

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

研究支持：牟国洪 mough@ccnew.com

## 业绩合预期 磁机一体化优势显著

——宁波韵升（600366）半年报点评

### 研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2011年8月25日

#### 报告关键要素：

2011年上半年，公司业绩符合预期。公司主营业务稀土钕铁硼永磁材料和电机产品形成一体化优势。

#### 事件：

- **宁波韵升(600366)公布2011年中报。**公司上半年实现营业收入14.23亿元，同比增长65.05%；实现营业利润1.55亿元，同比增长38.26%；实现归属于上市公司股东的净利润1.16亿元，同比下降7.42%，基本每股收益0.23元。

#### 点评：

- **业绩增长符合预期，下半年审慎乐观。**2011年上半年，公司实现营业收入14.23亿元，同比增长65.05%，其中主营业务实现营收13.14亿元，同比增长63.61%。2011年二季度实现营收8.70亿元，较一季度增长57.04%。

上半年营收增长主要是钕铁硼材料实现营收8.84亿元，同比大幅增长88.27%。该产品营收增长一方面由于下游需求旺盛，公司销量增长；二是上游稀土原材料价格上涨，公司产品提价所致。钕铁硼永磁材料下游领域涵盖通信、消费类电子、汽车等领域，与全球经济形势密切相关，受经济可能面临二次探底风险，总体持审慎乐观看待。

电机产品实现营收3.99亿元，同比增长51.97%。电机产品营收增长首先是日兴电机售后产品销量增长，其次是国内OE市场开拓取得突破，前期开发部分客户实现稳定销售；同时公司伺服电机生产线建成并实现批量销售。公司电机产品主要包括发电机和发动机，应用领域以汽车行业为主。由于国内汽车行业整体较去年略有下降，对该业务仍持审慎乐观看待。

- **上半年盈利能力下降，预计下半年回升。**上半年，公司主营业务毛利率为21.69%，较去年同期下降7.19个百分点，主要是钕铁硼产品毛利率为22.83%，同比大幅下降12.54个百分点，原因是上游稀土原材料价格上涨，公司在产品提价方面具有一定滞后性；电机产品毛利率为17.97%，较去年略增1.85个百分点，主要是新产品伺服电机建成批量销售。公司钕铁硼产品产能规模位居国内第二，具有较强的议价能力，且已与下游战略客户达成提价协议，预计下半年毛利率回升。
- **期间费用率大幅下降，预计下半年保持平稳。**2011年上半年，公司期间费用率为14.57%，较去年同期下降2.03个百分点，较2011年一季度下降1.17个百分点。期间费用率下降主要是管理费用率同比下降1.82个百分点。

管理费用率下降，预计下半年平稳。管理费用为1.60亿元，同比增长42.06%，管理费用率为11.22%，较去年同期下降1.82个百分点。其中，研发费用支出5731万元，占比35.88%，同比大幅增长42.06%。

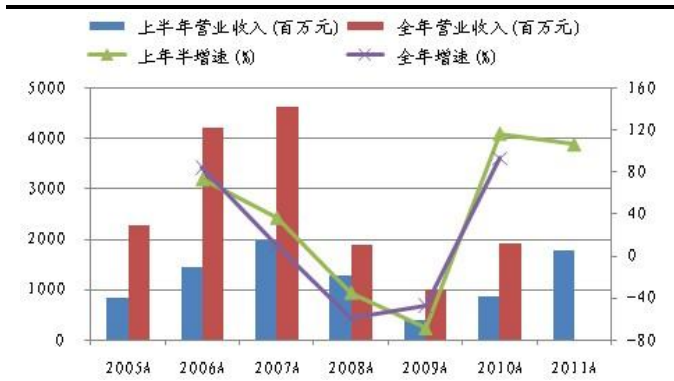
财务费用大幅增长。上半年，公司财务费用为1842万元，同比大幅增长208.60%，主要系公司发展需要借款增加，上半年资产负债率为44.64%，较去年同期增长13.66个百分点。

- **公司具备磁机一体化优势。**公司钕铁硼永磁产品总产能为5500吨，产品包括烧结和粘结两大类，规

模位居国内第二，产品定位于中高端，毛利率位于较高水平。公司电机产品以发电机和发动机为主，而钕铁硼永磁材料是电机产品的关键材料之一，磁机一体化优势显著。

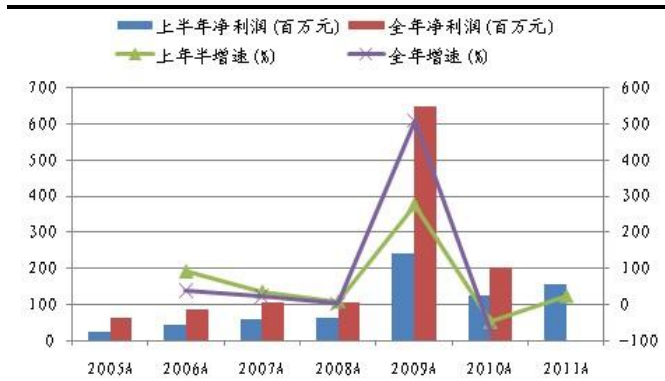
- **盈利预测：**公司业绩符合预期。预测公司2011年和2012年分别实现营业收入29.45亿元和36.02亿元，同比分别增长52.64%和22.33%；分别实现净利润为2.91亿元和4.34亿元，同比增速分别为42.80%和49.24%，对应的每股收益分别为0.63元与0.84元。
- **投资建议：**按8月24日20.35元收盘价计算，对应的PE分别为32.08倍与24.12倍，目前估值水平合理，首次给予公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**经济景气波动导致下游需求萎缩；稀土价格大幅波动风险。

图1: 2005-2011年公司营业收入及同比增速



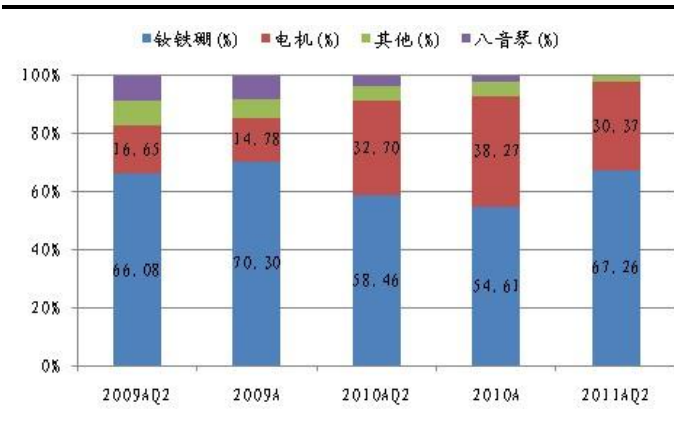
资料来源: Wind, 中原证券

图2: 2005-2011年公司净利润及同比增速



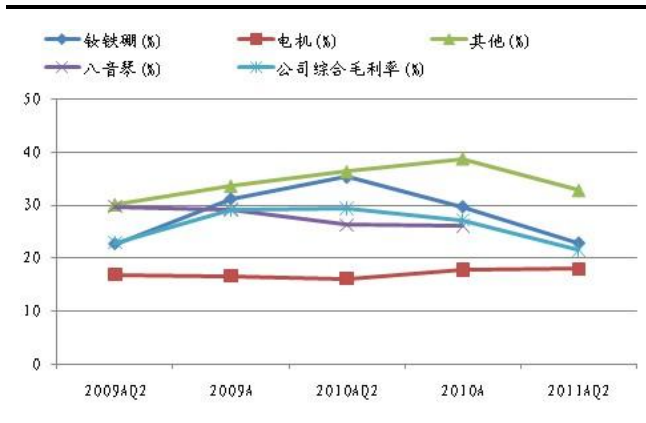
资料来源: Wind, 中原证券

图3: 2009-2011年公司主营业务营收构成(按产品)



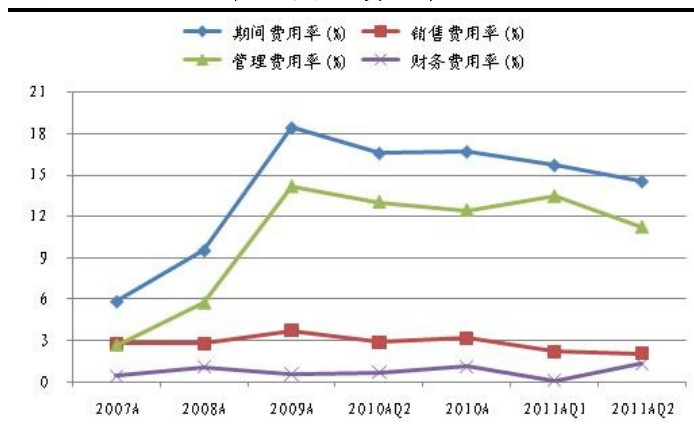
资料来源: Wind, 中原证券

图4: 2009-2011年公司毛利率对比(按产品)



资料来源: Wind, 中原证券

图5: 2007-2011年公司期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	997.16	1929.38	2944.91	3602.49
增长比率 (%)	(47.17)	93.49	52.64	22.33
净利润 (百万元)	647.63	203.65	290.81	434.01
增长比率 (%)	508.52	(68.55)	42.80	49.24
每股收益 (元)	1.64	0.51	0.63	0.84
市盈率 (倍)	12.44	39.55	32.08	24.12

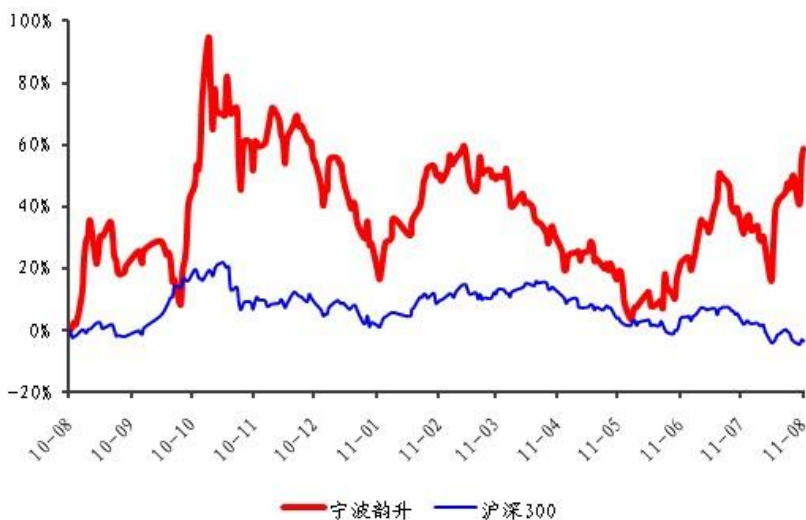
市场数据 (2011年08月24日)

收盘价 (元)	20.35
一年内最高/最低 (元)	33.97/16.78
沪深300 指数	2541.09
市净率 (倍)	5.79
流通市值 (亿元)	104.70

基础数据 (2011年06月30日)

每股净资产 (元)	3.63
每股经营现金流 (元)	(1.05)
毛利率 (%)	23.70
净资产收益率-摊薄 (%)	6.22
资产负债率 (%)	44.64
总股本/流通股 (万股)	51450/51450
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



### 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。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

### 转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。