



未有评级

600366.SS

价格: 人民币 23.72

板块评级: 增持

主要催化剂/事件

- 钕铁硼材料价格上涨
- EPS, 新能源汽车等需求爆发

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-------------|------|-----|------|------|
| 绝对 | 65 | 24 | 29.1 | - |
| 相对新华富时A50指数 | 53 | 25 | 30.2 | - |

| | |
|------------------|---------|
| 发行股数(百万) | 514.50 |
| 流通股(%) | 66.02 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 8,135.2 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 303 |
| 主要股东(%) | |
| 韵升控股集团有限公司 | 33.98 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年5月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属与矿产: 有色金属

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

* 李文宾为本报告重要贡献者

宁波韵升

构建钕铁硼和电机业务产业链优势

宁波韵升是国内稀土永磁钕铁硼产能排名第二的领先企业, 公司钕铁硼产品定位于高端市场, 主要应用于高性能电机类、电子消费类产品以及 KPM 等高端产品。与其他稀土永磁企业有所差异的是, 除永磁材料外公司长期耕耘于电机产品领域, 在控股日兴电机后, 公司正致力于打造钕铁硼-永磁材料产业链竞争优势。公司也将此作为长期发展战略方向, 力图依靠产业链协同优势进一步巩固市场, 增加与客户的粘合力。我们认为钕铁硼作为国家大力支持的稀土深加工产品, 其下游将随着新能源汽车、节能家电、电子消费产品的需求的膨胀而进入景气发展期。我们相信在这一过程中, 产业龙头企业将有望凭借规模和技术优势充分受益。

主要发现

- 公司钕铁硼产品聚焦高端市场, 有望扩大在节能家电、VCM 以及新能源汽车市场领先优势。
- 有望构建电机和钕铁硼业务协同优势。
- 公司钕铁硼产品议价能力强, 利润率逐步提升。

风险

- 稀土价格持续上涨带动成本上升。
- 国外需求萎缩, 或汇率波动影响公司盈利。

图表 1. 投资摘要 (市场预测)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入(人民币 百万) | 1,929.38 | 3,940.88 | 4,336.68 | 5,167.03 | 6,036.25 |
| 变动(%) | 93.49 | 104.26 | 10.04 | 19.15 | 16.82 |
| 净利润(人民币 百万) | 203.65 | 661.44 | 689.49 | 799.61 | 995.67 |
| 变动(%) | (68.55) | 224.80 | 4.24 | 15.97 | 24.52 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.5146 | 1.2856 | 1.34 | 1.554 | 1.9352 |
| 变动(%) | (68.55) | 224.80 | 4.24 | 15.97 | 24.52 |
| 市盈率(倍) | 46.54 | 18.63 | 17.87 | 15.41 | 12.38 |
| 市净率(倍) | 5.24 | 5.10 | 4.47 | 3.90 | 3.37 |

资料来源: 公司数据及万得资讯

公司介绍

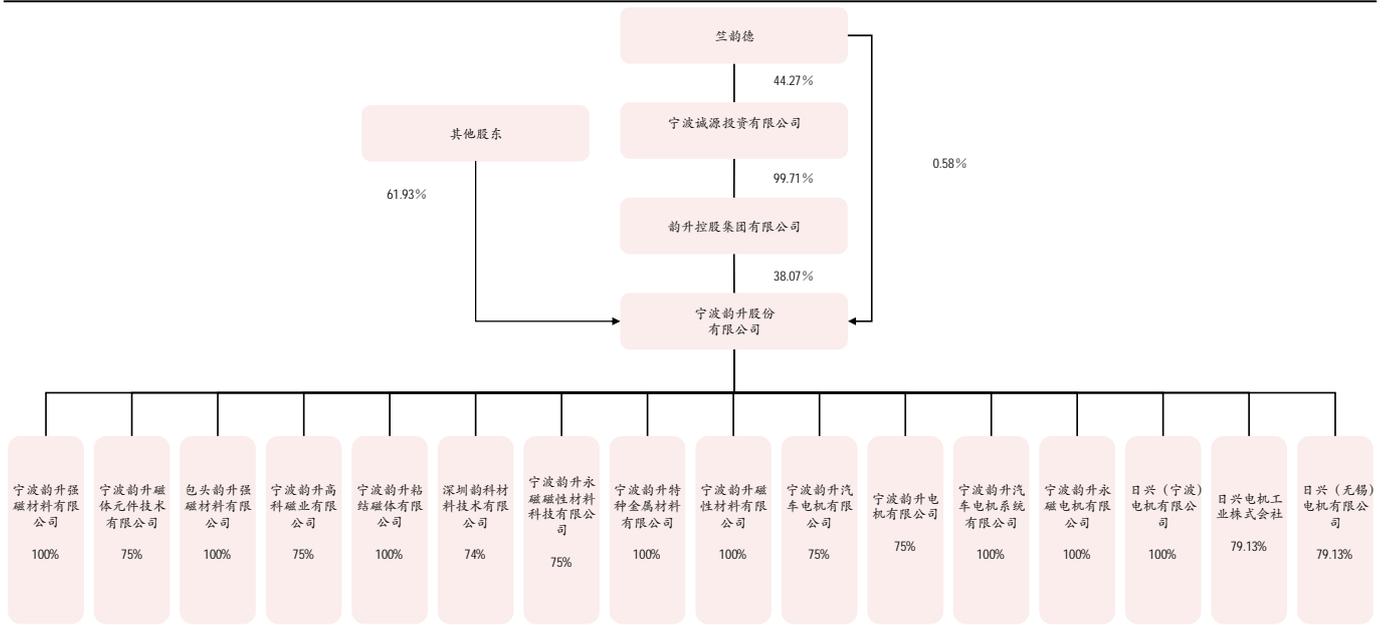
宁波韵升是一家国家级重点高新技术企业，公司主要生产和经营钕铁硼永磁材料、八音琴、汽车电机、启动马达、弹性元件等各类高科技产品。

1993年起，公司即开始从事烧结和粘接钕铁硼产品的生产，是国内稀土永磁领域开拓先锋。目前公司已成长为国内稀土钕铁硼产能（现有各类钕铁硼产能约6,000吨）仅次于中科三环的龙头企业。产品涵盖N45、N52等高端产品，且公司钕铁硼产品也大多应用于电机、传感器、汽车、消费电子及民用高附加值领域。

公司在汽车（特别是轿车）电机领域有着长久的运营历史。此外2009年12月起，公司陆续完成了对日兴电机公司的收购。考虑到日兴电机产品主要应用领域（重卡、客车以及工程机械等）与公司以欧美轿车用发电机、启动机的核心零部件领域形成互补，我们相信电机业务将逐渐成长为公司另一重要的利润增长点。

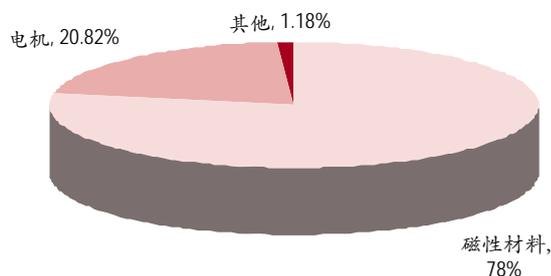
钕铁硼稀土永磁和电机业务是公司主要营收和利润来源。2011年两者分别贡献了73.63%和19.65%的营收，并分别占当年毛利润的89.31%和9.77%。公司主要控股股东是韵升控股集团有限公司，实际控制人是竺韵德。

图表 1. 公司股权和主要控股公司结构图



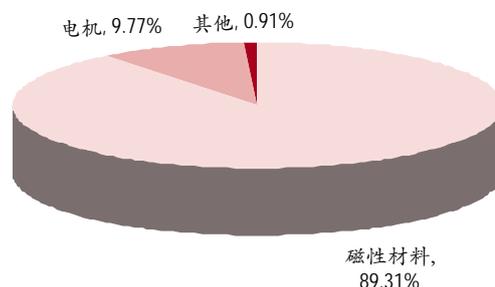
资料来源：公司数据

图表 2. 2011 年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 3. 2011 年毛利润构成



资料来源：公司数据

稀土永磁领先企业，产品瞄准高精尖领域

目前宁波韵升烧结和粘接钕铁硼永磁体年产能高达约 6,000 吨，是国内产能仅次于中科三环的领先企业之一。

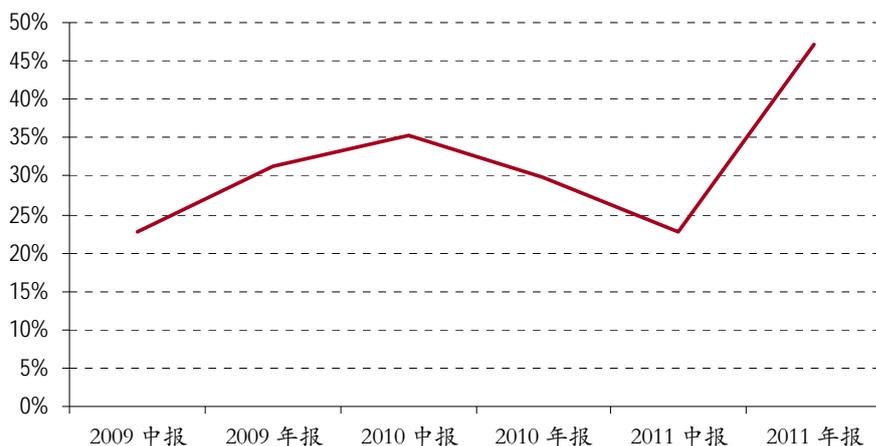
目前公司产品集中在高精尖端领域。2011 年公司钕铁硼主要下游涉及：各类高性能电机类（例如：工业电机、电梯、EPS、节能空调、传感器和其他汽车电机等）产品占比约为 50% 以上，电子消费类（例如：手机特别是智能手机，光盘驱动器，以及 VCM 音圈马达等）占比约为 20% 左右，KPM 占比约为 30% 左右。高端领域主要竞争对手基本是**中科三环**(000970.SZ/人民币 43.81, 未有评级)、日立金属以及 TDK 等国内外龙头企业。

公司自 1993 年即开始钕铁硼产品的产业化和市场探索，因此积累了丰富的技术经验，且市场认可度也较高。

由于钕铁硼是高性能电机中较为重要的中间品，因而公司未来规划进一步整合内部稀土钕铁硼业务研发能力，力求在公司的研发和客户的研发部门之间实现无缝连接，以加强公司和客户之间的粘接度。

受益于公司钕铁硼产品的这些优势，公司产品议价能力强，相应的毛利率也逐步提升，目前处于历史较好水平。

图表 4. 公司钕铁硼产品毛利率

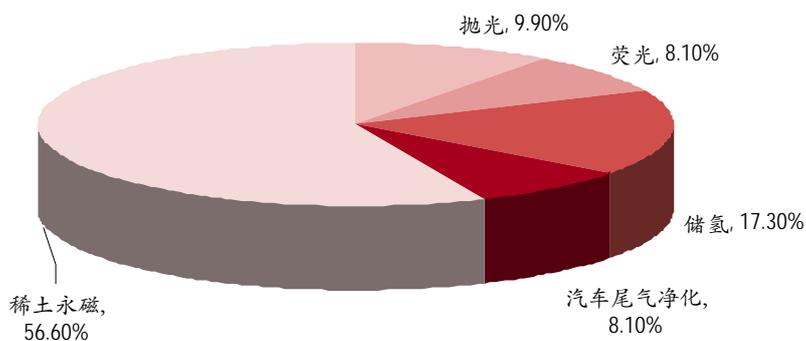


资料来源：公司数据

钕铁硼－稀土深加工朝阳产业

钕铁硼是稀土的主要下游应用领域之一，据统计目前约占稀土消耗量的56.6%，可以说钕铁硼的发展与稀土需求高度相关。

图表 5. 稀土下游情况



资料来源：中银国际研究

钕铁硼磁性材料凭借优异的磁性能而被称为“磁王”。钕铁硼具有极高的磁能积和矫力，同时高能量密度的优点。因而钕铁硼永磁材料在现代工业和电子技术中获得了广泛应用，从而促使仪器仪表、电声电机、磁选磁化等设备超小型化、轻量化、薄型化发展。

相对于钕钴等稀土磁性产品而言，钕铁硼的优点是性价比高，且具有良好的机械特性。

虽然近几年我国通过出口配额和关税等手段，严格控制稀土原产品出口，但政府对于钕铁硼等高附加值稀土产业的出口一直以来都是持大力推介的态度。

尤其是 2010 年下半年以来，稀土原矿、氧化物和金属物价格大幅攀升，且出口配额也水涨船高，海外钕铁硼企业不得不以高价购买生产钕铁硼所必需的稀土元素，这在抬高海外企业成本的同时，无疑也帮助国内企业构建了成本竞争优势。

钕铁硼的下游产品主要包括 VCM、节能电机（节能家电）、汽车（EPS）、新能源汽车以及风力电机等。从目前行业趋势来看，VCM、节能家电和汽车现阶段是拉动钕铁硼需求的主要产业。特别是 2011 年以来，汽车 EPS 市场需求呈现产销两旺的局面。未来新能源汽车轻量化需求可能将会是推动钕铁硼需求腾飞的主要动力源。

电机业务发展迅速，有望构建永磁材料和电机产业链优势

与其他钕铁硼生产企业有所差异是，公司自 2000 年起长年依托钕铁硼领域的产品优势，逐步开发电机产业的业务。拥有一整套先进的生产、检测及试验设备，目前已形成年产发电机 100 万台、起动机 50 万台的生产规模。公司具有较强的技术开发能力，新产品开发的速度和质量一直处于同行业的领先水平。

在 09 年金融危机后，公司于 2009 年 12 月起收购了日兴电机，使其成为公司控股子公司（控股 79.13%）。日兴电机成立于 1933 年，主要从事内燃机械用及车辆用电装品、汽车用品类的制造及销售。公司收购日兴电机有利于公司原有电机业务与日兴电机公司达到管理、成本、技术、品牌、市场五个互补，是公司在国际化经营上迈出的重要一步。

公司入主日兴电机后，致力于通过改善成本结构、开发新产品等措施，借助日本灾后重建，取得了较好的业绩。

初步结论

我们认为当前变频空调的普及对节能电机的需求处于加速上升期。更为吸引我们的是随着未来新能源汽车的普及，钕铁硼将享有爆发式增长机会。同时 EPS 等高端产品的需求也处于高速成长期，因此我们对钕铁硼的下游需求前景充满信心。

此外节能电机和新能源汽车多属高附加值产品，且钕铁硼成本占比较为有限，因此下游产业有能力消化钕铁硼价格上涨带来的影响。而公司产品性能优秀，对下游企业具有较强的议价能力。

此外公司正力图将电机和钕铁硼新材料业务进行高度整合，以发挥产业链协同优势，我们相信这将会大幅提高公司和客户之间的粘结度，有望帮助公司进一步巩固和提高公司钕铁硼和电机产品市场领先地位。

主要风险

公司产品有相当部分外销，如国际市场需求萎缩，或汇率波动都将给公司盈利带来负影响。

公司高端产品（例如：VCM、EPS 及空调用节能电机）产业面临需求下降，则将削弱公司的盈利能力。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371