

宁波韵升 (600366.SH)

其它金属行业

评级: 中性 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 17.11元

## 技术是公司超强议价能力的坚实后盾

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	514.50
总市值(百万元)	88.03
年内股价最高最低(元)	24.25/13.70
沪深300指数	2228.20
上证指数	2055.71



### 相关报告

1. 《中高端稀土永磁钕铁硼代表,节能减排先锋》, 2011.12.12

### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.515	1.286	1.122	1.334	1.555
每股净资产(元)	4.57	4.69	5.81	7.15	8.70
每股经营性现金流(元)	0.46	0.90	2.47	1.48	1.69
市盈率(倍)	33.25	13.31	15.25	12.82	11.00
行业优化市盈率(倍)	100.94	18.93	26.13	26.13	26.13
净利润增长率(%)	-68.55%	224.80%	-12.71%	18.88%	16.58%
净资产收益率(%)	11.25%	27.40%	19.30%	18.66%	17.87%
总股本(百万股)	395.77	514.50	514.50	514.50	514.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 上半年宁波韵升实现营业收入 16.68 亿元, 同比增长 18.61%, 净利润 2.94 亿元, 同比增长 152.78%, 扣除非经常性损益后净利润 2.56 亿元, 同比增长 208.88%, 实现基本每股收益 0.57 元, 略超我们预期。

### 经营分析

- **毛利率继续提升:** 上半年 1 季度公司整体毛利率为 41.26%, 2 季度整体毛利率为 44.76%。上半年公司钕铁硼板块整体毛利率高达 48.56%, 电机毛利率也达到 21.15%。公司钕铁硼毛利率并未受到稀土价格大幅下跌影响下滑, 一方面是由于稀土价格的回落传导至下游钕铁硼产品有一定时间的滞后。同时, 公司在报告期内继续进行结构调整, 大力开发高性能钕铁硼占比, 其较强的溢价能力导致在原料价格下跌过程中能够维持高毛利水平。
- **下半年环比或渐感压力:** 稀土价格我们预计下半年仍将呈现阴跌的走势, 在传导时滞过后, 公司部分中端产品价格将面临部分降价压力, 这将影响公司的毛利率水平, 而另一方面, 在上半年下游客户不足的库存部分逐渐补齐之后, 公司 KPM 磁钢销售增长面临回落。因此, 公司下半年经营压力将大于上半年。
- **顶尖技术成就高毛利:** 宁波韵升具备年产 5,500 吨烧结钕铁硼和 250 吨粘结钕铁硼产能, 是国内少数能够批量生产 N52 系列高性能钕铁硼永磁体的企业之一。上半年公司通过降低镨、铽等重稀土元素含量有效的降低了成本, 表明了公司极强的研发能力, 同时加上公司本身在钕铁硼后道加工方面的优势, 公司将长期保持一个高毛利率态势。

### 盈利调整与投资建议

- 我们下调公司 2012-2013 年主营收入预测至 32.09 亿元, 36.28 亿元, 下调 2012 年净利润预测至 5.77 亿元, 下调幅度为 3.7%; 同时上调 2013 年盈利预测至 6.86 亿元, 上调 3.2%。对应 2012-2014 年 EPS 分别为 1.12 元、1.33 元、1.56 元。目前股价对应 2012-2014 年 PE 为 15.25 倍、12.82 倍、11 倍。继续维持持有评级。

杨诚笑 分析师 SAC 执业编号: S1130511090003  
(8621)61038282  
yangchengxiao@gjzq.com.cn

图表 1: 关键假设

	2011	2012E	2013E	2014E
成品销量 (吨)	2600	2800	3000	3400
不含税销售价格 (万元/吨)	111.85	85.93	93.33	93.33
金属钕含税价 (万元/吨)	110	82	90	90

数据来源: 亚洲金属网 国金证券研究所

附录: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>997</b>	<b>1,929</b>	<b>3,941</b>	<b>3,209</b>	<b>3,628</b>	<b>4,001</b>	货币资金	504	474	1,069	1,248	2,091	3,062
增长率		93.5%	104.3%	-18.6%	13.1%	10.3%	应收款项	272	414	514	656	742	818
<b>主营业务成本</b>	<b>-707</b>	<b>-1,404</b>	<b>-2,261</b>	<b>-1,934</b>	<b>-2,194</b>	<b>-2,399</b>	存货	231	544	839	583	661	723
%销售收入	70.9%	72.8%	57.4%	60.3%	60.5%	60.0%	其他流动资产	230	479	424	212	238	259
毛利	290	526	1,680	1,275	1,434	1,602	流动资产	1,237	1,911	2,845	2,698	3,732	4,862
%销售收入	29.1%	27.2%	42.6%	39.7%	39.5%	40.0%	%总资产	57.1%	62.3%	66.2%	63.6%	71.7%	77.6%
营业税金及附加	-4	-6	-20	-10	-11	-12	长期投资	159	216	467	608	607	607
%销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	586	763	792	793	719	646
营业费用	-37	-61	-93	-80	-91	-100	%总资产	27.1%	24.9%	18.4%	18.7%	13.8%	10.3%
%销售收入	3.7%	3.2%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	176	169	143	139	145	152
管理费用	-141	-240	-445	-369	-417	-460	非流动资产	928	1,157	1,452	1,542	1,474	1,407
%销售收入	14.2%	12.4%	11.3%	11.5%	11.5%	11.5%	%总资产	42.9%	37.7%	33.8%	36.4%	28.3%	22.4%
息税前利润 (EBIT)	108	219	1,123	816	915	1,030	<b>资产总计</b>	<b>2,165</b>	<b>3,068</b>	<b>4,297</b>	<b>4,240</b>	<b>5,206</b>	<b>6,269</b>
%销售收入	10.8%	11.4%	28.5%	25.4%	25.2%	25.7%	短期借款	0	335	813	0	0	0
财务费用	-6	-21	-48	-24	-1	-1	应付款项	149	507	313	488	554	607
%销售收入	0.6%	1.1%	1.2%	0.8%	0.0%	0.0%	其他流动负债	187	111	306	257	291	320
资产减值损失	-1	-16	-121	-6	-1	-1	流动负债	336	954	1,432	745	845	927
公允价值变动收益	0	-3	2	0	0	0	长期贷款	100	114	26	9	9	10
投资收益	678	28	42	80	100	120	其他长期负债	1	58	110	13	13	13
%税前利润	86.2%	10.7%	4.1%	9.1%	9.8%	10.3%	<b>负债</b>	<b>437</b>	<b>1,125</b>	<b>1,568</b>	<b>768</b>	<b>867</b>	<b>950</b>
营业利润	779	207	998	867	1,013	1,148	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,627</b>	<b>1,810</b>	<b>2,414</b>	<b>2,991</b>	<b>3,678</b>	<b>4,478</b>
营业利润率	78.1%	10.7%	25.3%	27.0%	27.9%	28.7%	少数股东权益	117	150	316	481	661	841
营业外收支	8	59	12	12	12	12	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,181</b>	<b>3,085</b>	<b>4,297</b>	<b>4,240</b>	<b>5,206</b>	<b>6,269</b>
税前利润	786	266	1,010	879	1,025	1,160	<b>比率分析</b>						
利润率	78.9%	13.8%	25.6%	27.4%	28.3%	29.0%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-113	-36	-158	-136	-159	-180	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.4%	13.5%	15.6%	15.5%	15.5%	15.5%	每股收益	1.636	0.515	1.286	1.122	1.334	1.555
净利润	673	230	852	742	866	980	每股净资产	4.111	4.573	4.692	5.814	7.148	8.703
少数股东损益	26	26	191	165	180	180	每股经营现金净流	0.289	0.462	0.899	2.475	1.480	1.690
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>648</b>	<b>204</b>	<b>661</b>	<b>577</b>	<b>686</b>	<b>800</b>	每股股利	0.200	0.100	0.150	0.000	0.000	0.000
净利率	64.9%	10.6%	16.8%	18.0%	18.9%	20.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	39.81%	11.25%	27.40%	19.30%	18.66%	17.87%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	29.70%	6.60%	15.39%	13.62%	13.19%	12.76%
净利润	673	230	852	742	866	980	投入资本收益率	5.00%	7.82%	26.38%	19.74%	17.73%	16.29%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	68	96	202	99	98	98	主营业务收入增长率	-47.17%	93.49%	104.26%	-18.57%	13.06%	10.29%
非经营收益	-672	-37	-55	-35	-111	-131	EBIT增长率	-30.20%	103.33%	412.49%	-27.28%	12.08%	12.53%
营运资金变动	44	-109	-539	467	-92	-78	净利润增长率	508.52%	-68.55%	224.80%	-12.71%	18.88%	16.58%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>113</b>	<b>180</b>	<b>460</b>	<b>1,273</b>	<b>762</b>	<b>869</b>	总资产增长率	15.40%	41.48%	39.30%	-1.33%	22.78%	20.42%
资本开支	-121	-157	-146	-80	-17	-18	<b>资产管理能力</b>						
投资	501	-214	-109	-141	0	0	应收账款周转天数	79.6	56.5	38.9	65.0	65.0	65.0
其他	26	20	17	80	100	120	存货周转天数	111.4	100.7	111.6	110.0	110.0	110.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>405</b>	<b>-351</b>	<b>-239</b>	<b>-141</b>	<b>83</b>	<b>102</b>	应付账款周转天数	46.2	35.5	27.3	33.0	33.0	33.0
股权募资	3	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	193.1	128.3	72.4	86.7	67.2	52.4
债权募资	-100	243	398	-909	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-95	-138	-74	-45	-1	-1	净负债/股东权益	-23.16%	-2.37%	-8.85%	-35.77%	-48.07%	-57.45%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-192</b>	<b>105</b>	<b>324</b>	<b>-954</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	EBIT利息保障倍数	19.3	10.2	23.4	33.7	931.2	1,012.2
<b>现金净流量</b>	<b>326</b>	<b>-66</b>	<b>545</b>	<b>178</b>	<b>844</b>	<b>971</b>	资产负债率	20.02%	36.47%	36.48%	18.11%	16.66%	15.15%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	1	1	12
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	1.86

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-12-12	中性	16.17	18.00 ~ 18.00

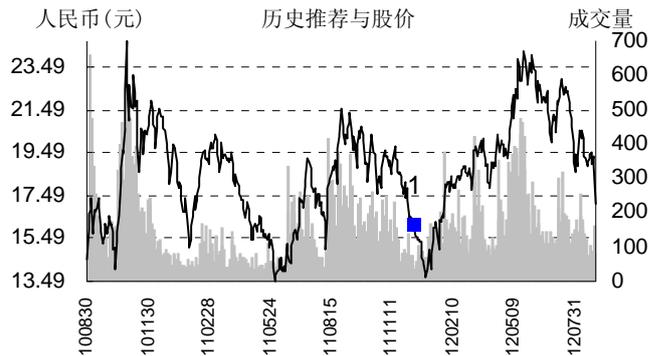
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B