

北方稀土（600111）/稀有金属

证券研究报告/公司点评

2023年05月08日

**评级：增持（下调）**

市场价格：24.33

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：安永超

执业证书编号：S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

研究助理：胡十尹

Email: husy01@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	3,615
流通股本(百万股)	3,615
市价(元)	24.33
市值(百万元)	87,955
流通市值(百万元)	87,955

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,408	37,260	36,530	43,206	50,140
增长率 yoy%	43%	23%	-2%	18%	16%
净利润(百万元)	5,130	5,984	3,664	5,354	6,891
增长率 yoy%	516%	17%	-39%	46%	29%
每股收益(元)	1.42	1.66	1.01	1.48	1.91
每股现金流量	1.05	1.31	1.76	1.04	1.46
净资产收益率	27%	24%	13%	16%	17%
P/E	17.1	14.7	24.0	16.4	12.8
P/B	5.7	4.4	3.9	3.2	2.6

备注：股价取自 2023 年 5 月 8 日

### 投资要点

- 事件：**北方稀土发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告，公司 2022 实现营业收入 372.6 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%；实现扣非净利润 62.03 亿元，同比增长 24.88%。2023Q1 实现营业收入 92.31 亿元，同比下降 5.9%，环比下降 0.33%；实现归母净利 9.22 亿元，同比下降 40.83%，环比下降 31.83%；实现扣非净利 8.89 亿元，同比下降 46.80%，环比下降 42.58%。
- 2022 年创年度最好业绩。**1) 量：2022 年受疫情等因素影响产销未充分释放，稀土氧化物销量为 23722 吨（同比-43.66%），稀土金属销量 23836 吨（同比+16.61%），磁性材料销量 37605 吨（同比+24.33%）。2) 价：价格双轨制运行，2022 年氧化镨钕市场均价为 82.6 万元/吨（同比+38.55%），北方稀土氧化镨钕挂牌均价 76.2 万元/吨（同比+30.04%），市场均价略高于挂牌价。3) 成本：公司主要成本为稀土精矿采购成本，根据公司与包钢股份协议，22 年初稀土精矿定价为 2.69 万元/吨，年底定价从 10 月开始调整为 3.53 万元/吨，增长 31.34%；2022 年北方稀土实现毛利 103.55 亿元，同比增长 22%。
- 稀土价格下行+精矿成本上行，23Q1 业绩承压。**1) 量：2023 年一季度，稀土氧化物销量为 5434 吨（同比-24.07%，环比 31.02%），稀土金属销量 6789 吨（同比+24.27%，环比-8.94%），磁性材料销量 9900 吨（同比+19.45%，环比-15.16%）。2) 价：价格双轨制运行，2023Q1 氧化镨钕市场均价为 66.4 万元/吨（同比-33.93%，环比-1.26%），北方稀土氧化镨钕挂牌均价 64.3 万元/吨（同比-21.28%，环比-0.10%），市场均价略高于挂牌价。3) 成本：2023 年第一季度稀土精矿交易价格为 3.53 万元/吨（REO=50%），相较 2022 年同期的 2.69 万元/吨（REO=51%）增长约 31%；价格下行叠加成本上升导致公司 23Q1 毛利率由去年同期 28.73%→15.57%，同比下降 13.16pcts，环比下降 8.36pcts。
- 费用管控能力加强。**2022 年公司期间费用率为 4.26%，同比减少 1.08pcts，其中管理/销售/财务/研发费用率分别为 2.81%/0.20%/0.56%/0.68%；2023Q1 公司期间费用率为 3.83%，同比减少 0.41pcts，环比减少 0.45pcts，其中财务费用率为 0.55%，同比下降 0.49pct，主要由于公司利息支出同比减少；管理费用率为 2.63%，同比增加 0.17pcts；研发费用率为 0.52%，同比下降 0.07pcts；销售费用率为 0.13%，同比下降 0.01pcts。
- 北方稀土获得指标份额持续提升，稀土龙头具备高成长性。**公司 23 年第一批稀土矿开采指标 80943 吨 REO（折算氧化镨钕约 1.6 万吨），指标占比由 60%→67%，同比

增加 20733 吨 REO (+34%)。考虑到资源禀赋、产能、环保等因素，预计未来指标分配仍将延续这一趋势。我们预计其产量年均复合增速或达到 30%左右，稀土龙头仍具备较高成长性。

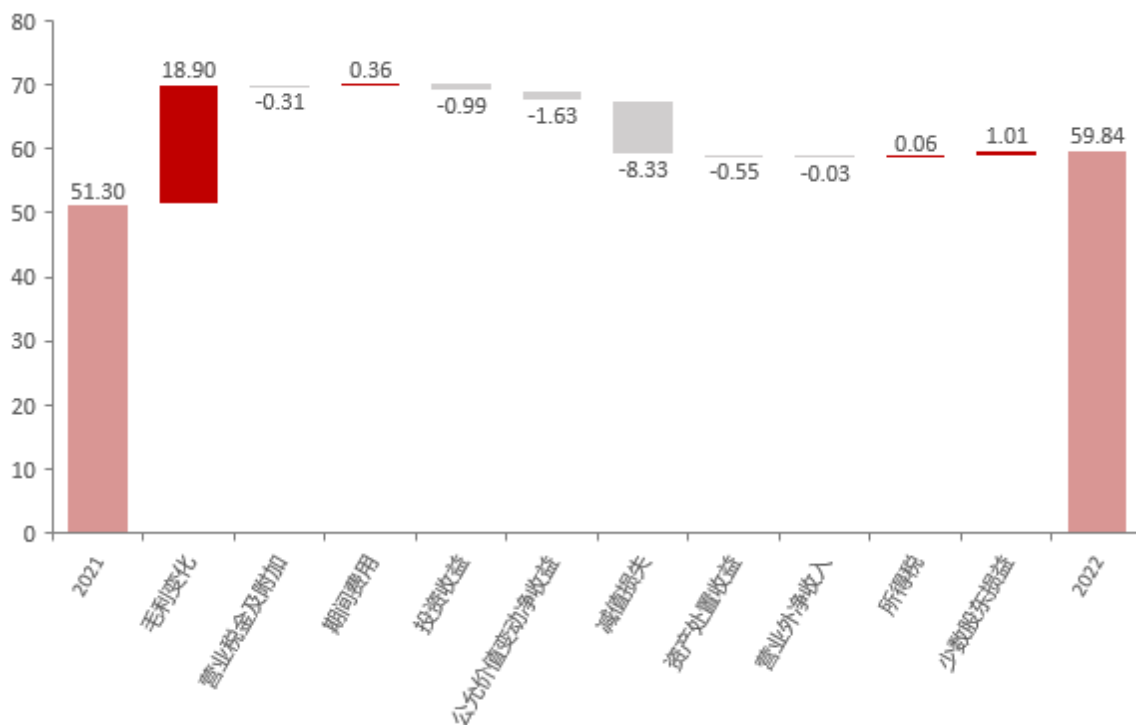
- **稀土价格短期有望筑底，中长期景气度无忧。** 稀土自去年三季度以来持续调整，往后伴随着需求逐步恢复，价格有望逐步筑底反弹。拉长周期来看，碳中和大的背景下，新能源汽车、工业节能电机、人形机器人等领域需求爆发，行业景气度无忧。而供应端，国内稀土供给受到指标管控，海外矿山 Mt Pass、Lynas、缅甸等矿山没有大的资本开支计划，稀土供应缺乏弹性，稀土价格中枢在中长期来看有望抬升。
- **盈利预测及投资建议：**假设 2023-2025 年氧化镨钕均价分别为 50、55、60 万元/吨，稀土精矿价格为 3.16、3.30、3.5 万元/吨，预计公司 23-25 年净利润分别为 36.64、53.54、68.91 亿元（2022 年 10 月 21 日报告 23-24 年盈利预测分别为 96.12 和 121.71 亿元），按照 2023 年 5 月 8 日收盘价，公司 880 亿市值计算，对应 23-25 年 PE 分别为 24.0、16.4、12.8X。下调公司评级为“增持”。
- **风险提示：**与包钢股份稀土精矿采购价格变动风险、产业政策变动风险、供给端超预期释放风险、需求不及预期风险、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险、需求测算偏差风险等。

图表 1: 公司主要财务指标变化 (亿元)

	2022Q1	2022Q4	2023Q1	环比	同比	2021	2022	同比 指标变动原因
营业收入	98.10	92.62	92.31	-0.33%	-5.90%	304.08	372.60	23% 报告期内, 公司主要稀土产品销售价格同比下降及销量同比减少。
营业成本	69.91	70.46	77.94	10.62%	11.47%	219.44	269.05	23% 报告期内, 公司主要稀土产品原材料采购成本同比增加。
毛利	28.18	22.16	14.38	-35.14%	-48.99%	84.65	103.55	22%
毛利率	28.73%	23.93%	15.57%	-8.36%	-13.16%	28%	28%	0%
销售费用	0.14	0.22	0.12	-45.94%	-15.19%	0.76	0.73	-3%
销售费用率	0.14%	0.24%	0.13%	-0.11%	-0.01%	0.25%	0.20%	-0.05%
管理费用	2.42	3.07	2.43	-21.08%	0.41%	9.93	10.47	5%
管理费用率	2.46%	3.32%	2.63%	-0.69%	0.17%	3.27%	2.81%	-0.46%
财务费用	1.02	0.18	0.51	185.17%	-50.44%	3.92	2.10	-46.40% 报告期内, 公司利息支出同比减少。
财务费用率	1.04%	0.19%	0.55%	0.36%	-0.49%	1.29%	0.56%	-0.72%
研发费用	0.58	0.50	0.48	-2.52%	-16.72%	1.61	2.55	58%
研发费用率	0.59%	0.54%	0.52%	-0.01%	-0.07%	0.53%	0.68%	0.15%
期间费用	4.16	3.97	3.53	-10.87%	-15.02%	16.22	15.86	-2%
期间费用率	4.24%	4.28%	3.83%	-0.45%	-0.41%	5.33%	4.26%	-1.08%
投资收益	-0.01	-2.77	0.11	-	-	0.01	-1.49	-
资产减值损失	-0.03	-4.52	-0.01	-	-	-0.69	-9.14	-
信用减值损失	-0.03	2.24	-0.01	-100.66%	-48.41%	0.20	0.31	54%
利润总额	22.11	12.85	11.19	-12.92%	-49.40%	66.96	74.37	11%
所得税费用	3.83	0.72	1.74	140.45%	-54.71%	10.86	10.80	-1%
归母净利润	15.58	13.52	9.22	-31.83%	-40.83%	51.30	59.84	17%
扣非净利润	16.71	15.48	8.89	-42.59%	-46.80%	49.67	62.03	25%
经营活动产生的现金流量净额	19.18	-4.20	9.49	-	-50.53%	37.94	47.41	25% 报告期内, 公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少。
投资活动产生的现金流量净额	-0.34	-0.19	-7.33	-	-	-18.59	-4.15	- 报告期内, 公司购建固定资产和股权类投资支出同比增加。
筹资活动产生的现金流量净额	-24.35	-11.63	0.55	-	-	2.43	-64.83	-2767% 报告期内, 公司偿还本息债务同比减少。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

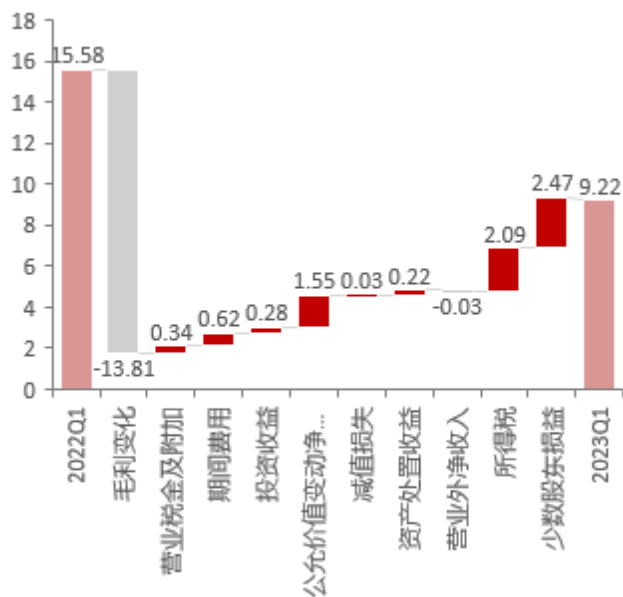
图表 2: 公司 2022 年业绩变动拆分 (亿元)



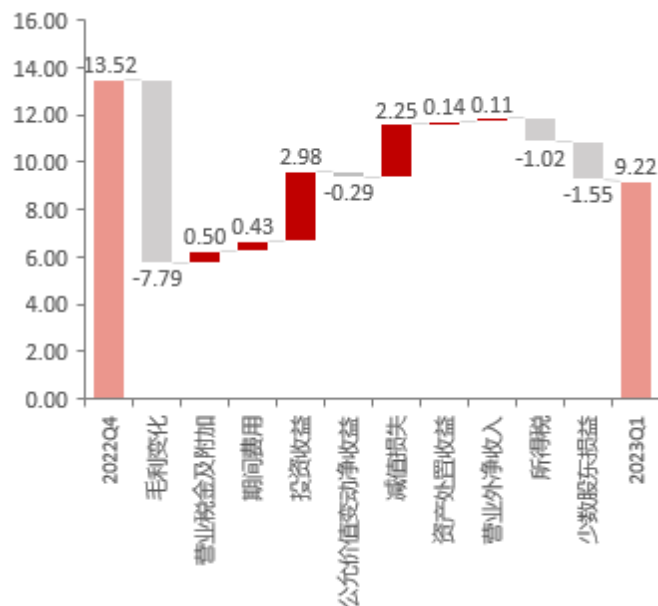
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 23Q1 业绩变动拆分-同比 (亿元)

图表 4: 公司 23Q1 业绩变动拆分-环比 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 公司主要产品价格变化**

	单位	2022Q1	2022Q4	2023Q1	环比	同比	2021	2022	同比
氧化镨钕市场价	万元/吨	100.6	67.3	66.4	-1.26%	-33.93%	59.6	82.6	38.55%
氧化镨钕北方挂牌价	万元/吨	81.6	64.3	64.3	-0.10%	-21.28%	58.6	76.2	30.04%
金属镨钕市场价	万元/吨	124.6	81.7	80.7	-1.25%	-35.22%	73.7	101.2	37.24%
金属镨钕北方挂牌价	万元/吨	99.5	78.7	78.7	-0.06%	-20.90%	71.9	93.0	29.40%

来源: 百川, 中泰证券研究所

**图表 6: 公司主要产品产量情况**

产量	单位	2022Q1	2022Q4	2023Q1	环比	同比	2021	2022	同比
稀土氧化物	吨	3055.5	3099.4	4030.8	30.05%	31.92%	12674.5	12822.2	1.17%
稀土盐类	吨	24282.2	32423.6	30123.0	-7.10%	24.05%	78155.8	103686.2	32.67%
稀土金属	吨	5450.0	7301.0	6304.0	-13.66%	15.67%	20867.9	24291.6	16.41%
磁性材料	吨	8270.1	11106.9	9617.9	-13.41%	16.30%	30725.7	38045.3	23.82%
抛光材料	吨	7563.8	6891.6	4766.1	-30.84%	-36.99%	31892.8	27669.0	-13.24%
贮氢材料	吨	425.3	467.8	395.7	-15.41%	-6.95%	2784.4	1644.4	-40.94%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 7: 公司主要产品销量情况**

销量	单位	2022Q1	2022Q4	2023Q1	环比	同比	2021	2022	同比
稀土氧化物	吨	7156.0	4147.1	5433.6	31.02%	-24.07%	42105.3	23721.6	-43.66%
稀土盐类	吨	18785.4	21088.3	16820.3	-20.24%	-10.46%	74187.3	66633.1	-10.18%
稀土金属	吨	5463.0	7411.9	6788.7	-8.41%	24.27%	20440.6	23835.5	16.61%
磁性材料	吨	8287.8	10876.1	9900.1	-8.97%	19.45%	30244.8	37604.8	24.33%
抛光材料	吨	5374.6	6649.6	4797.0	-27.86%	-10.75%	29800.4	27765.8	-6.83%
贮氢材料	吨	531.2	425.6	338.0	-0.2	-0.4	2792.7	1792.3	-35.82%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 8: 23 年业绩敏感性测算 (亿元)**

		氧化镨钕 (万元/吨)							
		35	40	45	50	55	60	65	70
稀土精矿 (万元/吨)	2.00	33	44	55	66	77	89	100	111
	2.20	27	39	50	61	72	83	95	106
	2.40	22	34	45	56	67	78	90	101
	2.69	15	26	37	49	60	71	82	93
	2.80	12	23	35	46	57	68	79	91
	3.00	7	18	29	41	52	63	74	86
	3.20	2	13	24	36	47	58	69	80
	3.40	-3	8	19	31	42	53	64	75
	3.60	-8	3	14	25	37	48	59	70

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司主要产品为氧化镨钕等稀土产品, 需求低于预期、供给端超预期释放、流动性等因素均会扰动稀土价格走势, 从而影响公司盈利 (敏感性测算见图表 8)。
- **与包钢股份稀土精矿采购价格变动风险。**公司主要原料为稀土精矿, 主要向包钢股份购买, 稀土精矿价格根据协议按照季度协商调整, 稀土精矿价格上行对公司业绩会造成负面冲击。
- **下游需求不及预期的风险。**稀土下游主要为新能源汽车、传统汽车、家电、风电等, 销量受宏观政策、流动性、消费者购买意愿、价格等多因素影响, 销量不及预期或对商品价格造成扰动。
- **产业政策变动风险。**稀土供给端受到国内政策控制, 产业政策发生变动同样会影响稀土供应预期。
- **需求测算偏差风险。**报告需求测算均基于一定前提假设, 存在实际达不到、不及预期风险, 可能会导致供需结构发生转变, 从而导致对主要产品价格的误判。
- **研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。**研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析, 相关数据存在更新滞后的风险。
- **核心假设条件变动造成盈利预测不及预期的风险等。**公司业绩对产品价格较为敏感, 售价假设不能达到或造成公司业绩不及预期。

图表9：公司财务预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,448	10,284	12,964	17,236	营业收入	37,260	36,530	43,206	50,140
应收票据	1,059	402	475	552	营业成本	26,905	30,300	34,704	39,567
应收账款	2,192	2,149	2,542	2,950	税金及附加	256	217	266	330
预付账款	478	757	868	989	销售费用	73	73	77	81
存货	14,505	14,241	16,311	18,597	管理费用	1,047	1,100	1,155	1,212
合同资产	0	0	0	0	研发费用	255	331	364	383
其他流动资产	4,483	4,450	5,082	5,734	财务费用	210	82	78	61
流动资产合计	27,166	32,285	38,242	46,058	信用减值损失	31	31	31	31
其他长期投资	116	115	121	126	资产减值损失	-914	-3	0	0
长期股权投资	282	282	282	282	公允价值变动收益	-229	0	0	0
固定资产	4,424	4,409	4,453	4,550	投资收益	-149	0	0	0
在建工程	1,300	1,400	1,400	1,300	其他收益	217	180	180	180
无形资产	583	492	379	253	营业利润	7,452	4,618	6,755	8,699
其他非流动资产	2,775	2,772	2,797	2,849	营业外收入	17	18	18	18
非流动资产合计	9,480	9,469	9,432	9,360	营业外支出	32	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>36,645</b>	<b>41,754</b>	<b>47,674</b>	<b>55,418</b>	<b>利润总额</b>	<b>7,437</b>	<b>4,636</b>	<b>6,773</b>	<b>8,717</b>
短期借款	1,417	2,500	2,500	2,500	所得税	1,079	696	1,016	1,308
应付票据	513	303	347	396	<b>净利润</b>	<b>6,358</b>	<b>3,940</b>	<b>5,757</b>	<b>7,409</b>
应付账款	2,232	2,424	2,776	3,165	少数股东损益	374	276	403	519
预收款项	0	130	39	56	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,984</b>	<b>3,664</b>	<b>5,354</b>	<b>6,890</b>
合同负债	262	658	778	903	NOPLAT	6,537	4,010	5,823	7,461
其他应付款	457	457	457	457	EPS（按最新股本摊薄）	1.66	1.01	1.48	1.91
一年内到期的非流动负债	2,868	2,868	2,868	2,868					
其他流动负债	1,572	1,698	1,860	2,037					
流动负债合计	9,320	11,038	11,624	12,381	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	609	909	1,209	1,509	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
应付债券	1,205	1,205	1,205	1,205	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	479	479	479	479	营业收入增长率	22.5%	-2.0%	18.3%	16.0%
非流动负债合计	2,293	2,593	2,893	3,193	EBIT增长率	7.9%	-38.3%	45.2%	28.1%
<b>负债合计</b>	<b>11,613</b>	<b>13,630</b>	<b>14,516</b>	<b>15,574</b>	归母公司净利润增长率	16.6%	-38.8%	46.1%	28.7%
归属母公司所有者权益	19,831	22,647	27,277	33,445	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	5,201	5,477	5,880	6,399	毛利率	27.8%	17.1%	19.7%	21.1%
<b>所有者权益合计</b>	<b>25,032</b>	<b>28,124</b>	<b>33,157</b>	<b>39,843</b>	净利率	17.1%	10.8%	13.3%	14.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>36,645</b>	<b>41,754</b>	<b>47,674</b>	<b>55,418</b>	ROE	23.9%	13.0%	16.1%	17.3%
					ROIC	27.0%	14.5%	18.1%	19.6%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	31.7%	32.6%	30.4%	28.1%
					债务权益比	26.3%	28.3%	24.9%	21.5%
<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	流动比率	2.9	2.9	3.3	3.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,741</b>	<b>6,350</b>	<b>3,741</b>	<b>5,279</b>	速动比率	1.4	1.6	1.9	2.2
现金收益	7,053	4,628	6,430	8,063	<b>营运能力</b>				
存货影响	-4,181	264	-2,070	-2,286	总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9
经营性应收影响	1,903	424	-576	-606	应收账款周转天数	29	21	20	20
经营性应付影响	334	112	304	455	应付账款周转天数	27	28	27	27
其他影响	-368	921	-347	-348	存货周转天数	166	171	158	159
<b>投资活动现金流</b>	<b>-415</b>	<b>-1,092</b>	<b>-560</b>	<b>-523</b>	<b>每股指标（元）</b>				
资本支出	-1,534	-600	-526	-464	每股收益	1.66	1.01	1.48	1.91
股权投资	-4	0	0	0	每股经营现金流	1.31	1.76	1.03	1.46
其他长期资产变化	1,123	-492	-34	-59	每股净资产	5.49	6.26	7.55	9.25
<b>融资活动现金流</b>	<b>-6,483</b>	<b>579</b>	<b>-501</b>	<b>-484</b>	<b>估值比率</b>				
借款增加	-4,492	1,383	300	300	P/E	15	24	16	13
股利及利息支付	-2,183	-739	-967	-1,263	P/B	4	4	3	3
股东融资	423	0	0	0	EV/EBITDA	-3	-4	-3	-2
其他影响	-231	-65	166	479					

来源：wind，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。