

宁波韵升 (600366.SH)

其它金属行业

评级: 持有 首次评级

公司研究

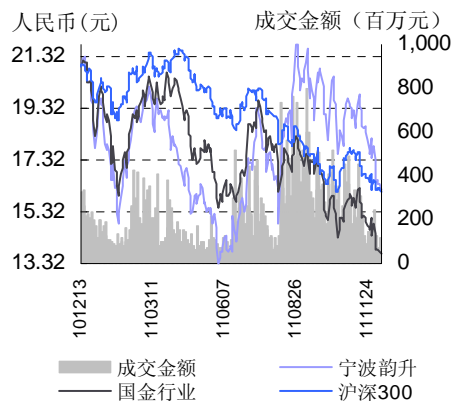
市价(人民币): 16.18元

中高端稀土永磁钕铁硼代表, 节能减排先锋

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	514.50
总市值(百万元)	8,324.57
年内股价最高最低(元)	21.76/13.32
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.636	0.515	0.899	0.931	1.225
每股净资产(元)	4.11	4.57	5.73	6.94	8.53
每股经营性现金流(元)	0.29	0.46	1.44	1.40	1.50
市盈率(倍)	9.38	50.55	24.21	23.37	17.76
行业优化市盈率(倍)	59.72	83.67	71.15	71.15	71.15
净利润增长率(%)	508.52%	-68.55%	127.01%	3.59%	31.57%
净资产收益率(%)	39.81%	11.25%	20.38%	17.43%	18.65%
总股本(百万股)	395.77	395.77	514.50	514.50	514.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内钕铁硼产能第二, 中高端产品占比 65%:** 宁波韵升具备年产 5,500 吨烧结钕铁硼和 250 吨粘结钕铁硼产能, 能够生产 N52、50M、48H、45SH、40UH、38EH 等 50 多种不同牌号、30,000 多种不同规格高能积磁体, 是国内少数能够批量生产 N52 系列高性能钕铁硼永磁体的企业之一。主要竞争对手是日立金属、TDK 和中科三环, 是国内第二大钕铁硼生产企业(仅次于中科三环), 是国内最大汽车类粘结钕铁硼供应商。
- **节能王者--高性能永磁钕铁硼空间广阔:** 2010 年, 全球烧结钕铁硼产量 9.62 万吨, 其中中国产量占全球 85%, 但高端产品仍需进口。根据我们的推算, 到 2014 年, 风电、电梯、空调、汽车等领域新增高性能钕铁硼磁体需求将超过 2 万吨/年, 再加上原有传统 VCM 等领域需求, 高性能永磁钕铁硼发展潜力巨大, 公司作为国内高端钕铁硼代表将充分受益。
- **电机业务只待国内市场开拓:** 公司 2010 年 1 月完成收购日兴电机使得公司形成了轿车、重卡、客车、工程机械的系列产品。公司利用自身在磁性材料方面的优势帮助日兴电机有效降低采购、制造成本, 而日兴电机也可以帮助宁波韵升提高产品质量进入更高端市场。公司在车用电机上已经具备了全面的竞争力, 公司下一目标将是利用日兴电机的技术和产品反过来打开国内市场, 瞄准三一重工等潜在用户, 公司电机业务潜力巨大。
- **中国新能源汽车产业化最大受益者:** 公司参股 29.17% 的上海电驱动有限公司依靠技术优势以及最早进入者的优势, 是新能源源汽车电机研发与制造的无可争议的龙头, 在目前规模产业化的中国新能源轿车电机市场占有率达到 60%, 有望是新能源汽车产业化最早和最大的受益者。

投资建议

- 我们预计公司 2011-2013 年主营收入分别为 36.87 亿元, 39.34 亿元, 41.83 亿元, 净利润为 5.82 亿元、5.99 亿元、6.65 亿元, 对应 EPS 为 0.899 元、0.931 元、1.225 元。目前 16.18 元股价对应 2011-2013 年 PE 为 18 倍、17.38 倍、13.21 倍, 考虑我们预计其未来两年的业绩增速有限, 我们首次给予持有评级。

风险

- 稀土价格暴涨暴跌引发下游客户流失; 稀土价格大幅下跌;

杨诚笑 分析师 SAC 执业编号: S1130511090003
(8621)61038282
yangchengxiao@gjzq.com.cn

内容目录

主营业务构成	4
核心业务：钕铁硼业务	6
国内产能第二，中高端产品占比 65%	6
钕铁硼永磁：磁王	7
钕铁硼永磁行业竞争分析	7
高性能钕铁硼永磁下游分析	9
朝阳业务：汽车电机	13
我国出口第一，未来在国内	13
潜力业务：上海电驱动	15
新能源汽车用电机龙头	15
盈利预测与投资建议	16
关键假设	16
盈利预测	16
投资建议	16
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

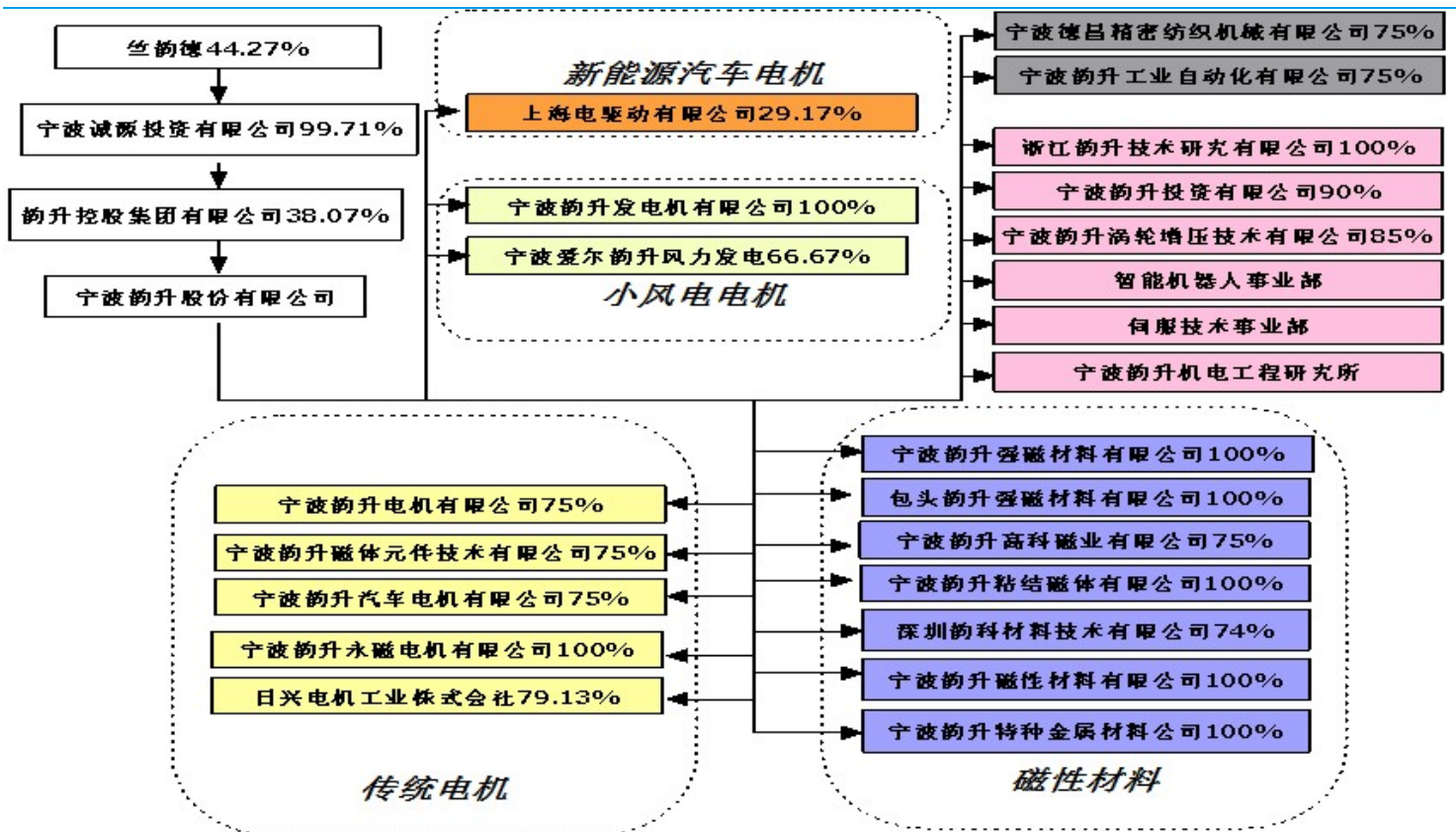
图表 1：组织结构图	4
图表 2：2008-2011H1 宁波韵升分项产品营收占比（%）	5
图表 3：2008-2011H1 宁波韵升分项产品利润占比（%）	5
图表 4：2008-2011H1 宁波韵升分项毛利率变动情况（%）	5
图表 5：公司钕铁硼产品	6
图表 6：公司产钕铁硼下游消费结构（%）	6
图表 7：磁性材料分类图	7
图表 8：各永磁材料性能比较	7
图表 9：2000-2010 年中国烧结钕铁硼年产量（吨）	8
图表 10：我国稀土产量、储量占全球百分比（%）	8
图表 11：2009 年全球高性能钕铁硼磁体产量分布（%）	9
图表 12：全球高性能钕铁硼磁体产量预测（吨）	9
图表 13：2009 年我国高性能钕铁硼永磁材料应用分布（%）	10
图表 14：2006-2014 年我国永磁直驱风机产量（台）	10
图表 15：2006-2014 年我国节能电梯用钕铁硼需求测算（吨）	11
图表 16：2006-2014 年我国变频空调钕铁硼需求测算（吨）	11
图表 17：新能源汽车产量预测（千辆）	12
图表 18：基本成分专利在主要国家到期时间表	12

图表 19: 2010 年收购日兴电机后电机业务收入大幅增长 (万元)	13
图表 20: 公司电机业务结构	13
图表 21: 我国微特电机应用结构 (%)	14
图表 22: 我国汽车产量 (万台)	14
图表 23: 上海电驱动系列产品	15
图表 24: 关键假设	16

主营业务构成

- 公司主要生产和经营钕铁硼永磁材料、汽车电机、启动马达等。主导产品为钕铁硼永磁材料，包括烧结钕铁硼以及粘接钕铁硼，以及汽车电机产品，此外，公司还从事伺服电机及自动控制周边设备的研发和生产。
- 从业务板块分，大体可分为磁性材料、传统电机、小风电电机、新能源汽车电机四大板块。此外，公司还建有伺服电机事业部，意在产业升级转型。公司提出以智能技术为特征的机电一体化产业目标，瞄准工业机器人、混合动力汽车等新产业领域，并设立相关部门。
- 公司实际控制人竺韵德除上市公司宁波韵升外还拥有全球最大八音琴生产商-宁波韵升精机有限公司以及相关业务的宁波韵升音乐礼品有限公司，纺织行业的山东德源纱厂，以及生产光纤连接器产品的宁波韵升光通信技术有限公司。

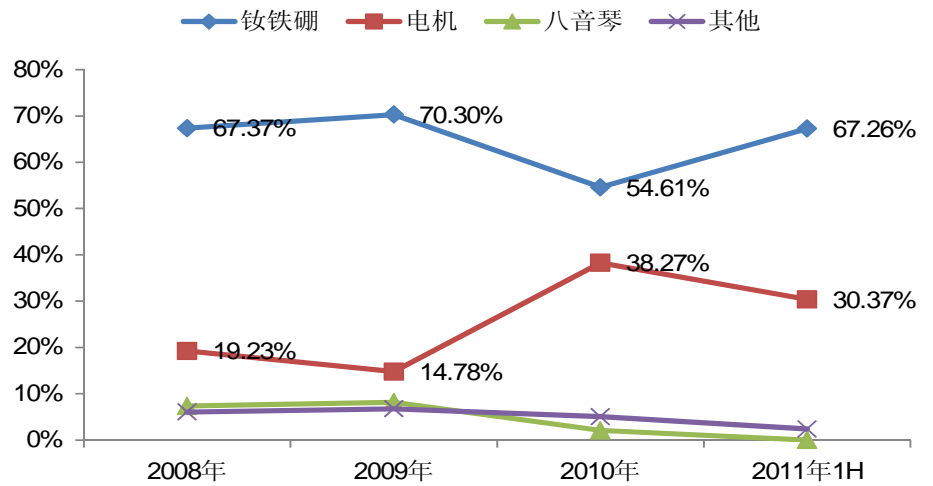
图表 1: 组织结构图



来源：公司财报 国金证券研究所

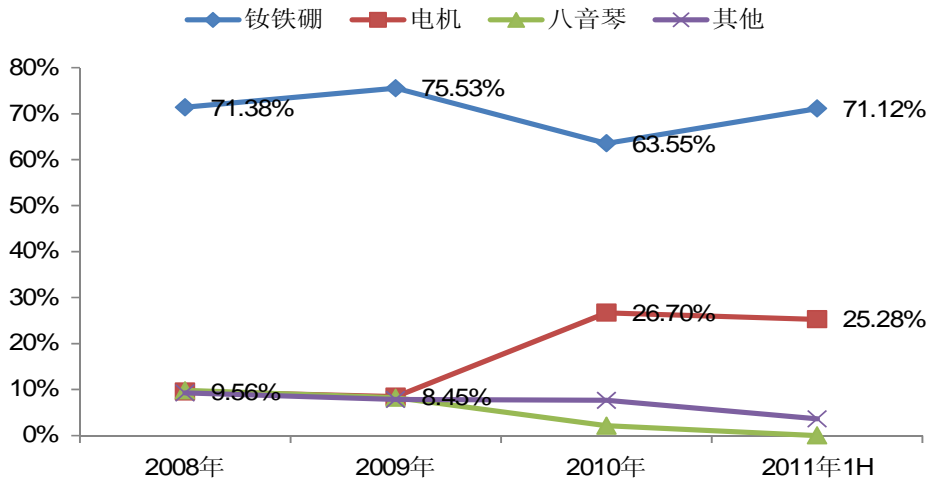
- 从业务收入和利润构成看，钕铁硼磁体和电机产品构成公司收入和利润的主要来源。2011 年公司中报显示，报告期内钕铁硼业务收入占 67.26%，电机业务占 30.37%，其余业务占 2.37%。利润构成上，钕铁硼占 71.12%，电机业务占 25.28%，其他业务占 3.6%。
- 2008 年至 2011 年上半年，钕铁硼业务始终是公司第一大收入来源。2010 年公司收购日兴电机并表，电机业务收入大幅增长，钕铁硼收入占比下降至 54.61%。2011 年上半年稀土价格大幅上涨，公司钕铁硼产品价格也大幅上涨，收入占比再度回升至 67.26%。

图表2: 2008-2011H1 宁波韵升分项产品营收占比 (%)



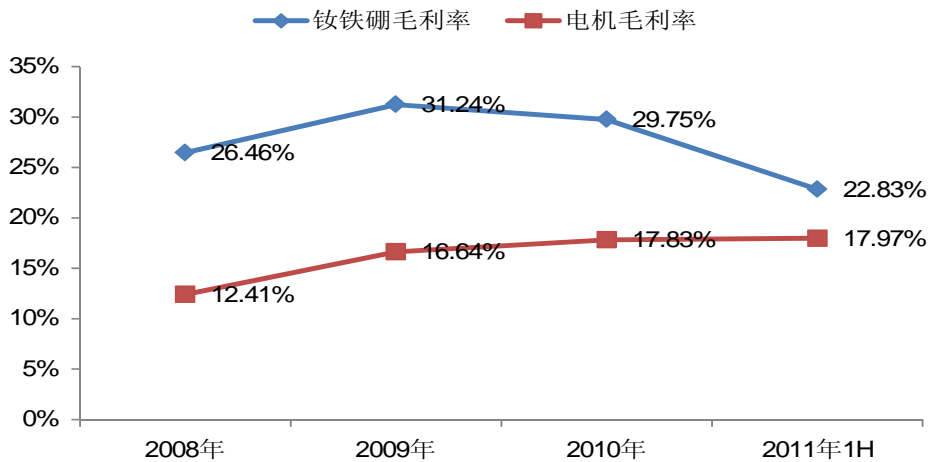
来源: 公司财报 国金证券研究所

图表3: 2008-2011H1 宁波韵升分项产品利润占比 (%)



来源: 公司财报 国金证券研究所

图表4: 2008-2011H1 宁波韵升分项毛利率变动情况 (%)



来源: 公司财报 国金证券研究所

核心业务：钕铁硼业务

国内产能第二，中高端产品占比 65%

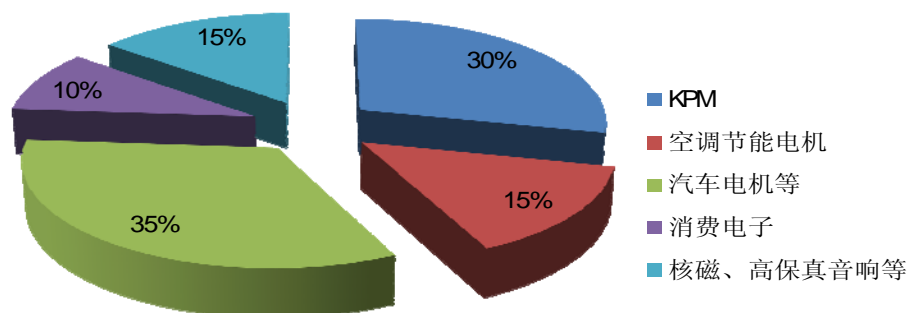
- 公司的钕铁硼业务主要分布在宁波韵升高科磁业有限公司、宁波韵升强磁材料有限公司、包头韵升强磁材料有限公司等，产品主要应用于电子信息、能源、交通、机械、医疗、家电等诸多领域，公司产品定位中高端，产品毛利率较高。
- 宁波韵升具备年产 5,500 吨烧结钕铁硼和 250 吨粘结钕铁硼产能，能够生产 N52、50M、48H、45SH、40UH、38EH 等 50 多种不同牌号、30,000 多种不同规格高能积磁体，是国内少数能够批量生产 N52 系列高性能钕铁硼永磁体的企业之一。主要竞争对手是日立金属、TDK 和中科三环，是国内第二大钕铁硼生产企业（仅次于中科三环），是国内最大汽车类粘结钕铁硼供应商。
- 烧结钕铁硼的生产工艺流程为铸片-成型-烧结-加工-表面处理-成品，由于磁性材料从坯料到产成品须经过多道复杂工艺，一般利用率仅为 60%，部分工艺复杂且体积较小的产品如环形、瓦形磁性材料利用率仅为 20%。宁波韵升钕铁硼产品以中高端为主，2010 年中高端产品比重超过 85%，在细分构成中，用于电机 50-60%，用于磁盘驱动电机（KPM）20-30%。

图表5：公司钕铁硼产品



来源：公司财报 国金证券研究所

图表6：公司产钕铁硼下游消费结构（%）

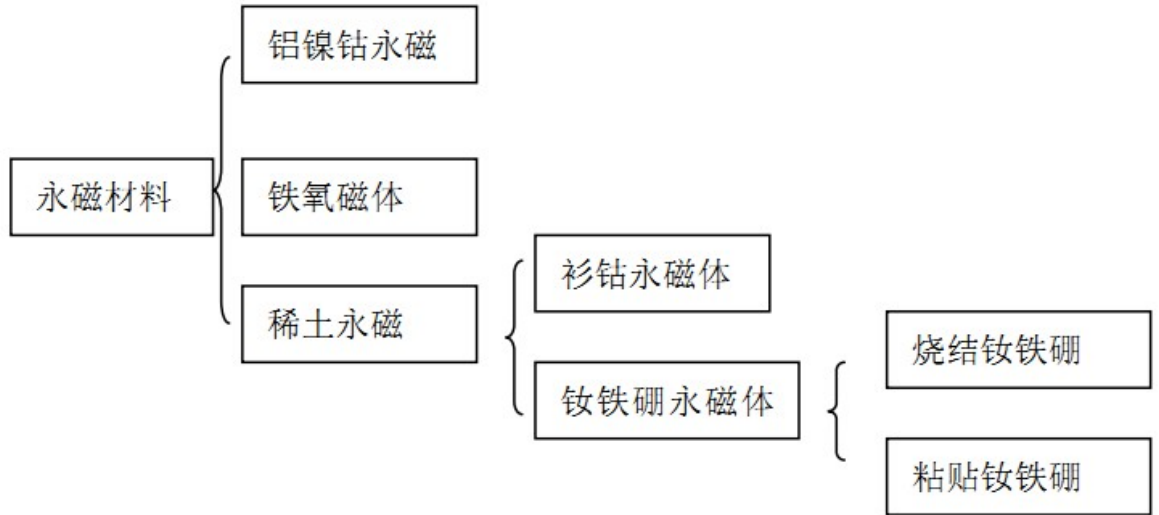


来源：公司财报 国金证券研究所

钕铁硼永磁：磁王

- 磁性材料是具有铁磁性或亚铁磁性并具有实际应用价值的磁有序材料。分为永磁材料和软磁材料两大类，其中永磁材料又分为稀土永磁、永磁铁氧体和金属永磁等，软磁材料分为金属软磁、软磁铁氧体和其他软磁材料。磁性材料广泛应用于计算机、通讯设备、汽车及国防领域。
- 稀土永磁材料主要分为粘结钕铁硼和烧结钕铁硼以及钐钴磁体。烧结钕铁硼通过非晶和烧结方法制造，是目前工业化生产中磁能积最高的永磁材料，但由于其中含有大量的铁和钕，容易锈蚀是其一大弱点，一般通过表面处理来解决。

图表7：磁性材料分类图



来源：国金证券研究所

图表8：各永磁材料性能比较

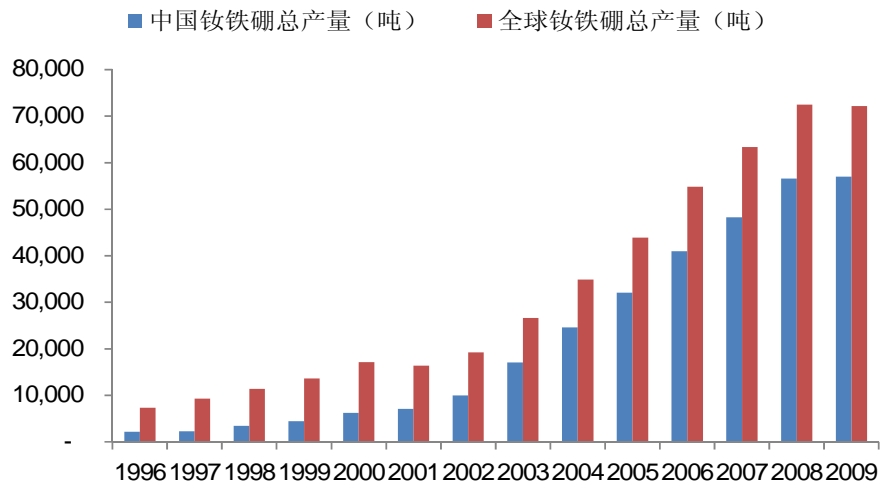
永磁材料	磁性能		
	最大磁能积 (MGOe)	剩磁 (KGs)	内禀矫顽力 (kOe)
钕铁硼永磁材料	44.9	13.6	14
Sm ₂ Co ₁₇	31	11.2	6.9
铁氧体	4.5	4.4	2.8

来源：《超强永磁体》国金证券研究所

钕铁硼永磁行业竞争分析

- **产量大头在中国**：全球范围内美国从2004年起便停止烧结钕铁硼磁体生产，欧洲目前仅德国和芬兰保有一定产量，但均只生产高性能钕铁硼。而日本近年来稀土永磁钕铁硼产量也持续下滑。
- 2003-2009年，中国钕铁硼产量从1.5万吨增加到6.2万吨，复合增长率30%，全球份额高达78%。2010年，全球烧结钕铁硼产量9.62万吨，其中中国企业100多家，总产量占全球85%。虽然我国总量占优，但高端产品仍需进口，西方发达国家，稀土永磁材料在电机中的应用已占稀土永磁总销售额的60%以上，日本在KPM的应用占稀土永磁50%左右。而我国最大应用领域集中在扬声器、家用电器驱动马达等中低端市场，国外厂商占据绝大部分汽车电机、空调冰箱压缩机马达等高端市场。

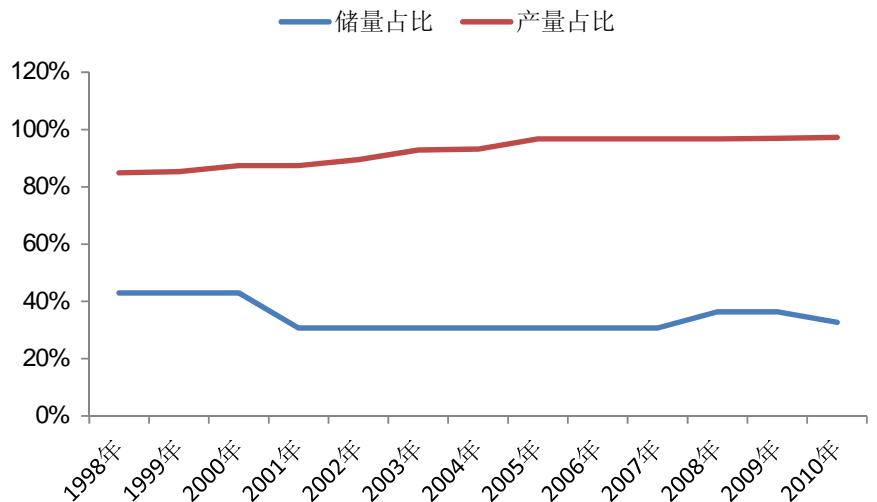
图表9: 2000-2010年中国烧结钕铁硼年产量(吨)



来源: 国金证券研究所

- **我国具有明显资源优势:** 钕铁硼永磁属于第三代稀土永磁材料, 钕铁硼材料中约占 30%的钕和镨, 及一定含量的镝和铽, 均属于镧系稀土, 上述稀土金属均被作为重要的稀土资源已经列为国家战略资源进行保护。我国稀土资源储量占全球的 36%, 且种类丰富, 钕资源远景储量 380 万吨。如果按 2009 年全球钕铁硼产量 6.2 万吨来计算, 则我国的钕资源能使用 190 年。为杜绝我国稀土资源过度开采的局面, 国家近来连续出台了相应的稀土管制政策, 限制开采和出口, 对稀土资源加以战略性保护。

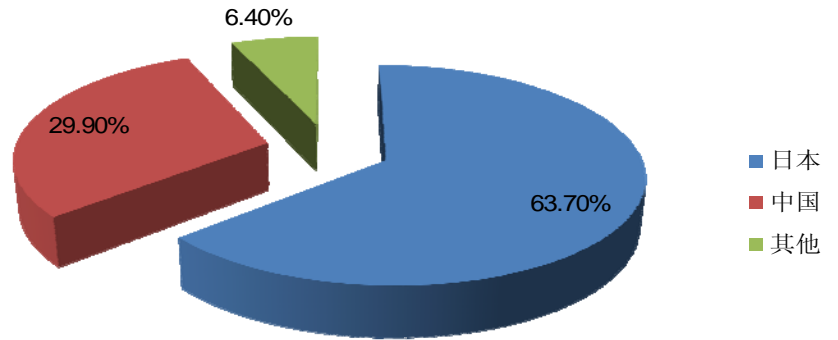
图表10: 我国稀土产量、储量占全球百分比 (%)



来源: USGS 国金证券研究所

- **高端在日本, 中低端在中国:** 日本的高性能钕铁硼永磁材料生产处于全球领先地位, 日立金属是全球最大高性能钕铁硼永磁材料生产商。与之对应的是, 我国钕铁硼永磁材料生产企业经过 20 多年发展已经达到 100 多家, 形成品种齐全的磁性材料产品体系, 各主要门类磁性材料的产量均居世界第一位。但是在高端钕铁硼领域, 我国与西方发达国家的技术和产品性能上还有着不小差距。2009 年全球生产高性能钕铁硼永磁材料 21,726 吨, 日本高占 63.7%, 我国居第二, 占 29.9%。

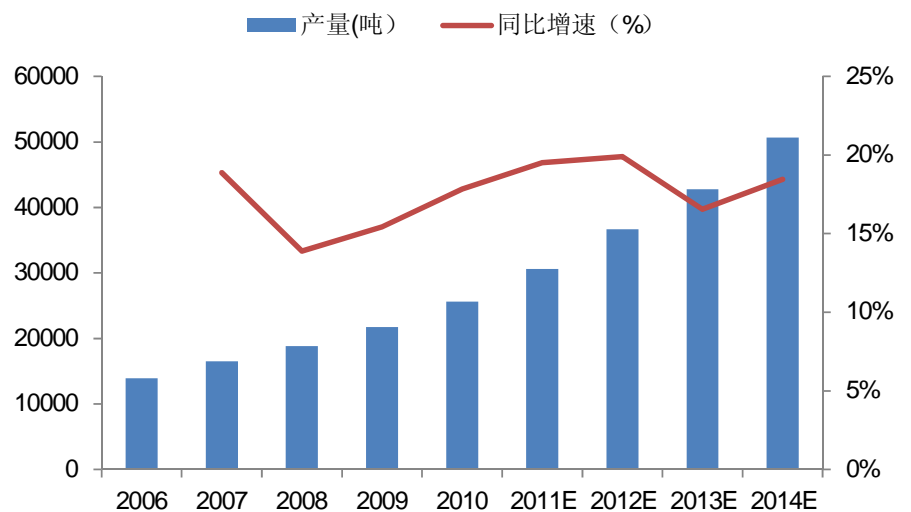
图表11: 2009 年全球高性能钕铁硼磁体产量分布 (%)



来源: 中电元协磁材分会 国金证券研究所

- 行业发展趋势: 高端钕铁硼。**从竞争状况发展趋势看, 磁性材料市场的竞争主体将逐步集中在专业化程度高、技术水平高的大型企业之间, 许多中小型企业将在竞争中被兼并或淘汰。同时, 考虑稀土资源及成本等优势, 在未来几年内, 中国高性能钕铁硼永磁材料的产量将保持高速增长的态势。预计到 2013 年, 中国将成为世界最大的高性能钕铁硼永磁材料生产国。
- 高性能钕铁硼永磁材料产品属非标准件产品, 技术参数、形状及表面处理方式一般根据下游应用领域实际需求而定, 需要生产厂家有较高的研发设计能力, 并具有较高的技术门槛。长期以来, 高端应用领域被国外先进企业垄断, 尤其是国际市场, 受到专利的限制, 国内企业无法与国际先进企业形成竞争。近年来, 伴随着高端磁性材料应用领域的快速发展, 包括宁波韵升在内的少数国内企业生产的高性能钕铁硼永磁材料的磁性能达到国际先进水平, 开始逐步打破国外公司的技术垄断, 与国际先进企业在国内市场逐渐形成了互相抗衡的竞争格局, 并在细分市场形成较强的竞争优势。

图表12: 全球高性能钕铁硼磁体产量预测 (吨)

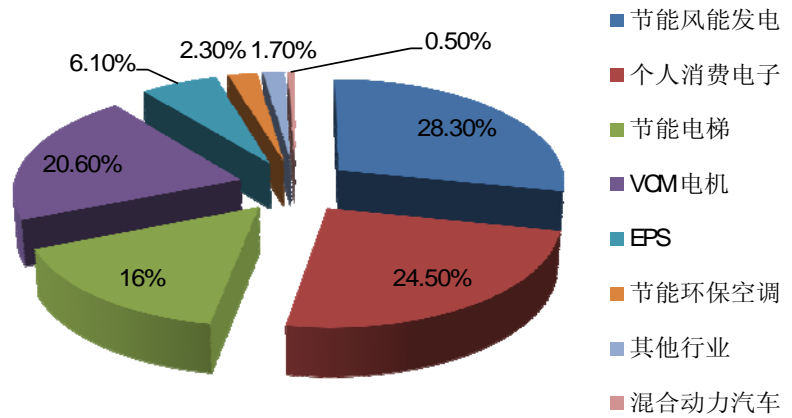


来源: 中国磁性材料与器件行业协会 国金证券研究所

高性能钕铁硼永磁下游分析

- 高性能钕铁硼永磁材料应用主要包括：新能源和节能环保领域（风力发电、节能电梯、节能环保空调、新能源汽车、EPS等）和传统领域（VCM以及消费类电子等）。2009年，我国高性能钕铁硼永磁材料应用领域分布情况如下图，节能环保和新能源行业将是高性能钕铁硼永磁材料未来的主流应用领域。

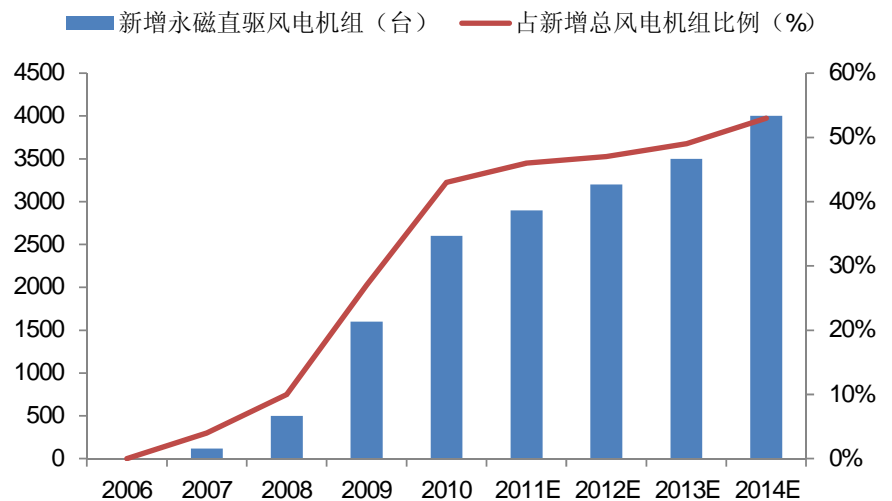
图表13: 2009年我国高性能钕铁硼永磁材料应用分布 (%)



来源：中国磁性材料与器件行业协会 国金证券研究所

- **风电**：2005年8月，国家发改委发布的《关于风电建设管理有关要求的通知》中规定：风电设备国产化率要达到70%以上，并要求我国风机应用领域逐步扩展至低风速区域。通知的出台促进了永磁直驱风机在我国风力发电中的应用和推广，根据中国风能协会预计，至2014年，我国永磁直驱风机年产量将达到4,000台，约占当年新增风机总量的53%，2008-2014年永磁直驱风机产量复合增长率将达到41.42%，按每台1.5吨需求量计算，至2014年，将新增钕铁硼需求6,000吨/年。

图表14: 2006-2014年我国永磁直驱风机产量 (台)

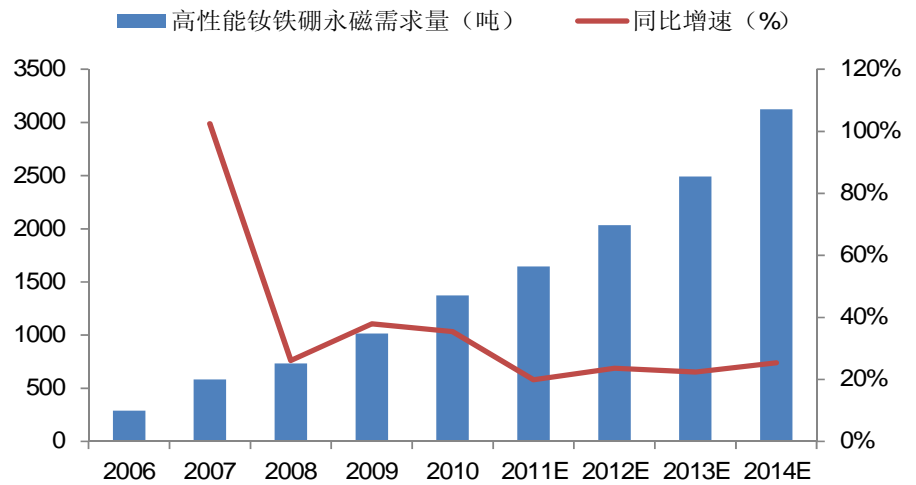


来源：中国磁性材料与器件行业协会 国金证券研究所

- **节能电梯**：据中国电梯协会预测，在未来几年里，我国电梯产量将继续保持稳步增长，年增长速度在15%-20%之间。随着技术的不断发展和我国节能减排政策的不断落实，我国节能电梯产量占电梯总产量的比例不断增大，预计将从2006年的30%增长到2014年的85%左右，达到52万台。每台节能电梯约需使用6kg高性能钕铁硼永磁材料。按此估算，2009

年，我国节能电梯行业需使用高性能钕铁硼永磁材料 1,014 吨，预计到 2014 年，我国节能电梯行业需使用高性能钕铁硼永磁材料达 3,123 吨。

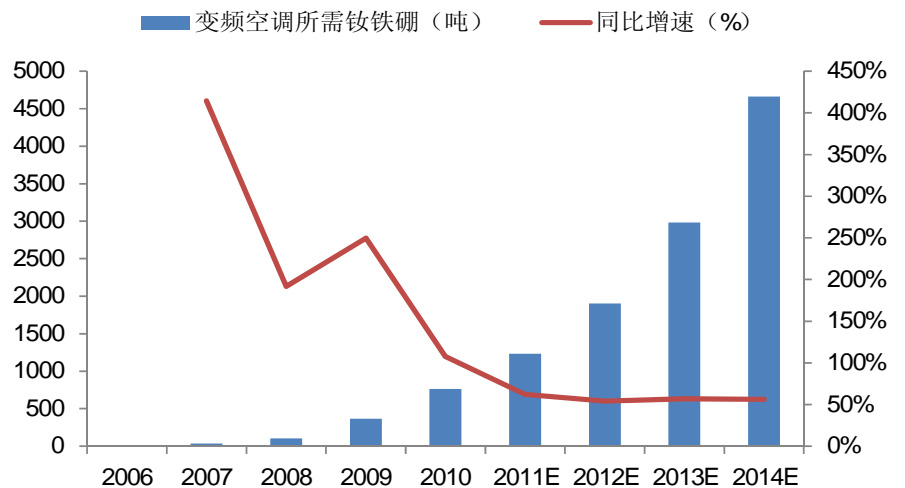
图表15: 2006-2014 年我国节能电梯用钕铁硼需求测算(吨)



来源: 国金证券研究所

- **变频空调:** 根据中国磁性材料与器件行业协会预测，在 2008-2014 年期间，我国变频空调销量的复合增长率将达 49.46%，预计到 2014 年，我国变频空调销量将达到 2,330 万台，占空调总消费量的 50% 左右。
 - 根据中国磁性材料与器件行业协会预测，在未来几年里，使用高性能钕铁硼永磁材料生产的变频空调的比例将快速上升，2008-2014 年将分别达到 20%、30%、40%、50%、60%、70%、80%。根据空调行业生产厂家经验，每台变频空调平均需要使用高性能钕铁硼永磁材料约 0.25kg。据此测算，至 2014 年，需求高性能钕铁硼 4,660 吨。

图表16: 2006-2014 年我国变频空调钕铁硼需求测算(吨)

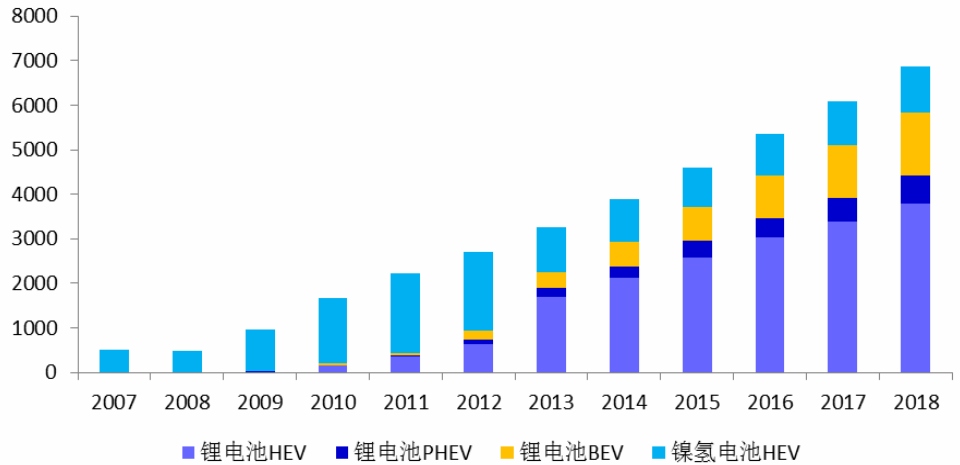


来源: 国金证券研究所

- **新能源汽车:** 稀土永磁电机在新能源汽车领域使用将强劲增长。从目前全球范围内已经推出或量产的混合动力车的主动电机大部分使用的是高性能钕铁硼永磁材料制造的永磁电机。每辆混合动力车钕铁硼磁体的使用量在 2-3 公斤之间。从整个新能源汽车用电机来看，永磁同步电机处理领先地位，稀土永磁材料将充分享受新能源汽车带来的增长。
 - 工信部制定的《节能与新能源汽车 2011-2020 年发展规划》提出到 2020 年新能源汽车产业化和市场规模达到全球第一，其中高效节能的

新能源汽车保有量达到 500 万辆，以混合动力汽车为代表的节能汽车销量达到世界第一，年产销达到 1500 万辆，据此测算需求高性能钕铁硼 30,000 吨-45,000 吨。

图表17: 新能源汽车产量预测 (千辆)



来源: IIT 国金证券研究所

■ 专利问题

- 日本住友金属、美国麦格昆磁分别在日本欧洲、美国取得了钕铁硼基本成分专利。两公司达成相互授权协议，日本住友和麦格昆磁公司（从美国通用汽车公司中脱离，形成独立的公司）可以在对方的专利权领域生产和销售钕铁硼永磁体，而不必缴纳专利费用。因此，任何没有经过两公司授权的企业，无法在基本成分专利覆盖范围内的国家生产和销售钕铁硼永磁体。目前，我国钕铁硼永磁材料生产企业已达 100 多家，但仅有少数几家企业获得国际基本成份系列专利授权（需要支付较高的费用），众多的生产厂家由于没有专利许可，很难将自己的产品销往国际市场。长期以来，专利限制一直是制约我国钕铁硼行业发展的最大瓶颈。
- 目前来看，两公司的基本成分专利大部分已过期，而到 2014 年将全部到期。专利到期后，我国钕铁硼永磁材料生产企业将全面参与国际市场的竞争，凭借资源及成本等优势，在国际市场竞争中占据主动。

图表18: 基本成分专利在主要国家到期时间表

主要成分专利	专利到期时间		
	日本	美国	欧洲
RE-Fe-B 基本成分 (日立 NEOMAX)	2003	2003	2003
RE-Fe,Co-B 成分 (日立 NEOMAX)	2008	2003	2007
Nd,Dy-Fe,Co-B 成分 (日立 NEOMAX)	2003	2010	2003
RE-Fe-B 化合物 (日立 NEOMAX)	2003	2014	-
RE-Fe,Co-B 化合物 (日立 NEOMAX)	2003	2014	-
RE-Fe-B 基本成分 (麦格昆磁)	2003	2006	2004
含有 Co (麦格昆磁)	2004	2012	-

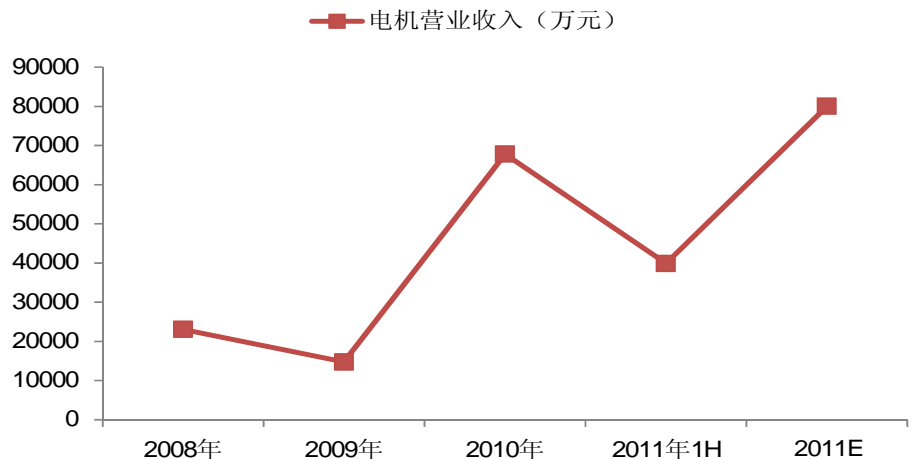
来源: 磁性材料及器件行业协会 国金证券研究所

朝阳业务：汽车电机

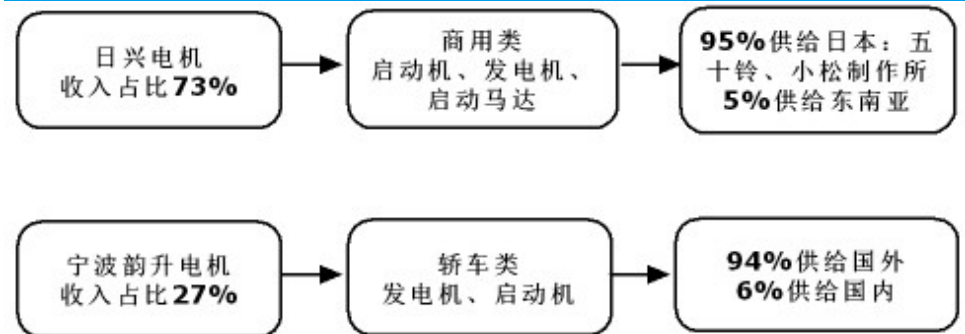
我国出口第一，未来在国内

- 宁波韵升依托磁性材料的优势，向下游产业延伸发展电机业务，现拥有年产 100 万台发电机和 50 万台启动机的电机产能。经营主体是韵升股份下属子公司宁波韵升电机和日兴电机。其中，韵升电机主要生产传统轿车类电机，以轿车类的返修市场为主，占美国返修机新机市场份额 30%。2010 年 1 月收购的日兴电机以生产商用电机为主，主要为卡车、装载车和机械工程车的启动机、发电机和电机马达等，主要客户涵盖五十铃汽车、三菱重工、小松制作所等知名企业。
- 公司的电机产品大部分供给国外市场，我国汽车类电机出口第一。其中，日兴电机的产品 95% 以上供给日本本土，其余出口东南亚。宁波韵升电机的轿车类电机外销比例也超过 94%，主要出口北美、南美、欧洲、中东、澳洲等地。
- 自收购日兴电机以来，公司电机产品研发实力大大提高，日兴电机技术在日本国内同行业处于中高水平，拥有专利 15 项，外观设计 1 项。公司的研发重心向着电机产品小型化、轻量化发展。
- 日兴电机的收购和公司原有电机业务形成良好互补，使得公司形成了轿车、重卡、客车、工程机械的系列产品。同时，宁波韵升可以利用自身在磁性材料方面的优势帮助日兴电机有效降低采购、制造成本，而日兴电机也可以帮助宁波韵升提高产品质量进入更高端市场。

图表19：2010 年收购日兴电机后电机业务收入大幅增长（万元）



图表20：公司电机业务结构



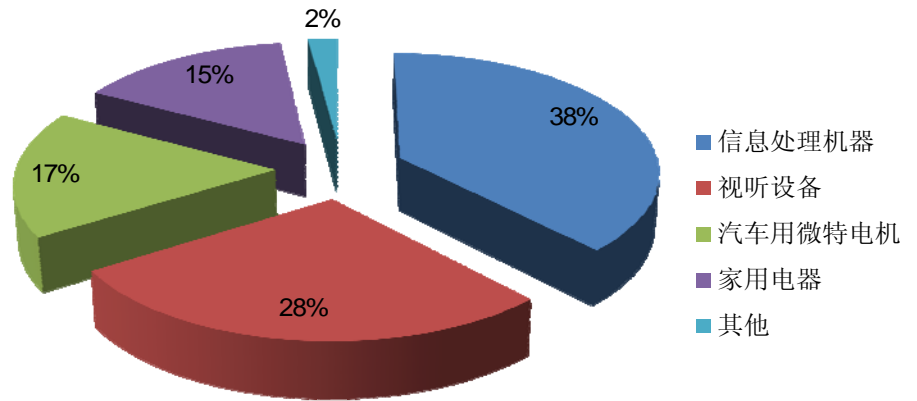
来源：公司财报 国金证券研究所

- 电机作为一种驱动元件和控制元件，广泛用于工业、商业、国防和公用设施等各个领域。我国内燃机的发电机、启动机“两机”及其主要零件制造

企业约 500 家,具整机生产能力的约 300 家,其中为国内 OEM 配套的"两机"企业约 50 家,应用领域包括国产汽车、机车、船舶、工程机械等方面。

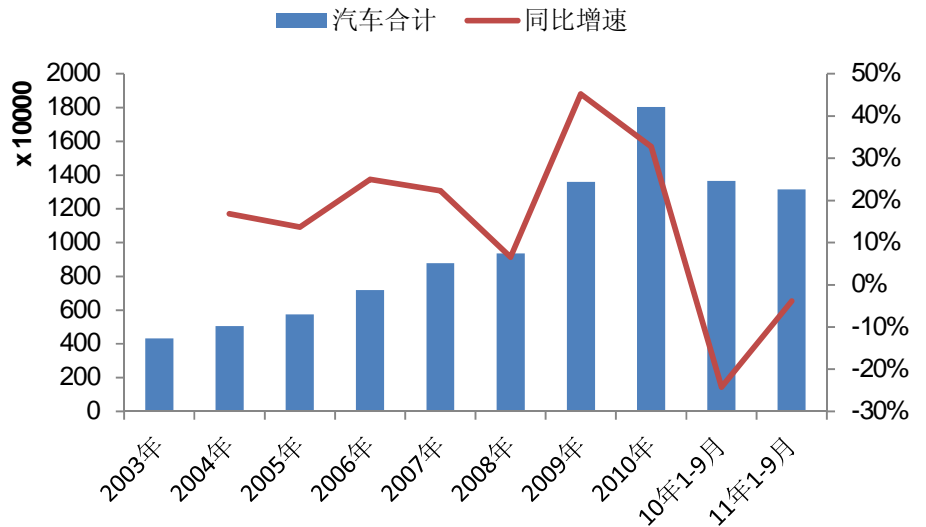
- 目前电动机的用电量平均占世界各国总用电量的 50%以上,占工业用电量的 70%以上。其中微特电机的应用情况在一定程度上与社会发展水平相适应,可以通过一个家庭拥有微特电机数量的多少来衡量一个国家发展水平。据不完全统计,西方发达国家每个家庭平均拥有 50-100 台微特电机,我国大城市居民平均家庭拥有量大约在 10-30 台左右,具有庞大的潜在市场。
- 电机行业与汽车等行业紧密关联,汽车等工业的发展很大程度上决定了处在上游的电机等相关零部件制造行业的发展。自 1999-2009 年,我国汽车产量的复合增长率约为 22.6%,未来 5 年的年度平均复合增长率有望继续维持在 10%以上。每辆普通汽车至少配备 15 台微特电机,高级轿车配 40-50 台微特电机,豪华轿车则配 70-80 台电机,目前世界范围内汽车用微特电机已占到微特电机总量 35%左右,相比我国 17%的结构占比仍然有很大的提升空间。

图表21: 我国微特电机应用结构 (%)



来源: 国金证券研究所

图表22: 我国汽车产量 (万台)



来源: 国家统计局 国金证券研究所

潜力业务：上海电驱动

新能源汽车用电机龙头

- 公司参股 29.17% 的上海电驱动有限公司依靠技术优势以及最早进入者的优势，是新能源汽车电机研发与制造的无可争议的龙头，在目前规模产业化的中国新能源轿车电机市场占有率达到 60%，有望是新能源汽车产业化最早和最大的受益者。
- **产品齐全，技术领先：**公司现已拥有四个产品系列，其技术达到了国际同类产品的先进水平，部分典型产品通过了国家新能源汽车公告要求。产品分别在上汽、华普、一汽、东风、长安、奇瑞、华晨、吉利、长城等国内知名汽车企业的整车中成功地进行了示范应用，部分产品已进行批量化生产。公司现已建立了一条车用驱动电机系统柔性化生产线，生产能力达到年产 1.2 万台套。
- **前期介入，播种客户：**公司同步配套参与了国内几乎全部著名汽车制造商的纯电驱动、混合动力汽车的前期研发，为未来产品生产、销售与市场竞争打下的坚实的基础，且有望快速进入全球分工体系。
- **黎明播种，潜力无限：**上海电驱动公司仍具有研发性质，做小批量生产，但公司发展前景无限，其业绩的跨越式增长值得期待，也使得宁波韵升有可能成为最早受益于新能源汽车电机用磁性材料的供应商。

图表23：上海电驱动系列产品



混合动力轿车用ISG电机



混合动力轿车用ISG电机



混合动力/纯电动客车用驱动电机



混合动力/纯电动客车用驱动电机

来源：上海电驱动公司网站 国金证券研究所

盈利预测与投资建议

关键假设

考虑到今年稀土价格暴涨抑制部分下游需求，我们假设 2011-2013 年公司钕铁硼产成品销量分别为 2600 吨、2800 吨、3000 吨，汽车微电机销量分别为 131 万台、132 万台、142 万台。金属钕价格三年含税均价假设为 110 万元/吨。

盈利预测

根据以上假设，我们预计公司 2011-2013 年主营收入分别为 36.87 亿元，39.34 亿元，41.83 亿元，净利润为 5.82 亿元、5.99 亿元、6.65 亿元，对应 EPS 为 0.899 元、0.931 元、1.225 元。

图表24: 关键假设

	2010	2011E	2012E	2013E
钕铁硼成品销量(吨)	2700	2600	2800	3000
电机销量(万台)	96	131	132	142
金属钕含税均价(万元/吨)	24.87	110	110	110

来源：国金证券研究所

投资建议

根据我们的盈利预测，公司目前 16.18 元股价对应 2011-2013 年 PE 为 18 倍、17.38 倍、13.21 倍，考虑我们预计其未来两年的业绩增速有限，我们首次给予持有评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,887	997	1,929	3,687	3,935	4,184	货币资金	182	504	474	900	1,052	1,717
增长率		-47.2%	93.5%	91.1%	6.7%	6.3%	应收款项	229	272	414	754	804	855
主营业务成本	-1,568	-707	-1,404	-2,616	-2,851	-3,028	存货	200	231	544	788	859	913
%销售收入	83.1%	70.9%	72.8%	71.0%	72.4%	72.4%	其他流动资产	25	230	479	285	308	326
毛利	320	290	526	1,071	1,084	1,156	流动资产	636	1,237	1,911	2,727	3,024	3,811
%销售收入	16.9%	29.1%	27.2%	29.0%	27.6%	27.6%	%总资产	33.7%	57.1%	61.9%	67.6%	70.7%	76.1%
营业税金及附加	-5	-4	-6	-11	-12	-13	长期投资	473	159	216	357	356	356
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	646	586	763	775	713	651
营业费用	-52	-37	-61	-74	-79	-84	%总资产	34.2%	27.1%	24.7%	19.2%	16.7%	13.0%
%销售收入	2.8%	3.7%	3.2%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	128	176	169	174	180	186
管理费用	-108	-141	-240	-332	-354	-377	非流动资产	1,253	928	1,174	1,308	1,251	1,194
%销售收入	5.7%	14.2%	12.4%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	66.3%	42.9%	38.1%	32.4%	29.3%	23.9%
息税前利润 (EBIT)	154	108	219	654	639	683	资产总计	1,890	2,165	3,085	4,035	4,275	5,006
%销售收入	8.2%	10.8%	11.4%	17.7%	16.3%	16.3%	短期借款	200	0	335	438	0	0
财务费用	-20	-6	-21	-30	-21	-7	应付款项	94	149	507	639	694	737
%销售收入	1.1%	0.6%	1.1%	0.8%	0.5%	0.2%	其他流动负债	88	187	111	315	339	361
资产减值损失	-9	-1	-16	-7	0	0	流动负债	383	336	954	1,392	1,033	1,097
公允价值变动收益	0	0	-3	0	0	0	长期贷款	0	100	114	97	97	98
投资收益	9	678	28	60	80	100	其他长期负债	52	1	58	8	8	8
%税前利润	6.4%	86.2%	10.7%	8.8%	11.4%	12.8%	负债	434	437	1,125	1,497	1,137	1,203
营业利润	134	779	207	678	698	775	普通股股东权益	1,339	1,627	1,810	2,269	2,748	3,378
营业利润率	7.1%	78.1%	10.7%	18.4%	17.7%	18.5%	少数股东权益	117	117	150	270	390	425
营业外收支	14	8	59	7	7	7	负债股东权益合计	1,890	2,181	3,085	4,035	4,275	5,006
税前利润	148	786	266	685	705	782	比率分析						
利润率	7.8%	78.9%	13.8%	18.6%	17.9%	18.7%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-11	-113	-36	-103	-106	-117	每股指标						
所得税率	7.1%	14.4%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.269	1.636	0.515	0.899	0.931	1.225
净利润	137	673	230	582	599	665	每股净资产	3.382	4.111	4.573	5.732	6.943	8.535
少数股东损益	31	26	26	120	120	35	每股经营现金净流	0.393	0.289	0.462	1.438	1.399	1.502
归属于母公司的净利润	106	648	204	462	479	630	每股股利	0.150	0.150	0.200	0.000	0.000	0.000
净利率	5.6%	64.9%	10.6%	12.5%	12.2%	15.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.95%	39.81%	11.25%	20.38%	17.43%	18.65%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	5.63%	29.70%	6.60%	11.46%	11.20%	12.59%
净利润	137	673	230	582	599	665	投入资本收益率	8.40%	5.00%	7.82%	18.05%	16.77%	14.85%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	73	68	96	89	87	87	主营业务收入增长率	-59.15%	-47.17%	93.49%	91.11%	6.72%	6.32%
非经营收益	12	-672	-37	-43	-66	-100	EBIT增长率	-2.84%	-30.20%	103.33%	198.59%	-2.25%	6.80%
营运资金变动	-65	44	-109	-59	-66	-58	净利润增长率	1.70%	508.52%	-68.55%	127.01%	3.59%	31.57%
经营活动现金净流	157	113	180	569	554	594	总资产增长率	-50.96%	15.40%	41.48%	30.80%	5.94%	17.09%
资本开支	-74	-121	-157	-77	-22	-23	资产管理能力						
投资	-59	501	-214	-141	0	0	应收账款周转天数	49.5	79.6	56.5	65.0	65.0	65.0
其他	-177	26	20	60	80	100	存货周转天数	74.5	111.4	100.7	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-310	405	-351	-158	58	77	应付账款周转天数	72.0	46.2	35.5	33.0	33.0	33.0
股权募资	3	3	0	0	0	0	固定资产周转天数	118.9	193.1	128.3	66.3	54.5	44.1
债权募资	-31	-100	243	49	-438	1	偿债能力						
其他	-66	-95	-138	-34	-21	-7	净负债/股东权益	1.16%	-23.16%	-2.37%	-14.93%	-30.89%	-42.96%
筹资活动现金净流	-94	-192	105	15	-460	-6	EBIT利息保障倍数	7.6	19.3	10.2	22.1	29.8	96.5
现金净流量	-247	326	-66	426	152	665	资产负债率	22.98%	20.02%	36.47%	37.09%	26.60%	24.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	2	9
买入	0	0	5	6	16
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.71	1.73	1.68

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B