

北方稀土 (600111.SH)

精矿定价趋于市场化，公司仍具备资源保障及成本优势

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 有色金属 · 小金属

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：刘孟峦	010-88005312	liumengluan@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040001
证券分析师：冯思宇	010-88005314	fengsiyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980519070001

事项：

公司公告：近日，公司收到包钢股份发来的《关于调整包钢股份与北方稀土稀土精矿关联交易价格的函》，包钢股份基于 2022 年第二季度以来稀土市场主要轻稀土产品价格走势，按照其与公司约定的稀土精矿定价机制，在综合考虑碳酸稀土市场价格，扣除碳酸稀土制造费用及行业平均利润，同时考虑加工收率及稀土精矿品质要求等因素基础上，拟自 2022 年 7 月 1 日起，将稀土精矿交易价格调整为不含税 39189 元/吨（干量，REO=50%），REO 每增减 1%，不含税价格增减 783.78 元/吨（干量），稀土精矿 2022 年交易总量不超过 23 万吨（干量，折 REO=50%）。

国信金属观点：1) 公司稀土精矿价格大幅上涨 48.7%，向市场价靠拢，但仍具备成本优势，并且资源供应稳定。截至 6 月 23 日，美国矿价格 5.2 万元/吨，对应不含税为 4.6 万元/吨；而此次调整后的稀土精矿交易价格折算为 55%的 REO 含量为 4.3 万元/吨（不含税）。并且白云鄂博混合碳酸稀土矿中镨、钕占比合计超过 20%，而美国氟碳铈矿约为 18%。2) 近年来，随着稀土需求的高速增长，稀土总量控制指标也在持续增长，公司作为行业龙头，配额保持着理想增速。2022 年第一批北方稀土开采指标 60210 吨，同比增长 36.44%，较 2021 年全年量一半增长 20%。此外，为加强产业链优势，提高产品附加值，公司继续加快永磁产业布局。3) 稀土作为战略金属，预期中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及生态环境损失的合理补偿。短期来看随着各类经济刺激政策的出台，终端新能源汽车、电机等订单有增加预期，需求预期持续好转。行业供需有序且现货库存不多，市场情绪改善下，价格或保持高位震荡。4) 公司作为行业龙头，资源优势突出，配额持续增长。稀土精矿价格的上涨对公司成本端造成较大影响，我们下调了原盈利预测。预计公司 2022-2024 年归母净利润 59.5/72.7/88.0 亿元（原预测 71.5/89.2/111.2），同比增速 16.0%/22.1%/21.0%；当前股价对应 PE 为 21.5/17.6/14.5x，维持“买入”评级。

评论：

◆ 稀土精矿价格向市场价靠拢，但仍具备优势

集团资源优势保障矿端供应稳定。包钢集团拥有的白云鄂博矿是中国稀土储量最大、类型特殊的特大型稀土、铁、铈、钕、钆等多金属复杂共生矿，已探明的铁矿石储量为 14 亿吨；稀土氧化物储量 3500 万吨，居世界第一，储量超过全国 80%。从产业链结构上看，北方稀土不进行采选工作，原料稀土精矿从包钢股份采购。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，且资源供应稳定。

公司定期与包钢股份签订《稀土精矿供应合同》，根据稀土市场产品价格情况，在综合考虑碳酸稀土市场价格，扣除碳酸稀土制造费用及行业平均利润，同时考虑加工收率及稀土精矿品质要求等因素基础上，约定稀土精矿价格和交易总量。此外双方约定，每季度可以根据稀土市场产品价格波动情况协商调整稀土精矿交易价格，如遇稀土市场产品价格发生较大波动，稀土精矿交易价格随之浮动。目前稀土精矿价格计算公式如下：

$$\text{稀土精矿价格} = \frac{\delta_1(\text{稀土氧化物价格} - \text{加工成本} - \text{加工利润}) + \delta_2(\text{稀土氧化物成本} - \text{加工成本})}{\text{稀土氧化物整体单耗}}$$

其中： $\delta 1$ ：第一种测算方法的权重； $\delta 2$ ：第二种测算方法的权重；稀土氧化物成本=稀土氧化物价格 $\times$ 收入成本率，含稀土精矿成本和加工成本；加工成本：稀土精矿加工生产碳酸稀土，进而生产稀土氧化物的全部成本。稀土氧化物价格：选取百川网、瑞道网、亚洲金属网、我的钢铁网及 ARGUS 网五网中氧化物交易均价，按照包头矿的稀土元素配分，以加权的方式计算。

本次价格上涨幅度较大。根据公司公告，公司拟自 2022 年 7 月 1 日起，将稀土精矿交易价格调整为不含税 39189 元/吨（干量，REO=50%），REO 每增减 1%，不含税价格增减 783.78 元/吨（干量），较此前交易价格不含税 26887 元/吨（干量，REO=51%），REO 每增减 1%，不含税价格增减 527.20 元/吨（干量）上涨 48.7%。本次调整稀土精矿交易价格事宜尚需履行公司决策程序。

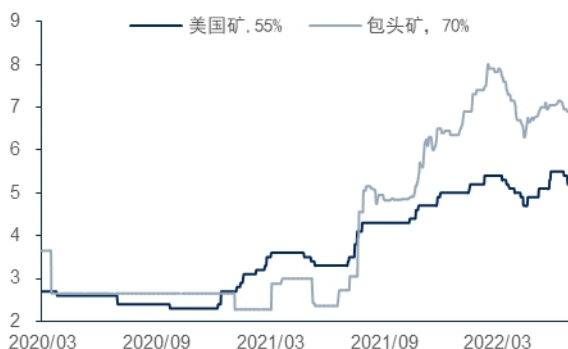
表1：稀土精矿供应合同情况

日期	不含税价，元/吨
2017 年上半年	9250
2017 年 9 月 1 日起	14000
2019 年 1 月 1 日起	12600
2020 年 1 月 1 日起	12600（干量，REO=51%），REO 每增减 1%，不含税价格增减 217 元/吨（干量）
2021 年 1 月 1 日起	16269（干量，REO=51%），REO 每增减 1%，不含税价格增减 319 元/吨（干量）
2022 年 1 月 1 日起	26887.20（干量，REO=51%），REO 每增减 1%，不含税价格增减 527.20 元/吨（干量）
2022 年 7 月 1 日起	39189（干量，REO=50%），REO 每增减 1%，不含税价格增减 783.78 元/吨（干量）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

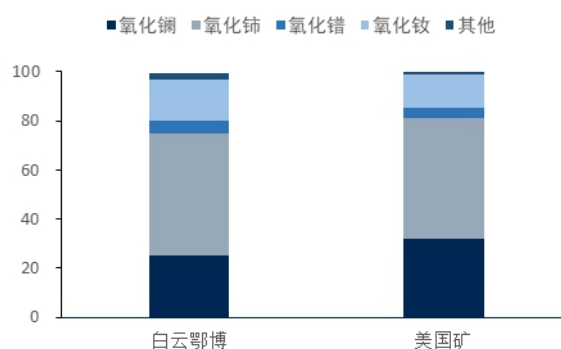
精矿交易价格较市场价仍有优势。随着氧化镨钕价格的大幅上涨，2021 年来稀土矿市场价也在持续上涨。以美国稀土矿为例，2020 年价格低点为 2.3 万元/吨，其后持续上涨，到 2022 年 5 月末升至 5.5 万元/吨。截至 6 月 23 日，美国矿价格小幅回落至 5.2 万元/吨，对应不含税为 4.6 万元/吨。而此次调整后的稀土精矿交易价格折算为 55% 的 REO 含量为 4.3 万元/吨（不含税）。并且白云鄂博混合碳酸稀土矿中镨、钕占比合计超过 20%，而美国氟碳铈矿约为 18%。

图1：稀土矿价格走势（万元/吨）



资料来源：百川盈孚、iFinD，国信证券经济研究所整理

图2：稀土矿配分



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

◆ 产量增长，产业链延伸，公司具备成长性

近年来，随着稀土需求的高速增长，稀土总量控制指标也在持续增长，公司作为行业龙头，依托白云鄂博矿资源，配额保持着理想增速。2022 年 1 月 27 日工信部下达 2022 年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为 10.8 万吨和 9.72 万吨，同比均增长 20%。其中轻稀土矿开采指标为 89310 吨，同比增长 23.17%，增量中绝大部分是来自于北方稀土，北方稀土开采指标 60210 吨，同比增长 36.44%，较 2021 年全年量一半增长 20%。北方稀土所获开采指标占到总轻稀土开采指标的 67.42%。此外，为加强产业链优势，提高产品附加值，公司继续加快永磁产业布局，目前公司已具备磁性材料合金产能 4.1 万吨。

表2: 稀土矿指标

序号	单位	2020 年第一批稀土矿指标			2021 年第一批稀土矿指标			2022 年第一批稀土矿指标		
		岩矿型稀土 (轻)	离子型稀土 (以中重为主)	总计	岩矿型稀土 (轻)	离子型稀土 (以中重为主)	总计	岩矿型稀土 (轻)	离子型稀土 (以中重为主)	总计
1	中国稀土集团有限公司 (将往年数据合并)	21050	6505	27555	28380	7806	36186	29100	7806	36906
2	中国北方稀土(集团) 高科技股份有限公司	35375	0	35375	44130	0	44130	60210	0	60210
3	厦门钨业股份有限公司	0	1720	1720	0	2064	2064	0	2064	2064
4	广东省稀土产业集团有 限公司	0	1350	1350	0	1620	1620	0	1620	1620
	合计	56425	9575	66000	72510	11490	84000	89310	11490	100800

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

◆ 需求爆发叠加政策管控带来稀土价格双重保障

从当前时点来看, 稀土行业基本面已发生根本性变化。供给有序, 黑稀土出清, 国内稀土开采冶炼严格按照配额管控; 需求旺盛, 新能源产业的发展加速提升磁材需求。供需偏紧运行的背景下, 稀土价格由基本面驱动稳步上涨。稀土作为战略金属, 预期中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及生态环境损失的合理补偿。

5 月以来, 随着下游复产复工, 稀土价格止跌企稳。目前, 行业供给稳定, 商家保持乐观心态; 而因终端消费订单增量有限, 随着价格调整, 下游厂商保持观望态度。上下游博弈间, 近期稀土价格小幅回落但仍保持高位。我们认为前期钕铁硼订单受到疫情影响有所下降, 但这部分需求只是延后而不是消失。随着各类经济刺激政策的出台, 终端新能源汽车、电机等订单有增加预期, 需求预期持续好转。行业供需有序且现货库存不多, 市场情绪改善下, 价格或保持高位震荡。

图3: 氧化镨钕及金属镨钕价格 (万元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图4: 镨钕库存变化 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 行业龙头, 资源供应稳定, 随配额稳步成长, 维持“买入”评级

随着磁材需求爆发, 稀土价值迎来重估。公司作为行业龙头, 资源优势突出, 配额持续增长。稀土精矿价格的上涨对公司成本端造成较大影响, 我们下调了原盈利预测。预计公司 2022-2024 年收入 392/464/551 亿元 (原预测 384/456/543), 同比增速 29.0%/18.3%/18.6%; 归母净利润 59.5/72.7/88.0 亿元 (原预测 71.5/89.2/111.2), 同比增速 16.0%/22.1%/21.0%; 当前股价对应 PE 为 21.5/17.6/14.5x, 维持“买入”评级。

◆ 风险提示

磁材需求增长不及预期；稀土价格大幅波动；精矿价格上涨超预期；公司开采配额增速不及预期。

相关研究报告：

《北方稀土（600111.SH）-行业龙头，稳健增长》——2022-04-15

《北方稀土-600111-重大事件快评：精矿价格落地，业绩增长可期》——2022-01-09

《北方稀土-600111-2021 年三季报点评：永磁产业布局加快，稀土龙头地位夯实》——2021-10-25

《北方稀土-600111-2021 年中报点评：资源优势突出，业绩增长超预期》——2021-08-28

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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3985	6493	5440	6615	8271	营业收入	21246	30408	39238	46433	55088
应收款项	3084	4201	5375	6361	7546	营业成本	18752	21944	29090	34306	40592
存货净额	8926	10325	13471	15911	18857	营业税金及附加	95	225	275	325	386
其他流动资产	2486	4958	5886	6965	8263	销售费用	69	76	98	116	138
流动资产合计	18498	26733	30929	36608	43694	管理费用	731	993	1248	1425	1684
固定资产	3836	4477	4335	4183	4010	研发费用	108	161	196	232	275
无形资产及其他	817	789	757	726	694	财务费用	358	392	391	328	267
投资性房地产	2296	2430	2430	2430	2430	投资收益	20	1	3	3	3
长期股权投资	83	278	428	578	728	资产减值及公允价值变动	89	4	15	15	15
资产总计	25529	34708	38880	44525	51557	其他收入	(59)	84	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	2263	5650	4000	3000	2000	营业利润	1183	6707	7959	9719	11764
应付款项	1120	2523	3170	3744	4437	营业外净收支	(75)	(11)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	694	1869	2419	2854	3382	利润总额	1108	6696	7954	9714	11759
流动负债合计	4076	10042	9589	9597	9819	所得税费用	201	1086	1432	1749	2117
长期借款及应付债券	7217	4941	4941	4941	4941	少数股东损益	74	480	570	696	843
其他长期负债	441	502	562	622	682	归属于母公司净利润	833	5130	5952	7270	8800
长期负债合计	7658	5443	5503	5563	5623	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	11734	15484	15091	15160	15442	净利润	833	5130	5952	7270	8800
少数股东权益	3368	3875	4274	4762	5352	资产减值准备	37	(20)	2	(2)	(3)
股东权益	10427	15348	19515	24603	30763	折旧摊销	376	471	473	501	522
负债和股东权益总计	25529	34708	38880	44525	51557	公允价值变动损失	(89)	(4)	(15)	(15)	(15)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	358	392	391	328	267
每股收益	0.23	1.41	1.64	2.00	2.42	营运资本变动	(1179)	(2505)	(3976)	(3438)	(4151)
每股红利	0.10	0.19	0.49	0.60	0.73	其它	4	435	397	490	593
每股净资产	2.87	4.22	5.37	6.77	8.47	经营活动现金流	(18)	3507	2833	4805	5746
ROIC	4%	21%	23%	26%	28%	资本开支	0	(1053)	(300)	(300)	(300)
ROE	8%	33%	31%	30%	29%	其它投资现金流	131	(740)	0	0	0
毛利率	12%	28%	26%	26%	26%	投资活动现金流	111	(1989)	(450)	(450)	(450)
EBIT Margin	7%	23%	21%	22%	22%	权益性融资	(5)	61	0	0	0
EBITDA Margin	9%	25%	22%	23%	23%	负债净变化	1732	205	0	0	0
收入增长	17%	43%	29%	18%	19%	支付股利、利息	(373)	(688)	(1786)	(2181)	(2640)
净利润增长率	35%	516%	16%	22%	21%	其它融资现金流	(1289)	1894	(1650)	(1000)	(1000)
资产负债率	59%	56%	50%	45%	40%	融资活动现金流	1426	989	(3435)	(3181)	(3640)
股息率	0.3%	0.5%	1.4%	1.7%	2.1%	现金净变动	1518	2507	(1053)	1175	1656
P/E	153.6	24.9	21.5	17.6	14.5	货币资金的期初余额	2467	3985	6493	5440	6615
P/B	12.3	8.3	6.6	5.2	4.2	货币资金的期末余额	3985	6493	5440	6615	8271
EV/EBITDA	74.8	19.2	16.2	13.6	11.4	企业自由现金流	0	2785	3029	4988	5922
						权益自由现金流	0	4884	1058	3719	4703

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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