

北方稀土 (600111.SH)

2022 年三季报点评：业绩稳健，未来成长可期

买入

核心观点

价格虽有回落，业绩保持平稳。2022 年三季度，稀土需求弱势运行，叠加第二批指标增量较为充裕，氧化镨钕价格呈现下降趋势，公司挂牌价由 7 月的 81.26 万元/吨降至 9 月的 64.36 万元/吨。三季度单季，公司实现营业收入 78.69 亿元，环比下降 23.74%；归属于上市公司股东的净利润 15.04 亿元，环比下降 4.12%。前三季度实现营业收入 279.98 亿元，同比增长 16.22%；归属于上市公司股东的净利润 46.31 亿元，同比增长 47.07%。

资源供应稳定，具备成本优势。包钢集团拥有的白云鄂博矿稀土氧化物储量超过全国 80%，生产成本低，且供应稳定。公司定期与包钢股份签订《稀土精矿供应合同》，综合考虑多种因素约定稀土精矿价格和交易总量。此前双方协商拟定自 2022 年 1 月 1 日起，稀土精矿价格调整为不含税 26,887.20 元/吨（干量，REO=51%），较市场价格存在明显优势。6 月末公司发布调价公告但未能通过股东大会。

指标大幅增长，持续成长可期。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，配额保持着较快增速。2022 年北方稀土两批稀土开采指标分别为 60210 吨、81440 吨，同比分别增长 36.4%、44.9%，增速不断加快；全年所获开采指标已占到全国总轻稀土开采指标的 74.2%。此外，为加强产业链优势，提高产品附加值，公司继续加快推进产业“增链补链强链”工作。

行业短期扰动不改长期发展。8 月因需求偏弱运行，氧化镨钕市场价一度跌至部分企业成本线；9 月随着旺季临近，市场心态改善，价格企稳反弹；近期订单支撑不足，价格呈现震荡偏弱趋势。但从中长期看，新能源汽车的快速发展带动稀土需求的大幅提升。在节能降耗导向下，工业领域永磁电机有望得到广泛应用，带动的稀土消费不容忽视。此外，随着人形机器人商业化进程加速，未来有望成为稀土永磁消费另一个重要增长点。稀土行业供给有序，高度集中，在高速增长的需求带动下，稀土价值有望得到重估。

风险提示：磁材需求增长不及预期；稀土价格大幅波动；精矿价格大幅上涨；公司开采配额增速不及预期。

投资建议：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。考虑到行业需求偏弱运行，我们下调原 2022 年盈利预测。预计公司 2022-2024 年收入 373/433/501 亿元，同比增速 23%/16%/16%；归母净利润 64/75/89 亿元，同比增速 24%/18%/19%；当前股价对应 PE 为 15.2/12.9/10.9x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,246	30,408	37,280	43,289	50,085
(+/-%)	17.4%	43.1%	22.6%	16.1%	15.7%
净利润(百万元)	833	5130	6367	7488	8876
(+/-%)	35.1%	516.1%	24.1%	17.6%	18.5%
每股收益(元)	0.23	1.41	1.75	2.06	2.44
EBIT Margin	7.0%	23.1%	23.8%	23.8%	24.1%
净资产收益率(ROE)	8.0%	33.4%	32.1%	29.9%	28.4%
市盈率(PE)	116.4	18.9	15.2	12.9	10.9
EV/EBITDA	58.2	15.0	11.9	10.3	8.8
市净率(PB)	9.30	6.32	4.89	3.87	3.10

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：冯思宇

010-88005314

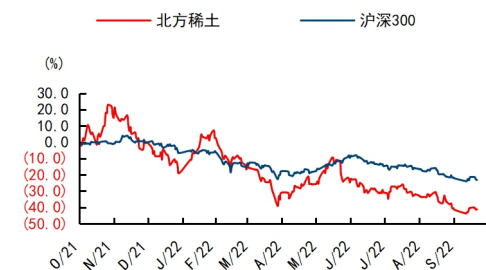
fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	26.68 元
总市值/流通市值	96928/96928 百万元
52 周最高价/最低价	57.34/24.35 元
近 3 个月日均成交额	1467.99 百万元

市场走势



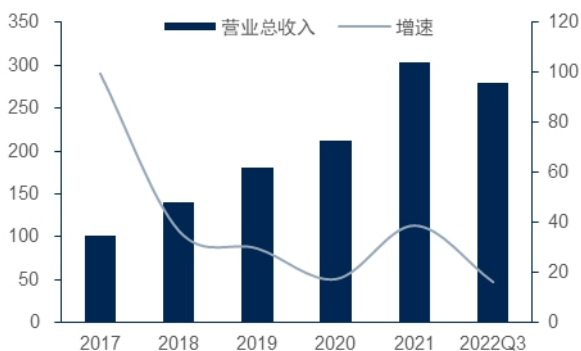
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《北方稀土 (600111.SH) - 2022 年中报点评：业绩提升，下半年指标大幅增长》——2022-08-26
- 《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》——2022-06-27
- 《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

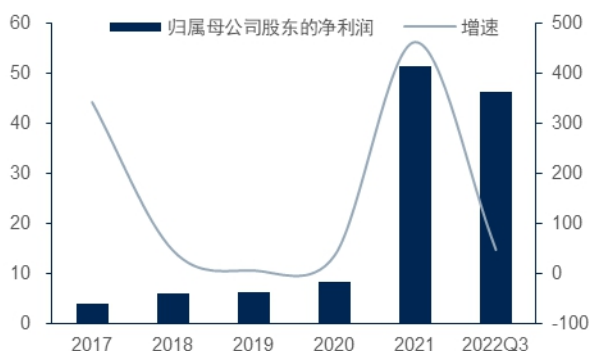
价格虽有回落，业绩保持平稳。2022 年三季度，稀土需求弱势运行，叠加第二批指标增量较为充裕，氧化镨钕价格呈现下降趋势，公司挂牌价由 7 月的 81.26 万元/吨降至 9 月的 64.36 万元/吨。三季度单季，公司实现营业收入 78.69 亿元，环比下降 23.74%；归属于上市公司股东的净利润 15.04 亿元，环比下降 4.12%。前三季度实现营业收入 279.98 亿元，同比增长 16.22%；归属于上市公司股东的净利润 46.31 亿元，同比增长 47.07%。

图1：公司营业收入情况（亿元，%）



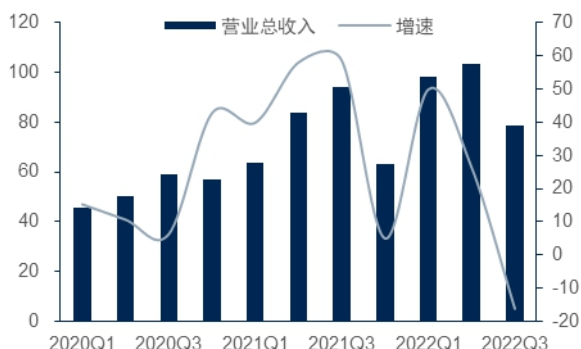
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润情况（亿元，%）



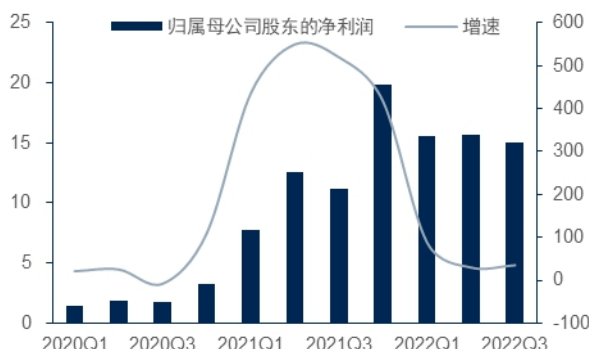
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入（亿元，%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润（亿元，%）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

资源供应稳定，具备成本优势。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、铌、钽等多金属复杂共生矿，已探明的稀土氧化物储量 3500 万吨，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。过往精矿交易价格较市场价格存在明显优势。此前双方协商拟定自 2022 年 1 月 1 日起，稀土精矿价格调整为不含税 26,887.20 元/吨（干量，REO=51%）。6 月末公司发布调价公告但未能通过股东大会。

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，ROE=51%），ROE 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，ROE=51%），ROE 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（未通过）	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

指标大幅增长，持续成长可期。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，配额保持着较快增速。2022 年 8 月 17 日工信部发布 2022 年第二批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为 10.92 万吨和 10.48 万吨，同比分别增长 30%、29.4%；两批合计稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为 21 万吨和 20.2 万吨，同比分别增长 25%。北方稀土两批分别获得稀土开采指标 60210 吨、81440 吨，同比分别增长 36.4%、44.9%，增速不断加快。北方稀土全年所获开采指标已占到总轻稀土开采指标的 74.2%。此外，为加强产业链优势，提高产品附加值，公司继续加快推进产业“增链补链强链”工作，在磁性材料、废料回收等领域均取得新成就。

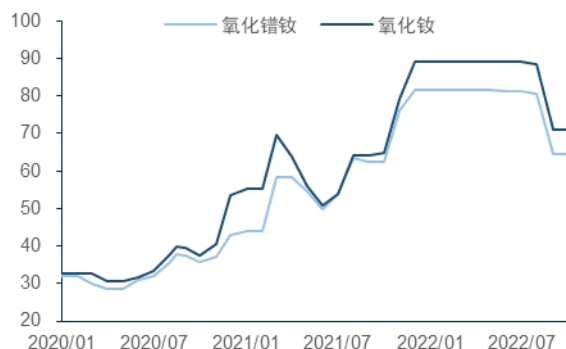
表2：稀土矿指标（折稀土氧化物，吨）

序号	单位	2021 年第一批稀土矿指标		2021 年第二批稀土矿指标		2022 年第一批稀土矿指标		2022 年第二批稀土矿指标	
		岩矿型稀土	离子型稀土	岩矿型稀土	离子型稀土	岩矿型稀土	离子型稀土	岩矿型稀土	离子型稀土
1	中国稀土集团有限公司 （将往年数据合并）	28380	7806	20120	5204	29100	7806	20100	5204
2	中国北方稀土（集团） 高科技股份有限公司	44130	0	56220	0	60210	0	81440	
3	广东省稀土产业集团有 限公司	0	1620	0	1080	0	1620		1080
4	厦门钨业股份有限公司	0	2064	0	1376	0	2064		1376
合计		72510	11490	76340	7660	89310	11490	101540	7660

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

行业短期扰动不改长期发展。8 月行业下游需求偏弱运行，市场价一度跌至部分企业成本线，且废料价格倒挂，镨钕产量持续下降。9 月随着旺季临近，市场心态逐步改善，叠加节前备货，稀土价格企稳反弹。近期订单支撑不足，价格呈现震荡偏弱趋势。但从中长期看，钕铁硼永磁材料作为第三代稀土永磁材料，是目前磁性能最好、综合性能最优的磁性材料。汽车电动化趋势确定，新能源汽车的快速发展带动稀土需求的大幅提升。另外，在节能降耗导向下，永磁电机因优异的节能效果未来也有望在工业领域得到广泛应用，带动的稀土消费不容忽视。2022 年 6 月，工信部等六部门印发《工业能效提升行动计划》，提出实施电机能效提升行动，2025 年新增高效节能电机占比达到 70%以上。此外，随着人形机器人商业化进程加速，未来有望成为稀土永磁消费另一个重要增长点。稀土行业供给有序，高度集中，国内开采冶炼严格按照配额管控，在高速增长的需求带动下，稀土价值有望得到重估。

图5: 公司稀土产品挂牌价格（万元/吨）



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图6: 氧化镨钕及氧化铽市场价（万元/吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

投资建议：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。考虑到行业需求偏弱运行，我们下调原 2022 年盈利预测。预计公司 2022-2024 年收入 373/433/501 亿元（原预测 407/478/568），同比增速 22.6%/16.1%/15.7%；归母净利润 63.7/74.9/88.8 亿元（原预测 68.3/70.3/85.3），同比增速 24.1%/17.6%/18.5%；当前股价对应 PE 为 15.2/12.9/10.9x，维持“买入”评级。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PB (LF)	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
600111	北方稀土	26.68	969	1.41	1.75	2.06	2.44	18.89	15.25	12.95	10.93	33.42	5.72	买入
600392	盛和资源	15.34	269	0.61	1.41	1.52	1.64	24.99	10.88	10.09	9.35	11.49	2.82	买入
600549	厦门钨业	23.21	329	0.84	1.32	1.75	2.13	27.64	17.59	13.25	10.92	13.17	3.31	无评级
600259	广晟有色	39.81	134	0.46	0.88	1.42	2.21	86.54	45.25	27.99	18.05	7.63	3.94	无评级

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

注：厦门钨业、广晟有色为 iFinD 一致预测

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	6970	8910	11598	营业收入	21246	30408	37280	43289	50085
应收款项	3084	4201	5107	5930	6861	营业成本	18752	21944	26722	31042	35755
存货净额	8926	10325	12362	14380	16588	营业税金及附加	95	225	261	303	351
其他流动资产	2486	4958	5592	6493	7513	销售费用	69	76	75	87	100
流动资产合计	18498	26733	30788	36470	43316	管理费用	731	993	1083	1252	1442
固定资产	3836	4477	4335	4183	4010	研发费用	108	161	261	303	351
无形资产及其他	817	789	750	710	671	财务费用	358	392	383	309	239
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	38732	44371	51155	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	8513	10012	11867
应付款项	1120	2523	2909	3384	3903	营业外净收支	(75)	(11)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	694	1869	2213	2574	2969	利润总额	1108	6696	8508	10007	11862
流动负债合计	4076	10042	9121	8957	8872	所得税费用	201	1086	1532	1801	2135
长期借款及应付债券	7217	4941	4941	4941	4941	少数股东损益	74	480	610	717	850
其他长期负债	441	502	562	622	682	归属于母公司净利润	833	5130	6367	7488	8876
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	14624	14520	14495	净利润	833	5130	6367	7488	8876
少数股东权益	3368	3875	4302	4804	5399	资产减值准备	37	(20)	2	(2)	(3)
股东权益	10427	15348	19805	25047	31261	折旧摊销	376	471	481	509	530
负债和股东权益总计	25529	34708	38732	44371	51155	公允价值变动损失	(89)	(4)	(15)	(15)	(15)
						财务费用	358	392	383	309	239
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(1179)	(2505)	(2772)	(2849)	(3186)
每股收益	0.23	1.41	1.75	2.06	2.44	其它	4	435	425	504	598
每股红利	0.10	0.19	0.53	0.62	0.73	经营活动现金流	(18)	3507	4487	5636	6801
每股净资产	2.87	4.22	5.45	6.89	8.60	资本开支	0	(1053)	(300)	(300)	(300)
ROIC	4%	21%	25%	28%	30%	其它投资现金流	131	(740)	0	0	0
ROE	8%	33%	32%	30%	28%	投资活动现金流	111	(1989)	(450)	(450)	(450)
毛利率	12%	28%	28%	28%	29%	权益性融资	(5)	61	0	0	0
EBIT Margin	7%	23%	24%	24%	24%	负债净变化	1732	205	0	0	0
EBITDA Margin	9%	25%	25%	25%	25%	支付股利、利息	(373)	(688)	(1910)	(2247)	(2663)
收入增长	17%	43%	23%	16%	16%	其它融资现金流	(1289)	1894	(1650)	(1000)	(1000)
净利润增长率	35%	516%	24%	18%	19%	融资活动现金流	1426	989	(3560)	(3247)	(3663)
资产负债率	59%	56%	49%	44%	39%	现金净变动	1518	2507	477	1940	2688
股息率	0.4%	0.7%	2.0%	2.3%	2.7%	货币资金的期初余额	2467	3985	6493	6970	8910
P/E	116.4	18.9	15.2	12.9	10.9	货币资金的期末余额	3985	6493	6970	8910	11598
P/B	9.3	6.3	4.9	3.9	3.1	企业自由现金流	0	2785	4689	5809	6956
EV/EBITDA	58.2	15.0	11.9	10.3	8.8	权益自由现金流	0	4884	2725	4556	5760

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。本报告仅供我公司客户使用，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