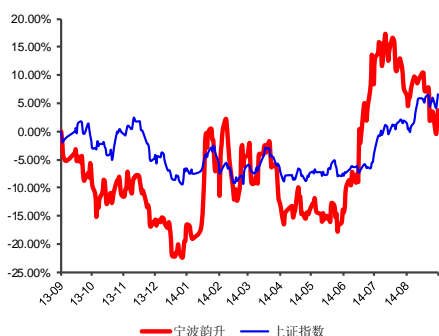


2014年9月25日

——宁波韵升（600366）首次跟踪报告

评级：强烈推荐（首次）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：

马松

电话：0510-82832380

Email: mas@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：自我们 8 月 25 号发出新能源汽车研究周报 1425 期中首次重点推荐宁波韵升以来，公司股价经历了较大幅度回调，明显弱于行业内其他公司。在首次跟踪报告中，我们重申推荐逻辑并更新了一些观点。

点评：

- **战略整合，聚焦磁机电一体化。**公司主营钕铁硼材料与电机两大业务，并于 2013 年末剥离了汽车电机业务，专注于伺服电机。完成战略整合后，公司未来的方向聚焦于磁机电一体化领域。
- **钕铁硼永磁材料具备长期成长空间，新能源汽车是最大看点。**钕铁硼永磁材料是第三代永磁材料，由于其高磁能积和矫顽力的优点，在消费电子、医疗、机械等行业获得了广泛的应用。钕铁硼永磁材料的下游应用领域中，传统的 VCM、消费电子等领域增速下滑，但新兴的节能与新能源领域应用正在崛起。汽车 EPS、变频空调、风力发电、节能电梯等新兴应用年均增速 15-20%。新能源汽车永磁电机当前需求 300 吨左右，未来随着新能源汽车的永磁电机使用量的加大，钕铁硼材料用量还有提升空间，因此未来仅新能源汽车未来就会产生万吨级别的需求，是最大的增长领域。
- **公司在专利和技术方面竞争优势明显。**2013 年中国钕铁硼产量 9.65 万吨，占世界总产量 85% 以上，产能 33.5 万吨，结构性过剩严重。受专利和技术水平限制，在高性能钕铁硼材料领域，国内企业市场份额较低。公司产品三分之二出口，毛利率水平远高同业，显示出公司强大的竞争优势。在节能与环保新领域，特别是新能源汽车领域，国内钕铁硼龙头企业正在涉足，出货量还不小，未来还有很大成长空间。公司在汽车用钕铁硼磁钢领域积累深厚，有很强优势，未来一定是一大增长点。
- **稀土永磁材料正处于周期底部，国家整合稀土行业意图明显，未来稀土价格有望步入温和上涨轨道。**经过 2011 年的暴涨和随后的

暴跌之后，目前稀土价格处正于周期底部，向下空间不大。同时由于稀土价格的大幅下跌，下游需求再度复苏。风电 2014 年复苏明显、变频空调对钕铁硼材料需求有望持续增加，下游需求正步入良性增长。年初大稀土集团组建获批，稀土行业整合力度不断加大，稀土国家收储计划 8 月正式启动，因此当前位置稀土价格有足够的基本面和政策面支持。随着稀土价格温和上涨，下游钕铁硼材料行业毛利率也会同步上升，利好钕铁硼行业。

- **参股上海电驱动，股权收益巨大。**公司持有 26.6% 的上海电驱动股权。上海电驱动是国内新能源汽车电机及电控产品研发、制造行业的龙头企业，研发实力在国内处于领先地位，市场占有率超过 50%。上海电驱动 14 年收入有望达到 6 亿元，净利润 1 亿左右。按照当前发展速度，我们估计上海电驱动上市后的估值在百亿上下，公司持有市值将达到 20 亿左右。此外，宁波韵升的钕铁硼磁钢未来有望供货上海电驱动。
- **伺服电机产业发展值得期待。**伺服电机在工业控制、机器人等控制精度比较高的领域应用广泛，是公司近年来逐步拓展的新领域。伺服电机市场空间在百亿元以上，但国内企业实力较弱，未来工业机器人的发展离不开伺服电机。而公司多年来在电机领域有深厚的积淀，在手现金 9 亿元，有较强的并购预期。
- **首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**我们预计 2014-2016 年公司 EPS 为 0.56、0.74、0.92 元，目前估值水平在 30、22、18 倍。相比可比公司，估值优势非常明显。给予 2015 年 30PE，目标价 22.2 元，“强烈推荐”评级。
- **风险因素：**（1）稀土价格继续下滑；（2）钕铁硼行业产能过剩，竞争加剧；（3）人民币汇率变动的影响。

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,138.4	1,623.0	2,035.0	2,480.0
YOY	-26.76%	-24.10%	25.39%	21.87%
归属母公司净利润	350.2	290.4	381.8	472.9
EPS(元)	0.68	0.56	0.74	0.92
P/E	24.8	29.9	22.7	18.3
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

利润表						资产负债表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,919.6	2,138.4	1,623.0	2,035.0	2,480.0	现金	1,372.6	1,183.0	1,273.6	1,404.4	1,657.7
YOY(%)	-25.9%	-26.8%	-24.1%	25.4%	21.9%	交易性金融资产	20.1	15.7	16.0	17.0	18.0
营业成本	1,820.2	1,478.4	1,066.3	1,317.3	1,603.1	应收款项净额	454.8	348.6	263.2	371.3	415.0
营业税金及附加	39.8	20.2	16.2	20.4	24.8	存货	455.5	369.3	341.6	390.2	411.3
销售费用	69.5	66.0	32.5	50.9	69.4	其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	2.4%	3.1%	2.0%	2.5%	2.8%	流动资产总额	2,303.0	1,916.5	1,894.4	2,182.9	2,502.0
管理费用	391.6	279.8	211.0	264.6	322.4	固定资产净值	801.6	660.6	734.1	728.3	724.6
占营业收入比(%)	13.4%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	672.4	439.5	389.0	496.0	605.3	固定资产净额	801.6	660.6	734.1	728.3	724.6
财务费用	12.2	8.0	-15.7	-23.5	-28.3	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.4%	0.4%	-1.0%	-1.2%	-1.1%	在建工程	44.3	98.8	22.0	30.0	40.0
资产减值损失	25.3	4.9	-3.0	-2.0	2.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	80.4	81.9	62.0	90.0	120.0	固定资产总额	845.9	759.4	756.1	758.3	764.6
营业利润	646.2	362.3	377.7	497.4	606.6	无形资产	127.3	122.0	120.0	117.9	115.9
营业外净收入	13.9	77.3	37.0	32.0	37.0	长期股权投资	350.4	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	660.1	439.6	414.7	529.4	643.6	其他长期资产	160.3	152.1	146.3	140.5	134.8
所得税	121.7	67.5	54.3	67.7	80.6	资产总额	3,787.0	2,949.9	2,916.7	3,199.7	3,517.2
所得税率(%)	18.4%	15.4%	13.1%	12.8%	12.5%	循环贷款	86.9	200.0	0.0	0.0	0.0
净利润	538.4	372.1	360.4	461.8	562.9	应付款项	236.0	163.7	128.3	162.2	185.9
占营业收入比(%)	18.4%	17.4%	22.2%	22.7%	22.7%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	88.2	21.9	70.0	80.0	90.0	其他流动负债	42.9	426.4	426.4	426.4	426.4
归属母公司净利润	450.2	350.2	290.4	381.8	472.9	流动负债	365.9	790.1	554.7	588.5	612.3
YOY(%)	-31.9%	-22.2%	-17.1%	31.5%	23.9%	长期借款	420.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (元)	0.88	0.68	0.56	0.74	0.92	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	876.6	791.4	556.0	589.9	613.6
成长能力						少数股东权益	236.3	113.2	183.2	263.2	353.2
营业收入	-25.9%	-26.8%	-24.1%	25.4%	21.9%	股东权益	3,014.1	3,084.0	3,328.2	3,637.3	4,011.1
营业利润	-35.2%	-43.9%	4.2%	31.7%	21.9%	负债和股东权益	3,890.7	3,875.4	3,884.2	4,227.2	4,624.7
净利润	-31.9%	-22.2%	-17.1%	31.5%	23.9%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	37.7%	30.9%	34.3%	35.3%	35.4%	税后利润	538.4	372.1	360.4	461.8	562.9
净利率(%)	18.4%	17.4%	22.2%	22.7%	22.7%	加: 少数股东损益	88.2	21.9	70.0	80.0	90.0
ROE(%)	16.2%	11.8%	9.2%	11.3%	12.9%	公允价值变动	4.7	(0.7)	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	17.3%	11.3%	10.0%	11.7%	13.1%	折旧和摊销	84.5	82.7	36.1	37.6	39.6
偿债能力						营运资金的变动	353.6	(206.7)	(44.4)	(275.4)	(228.6)
流动比率	6.58	3.16	4.46	4.70	5.04	经营活动现金流	976.6	248.1	352.1	224.0	373.9
速动比率	5.05	1.96	2.80	3.05	3.41	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	22.5%	20.4%	14.3%	14.0%	13.3%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						固定资产投资	108.9	(399.7)	29.0	26.1	30.3
总资产周转率	75.0%	55.2%	41.8%	48.1%	53.6%	投资活动现金流	108.9	(399.7)	29.0	26.1	30.3
应收账款周转天数	46.4	48.2	48.8	52.3	48.3	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	91.3	91.2	116.9	108.1	93.7	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.88	0.68	0.56	0.74	0.92	股利分配	39.6	77.2	154.3	116.2	152.7
每股净资产	4.69	5.40	5.77	6.11	6.56	计入循环贷款前融资活动	(51.8)	(77.0)	(128.6)	(82.7)	(114.4)
估值比率						循环贷款的增加(减少)	(549.1)	(197.6)	36.6	136.9	(119.8)
P/E	19.3	24.8	29.9	22.7	18.3	融资活动现金流	(600.9)	(274.7)	(290.5)	(119.2)	(150.9)
P/B	3.1	2.9	2.8	2.6	2.4	现金净变动额	477.4	(444.6)	90.6	130.8	253.3

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。