

2022年10月25日

北方稀土 (600111.SH)

扣非利润环比提升，稀土指标增量可期

■事件：公司发布 2022 年第三季度报告，2022 年前三季度营业收入 279.98 亿元、同比+16.22%，其中 Q3 营业收入 78.69 亿元，同比-16.02%、环比-23.74%。2022 年前三季度归母净利润 46.31 亿元、同比+47.07%，其中 Q3 归母净利润 15.04 亿元，同比+35.13%、环比+4.12%，另外由于公允价值变动损益等影响，Q3 扣非利润为 15.97 亿元，同比+54.82%、环比+15.23%。

■稀土原材料销量环比下降，稀土价格随市场下调，Q3 营收环比下滑 23.74%，不过由于出货结构的改善等，Q3 毛利率环比提升 10.14pct 至 35%，净利率随之上调至 19.76%，整体利润特别是扣非利润维持季度较高水平。(1) 产销量上，2022 年前三季度稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属产量依次为 9722.8、71262.6、16990.6 吨，同比变动-15.3%、+17.3%、+10%，销量依次为 19547.5、45544.8、16423.7 吨，同比变动-31.6%、-6.6%、+8.8%。其中 2022 年 Q3 稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属产量依次为 3398、23221.6、5862.9 吨，同比变动+1.6%、+31.4%、+32.1%，环比变动+3.9%、-2.3%、3.3%，销量依次为 4175、11105.8、5227 吨，同比变动-47.7%、-42.2%、+20.8%，环比-49.4%、-29.1%、-8.8%。

(2) 价格上，2022 年前三季度镨钕氧化物市场均价 87.6 万元/吨，同比+62.8%，2022 年 Q3 镨钕氧化物市场均价 72.9 万元/吨，同比+23.3%、环比-19.9%，挂牌价方面，9 月北方稀土挂牌价随市场下调，当月镨钕氧化物、镨钕金属挂牌价为 64.4、78.8 万元/吨，环比 8 月依次下调 16.4、19.65 万元/吨。

■做精做强稀土功能材料，提升产品附加值。2022 年前三季度磁性材料、抛光材料、贮氢材料产量依次为 26938.4、20777.3、1176.7 吨，同比变动+20.3%、-10.8%、-45.7%，销量依次为 26728.7、21116.2、1366.6 吨，同比变动+19.7%、+5.6%、-35.3%。其中 2022 年 Q3 磁性材料、抛光材料、贮氢材料产量依次为 8224.8、5891.8、414.9 吨，同比变动+4.7%、-31.5%、-46.3%，环比变动-21.2%、-19.5%、+23.3%，销量依次为 8464.2、9277.9、422.5 吨，同比变动+6.2%、+17.7%、-39.7%，环比-15.2%、+43.5%、+2.3%。公司与大地熊、安泰科技、青岛中加特等合资布局稀土永磁产业链，预计产品附加值或持续提升。

■公司稀土指标领先，成本相较市场仍有优势。2022 年前两批合计稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为 210000 吨、202000 吨，北方稀土对应指标依次为 120420、107560 吨，占比依次为 57.34%、53.25%，处于行业领先水平，未来增量可期。另据公告，公司 1 月、6 月与包钢签订的日常关联交易合同确定稀土精矿不含税价格分别为 26887.2、39189 元/吨，对应镨钕氧化物成本约 31.9、44.2 万元/吨，合同金额也随之调整，由于 6 月价格暂未被股东大会通过，目前仍按照 1 月价格交易，尽管 6 月价格提升幅度明显，但相对于市场精矿 5.6 万元/吨 (REO=50%) 仍具备成本优势。

■投资建议：我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 400.08、

公司快报

证券研究报告

稀有金属

投资评级 增持-A

维持评级

6 个月目标价： 32 元
股价 (2022-10-24) 25.50 元

交易数据

总市值 (百万元)	92,643.18
流通市值 (百万元)	92,643.18
总股本 (百万股)	3,633.07
流通股本 (百万股)	3,633.07
12 个月价格区间	25.50/56.46 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.65	-11.27	-29.24
绝对收益	-11.24	-20.21	-46.13

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001
qinjj1@essence.com.cn

相关报告

北方稀土：稀土原材料优势明显，布局稀土全产业链利润或持续释放/雷慧华 2022-04-16

459.99、530.96 亿元，实现净利润 62.24、75.01、89.34 亿元，对应 EPS 分别为 1.71、2.06、2.46 元/股，目前股价对应 PE 为 14.9、12.4、10.4 倍。维持给予“增持-A”评级，6 个月目标价 32 元/股。

■风险提示：需求不及预期，项目进展不及预期，光伏业务盈利空间下滑

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	21,245.9	30,408.4	40,007.8	45,998.7	53,096.4
净利润	832.6	5,130.0	6,224.2	7,500.8	8,933.5
每股收益(元)	0.23	1.41	1.71	2.06	2.46
每股净资产(元)	2.87	4.22	5.39	6.81	8.49

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	111.3	18.1	14.9	12.4	10.4
市净率(倍)	8.9	6.0	4.7	3.7	3.0
净利率	3.9%	16.9%	15.6%	16.3%	16.8%
净资产收益率	8.0%	33.4%	31.8%	30.3%	28.9%
股息收益率	0.3%	1.7%	2.1%	2.5%	3.0%
ROIC	7.7%	35.0%	35.1%	32.6%	39.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,245.9	30,408.4	40,007.8	45,998.7	53,096.4	成长性					
减:营业成本	18,752.2	21,943.7	29,745.4	33,964.8	38,978.7	营业收入增长率	17.4%	43.1%	31.6%	15.0%	15.4%
营业税费	94.9	224.5	295.4	339.6	392.0	营业利润增长率	42.1%	467.1%	21.8%	20.9%	19.2%
销售费用	68.7	75.9	99.8	114.8	132.5	净利润增长率	35.1%	516.1%	21.3%	20.5%	19.1%
管理费用	731.1	993.3	1,306.9	1,502.6	1,734.5	EBITDA 增长率	31.1%	278.7%	19.8%	17.7%	17.5%
研发费用	108.1	160.9	211.6	243.3	280.9	EBIT 增长率	40.2%	338.3%	20.4%	17.6%	17.5%
财务费用	358.5	391.8	275.7	59.0	-95.6	NOPLAT 增长率	39.3%	371.7%	18.9%	17.6%	17.5%
资产减值损失	-89.0	-69.4	-70.3	-76.2	-72.0	投资资本增长率	4.1%	18.6%	26.6%	-2.7%	29.4%
加:公允价值变动收益	-	-65.9	-	-	-	净资产增长率	6.5%	39.4%	25.1%	24.5%	23.5%
投资和汇兑收益	20.3	0.6	23.3	19.3	15.9	利润率					
营业利润	1,182.7	6,706.8	8,166.5	9,870.1	11,761.3	毛利率	11.7%	27.8%	25.7%	26.2%	26.6%
加:营业外净收支	-75.1	-11.1	-24.9	-37.0	-24.4	营业利润率	5.6%	22.1%	20.4%	21.5%	22.2%
利润总额	1,107.6	6,695.7	8,141.6	9,833.0	11,736.9	净利润率	3.9%	16.9%	15.6%	16.3%	16.8%
减:所得税	201.4	1,085.8	1,320.3	1,594.5	1,903.3	EBITDA/营业收入	9.3%	24.6%	22.4%	22.9%	23.4%
净利润	832.6	5,130.0	6,224.2	7,500.8	8,933.5	EBIT/营业收入	7.5%	23.1%	21.1%	21.6%	22.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	61	46	39	36	33
						流动营业资本周转天数	209	164	158	152	152
						流动资产周转天数	299	268	249	237	244
						应收帐款周转天数	43	41	41	41	41
						存货周转天数	155	114	117	117	116
						总资产周转天数	413	357	321	303	303
						投资资本周转天数	282	220	205	197	193
						投资回报率					
						ROE	8.0%	33.4%	31.8%	30.3%	28.9%
						ROA	3.5%	16.2%	18.6%	20.3%	20.2%
						ROIC	7.7%	35.0%	35.1%	32.6%	39.4%
						费用率					
						销售费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
						管理费用率	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
						研发费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
						财务费用率	1.7%	1.3%	0.7%	0.1%	-0.2%
						四费/营业收入	6.0%	5.3%	4.7%	4.2%	3.9%
						偿债能力					
						资产负债率	46.0%	44.6%	34.4%	26.4%	24.2%
						负债权益比	85.1%	80.5%	52.5%	35.9%	31.8%
						流动比率	4.54	2.66	3.38	4.92	5.02
						速动比率	2.35	1.63	1.51	2.77	2.48
						利息保障倍数	4.46	17.90	30.62	168.30	-121.99
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	0.44	0.54	0.65	0.77
						分红比率	30.4%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
						股息收益率	0.3%	1.7%	2.1%	2.5%	3.0%
						现金流量表					
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.23	1.41	1.71	2.06	2.46
						BVPS(元)	2.87	4.22	5.39	6.81	8.49
						PE(X)	111.3	18.1	14.9	12.4	10.4
						PB(X)	8.9	6.0	4.7	3.7	3.0
						P/FCF	47.5	30.0	-42.6	14.8	50.9
						P/S	4.4	3.0	2.3	2.0	1.7
						EV/EBITDA	27.4	22.9	11.0	8.8	7.6
						CAGR(%)	108.7%	20.6%	120.0%	108.7%	20.6%
						PEG	1.0	0.9	0.1	0.1	0.5
						ROIC/WACC	0.7	3.4	3.4	3.1	3.8
						REP	4.3	2.5	1.1	1.2	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 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。

■ 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。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任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 119 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