

## 公司研究

## 稀土价格仍处高位，精矿成本优势仍存

## ——北方稀土（600111.SH）2022年半年度业绩预告点评

## 要点

**事件：**北方稀土发布2022年半年度业绩预增公告，预计2022年半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将增加9.2亿元到11.2亿元，同比增加45.00%到55.00%。Q2归母净利润取中值为15.0亿元，环比减少3.9%。预计2022年半年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将增加8亿元到10亿元，同比增长41.50%到52.00%。Q2扣非归母净利润取中值为11.6亿元，环比减少30.8%。

## 点评：

**上半年稀土量价齐升，带动业绩增长。**市场对稀土永磁材料的需求稳步增长，带动镨钕类稀土产品市场价格较上年同期升高，成交活跃。上半年国家稀土总量控制计划同比增加，稀土原料产品销售量同比增加。截至2022年6月30日，根据Wind数据，氧化镨钕价格93.25万元/吨，较去年同期提升96.5%。

**包钢精矿价格上调，公司成本优势仍存。**2022年6月23日，北方稀土发布公告称，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%）（折合成REO 42.0%-45.0%的稀土精矿为32919元/吨-35270元/吨）。此前的合同约定的2022年1月1日起稀土精矿交易价格为不含税26,887.20元/吨（干量，REO=51%）。统一折算至51%REO后，本次价格调整稀土精矿价格上涨48.7%。根据上海有色网的数据，2022年7月11日，碳酸稀土（REO 42.0%-45.0%）的价格为72500元/吨，远高于合同约定价格，北方稀土仍然具有成本优势。

**下游需求旺盛，未来主要产品氧化镨钕仍处于供需紧平衡状态：**下游新能源汽车、风电、绿色家电等应用领域需求的快速增长使氧化镨钕有望继续维持供应紧平衡的状态，同时《电机能效提升计划（2021-2023年）》的出台也使稀土永磁工业电机成为新的增长引擎。根据我们的测算，2025年全球氧化镨钕需求量12.26万吨，2021-2025年CAGR14%，未来将继续维持供需紧平衡的状态。

**盈利预测与评级：**由于原料端稀土精矿价格的上涨，我们下调盈利预测，预计2022-2024年EPS为1.78元/2.11元/2.30元，下调11.9%/20%/14.2%，对应2022-2024PE为19倍、16倍、14倍。鉴于公司稀土行业龙头地位，我们维持“增持”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期；行业供给过快释放；稀土产品价格下跌；公司项目建设达产不及预期；安全环保风险；技术路径变化风险等。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,246	30,408	37,133	43,327	47,816
营业收入增长率	17.43%	43.13%	22.11%	16.68%	10.36%
净利润（百万元）	833	5,130	6,483	7,675	8,362
净利润增长率	35.10%	516.13%	26.38%	18.37%	8.96%
EPS（元）	0.23	1.41	1.78	2.11	2.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.99%	33.42%	32.07%	30.63%	27.79%
P/E	144	23	19	16	14
P/B	11.5	7.8	5.9	4.8	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-11

## 增持（维持）

当前价：33.06元

## 作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	36.33
总市值(亿元)	1201.09
一年最低/最高(元)	27.16/61.34
近3月换手率	162.65%

## 股价相对走势

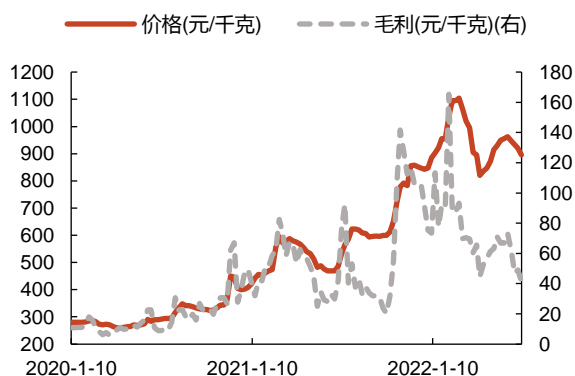


## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-24.28	-12.06	16.35
绝对	-19.35	-6.74	2.45

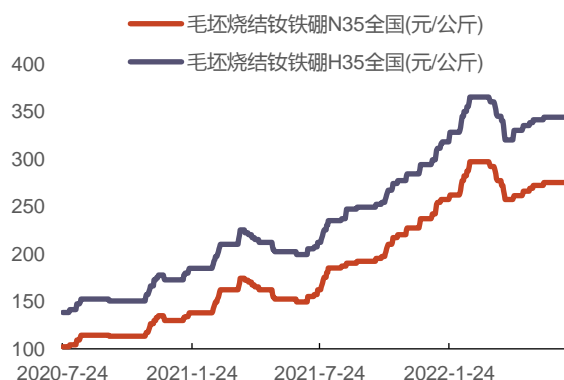
资料来源：Wind

图 1: 市场氧化镨钕价格和毛利



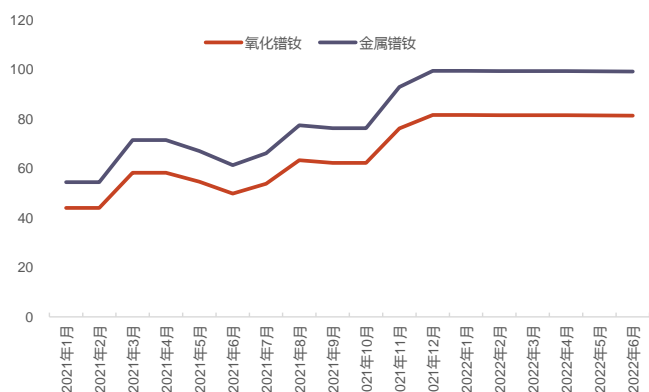
资料来源: Wind, 百川盈孚, 截至 2022 年 7 月 8 日

图 2: 市场钕铁硼价格 (元/公斤)



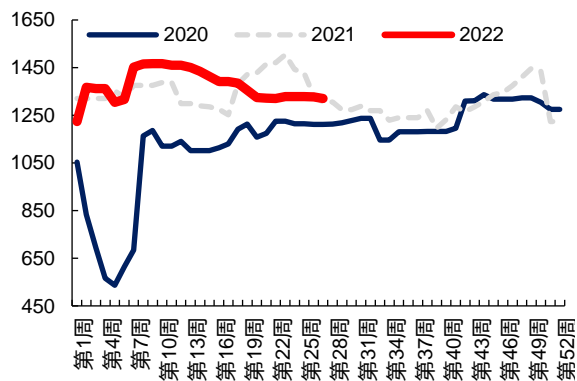
资料来源: Wind, 百川盈孚, 截至 2022 年 7 月 8 日

图 3: 北方稀土月度挂牌价格(万元/吨)



资料来源: 北方稀土官网, 截至 2022 年 6 月

图 4: 全国氧化镨钕周度产量(吨)



资料来源: Wind, 百川盈孚, 截至 2022 年 7 月 8 日

## 风险提示

下游电动车、工业电机等需求不及预期；行业供给侧资本开支加剧，海外产能过快释放，国内配额放开提速，稀土价格下跌；公司项目建设达产不及预期；安全环保风险；估值过高风险；技术路径变化的风险；宏观政策以及流动性调整的风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,246	30,408	37,133	43,327	47,816
营业成本	18,752	21,944	26,934	31,346	34,979
折旧和摊销	376	471	498	513	526
税金及附加	95	225	186	217	239
销售费用	69	76	120	140	155
管理费用	731	993	1,114	1,300	1,434
研发费用	108	161	189	220	243
财务费用	358	392	269	323	248
投资收益	20	1	0	0	0
营业利润	1,183	6,707	8,638	10,152	11,051
利润总额	1,108	6,696	8,638	10,152	11,051
所得税	201	1,086	1,555	1,827	1,989
净利润	906	5,610	7,083	8,325	9,062
少数股东损益	74	480	600	650	700
归属母公司净利润	833	5,130	6,483	7,675	8,362
EPS(元)	0.23	1.41	1.78	2.11	2.30

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	578	3,794	4,181	6,116	7,344
净利润	833	5,130	6,483	7,675	8,362
折旧摊销	376	471	498	513	526
净营运资金增加	1,464	4,706	5,708	4,526	3,567
其他	-2,095	-6,513	-8,508	-6,597	-5,111
投资活动产生现金流	-361	-1,859	433	-325	-300
净资本支出	-148	-283	-250	-250	-250
长期投资变化	83	278	0	0	0
其他资产变化	-295	-1,854	683	-75	-50
融资活动现金流	1,360	243	-1,824	-4,243	-5,921
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,784	1,111	62	-1,086	-2,344
无息负债变化	-346	2,639	-1,118	493	397
净现金流	1,572	2,172	2,790	1,548	1,122

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	11.7%	27.8%	27.5%	27.7%	26.8%
EBITDA 率	10.0%	25.5%	25.5%	25.5%	24.4%
EBIT 率	8.2%	23.8%	24.2%	24.3%	23.3%
税前净利润率	5.2%	22.0%	23.3%	23.4%	23.1%
归母净利润率	3.9%	16.9%	17.5%	17.7%	17.5%
ROA	3.5%	16.2%	18.1%	18.9%	19.0%
ROE (摊薄)	8.0%	33.4%	32.1%	30.6%	27.8%
经营性 ROIC	6.1%	21.2%	21.8%	22.7%	22.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	46%	45%	37%	31%	25%
流动比率	4.54	2.66	3.51	4.34	6.25
速动比率	2.35	1.63	2.12	2.60	3.69
归母权益/有息债务	1.10	1.45	1.90	2.62	4.17
有形资产/有息债务	2.53	3.12	3.58	4.49	6.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	25,529	34,708	39,118	44,016	47,802
货币资金	3,985	6,493	9,283	10,832	11,954
交易性金融资产	0	734	10	10	10
应收账款	2,988	3,841	3,342	3,899	4,303
应收票据	65	326	371	433	478
其他应收款 (合计)	30	35	744	868	957
存货	8,926	10,325	12,567	14,773	16,690
其他流动资产	2,263	4,405	4,875	5,309	5,623
流动资产合计	18,498	26,733	31,791	36,811	40,775
其他权益工具	1,202	1,210	1,210	1,210	1,210
长期股权投资	83	278	283	283	283
固定资产	3,596	4,162	4,037	3,706	3,370
在建工程	233	307	335	356	372
无形资产	817	789	920	951	982
商誉	21	21	21	21	21
其他非流动资产	187	193	193	193	193
非流动资产合计	7,031	7,975	7,327	7,206	7,027
总负债	11,734	15,484	14,428	13,835	11,888
短期借款	2,211	1,580	5,611	4,525	2,181
应付账款	828	1,815	1,077	1,254	1,399
应付票据	292	708	808	940	1,049
预收账款	0	0	371	433	478
其他流动负债	18	197	197	197	197
流动负债合计	4,076	10,042	9,068	8,475	6,528
长期借款	2,196	2,401	2,401	2,401	2,401
应付债券	5,021	2,540	2,540	2,540	2,540
其他非流动负债	305	400	400	400	400
非流动负债合计	7,658	5,443	5,360	5,360	5,360
股东权益	13,795	19,224	24,690	30,182	35,914
股本	3,633	3,633	3,633	3,633	3,633
公积金	1,736	2,068	2,068	2,068	2,068
未分配利润	5,068	9,605	14,472	19,313	24,345
归属母公司权益	10,427	15,348	20,215	25,056	30,088
少数股东权益	3,368	3,875	4,475	5,125	5,825

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.32%	0.25%	0.32%	0.32%	0.32%
管理费用率	3.44%	3.27%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	1.69%	1.29%	0.72%	0.75%	0.52%
研发费用率	0.51%	0.53%	0.51%	0.51%	0.51%
所得税率	18%	16%	18%	18%	18%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.07	0.45	0.78	0.92	1.00
每股经营现金流	0.16	1.04	1.15	1.68	2.02
每股净资产	2.87	4.22	5.56	6.90	8.28
每股销售收入	5.85	8.37	10.22	11.93	13.16

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	144	23	19	16	14
PB	11.5	7.8	5.9	4.8	4.0
EV/EBITDA	65.2	18.0	14.7	12.6	11.9
股息率	0.2%	1.3%	2.4%	2.8%	3.0%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE