



东兴证券
DONGXING SECURITIES

开工率有所回升，期待新能源汽车爆发

——宁波韵升（600366）调研快报

2014年05月11日

推荐/维持

宁波韵升

调研快报

关注 1：二季度钕铁硼开工率有所提升，每年产能扩张 15%左右

公司是国内第二大的钕铁硼生产企业，目前拥有钕铁硼磁材产能 6000 吨左右，仅次于中科三环，公司产能主要分布在宁波和包头两地（包头以磁坯为主）。2013 年钕铁硼产量 4300 吨。公司主要定位中高端产品，下游应用领域包括 VCM、汽车微电机、消费电子和变频空调等。公司的产能利用率一般在 70%上下，二季度处于较高水平，现在 70-80%。公司每年通过厂房新建、生产线技改等，可实现产能 15%左右的增长，产能增长主要面对的下是汽车电机和工业电机。

关注 2：销量增长来自于市场规模扩大和竞争力增强

公司产品中高端产品占 70%左右，品质高，有品牌溢价，价格中等偏上，出口比例占到 70%左右。公司产品下游结构：VCM30%、工业电机 50%（其中大的工业电机占 50%、电子类 30%、空调等家电 20%）、汽车电机 20%。公司产品的销量增长主要来自两方面：（1）下游市场规模变大，主要是汽车和电子类（以消费类电子为主）；（2）充分发挥公司产品的竞争优势。

关注 3：下游需求最大的亮点来自于新能源汽车、风电等领域

新能源汽车以家用混合动力为例，平均每台混合动力汽车需要 2-3 千克高性能钕铁硼永磁材料，目前看国内、国际新能源汽车发展还是较快的，我们预计爆发点在 2015、2016 年，国外尤其是北美地区，混合动力汽车已经达到百万辆级的销量。新能源汽车方面，公司通过一批新客户的工厂审核，完成若干新项目的样品交付，包括新能源汽车用磁钢、EPS 电机磁钢、变速箱用磁钢等。风电方面，公司是国内第一块风电磁钢的提供商，目前正加大和国外风电设备厂的合作。

关注 4：参股上海电驱动，分享下游新能源汽车带来的收益

公司持股上海电驱动 29.17%的股权，上海电驱动主要从事新能源汽车用电机系统研发和生产，是国内控制电机龙头，客户已经覆盖全国 80%的汽车厂商。2013 年上海电驱动营业收入 2 个多亿，实际净利润为 800 多万，我们预计 2014 年营业收入 6 亿，净利润 5000 万，大幅增长。

张方

010-66554023

zhangfang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512040003

交易数据

52 周股价区间（元）	13.98-16.5
总市值（亿元）	71.93
流通市值（亿元）	71.93
总股本/流通 A 股（万股）	51450/51450
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.01

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《宁波韵升（600366）：盈利能力有所改善，受益于新能源汽车增长》2014-05-04
- 2、《宁波韵升（600366）2011 年年报点评：业绩增长符合预期 期待新能源汽车产业化加速》2012-04-17
- 3、《宁波韵升（600366）调研快报：钕铁硼与机电业务齐头并进，期待新能源汽车产业化加速》2012-02-22

结论：

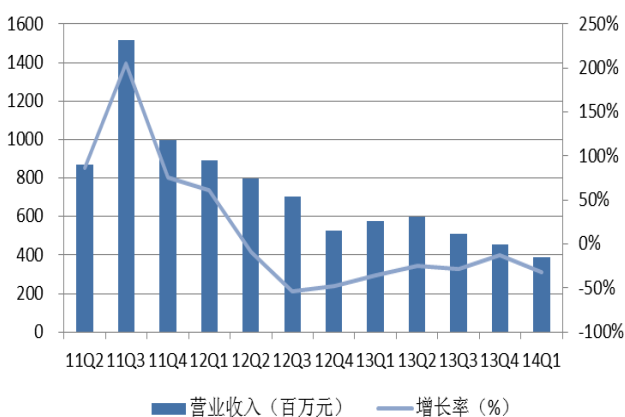
我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.64、0.83 和 0.96 元，对应动态 PE 分别为 22、17、15 倍，考虑到行业未来发展前景良好，公司产品结构优化，受益于新能源汽车领域的增长，维持公司“推荐”评级。

风险提示：产品价格下跌风险，下游客户变动带来的风险等

公司分季度财务指标

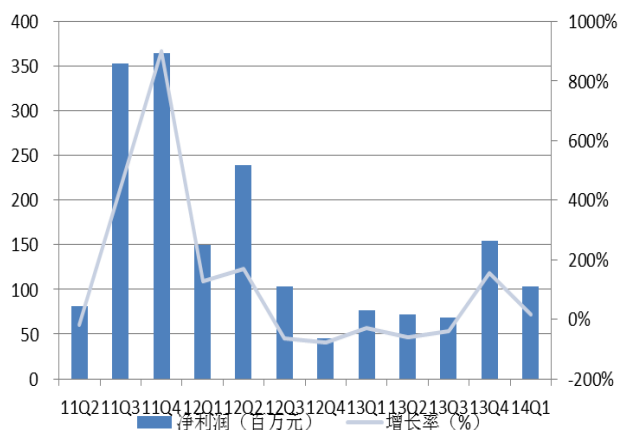
指标	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入（百万元）	705.96	525.27	574.71	597.33	508.53	457.87	391.22
增长率（%）	-53.49%	-47.44%	-35.62%	-24.93%	-27.97%	-12.83%	-31.93%
毛利率（%）	32.60%	27.57%	28.55%	29.95%	31.57%	34.18%	38.77%
期间费用率（%）	13.39%	25.22%	15.51%	15.71%	17.80%	17.55%	13.20%
营业利润率（%）	17.06%	12.78%	16.08%	12.92%	15.47%	24.92%	34.33%
净利润（百万元）	103.63	45.84	76.56	71.94	68.74	154.87	103.60
增长率（%）	-70.61%	-87.44%	-48.94%	-69.90%	-33.67%	237.85%	35.32%
每股盈利（季度，元）	0.20	0.11	0.15	0.14	0.12	0.27	0.17
资产负债率（%）	30.87%	25.41%	24.77%	28.89%	30.18%	21.75%	20.18%
净资产收益率（%）	3.48%	1.52%	2.48%	2.35%	2.32%	5.02%	3.25%
总资产收益率（%）	2.41%	1.13%	1.87%	1.67%	1.62%	3.93%	2.60%

图 1：单季度营业收入及增长率变化



资料来源：公司公告，东兴证券

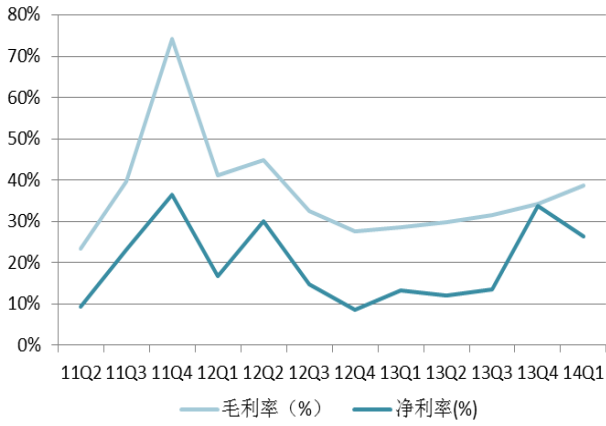
图 2：单季度净利润及增长率变化



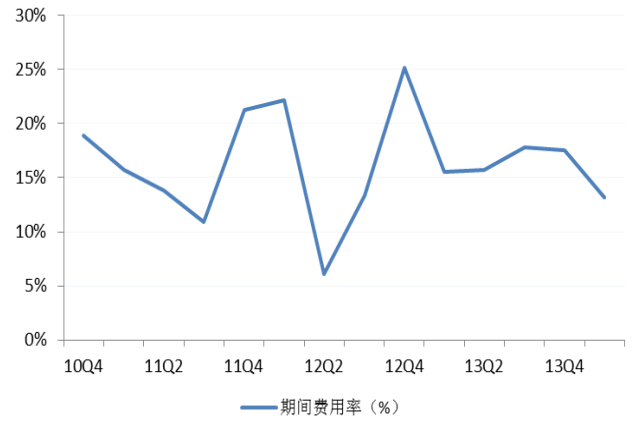
资料来源：公司公告，东兴证券

图 3：单季度毛利率、净利率变化

图 4：单季度期间费用率变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券



资料来源: 公司公告, 东兴证券

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	2510	2540	2331	2617	2971	营业收入	2920	2138	1436	1856	2061
货币资金	1476	1216	1260	1437	1751	营业成本	1820	1478	905	1151	1237
应收账款	321	254	169	219	243	营业税金及附加	40	20	13	17	19
其他应收款	2	3	2	2	3	营业费用	69	66	43	56	62
预付款项	82	63	57	49	40	管理费用	392	280	187	241	268
存货	456	369	226	287	308	财务费用	12	8	-6	-13	-16
其他流动资产	104	582	582	582	582	资产减值损失	25.31	4.89	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1531	1401	1372	1346	1277	公允价值变动收益	4.70	-0.67	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	350	344	350	350	350	投资净收益	80.43	81.92	80.00	80.00	80.00
固定资产	801.56	660.61	673.02	653.57	619.02	营业利润	646	362	374	484	571
无形资产	127	122	110	98	85	营业外收入	19.99	84.77	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	1	0	0	0	0	营业外支出	6.08	7.49	6.00	6.00	6.00
资产总计	4041	3941	3703	3963	4247	利润总额	660	440	418	528	615
流动负债合计	501	856	430	455	469	所得税	122	68	65	82	95
短期借款	87	200	0	0	0	净利润	538	372	354	446	520
应付账款	163	118	69	88	95	少数股东损益	88	22	22	22	22
预收款项	38	33	29	23	17	归属母公司净利润	450	350	332	424	498
一年内到期的非	9	380	150	150	150	EBITDA	743	453	427	537	624
非流动负债合计	526	1	0	0	0	BPS (元)	0.88	0.68	0.64	0.83	0.97
长期借款	416	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	4	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	1027	857	430	455	469	成长能力					
少数股东权益	236	113	135	157	179	营业收入增长	36.5%	-26.8%	-32.85%	29.25%	11.05%
实收资本(或股	514	514	514	514	514	营业利润增长	50.1%	385.7%	3.34%	29.35%	17.93%
资本公积	307	292	292	292	292	归属于母公司净利润	-5.3%	244.7%	-5.30%	28.01%	17.29%
未分配利润	1741	1885	2008	2165	2349	获利能力					
归属母公司股东	2778	2971	3138	3350	3599	毛利率(%)	0.00%	36.00%	37.00%	38.00%	40.00%
负债和所有者权	4041	3941	3703	3963	4247	净利率(%)	18.44%	17.40%	24.62%	24.06%	25.22%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	11.14%	8.88%	8.95%	10.71%	11.72%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	16.21%	11.79%	10.57%	12.67%	13.83%
经营活动现金流	977	240	575	336	467	偿债能力					
净利润	538	372	354	446	520	资产负债率(%)	25.41%	21.75%	11.61%	11.49%	11.04%
折旧摊销	84.52	82.73	0.00	66.35	69.10	流动比率	5.01	2.97	5.42	5.75	6.34
财务费用	12	8	-6	-13	-16	速动比率	4.10	2.54	4.90	5.12	5.68
应付帐款的变化	0	0	-49	19	7	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	-4	-6	-6	总资产周转率	0.70	0.54	0.38	0.48	0.50
投资活动现金流	109	-400	59	40	80	应收账款周转率	7	7	7	10	9
公允价值变动收	5	-1	0	0	0	应付账款周转率	17.55	15.24	15.33	23.54	22.51
长期投资	350	344	350	350	350	每股指标(元)					
投资收益	80	82	80	80	80	每股收益(最新摊薄)	0.88	0.68	0.64	0.83	0.97
筹资活动现金流	-601	-275	-590	-199	-233	每股净现金流(最新	0.94	-0.84	0.09	0.34	0.61
短期借款	87	200	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.40	5.77	6.10	6.51	7.00
长期借款	416	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	15.98	20.54	21.69	16.95	14.45
资本公积增加	3	-15	0	0	0	P/B	2.59	2.42	2.29	2.15	2.00
现金净增加额	485	-434	44	177	314	EV/EBITDA	8.39	14.47	14.24	10.99	8.96

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张方

经济学硕士，工学学士，高级分析师，覆盖锂电池产业链、新材料和有色金属行业，2年实业工作经历，6年证券行业从业经历，2012年3月加盟东兴证券，2011年“天眼”明星分析师第五名。

联系人简介

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。本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。