

北方稀土 (600111.SH)

稀土价格筑底，利润短期承压

优于大市

核心观点

上半年公司归母净利润同比下滑95.7%。公司2024年上半年实现营收129.90亿元，同比-21.19%；实现归母净利润0.45亿元，同比-95.70%；实现扣非归母净利润0.16亿元，同比-98.46%。单二季度来看，公司实现营收72.28亿元，同比-0.33%，环比+25.45%；实现归母净利润-0.07亿元，同比-104.96%，环比-112.79%；实现扣非归母净利润0.12亿元，同比-90.59%，环比+220.88%。公司业绩下滑主要由于镨钕等稀土产品价格下滑所致，2024Q2氧化镨钕含税均价为37.64万元/吨，同比-22%，环比+4%。

开采指标增速明显放缓。随着稀土需求增长，全国稀土总量控制指标也在持续增长，公司作为行业龙头，依托白云鄂博矿优质资源，配额有序增长。2024年公司获得开采总量控制指标18.87万吨，同比+5.6%；总指标占比为69.9%。2024年上半年，公司生产稀土氧化物0.72万吨，同比-23.83%；稀土金属1.88万吨，同比+43.17%；磁性材料2.78万吨，同比+32.35%。

成本压力有所缓解。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约定稀土精矿价格和交易总量。2024年一季度稀土精矿交易价格为不含税20737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16741元/吨，成本压力得到有效缓解，较目前市场价仍有优势。

挂牌价坚挺，积极引导行业健康发展。自2022年以来，因稀土需求实际表现相对平淡，市场看空情绪加深，商品价格承压下滑；今年3月初，氧化镨钕价格最低降至35.04万元/吨。7月以来，受海外供给出现负增长、国内第二批指标同比增速仍保持低位等原因，稀土价格稳步上涨。北方稀土集团产品挂牌价格连续3月环比平挂，6-8月氧化镨钕挂牌价均为38.48万元/吨，对市场形成积极引导。

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：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司是稀土行业龙头企业，配额持续增长，原料获取具备优势。但因需求增长乏力，商品价格回调，我们下调原盈利预测。预计公司2024-2026年营业收入327.58/363.55/402.33亿元，同比增速-2.2%/+11.0%/+10.7%；归母净利润6.53/20.03/31.14亿元，同比增速-72.4%/+206.6%/+55.4%；当前股价对应PE为93.1/30.4/19.5x，考虑公司在行业内的优势，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37,260	33,497	32,758	36,355	40,233
(+/-%)	22.5%	-10.1%	-2.2%	11.0%	10.7%
净利润(百万元)	5984	2371	653	2003	3114
(+/-%)	16.6%	-60.4%	-72.4%	206.6%	55.4%
每股收益(元)	1.66	0.66	0.18	0.55	0.86
EBIT Margin	23.4%	10.3%	3.0%	7.5%	10.4%
净资产收益率(ROE)	30.2%	11.0%	2.6%	8.4%	12.3%
市盈率(PE)	10.2	25.7	93.1	30.4	19.5
EV/EBITDA	7.9	18.7	50.3	22.5	15.4
市净率(PB)	3.07	2.81	2.76	2.60	2.38

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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：马可远
010-88005007
makeyuan@guosen.com.cn
S0980524070004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.94元
总市值/流通市值	61239/61239百万元
52周最高价/最低价	22.93/15.08元
近3个月日均成交额	324.34百万元

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)——2023年三季报点评-成本压力缓解，业绩环比改善》——2023-10-24
- 《北方稀土(600111.SH)——2023年中报点评-量增价降，成本压力有望缓解》——2023-08-21
- 《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

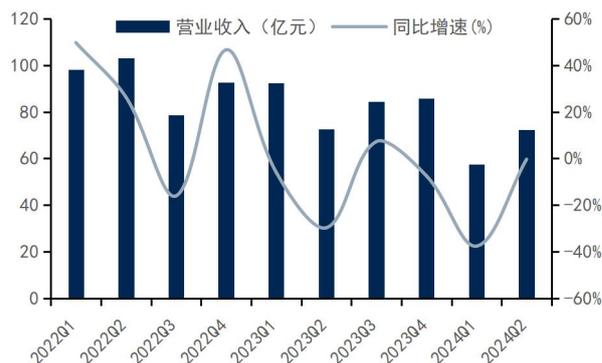
上半年公司归母净利润同比下滑 95.7%。公司 2024 年上半年实现营收 129.90 亿元，同比-21.19%；实现归母净利润 0.45 亿元，同比-95.70%；实现扣非归母净利润 0.16 亿元，同比-98.46%。单二季度来看，公司实现营收 72.28 亿元，同比-0.33%，环比+25.45%；实现归母净利润-0.07 亿元，同比-104.96%，环比-112.79%；实现扣非归母净利润 0.12 亿元，同比-90.59%，环比+220.88%。公司业绩下滑主要由于镨钕等稀土产品价格下滑所致，2024Q2 氧化镨钕含税均价为 37.64 万元/吨，同比-22%，环比+4%。

图1：北方稀土营业收入及增速（亿元、%）



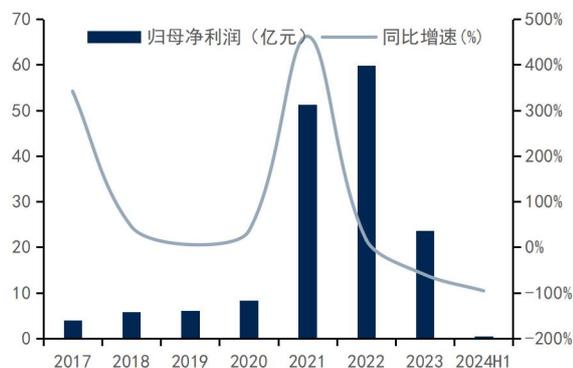
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：北方稀土单季营业收入及同比增速（亿元、%）



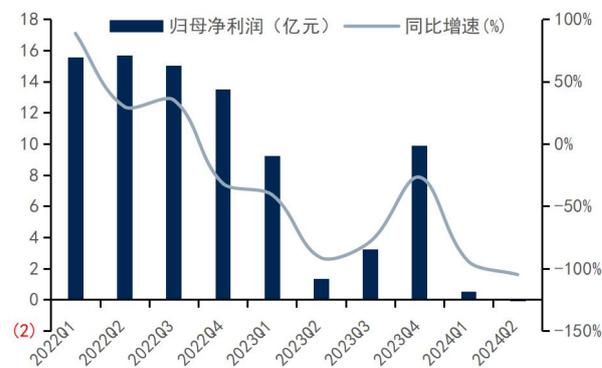
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：北方稀土归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

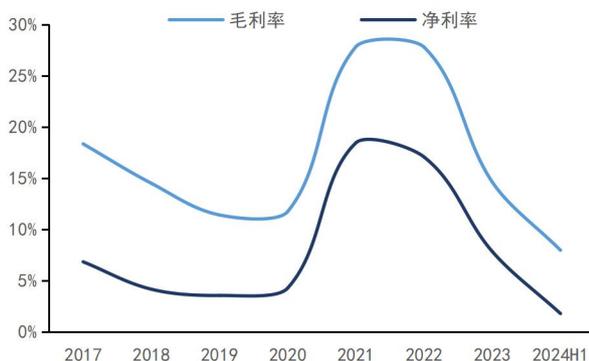
图4：北方稀土单季归母净利润及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

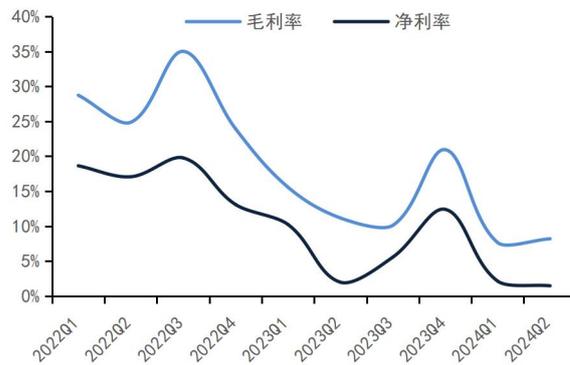
盈利能力下滑，资产负债率基本保持稳定。2024 上半年，公司毛利率为 7.96%，同比-5.68%；净利率为 1.77%，同比-4.84%。单二季度来看，公司毛利率为 8.20%，同比-2.98%，环比+0.54%；净利率为 1.47%，同比-0.51%，环比-0.67%。上半年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.17%/3.46%/0.72%/0.67%，较 2023 年略有提升。截至 2024 年二季度末，公司资产负债率为 34.78%，较 2023 年年末增加 1.21pct。

图5：北方稀土毛利率、净利率变化情况（%）



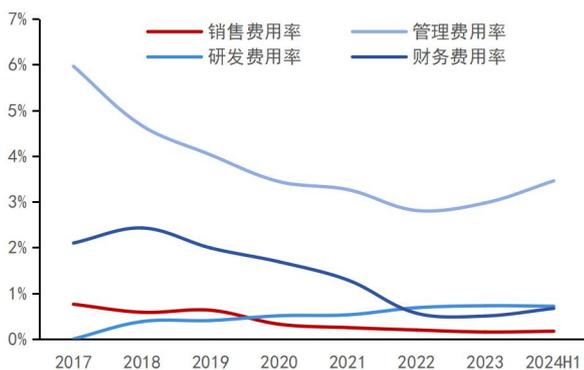
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：北方稀土单季度毛利率、净利率变化情况（%）



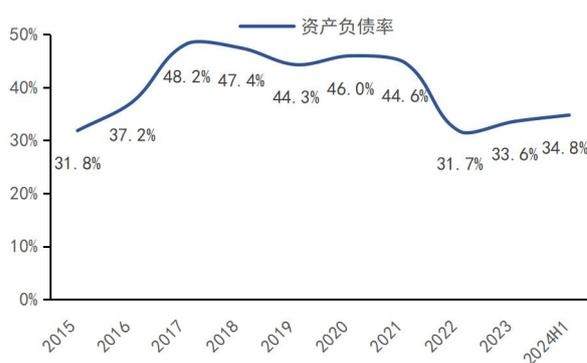
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：北方稀土期间费用率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：北方稀土资产负债率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

开采指标增速明显放缓。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、铈、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。随着稀土需求增长，全国稀土总量控制指标也在持续增长，公司作为行业龙头，依托白云鄂博矿优质资源，配额有序增长。2024 年公司获得开采总量控制指标 18.87 万吨，同比+5.6%；总指标占比为 69.9%，较 2023 年基本未发生变化。2024 年上半年，公司生产稀土氧化物 0.72 万吨，同比-23.83%；稀土金属 1.88 万吨，同比+43.17%；磁性材料 2.78 万吨，同比+32.35%。

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
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
2023 年第二批					
岩矿型稀土	26086	85707	0	0	111793
离子型稀土	5576	0	1157	1474	8207
合计	31662	85707	1157	1474	120000
2023 年第三批					
岩矿型稀土	3000	12000			15000
离子型稀土					0
合计	3000	12000			15000
2023 年全年					
岩矿型稀土	57200	178650	0	0	235850
离子型稀土	13010	0	2700	3440	19150
合计	70210	178650	2700	3440	255000
2024 年第一批					
岩矿型稀土	30280	94580			124860
离子型稀土	10140				10140
合计	40420	94580			135000
2024 第二批					
岩矿型稀土	31920	94070			125990
离子型稀土	9010				9010
合计	40930	94070			135000
2024 年					
岩矿型稀土	62200	188650			250850
离子型稀土	19150				19150
合计	81350	188650			270000

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

成本压力有所缓解。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。2024 年一季度稀土精矿交易价格为不含税 20737 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 16741 元/吨，成本压力得到有效缓解，较目前市场价仍有优势。

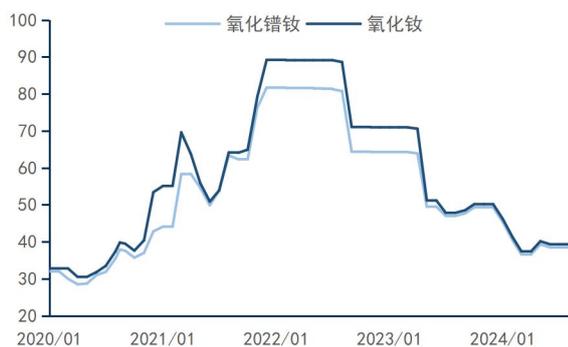
表2：稀土精矿供应合同情况

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，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）	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 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）	4.67
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	2.67
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	2.67
2023 年 Q4	20536 元/吨（干量，REO=50%），REO 每增减 1%、不含税价格增减 410.72 元/吨	2.77
2024 年 Q1	20737 元/吨（干量，REO=50%），REO 每增减 1%、不含税价格增减 414.73 元/吨	1.91
2024 年 Q2	16792 元/吨（干量，REO=50%），REO 每增减 1%、不含税价格增减 335.84 元/吨	1.84
2024 年 Q3	16741 元/吨（干量，REO=50%），REO 每增减 1%、不含税价格增减 334.82 元/吨	1.85

资料来源：公司公告，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

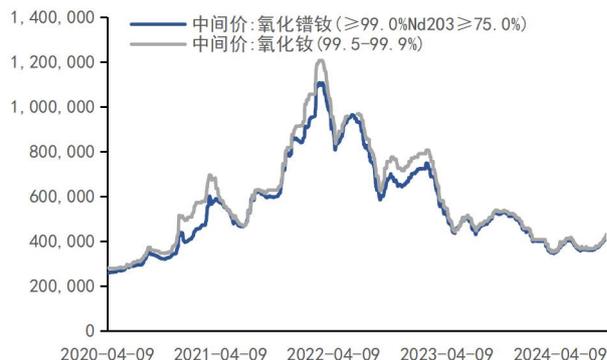
挂牌价坚挺，积极引导行业健康发展。自 2022 年以来，因稀土需求实际表现相对平淡，市场看空情绪加深，商品价格承压下滑；今年 3 月初，氧化镨钕价格最低降至 35.04 万元/吨。7 月来，受海外供给出现负增长、国内第二批指标同比增速仍保持低位等原因，稀土价格稳步上涨。北方稀土集团产品挂牌价格连续 3 月环比平挂，6-8 月氧化镨钕挂牌价均为 38.48 万元/吨，对市场形成积极引导。从中长期看，稀土行业供给集中度高，钕铁硼永磁材料是目前综合性能最优的磁性材料，新能源汽车以及节能电机的快速发展有望带动稀土需求持续提升。稀土作为重要的战略金属，中长期合理价格将充分反映资源的稀缺性以及对环境损失的合理补偿。

图9：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10：氧化镨钕及氧化钕市场价（元/吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司是稀土行业龙头企业，配额持续增长，原料获取具备优势。但因需求增长乏力，商品价格回调，我们下调原盈利预测。预计公司 2024-2026 年营业收入 327.58/363.55/ 402.33 亿元，同比增速-2.2%/+11.0%/+10.7%；归母净利润 6.53/20.03/31.14 亿元，同比增速-72.4%/+206.6%/+55.4%；当前股价对应 PE 为 93.1/30.4/ 19.5x，考虑公司在行业内的优势，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4448	5302	7477	6529	6531	营业收入	37260	33497	32758	36355	40233
应收款项	3432	6147	3141	3486	3858	营业成本	26905	28600	30434	32124	34391
存货净额	14505	14826	14886	15708	16824	营业税金及附加	256	145	229	254	282
其他流动资产	4254	2250	3603	3999	4426	销售费用	73	51	66	73	80
流动资产合计	27166	28956	29538	30153	32070	管理费用	1047	996	786	873	966
固定资产	5730	6899	7343	7596	7548	研发费用	255	244	229	254	282
无形资产及其他	583	569	535	502	468	财务费用	210	168	164	182	201
投资性房地产	2884	3393	3393	3393	3393	投资收益	(149)	39	5	5	5
长期股权投资	282	680	685	690	695	资产减值及公允价值变动	685	258	20	20	20
资产总计	36645	40497	41494	42333	44174	其他收入	(228)	40	15	15	15
短期借款及交易性金融负债	4284	3686	4000	3000	2000	营业利润	7452	3114	850	2595	4031
应付款项	2745	2622	3308	3491	3739	营业外净收支	(14)	18	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	2291	2940	2483	2624	2813	利润总额	7437	3132	845	2590	4026
流动负债合计	9320	9248	9791	9114	8552	所得税费用	1080	509	127	389	604
长期借款及应付债券	1814	3255	3255	3255	3255	少数股东损益	374	252	65	198	308
其他长期负债	479	1092	1112	1132	1152	归属于母公司净利润	5984	2371	653	2003	3114
长期负债合计	2293	4347	4367	4387	4407	现金流量表 (百万元)					
负债合计	11613	13595	14158	13502	12959	净利润	5984	2371	653	2003	3114
少数股东权益	5201	5282	5315	5428	5609	资产减值准备	844	(535)	86	41	10
股东权益	19831	21619	22021	23403	25606	折旧摊销	451	522	512	560	591
负债和股东权益总计	36645	40497	41494	42333	44174	公允价值变动损失	(685)	(258)	(20)	(20)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	210	168	270	250	212
每股收益	1.66	0.66	0.16	0.55	0.87	营运资本变动	(1695)	(937)	1940	(1179)	(1447)
每股红利	0.60	0.27	0.05	0.16	0.26	其它	(606)	682	(133)	44	203
每股净资产	5.49	5.98	6.09	6.47	7.08	经营活动现金流	4293	1846	3038	1450	2451
ROIC	25%	9%	2%	7%	11%	资本开支	0	(1390)	(1000)	(800)	(500)
ROE	30%	11%	3%	8%	12%	其它投资现金流	231	95	0	0	0
毛利率	28%	15%	7%	12%	15%	投资活动现金流	227	(1693)	(1005)	(805)	(505)
EBIT Margin	23%	10%	3%	8%	10%	权益性融资	44	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	12%	5%	9%	12%	负债净变化	(1792)	2647	0	0	0
收入增长	23%	-10%	-2%	11%	11%	支付股利、利息	(2183)	(982)	(172)	(592)	(944)
净利润增长率	17%	-60%	-76%	244%	59%	其它融资现金流	1342	(2629)	314	(1000)	(1000)
资产负债率	46%	47%	47%	45%	42%	融资活动现金流	(6565)	701	142	(1592)	(1944)
股息率	3.6%	1.6%	0.3%	1.0%	1.6%	现金净变动	(2045)	854	2175	(948)	2
P/E	10.2	25.7	93.1	30.4	19.5	货币资金的期初余额	6493	4448	5302	7477	6529
P/B	3.1	2.8	2.8	2.6	2.4	货币资金的期末余额	4448	5302	7477	6529	6531
EV/EBITDA	7.9	18.7	50.3	22.5	15.4	企业自由现金流	0	1094	2285	913	2212
						权益自由现金流	0	1112	2369	(299)	1032

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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