



业绩增长符合预期 期待新能源汽车产业化加速

2012年4月17日

推荐/维持

宁波韵升

财报点评

——宁波韵升（600366）年报点评

林阳 有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

李晨辉 lich@dxzq.net.cn 010-66554028

事件：

公司2011年实现营业收入 39.41亿元，同比增长104.26%；实现净利润10.09亿元，同比增长279.49%；其中归属上市公司股东净利润6.61亿元，同比增长224.80%；基本每股收益1.28元，同比增长224.8%。公司总资产42.97亿元，同比增长39.3%。公司拟向全体股东每10股送3股派发现金红利1.00元(含税)。

公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	464.73	496.75	570.16	553.81	869.66	1518.01	999.40
增长率（%）	97.63%	65.05%	91.00%	39.24%	87.13%	205.59%	75.28%
毛利率（%）	28.83%	24.96%	25.96%	24.09%	23.45%	39.60%	74.20%
期间费用率（%）	16.16%	14.42%	18.88%	15.73%	13.83%	10.88%	21.29%
营业利润率（%）	12.00%	13.00%	5.30%	11.00%	10.83%	27.62%	42.36%
净利润（百万元）	93.52	60.62	24.61	53.28	81.28	352.57	364.92
增长率（%）	9.23%	-50.71%	-91.88%	3.87%	-13.09%	481.65%	1382.93%
每股盈利（季度，元）	0.216	0.130	0.067	0.117	0.136	0.544	0.516
资产负债率（%）	30.98%	30.00%	36.47%	38.64%	44.64%	41.95%	36.46%
净资产收益率（%）	5.15%	3.22%	1.26%	2.65%	4.03%	14.92%	13.36%
总资产收益率（%）	3.55%	2.26%	0.80%	1.63%	2.23%	8.66%	8.49%

评论：

积极因素：

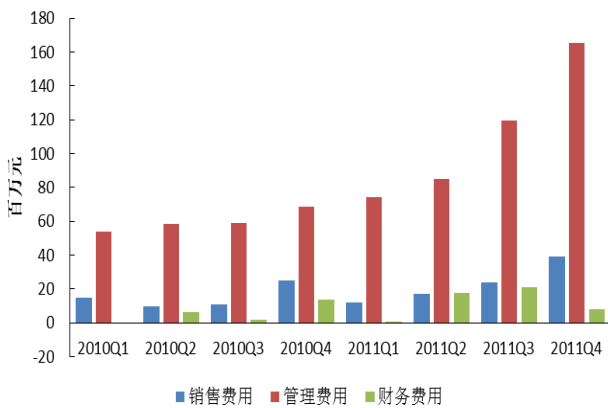
- **稀土原材料价格上涨，带动产品价格提升，业绩增长符合预期。**2011年度公司实现主营业务收入为39.41亿元，同比增长104.26%。主要原因是2011年稀土原材料价格大幅上涨，而稀土原材料占公司钕铁硼产品成本的60%-70%，因此公司钕铁硼产品销售价格随原材料价格而联动提高，钕铁硼产品实现主营业务收入2.90亿元，较上年同期增加1.93亿元，增幅为199.92%。
- **受益低价稀土库存，钕铁硼产品毛利率大幅提升。**在稀土价格大幅上涨的同时，公司受益于低价库存，公司钕铁硼业务盈利能力提升明显，钕铁硼产品毛利率大幅上升至47.12%，提高17.37个百分点。公司与下游客户建立了长期稳定的合作，具备较强成本转嫁和产品议价能力，保证了在稀土原材料价格大幅上涨的同时，产品毛利率稳步提升。与此同时，公司积极应对稀土原材料市场变化，加大伺服电机的研发力度，推动钕铁硼产品向下游延伸，取得了较好的经营业绩。

- **推动磁机电一体化，产业链优势明显。**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。

消极因素：

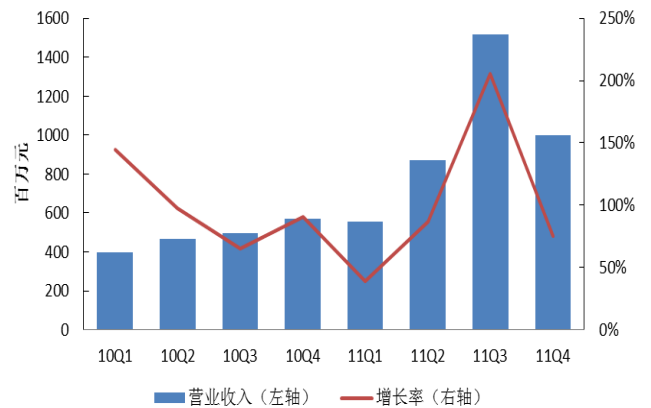
- **公司管理费用上升较快。**公司2011年管理费用达到4.4亿元，同比上升85.21%，主要原因是公司积极加大研发投入力度，技术研发费和工资费用大幅增加。公司2011年四季度综合费用率高达21.3%，环比增长95%，管理费用的大幅增长将影响公司的盈利能力。
- **钕铁硼价格高企，影响下游需求。**稀土原材料价格上涨导致钕铁硼价格随之大幅提高，部分行业受钕铁硼价格影响而被迫寻求替代品，钕铁硼下游应用需求受到较大影响。特别是在中低端应用领域，比如风电、家电等，下游企业可能转向使用铁氧永磁产品替代钕铁硼产品。

图 1：单季度销售费用、管理费用和财务费用变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：单季度营业收入及增长率变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券

业务展望：

- **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。

盈利预测与投资建议:

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,电机业务拓展稳步推进,我们预计公司2012和2013年EPS 分别为1.36和1.45元,维持“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 1: 盈利预测及关键指标

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,940.88	4,604.45	4,934.12	5,589.03
(+/-)%	104.26%	16.84%	7.16%	13.27%
经营利润 (EBIT)	1,125.86	969.49	1,027.64	1,158.67
(+/-)%	266.44%	-13.89%	6.00%	12.75%
净利润	661.44	703.43	749.28	861.34
(+/-)%	224.80%	6.35%	6.52%	14.96%
每股净收益 (元)	1.286	1.367	1.456	1.674

资料来源: 东兴证券

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	3,940.88	4,604.45	16.84%	4,934.12	7.16%	5,589.03	13.27%
营业成本	2,260.95	3,354.44	48.36%	3,587.34	6.94%	4,050.38	12.91%
营业费用	92.62	92.09	-0.57%	98.68	7.16%	111.78	13.27%
管理费用	444.81	322.31	-27.54%	345.39	7.16%	391.23	13.27%
财务费用	47.91	28.58	-40.35%	31.37	9.78%	29.00	-7.55%
投资收益	41.82	40.00	-4.34%	32.00	-20.00%	32.00	0.00%
营业利润	997.66	833.68	-16.44%	889.03	6.64%	1,022.43	15.00%
利润总额	1,009.75	841.68	-16.65%	897.03	6.58%	1,030.43	14.87%
所得税	157.70	126.25	-19.94%	134.55	6.58%	154.56	14.87%
净利润	852.05	715.43	-16.03%	762.48	6.58%	875.86	14.87%
归属母公司所有者的净利润	661.44	703.43	6.35%	749.28	6.52%	861.34	14.96%
NOPLAT	882.27	732.92	-16.93%	782.35	6.74%	893.72	14.24%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	1,069.15	1,151.11	7.67%	1,233.53	7.16%	1,397.26	13.27%
交易性金融资产	16.92	21.00	24.12%	21.00	0.00%	21.00	0.00%
应收帐款	475.30	862.23	81.41%	923.97	7.16%	1,046.60	13.27%
预付款项	92.55	260.27	181.23%	439.64	68.92%	642.16	46.06%
存货	838.62	1,102.83	31.51%	1,179.40	6.94%	1,331.63	12.91%
流动资产合计	2,845.32	3,890.91	36.75%	4,334.86	11.41%	5,063.11	16.80%
非流动资产	1,452.00	954.51	-34.26%	847.27	-11.23%	740.04	-12.66%
资产总计	4,297.33	4,845.42	12.75%	5,182.13	6.95%	5,803.14	11.98%
短期借款	693.98	937.32	35.06%	841.96	-10.17%	940.38	11.69%
应付帐款	170.03	413.56	143.23%	442.27	6.94%	499.36	12.91%
预收款项	122.93	134.44	9.36%	146.78	9.18%	160.75	9.52%
流动负债合计	1,430.93	1,681.28	17.50%	1,630.15	-3.04%	1,805.98	10.79%
非流动负债	135.86	69.77	-48.65%	69.77	0.00%	69.77	0.00%
少数股东权益	315.98	327.98	3.80%	341.18	4.02%	355.70	4.26%
母公司股东权益	2,414.56	2,766.39	14.57%	3,141.03	13.54%	3,571.70	13.71%
净营运资本	1,414.40	2,209.63	56.22%	2,704.70	22.41%	3,257.13	20.42%
投入资本 IC	2,202.83	2,802.89	27.24%	3,012.95	7.49%	3,523.83	16.96%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	852.05	715.43	-16.03%	762.48	6.58%	875.86	14.87%
折旧摊销	80.30	0.00	N/A	107.24	N/A	107.24	0.00%
净营运资金增加	454.16	795.23	75.10%	495.07	-37.74%	552.43	11.58%
经营活动产生现金流	462.36	(23.03)	N/A	551.79	N/A	492.98	-10.66%
投资活动产生现金流	(238.78)	380.96	N/A	32.00	-91.60%	32.00	0.00%

融资活动产生现金流	328.33	(275.96)	N/A	(501.38)	N/A	(361.26)	N/A
现金净增(减)	551.91	81.97	-85.15%	82.42	0.55%	163.73	98.65%

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。