

公司研究/中报点评

2017年08月22日

金属新材料/磁性材料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 19.06
合理价格区间(元): 20.31-21.76

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

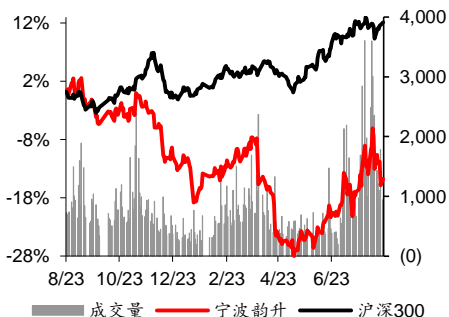
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

相关研究

- 1 《宁波韵升(600366,增持):磁材经营稳定,对外投资锦上添花》2017.03
- 2 《宁波韵升(600366):磁材经营稳定,伺服电机产销快速增长》2016.08
- 3 《宁波韵升(600366):侧重电机业务,业绩逐步改善》2016.05

股价走势图



资料来源: Wind

磁材企稳回升, 制造业利润改善

宁波韵升(600366)

事件: 2017H1 归母净利润 1.62 亿元, 制造业净利润同比增速超 40%

公司发布中报, 2017 上半年实现营业收入 8.31 亿元, 同比增长 10.41%; 归母净利润 1.62 亿元, 同比减少 78.19%。归母净利润降低主要由于 2016 年同期完成上海电驱动股权转让实现超额收益约 6.3 亿元; 2017H1 公司对外新增投资宁波兴富先锋投资合伙企业(有限合伙) 4000 万元。报告期内公司制造业(钕铁硼磁材和伺服电机等)销售量较上年同期增长 30% 以上, 净利润较上年同期增长 40% 以上。

磁材: 部分消费磁钢销售增速超 50%, 汽车和伺服电机磁钢潜力明显

在消费类磁钢领域, 1) 移动智能磁钢: 整体销售额同比提升 50%, 源自 iPad、macbook、无线耳机等销售量提升; 公司在 iPhone7s 振动马达磁钢市占率第一; 预计下半年 iPhone8 批量生产, 振动马达和声学产品销售预期向好。2) VCM 磁钢: 受益于行业内生需求提升、闪存涨价、产业链补库存等因素, VCM 磁钢需求同比增速超过 50% 以上; 3) 声学磁钢: 在原有声学产品基础上, 大幅开拓中高端汽车扬声器磁钢。**在工业用磁钢领域,** 4) 伺服电机磁钢: 扩大国内外重点客户市场份额业务增长明显; 5) 汽车磁钢: 一方面扩大新能源客户群和份额, 一方面维持传统汽车的平稳增长。

稀土涨价传导相对顺畅, 毛利率明显提高

公司 2017H1 毛利率 29.60%, 比 2016H1 毛利率 24.97% 高近 5 个百分点。我们认为磁材销售额和毛利率提高源于以镨钕镝为主的稀土原材料涨价。2017H1 氧化镨钕涨幅 28.85%, 氧化钽 32.20%, 预计原料上涨有部分传导至下游。宁波韵升下游以手机等消费类和汽车、电机等工业类应用为主, 具有加工精密度高、磁材在下游成本占比小等特点, 涨价承受能力强, 价格传导相对顺畅; 此外公司可能存在一定原料库存利好盈利。受稀土供给侧改革影响, 打黑、环保监察、常态化收储将延续, 预计 2017H2 稀土供需持续趋紧, 公司磁材业绩有望进一步提升。

发力高增长伺服电机业务, 推进事业部改革布局投资

公司在高性能钕铁硼领域处于行业前列, 同时也积极推动稀土永磁的下游延伸。行业内领先进入磁组件领域, 生产高品质直线电机定子、高速精密转子、拼接磁环等产品; 还积极研发伺服电机等产品, 并在注塑机、数控机床等设备制造方向推广。公司伺服电机产品 2014-2016 销量复合增速达到 74.81%, 预计在需求持续向好背景下保持高速增长态势。此外公司将持续推进事业部制改革; 并持续布局新材料、伺服控制等投资机会。

受益稀土涨价, 维持“增持”评级

考虑到稀土价格上涨的影响, 我们对盈利预测进行调整; 同时考虑到公司投资业务收入不确定性强, 暂时按 5 年算数平均值估算。预计 2017-2019 年营收为 18.29/22.47/28.55 亿元, 归母净利润 4.04/4.62/5.23 亿元, 考虑到公司下游传导相对顺利并可能存在原料库存优势, 我们按照 2017 年归母净利润给予 28-30XPE, 对应目标价 20.31-21.76 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 稀土价格涨幅过快, 下游需求不及预期, 政策变化不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	557.07
流通 A 股(百万股)	535.26
52 周内股价区间(元)	16.28-23.20
总市值(百万元)	10,618
总资产(百万元)	6,036
每股净资产(元)	7.97

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

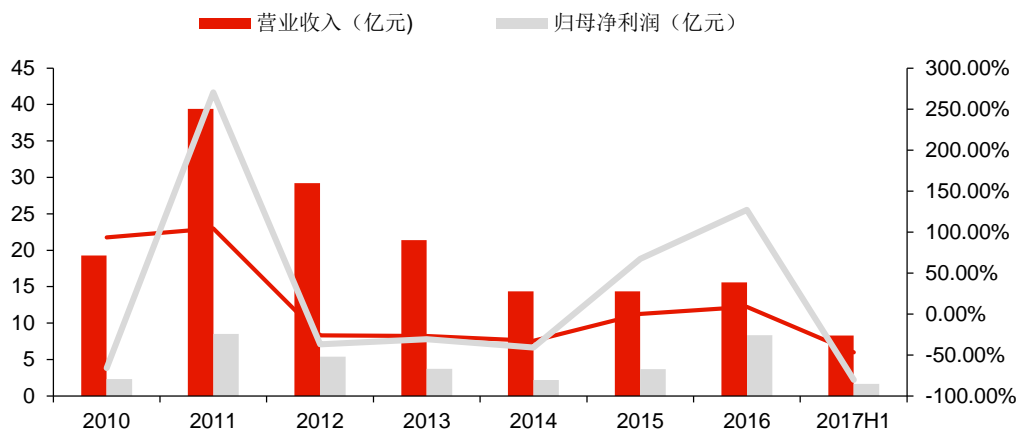
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,436	1,560	1,829	2,247	2,855
+/-%	0.01	8.68	17.19	22.86	27.08
归属母公司净利润(百万元)	340.62	799.72	403.76	462.48	522.89
+/-%	72.00	134.78	(49.51)	14.54	13.06
EPS(元, 最新摊薄)	0.61	1.43	0.72	0.83	0.94
PE(倍)	31.20	13.29	26.32	22.98	20.32

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

事件：2017H1 归母净利润 1.62 亿元，制造业净利润同比增速超 40%

公司发布中报，2017 上半年实现营业收入 8.31 亿元，同比增长 10.41%；归母净利润 1.62 亿元，同比减少 78.19%。归母净利润降低主要由于 2016 年同期完成上海电驱动股权转让实现超额收益约 6.3 亿元；2017H1 公司对外新增投资宁波兴富先锋投资合伙企业（有限合伙）4000 万元。报告期内公司制造业（钕铁硼磁材和伺服电机等）销售量较上年同期增长 30%以上，净利润较上年同期增长 40%以上。

图表1：2010-2017H1 公司业绩



资料来源：Wind，华泰证券研究所

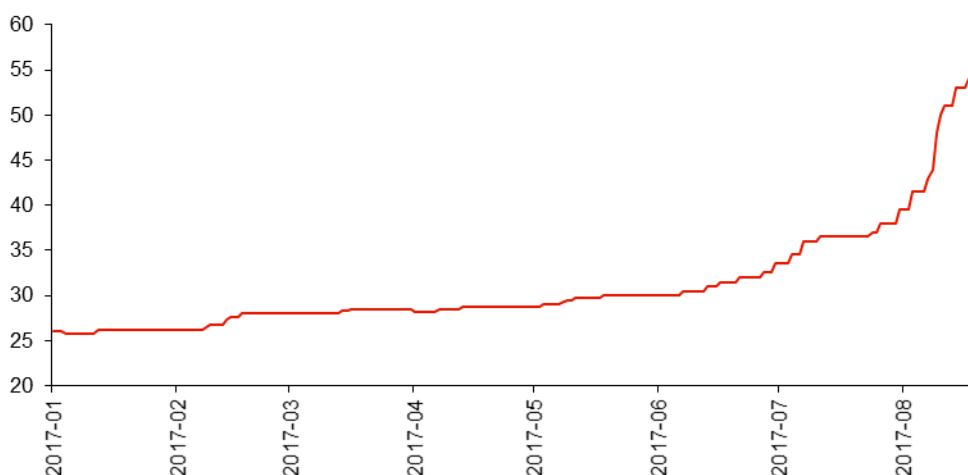
磁材：部分消费磁钢销售增速超 50%，汽车和伺服电机磁钢潜力明显

在消费类磁钢领域，1) 移动智能磁钢：整体销售额同比提升 50%，源自 iPad、macbook、无线耳机等销售量提升；公司在 iPhone7s 振动马达磁钢市占率第一；预计下半年 iPhone8 批量生产，振动马达和声学产品销售预期向好。2) VCM 磁钢：受益于行业内生需求提升、闪存涨价、产业链补库存等因素，VCM 磁钢需求同比增速超过 50%以上；3) 声学磁钢：在原有声学产品基础上，大幅开拓中高端汽车扬声器磁钢。**在工业用磁钢领域**，4) 伺服电机磁钢：扩大国内外重点客户市场份额业务增长明显；5) 汽车磁钢：一方面扩大新能源客户群和份额，一方面维持传统汽车的平稳增长。

稀土涨价传导相对顺畅，毛利率明显提高

公司 2017H1 毛利率 29.60%，比 2016H1 毛利率 24.97% 高近 5 个百分点。我们认为磁材销售额和毛利率提高源于以镨钕镱为主的稀土原材料涨价。2017H1 氧化镨钕涨幅 28.85%，氧化钽 32.20%，预计原料上涨有部分传导至下游。宁波韵升下游以手机等消费类和汽车、电机等工业类应用为主，具有加工精密度高、磁材在下游成本占比小等特点，涨价承受能力强，价格传导相对顺畅；此外公司可能存在一定原料库存利好盈利。受稀土供给侧改革影响，打黑、环保监察、常态化收储将延续，预计 2017H2 稀土供需持续趋紧，公司磁材业绩有望进一步提升。

图表2： 2017年初至今氧化镨钕价格走势（单位：万元/吨）



资料来源：百川资讯，截止20170821，华泰证券研究所

发力高增长伺服电机业务，推进事业部改革布局投资

公司在高性能钕铁硼领域处于行业前列，同时也积极推动稀土永磁的下游延伸。行业内领先进入磁组件领域，生产高品质直线电机定子、高速精密转子、拼接磁环等产品；还积极研发伺服电机等产品，并在注塑机、数控机床等设备制造方向推广。公司伺服电机产品2014-2016销量复合增速达到74.81%，预计在需求持续向好背景下降保持高速增长态势。此外公司将持续推进事业部制改革；并持续布局新材料、伺服控制等投资机会。

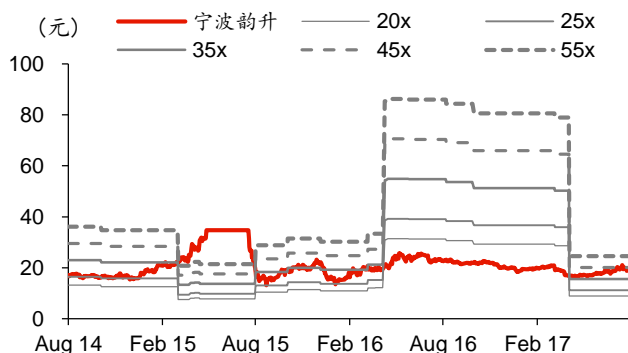
受益稀土涨价，维持“增持”评级

考虑到稀土价格上涨的影响，我们对盈利预测进行调整；同时考虑到公司投资业务收入不确定性强，暂时按5年算数平均值估算。预计2017-2019年营收为18.29/22.47/28.55亿元，归母净利润4.04/4.62/5.23亿元，考虑到公司下游传导相对顺利并可能存在原料库存优势，我们按照2017年归母净利润给予28-30XPE，对应目标价20.31-21.76元，维持“增持”评级。

风险提示：稀土价格涨幅过快，下游需求不及预期，政策变化不及预期。

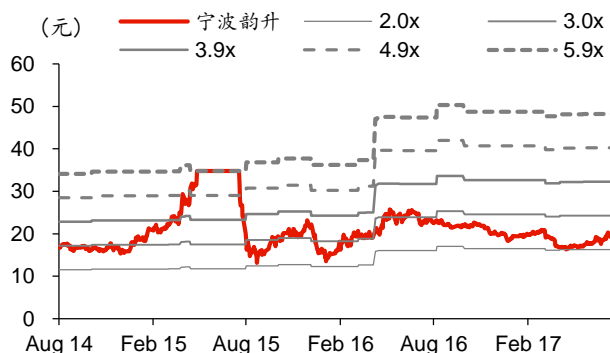
PE/PB - Bands

图表3： 宁波韵升历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 宁波韵升历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,632	2,592	3,500	3,865	4,361
现金	389.31	814.00	1,324	1,451	1,572
应收账款	329.60	384.43	421.78	529.55	673.19
其他应收账款	6.71	31.71	21.04	29.57	39.26
预付账款	65.93	68.78	67.10	90.40	114.36
存货	456.16	533.67	586.92	728.46	940.02
其他流动资产	1,384	759.14	1,079	1,036	1,022
非流动资产	2,214	3,136	2,740	2,852	2,876
长期投资	303.36	333.09	293.47	308.32	307.50
固定投资	883.99	853.31	953.81	995.49	1,010
无形资产	186.75	153.07	152.97	150.28	142.24
其他非流动资产	840.26	1,797	1,340	1,398	1,417
资产总计	4,846	5,728	6,240	6,717	7,237
流动负债	877.98	845.34	826.59	912.75	985.76
短期借款	215.00	0.00	84.92	78.30	67.46
应付账款	172.46	170.23	199.63	246.94	315.83
其他流动负债	490.52	675.12	542.04	587.51	602.47
非流动负债	345.06	271.04	243.48	224.69	190.00
长期借款	290.00	190.00	190.00	158.33	125.83
其他非流动负债	55.06	81.04	53.48	66.36	64.17
负债合计	1,223	1,116	1,070	1,137	1,176
少数股东权益	53.76	88.73	116.01	144.85	176.82
股本	556.42	557.49	557.49	557.49	557.49
资本公积	656.42	665.78	665.78	665.78	665.78
留存公积	2,524	3,212	3,832	4,216	4,669
归属母公司股	3,570	4,523	5,054	5,435	5,885
负债和股东权益	4,846	5,728	6,240	6,717	7,237

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	212.57	30.16	(226.57)	117.75	(0.48)
净利润	368.17	835.09	431.04	491.32	554.87
折旧摊销	70.07	82.68	90.49	104.31	115.45
财务费用	(53.23)	(40.22)	(3.49)	(15.00)	(23.30)
投资损失	(181.93)	(886.18)	(264.75)	(301.62)	(345.56)
营运资金变动	(61.54)	3.12	(457.78)	(181.88)	(319.48)
其他经营现金	71.01	35.68	(22.07)	20.61	17.53
投资活动现金	(457.65)	702.92	596.49	89.56	209.84
资本支出	281.46	241.13	180.00	90.00	105.00
长期投资	343.15	(564.67)	(505.89)	110.03	29.30
其他投资现金	166.97	379.37	270.59	289.59	344.15
筹资活动现金	335.43	(334.49)	139.66	(79.74)	(88.69)
短期借款	135.45	(215.00)	84.92	(6.63)	(10.84)
长期借款	10.00	(100.00)	0.00	(31.67)	(32.50)
普通股增加	41.92	1.07	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	363.99	9.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(215.94)	(29.91)	54.74	(41.44)	(45.35)
现金净增加额	113.21	431.42	509.58	127.57	120.68

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,436	1,560	1,829	2,247	2,855
营业成本	1,052	1,153	1,292	1,606	2,064
营业税金及附加	11.12	19.69	18.43	23.67	30.63
营业费用	24.08	33.79	37.10	45.29	58.39
管理费用	213.01	280.64	270.42	338.42	441.35
财务费用	(53.23)	(40.22)	(3.49)	(15.00)	(23.30)
资产减值损失	15.09	11.44	13.24	12.95	12.79
公允价值变动收益	(5.47)	(2.50)	(2.02)	(2.76)	(2.47)
投资净收益	181.93	886.18	264.75	301.62	345.56
营业利润	349.98	985.17	463.68	534.24	613.74
营业外收入	53.95	50.25	47.14	49.31	48.74
营业外支出	4.25	9.22	7.33	7.45	7.70
利润总额	399.67	1,026	503.49	576.10	654.78
所得税	31.50	191.10	72.45	84.78	99.91
净利润	368.17	835.09	431.04	491.32	554.87
少数股东损益	27.55	35.36	27.28	28.84	31.98
归属母公司净利润	340.62	799.72	403.76	462.48	522.89
EBITDA	366.82	1,028	550.68	623.55	705.89
EPS (元)	0.61	1.43	0.72	0.83	0.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	0.01	8.68	17.19	22.86	27.08
营业利润	45.17	181.49	(52.93)	15.22	14.88
归属母公司净利润	72.00	134.78	(49.51)	14.54	13.06
获利能力 (%)					
毛利率	26.72	26.07	29.35	28.52	27.69
净利率	23.73	51.26	22.08	20.59	18.32
ROE	9.54	17.68	7.99	8.51	8.89
ROIC	9.48	31.69	13.29	14.11	14.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.24	19.49	17.15	16.93	16.25
净负债比率 (%)	56.83	43.00	45.47	41.39	36.51
流动比率	3.00	3.07	4.23	4.23	4.42
速动比率	2.45	2.41	3.48	3.40	3.42
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.30	0.31	0.35	0.41
应收账款周转率	4.51	4.11	4.27	4.44	4.47
应付账款周转率	6.29	6.73	6.99	7.19	7.34
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.43	0.72	0.83	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.05	(0.41)	0.21	(0.00)
每股净资产(最新摊薄)	6.40	8.11	9.07	9.75	10.56
估值比率					
PE (倍)	31.20	13.29	26.32	22.98	20.32
PB (倍)	2.98	2.35	2.10	1.96	1.81
EV_EBITDA (倍)	23.02	8.22	15.33	13.54	11.96

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com