

# 以量补价 Q4 业绩超预期，轻稀土龙头持续成长

2023 年 05 月 08 日

**分析师：邱祖学**

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiu zuxue@mszq.com

**研究助理：张弋清**

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

➤ **2023 年 4 月 21 日，公司发布 2022 年年报。**2022 年，公司实现营收 372.6 亿元，同比增长 22.5%；归母净利润 59.84 亿元，同比增长 16.6%；扣非归母净利润 62.03 亿元，同比增长 24.9%。2022Q4，公司实现营收 92.62 亿元，同比增长 46.6%、环比增长 17.7%；归母净利润 13.52 亿元，同比减少 31.7%、环比减少 10.1%；扣非归母净利润 15.48 亿元，同比减少 22.9%、环比减少 3.1%。业绩超我们预期。

➤ **2023 年 4 月 28 日，公司发布 2023 年一季报。**2023Q1，公司实现营收 92.31 亿元，同比减少 5.9%、环比减少 0.3%；归母净利润 9.22 亿元，同比减少 40.8%、环比减少 31.8%；扣非归母净利润 8.89 亿元，同比减少 46.8%、环比减少 42.6%。业绩符合我们预期。

➤ **2022 年归母净利润创历史最好业绩，主要得益于量价齐升带来的毛利增长（同比增加 18.9 亿元）。①分板块来看，磁性材料板块 2022 年毛利同比增长 26.4 亿元，为利润的核心增长板块。**其次是稀土金属板块，2022 年毛利同比增长 1.6 亿元，毛利增长的拖累项主要为其他业务（-6.1 亿元，主要为贸易业务），以及稀土氧化物（-1.8 亿元）。②**磁性材料板块量价齐升，产业链延伸见成效。**从产销量看，磁性材料 2022 年产销量分别同比增长 23.8%/24.3%至 3.80/3.76 万吨。从售价上看，受益于镨钕金属 2022 年市场价均价同比增长 40.5%至 101 万元/吨，公司磁性材料销售均价同比增长 37.2%至 29.8 万元/吨。从成本上看，由于磁材产业链一体化，2022 年单位成本仅同比增长 24%至 15.15 万元/吨，单吨毛利提升 5.1 万元。③**2022 年公司获得分离指标 12.9 万吨，同比增长 43.8%。**实际分离产量 11.65 万吨（稀土氧化物+稀土盐类），同比增长 28.3%，没有将指标全部用完或主要是由于产能受限。其中稀土氧化物产销量同比分别变化+1.2%/-43.7%至 1.28/2.37 万吨，销量大幅减少主要是因为贸易量同比减少。稀土金属产销量同比分别增加 16.4%/16.6%至 2.43/2.38 万吨。④**价格方面，**2022 年公司氧化镨钕/金属镨钕挂牌价（含税）分别同比增长 28.1%/27.6%至 75.7/92.4 万元/吨，市场价涨幅更大，氧化镨钕/金属镨钕市场价（含税）分别同比增长 48.3%/40.5%至 87.7/100.9 万元/吨。⑤**成本方面，**公司与包钢股份的稀土精矿协议价 2022 年 Q4 进行了调整，上浮到 35313 元/吨（不含税，REO=50%），平均全年的不含税精矿采购价为 2.97 万元/吨，同比增长 82.8%。

➤ **2022Q4 以量补价，在成本环比大幅上涨的情况下，归母净利润仅环比减少 10%。**①**量：**稀土氧化物/稀土金属/磁性材料 Q4 产量分别环比变化-8.79%、+24.53%、+35.04%至 3099、7301、11107 吨；②**价：**氧化镨钕/金属镨钕挂牌价环比减少 14.8%/14.5%至 64.3/78.7 万元/吨；③**成本：**Q4 稀土精矿价格进行调整，采购价环比增长 31.3%。价降本增，利润空间受到压缩。

**推荐****维持评级****当前价格：****24.12 元****相关研究**

- 1.北方稀土 (600111.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：销售节奏放缓，期待下半年放量-2022/07/13
- 2.北方稀土 (600111.SH) 事件点评：稀土精矿价格上涨，成本优势仍在-2022/06/23
- 3.北方稀土 (600111.SH) 2021 年年报点评：Q4 业绩环比大涨，稀土龙头量本优势显著-2022/04/17
- 4.【民生金属·公司点评】北方稀土：稀土产品量价齐升，Q4 业绩环比大涨-2022/01/14

**核心看点:** ①**北方轻稀土龙头地位稳固, 指标持续增长。**2023 年第一批稀土开采、分离指标已下达, 公司矿产品和分离产品指标分别为 80943 和 73403 吨, 分别占总配额的 67.5%和 63.8%, 同比增长 34.4%和 36.5%; ②**随着稀土价格回落, 成本端逐步下行。**2023 年第二季度稀土精矿采购成本下降到了 3.1 万元/吨 (干量, REO=50%), 环比下降 12%。③**国企改革, 降本增效。**2022 年公司资产负债率进一步降低至 31.7%, 营运资本周转率连续四年提升, 由 2018 年的 1.36 次提升至 2022 年的 2.16 次, 营运效率大幅提升。

**投资建议:** 公司产销量持续增长, 作为稀土龙头, 有望受益于稀土行业景气度回升。考虑到稀土价格回落以及精矿成本提升, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 48.61、61.92 和 70.97 亿元, EPS 分别为 1.34/1.71/1.96, 对应 5 月 5 日收盘价的 PE 分别为 18、14 和 12 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 稀土精矿价格上调, 稀土价格大幅下跌, 产能释放不及预期等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	37260	37884	41974	46544
增长率 (%)	22.5	1.7	10.8	10.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	5984	4861	6192	7097
增长率 (%)	16.6	-18.8	27.4	14.6
每股收益 (元)	1.66	1.34	1.71	1.96
PE	15	18	14	12
PB	4.4	3.9	3.4	2.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	37260	37884	41974	46544
营业成本	26905	29891	32061	35229
营业税金及附加	256	227	274	298
销售费用	73	95	98	108
管理费用	1047	1099	1230	1350
研发费用	255	227	259	290
EBIT	8204	6345	8053	9269
财务费用	210	105	116	150
资产减值损失	-914	2	5	5
投资收益	-149	19	-45	-48
营业利润	7452	6336	8060	9238
营业外收支	-14	-12	-4	-4
利润总额	7437	6324	8056	9234
所得税	1080	1012	1289	1477
净利润	6358	5313	6767	7757
归属于母公司净利润	5984	4861	6192	7097
EBITDA	8714	6873	8612	9882

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4448	5226	8070	11520
应收账款及票据	3251	4378	4605	5023
预付款项	478	577	634	680
存货	14505	15080	16363	18079
其他流动资产	4483	5246	5635	6003
流动资产合计	27166	30507	35306	41305
长期股权投资	282	351	418	476
固定资产	4431	5218	6101	6971
无形资产	583	536	480	423
非流动资产合计	9480	10549	11612	12583
资产合计	36645	41056	46918	53888
短期借款	1417	1969	3224	5405
应付账款及票据	2745	3061	3346	3640
其他流动负债	5159	5489	5644	5782
流动负债合计	9320	10519	12214	14827
长期借款	609	709	809	909
其他长期负债	1684	1684	1684	1684
非流动负债合计	2293	2393	2493	2593
负债合计	11613	12912	14706	17420
股本	3615	3615	3615	3615
少数股东权益	5201	5653	6228	6887
股东权益合计	25032	28144	32212	36468
负债和股东权益合计	36645	41056	46918	53888

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	22.53	1.68	10.80	10.89
EBIT 增长率	14.53	-22.66	26.92	15.10
净利润增长率	16.64	-18.76	27.38	14.62
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	27.79	21.10	23.62	24.31
净利润率	17.06	14.02	16.12	16.67
总资产收益率 ROA	16.33	11.84	13.20	13.17
净资产收益率 ROE	30.17	21.61	23.83	23.99
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.91	2.90	2.89	2.79
速动比率	1.30	1.41	1.50	1.52
现金比率	0.48	0.50	0.66	0.78
资产负债率 (%)	31.69	31.45	31.35	32.33
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	21.48	35.50	32.59	31.71
存货周转天数	196.78	184.14	186.28	187.32
总资产周转率	1.02	0.92	0.89	0.86
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.66	1.34	1.71	1.96
每股净资产	5.49	6.22	7.19	8.18
每股经营现金流	1.31	1.17	1.71	1.88
每股股利	0.45	0.61	0.75	0.97
<b>估值分析</b>				
PE	15	18	14	12
PB	4.4	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	10.20	12.91	10.13	8.71
股息收益率 (%)	1.84	2.52	3.10	4.01

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6358	5313	6767	7757
折旧和摊销	510	528	559	613
营运资金变动	-3631	-1916	-1516	-2116
经营活动现金流	4741	4221	6194	6785
资本开支	-1001	-1615	-1592	-1583
投资	494	-69	-68	-59
投资活动现金流	-415	-1665	-1705	-1690
股权募资	423	0	0	0
债务募资	-4812	652	1355	2282
筹资活动现金流	-6483	-1778	-1645	-1644
现金净流量	-2114	779	2843	3450

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026