2262.49	-1873.76	-1486.33	-985.65	P/S	6.97	5.94	4.15	3.18	2.90	2.59
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	13.16	12.10	8.22	6.01	4.59	3.60
资本公积增加	-24.87	41.77	-112.48	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.20%	0.00%	1.92%	2.21%	2.57%
其他筹资现金流	-407.49	-444.86	3249.37	-2645.59	-2896.07	-3261.34	EV/EBIT	112.61	92.68	18.50	12.30	10.36	8.51
筹资性现金净流量	-1574.91	1359.76	243.12	-5343.68	-4749.64	-4635.18	EV/EBITDA	85.26	72.96	17.26	10.77	8.98	7.69
现金流量净额	-756.28	1558.64	2191.57	-1039.54	4847.11	6453.85	EV/NOPLAT	150.23	105.39	21.94	14.63	12.32	10.11

来源: iFinD, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邓 轲，SAC 执业证书号：S0640521070001，中航证券研究所新材料首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。