

分析师: 刘智  
 登记编码: S0730520110001  
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775  
 研究助理: 李泽森  
 登记编码: S0730121070006  
 lizs1@ccnew.com 021-50586702

## 合资合作有序推进, 盈利保持较快增长

### ——北方稀土(600111)公司点评报告

## 证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

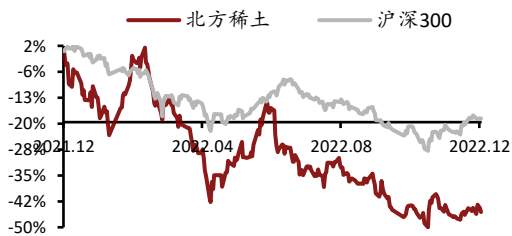
### 市场数据(2022-12-16)

收盘价(元)	26.27
一年内最高/最低(元)	49.21/24.20
沪深 300 指数	3,954.23
市净率(倍)	5.17
流通市值(亿元)	954.41

### 基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	5.08
每股经营现金流(元)	1.42
毛利率(%)	29.07
净资产收益率_摊薄(%)	25.10
资产负债率(%)	34.21
总股本/流通股(万股)	363,306.60/363,306.60
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

### 相关报告

- 《北方稀土(600111)中报点评: 营收和盈利双增长, 子板块表现差异大》 2019-08-26
- 《北方稀土(600111)公司点评报告: 缅甸进口或减少, 稀土价格有望反弹》 2019-03-14

联系人: 马蕊琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 12 月 19 日

### 投资要点:

- 公司是我国轻稀土行业的龙头企业。公司是我国最早建立并发展壮大的国有控股稀土企业, 目前是全球最大的稀土企业集团和稀土产业基地, 是我国稀土大集团之一。公司在行业内率先发展成为集稀土冶炼分离、功能材料、应用产品、科研和贸易一体化的集团化上市公司, 形成以稀土资源为基础、冶炼分离为核心、新材料领域建设为重点、终端应用为拓展方向的产业结构, 并依托创新驱动发展战略持续促进产业结构调整 and 转型升级, 实现稀土上中下游一体化发展, 构筑了行业领先的全产业链竞争优势。公司现可生产各类稀土产品 11 个大类、50 余种、近千个规格, 产品主要分为稀土原料产品、稀土功能材料产品及部分稀土终端应用产品。
- 公司控股股东包钢集团拥有全球最大的稀土矿白云鄂博矿的独家开采权; 在国家稀土开采、生产总量控制计划指标分配中, 公司获得的矿产品和冶炼分离产品指标分配量位居前列。控股股东下属子公司包钢股份排他性地向公司供应稀土精矿, 为公司生产经营提供了原料保障。2022 年工信部和自然资源部下达的两批稀土开采总量控制指标中, 矿产品指标由 16.8 万吨增至 21 万吨, 增加 4.2 万吨 (均为轻稀土), 增幅为 25%, 中重稀土未变; 公司获得分配量为 141650 吨, 占轻稀土指标总量的 74.22%, 占矿产品总量的 67.45%。冶炼分离指标由 16.2 万吨增至 20.2 万吨, 增幅达 24.69%, 其中, 公司获得分配量为 128934 吨, 占冶炼分离指标总量的 63.83%。
- 受到稀土氧化物、稀土盐类和贮氢材料销量下滑以及部分稀土价格下滑影响, 公司第三季度营收有所下降, 公司通过调整产品结构促使盈利保持较快增长。2022 年公司前三季度营业收入为 279.98 亿元, 同比增长 16.22%; 实现归母净利润 46.31 亿元, 同比增长 47.07%; 实现扣非归母净利润 46.54 亿元, 同比增长 57.29%。第三季度公司营业收入为 78.69 亿元, 同比增长-16.02%; 实现归母净利润 15.04 亿元, 同比增长 35.13%; 实现扣非归母净利润 15.97 亿元, 同比增长 54.82%。公司第三季度稀土氧化物销量为 4174.97 吨, 同比下降 47.65%, 环比下降 49.35%; 稀土盐类销量为 11105.78 吨, 同比下降 42.18%, 环比下降 29.05%; 稀土金属 5226.96 吨, 同比增长 20.8%, 环比下降 8.84%; 磁性材料 8464.21 吨, 同比增长 6.19%, 环比下降 15.16%; 抛光材料销量为 9277.91, 同比增长 17.65%, 环比增长 43.54%; 贮氢材料销量为 422.54 吨, 同比下降 39.67%, 环比增长 2.33%。

第三季度氧化镨钕价格均价为 73.01 万元/吨，同比增长 23.56%，环比下降 19.74%；第三季度北方稀土氧化镨钕挂牌价格均价为 75.46 万元/吨，环比下降 7.40%。

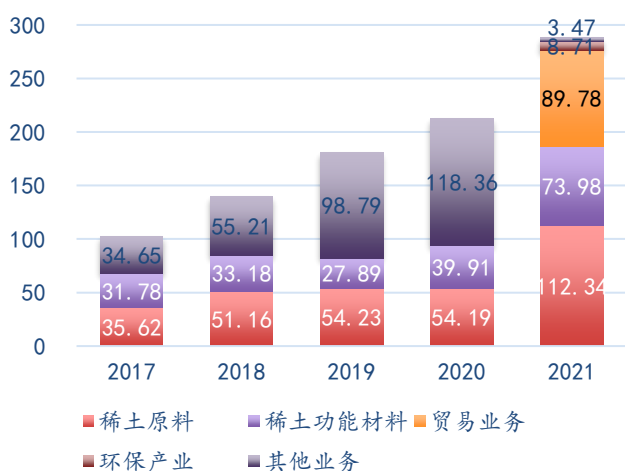
- **公司抢抓重点项目建设进度，提升产业绿色循环发展水平，合资合作有序落地。**公司启动天骄清美年产 9000 吨稀土抛光粉改(扩)建项目；有序推进绿色冶炼升级改造工程；完成甘肃稀土萃取线改造项目、淄博灵芝搬迁改造项目主体工程建设；高质量完成包头稀土博物馆建设，打造包头市稀土产业文化新地标。推动合资合作项目落地，加快推进产业“增链补链强链”。公司与青岛中加特合资设立新公司，建设稀土永磁高效电机项目，促进公司稀土镨钕产品向终端高附加值应用领域转化，延伸磁性材料产业链，增强稀土永磁体市场竞争力。子公司信丰新利收购东和磁业稀土废料资产，扩大公司废料回收产能。华星稀土吸收合并科日稀土，进一步强化资源整合力度，提高公司上游产业集中度和资产运营效率。加快生产现场自动化、智能化改造升级，加快构建集团信息化管控平台。推进操作岗位机器人，有效提升关键工序数控化水平。冶炼分公司 2#隧道窑、碳沉 1#线自动称重、包装项目，华星稀土自动上料、卸料项目进入调试阶段；设备资产及工程项目系统平台、华美 MES、供应链、智能仓储系统等信息系统建设进入前期准备阶段。
- **给予公司“增持”投资评级。**预计公司 2022、2023 和 2024 年全面摊薄后的 EPS 分别为 1.71 元、1.94 元和 2.21 元，按照 12 月 16 日 26.27 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 15.83 倍、13.92 倍和 12.24 倍。考虑到国内疫情防控政策持续优化、下游新能源汽车、风电、航天、工业电机等产业旺盛需求、稀土行业作为重要战略资源的良好发展前景，随着未来公司新建产能的建成和释放，预计公司营收和盈利会继续保持增长；目前公司估值水平相对合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

**风险提示：**(1) 美联储加息超预期；(2) 国际宏观经济下行；(3) 地缘政治冲突加剧；(4) 行业政策变化；(5) 行业竞争加剧；(6) 原材料价格大幅波动；(7) 下游需求不及预期；(8) 公司产能供给不及预期

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,903	30,408	37,036	43,523	50,237
增长比率(%)	21.07	38.83	21.80	17.52	15.43
净利润(百万元)	912	5,130	6,201	7,048	8,016
增长比率(%)	48.03	462.32	20.87	13.66	13.74
每股收益(元)	0.25	1.41	1.71	1.94	2.21
市盈率(倍)	107.56	19.13	15.83	13.92	12.24

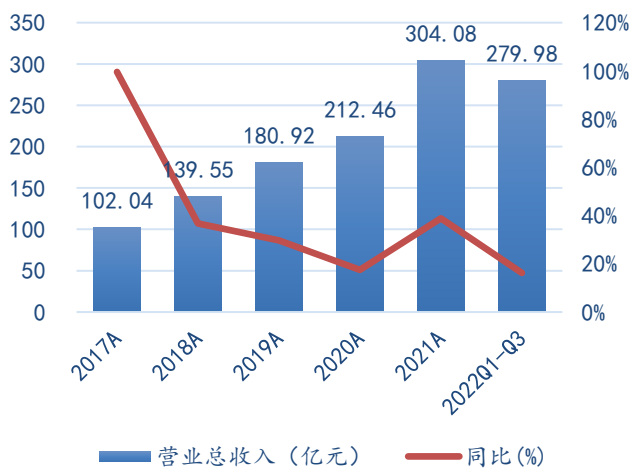
资料来源：中原证券

图 1：公司分产品营收（截至 2022 年半年报）



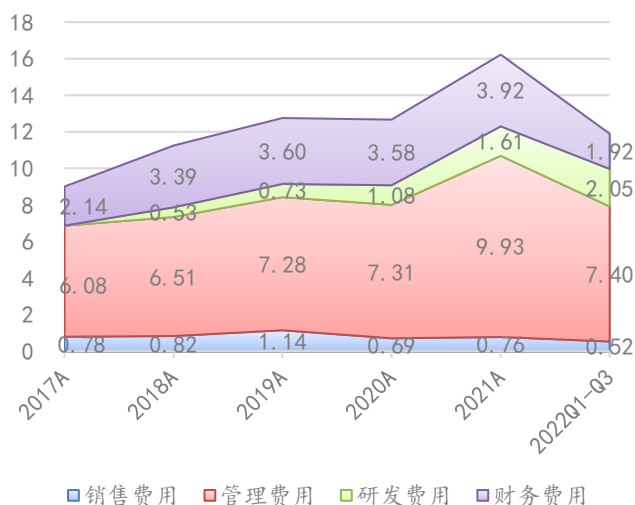
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营收及同比（截至 2022 年三季度报）



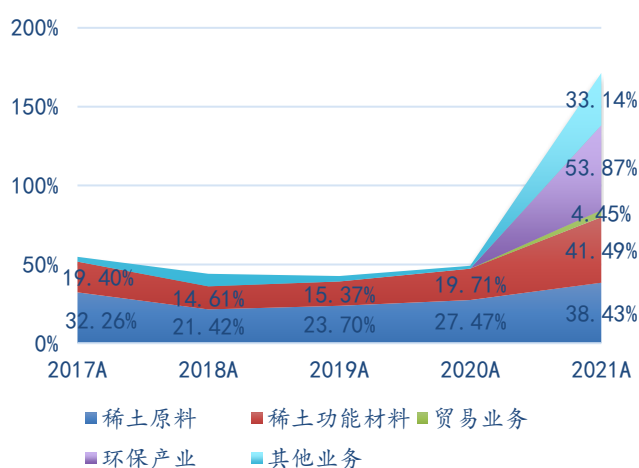
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司费用情况（亿元）



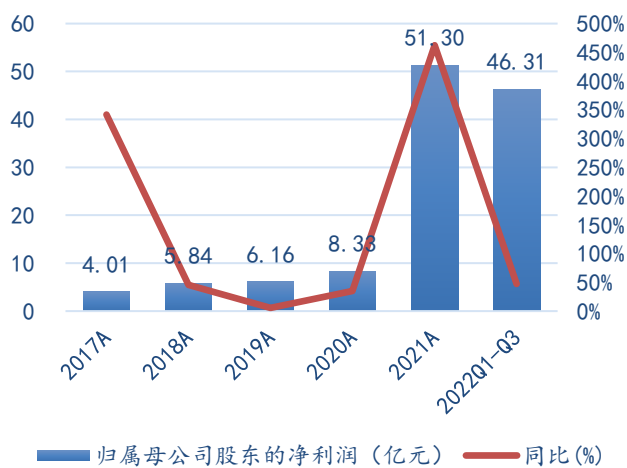
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司分产品毛利率（截至 2022 年半年报）



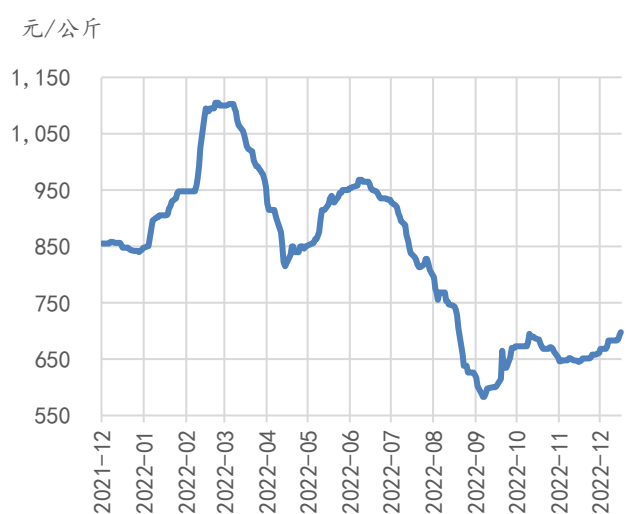
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比（截至 2022 年三季度报）



资料来源：Wind，中原证券

图 6：氧化镨钕(≥99% Nd2O3 75%)平均价



源：中国稀土行业协会，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>19,284</b>	<b>26,733</b>	<b>26,960</b>	<b>33,208</b>	<b>40,710</b>
现金	4,107	6,493	5,060	6,871	9,632
应收票据及应收账款	3,449	4,167	3,968	5,064	6,135
其他应收款	172	35	348	440	626
预付账款	232	553	717	834	908
存货	8,963	10,325	12,996	15,145	17,519
其他流动资产	2,362	5,161	3,870	4,855	5,890
<b>非流动资产</b>	<b>7,599</b>	<b>7,975</b>	<b>9,312</b>	<b>9,621</b>	<b>10,222</b>
长期投资	91	278	282	303	310
固定资产	4,110	4,170	4,304	4,605	5,087
无形资产	817	789	739	716	691
其他非流动资产	2,581	2,737	3,987	3,996	4,134
<b>资产总计</b>	<b>26,883</b>	<b>34,708</b>	<b>36,272</b>	<b>42,829</b>	<b>50,932</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,628</b>	<b>10,042</b>	<b>9,133</b>	<b>8,115</b>	<b>7,938</b>
短期借款	2,215	1,580	1,442	1,206	938
应付票据及应付账款	1,498	2,523	2,803	3,062	2,930
其他流动负债	914	5,939	4,888	3,847	4,069
<b>非流动负债</b>	<b>7,692</b>	<b>5,443</b>	<b>2,761</b>	<b>2,731</b>	<b>2,403</b>
长期借款	2,210	2,401	1,008	1,208	1,018
其他非流动负债	5,483	3,042	1,752	1,523	1,385
<b>负债合计</b>	<b>12,320</b>	<b>15,484</b>	<b>11,893</b>	<b>10,847</b>	<b>10,340</b>
少数股东权益	3,368	3,875	4,438	4,994	5,587
股本	3,633	3,633	3,633	3,633	3,633
资本公积	939	101	101	101	101
留存收益	6,634	11,572	16,164	23,212	31,228
归属母公司股东权益	11,195	15,348	19,940	26,988	35,005
<b>负债和股东权益</b>	<b>26,883</b>	<b>34,708</b>	<b>36,272</b>	<b>42,829</b>	<b>50,932</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>640</b>	<b>3,794</b>	<b>5,708</b>	<b>4,159</b>	<b>4,802</b>
净利润	986	5,610	6,764	7,604	8,609
折旧摊销	432	512	420	447	502
财务费用	412	447	213	148	131
投资损失	-21	-1	-133	-26	-30
营运资金变动	-1,329	-2,821	-1,812	-4,310	-4,883
其他经营现金流	160	46	258	296	473
<b>投资活动现金流</b>	<b>-370</b>	<b>-1,859</b>	<b>-1,250</b>	<b>-741</b>	<b>-1,313</b>
资本支出	-157	-283	-1,639	-800	-1,011
长期投资	-247	-1,650	388	68	-308
其他投资现金流	34	74	2	-9	6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,388</b>	<b>243</b>	<b>-5,891</b>	<b>-1,608</b>	<b>-727</b>
短期借款	-1,292	-635	-137	-237	-267
长期借款	1,746	191	-1,393	200	-190
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	726	-838	0	0	0
其他筹资现金流	209	1,525	-4,361	-1,571	-270
<b>现金净增加额</b>	<b>1,653</b>	<b>2,172</b>	<b>-1,433</b>	<b>1,811</b>	<b>2,761</b>

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>21,903</b>	<b>30,408</b>	<b>37,036</b>	<b>43,523</b>	<b>50,237</b>
营业成本	19,128	21,944	26,859	32,070	37,044
营业税金及附加	103	225	270	326	382
营业费用	69	76	78	100	111
管理费用	834	993	1,156	1,397	1,618
研发费用	109	161	233	270	301
财务费用	357	392	295	324	362
资产减值损失	-96	-69	-321	-125	-261
其他收益	154	167	207	218	231
公允价值变动收益	0	-66	0	0	0
投资净收益	21	1	133	26	30
资产处置收益	-61	37	-7	9	5
<b>营业利润</b>	<b>1,289</b>	<b>6,707</b>	<b>8,091</b>	<b>9,099</b>	<b>10,297</b>
营业外收入	16	8	17	13	20
营业外支出	87	19	21	23	24
<b>利润总额</b>	<b>1,218</b>	<b>6,696</b>	<b>8,087</b>	<b>9,090</b>	<b>10,293</b>
所得税	232	1,086	1,323	1,486	1,684
<b>净利润</b>	<b>986</b>	<b>5,610</b>	<b>6,764</b>	<b>7,604</b>	<b>8,609</b>
少数股东损益	74	480	563	556	593
<b>归属母公司净利润</b>	<b>912</b>	<b>5,130</b>	<b>6,201</b>	<b>7,048</b>	<b>8,016</b>
EBITDA	2,173	7,675	9,134	10,088	11,643
EPS (元)	0.25	1.42	1.71	1.94	2.21

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	21.07	38.83	21.80	17.52	15.43
营业利润 (%)	54.92	420.23	20.64	12.46	13.17
归属母公司净利润 (%)	48.03	462.32	20.87	13.66	13.74
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	12.67	27.84	27.48	26.32	26.26
净利率 (%)	4.17	16.87	16.74	16.19	15.96
ROE (%)	8.15	33.42	31.10	26.11	22.90
ROIC (%)	5.85	20.12	23.58	21.76	20.67
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	45.83	44.61	32.79	25.33	20.30
净负债比率 (%)	84.60	80.55	48.79	33.91	25.47
流动比率	4.17	2.66	2.95	4.09	5.13
速动比率	2.12	1.55	1.42	2.09	2.77
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.87	0.99	1.04	1.10	1.07
应收账款周转率	8.24	8.42	10.66	11.74	10.64
应付账款周转率	20.69	14.53	16.47	19.61	21.74
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	1.41	1.71	1.94	2.21
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.18	1.04	1.57	1.14	1.32
每股净资产 (最新摊薄)	3.08	4.22	5.49	7.43	9.63
<b>估值比率</b>					
P/E	107.56	19.13	15.83	13.92	12.24
P/B	8.77	6.39	4.92	3.64	2.80
EV/EBITDA	24.37	22.21	10.90	9.55	7.99

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。