

2023年04月25日
北方稀土(600111.SH)

ESSENCE

公司动态分析

证券研究报告

稀土及磁性材料

成本仍有优势，矿冶指标增幅可观

目 公司发布 2022 年年报：

2022 年公司营业收入 372.6 亿元，同比+22.5%；归母净利润 59.84 亿元，同比+16.6%；扣非归母净利润 62 亿元，同比+24.9%。其中 22Q4 营业收入 92.6 亿元，同比+46.6%、环比+17.7%；归母净利润 13.5 亿元，同比-31.7%、环比-10.1%；扣非归母净利润 15.5 亿元，同比-22.9%、环比-3.1%。

目 稀土原材料及稀土功能材料贡献主要毛利。营收构成方面，稀土原材料及稀土功能材料营收分别为 138.4、118.4 亿元，同比+23.2%、+60.1%，占总营收比例依次为 37.2%、31.8%。毛利构成方面，稀土原材料及稀土功能材料毛利分别为 42.5、56.3 亿元，同比-1.5%、+83.5%，占总毛利比例依次为 41.1%、54.4%。毛利率方面，稀土原材料及稀土功能材料毛利率分别为 30.7%、47.6%，同比依次变动-7.7pct、+6.1pct。

目 量增仍是主要看点，23 年公司矿指标增幅可观。2023 年第一批稀土配额公布，公司矿产品指标为 8.09 万吨 REO，同比+34.4%、环比-0.6%；冶炼指标为 7.34 万吨 REO，同比+36.5%、环比-2.3%。

目 精矿成本优势仍在。2023Q2 稀土精矿交易价格调整为不含税 31030 元/吨（干量，REO=50%），环比下调 4283 元/吨，该价格对应镨钕氧化物不含税成本约 36 万元/吨，仍具备成本优势。

目 公司具备较强议价能力。4 月挂牌价方面，氧化镨钕报价 63.9 万元/吨，金属镨钕报价 78.25 万元/吨，尽管略有下调，但仍高于市场价格。

目 投资建议：

预计 2023-2025 年营业收入分别为 420.28、471.28、537.3 亿元，预计净利润 50.12、58.67、71.5 亿元，对应 EPS 分别为 1.39、1.62、1.98 元/股，目前股价对应 PE 为 18.4、15.7、12.9 倍。维持公司评级为“增持-A”评级，由于稀土供给预期有所上调，以 23 年 EPS 1.39 元，考虑到后续利润成长性，给予 22 倍估值，6 个月目标价调整为 30.58 元/股。

目 风险提示：需求不及预期，稀土价格大幅波动，项目进展不及

投资评级 **增持-A**
维持评级

6 个月目标价 **30.58 元**
股价 (2023-04-24) **25.19 元**

交易数据

总市值(百万元)	91,063.51
流通市值(百万元)	91,063.51
总股本(百万股)	3,615.07
流通股本(百万股)	3,615.07
12 个月价格区间	24.2/41.57 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.5	-7.5	-19.2
绝对收益	-3.6	-12.3	-20.0

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinj1@essence.com.cn

郑九洲

联系人

zhengjz@essence.com.cn

相关报告

扣非利润环比提升，稀土指 2022-10-25
标增量可期

预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	30,408.4	37,260.0	42,028.4	47,127.8	53,730.3
净利润	5,130.0	5,983.6	5,012.1	5,866.7	7,149.8
每股收益(元)	1.42	1.66	1.39	1.62	1.98
每股净资产(元)	4.25	5.49	6.81	8.43	10.41

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	18.0	15.4	18.4	15.7	12.9
市净率(倍)	6.0	4.6	3.7	3.0	2.4
净利润率	16.9%	16.1%	11.9%	12.4%	13.3%
净资产收益率	33.4%	30.2%	20.4%	19.3%	19.0%
股息收益率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	35.0%	32.5%	23.2%	22.7%	26.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

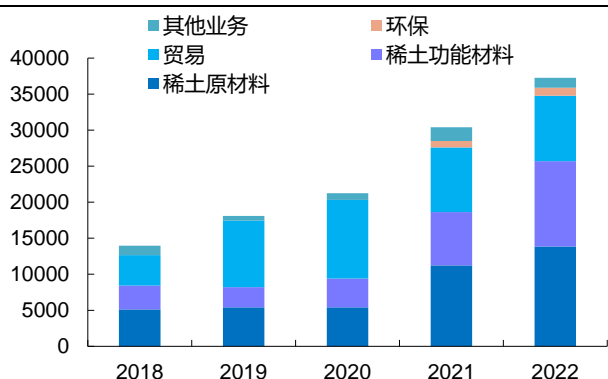
1. 事件：公司发布 2022 年年报

2022 年公司营业收入 372.6 亿元，同比+22.5%；归母净利润 59.84 亿元，同比+16.6%；扣非归母净利润 62 亿元，同比+24.9%。其中 22Q4 营业收入 92.6 亿元，同比+46.6%、环比+17.7%；归母净利润 13.5 亿元，同比-31.7%、环比-10.1%；扣非归母净利润 15.5 亿元，同比-22.9%、环比-3.1%。

2. 2022 年公司主营业务量价齐升，23 年稀土产品有望维持高增速

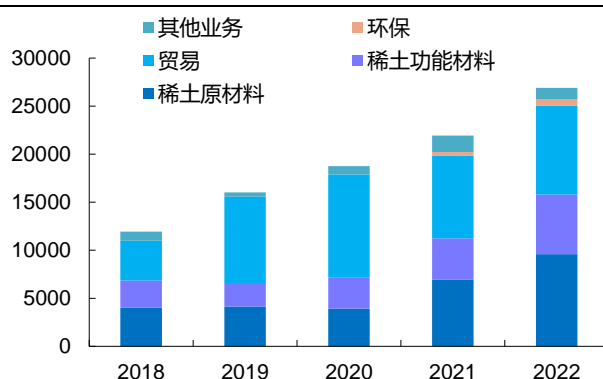
稀土原材料及稀土功能材料贡献主要毛利。营收构成方面，稀土原材料及稀土功能材料营收分别为 138.4、118.4 亿元，同比+23.2%、+60.1%，占总营收比例依次为 37.2%、31.8%。毛利构成方面，稀土原材料及稀土功能材料毛利分别为 42.5、56.3 亿元，同比-1.5%、+83.5%，占总毛利比例依次为 41.1%、54.4%。毛利率方面，稀土原材料及稀土功能材料毛利率分别为 30.7%、47.6%，同比依次变动-7.7pct、+6.1pct。

图1. 公司营业收入构成（百万元）



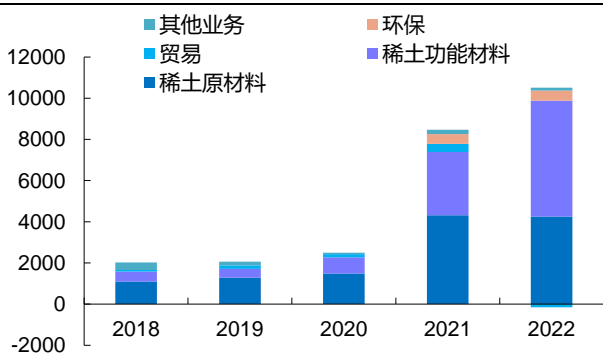
资料来源：wind，安信证券研究中心

图2. 公司营业成本构成（百万元）



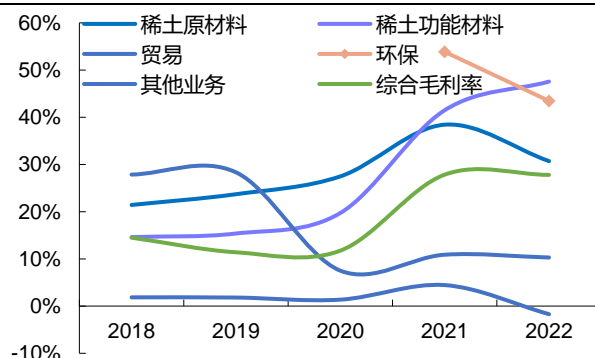
资料来源：wind，安信证券研究中心

图3. 公司毛利构成（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图4. 公司各业务毛利率（%）

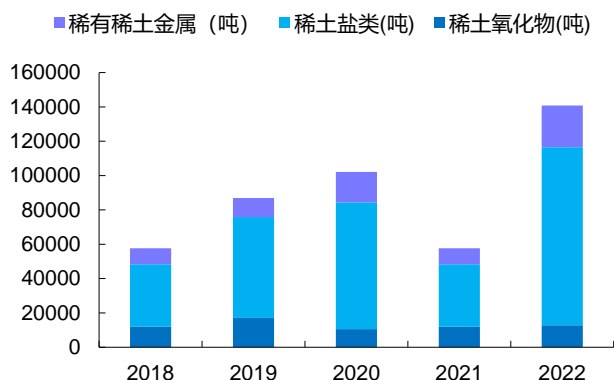


资料来源：wind，安信证券研究中心

稀土原材料板块毛利率有所下调，稀土金属贡献毛利 35.3 亿元，占稀土原材料板块比例为 83%。营收方面，2022 年稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属分别为 19.4、4.1、114.9 亿元，依次同比-3.7%、-6.7%、+31%。毛利方面，2022 年稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属分别为 6、1.3、35.3 亿元，依次同比-22.9%、-25.5%、+4.6%。毛利率方面，2022 年稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属分别为 30.8%、30.9%、30.7%，依次同比-7.7pct、-7.8pct、-7.7pct，或系年内包钢精矿交易价格上调所致。

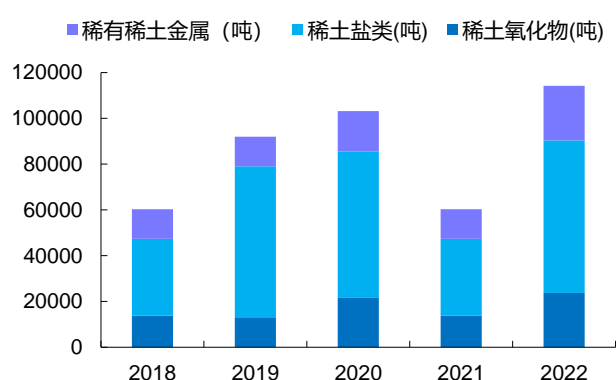
产量方面，2022 年稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属分别为 1.28、10.37、2.43 万吨，依次同比+1.2%、+32.7%、+16.4%。销量方面，2022 年稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属分别为 2.37、6.66、2.38 万吨，依次同比-43.7%、-10.2%、+16.6%。库存方面，2022 年稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属分别为 5.02、7.62、0.23 万吨，依次同比-17.8%、+94.7%、+25%。

图5. 稀土原材料产量结构



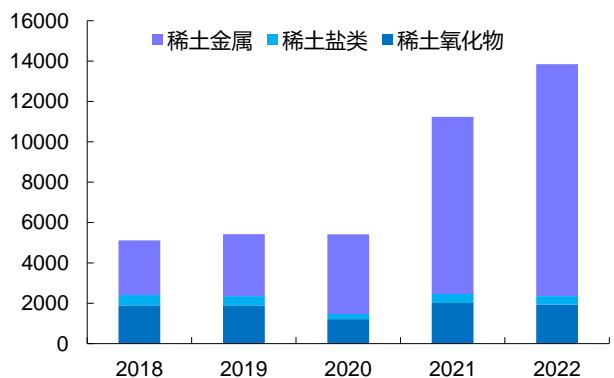
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图6. 稀土原材料销量结构



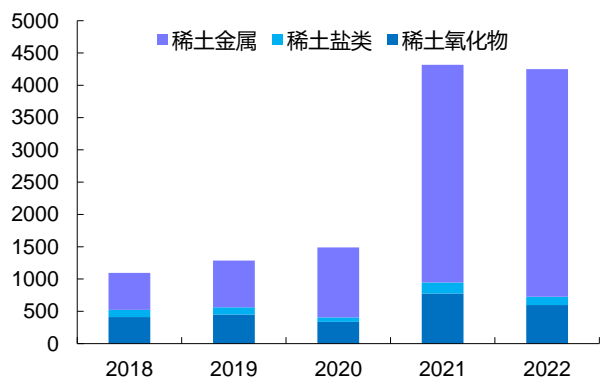
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图7. 稀土原材料营收构成 (百万元)



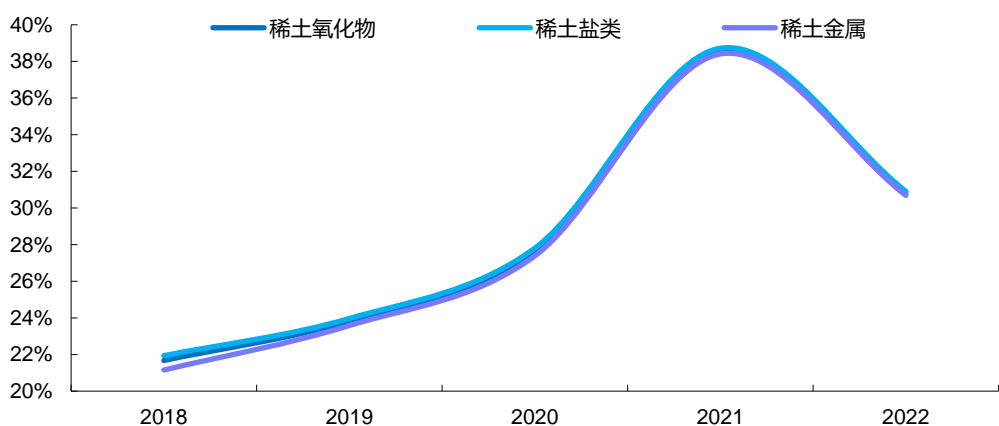
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图8. 稀土原材料毛利构成 (百万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图9. 2022年稀土原材料各产品毛利率均有所下调

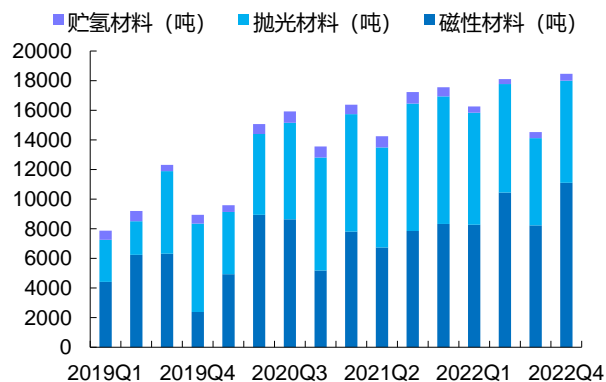


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

稀土功能材料板块毛利大幅增加至 56.3 亿元，占比 54.4%，其中磁性材料毛利 55.3 亿元，占比最大。营收方面，2022 年磁性材料、抛光材料、储氢材料分别为 112.1、4.2、2.2 亿元，依次同比+70.5%、-18%、-31.7%。毛利方面，2022 年磁性材料、抛光材料、储氢材料分别为 55.3、0.88、0.18 亿元，依次同比+91.4%、-46.4%、+2.2%。毛利率方面，2022 年磁性材料、抛光材料、储氢材料分别为+49.3%、+21.2%、+8.2%，依次同比+5.4pct、-11.2pct、+2.7pct。

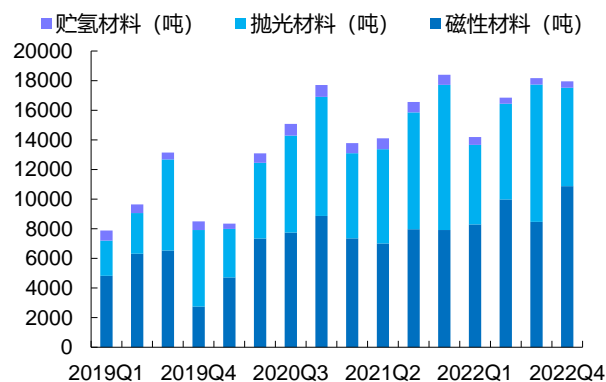
产量方面，2022 年磁性材料、抛光材料、储氢材料分别为 3.8、2.77、0.16 万吨，依次同比+23.8%、-13.2%、-40.9%。销量方面，2022 年磁性材料、抛光材料、储氢材料分别为 3.76、2.78、0.18 万吨，依次同比+24.3%、-6.8%、-35.8%。

图10. 稀土功能材料产量结构



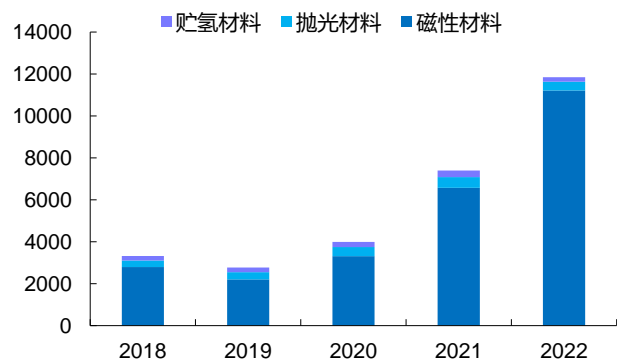
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图11. 稀土功能材料销量结构



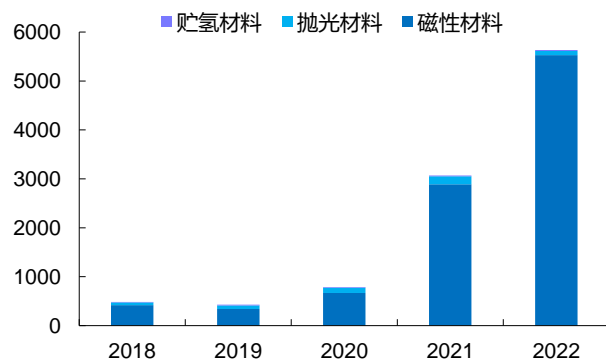
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图12. 稀土功能材料营收构成 (百万元)



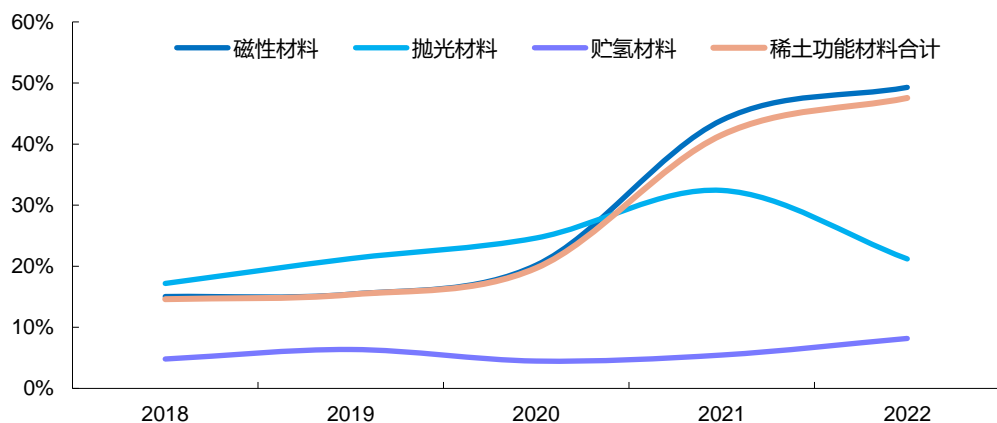
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图13. 稀土功能材料毛利构成 (百万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

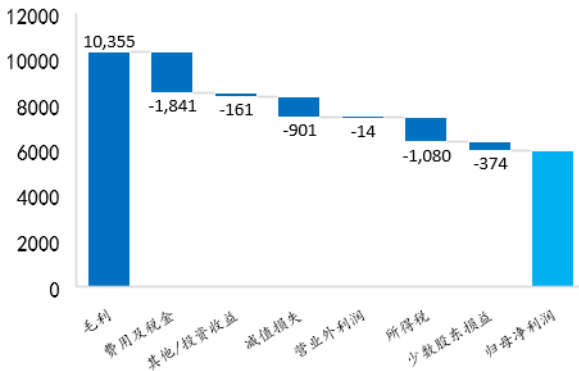
图14. 稀土功能材料毛利率大幅提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

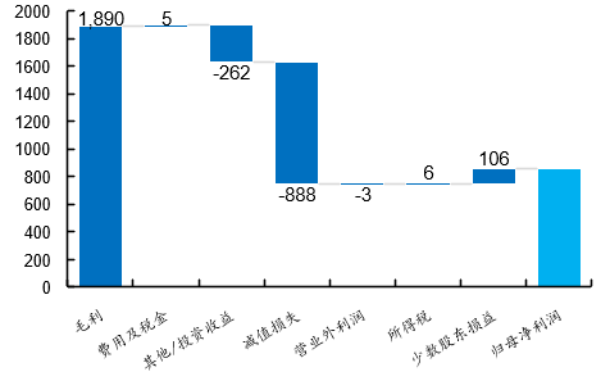
2022 年归母净利润增长主要得益于毛利的增加。2022 年公司产品实现量价齐升，稀土价格同比大幅上涨使得公司毛利大幅上行。费用及税金与上年基本持平，主要系期间费用率下滑 1.07pct 至 4.26%。另外减值方面，2022 年公司计提减值损失 9.14 亿元，主要系年内稀土价格波动下存货跌价准备有所提升。

图15. 2022 年归母利润拆分 (百万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图16. 2022 年利润表各项目同比变动 (百万元)

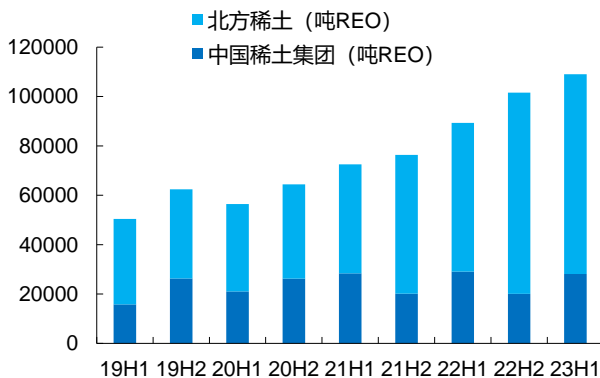


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

量增仍是主要看点，23 年公司矿指标增幅可观。2023 年第一批稀土配额公布，公司矿产品指标为 8.09 万吨 REO，同比+34.4%、环比-0.6%；冶炼指标为 7.34 万吨 REO，同比+36.5%、环比-2.3%。

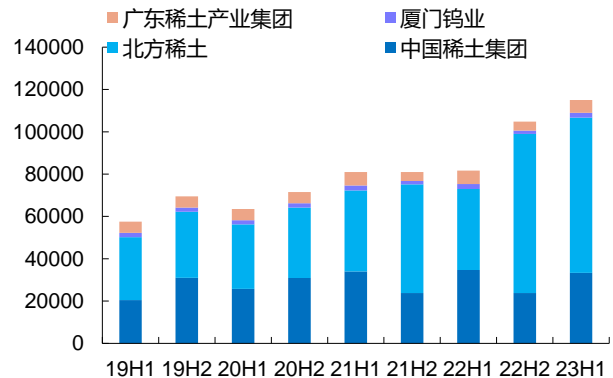
精矿成本优势仍在。2023Q2 稀土精矿交易价格调整为不含税 31030 元/吨（干量，REO=50%），环比下调 4283 元/吨，该价格对应镨钕氧化物不含税成本约 36 万元/吨，仍具备成本优势。公司具备较强议价能力。4 月挂牌价方面，氧化镨钕报价 63.9 万元/吨，金属镨钕报价 78.25 万元/吨，尽管略有下调，但仍高于市场价格。

图17. 轻稀土矿产品指标构成



资料来源：工信部，安信证券研究中心

图18. 冶炼分离指标构成 (吨 REO)



资料来源：工信部，安信证券研究中心

投资建议：预计 2023-2025 年营业收入分别为 420.28、471.28、537.3 亿元，预计净利润 50.12、58.67、71.5 亿元，对应 EPS 分别为 1.39、1.62、1.98 元/股，目前股价对应 PE 为 18.4、15.7、12.9 倍。维持公司评级为“增持-A”评级，由于稀土供给预期有所上调，以 23 年 EPS 1.39 元，考虑到后续利润成长性，给予 22 倍估值，6 个月目标价调整为 30.58 元/股。

风险提示：需求不及预期，稀土价格大幅波动，项目进展不及预期

目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034