

2014年12月26日

韩伟琪

WeiQi\_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 21.00

**公司基本资讯**

产业别	有色金属		
A 股价(2014/12/25)	16.14		
上证综指(2014/12/25)	3072.54		
股价 12 个月高/低	19.05/12.6		
总发行股数(百万)	514.50		
A 股数(百万)	514.50		
A 市值(亿元)	83.04		
主要股东	韵升控股集团 有限公司 (33.98%)		
每股净值(元)	5.99		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	-6.2	-4.7	19.3

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

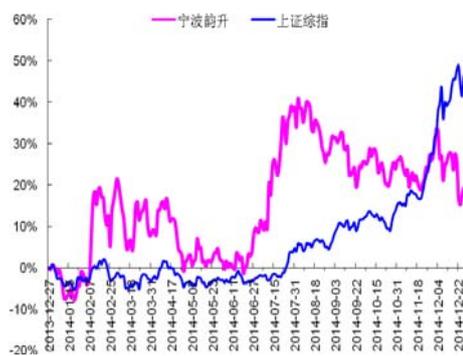
**产品组合**

钕铁硼	98.2%
电机产品	1.6%
其他	0.2%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	7.8%
一般法人	37.8%

**股价相对大盘走势**



**宁波韵升 (600366.SH)**

Buy 买入

**关注上海电驱动的新能源车概念**

**结论与建议:**

公司本身是国内稀土永磁原材料钕铁硼的重要供应商之一，参股 26.46% 上海电驱动后，除了享受新能源车增长对投资收益的拉动外，电驱动计划于 16 年前后完成 IPO 上市也会利好韵升。

预计公司 2014~16 年 EPS 分别为 0.526 元、0.609 和 0.792 元，YoY 分别下降 22.68%、增长 15.65%和 30.16%；目前 15、16 年 P/E 为 27 倍和 20 倍，电驱动作为国内新能源车用电机龙头，未来成长空间广阔，利润增长潜力巨大，维持买入的投资建议，目标价 21 元（2015 年 35x）。

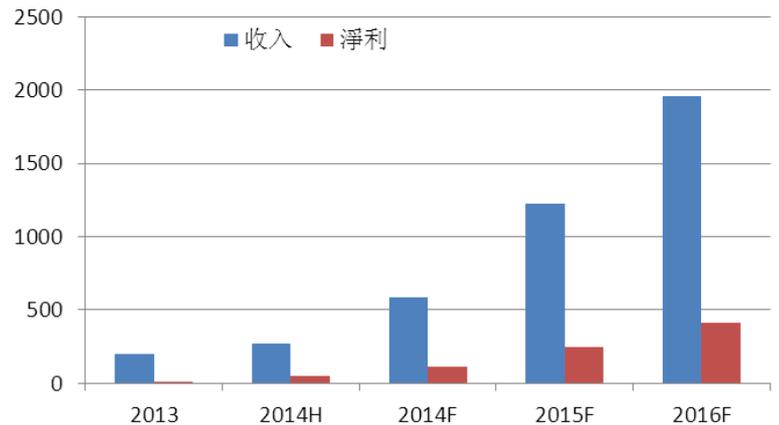
- **前三季度主营业务下滑:** 公司 14 年前三季度实现营收 10.9 亿元，YoY-35%，归母净利润 1.9 亿元，YoY-9.6%，下降原因包括公司剥离汽车电机业务、主营产品结构改变（剔除该影响后，营收降约 20%），钕铁硼价格下降等因素。
- **预计上海电驱动 14 年车用电机销售达 2 万套:** 上海电驱动 13 年销售各类车用驱动电机 1.2 万套，14 年上半年已达到去年全年销量，全年预计实现约 2 万套的产销量，按 14 年 7~8 万辆的国内新能源车销售预期看，市占率将超过 25%，是当之无愧的龙头企业。
- **电驱动与国内主流车厂都有合作:** 电驱动同国内主流车厂皆有合作，其中乘用车企业如奇瑞、裕安、上汽、吉利、江淮、长安、华晨等；商用车则有申沃、中通、宇通、北汽福田、一汽客车、万向、黄海等。其中宇通、江淮等企业为新进合作企业，我们看好其 15 年的增量效应。
- **预计电驱动 14 年贡献 0.25 亿元以上投资收益:** 上海电驱动 13 年实现营收约 2 亿元，净利润 0.03 亿元；14 年 H1 受益电动车市场起步，收入已超过 2.6 亿元，净利润 4930 万元，预计 14 年全年实现 6 亿元左右的收入，净利润超过 1 亿元，15 年净利有望进一步增长至 2.5 亿元。
- **迎接新能源车行业爆发，电驱动产能充沛:** 电驱动新搬迁至上海嘉定厂区，原本位于闵行区的 5 万套产能亦移至新厂。其嘉定一期拥有 10 万台产能，14 年底即具达产的能力，二期规划 5~8 万台产能，预计 15、16 年建成。虽然电驱动目前产能利用率较低，但未来新能源车上市速度预期将十分快速，充足的产能储备有利于公司及时抢占客户和市场。
- **看好电驱动先发的龙头优势:** 一款全新电动车车型从驱动厂商与整车厂合作需约 3 年左右的时间，加上路试约 2 年，开发周期十分长，所以现有的龙头企业在现有客户维护和新市场开拓方面拥有先发和经验的优势。电驱动目前拥有 150 人的研发团队，研发中心超过 100 多个项目在研，对应 100 多个车型。
- **盈利预期:** 预计公司 2014~16 年营收将分别达到 14.77 亿元、16.90 亿元和 19.71 亿元，YoY 分别下降 30.94%、增长 14.45%和 16.63%；实现净利润分别为 2.71 亿元、3.13 亿元和 4.08 亿元，YoY 分别下降 22.68%、增长 15.65%和 30.16%；EPS 分别为 0.526 元、0.609 和 0.792 元，目前 15、16 年 P/E 为 26 倍和 20 倍，电驱动作为国内新能源车用电机龙头，未来成长空间广阔，利润增长潜力巨大，维持买入的投资建议，目标价 21 元（2015 年 35x）。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014F	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	450	350	271	313	408
同比增减	%	-31.93%	-22.23%	-22.68%	15.65%	30.16%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.875	0.681	0.526	0.609	0.792
同比增减	%	-31.93%	-22.23%	-22.68%	15.65%	30.16%
A 股市盈率(P/E)	X	18.44	23.72	30.67	26.52	20.38
股利(DPS)	RMB 元	0.300	0.150	0.100	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	1.86%	0.93%	0.62%	0.62%	0.62%

图表一：上海电驱动营收及净利润预期

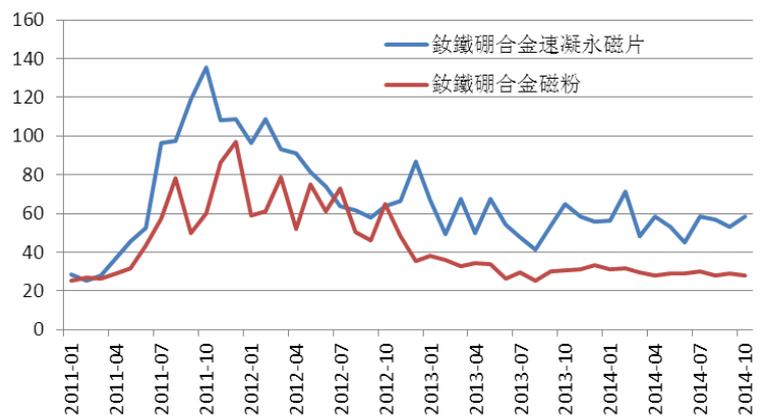
单位：mn



资料来源：宁波韵升财报，上海电驱动，群益证券

图表二：中国钕铁硼磁材出口价格

单位：\$/kg



资料来源：wind

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

**附一：合并损益表**

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
营业收入	2920	2138	1477	1690	1971
经营成本	1820	1478	1021	1161	1346
营业税金及附加	40	20	9	10	12
销售费用	69	66	21	24	29
管理费用	392	280	214	245	276
财务费用	12	8	-4	8	13
资产减值损失	25	5	-2	26	27
投资收益	80	82	105	160	220
营业利润	646	362	325	377	491
营业外收入	20	85	35	40	45
营业外支出	6	7	6	8	9
利润总额	660	440	354	409	527
所得税	122	68	53	61	74
少数股东权益	88	22	30	35	45
归属于母公司所有者的净利润	450	350	271	313	408

**附二：合并资产负债表**

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
货币资金	1476	1216	978	978	1150
应收帐款	371	282	311	382	470
存货	456	369	380	430	486
流动资产合计	2510	2540	2413	2534	2838
长期应收款	350	344	224	246	271
固定资产合计	802	661	746	761	838
在建工程	44	99	74	82	90
无形资产	127	122	140	147	155
资产总计	4041	3941	3898	4202	4450
流动负债合计	501	856	411	472	496
长期负债合计	526	1	288	323	274
负债合计	1027	857	699	795	770
股东权益合计	236	113	118	133	150
负债和股东权益总计	3014	3084	3199	3407	3679

**附三：合并现金流量表**

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	977	240	238	261	287
投资活动产生的现金流量净额	109	-400	-140	-154	-169
筹资活动产生的现金流量净额	-601	-275	-179	-107	54
现金及现金等价物净增加额	477	-453	-35	0	172

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。