

北方稀土（600111.SH）——2023年中报点评

量增价降，成本压力有望缓解

买入

核心观点

稀土价格回落，公司业绩下滑。2023年上半年，稀土市场弱势运行，价格震荡下行，叠加成本端受制于精矿采购调价滞后，公司业绩下滑，实现营业收入164.83亿元，同比下降18.11%；归属于上市公司股东的净利润10.56亿元，同比下降66.24%。其中二季度单季实现营业收入72.52亿元，环比下降21.44%；实现归属于上市公司股东的净利润1.34亿元，环比下降85.46%。

产量随指标增长，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，配额保持较快增速。2023年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为12.0万吨和11.5万吨，同比分别增长19%、18%。北方稀土指标同比增长34%，占比达到67%。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。2023上半年，公司生产冶炼分离产品8.35万吨，同比增长27.44%；稀土金属1.31万吨，同比增长18.13%；磁性材料2.10万吨，同比增长12.44%。

精矿交易价格趋于市场化，三季度大幅回落。包钢集团拥有的白云鄂博矿已探明的稀土氧化物储量达3500万吨，资源供应稳定。过往，公司稀土精矿采购价格较市场价格存在明显优势，但从2022年四季度起，公司改为每季度与包钢股份签订《稀土精矿供应合同》，根据稀土市场产品价格变化情况，按照计算公式，经协商，约定稀土精矿价格和交易总量。2023年二季度稀土精矿交易价格为不含税31030元/吨，而此期间市场价格大幅回落，因调价周期存在，导致公司原料成本压力较大。三季度，公司稀土精矿交易价格调整为不含税20176元/吨，环比下降35%，成本压力有望得到有效缓解。

挂牌价坚挺，积极引导行业健康发展。近期，稀土市场需求仍较为平淡，但北方稀土集团产品挂牌价格保持坚挺，8月氧化镨钕挂牌价为47万元/吨，对市场形成积极引导。从中长期看，稀土行业供给集中度高，需求有望持续提升。作为重要的战略金属，中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性。

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：公司是稀土行业龙头企业，配额持续增长，并积极拓展高附加值产品。但因需求增长乏力，我们下调原盈利预测。预计公司2023-2025年营业收入350/396/438亿元，同比增速-6.1%/13.3%/10.4%；归母净利润33.1/39.3/45.7亿元，同比增速-44.8%/18.9%/16.4%；当前股价对应PE为25.6/21.5/18.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,408	37,260	34,983	39,641	43,756
(+/-%)	43.1%	22.5%	-6.1%	13.3%	10.4%
净利润(百万元)	5130	5984	3305	3928	4574
(+/-%)	516.1%	16.6%	-44.8%	18.9%	16.4%
每股收益(元)	1.41	1.66	0.91	1.09	1.27
EBIT Margin	23.1%	23.4%	12.1%	12.5%	13.0%
净资产收益率(ROE)	33.4%	30.2%	14.9%	15.8%	16.3%
市盈率(PE)	16.6	14.1	25.6	21.5	18.5
EV/EBITDA	13.4	10.5	20.6	17.7	15.5
市净率(PB)	5.54	4.26	3.82	3.40	3.01

资料来源：Wind、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：刘孟彦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：冯思宇

010-88005314

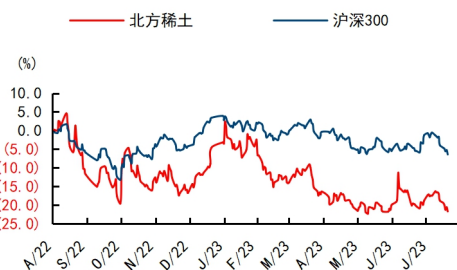
fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	23.39元
总市值/流通市值	84556/84556百万元
52周最高价/最低价	31.80/23.14元
近3个月日均成交额	625.50百万元

市场走势



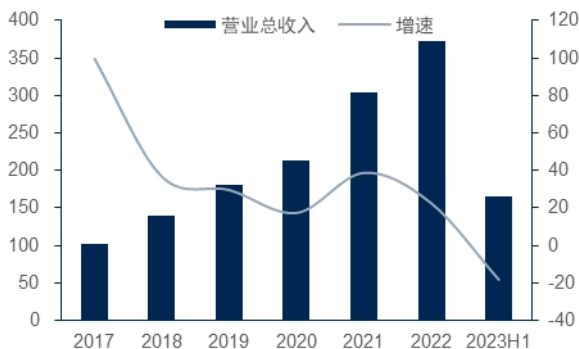
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《北方稀土（600111.SH）-2022年年报点评：产量持续增长，业绩创历史新高》——2023-04-24
- 《北方稀土（600111.SH）-2022年三季报点评：业绩稳健，未来成长可期》——2022-10-21
- 《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

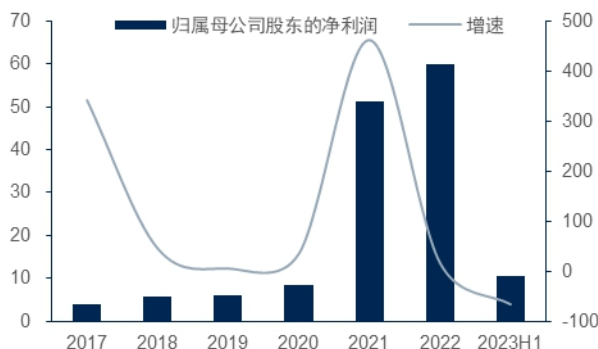
稀土价格回落，公司业绩下滑。2023 年上半年，稀土市场弱势运行，价格震荡下行，叠加成本端受制于精矿采购调价滞后，公司业绩下滑，实现营业收入 164.83 亿元，同比下降 18.11%；归属于上市公司股东的净利润 10.56 亿元，同比下降 66.24%。其中二季度单季实现营业收入 72.52 亿元，环比下降 21.44%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.34 亿元，环比下降 85.46%。

图1：公司营业收入情况（亿元，%）



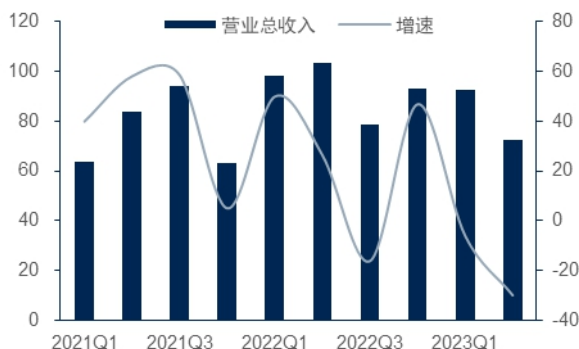
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

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

产量随指标增长，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，配额保持较快增速。2023 年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为 12.0 万吨和 11.5 万吨，同比分别增长 19%、18%，较 2022 年指标一半均增长 14%。分集团来看，北方稀土指标同比增长 34%，占比达到 67%，按 2022 年指标一半增长 14%。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。2023 上半年，公司生产冶炼分离产品 8.35 万吨，同比增长 27.44%；稀土金属 1.31 万吨，同比增长 18.13%；磁性材料 2.10 万吨，同比增长 12.44%。

表1: 稀土矿指标 (折稀土氧化物, 吨)

稀土矿指标	中国稀土集团有限公司	中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	广东省稀土产业集团有限公司	厦门钨业股份有限公司	合计
2021 年第一批					
岩矿型稀土	28380	44130	0	0	72510
离子型稀土	7806	0	1620	2064	11490
合计	36186	44130	1620	2064	84000
2021 年第二批					
岩矿型稀土	20120	56220	0	0	76340
离子型稀土	5204	0	1080	1376	7660
合计	25324	56220	1080	1376	84000
2022 年第一批					
岩矿型稀土	29100	60210	0	0	89310
离子型稀土	7806	0	1620	2064	11490
合计	36906	60210	1620	2064	100800
2022 年第二批					
岩矿型稀土	20100	81440			101540
离子型稀土	5204		1080	1376	7660
合计	25304	81440	1080	1376	109200
2023 年第一批					
岩矿型稀土	28114	80943	0	0	109057
离子型稀土	7434	0	1543	1966	10943
合计	35548	80943	1543	1966	120000

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

精矿交易价格趋于市场化, 三季度大幅回落。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, 已探明的稀土折氧化物储量 3500 万吨, 储量超过全国 80%, 资源供应稳定。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。过往, 公司稀土精矿采购价格较市场价格存在明显优势, 但从 2022 年四季度起, 公司改为每季度与包钢股份签订《稀土精矿供应合同》, 根据稀土市场产品价格变化情况, 按照计算公式, 经协商, 约定稀土精矿价格和交易总量。2023 年二季度稀土精矿交易价格为不含税 31030 元/吨, 而此期间市场价格大幅回落, 因调价周期存在, 导致公司原料成本压力较大。三季度, 公司稀土精矿交易价格调整为不含税 20176 元/吨, 环比下降 35%, 成本压力有望得到有效缓解。

表2: 稀土精矿供应合同情况

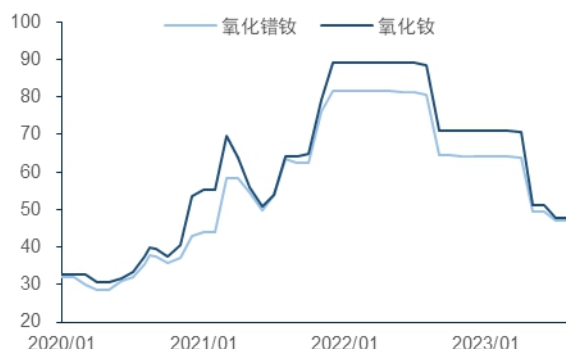
日期	不含税价, 元/吨	混合碳酸稀土精矿均价, 万元/吨
2017 年上半年		9250
2017 年 9 月 1 日起		14000
2019 年 1 月 1 日起		12600
2020 年 1 月 1 日起	12600 (干量, REO=51%), REO 每增减 1%, 不含税价格增减 217 元/吨 (干量)	
2021 年 1 月 1 日起	16269 (干量, REO=51%), REO 每增减 1%, 不含税价格增减 319 元/吨 (干量)	3. 14
2022 年 1 月 1 日起	26887. 20 (干量, REO=51%), REO 每增减 1%, 不含税价格增减 527. 20 元/吨 (干量)	5. 70
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)	
2022 年 7 月 1 日起 (未通过)	37230 元/吨 (干量, REO=50%), REO 每增减 1%, 不含税价格增减 744. 60 元/吨 (干量)	
2022 年 10 月 1 日起	35313 元/吨 (干量, REO=50%), REO 每增减 1%, 不含税价格增减 706. 26 元/吨 (干量)	4. 66
2023 年 Q1	35313 元/吨 (干量, REO=50%), REO 每增减 1%、不含税价格增减 706. 26 元/吨	4. 41
2023 年 Q2	31030 元/吨 (干量, REO=50%), REO 每增减 1%、不含税价格增减 620. 6 元/吨	2. 66
2023 年 Q3	20176 元/吨 (干量, REO=50%), REO 每增减 1%、不含税价格增减 403. 52 元/吨	

资料来源: 公司公告、百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

挂牌价坚挺, 积极引导行业健康发展。2023 年 2 月来, 因稀土需求实际表现相对平淡, 价格开始下降, 3 月初特斯拉投资者日提出使用无稀土永磁电机, 对市场预期形成较大冲击, 促使氧化镨钕价格大幅回落。后因需求表现平淡, 市场看空情绪加深, 市场价承压下滑。5 月初, 氧化镨钕价格最低降至 43. 6 万元/吨, 废料及独居石原料成本出现倒挂, 叠加北方稀土挂牌价仍高于市场价, 稀土价格筑底回升。近期, 市场需求仍较为平淡, 但北方稀土集团产品挂牌价格保持坚挺, 8

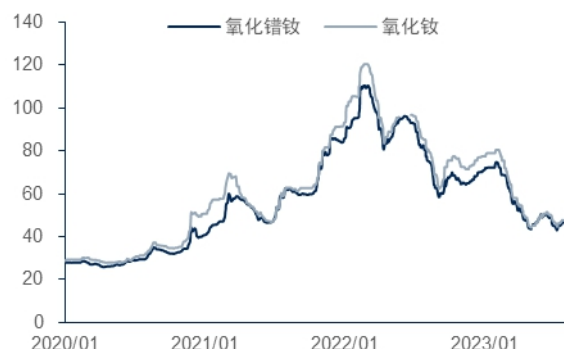
月氧化镨钕挂牌价为 47 万元/吨，对市场形成积极引导。从中长期看，稀土行业供给集中度高，钕铁硼永磁材料是目前综合性能最优的磁性材料，新能源汽车以及节能电机的快速发展有望带动稀土需求持续提升。稀土作为重要的战略金属，中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及生态环境损失的合理补偿。

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: 氧化镨钕及氧化钕市场价（万元/吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司是稀土行业龙头企业，配额持续增长，并积极拓展高附加值产品。但因需求增长乏力，我们下调原盈利预测。预计公司 2023-2025 年营业收入 350/396/438 亿元（原预测 445/495/536），同比增速-6.1%/13.3%/10.4%；归母净利润 33.1/39.3/45.7 亿元（原预测 49.7/56.2/62.6），同比增速-44.8%/18.9%/16.4%；当前股价对应 PE 为 25.6/21.5/18.5x，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 (22A)	PB (LF)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600111	北方稀土	23.39	846	1.66	0.91	1.09	1.27	14.13	25.58	21.53	18.49	30.17	4.20	买入
600392	盛和资源	11.61	204	0.91	0.76	0.97	1.09	12.77	15.28	11.97	10.65	17.23	2.16	无评级
000831	中国稀土	29.57	290	0.42	0.44	0.55	0.66	69.79	67.20	53.76	44.80	13.78	9.67	无评级
600259	广晟有色	34.32	115	0.69	1.08	1.69	2.10	49.74	31.78	20.31	16.34	6.75	3.35	无评级

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理 注：盛和资源、中国稀土、广晟有色为 iFinD 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6493	4448	7857	7677	8233	营业收入	30408	37260	34983	39641	43756
应收款项	4201	3432	3355	3801	4196	营业成本	21944	26905	29371	33128	36339
存货净额	10325	14505	14392	16243	17830	营业税金及附加	225	256	245	277	306
其他流动资产	4958	4254	3848	4361	4813	销售费用	76	73	70	79	88
流动资产合计	26733	27166	29977	32608	35598	管理费用	993	1047	835	942	1037
固定资产	4477	5730	5675	5696	5730	研发费用	161	255	245	277	306
无形资产及其他	789	583	552	521	491	财务费用	392	210	211	165	116
投资性房地产	2430	2884	2884	2884	2884	投资收益	1	(149)	5	5	5
长期股权投资	278	282	287	292	297	资产减值及公允价值变动	4	685	50	50	50
资产总计	34708	36645	39375	42002	45000	其他收入	91	(228)	100	100	100
短期借款及交易性金融负债	5650	4284	4000	3000	2000	营业利润	6707	7452	4061	4826	5619
应付款项	2523	2745	3198	3610	3962	营业外净收支	(11)	(14)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	1869	2291	2405	2714	2980	利润总额	6696	7437	4056	4821	5614
流动负债合计	10042	9320	9603	9324	8942	所得税费用	1086	1080	588	699	814
长期借款及应付债券	4941	1814	1814	1814	1814	少数股东损益	480	374	163	194	226
其他长期负债	502	479	499	519	539	归属于母公司净利润	5130	5984	3305	3928	4574
长期负债合计	5443	2293	2313	2333	2353	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	15484	11613	11916	11657	11295	净利润	5130	5984	3305	3928	4574
少数股东权益	3875	5201	5315	5451	5610	资产减值准备	(20)	844	161	62	25
股东权益	15348	19831	22144	24894	28096	折旧摊销	471	451	463	498	521
负债和股东权益总计	34708	36645	39375	42002	45000	公允价值变动损失	(4)	(685)	(50)	(50)	(50)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	392	210	211	165	116
每股收益	1.41	1.66	0.91	1.09	1.27	营运资本变动	(2505)	(1695)	1357	(2008)	(1770)
每股红利	0.19	0.60	0.27	0.33	0.38	其它	435	(606)	(47)	74	133
每股净资产	4.22	5.49	6.13	6.89	7.77	经营活动现金流	3507	4293	5189	2504	3433
ROIC	21%	25%	12%	14%	16%	资本开支	0	(3198)	(500)	(500)	(500)
ROE	33%	30%	15%	16%	16%	其它投资现金流	(740)	231	0	0	0
毛利率	28%	28%	16%	16%	17%	投资活动现金流	(936)	(2971)	(505)	(505)	(505)
EBIT Margin	23%	23%	12%	12%	13%	权益性融资	(6)	423	0	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	13%	14%	14%	负债净变化	205	(1792)	0	0	0
收入增长	43%	23%	-6%	13%	10%	支付股利、利息	(688)	(2183)	(991)	(1178)	(1372)
净利润增长率	516%	17%	-45%	19%	16%	其它融资现金流	908	4162	(284)	(1000)	(1000)
资产负债率	56%	46%	44%	41%	38%	融资活动现金流	(64)	(3367)	(1276)	(2178)	(2372)
股息率	0.8%	2.6%	1.2%	1.4%	1.6%	现金净变动	2507	(2045)	3409	(179)	556
P/E	16.6	14.1	25.6	21.5	18.5	货币资金的期初余额	3985	6493	4448	7857	7677
P/B	5.5	4.3	3.8	3.4	3.0	货币资金的期末余额	6493	4448	7857	7677	8233
EV/EBITDA	13.4	10.5	20.6	17.7	15.5	企业自由现金流	0	3015	4926	2211	3108
						权益自由现金流	0	5385	4461	1070	2008

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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