

# 钕铁硼与机电业务齐头并进，期待新能源汽车产业化加速

## ——宁波韵升（600366）调研快报

2012年2月21日

推荐/首次

宁波韵升

调研快报

林阳	有色金属行业首席分析师	执业证书编号：S1480510120003
	linyong@dxzq.net.cn	010-6655 4024
李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-66554028

### 事件：

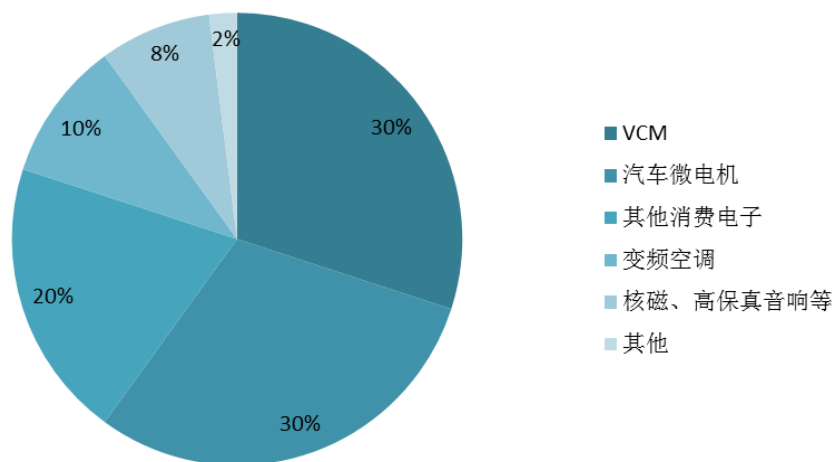
近日我对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展情况和经营的重点与公司高管进行了交流。

### 观点：

#### 1. 钕铁硼下游需求放缓，产能扩张步伐趋缓

公司是国内第二大的钕铁硼生产企业，目前拥有钕铁硼磁材产能 5000 吨左右，仅次于中科三环。公司产能主要分布在宁波和包头两地，产能均为 2500 吨左右。目前，钕铁硼磁材是公司最主要的收入来源，占营业收入的 68%左右。公司主要定位中高端产品，下游应用领域包括 VCM、汽车微电机、消费电子和变频空调等，从今年一季度的订单情况看，下游需求有放缓的迹象，我们认为主要原因有两点：1）2011 年钕铁硼产品价格随原材料价格大幅上涨，导致公司终端产品价格大幅上涨，下游部分需求转向铁氧永磁替代钕铁硼；2）国内外宏观经济不景气，下游产业需求增长乏力。公司目前的产能利用率在 50%~60% 之间，较 2011 年同期有所下降，预计公司 2012 年将不会扩大钕铁硼产能。

图 1：公司主要产品结构



资料来源：公司公告、东兴证券

公司产品结构中，VCM 占 30%、汽车微电机占 30%、其他消费电子占 20%、变频空调占 10%，相比于同行业其他公司，公司的主要优势在于磁机电一体化产业链条，公司的传统优势在电机产品，包括传统汽车电机、新能源汽车驱动系统、小型风电电机等。公司是国内磁电机一体化产业链最完整的钕铁硼生产企业，随着混合动力汽车和纯电动汽车的不断发展，公司将有望占据先发优势，赢得更多的市场份额。

表 1：主要子公司情况

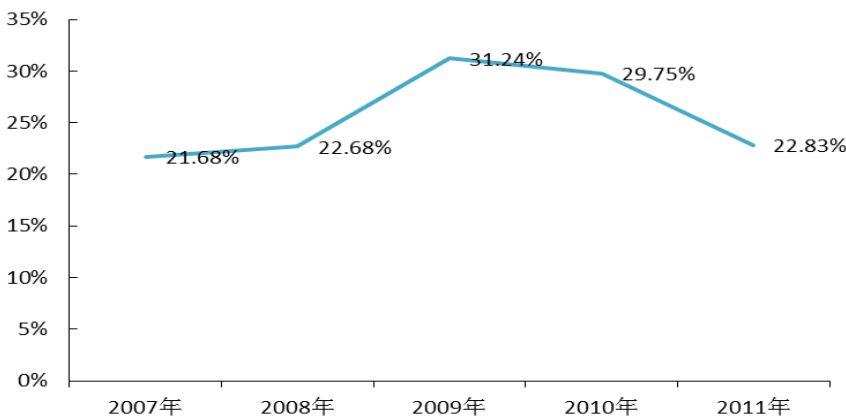
子公司	主要产品	主营业务
磁性材料	宁波韵升特种金属材料有限公司	面向钕铁硼永磁材料业务，产能主要分布在宁波和包头两地，产能均为 2500 吨左右
	宁波韵升磁性材料有限公司	
	深圳韵科材料技术有限公司	
	宁波韵升粘结磁体有限公司	
	宁波韵升高科磁业有限公司	
	包头韵升强磁材料有限公司	
	宁波韵升强磁材料有限公司	
电机业务	日兴电机工业株式会社	面向国内汽车微电机领域的业务，产能主要集中在子公司宁波韵升电机有限公司，现已形成年产发电机 100 万台、起动机 50 万台的生产规模
	宁波韵升永磁电机有限公司	
	宁波韵升汽车电机有限公司	
	宁波韵升电机有限公司	
新能源汽车	上海电驱动有限公司	主要产品包括主驱动系统（燃料电池电动轿车、纯电动轿车、混合动力轿车、混合动力客车等），目前产能 10 万台套
小风电电机	宁波爱尔韵升风力发电机有限公司	面向国内小型风电电机市场
	宁波韵升发电机有限公司	

资料来源：公司资料、东兴证券

## 2. 与客户建立长期合作，产品毛利率稳定

公司与下游客户建立了长期稳定的合作，赢得了客户的信任，虽然上游原材料稀土价格的波动较大，但公司产品毛利率基本稳定在 20%~30% 之间（公司不同产品的毛利率不同）。稀土原材料占钕铁硼总成本的 60%~70%，其中轻稀土（30%）、重稀土（0~7%）。稀土价格剧烈变动对公司业绩影响较大，为此公司执行较为严格的库存管理制度以规避风险，目前公司稀土库存量保持在 2~3 月的水平，定期与下游客户协商终端产品价格，确保公司产品毛利率稳定。

图 2：2001—2011 年公司钕铁硼产品毛利率变化情况



资料来源：公开资料、东兴证券

### 3. 上海电驱动：国内汽车电机龙头，静待新能源汽车产业化加速

上海电驱动是由上海安乃达、升安能源、中科易能和宁波韵升共同投资组建的从事新能源汽车用电机系统研发和生产的厂商，目前公司持股 29.17%。公司主要产品包括主驱动系统（燃料电池电动轿车、纯电动轿车、混合动力轿车等）和辅助驱动系统（电动助力转向、空调压缩机等）。公司客户已经覆盖全国 80% 的汽车厂商，包括上汽、一汽、东风等。由于混合动力及纯电动轿车产量增长仍较为缓慢，目前公司产品仍主要面向客车、公交车和 EV 车等。目前上海电驱动纯电动汽车的产量仅在 3000 台左右，使用的钕铁硼永磁材料仅在百吨级，但我们认为，随着全球新能源汽车产业发展的加速，公司将借助上海电驱动平台，在新能源汽车用钕铁硼永磁材料领域抢占先机，形成上下游一体化竞争优势。

#### 结论：

虽然钕铁硼下游需求暂时面临下滑风险，但是作为节能环保的大背景下，新兴领域对钕铁硼磁材的需求将继续保持高增长，考虑行业未来发展前景良好、钕铁硼需求旺盛，公司产品结构优化，机电业务拓展稳步推进，我们预计公司 2011、2012 和 2013 年 EPS 分别为 1.22、1.25 和 1.36 元，首次给予“推荐”评级。

#### 风险提示：

- 1) 稀土价格大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 钕铁硼下游需求增长低于预期

**表 2：盈利预测及关键指标**

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,929.38	4,300.00	4,604.45	4,934.12
(+/-)%	93.49%	122.87%	7.08%	7.16%
经营利润 (EBIT)	307.24	911.34	961.74	1,027.89
(+/-)%	-63.85%	196.62%	5.53%	6.88%
净利润	203.65	633.54	643.76	703.66
(+/-)%	-68.55%	211.09%	1.61%	9.31%
每股净收益 (元)	0.515	1.231	1.251	1.368

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	1,929.38	4,300.00	122.87%	4,604.45	7.08%	4,934.12	7.16%
营业成本	1,403.77	3,136.68	123.45%	3,354.44	6.94%	3,587.34	6.94%
营业费用	60.81	86.00	41.42%	92.09	7.08%	98.68	7.16%
管理费用	240.17	301.00	25.33%	322.31	7.08%	345.39	7.16%
财务费用	21.42	52.39	144.59%	89.37	70.57%	83.49	-6.58%
投资收益	28.34	40.00	41.15%	32.00	-20.00%	32.00	0.00%
营业利润	207.00	751.46	263.02%	764.89	1.79%	836.92	9.42%
利润总额	266.08	759.46	185.43%	772.89	1.77%	844.92	9.32%
所得税	36.04	113.92	216.10%	115.93	1.77%	126.74	9.32%
净利润	230.04	645.54	180.62%	656.96	1.77%	718.18	9.32%
归属母公司所有者的净利润	203.65	633.54	211.09%	643.76	1.61%	703.66	9.31%
NOPLAT	197.48	683.27	245.99%	726.12	6.27%	782.35	7.74%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	474.17	1,075.00	126.71%	1,151.11	7.08%	1,233.53	7.16%
交易性金融资产	21.27	21.00	-1.27%	21.00	0.00%	21.00	0.00%
应收帐款	363.90	805.22	121.27%	862.23	7.08%	923.97	7.16%
预付款项	160.95	317.78	97.44%	485.51	52.78%	664.87	36.94%
存货	543.75	1,031.24	89.65%	1,102.83	6.94%	1,179.40	6.94%
流动资产合计	1,910.62	3,919.62	105.15%	4,333.47	10.56%	4,778.41	10.27%
非流动资产	1,174.42	961.29	-18.15%	853.80	-11.18%	746.31	-12.59%
资产总计	3,085.04	4,880.90	58.21%	5,187.27	6.28%	5,524.72	6.51%
短期借款	234.58	1,762.78	651.47%	1,692.73	-3.97%	1,619.59	-4.32%
应付帐款	168.42	386.71	129.61%	413.56	6.94%	442.27	6.94%
预收款项	9.91	20.66	108.45%	32.17	55.71%	44.51	38.34%
流动负债合计	950.38	2,363.13	148.65%	2,334.42	-1.21%	2,305.52	-1.24%
非流动负债	174.75	113.76	-34.90%	113.76	0.00%	113.76	0.00%
少数股东权益	150.09	162.09	8.00%	175.29	8.14%	189.81	8.28%
母公司股东权益	1,809.81	2,241.92	23.88%	2,563.80	14.36%	2,915.63	13.72%
净营运资本	960.24	1,556.49	62.09%	1,999.06	28.43%	2,472.89	23.70%
投入资本 IC	1,707.94	3,101.56	81.60%	3,290.47	6.09%	3,632.27	10.39%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	230.04	645.54	180.62%	656.96	1.77%	718.18	9.32%
折旧摊销	78.82	0.00	N/A	107.49	N/A	107.49	0.00%
净营运资金增加	59.29	596.26	905.73%	442.56	-25.78%	473.84	7.07%
经营活动产生现金流	182.70	(716.57)	N/A	525.41	N/A	558.87	6.37%

投资活动产生现金流	(350.93)	142.33	N/A	32.00	-77.52%	32.00	0.00%
融资活动产生现金流	101.44	1,175.07	1058.34%	(481.29)	N/A	(508.46)	N/A
现金净增(减)	(66.79)	600.83	N/A	76.11	-87.33%	82.42	8.28%

东兴证券

## 分析师简介

### 林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

## 联系人简介

### 李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。