

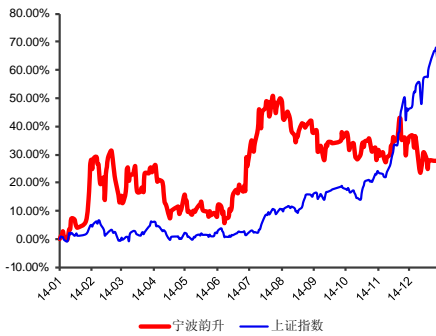
金属与非金属

2015年1月12日

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）2014 三季报点评：
收入净利继续下滑，四季度有望企稳
-2014/10/28

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。

宁波韵升（600366）股权激励草案点评

事件：宁波韵升1月10日公告限制性股票激励计划草案，公司拟向高管及核心人员等激励对象156人授予2200万股限制性股票，占激励计划公告时公司股本总额的4.28%。首次授予2054万股，预留146万股。激励计划授予的限制性股票价格为8.43元/股。解锁条件分别为：以2014年净利润为基数，2015年、2016年、2017年净利润增长率分别不低于40%、50%、60%；且2015年、2016年、2017年净资产收益率均不得低于9%。

点评：

- **限制性股票激励理顺了公司的激励机制，利好未来公司发展。**作为一家民营企业，公司上市10年来未做过股权激励，机制问题是困扰公司发展的障碍之一。本次限制性股票激励计划的推出扫清了公司发展的机制障碍，利好公司未来持续发展。
- **股票激励计划覆盖范围较广，激励力度大。**公司本次股权激励计划对象156人，占员工总数的5%，基本覆盖了公司所有的中高层管理人员。4名高管人均分配股票超过100万股，152名中层人均分配10.7万股，激励力度大。公司预计股权激励计划总摊销金额为2989.04万元，15年约为1330.9万元，对公司业绩影响较小。
- **解锁所需业绩条件较为保守，略低于预期。**按照草案规定的业绩解锁条件，15-17年，公司净利润较14年年均复合增长16.9%，15年业绩增速较高需达到40%，一方面受股权激励要求中净利润不能低于前三年平均水平限制，另一方面表明了公司对15年业绩增长的信心，公司16、17年两年的业绩激励条件较为保守，略低于我们预期。另外，公司的业绩激励条件中，没有设置营收增长要求，主要考虑到公司的钕铁硼磁材产品价格波动范围较大，营收相应波动较大。
- **公司业绩拐点已现。**公司选择在当前时点推出股权激励计划表明了管理层对当前公司业绩拐点的判断，同我们对公司的判断一致。公司钕铁硼产品的价格同稀土价格高度相关，在此前的报告中，

我们一直强调当前稀土价格正处于历史底部区间，下跌空间有限，国家政策也在力推稀土价格上升。在稀土价格大幅下滑后，下游需求也正在复苏，需求回暖也会对稀土价格强有力支撑。因此，公司产品价格有望回升，业绩拐点已经出现。

- **参股上海电驱动，15年业绩将继续大幅增长。**14年国内新能源汽车产量8.39万辆，同比增长超过4倍，受此推动，上海电驱动业绩暴涨。15年新能源汽车产量将继续大幅增长，上海电驱动将继续受益，业绩同比有望翻番。
- **维持“强烈推荐”评级。**基于四季度行业情况仍然低迷的事实，我们略微下调公司2014~2016年每股收益预测至0.48元、0.68元、0.88元，市盈率分别为34倍、24倍和18倍，考虑到公司15年业绩将反转并高增长的预期，继续维持“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 | 244.8 | 351.9 | 453.9 |
| EPS(元) | 0.68 | 0.48 | 0.68 | 0.88 |
| P/E | 23.7 | 33.9 | 23.6 | 18.3 |
| 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 |
| 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 | 1,216 | 1,373 | 1,578 |
| YOY(%) | -25.9% | -26.8% | -24.1% | 25.4% | 21.9% | 交易性金融资产 | 20.1 | 16 | 16 | 17 | 18 |
| 营业成本 | 1,820.2 | 1,478.4 | 1,119.5 | 1,351.4 | 1,624.2 | 应收款项净额 | 454.8 | 349 | 269 | 369 | 419 |
| 营业税金及附加 | 39.8 | 20.2 | 16.2 | 20.4 | 24.8 | 存货 | 455.5 | 369 | 377 | 374 | 438 |
| 销售费用 | 69.5 | 66.0 | 32.5 | 50.9 | 69.4 | 其他流动资产 | 123.8 | 597 | 598 | 599 | 600 |
| 占营业收入比(%) | 2.4% | 3.1% | 2.0% | 2.5% | 2.8% | 流动资产总额 | 2,426.8 | 2,514 | 2,475 | 2,731 | 3,053 |
| 管理费用 | 391.6 | 279.8 | 211.0 | 264.6 | 322.4 | 固定资产净值 | 801.6 | 661 | 734 | 728 | 725 |
| 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 |
| EBIT | 672.4 | 439.5 | 335.8 | 461.8 | 584.2 | 固定资产净额 | 801.6 | 661 | 734 | 728 | 725 |
| 财务费用 | 12.2 | 8.0 | -15.0 | -22.4 | -26.9 | 工程物资 | 0.0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 占营业收入比(%) | 0.4% | 0.4% | -0.9% | -1.1% | -1.1% | 在建工程 | 44.3 | 99 | 22 | 30 | 40 |
| 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 |
| 投资净收益 | 80.4 | 81.9 | 62.0 | 90.0 | 120.0 | 固定资产总额 | 845.9 | 759 | 756 | 758 | 765 |
| 营业利润 | 646.2 | 362.3 | 323.8 | 462.1 | 584.1 | 无形资产 | 127.3 | 122 | 120 | 118 | 116 |
| 营业外净收入 | 13.9 | 77.3 | 37.0 | 32.0 | 37.0 | 长期股权投资 | 350.4 | 344 | 386 | 446 | 526 |
| 利润总额 | 660.1 | 439.6 | 360.8 | 494.1 | 621.1 | 其他长期资产 | 140.2 | 136.4 | 130.3 | 123.5 | 116.8 |
| 所得税 | 121.7 | 67.5 | 46.0 | 62.2 | 77.2 | 资产总额 | 3,890.7 | 3,875 | 3,868 | 4,177 | 4,576 |
| 所得税率(%) | 18.4% | 15.4% | 12.8% | 12.6% | 12.4% | 循环贷款 | 86.9 | 200 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 538.4 | 372.1 | 314.8 | 431.9 | 543.9 | 应付款项 | 236.0 | 164 | 139 | 157 | 194 |
| 占营业收入比(%) | 18.4% | 17.4% | 19.4% | 21.2% | 21.9% | 预提费用 | 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 | 426 | 426 | 426 |
| 归属母公司净利润 | 450.2 | 350.2 | 244.8 | 351.9 | 453.9 | 流动负债 | 365.9 | 790 | 565 | 584 | 621 |
| YOY(%) | -31.9% | -22.2% | -30.1% | 43.8% | 29.0% | 长期借款 | 420.0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EPS (元) | 0.88 | 0.68 | 0.48 | 0.68 | 0.88 | 应付债券 | 0.0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 其他长期负债 | 0.0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 负债总额 | 876.6 | 791 | 567 | 585 | 622 |
| 主要财务比率 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 少数股东权益 | 236.3 | 113 | 183 | 263 | 353 |
| 成长能力 | | | | | | 股东权益 | 3,014.1 | 3,084 | 3,301 | 3,592 | 3,954 |
| 营业收入 | -25.9% | -26.8% | -24.1% | 25.4% | 21.9% | 负债和股东权益 | 3,890.7 | 3,875 | 3,868 | 4,177 | 4,576 |
| 营业利润 | -35.2% | -43.9% | -10.6% | 42.7% | 26.4% | | | | | | |
| 净利润 | -31.9% | -22.2% | -30.1% | 43.8% | 29.0% | | | | | | |
| 获利能力 | | | | | | 现金流量表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 毛利率(%) | 37.7% | 30.9% | 31.0% | 33.6% | 34.5% | 税后利润 | 538.4 | 372 | 315 | 432 | 544 |
| 净利率(%) | 18.4% | 17.4% | 19.4% | 21.2% | 21.9% | 加: 少数股东损益 | 88.2 | 22 | 70 | 80 | 90 |
| ROE(%) | 16.2% | 11.8% | 7.9% | 10.6% | 12.6% | 公允价值变动 | 4.7 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| ROA(%) | 17.3% | 11.3% | 8.7% | 11.1% | 12.8% | 折旧和摊销 | 84.5 | 83 | 36 | 38 | 40 |
| 偿债能力 | | | | | | 营运资金的变动 | 353.6 | (207) | (74) | (230) | (264) |
| 流动比率 | 6.58 | 3.16 | 4.35 | 4.65 | 4.89 | 经营活动现金流 | 976.6 | 248 | 277 | 239 | 320 |
| 速动比率 | 5.05 | 1.96 | 2.65 | 3.01 | 3.25 | 短期投资 | 0.0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债率% | 22.5% | 20.4% | 14.7% | 14.0% | 13.6% | 长期股权投资 | 0.0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运能力 | | | | | | 固定资产投资 | 108.9 | (400) | 29 | 26 | 30 |
| 总资产周转率 | 75.0% | 55.2% | 42.0% | 48.7% | 54.2% | 投资活动现金流 | 108.9 | (400) | 29 | 26 | 30 |
| 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 |
| 存货周转天数 | 91.3 | 91.2 | 122.9 | 100.9 | 98.5 | 长期贷款的增加/(减少) | 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 |
| 每股收益 | 0.88 | 0.68 | 0.48 | 0.68 | 0.88 | 股利分配 | 39.6 | 77 | 154 | 98 | 141 |
| 每股净资产 | 4.69 | 5.40 | 5.77 | 6.06 | 6.47 | 计入循环贷款前融资活动 | (51.8) | (77) | (129) | (66) | (104) |
| 估值比率 | | | | | | 循环贷款的增加(减少) | (549.1) | (198) | 37 | 137 | (120) |
| P/E | 18.5 | 23.7 | 33.9 | 23.6 | 18.3 | 融资活动现金流 | (600.9) | (275) | (273) | (108) | (145) |
| P/B | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 2.3 | 现金净变动额 | 477.4 | (445) | 33 | 157 | 205 |

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。