

公司研究

全年归母净利润再创历史新高值，公司配额优势继续巩固

——北方稀土（600111.SH）2022 年报点评

要点

事件：公司全年实现营业收入 372.60 亿元，同比增长 22.53%；实现归属于上市公司股东的净利润 59.84 亿元，同比增长 16.64%。

点评：

2022 全年稀土量价齐升，带动业绩增长。价：根据公司月度产品挂牌价格取算术平均，2022 年公司氧化镨钕和金属镨钕均价分别为 75.7 万元/吨和 92.4 万元/吨，分别同比增加 28.1%和 27.6%。量：全年生产冶炼分离产品 14.08 万吨，同比增长 26.05%；生产稀土金属 2.43 万吨，同比增长 16.41%；全年生产稀土功能材料 6.74 万吨，同比增长 2.99%，其中，磁性材料 3.8 万吨，同比增长 23.82%。稀土原料及功能材料产品产量再创历史新高。

23 年 Q2 精矿价格环比下滑 12%，23 年第一批配额公司占六成以上。根据公司公告，2023 年第二季度稀土精矿交易价格调整为不含税 31030 元/吨（干量，REO=50%），环比下滑 12.1%，REO 每增减 1%、不含税价格增减 620.6 元/吨（包钢股份尚需履行决策程序）。根据工信部 2023 年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，公司矿产品和冶炼分离产品指标分别为 80943 吨和 73403 吨，分别占总体配额的 67.5%和 63.8%。同时公司是唯一配额同比增加的稀土集团，其矿产品和冶炼分离产品配额分别同比增加 34.4%和 36.5%。

下游需求旺盛，未来主要产品氧化镨钕仍处于供需紧平衡状态：下游新能源汽车、风电、工业电机等应用领域的快速增长将有效支撑稀土需求，此外稀土在风、光、电、联合储能等领域的发展稳步推进，抛光、储氢等稀土新材料需求有望增加，稀土行业将迎来新一轮的发展机遇期。根据我们的《新型储能拥抱大时代，钠钒电池迎接主升浪——能源金属 2023 年度投资策略》，2025 年全球市场对氧化镨钕的需求量约为 12.26 万吨，2021-2025 年 CAGR 约为 14%，未来将继续维持供需紧平衡的状态，利好稀土价格维持在合理区间。

盈利预测与评级：考虑到稀土产品价格回落，我们下调盈利预测，预计 2023-2024 年 EPS 为 1.81 元/2.16 元，下调 14.2%/6.1%，新增 2025 年 EPS 为 2.43 元，对应 2023-2025PE 为 14 倍、12 倍、10 倍。鉴于公司稀土行业龙头地位，我们维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业供给过快释放；稀土产品价格下跌；公司项目建设达产不及预期；安全环保风险；技术路径变化风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30,408	37,260	41,203	46,933	51,971
营业收入增长率	43.13%	22.53%	10.58%	13.91%	10.73%
净利润（百万元）	5,130	5,984	6,545	7,803	8,799
净利润增长率	516.13%	16.64%	9.38%	19.21%	12.76%
EPS（元）	1.41	1.66	1.81	2.16	2.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	33.42%	30.17%	25.41%	23.75%	21.56%
P/E	18	15	14	12	10
P/B	6.0	4.6	3.6	2.8	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-21

增持（维持）

当前价：25.48 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

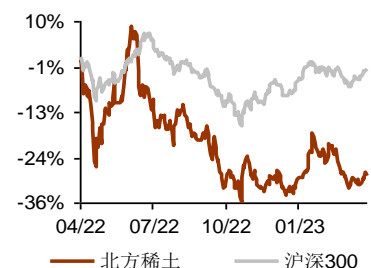
联系人：马俊

majun@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	36.15
总市值(亿元):	921.12
一年最低/最高(元):	23.63/41.77
近 3 月换手率:	74.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.11	-8.51	-22.06
绝对	-3.85	-12.53	-20.16

资料来源：Wind

表 1: 北方稀土单季度主要财务指标 (亿元)

单位: 亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
主营业务收入	63.73	83.48	93.71	63.17	98.10	103.19	78.69	92.62
同比增长率	76%	80%	58%	11%	54%	24%	-16%	47%
毛利	13.94	21.87	19.01	29.83	28.18	25.66	27.54	22.16
毛利率	21.87%	26.20%	20.28%	47.22%	28.73%	24.86%	35.00%	23.93%
销售费用	0.13	0.22	0.21	0.20	0.14	0.24	0.14	0.22
财务费用	0.93	0.90	1.01	1.09	1.02	0.26	0.64	0.18
管理费用	1.81	2.24	2.31	3.58	2.42	2.66	2.32	3.07
研发费用	0.41	0.38	0.52	0.30	0.58	0.65	0.83	0.50
期间费用率	5.14%	4.47%	4.31%	8.18%	4.24%	3.70%	4.98%	4.28%
税前利润	10.16	16.23	14.98	25.59	22.11	21.02	18.39	12.85
归属母公司净利润	7.75	12.61	11.13	19.81	15.58	15.69	15.04	13.52
净利率	12.16%	15.10%	11.88%	31.36%	15.88%	15.20%	19.12%	14.60%
同比增长率	379%	517%	519%	510%	101%	24%	35%	-32%
扣非净利润	7.69	11.59	10.32	20.08	16.71	13.86	15.97	15.48
期末净资产	148	158	171	192	211	221	231	250
年化 ROE	20.91%	31.84%	25.99%	41.22%	29.57%	28.39%	26.00%	21.61%
存货/销售收入	36.88%	32.17%	26.83%	40.86%	31.23%	30.20%	40.99%	39.15%
带息负债	94.1	94.9	96.2	106.0	83.8	74.8	63.5	61.0
货币资金	42.6	36.2	41.1	64.9	60.5	69.0	59.1	44.5
资产负债率	46.00%	46.83%	45.14%	44.61%	39.75%	37.94%	34.21%	31.69%
存货金额	94.0	107.4	100.6	103.2	122.6	124.7	129.0	145.1
自由现金流	6.4	1.5	12.1	14.6	17.7	25.8	0.3	(6.6)
最新总股本 (亿股)	36.15	36.15	36.15	36.15	36.15	36.15	36.15	36.15
摊薄 EPS (元/股)	0.214	0.349	0.308	0.548	0.431	0.434	0.416	0.374

资料来源: Wind、光大证券研究所

风险提示

下游电动车、工业电机等需求不及预期; 行业供给侧资本开支加剧, 海外产能过快释放, 国内配额放开提速, 稀土价格下跌; 公司项目建设达产不及预期; 安全环保风险; 估值过高风险; 技术路径变化的风险; 宏观政策以及流动性调整的风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,408	37,260	41,203	46,933	51,971
营业成本	21,944	26,905	31,693	35,376	39,166
折旧和摊销	471	451	533	564	587
税金及附加	225	256	206	235	260
销售费用	76	73	133	152	168
管理费用	993	1,047	1,236	1,408	1,559
研发费用	161	255	210	239	264
财务费用	392	210	144	107	78
投资收益	1	-149	0	0	0
营业利润	6,707	7,452	8,308	9,829	11,045
利润总额	6,696	7,437	8,308	9,829	11,045
所得税	1,086	1,080	1,163	1,376	1,546
净利润	5,610	6,358	7,145	8,453	9,499
少数股东损益	480	374	600	650	700
归属母公司净利润	5,130	5,984	6,545	7,803	8,799
EPS(元)	1.41	1.66	1.81	2.16	2.43

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,794	4,741	5,718	6,506	7,499
净利润	5,130	5,984	6,545	7,803	8,799
折旧摊销	471	451	533	564	587
净营运资金增加	4,706	3,775	3,812	3,989	3,872
其他	-6,513	-5,468	-5,172	-5,850	-5,759
投资活动产生现金流	-1,859	-415	198	-325	-300
净资本支出	-283	-1,001	-250	-250	-250
长期投资变化	278	282	0	0	0
其他资产变化	-1,854	303	448	-75	-50
融资活动现金流	243	-6,483	-63	-4,748	-1,876
股本变化	0	-18	0	0	0
债务净变化	1,111	-4,492	696	-3,927	-953
无息负债变化	2,639	622	-484	448	416
净现金流	2,172	-2,114	5,853	1,432	5,322

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	27.8%	27.8%	23.1%	24.6%	24.6%
EBITDA 率	25.5%	27.7%	20.2%	22.5%	22.2%
EBIT 率	23.8%	26.4%	18.9%	21.3%	21.1%
税前净利润率	22.0%	20.0%	20.2%	20.9%	21.3%
归母净利润率	16.9%	16.1%	15.9%	16.6%	16.9%
ROA	16.2%	17.3%	16.5%	17.7%	17.0%
ROE (摊薄)	33.4%	30.2%	25.4%	23.8%	21.6%
经营性 ROIC	21.2%	24.8%	18.2%	21.2%	21.3%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	45%	32%	27%	18%	14%
流动比率	2.66	2.91	3.64	6.42	8.53
速动比率	1.63	1.36	2.08	3.68	5.17
归母权益/有息债务	1.45	3.25	3.79	11.46	21.32
有形资产/有息债务	3.12	5.69	6.25	16.28	28.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	34,708	36,645	43,387	47,647	55,763
货币资金	6,493	4,448	10,301	11,733	17,055
交易性金融资产	734	505	10	10	10
应收账款	3,841	2,192	3,708	4,224	4,677
应收票据	326	1,059	412	469	520
其他应收款 (合计)	35	192	836	951	1,053
存货	10,325	14,505	14,946	16,788	18,783
其他流动资产	4,405	3,764	4,040	4,441	4,794
流动资产合计	26,733	27,166	34,948	39,385	47,736
其他权益工具	1,210	1,160	1,160	1,160	1,160
长期股权投资	278	282	283	283	283
固定资产	4,162	4,424	4,503	4,307	4,050
在建工程	307	1,300	1,086	919	794
无形资产	789	583	842	875	907
商誉	21	32	32	32	32
其他非流动资产	167	229	229	229	229
非流动资产合计	7,975	9,480	8,440	8,262	8,027
总负债	15,484	11,613	11,825	8,346	7,809
短期借款	1,580	1,417	4,880	953	0
应付账款	1,815	2,232	1,268	1,415	1,567
应付票据	708	513	951	1,061	1,175
预收账款	0	0	412	469	520
其他流动负债	197	931	931	931	931
流动负债合计	10,042	9,320	9,614	6,135	5,598
长期借款	2,401	609	609	609	609
应付债券	2,540	1,205	1,205	1,205	1,205
其他非流动负债	386	370	370	370	370
非流动负债合计	5,443	2,293	2,211	2,211	2,211
股东权益	19,224	25,032	31,562	39,300	47,954
股本	3,633	3,615	3,615	3,615	3,615
公积金	2,068	2,482	2,482	2,482	2,482
未分配利润	9,605	13,499	19,429	26,517	34,470
归属母公司权益	15,348	19,831	25,761	32,849	40,802
少数股东权益	3,875	5,201	5,801	6,451	7,151

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.25%	0.20%	0.32%	0.32%	0.32%
管理费用率	3.27%	2.81%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	1.29%	0.56%	0.35%	0.23%	0.15%
研发费用率	0.53%	0.68%	0.51%	0.51%	0.51%
所得税率	16%	15%	14%	14%	14%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.45	0.17	0.20	0.23	0.26
每股经营现金流	1.04	1.31	1.58	1.80	2.07
每股净资产	4.22	5.49	7.13	9.09	11.29
每股销售收入	8.37	10.31	11.40	12.98	14.38

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	18	15	14	12	10
PB	6.0	4.6	3.6	2.8	2.3
EV/EBITDA	14.4	10.9	13.2	10.2	9.0
股息率	1.7%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		
A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE