

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

联系人：牟国洪 021-50588666-8039

## 业绩超预期 稀土价格有望止跌回稳

——宁波韵升（600366）年报点评

### 证券研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012年04月17日

#### 报告关键要素：

2011年，公司业绩略超预期。公司营收增长源自钕铁硼产品价格提升；公司盈利能力创新高，12年面临回调压力。12年稀土价格有望止跌企稳且略有提升，公司兼具规模与磁机一体化优势。

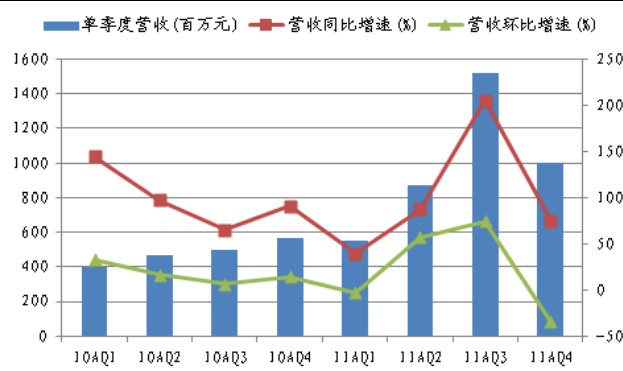
#### 事件：

- **宁波韵升(600366)公布2011年年报。**11年公司实现营业收入39.41亿元，同比增长104.26%；实现营业利润9.98亿元，同比增长381.96%；实现归属于上市公司股东的净利润6.61亿元，同比增长224.80%，基本每股收益1.29元；利润分配预案为拟以每10股派发现金红利1.50元现金(含税)。

#### 点评：

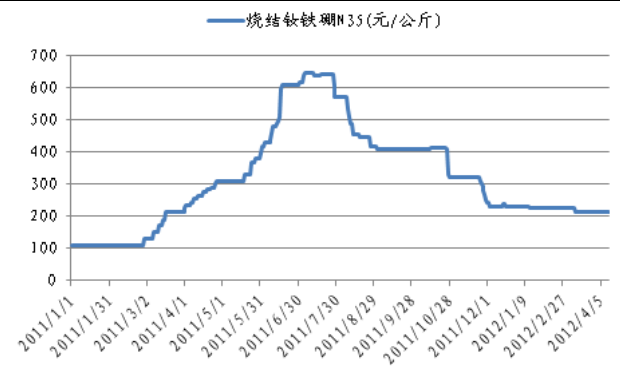
- **营收大幅增长源自上游稀土涨价致公司钕铁硼产品提价。**11年公司营收39.41亿元，大幅增104.26%。其中主营业务中的钕铁硼材料实现营收29.02亿元，同比大幅增长199.92%；电机产品营收7.75亿元，同比增长17.23%。钕铁硼营收高增长的主要原因是11年稀土价格受国家系列政策等多因素影响出现较大涨幅，而钕铁硼行业具备较强的成本转嫁能力，公司提升了钕铁硼产品的售价。公司单季度营收显示：第三季度营收同比与环比均大幅增长，而第四季度环比下降34.16%，原因是稀土价格至11年8月达到高位后逐步回落，对应产品价格随之下滑。目前烧结钕铁硼N35价格为210元/公斤，而11年年初价格为105元/公斤。

图表1：11年公司单季度营收及同比、环比增速



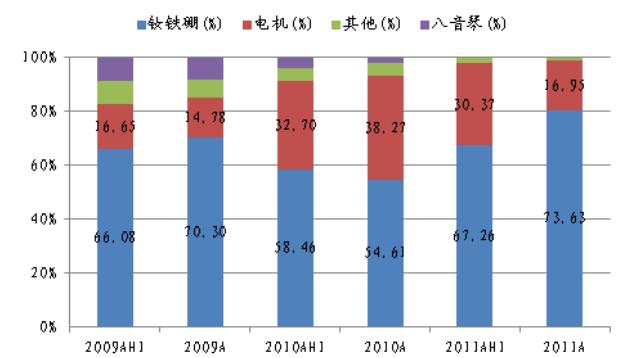
数据来源：Wind，中原证券

图表2：2011-12年烧结钕铁硼N35价格曲线



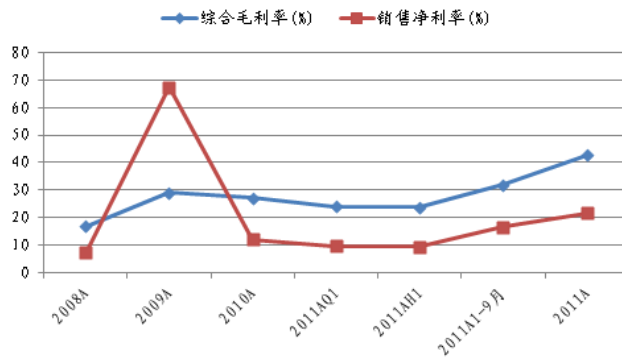
数据来源：百川资讯，中原证券

图表3: 2009-11年公司营收组成



数据来源: Wind, 中原证券

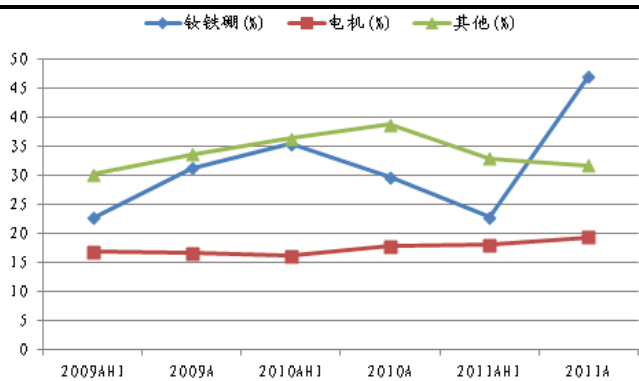
图表4: 2008-2011年公司销售毛利率与净利率



数据来源: Wind, 中原证券

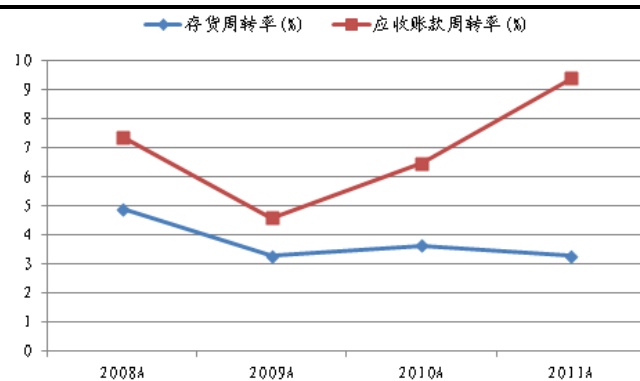
- **盈利能力创新高, 12年面临回调压力。** 公司11年公司销售毛利率为42.63%, 较10年的27.24%提升15.39个百分点。其中电机产品毛利率为19.32%, 较10年提升1.48个百分点; 而钕铁硼材料毛利率高达47.12%, 较10年提升17.37个百分点, 钕铁硼毛利率大幅提升的主要原因是稀土钕铁硼磁性材料行业具备强的成本转嫁能力, 公司通过产品提价将上游稀土涨价转移至下游。随着稀土价格的大幅回落, 12年公司盈利能力面临回调压力。

图表5: 2009-11年公司不同产品毛利率



数据来源: Wind, 中原证券

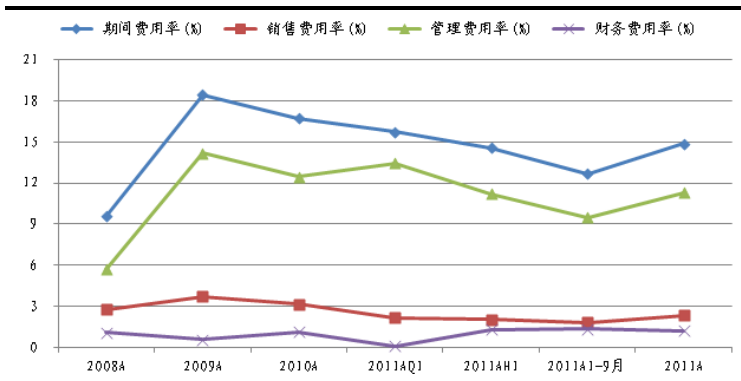
图表6: 2008-11年公司营运能力



数据来源: Wind, 中原证券

- **营运能力分析。** 2011年公司应收账款4.75亿元, 同比增长30.61%; 存货8.39亿元, 较10年大幅增长54.23%, 二者增长的原因是上游稀土价格提升所致。稀土原材料占据公司总成本的60%左右, 面对稀土价格的大幅波动, 公司实现严格的库存管理, 同时定期与下游客户协商产品价格, 使存货周转率稳定在3.30左右。
- **期间费用率回落, 预计12年持平。** 公司11年期间费用率为14.85%, 较10年的16.71%回落1.86个百分点, 原因是公司销售费用与管理费用支出分别为9262万元和4.45亿元, 增速为52.30%和85.21%, 二者增速显著低于公司营收增速; 而财务费用支出4791万元, 同比大幅增长123.65%, 主要是利息支出3599万元, 同比增长86.07%。

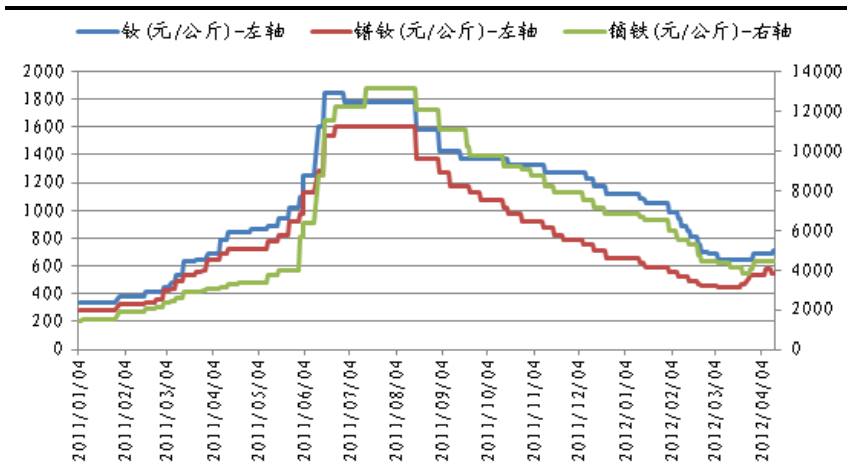
图表7：2008-2011年公司期间费用率



数据来源：Wind，中原证券

- **12年稀土价格止跌回稳。**钕铁硼主要原材料价格自2011年8月出现回落以来，包钢稀土等宣布实行稀土收储政策；工信部等四部委对重点稀土省/市开展稀土专项整治情况联合检查，首批仅15家符合环保要求，对未入榜单名单不予审批新建项目或上市环保审查；稀土行业协会于12年4月8日正式挂牌，且隶属于工信部；稀土专用发票制定已完成，有望2012年年中推出。随着系列政策的实施，稀土价格呈现止跌回稳迹象，其中钕、镨铁价格近日连续小幅回升，镨钕价格止跌后短期处于震荡中。总之，稀土价格反转趋势尚需进一步确认，12年后期总体有望止跌回稳且略有提升。

图表8：2011-12年主要稀土价格曲线



数据来源：Wind，中原证券

- **公司兼具规模与磁机一体化优势。**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。钕铁硼磁性材料是电机产品关键材料之一，具备显著的磁机一体化优势；而公司持股29.17%的上海电驱动在新能源汽车用电机领域具备技术与先发优势，公司整体将受益于新能源汽车市场的逐步兴起。
- **盈利预测与投资建议。**预测公司2012年与2013年的每股收益分别为1.30元与1.37元，按4月16日20.39元收盘价计算，对应的PE分别为15.66倍与14.88倍。目前估值合理，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**稀土价格大幅波动；经济下滑超预期致下游需求萎缩；产品替代。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1929.38	3940.88	4274.59	5064.87
增长比率(%)	93.49	104.26	8.47	18.49
净利润(百万元)	203.65	661.44	668.29	703.43
增长比率(%)	(68.55)	224.80	1.03	5.26
每股收益(元)	0.51	1.29	1.30	1.37
市盈率(倍)	39.63	15.86	15.66	14.88

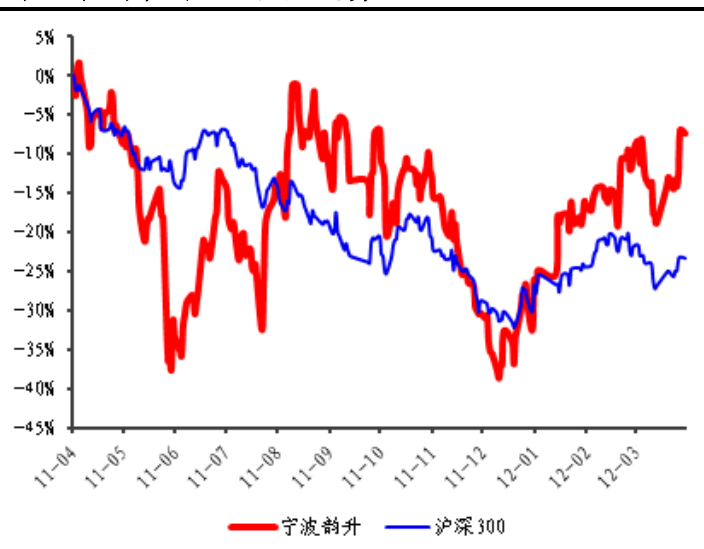
市场数据 (2012年04月16日)

收盘价(元)	20.39
一年内最高/最低(元)	22.38/13.24
沪深300指数	2574.04
市净率(倍)	4.34
流通市值(亿元)	104.91

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产(元)	4.69
每股经营现金流(元)	0.90
毛利率(%)	42.63
净资产收益率-摊薄(%)	27.39
资产负债率(%)	36.46
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分析师资格。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。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。