

2022年10月21日

证券研究报告|公司研究|公司点评

北方稀土 (600111)

2022Q3 点评：稀土价格回落，期待量价企稳回升

业绩概要：公司 2022 年前三季度实现营业收入 280.0 亿元 (+16.2%)，实现归母净利润 46.3 亿元 (+47.1%)，扣非后归母净利润为 46.5 亿元 (+57.3%)。其中公司 Q3 实现营收 78.7 亿元(同比-16.0%，环比-23.7%)，实现归母净利润 15.0 亿元(同比+35.1%，环比-4.1%)，单季度 EPS 为 0.42 元；

销量不济致营收表现不佳：公司 2022 年前三季度营收同比增长 16.2%，主要由于自 2022 年以来公司的稀土产品整体实现量价齐升。单季度来看，公司 Q3 营收同比下降 16.0%，主要由于公司 Q3 稀土原料产品及稀土功能材料销量之和同比大幅下滑 19.5%，销量下降对营收的影响抵消了价格同比上涨带来的正增长，从而对营收造成拖累。公司 Q3 营收环比下降 23.7%，主要归咎于稀土产品价格的环比下滑及销量的环比下降：1) 价方面，工信部第二批开采及冶炼分离指标的增长以及下游需求的疲软，共同导致了镨钕金属/镨钕氧化物的 Q3 均价分别环比下滑 20.2%、19.8%；2) 量方面，公司产品经营数据显示，稀土氧化物、稀土盐类产品为 Q3 的主要销量下滑板块（分别环比下降 49.4%、29.1%），我们推测销量下降主要由于稀土产品下游中、低端钕铁硼磁材厂商对高价稀土产品的需求收缩，且三季度为风电、空调等终端需求淡季，整体终端需求疲软使上游稀土产品销量不佳。我们认为，随着 2022Q4 新能源车、风电等下游需求的回暖，稀土产品销量有望环比回升；

产品结构优化提高产品盈利性：2022Q3 公司的销售毛利率、净利率分别环比 +10.1pcts/+2.7pcts 至 35.0%/19.8%，产品盈利性大幅提升。公司 Q3 毛利率环比大幅改善主要得益于 Q2 毛利率基数较低及 Q3 产品结构的优化：1) Q2 毛利率较低主要由二季度稀土产品的降价所致；2) 产品结构优化主要来自于公司 Q3 抛光材料销量环比增长 43.5%，同时稀土氧化物和稀土盐类分别环比下降 49.4%、29.1%，高附加值产品的占比提升帮助公司改善了业务整体盈利性。公司 Q3 净利率环比增速低于毛利率主要由于：1) 公司于 Q3 计提了 4.02 亿元的资产减值损失；2) 投资净收益由 Q2 的 1.5 亿元下滑至 Q3 的 -2152 万元；3) 财务费用率环比上升 0.43pcts，主要由于公司 Q2 汇兑收益增加较多使基数较低，研发费用率环比增加 0.55pcts，主要由于公司研发投入增长；

工信部指标增量稳固稀土龙头地位：从稀土资源端供给来看，2022 年稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为 21 万吨、20.2 万吨（分别同比+25.0%、+24.7%），略高于往年 20%的指标同比增速。从公司层面来看，北方稀土两项指标分别获配 14.2 万吨、12.9 万吨，分别同比增长 41.2%、43.8%，配额增速高于行业。公司全年轻稀土开采配额提升 6.8pcts 至 74.2%，市场占有率进一步提升，其在稀土产品业务体量上占据我国乃至

投资评级

买入

维持评级

2022 年 10 月 20 日

收盘价(元): 26.6

公司基本数据

总股本(百万股)	3,633.07
总市值(百万)	96,930.20
流通股本(百万股)	3,633.07
流通市值(百万)	96,930.20
12 月最高/最低价(元)	57.34/24.35
资产负债率(%)	34.21
每股净资产(元)	5.08
市盈率(TTM)	14.66
市净率(PB)	5.25
净资产收益率(%)	25.10

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
联系电话:
邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2022 年中报点评：稀土龙头稳中有进 —2022-08-30
2021 年报点评：量价齐升助推业绩，稀土龙头扶摇直上 —2022-04-18

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：010-59219558 传真：010-59562637

全球的龙头地位；

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，业务整体盈利性有望随着产品结构的持续优化而提升。公司所具备的资源优势、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，同时，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：公司作为稀土资源端的龙头，稀土指标配额的稳定增长将持续推升其整体业绩，而公司产业链的纵向延伸将改善产品结构，整体盈利性有望进一步提升。考虑到下游需求走弱带动轻稀土产品价格大幅下滑，我们下调盈利预期，预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 387/ 430/ 489 亿元，同比增长 27.2%/ 11.1%/ 13.7%，实现归母净利润分别为 68.5/ 85.3/ 103.4 亿元，同比增长 33.4%/ 24.7%/ 21.2%，对应 PE 14.2X/ 11.4X/ 9.4X。维持“买入”评级。

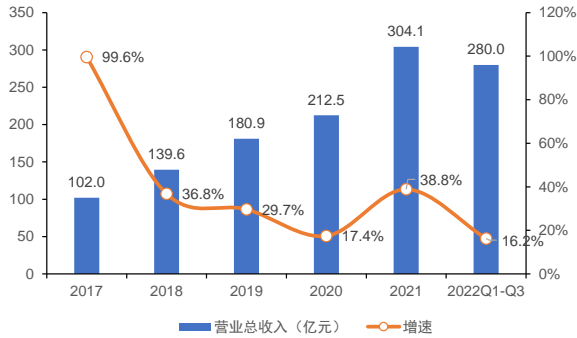
风险提示：稀土精矿价格大幅上涨风险、稀土产品价格大幅波动风险、下游稀土功能材料需求不及预期等。

盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,246	30,408	38,685	42,981	48,852
增速（%）	17.43%	43.13%	27.22%	11.10%	13.66%
归母净利润（百万元）	833	5,130	6,845	8,534	10,343
增速（%）	35.10%	516.13%	33.43%	24.68%	21.20%
每股收益（元）	0.23	1.41	1.88	2.35	2.85
市盈率（倍）	116.42	18.89	14.16	11.36	9.37

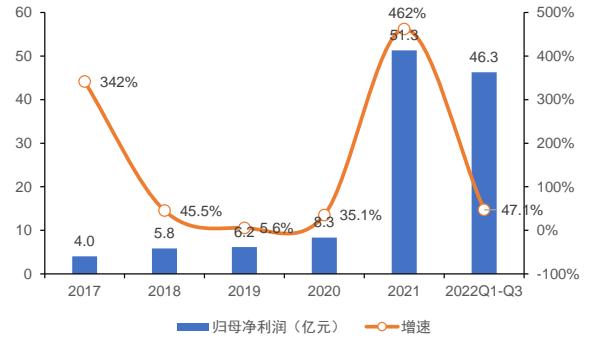
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入及增速



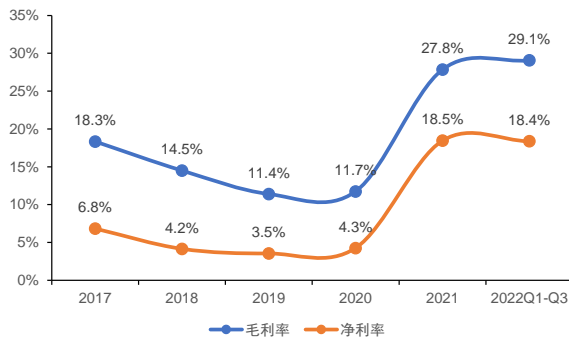
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速



资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 锆钨金属及锆钨氧化物价格走势



资料来源：上海有色网，iFinD，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	7869	10319	9810	6317	9371	8348	6373
营业成本(百万元)	5115	7753	6991	3334	7470	6160	4979
销售费用率	0.17%	0.23%	0.14%	0.31%	0.22%	0.27%	0.20%
管理费用率	2.95%	2.58%	2.46%	5.67%	2.46%	2.68%	2.83%
财务费用率	0.81%	0.25%	1.04%	1.72%	1.07%	1.07%	1.46%
研发费用率	1.05%	0.63%	0.59%	0.48%	0.56%	0.45%	0.64%
资产减值损失(百万元)	-401.73	-57.51	-2.80	1.10	-2.82	-44.29	-23.43
利润总额(百万元)	1839	2102	2211	2559	1498	1623	1016
所得税费用(百万元)	284	341	383	425	253	263	144
净利润(百万元)	1555	1761	1828	2134	1245	1359	872
EPS (元)	0.41	0.43	0.43	0.55	0.31	0.35	0.21
毛利率	35.00%	24.86%	28.73%	47.22%	20.28%	26.20%	21.87%
期间费用率	3.93%	3.07%	3.65%	7.70%	3.76%	4.02%	4.50%
所得税率	15.42%	16.20%	17.33%	16.59%	16.91%	16.24%	14.22%
净利润率	19.76%	17.07%	18.64%	33.78%	13.29%	16.28%	13.68%

资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 财务报表预测及比率分析 (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	6034.76	10268.94	15728.31	营业收入	18091.80	21245.93	30408.40	38684.60	42980.51	48851.57
应收票据及账款	3299.47	5063.42	8316.09	9750.64	10833.44	12313.27	营业成本	16029.30	18752.24	21943.71	27221.31	29486.90	32811.42
预付账款	720.95	222.94	552.55	883.48	981.58	1115.67	营业税金及附加	91.38	94.90	224.51	232.11	257.88	293.11
其他应收款	44.56	29.89	34.56	551.12	612.33	695.97	销售费用	113.78	68.70	75.89	88.97	85.96	92.82
存货	9334.82	8926.27	10324.53	11932.63	12117.91	12585.20	管理费用	728.36	731.09	993.32	1237.91	1332.40	1465.55
其他流动资产	864.17	270.19	1012.41	1530.71	1619.18	1740.10	研发费用	73.21	108.12	160.86	212.77	240.69	278.45
流动资产总计	16730.89	18498.04	26732.97	30683.33	36433.38	44178.52	财务费用	360.08	358.47	391.84	265.84	225.12	185.70
长期股权投资	62.34	82.50	278.23	419.53	582.53	769.53	资产减值损失	-52.43	-89.01	-69.43	-580.27	-300.86	-341.96
固定资产	3624.30	3602.57	4196.16	4303.42	4544.08	5153.74	信用减值损失	-17.49	-13.59	20.06	-19.34	-21.49	-24.43
在建工程	224.51	233.24	306.71	1206.94	1878.86	1981.63	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	1011.52	822.50	932.00	投资收益	32.81	20.33	0.64	141.30	163.00	187.00
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	-298.00	-343.00	-375.00
其他非流动资产	1496.52	2069.07	2098.28	2089.44	2082.40	2077.78	资产处置收益	3.52	-14.69	36.62	12.00	14.00	22.00
非流动资产合计	6430.01	7031.11	7974.79	9346.31	10117.70	11152.87	其他收益	170.07	147.22	166.53	188.00	198.00	216.00
资产总计	23160.91	25529.15	34707.76	40029.64	46551.08	55331.39	营业利润	832.16	1182.66	6706.82	8869.38	11061.20	13408.13
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	2021.82	2109.31	2347.12	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	7367.51	7591.30	8460.86	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	10144.77	10088.80	10807.98	利润总额	843.61	1107.57	6695.71	8857.38	11043.20	13384.13
长期借款	4158.21	7217.11	4954.62	4767.24	4618.61	4520.04	所得税	203.29	201.42	1085.78	1417.18	1766.91	2141.46
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	7440.20	9276.29	11242.67
非流动负债合计	4571.30	7657.78	5442.55	5274.51	5135.88	5057.32	少数股东损益	24.03	73.52	479.89	595.22	742.10	899.41
负债合计	10270.20	11734.21	15484.10	15419.28	15224.68	15865.30	EBITDA	616.29	832.62	5130.04	6844.99	8534.18	10343.26
股本	3633.07	3633.07	3633.07	3633.07	3633.07	3633.07	EBITDA	1589.75	1862.37	7588.33	11260.21	14628.90	17072.29
资本公积	171.80	213.57	101.09	101.09	101.09	101.09	NOPLAT	902.27	1289.21	5978.60	7961.51	9812.39	11775.66
留存收益	5779.87	6579.95	11614.07	16405.56	22379.49	29619.77	EPS(元)	0.17	0.23	1.41	1.88	2.35	2.85
归属母公司权益	9584.74	10426.59	15348.23	20139.72	26113.65	33353.93							
少数股东权益	3305.97	3368.35	3875.43	4470.64	5212.75	6112.16							
股东权益合计	12890.71	13794.93	19223.66	24610.36	31326.40	39466.09							
负债和股东权益合计	23160.91	25529.15	34707.76	40029.64	46551.08	55331.39							
现金流量表						主要财务比率							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	640.32	906.15	5609.93	7413.91	9264.53	11220.83	营收增长率	29.65%	17.43%	43.13%	27.22%	11.10%	13.66%
折旧与摊销	386.06	396.33	500.78	2136.99	3360.58	3502.45	营业利润增长率	-0.05%	42.12%	467.10%	32.24%	24.71%	21.22%
财务费用	360.08	358.47	391.84	265.84	225.12	185.70	EBIT增长率	2.28%	21.79%	383.45%	28.72%	23.51%	20.42%
投资损失	-28.22	-25.11	-18.80	0.00	0.00	0.00	EBITDA增长率	2.96%	17.15%	307.46%	48.39%	29.92%	16.70%
营运资金变动	-707.57	-1262.53	-2821.15	-3480.89	-1204.59	-1178.40	归母净利润增长率	5.57%	35.10%	516.13%	33.43%	24.68%	21.20%
其他经营现金流	219.72	191.35	139.34	0.00	0.00	0.00	经营现金流增长率	180.31%	-54.15%	85.15%	39.99%	45.59%	15.18%
经营性现金净流量	870.39	564.66	3801.94	6335.84	11645.64	13730.59	盈利能力						
资本支出	147.89	123.85	281.58	3347.87	3958.97	4330.62	毛利率	11.40%	11.74%	27.84%	29.63%	31.39%	32.83%
长期投资	56.92	-246.86	-1650.22	0.00	0.00	0.00	净利率	3.54%	4.27%	18.45%	19.23%	21.58%	23.01%
其他投资现金流	149.05	-483.69	-3227.76	-115.01	-151.24	-165.16	营业利润率	4.60%	5.57%	22.06%	22.93%	25.74%	27.45%
投资性现金净流量	-55.76	-360.69	-1859.12	-3462.88	-4110.21	-4495.78	ROE	6.43%	7.99%	33.42%	33.99%	32.68%	31.01%
短期借款	-519.20	-1296.04	-631.28	-824.33	-367.24	-388.19	ROA	2.66%	3.26%	14.78%	17.10%	18.33%	18.69%
长期借款	-623.35	3058.89	-2262.49	-187.38	-148.63	-98.57	ROIC	4.79%	6.79%	29.66%	39.10%	37.71%	41.44%
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值倍数						
资本公积增加	-24.87	41.77	-112.48	0.00	0.00	0.00	P/E	157.28	116.42	18.89	14.16	11.36	9.37
其他筹资现金流	-407.49	-444.86	3249.37	-2319.33	-2785.38	-3288.68	P/S	5.36	4.56	3.19	2.51	2.26	1.98
筹资性现金净流量	-1574.91	1359.76	243.12	-3331.04	-3301.25	-3775.44	P/B	10.11	9.30	6.32	4.81	3.71	2.91
现金流量净额	-756.28	1558.64	2179.89	-458.07	4234.18	5459.37	股息率	0.00%	0.26%	1.66%	2.12%	2.64%	3.20%
							EV/EBIT	88.34	72.76	14.38	11.27	8.81	6.98
							EV/EBITDA	66.89	57.27	13.43	9.13	6.78	5.55
							EV/NOPLAT	117.85	82.74	17.05	12.91	10.11	8.05

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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限。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637