

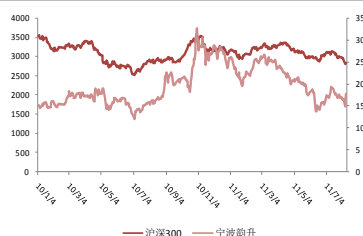
公司评价

谨慎推荐（首次）

发行基本情况

截止日期	2011-8-10
收盘价	17.83 元
总股本	51449.78 万股
上市流通股	51449.78 万股
流通受限股	0 万股

公司股价走势图



相关报告

《央企难独大，南方稀土“一大两小”格局已现雏形》

2011-06-15

《小金属把握政策导向，铜板块关注超跌反弹——2011年有色金属行业中期投资策略》

2011-06-27

研发部

何阳阳¹

SAC 执业证书编号：S1340510120005

联系电话：010-68858167

Email: luobaiyan@cnpsec.com

磁机电一体化 竞争优势明显

——宁波韵升（600366）研究报告

摘要：

● **高端磁材龙头，竞争优势明显。**公司已于2001年取得NEOMAX和MQI公司专利许可，并通过自身努力成功挤进高端钕铁硼市场，目前公司共拥有烧结钕铁硼磁性材料大约5500吨的产能，其中宁波有3000吨，包头有2000吨，同时公司在宁波还大约有500吨左右的粘结钕铁硼产能。尽管从技术和产能上看，公司都低于中科三环，但公司高端磁材比重和毛利率都略高于中科三环。随着钕铁硼市场的拓展和稀土价格上涨逼迫下游整合加剧，我们认为公司凭借磁机电一体化和产品结构高端化的优势，在钕铁硼磁性材料领域中的竞争优势将会愈加明显。

● **新建项目投产，产能进入释放期。**截至2010年底，公司非公开募投的直流无刷微型电机关键部件（KPM）扩能改造项目和KPM坯料和磁钢（包头）生产基地项目都已建成投产，其中KPM坯料和磁钢（包头）生产基地项目是直流无刷微型电机关键部件（KPM）扩能改造项目的配套项目。该项目的建成将使公司增加年产1000吨高性能KPM坯料的生产能力和年产1.2亿件各类KPM磁钢的精加工生产能力，公司KPM年精加工能力也将从9600万件增加到12000万件，清洗和后处理的生产能力将从9600万件增加到24000万件。随着公司新建项目产能的逐步释放，公司业绩还有进一步提升空间。

● **大力拓展电机业务，提前布局新能源汽车市场。**目前公司电机业务已经形成了宁波电机、日兴电机，上海电驱动三足鼎立的局面。其中，宁波电机主要从事国内乘用车售后市场，而对日兴电机的收购在完善公司汽车电机的产业链的同时，还使公司成功涉足乘用车电机领域和日本整车配套市场。更重要的是，公司通过参股上海电驱动35%的股权，提前布局新能源汽车市场，上海电驱动是国内电驱动领域的龙头，其开发的车用电机及其驱动系统样机的应用客户几乎涵盖了全部国内汽车厂商。尽管新能源汽车大规模推广应用尚需时日，但随着政府扶持力度加大，新能源汽车的快速发展和整车配套系统的拓展，我们认为未来公司的电机业务看点十足。

● **给予宁波韵升“谨慎推荐”评级。**经过测算，我们预计公司2011—2013年的EPS分别为0.52元，0.63元，0.74元，对应的PE分别为：34X，28X，24X。从估值上看，2011年宁波韵升34倍的动态市盈率低于行业平均45倍的市盈率，目前公司的估值处于相对偏低水平。考虑到公司在高端钕铁硼行业的龙头地位，较强的成本转嫁能力，高端钕铁硼行业未来巨大的成长空间和公司磁机电一体化的经营模式，我们给予公司“谨慎推荐”的评级。

● **风险提示：**1、稀土价格继续大幅上涨；2、钕铁硼和汽车电机销量下滑；3、新能源汽车推广进程缓慢；4、公司电机整车配套市场拓展不如预期。

¹ 报告贡献人：罗柏言

目 录

1. 高端磁材龙头 积极拓展电机业务	3
1.1 公司基本情况及股权结构介绍	3
1.2 产品结构高端化 竞争优势明显	4
1.3 新建项目投产 产能进入释放期	5
1.4 大力拓展电机业务 提前布局新能源汽车市场	5
1.5 盈利水平稳定 成本转嫁能力强	6
2. 高端钕铁硼行业将继续高速增长	7
2.1 直驱式永磁风电将继续稳定增长	7
2.2 节能变频家电迎来快速成长期	8
2.3 新能源汽车将成钕铁硼市场的主要增长点	9
3. 盈利预测与估值	10
3.1 产品价格、销量和毛利率假设	10
3.2 公司估值分析	11
3.3 公司财务报表预测	12

图表目录

图表 1: 公司与实际控制人产权及控制关系图	3
图表 2: 公司股东结构	3
图表 3: 钕铁硼消费领域分布	4
图表 4: 全球高性能钕铁硼产量分布	4
图表 5: 钕铁硼产品毛利率比较	5
图表 6: 公司收入结构变化情况	7
图表 7: 公司利润结构变化情况	7
图表 8: 公司收入、利润和毛利变化情况	7
图表 9: 公司三费和负债变化情况	7
图表 10: 中国新增风电装机容量预测	8
图表 11: 中国新增直驱永磁电机台数预测	8
图表 12: 中国空调单月产量和当月同比增速	8
图表 13: 变频空调对钕铁硼需求量预测	8
图表 14: 全球主要国家新能源汽车产销目标	9
图表 15: 中国混合动力汽车产量	10
图表 16: 混合动力汽车对钕铁硼的需求量预测	10
图表 17: 公司电机业务关键假设	10
图表 18: 公司钕铁硼业务关键假设	11
图表 19: 可比上市公司估值水平比较	11
图表 20: 公司财务报表预测	12

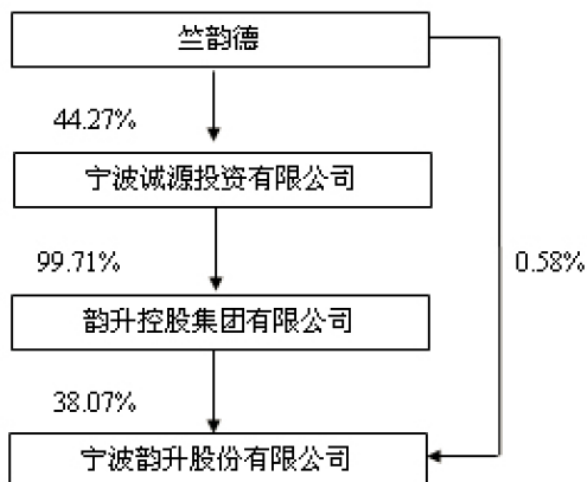
1. 高端磁材龙头 积极拓展电机业务

1.1 公司基本情况及股权结构介绍

公司成立于 1994 年 6 月，是一家国家级重点高新技术企业，1996 年公司开始涉足钕铁硼永磁材料产业，并且企业承担了 2 项国家 863 项目。公司一直以“立足新材料、新能源与机电一体化产业，致力于发展节能高效的绿色产品”为企业使命，在剥离了八音琴和弹性元件业务之后，目前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，产品更是销往 20 多个国家和地区。通过不断的技术改造和扩大生产规模，现阶段公司已成为仅次于中科三环的我国第二大钕铁硼生产企业。2000 年 10 月 30 日，“宁波韵升”股票在上海证券交易所挂牌上市。

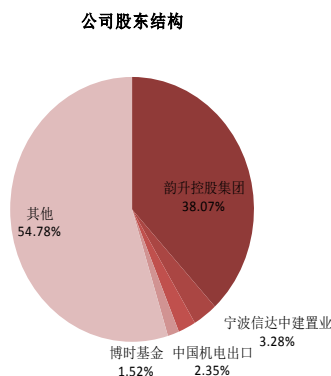
目前公司的业务主要可分为钕铁硼磁性材料和电机两大块，下辖的主要控股公司包括宁波韵升强磁材料有限公司，包头韵升强磁材料有限公司，宁波韵升磁体元件技术有限公司，宁波韵升电机有限公司，宁波爱尔韵升风力发电有限公司，日兴电机工业株式会社，宁波德昌精密纺织机械有限公司，其中从事钕铁硼磁性材料业务的主要有包头韵升强磁，宁波韵升强磁和宁波韵升磁元件公司，从事电机业务的主要有宁波电机，日兴电机和宁波爱尔韵升电机。

图表 1：公司与实际控制人产权及控制关系图



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 2：公司股东结构



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

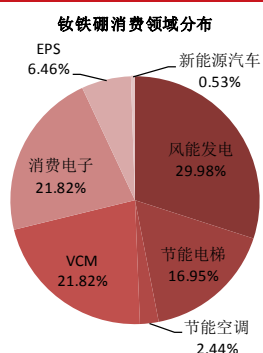
目前公司股本已经实现全流通，韵升控股集团有限公司，宁波信达中建置业有限公司，中国机电出口产品投资有限公司，交通银行-博时新兴成长股票型证券投资基金分别持有公司 38.07%，3.28%，2.35%，1.52% 的股权，其中 韵升控股集团有限公司是公司的控股股东，竺韵德先生是公司的实际控制人。

1.2 产品结构高端化 竞争优势明显

目前我国大多数磁性材料生产企业都是以生产磁能积在 45 以下的中低端钕铁硼产品为主，真正能大规模生产高端钕铁硼的企业并不多，而且主要核心专利和技术还都掌握在发达国家手中。目前中低端钕铁硼主要用于电动自行车电机，音响磁头，传统消费类电子等。而高性能钕铁硼则主要用于新能源动力汽车，信息技术，高端军工产品，计算机驱动器电机（VCM），汽车助力转向系统，核磁共振仪，风力发电用永磁直驱电机和节能变频家电等领域。在高性能钕铁硼领域，日本拥有明显的技术、专利和产量优势。目前，日本高性能钕铁硼永磁材料不仅技术领先，产量也最大，其 2009 年产量占全球产量的比重达 63.7%，而我国居第二位，占 29.9%，两者产量超过全球总产量的 90%。正是由于产能的不集中和产品的低端化，使得我国大多数企业的议价能力和成本转嫁能力不强，而对外出口又长期受到 NEOMAX 和 MQI 公司专利许可的限制。而作为稀土磁性材料深加工企业，尽管公司具备较强的议价能力和成本转嫁能力，但上游原材料的短缺和价格的剧烈波动依旧会对公司造成不利影响。

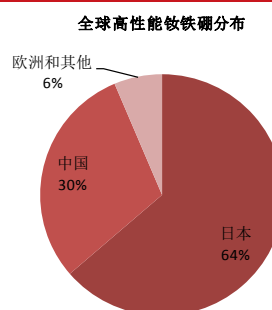
但公司已于 2001 年取得 NEOMAX 和 MQI 公司专利许可，而且通过加大投入和需求合作，目前公司的钕铁硼产能已经具备技术和规模优势，其产品更是远销欧美等发达国家市场。现阶段，如果加上公司 2010 年底在包头建成的 1000 吨 KPM 坯料项目，则公司共拥有烧结钕铁硼磁性材料大约 5500 吨的产能，其中宁波有 3000 吨，包头有 2000 吨，同时公司在宁波还大约有 500 吨左右的粘结钕铁硼产能，但相比烧结钕铁硼而言，这部分业务占比已经很小。尽管从技术和产能上看，公司要低于中科三环最高能生产 N52 牌号钕铁硼的技术水平，也低于中科三环 12000 吨的总产能，但由于公司不仅注重研发投入，而且通过“与市场保持零距离”，贯彻“抢好订单”的销售策略，不断优化客户结构和产品结构，使得公司长线订单、重点客户、高性能产品销售额的比重大幅提升，所以公司高端钕铁硼产品所占比重要高于中科三环，毛利率也明显好于中科三环。随着实体经济对钕铁硼需求的增加，稀土价格上涨逼迫下游整合加剧，我们认为公司凭借磁机电一体化和产品结构高端化的优势，在钕铁硼磁性材料领域中的竞争优势将会愈加明显。

图表 3：钕铁硼消费领域分布



数据来源：中电元协磁材分会 中邮证券研发部

图表 4：全球高性能钕铁硼产量分布



数据来源：中电元协磁材分会 中邮证券研发部

图表 5: 钕铁硼产品毛利率比较

	2010 年年报	2010 年中报	2009 年年报	2009 年中报	2008 年年报
宁波韵升	29.75%	35.37%	31.94%	22.68%	26.10%
中科三环	25.52%	25.76%	23.81%	23.07%	23.73%

数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

1.3 新建项目投产 产能进入释放期

公司曾于 2007 年非公开发行 2400 万股, 募集资金 1.932 亿用于建设直流无刷微型电机关键部件 (KPM) 扩能改造项目和 KPM 坯料和磁钢 (包头) 生产基地项目。其中, 直流无刷微型电机关键部件 (KPM) 扩能改造项目建成后, 将使公司成为全国最大的 KPM 生产基地。公司 KPM 年精加工能力也将从 9600 万件增加到 12000 万件, 清洗和后处理的生产能力将从 9600 万件增加到 24000 万件。而 KPM 坯料和磁钢 (包头) 生产基地项目是宁波韵升磁体元件技术有限公司直流无刷微型电机关键部件 (KPM) 扩能改造项目的配套项目, 通过利用包头原材料供应充足、气候干燥、人力资源充沛、能源成本低廉等综合优势, 为韵升股份实现年产 KPM2.4 亿片提供 KPM 坯料, 而该项目的建成也将使公司增加年产 1000 吨高性能 KPM 坯料的生产能力和年产 1.2 亿件各类 KPM 磁钢的精加工生产能力。根据公司 2010 年年报披露, 截至 2010 年底, 这两个项目都已建成投产。由于风力发电的高速增长期已经基本结束, 新能源汽车大规模推广尚需时日, 而稀土价格的大幅上涨也对公司成本和下游需求造成一定的不利影响, 所以预计未来几年公司钕铁硼业务将进入相对稳定期。而随着新建项目产能的逐步释放, 公司业绩还有进一步提升空间。

1.4 大力拓展电机业务 提前布局新能源汽车市场

通过大力拓展和积极收购, 目前公司电机业务已经形成了宁波电机、日兴电机, 上海电驱动三足鼎立的局面。其中, 宁波电机已经形成了年产发电机 100 万台、起动机 50 万台的生产规模, 电机种类涉及 50 多个系列、500 多种型号, 目前宁波电机依旧以国内乘用车售后市场为主要业务, 但公司在努力开拓售后市场的同时, 也积极向整车市场配套挺进, 目前公司不仅已经成为国内多家整车厂的供应商, 而且还成为国内汽车

电机出口市场的领跑者。此外，公司还于 2009 年收购日兴电机工业株式会社 79.13% 的股权，从而使日兴电机将成为宁波韵升的控股子公司。由于成立于 1933 年的日兴电机主要涉足商务车、重载工程车辆的整车电机配套市场，主要客户包括五十铃和三菱重工，此次收购这不仅可以与宁波电机的轿车电机市场形成互补进而完善公司的汽车电机产业链，而且还能起到降低成本提高质量的目的。随着国内汽配市场的发展，公司电机产品在整车配套市场的占有率将得到提升。

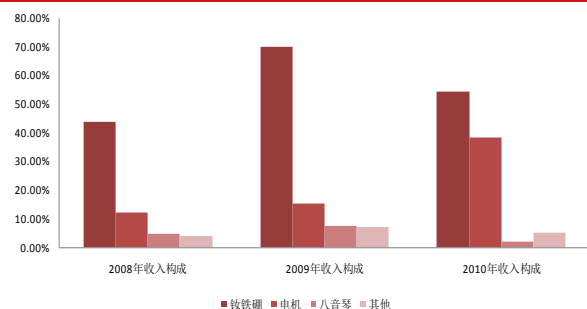
更重要的是，在做精传统汽车电机的同时，公司通过参股上海电驱动 35% 的股权，从而提前布局新能源汽车领域，为公司新一轮的快速增长积蓄能量。上海电驱动是国内电驱动领域的龙头，其主要从事新能源汽车电驱动系统的研发、生产、销售。目前已形成纯电动车、混合动力车、轮毂电机和辅助电机等四个产品研发平台，产品达到国际同类产品的先进水平，且其产品开发的应用车型有纯电动轿车、燃料电池轿车、串联插电式混合动力轿车、微型电动轿车、混合动力客车等车型，产品品种有驱动电机、ISG 电机和轮毂电机等，至今其车用电机及其驱动系统样机的应用客户几乎涵盖了一汽、上汽、东风、长安、奇瑞、吉利、夏利等全部国内汽车厂商。2010 年上海电驱动的产能已经达到 5 万台套，2011 年将达到 10 万台套。尽管新能源动力汽车的很多系统尚不完善，其推广应用也存在阻力，但出于节能环保的考虑，新能源汽车取代传统动力汽车是必然趋势，而且各级政府对新能源汽车的扶持力度也很大，随着新能源汽车的快速发展，则公司电机业务将面临巨大的成长空间。

1.5 盈利水平稳定 成本转嫁能力强

从公司的业务构成上来看，近三年钕铁硼创造收入分别占 44.02%，70.36%，54.61%，钕铁硼创造利润分别占 67.85%，76.3%，63.55%。近三年电机创造收入分别占 12.22%，15.28%，38.27%，电机创造利润分别占 8.96%，8.63%，26.7%。为了进一步优化产业结构，公司先后将业务占比较小关联度较低的八音琴和弹性元件业务剥离出去，从长期来看，这有利于公司将钕铁硼和电机业务做精做强，并进一步增强公司的盈利能力。

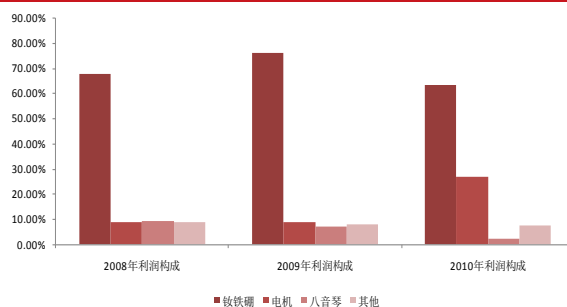
此外，稀土大幅涨价对公司影响较大。一般而言，稀土用量仅占全部磁性材料的 1/3 左右，按照我们的测算，稀土涨价后，购买稀土的成本在磁性材料总成本中大致占 72% 左右。由于今年上半年稀土价格出现暴涨，而成本传导却具有时滞性，所以一季度钕铁硼的产品价格上涨幅度小于稀土价格的上涨，从而使得公司产品毛利率从去年的 27.24% 下滑至今年一季度的 24.89%。但稀土价格的大幅上涨势必会导致需求订单往大企业手中集中并进而引发下游行业的重组整合。而公司由于产品结构高端，一季度以后为了应付稀土价格的暴涨，钕铁硼价格也由之前的季度定价调整为根据市场定价进而出现了大幅上涨，所以公司将比其他同行具备更强的成本转嫁能力。尽管出于维护市场稳定客户的需要，公司钕铁硼售价不会完全反应成本上涨，但随着优质订单增加和产品售价提升，我们预计一季度以后公司的毛利率会逐步回升，但全年的毛利率还是会受到一定影响。

图表 6：公司收入结构变化情况



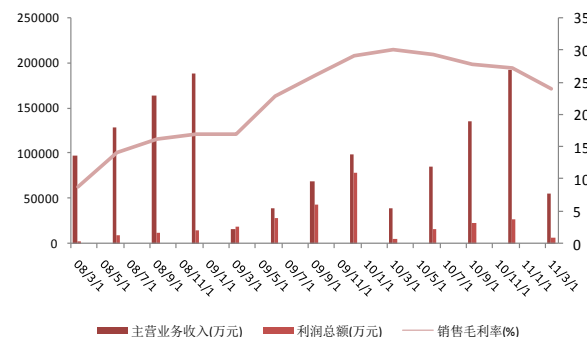
数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 7：公司利润结构变化情况



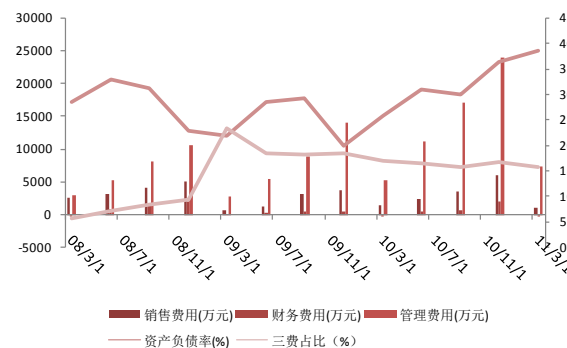
数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 8：公司收入、利润和毛利变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 9：公司三费和负债变化情况



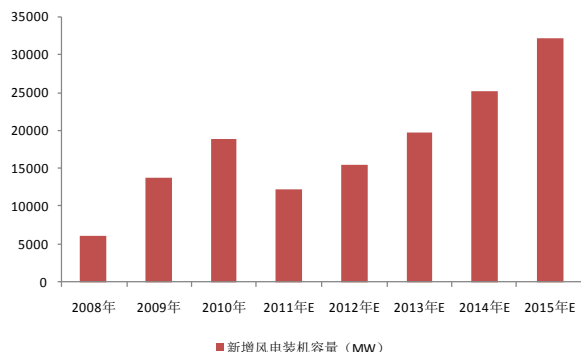
数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

2. 高端钕铁硼行业将继续高速增长

2.1 直驱式永磁风电将继续稳定增长

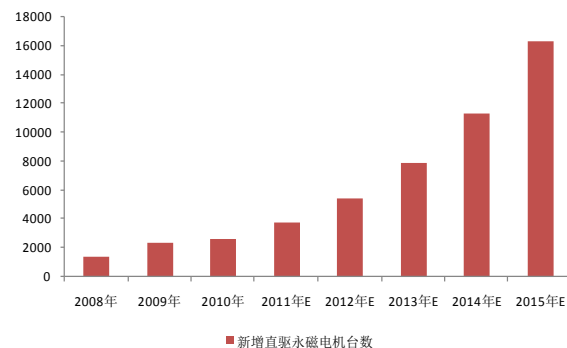
根据全球风能理事会的统计，全球的风力发电产业正在高速增长，过去 10 年平均年增长率 28%，从 2005 年开始，中国的风电总装机连续 5 年实现翻番。2010 年，全国风电新增装机容量 1,600 万千瓦，总累计装机容量达到 4,182.7 万千瓦，比上年增长约 62%，首次超过美国，跃居世界第一。按照我们的统计，2010 年我国直驱永磁电机的装机容量为 3735MW，装机台数为 2648 台，约占新增装机容量的 19.73%，全年需求钕铁硼为 3178 吨。随着节能环保的持续推进，我国风电装机容量将继续维持高速增长。按照我们的预测，截至 2015 年我国风电装机总容量为 1.5 亿千瓦，而随着直驱永磁电机的推广，至 2015 年我国直驱永磁电机占比将达到 31% 左右。直驱永磁式风电装机容量的继续稳定增长，将对稀土永磁行业起到巨大支撑作用。

图表 10: 中国新增风电装机容量预测



数据来源: 中邮证券研发部

图表 11: 中国新增直驱永磁电机台数预测

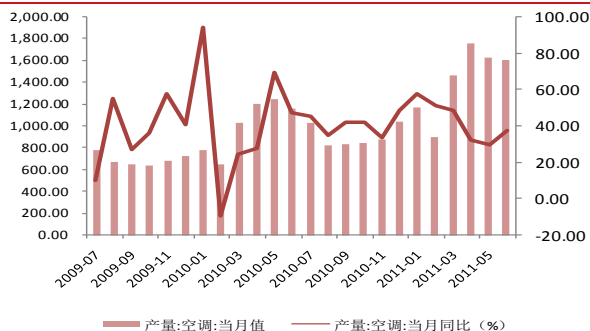


数据来源: 中邮证券研发部

2.2 节能变频家电迎来快速成长期

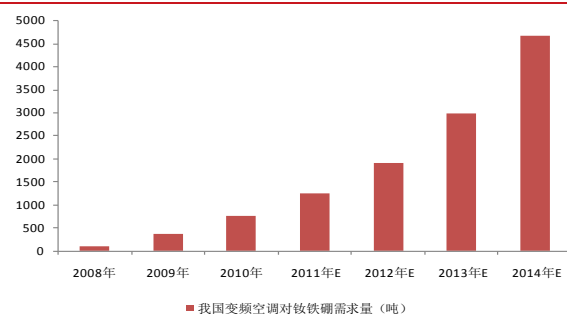
传统的“定频空调器”压缩机依靠不断地“开、停”来调整室内温度，其一开一停之间容易造成室温忽冷忽热，并消耗较多电能。而运用了变频控制技术的变频空调，可根据环境温度自动选择制热、制冷和除湿运转方式，从而起到很好的节能效果。变频空调在发达国家普及程度非常高。据公开资料显示：日本变频空调占其空调总量的比率已高达 97%，法国变频空调普及率也高达 90% 左右，西班牙为 45%、意大利为 40%。2010 年我国空调产量突破 1 亿台。其中变频空调机产量约 2,400 万台，占比 20% 左右，而变频空调中稀土永磁变频电机大致占 50% 左右，其余为铁氧体永磁电机。但随着政策的鼓励，空调市场的消费升级，节能降耗的持续推进和环保意识的增强，变频空调呈现出快速增长势头，其在空调中的占比也逐步提高。目前按照每一台节能变频空调平均使用 250g 高端钕铁硼磁性材料来计算，至 2014 年我国变频空调领域对高端钕铁硼的需求将达到 4660 吨。随着节能环保的推进和市场的消费升级，节能家电产业未来的持续发展，必将带动钕铁硼市场的高速增长。

图表 12: 中国空调单月产量和当月同比增速



数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 13: 变频空调对钕铁硼需求量预测



数据来源: 江海磁材公告 中邮证券研发部

2.3 新能源汽车将成钕铁硼市场的主要增长点

新能源汽车包括：混合动力汽车（HEV）、纯电动汽车（BEV）、燃料电池汽车（FCEV）、氢发动机汽车以及燃气汽车、醇醚汽车等等。迄今为止，已由美国、中国、德国、日本、韩国、法国、英国等多个国家提出了自己的新能源汽车发展目标，其中中国更是显得雄心勃勃。根据中国新能源汽车的相关规划，2015 年我国新能源汽车保有量要达到 150 万辆，其中插电式混合动力和全电动要达到 50 万辆，中重混合动力要达到 100 万辆，而到 2020 年产销总量更是要达到 500 万辆。而根据我们的判断：随着交通运输占原油消费消费比重的提升以及环保和大气污染问题的日益突出，世界现有原油储量难以满足传统动力汽车继续维持高增长势头，现阶段传统动力汽车正站在交叉路口面临方向性选择，大力发展新能源汽车是历史发展的必然趋势。

图表 14：全球主要国家新能源汽车产销目标

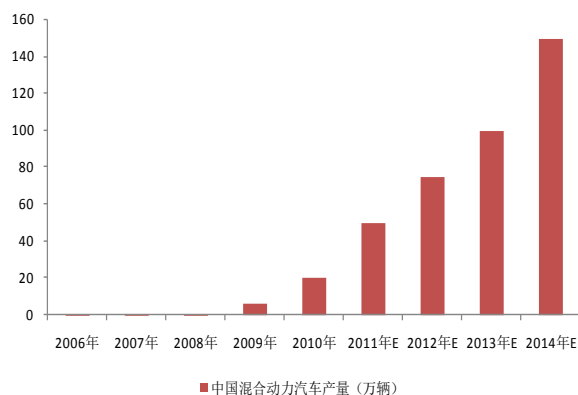
国家	规划时限	新能源车产销目标	新能源车范畴	最新销量数据
美国	2015 年	100 万辆（保有量）	插电式混合动力，增程型电动车，	2011 年第一季度美国市场共售出了 7.85 万辆混合动力和电动车
中国	2015 年	150 万辆（保有量）	插电式混合动力+纯电动（50 万），中、重混（100 万）	2010 年 1-11 月我国新能源汽车销量约为 1.3 万辆
	2020 年	500 万辆（产销总量）	插电式混合动力汽车、纯电动车、氢燃料电池汽车等	2009 财年混合动力与电动车共约 22 万辆
日本	2020 年	200 万辆（年销量）	万）	暂无
	2030 年	年销量 70%	不详	暂无
德国	2020 年	100 万辆（保有量）	电动车	2009 年 2 万辆电动车
	2030 年	500 万辆（保有量）	电动车	2010 年电动车保有量几千辆
英国	2015 年	24 万辆（保有量）	电动车	暂无
法国	2020 年前	200 万辆（累计产量）	清洁能源汽车	暂无
		120 万辆（产量，10%世界电动车市场）	电动车	暂无
韩国	2015 年	小型电动车普及率 10%	电动车	暂无
	2020 年		电动车	暂无

数据来源：盖世汽车网 公开资料 中邮证券研发部

目前，在所有新能源汽车中，混合动力车型是新能源汽车的主流，得到了越来越多消费者的认可。经过多年研发，我国已基本掌握了混合动力汽车关键零部件和动力系统平台技术，实现了小批量的整车生产能力。在国家相关扶持政策的积极推动下，我国混合动力汽车业将进一步突破产业化瓶颈、降低制造成本、加速产业链的培育和延伸。尽管我国新能源汽车尚处于市场推广阶段，但随着一系列有关新能源汽车产业政策的颁布和实施，混合动力汽车将迎来快速增长。而稀土永磁同步电机无疑是混合动力车最核心的部件，如果按照每台混合动力汽车需用 5KG 的高性能钕铁硼来计算，则至 2014

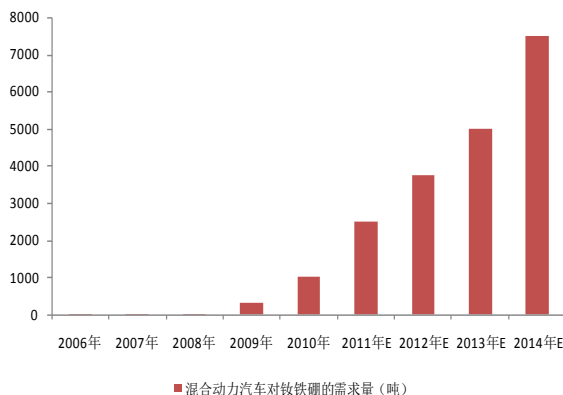
年仅新能源汽车一项对钕铁硼的需求拉动就将达到 7500 吨。新能源汽车行业的迅速崛起将成为高性能钕铁硼市场的主要增长点，而公司作为磁机电一体化龙头企业，必将充分受益于新能源汽车行业的巨大发展。

图表 15：中国混合动力汽车产量



数据来源：江海磁材公告 中邮证券研发部

图表 16：混合动力汽车对钕铁硼的需求量预测



数据来源：江海磁材公告 中邮证券研发部

3. 盈利预测与估值

3.1 产品价格、销量和毛利率假设

图表 17：公司电机业务关键假设

	2011 年均价 (含税)	2012 年均价 (含税)	2013 年均价 (含税)
宁波电机售价 (元)	600	600	600
	2011 年销量	2012 年销量	2013 年销量
宁波电机销量 (万台)	55	65	75
	2011 年均价 (含税)	2012 年均价 (含税)	2013 年均价 (含税)
上海电驱动电机售价 (万元)	3	3	3
	2011 年销量	2012 年销量	2013 年销量
上海电驱动电机销量 (台套)	4000	7000	10000
	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
日兴电机销售收入 (万元)	54487	59936	65929

数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 18: 公司钕铁硼业务关键假设

	2011 年均价 (含税)	2012 年均价 (含税)	2013 年均价 (含税)
钕铁硼售价 (万元)	50	53	56
	2011 年销量	2012 年销量	2013 年销量
钕铁硼销量 (吨)	4500	5000	5500

数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

关于价格假设, 公司生产的磁性材料以烧结钕铁硼为主, 但烧结钕铁硼本身也分为不同的牌号, 确切的统计钕铁硼的销售均价的难度较大, 所以我们在做价格假设时更多的是参考牌号为 N35 的烧结钕铁硼价格。宁波电机主要生产乘用车发电机和起动机, 由于牌号不同, 其价格从几百元到 1 千多元不等, 但发电机的售价普遍比起动机要高一些, 所以我们在做价格假设的时候更多参考的是国产车用发电机和启动机的售价。

关于销量假设, 公司钕铁硼产能利用率较高, 但随着稀土价格暴涨和包头项目的建成投产, 预计公司近几年钕铁硼产能会暂时维持稳定。公司电机业务产能利用率不是很高, 但随着整车配套市场和新能源汽车的发展, 未来电机业务很可能成为公司主要收入来源。

3.2 公司估值分析

我们预计宁波韵升 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.52 元, 0.63 元, 0.74 元, 对应的 PE 分别为: 34X, 28X, 24X。而截止 2011 年 8 月 9 日, 根据 WIND 的一致统计, 可比上市公司 2011—2013 年的 EPS 均值分别为: 0.47 元, 0.63 元, 0.77 元, 对应的 PE 均值分别为: 45X, 34X, 28X。从估值上看, 2011 年宁波韵升 34 倍的动态市盈率低于行业平均 45 倍的市盈率, 目前公司的估值处于相对偏低水平。考虑到公司在高端钕铁硼行业的龙头地位, 较强的成本转嫁能力, 高端钕铁硼行业未来巨大的成长空间和公司磁机电一体化的经营模式, 我们给予公司“谨慎推荐”的评级。

图表 19: 可比上市公司估值水平比较

	股价	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2010PE	2011PE	2012PE	2013PE
中科三环	27.25	0.41	0.71	0.83	0.97	66	38	33	28
江粉磁材	21.36	0.34	0.33	0.43	0.54	63	65	50	40
安泰科技	18.6	0.26	0.39	0.57	0.73	72	48	33	25
银河磁体	18.77	0.33	0.46	0.7	0.83	57	41	27	23
平均值	21.50	0.34	0.47	0.63	0.77	64	45	34	28
宁波韵升	17.83	0.4	0.52	0.63	0.74	45	34	28	24

数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

3.3 公司财务报表预测

图表 20：公司财务报表预测

资产负债表					现金流量表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	474	713	835	964	经营活动现金流	183	275	322	371
应收票据	42	63	74	85	投资活动现金流	-351	-528	-618	-714
应收账款	364	547	641	740	筹资活动现金流	101	153	179	206
预付账款	161	242	283	327	现金净增加额	-63	-96	-112	-129
其他应收款	8	12	14	16	利润表				
存货	544	818	957	1106	单位：百万元				
其他流动资产	297	446	522	603	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1911	2874	3363	3885	营业收入	1929	2902	3396	3923
长期投资	141	213	249	288	营业成本	1404	2206	2564	2942
固定资产	678	1020	1193	1379	营业税金及附加	6	8	10	11
无形资产	168	253	296	342	销售费用	61	91	107	124
递延所得税	9	14	16	19	管理费用	240	361	423	488
非流动资产	1174	1766	2067	2388	财务费用	21	32	38	44
资产总计	3085	4640	5431	6273	营业利润	207	311	364	421
短期借款	235	353	413	477	利润总额	266	353	421	496
应付票据	317	477	558	645	所得税	36	48	57	67
应付账款	168	253	296	342	净利润	230	305	364	429
预收款项	10	15	17	20	归属母公司净利润	204	270	322	380
应交税费	20	30	35	41	EPS	0.40	0.52	0.63	0.74
其他流动负债	20	31	36	41	主要财务指标				
流动负债	950	1429	1673	1932	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	114	171	200	231	营业收入 (%)	93%	50%	17%	16%
应付债券	0	0	0	0	营业成本 (%)	99%	57%	16%	15%
预计负债	3	5	6	6	毛利率 (%)	27.24%	24.00%	24.50%	25.00%
其他非流动负债	0	0	0	0	三项费率 (%)	17%	17%	17%	17%
非流动负债	175	263	308	355	净利润 (%)	-66%	33%	19%	18%
负债合计	1125	1692	1981	2288	ROE (%)	11%	10%	10%	10%
少数股东权益	150	226	264	305	P/S	4.75	3.16	2.70	2.34
归母公司权益	1810	2722	3186	3680	P/B	5.1	3.4	2.9	2.5
所有者权益合计	1960	2948	3450	3985	P/E	45	34	28	24
负债和股东权益	3085	4640	5431	6273					

数据来源：中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。