

## 成长逻辑未变，静待价格趋暖

——北方稀土 22 年半年报点评

### 核心观点

- 公司 2022H1 营收 201.3 亿，yoy+36.7%；归母净利润 31.3 亿元，yoy+58.6%；扣非归母净利 30.6 亿元，yoy+58.6%。对应 2022Q2 归母净利润为 1.6 亿，yoy+29.7%，环比+0.7%；扣非归母净利为 1.4 亿元，yoy+19.6%，环比-17%。
- 22H1 氧化镨钕高达 95 万元/吨，带动公司毛利维持高位。上半年氧化镨钕同比+87%，环比+42%，而主要原材料即向包钢股份采购稀土精矿价格同比、环比增速均为 65%，带动公司毛利率同比增加 2.4PCT、而环比下滑 4.4PCT，达 27%。
- Q2 稀土原料产品销量下滑，磁性材料产销规模提升。Q2 稀土原料销量达近 3 万吨，yoy-12%，环比-6%。磁性材料随着产能的扩张，Q2 销量 yoy+42%，环比+20%，达近 1 万吨。22H1 稀土原料、磁性材料销量达 6.1、1.8 万吨，yoy+0.1%、27.2%。
- 8 月公布第二批全国稀土开采、冶炼配额，北方稀土占据几乎全部增量。8 月公布的第二批稀土全国开采总量达 10.9 万吨（yoy+30%，环比+8.3%），冶炼总量达 10.5 万吨（yoy+29%，环比+7.8%）。北方稀土第二批获开采指标 8.1 万吨（yoy+45%，环比+35.3%），冶炼指标 7.5 万吨（yoy+41%，环比+40%）。
- 宏观形势趋弱叠加第二批供给增速提速，镨钕价格 Q3 有所回落。截至 8 月 25 日，氧化镨钕价格降至 63.8 万元/吨，较上半年均价 95.5 万元/吨降低 31.7 万元/吨，当前吨毛利或较上半年下降 40-50%，考虑公司下半年稀土原料产销提速和磁性材料产能的释放，下半年有望以量补价，带动 22H2 稀土原料业务利润持平。

### 盈利预测与投资建议

#### 风险提示

- 考虑 6 月份以来稀土价格的调整、公司第二批配额的增速、以及下半年上调精矿采购价格的预案未被通过，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.81、1.83、2.02 元/股（原 1.86、2.17、2.38 元/股）。根据可比公司 2022 年 20X PE 的估值，维持买入评级，目标价 36.20 元。

#### 风险提示

宏观经济增速放缓、公司新建项目产能释放或消化不及预期、产品售价波动风险、精矿价格大幅上涨风险、配额增长不及预期的风险、假设条件变化影响测算结果的风险、子公司及其持股情况统计存在遗漏的风险

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,903	30,408	43,465	42,926	45,699
同比增长(%)	21.1%	38.8%	42.9%	-1.2%	6.5%
营业利润(百万元)	1,289	6,707	8,723	8,843	9,739
同比增长(%)	54.9%	420.2%	30.1%	1.4%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	912	5,130	6,569	6,660	7,336
同比增长(%)	48.0%	462.3%	28.1%	1.4%	10.1%
每股收益(元)	0.25	1.41	1.81	1.83	2.02
毛利率(%)	12.7%	27.8%	26.3%	26.0%	26.8%
净利率(%)	4.2%	16.9%	15.1%	15.5%	16.1%
净资产收益率(%)	8.8%	38.7%	36.7%	29.2%	26.3%
市盈率	122.8	21.8	17.1	16.8	15.3
市净率	10.0	7.3	5.5	4.5	3.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2022年08月26日）	30.84 元
目标价格	36.20 元
52 周最高价/最低价	61.34/27.16 元
总股本/流通 A 股（万股）	363,307/363,307
A 股市值（百万元）	112,044
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2022 年 08 月 28 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.56	-1.88	-8.41	-35.01
相对表现	-3.57	1.64	-8.68	-14.37
沪深 300	2.01	-3.52	0.27	-20.64



### 证券分析师

刘洋 021-63325888\*6084  
liuyang3@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520010002

### 相关报告

借资源跳板，稀土龙头尽享新能源成长红利 ——北方稀土首次覆盖报告 2022-08-07

**表：可比公司估值表**

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
		2022/8/26	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
盛和资源	600392	18.08	0.61	1.37	1.52	1.69	29.45	13.22	11.89	10.71	
厦门钨业	600549	28.39	0.83	1.27	1.63	2.00	34.11	22.29	17.42	14.21	
大地熊	688077	70.16	1.88	3.50	5.20	6.71	37.25	20.07	13.50	10.46	
正海磁材	300224	14.47	0.32	0.59	0.86	0.98	44.78	24.63	16.90	14.80	
金力永磁	300748	38.49	0.54	1.09	1.39	1.78	71.05	35.31	27.67	21.66	
赣锋锂业	002460	89.91	2.59	7.18	9.24	10.77	34.68	12.52	9.73	8.35	
	调整后平均						37.71	20.05	14.93	12.54	

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,107	6,493	5,927	11,032	15,857	营业收入	21,903	30,408	43,465	42,926	45,699
应收票据、账款及款项融资	5,533	8,316	11,887	11,739	12,498	营业成本	19,128	21,944	32,016	31,780	33,442
预付账款	232	553	790	780	830	营业税金及附加	103	225	321	317	337
存货	8,963	10,325	15,064	14,953	15,735	销售费用	69	76	90	108	131
其他	450	1,047	911	910	913	管理费用及研发费用	943	1,154	1,458	1,569	1,716
<b>流动资产合计</b>	<b>19,284</b>	<b>26,733</b>	<b>34,578</b>	<b>39,414</b>	<b>45,833</b>	财务费用	357	392	513	490	425
长期股权投资	91	278	278	278	278	资产、信用减值损失	127	49	511	(14)	75
固定资产	4,104	4,162	4,127	4,168	4,187	公允价值变动收益	0	(66)	(150)	0	0
在建工程	268	307	297	293	291	投资净收益	21	1	150	0	0
无形资产	817	789	756	723	690	其他	93	203	167	167	167
其他	2,319	2,439	2,409	2,379	2,349	<b>营业利润</b>	<b>1,289</b>	<b>6,707</b>	<b>8,723</b>	<b>8,843</b>	<b>9,739</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,599</b>	<b>7,975</b>	<b>7,868</b>	<b>7,842</b>	<b>7,796</b>	营业外收入	16	8	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>26,883</b>	<b>34,708</b>	<b>42,445</b>	<b>47,256</b>	<b>53,629</b>	营业外支出	87	19	19	19	19
短期借款	2,215	1,580	2,165	1,580	1,580	<b>利润总额</b>	<b>1,218</b>	<b>6,696</b>	<b>8,712</b>	<b>8,832</b>	<b>9,728</b>
应付票据及应付账款	1,498	2,523	3,681	3,654	3,845	所得税	232	1,086	1,413	1,432	1,578
其他	914	5,939	6,077	6,072	6,101	<b>净利润</b>	<b>986</b>	<b>5,610</b>	<b>7,299</b>	<b>7,400</b>	<b>8,151</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,628</b>	<b>10,042</b>	<b>11,923</b>	<b>11,305</b>	<b>11,525</b>	少数股东损益	74	480	730	740	815
长期借款	2,210	2,401	2,401	2,401	2,401	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>912</b>	<b>5,130</b>	<b>6,569</b>	<b>6,660</b>	<b>7,336</b>
应付债券	5,021	2,540	2,540	2,540	2,540	每股收益(元)	0.25	1.41	1.81	1.83	2.02
其他	462	502	487	487	487						
<b>非流动负债合计</b>	<b>7,692</b>	<b>5,443</b>	<b>5,428</b>	<b>5,428</b>	<b>5,428</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>12,320</b>	<b>15,484</b>	<b>17,351</b>	<b>16,733</b>	<b>16,953</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	3,368	3,875	4,605	5,345	6,160	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	3,633	3,633	3,633	3,633	3,633	营业收入	21.1%	38.8%	42.9%	-1.2%	6.5%
资本公积	751	(87)	101	101	101	营业利润	54.9%	420.2%	30.1%	1.4%	10.1%
留存收益	6,634	11,572	16,524	21,213	26,551	归属于母公司净利润	48.0%	462.3%	28.1%	1.4%	10.1%
其他	177	230	230	230	230	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>14,563</b>	<b>19,224</b>	<b>25,094</b>	<b>30,523</b>	<b>36,676</b>	毛利率	12.7%	27.8%	26.3%	26.0%	26.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,883</b>	<b>34,708</b>	<b>42,445</b>	<b>47,256</b>	<b>53,629</b>	净利率	4.2%	16.9%	15.1%	15.5%	16.1%
						ROE	8.8%	38.7%	36.7%	29.2%	26.3%
						ROIC	6.0%	22.1%	23.4%	20.2%	19.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	45.8%	44.6%	40.9%	35.4%	31.6%
净利润	986	5,610	7,299	7,400	8,151	净负债率	37.0%	21.3%	20.9%	0.0%	0.0%
折旧摊销	187	338	351	373	395	流动比率	4.17	2.66	2.90	3.49	3.98
财务费用	357	392	513	490	425	速动比率	2.05	1.58	1.58	2.10	2.55
投资损失	(21)	(1)	(150)	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,263)	(1,948)	(7,674)	249	(1,451)	应收账款周转率	7.7	7.7	8.5	7.1	7.3
其它	393	(597)	661	(14)	75	存货周转率	1.9	2.1	2.4	2.0	2.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>640</b>	<b>3,794</b>	<b>1,000</b>	<b>8,498</b>	<b>7,595</b>	总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.0	0.9
资本支出	(322)	(900)	(346)	(346)	(346)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(113)	(91)	0	0	0	每股收益	0.25	1.41	1.81	1.83	2.02
其他	66	(868)	151	0	0	每股经营现金流	0.18	1.04	0.28	2.34	2.09
<b>投资活动现金流</b>	<b>(370)</b>	<b>(1,859)</b>	<b>(195)</b>	<b>(346)</b>	<b>(346)</b>	每股净资产	3.08	4.22	5.64	6.93	8.40
债权融资	3,107	1,704	(15)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	726	(838)	188	0	0	市盈率	122.8	21.8	17.1	16.8	15.3
其他	(2,445)	(623)	(1,544)	(3,046)	(2,423)	市净率	10.0	7.3	5.5	4.5	3.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,388</b>	<b>243</b>	<b>(1,371)</b>	<b>(3,046)</b>	<b>(2,423)</b>	EV/EBITDA	62.9	15.5	12.0	11.9	10.9
汇率变动影响	(5)	(6)	-0	-0	-0	EV/EBIT	70.0	16.2	12.5	12.4	11.3
<b>现金净增加额</b>	<b>1,653</b>	<b>2,172</b>	<b>(566)</b>	<b>5,105</b>	<b>4,825</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)