

金属与非金属

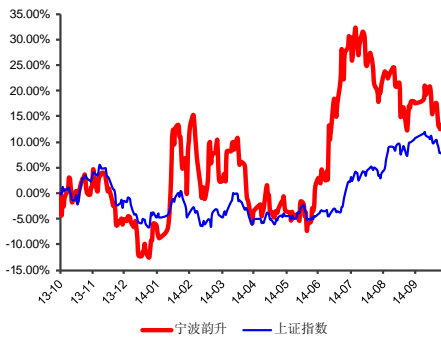
2014年10月28日

宁波韵升（600366）2014 三季度报点评

评级（首次/维持/下调/上调）

强烈推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

宁波韵升(600366)：磁机电一体化领先企业-2014/9/25

报告作者：

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：马松

电话：0510-8283-2380

Email: mas@glsc.com.cn

独立性声明：

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：** 10月27日晚宁波韵升发布2014年三季度报告，公司前三季度实现收入10.89亿元，同比下降35.22%，归属上市公司股东净利润1.90亿元，同比下降9.59%，扣非后净利润1.40亿元，同比下降20.34%，实现基本每股收益0.37元。

**点评：**

- **公司业绩基本符合预期。**公司三季度单季度实现收入 3.39 亿元，剔除剥离汽车电机业务影响，同比下降 10.79%，收入降幅逐渐收窄，实现净利润 4691 万元，同比下降 22.2%，若剔除剥离电机业务影响，净利润同比降幅在 11% 左右。
- **钕铁硼销售均价下跌致收入下滑。**14 年以来稀土价格继续低位运行，三季度价格更是连续下跌，氧化钕价格较去年同比降幅在 10% 左右，今年公司钕铁硼产品均价有所下调，毛利率也有所下滑。三季度公司综合毛利率为 23.5%，比去年同期下降 8%，环比下降 3.7%。
- **销售费用率大幅减少致期间费用率下降。**前三季度公司期间费用率 14.72%，比 13 年下降 1.84%，主要因销售费用大幅减少。钕铁硼产品销售收入的下降使得以收入计算缴纳的专利费用大幅减少。此外运输费用也有所下降。
- **稀土打黑助力稀土价格回升，公司有望受益。**10月10日，工信部、公安部、国土资源部等八部门再次联手，启动第二轮稀土“打黑”行动。此外稀土收储、稀土产业集团组建等行动也在年内启动，国家整合稀土资源，提升稀土价格的力度空前。我们认为当前稀土价格下跌已经不可持续，四季度稀土价格有望迎来上涨。稀土价格上涨将有利于公司盈利能力回升。
- **钕铁硼需求在价格大幅下滑后正在复苏，新能源汽车等新需求开始放量。**稀土价格的大幅下跌是钕铁硼产品的均价已经回归到正常水平，钕铁硼的性价比优势重现。风力发电、变频空调等下

游领域对钕铁硼永磁体的需求出现明显复苏。新能源汽车上，稀土永磁同步电机是主流，钕铁硼磁体需求正在放量。

- **维持“强烈推荐”评级。**我们维持公司 2014~2016 年每股收益预测为 0.56 元、0.74 元、0.92 元，市盈率分别为 29 倍、22 倍和 18 倍，维持“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	24.2	29.1	22.2	17.9
P/B	2.8	2.7	2.5	2.3

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
<b>营业收入</b>	<b>2,919.6</b>	<b>2,138.4</b>	<b>1,623.0</b>	<b>2,035.0</b>	<b>2,480.0</b>	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%	<b>流动资产总额</b>	<b>2,303.0</b>	<b>1,916.5</b>	<b>1,894.4</b>	<b>2,182.9</b>	<b>2,502.0</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>672.4</b>	<b>439.5</b>	<b>389.0</b>	<b>496.0</b>	<b>605.3</b>	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	<b>固定资产总额</b>	<b>845.9</b>	<b>759.4</b>	<b>756.1</b>	<b>758.3</b>	<b>764.6</b>
<b>营业利润</b>	<b>646.2</b>	<b>362.3</b>	<b>377.7</b>	<b>497.4</b>	<b>606.6</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>660.1</b>	<b>439.6</b>	<b>414.7</b>	<b>529.4</b>	<b>643.6</b>	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	<b>资产总额</b>	<b>3,787.0</b>	<b>2,949.9</b>	<b>2,916.7</b>	<b>3,199.7</b>	<b>3,517.2</b>
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
<b>净利润</b>	<b>538.4</b>	<b>372.1</b>	<b>360.4</b>	<b>461.8</b>	<b>562.9</b>	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
<b>归属母公司净利润</b>	<b>450.2</b>	<b>350.2</b>	<b>290.4</b>	<b>381.8</b>	<b>472.9</b>	<b>流动负债</b>	<b>365.9</b>	<b>790.1</b>	<b>554.7</b>	<b>588.5</b>	<b>612.3</b>
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
<b>EPS (元)</b>	<b>0.88</b>	<b>0.68</b>	<b>0.56</b>	<b>0.74</b>	<b>0.92</b>	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
						<b>负债总额</b>	<b>876.6</b>	<b>791.4</b>	<b>556.0</b>	<b>589.9</b>	<b>613.6</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	少数股东权益	236.3	113.2	183.2	263.2	353.2
<b>成长能力</b>						股东权益	3,014.1	3,084.0	3,328.2	3,637.3	4,011.1
营业收入	-25.9%	-26.8%	-24.1%	25.4%	21.9%	<b>负债和股东权益</b>	<b>3,890.7</b>	<b>3,875.4</b>	<b>3,884.2</b>	<b>4,227.2</b>	<b>4,624.7</b>
营业利润	-35.2%	-43.9%	4.2%	31.7%	21.9%						
净利润	-31.9%	-22.2%	-17.1%	31.5%	23.9%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
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
<b>偿债能力</b>						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	<b>经营活动现金流</b>	<b>976.6</b>	<b>248.1</b>	<b>352.1</b>	<b>224.0</b>	<b>373.9</b>
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
<b>营运能力</b>						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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>108.9</b>	<b>(399.7)</b>	<b>29.0</b>	<b>26.1</b>	<b>30.3</b>
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
<b>每股指标 (元)</b>						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)
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加(减少)	(549.1)	(197.6)	36.6	136.9	(119.8)
P/E	18.8	24.2	29.1	22.2	17.9	<b>融资活动现金流</b>	<b>(600.9)</b>	<b>(274.7)</b>	<b>(290.5)</b>	<b>(119.2)</b>	<b>(150.9)</b>
P/B	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3	<b>现金净变动额</b>	<b>477.4</b>	<b>(444.6)</b>	<b>90.6</b>	<b>130.8</b>	<b>253.3</b>

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

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

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

**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

**免责条款:**

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。