

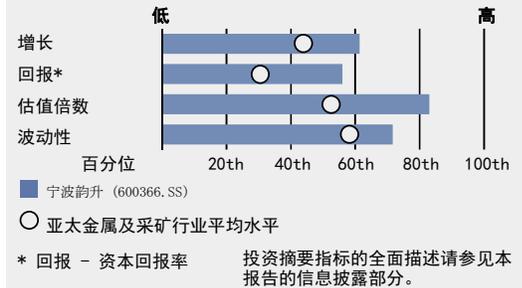


## 强劲的盈利增长将推动公司估值重估；重申强力买入

### 建议理由

我们重申强力买入宁波韵升，基于 PB vs. ROE 的 12 个月目标价人民币 27.36 元，潜在上行空间 22%。我们认为公司的投资机会主要来自：(1) 强劲的盈利能力：我们预计公司 2015/16 年净利润分别增长 46% 和 15%，公司 ROE 和现金投资回报率持续改善至行业第一四分位；(2) 我们对公司 2015-2016 年的盈利预测较市场一致预期分别高出 17%/10%，反映了我们对稀土和钕铁硼价格前景的乐观预测。1 月 1 日以来氧化镨钕和氧化镝价格已经分别反弹了 8% 和 15%，我们预计稀土价格将进一步上涨，达到我们 2015 年全年均价同比增长 10% 的预测。

### 投资摘要



### 推动因素

我们认为公司股价的主要催化剂为强劲的盈利能力和业绩增长超出市场预期，其它催化剂还包括：

- (1) 股权激励，核心员工与公司利益捆绑。我们认为来自股权激励的改善迹象将会在全年当中愈发明显。
- (2) 稀土行业整合推动稀土永磁材料价格反弹，注重保持稳定的毛利率。
- (3) 上海电驱动（中国最大的新能源汽车驱动电机生产商，宁波韵升持股 26.5% 的股权）的上市计划将给宁波韵升带来积极影响。

### 估值

公司当前 2015 年 PB vs. ROE 相比行业平均的折价率达到 42%，该折价明显高于公司历史平均的折价率 20%。其 2015 年预期 P/E 为 26.8 倍，也显著低于行业平均的 44.4 倍，我们认为公司 2015/16 年强劲的盈利能力将有助于该股估值重估。

### 主要风险

价格持续低迷、竞争加剧使盈利能力下降。

### 所属投资名单

亚太买入名单  
亚太强力买入名单

### 行业评级：中性

张富盛 执业证书编号: S1420512030001  
+86(21)2401-8945 jefferson.zhang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司  
韩永, CFA 执业证书编号: S1420511010001  
+86(21)2401-8948 yong.han@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

### 主要数据

	当前
股价 (Rmb)	22.51
12个月目标价格 (Rmb)	27.36
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	11,581.3 / 1,847.2
外资持股比例 (%)	--

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利 (Rmb)	0.68	0.58	0.84	0.97
每股盈利增长 (%)	(22.2)	(15.2)	45.7	15.2
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.68	0.58	0.84	0.97
每股基本盈利 (Rmb)	0.68	0.58	0.84	0.97
市盈率 (X)	23.3	39.0	26.8	23.2
市净率 (X)	2.7	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA (X)	20.3	34.0	21.3	17.8
股息收益率 (%)	0.9	0.8	1.1	1.3
净资产回报率 (%)	12.2	9.6	12.9	13.4
CROCI (%)	12.9	12.0	13.1	14.1

### 股价走势图



### 股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	28.1	26.7	38.3
相对于沪深300指数	4.0	(16.1)	(16.3)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为3/02/2015收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

## 宁波韵升：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	资产负债表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,138.4</b>	<b>1,804.0</b>	<b>2,219.9</b>	<b>2,545.2</b>	现金及等价物	1,231.5	1,507.9	1,690.4	1,901.6
主营业务成本	(1,338.7)	(1,137.6)	(1,374.1)	(1,551.8)	应收账款	357.9	301.9	364.9	418.4
销售、一般及管理费用	(345.8)	(291.7)	(266.4)	(305.4)	存货	369.3	313.6	374.6	423.6
研发费用	(139.8)	(117.9)	(145.1)	(166.3)	其它流动资产	581.5	490.6	490.6	490.6
其它营业收入/(支出)	(25.1)	(16.8)	(21.4)	(25.3)	<b>流动资产</b>	<b>2,540.2</b>	<b>2,614.0</b>	<b>2,920.5</b>	<b>3,234.2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>375.9</b>	<b>316.8</b>	<b>499.0</b>	<b>586.6</b>	固定资产净额	759.4	817.6	851.2	896.9
折旧和摊销	(86.8)	(76.8)	(86.0)	(90.2)	无形资产净额	122.0	113.3	104.7	96.0
<b>EBIT</b>	<b>289.1</b>	<b>240.0</b>	<b>413.0</b>	<b>496.4</b>	长期投资	490.1	571.3	652.6	733.9
利息收入	17.7	14.6	17.9	20.0	其它长期资产	29.5	29.5	29.5	29.5
财务费用	(25.8)	(27.4)	(27.4)	(27.4)	<b>资产合计</b>	<b>3,941.2</b>	<b>4,145.7</b>	<b>4,558.4</b>	<b>4,990.4</b>
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	229.5	194.9	235.8	266.7
其它	158.5	158.5	158.5	158.5	短期贷款	580.0	580.0	580.0	580.0
<b>税前利润</b>	<b>439.6</b>	<b>385.8</b>	<b>562.0</b>	<b>647.6</b>	其它流动负债	47.6	47.6	47.6	47.6
所得税	(67.5)	(69.4)	(101.2)	(116.6)	<b>流动负债</b>	<b>857.1</b>	<b>822.6</b>	<b>863.4</b>	<b>894.3</b>
少数股东损益	(21.9)	(19.3)	(28.0)	(32.3)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>优先股股息前净利润</b>	<b>350.2</b>	<b>297.1</b>	<b>432.8</b>	<b>498.7</b>	其它长期负债	0.1	0.1	0.1	0.1
优先股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>非经常性项目前净利润</b>	<b>350.2</b>	<b>297.1</b>	<b>432.8</b>	<b>498.7</b>	<b>负债合计</b>	<b>857.2</b>	<b>822.6</b>	<b>863.5</b>	<b>894.4</b>
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>优先股</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>净利润</b>	<b>350.2</b>	<b>297.1</b>	<b>432.8</b>	<b>498.7</b>	<b>普通股权益</b>	<b>2,970.8</b>	<b>3,190.7</b>	<b>3,534.4</b>	<b>3,903.3</b>
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.68	0.58	0.84	0.97	少数股东权益	113.2	132.4	160.5	192.8
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.68	0.58	0.84	0.97	<b>负债及股东权益合计</b>	<b>3,941.2</b>	<b>4,145.7</b>	<b>4,558.4</b>	<b>4,990.4</b>
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.68	0.58	0.84	0.97	<b>每股净资产(Rmb)</b>	<b>5.77</b>	<b>6.20</b>	<b>6.87</b>	<b>7.59</b>
每股股息(Rmb)	0.15	0.17	0.25	0.29					
股息支付率(%)	22.0	30.0	30.0	30.0					
自由现金流收益率(%)	1.1	3.0	2.3	2.9					
<b>增长率和利润率(%)</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>比率</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>
主营业务收入增长率	(26.8)	(15.6)	23.1	14.7	CROCI (%)	12.9	12.0	13.1	14.1
EBITDA增长率	(43.2)	(15.7)	57.5	17.6	净资产回报率(%)	12.2	9.6	12.9	13.4
EBIT增长率	(49.6)	(17.0)	72.1	20.2	总资产回报率(%)	8.8	7.3	9.9	10.4
净利润增长率	(22.2)	(15.2)	45.7	15.2	平均运用资本回报率(%)	17.0	13.5	18.8	20.0
每股盈利增长	(22.2)	(15.2)	45.7	15.2	存货周转天数	112.4	109.6	91.4	93.9
毛利率	37.4	36.9	38.1	39.0	应收账款周转天数	69.4	66.8	54.8	56.2
EBITDA利润率	17.6	17.6	22.5	23.0	应付账款周转天数	81.8	68.1	57.2	59.1
EBIT利润率	13.5	13.3	18.6	19.5	净负债/股东权益(%)	(21.1)	(27.9)	(30.1)	(32.3)
					EBIT利息保障倍数(X)	36.0	18.8	43.5	67.8
<b>现金流量表(Rmb mn)</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>估值</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>
优先股股息前净利润	350.2	297.1	432.8	498.7	基本市盈率(X)	23.3	39.0	26.8	23.2
折旧及摊销	86.8	76.8	86.0	90.2	市净率(X)	2.7	3.6	3.3	3.0
少数股东权益	21.9	19.3	28.0	32.3	EV/EBITDA(X)	20.3	34.0	21.3	17.8
运营资本增减	(170.3)	77.1	(83.1)	(71.6)	企业价值/总投资现金(X)	2.2	3.1	2.8	2.6
其它	(48.6)	9.7	(81.3)	(81.3)	股息收益率(%)	0.9	0.8	1.1	1.3
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>240.0</b>	<b>479.9</b>	<b>382.6</b>	<b>468.3</b>					
资本开支	(152.4)	(126.3)	(111.0)	(127.3)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	4,183.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(4,430.4)	0.0	0.0	0.0					
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(399.7)</b>	<b>(126.3)</b>	<b>(111.0)</b>	<b>(127.3)</b>					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(154.3)	(77.2)	(89.1)	(129.8)					
借款增减	182.7	0.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(132.7)	0.0	0.0	0.0					
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(104.3)</b>	<b>(77.2)</b>	<b>(89.1)</b>	<b>(129.8)</b>					
<b>总现金流</b>	<b>(264.1)</b>	<b>276.4</b>	<b>182.5</b>	<b>211.2</b>					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

## 对此报告有贡献的人员

张富盛

jefferson.zhang@ghsl.cn

韩永, CFA

yong.han@ghsl.cn

# 目录

公司简介： 稀土永磁材料龙头企业	3
股权激励有望推动公司长期持续发展	7
参股上海电驱动，分享新能源汽车发展盛宴	8
估值： 风险回报具有吸引力； 强力买入	9
风险： 价格持续低迷、 竞争加剧	10
信息披露附录	11

股价截止至 2015 年 2 月 27 日。

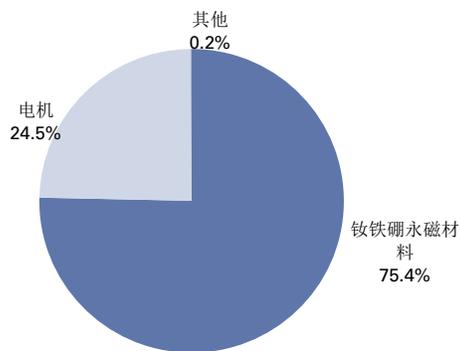
## 公司简介： 稀土永磁材料龙头企业

宁波韵升成立于 1994 年，2000 年在上海证券交易所挂牌上市，实际控制股东为韵升控股集团（33.98%）。公司以钕铁硼永磁材料为核心业务，具备年产 5,500 吨烧结钕铁硼和 250 吨粘结钕铁硼的生产能力（产能仅次于日立金属和中科三环名列全球第三），是国内钕铁硼永磁材料的龙头企业。

宁波韵升是最早一批得到日立金属授权出口钕铁硼永磁材料的企业（其它四家企业为中科三环、北京京磁、银钠金科和安泰科技），公司产品得到了海外市场的高度认可，2013 年出口业务占比达到 72%。

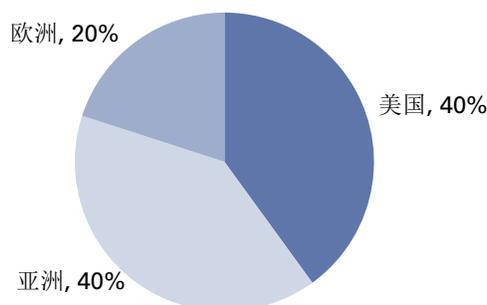
**图表1: 钕铁硼永磁材料贡献了主要收入**

宁波韵升 2013 年收入拆分



资料来源： 公司数据， 高华证券研究

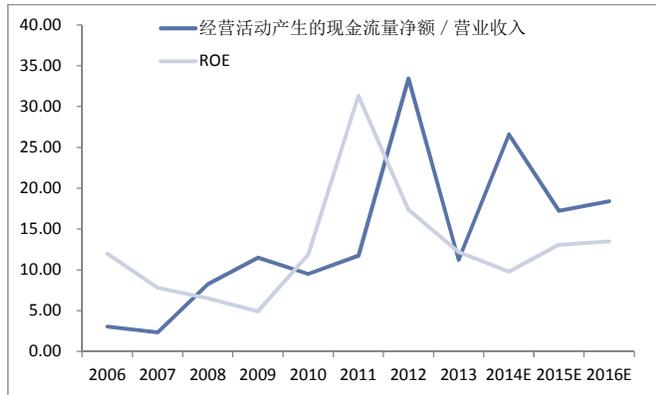
**图表2: 公司 2013 年产品出口按国别比例**



资料来源： 公司数据

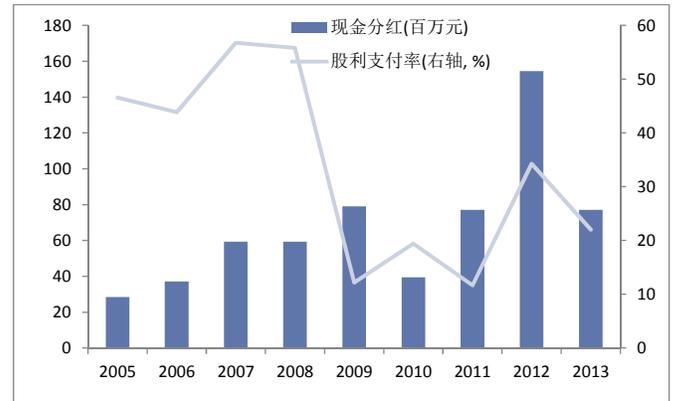
公司经营状况良好，上市以来平均 ROE 达到 14%，经营活动产生的现金流量净额均为正值，占营业收入比例达到 10.2%。公司截至 2014 年 9 月 30 日的资产负债率为 16.8%。过去 10 年实现累计现金分红 6.7 亿元，平均股息支付率 40%。

**图表3: 我们预计 2015-16 年 ROE 将回到历史平均水平**  
经营性现金流/收入和 ROE (%)



资料来源: 万得、公司数据、高华证券研究

**图表4: 过去 10 年平均股息支付率达到 40%**  
宁波韵升现金分红 (人民币百万元) 及股息支付率



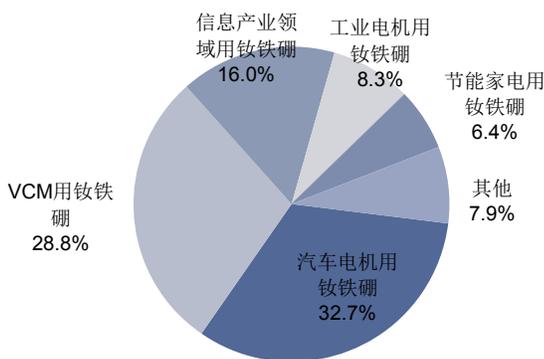
资料来源: 万得、公司数据

## 稀土永磁业务盈利可能迎来拐点

### 稀土永磁材料是公司的核心业务

公司稀土永磁材料包括烧结钕铁硼和粘结钕铁硼产品, 2013 年销售收入占比 75% 以上, 是公司主营业务收入的主要来源。下属主要钕铁硼永磁材料的生产企业包括宁波韵升强磁材料有限公司、宁波韵升磁体元件技术有限公司、包头韵升强磁材料有限公司和宁波韵升高科磁业有限公司。公司钕铁硼永磁材料主要应用于电子信息 (包括主要用于硬盘的 VCM), 汽车 (包括新能源汽车), 工业电机和节能家电等产业, 其中电子信息领域占比超过 40% (2014 年)。

**图表5: 公司钕铁硼产品下游需求应用划分 (2013 年)**



资料来源: 公司数据

**图表6: 公司钕铁硼产品销售预测**

吨	2013	2014E	2015E	2016E
汽车电机用钕铁硼	1,000	1,100	1,320	1,452
VCM用钕铁硼	900	900	1,080	1,188
信息产业领域用钕铁	500	550	660	726
工业电机用钕铁硼	260	300	360	396
节能家电用钕铁硼	200	220	264	290
其他	250	300	360	360
<b>钕铁硼产量合计</b>	<b>3,110</b>	<b>3,370</b>	<b>4,044</b>	<b>4,412</b>
产量增速 %	-11%	8%	20%	9%

资料来源: 公司数据、高华证券研究

公司截至 2013 年具备年产 5,500 吨烧结钕铁硼和 250 吨粘结钕铁硼的生产能力, 为了应对下游新能源汽车及风电等行业快速的需求增长, 公司积极新建钕铁硼产能, 主要包括钕铁硼前道 2000 吨的扩产项目和钕铁硼永磁材料 1500 吨项目, 公司预计两个项目将于 2015 年正式投产。因此, 我们认为公司 2015/2016 年产品销售将快速增长 20% 和 9%。

**图表7: 公司的钕铁硼在建项目**

公司钕铁硼产能在 2015 将达到 6,500 吨

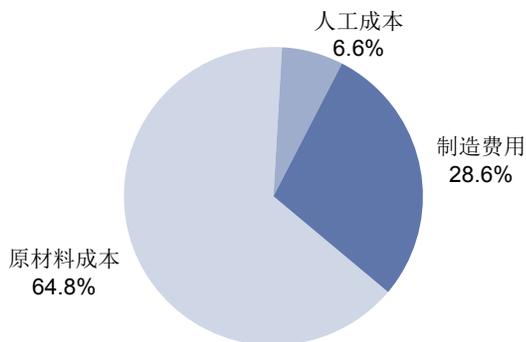
项目	项目主体	产能	计划总投资	投产时间
钕铁硼前道扩产项目	宁波韵升特种金属材料有限公司	2,000	26,000	2015
磁性材料生产项目	宁波韵升永磁电机有限公司	1,500	16,000	2015

资料来源: 公司数据

**产品定价模式: 维持毛利率基本稳定**

公司钕铁硼产品主要定位中高端, 大部分为与下游客户合作开发的定制性产品, 因此客户粘性较高, 公司在定价中也具有较高的议价能力。而钕铁硼永磁材料生产的主要原材料为稀土 (占成本的比例在 60% 以上), 为了抑制稀土价格的大幅波动, 以及维持下游客户的稳定, 钕铁硼行业的主要定价模式为维持毛利率基本稳定-钕铁硼产品价格保持与稀土价格联动。

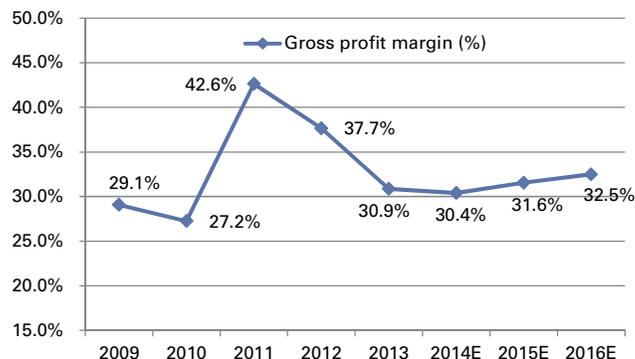
**图表8: 稀土等原材料成本占公司钕铁硼产品成本比例约 65% (2013 年)**



资料来源: 公司数据

**图表9: 公司毛利率基本维持在 30% 左右**

注: 2011 年毛利率高主要受益库存因素和价格上涨



资料来源: 公司数据、高华证券研究

**钕铁硼企业是稀土行业整合的受益者**

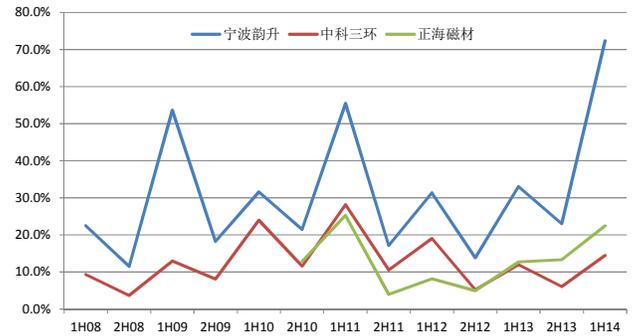
由于我们预计 2015 年稀土行业整合的加速将推动稀土价格反弹, 而基于钕铁硼价格与稀土价格的联动性, 我们认为公司钕铁硼价格在 2015 年也有望反弹。此外, 由于钕铁硼永磁材料是稀土需求的主要来源 (2014 年占 1/3 左右), 钕铁硼企业在稀土需求和价格判断中更有优势, 因此可以通过库存来缓解稀土价格波动的影响: 在稀土价格底部多采购库存, 而在稀土下行通道中维持必要的原材料采购量 (2-3 个月)。公司截至 2014 年上半年末原材料存货占收入的 72%, 因此我们认为稀土价格的上涨同样能使公司受益。

图表10: 我们认为稀土价格会随着行业整合触底回升



资料来源: 亚洲金属网, ACREI, 中国稀土协会

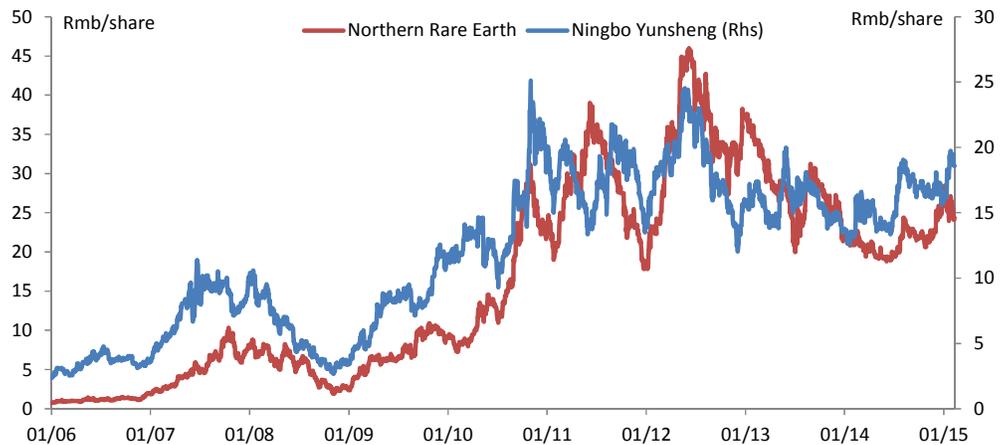
图表11: 截至 2014 年上半年宁波韵升的原材料库存占销售收入的比例最高



资料来源: 万得, 公司数据

从过去几年稀土永磁材料和稀土资源股票的表现比较中也可以看出, 两者具有较高的一致性, 说明市场同样把钕铁硼企业看作是稀土行业整合和稀土价格反弹的受益者。

图表12: 钕铁硼永磁材料企业与稀土资源公司股价表现高度一致

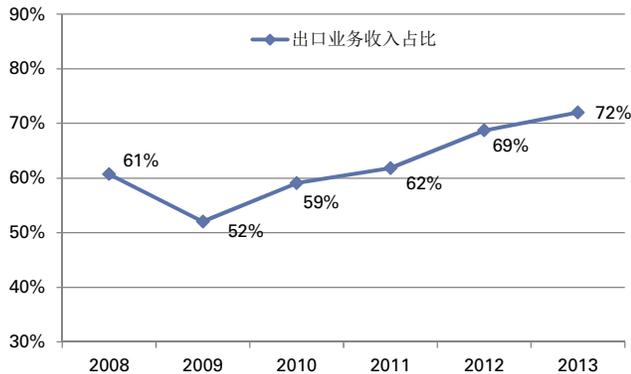


资料来源: 彭博

**出口业务将会复苏。**我们经济学家预计 2015 年发达国家的经济有望继续复苏, 因此出口有望拉动钕铁硼产品需求。公司产品出口比例在 60% 以上, 在海外有良好的口碑, 主要出口地区包括美国和欧洲, 因此我们认为海外经济的复苏将增加公司产品销量, 我们预计 2015 年钕铁硼销量相比 2014 年增长 20%。

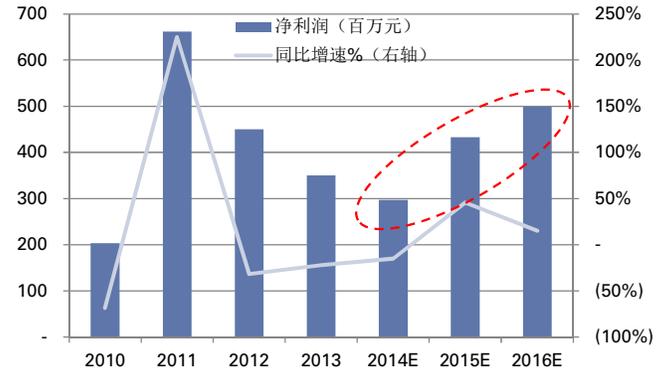
总体来说, 我们预计公司在经历了 2012-2014 年净利润的持续下降之后, 2015 年随着钕铁硼产品价格反弹以及产能提升, 净利润将迎来拐点。我们预计公司 2015/16 年净利润将分别同比增长 46% 和 15%; 公司 ROE 也将持续改善至我们覆盖范围的前 1/4。

图表13: 公司过去5年出口业务收入占比50%以上



资料来源: 公司数据

图表14: 我们认为公司净利润将在2015年迎来拐点



资料来源: 公司数据, 高华证券研究

## 股权激励有望推动公司长期持续发展

公司于2015年1月9日推出一项涉及2,200万股限制性股票的股权激励计划草案(占当前总股本的4.28%),激励对象包括公司管理层、核心销售人员及技术人员等共计156人(占公司2013年员工数的5%)。计划授予的限制性股票价格为8.43元/股,在授予日起12/24/36个月后分30%、30%和40%三期解锁,解锁条件:以2014年净利润为基数,2015-2017年净利润增速分别不低于40%、50%和60%,且每年净资产收益率不得低于9%。

我们认为该股权激励方案将调动公司管理层及核心员工积极性,推动公司长期持续发展。股权激励方案的一个解锁条件是公司2015年净利润较2014年增速不低于40%,该增速高于万得市场一致预期的20%。我们预计公司2015年净利润将增长46%,并认为公司将主要通过开拓钕铁硼产品销售渠道及控制生产成本来实现该目标。

图表15: 宁波韵升股权激励方案解锁条件

解锁安排	解锁时间	解锁业绩条件	解锁比例
第一次解锁	自授予日起12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日止	以2014年净利润为基数,2015年净利润增长率不低于40%,且净资产收益率不得低于9%。	30%
第二次解锁	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日止	以2014年净利润为基数,2016年净利润增长率不低于50%,且净资产收益率不得低于9%。	30%
第三次解锁	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日止	以2014年净利润为基数,2017年净利润增长率不低于60%,且净资产收益率不得低于9%。	40%

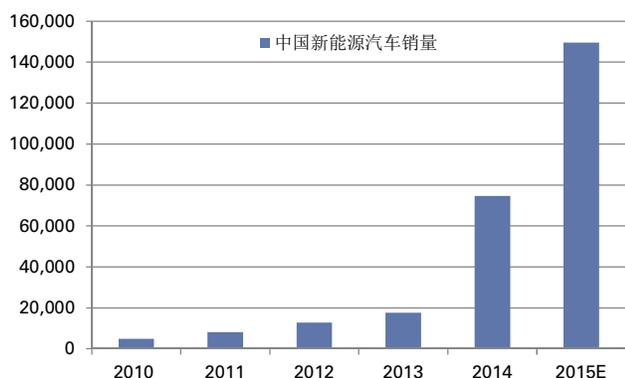
资料来源: 公司数据

## 参股上海电驱动，分享新能源汽车发展盛宴

宁波韵升于2008年联合上海安乃达驱动技术有限公司、北京中科易能新技术有限公司共同设立上海电驱动股份有限公司（简称“上海电驱动”），当前公司持股比例为26.5%。上海电驱动已发展成为中国新能源汽车电机及电控产品研发、制造业的龙头企业，占国内市场份额的30%左右，主要客户包括宇通客车、中通客车、上汽、东风和奇瑞等国内主要新能源汽车生产商。

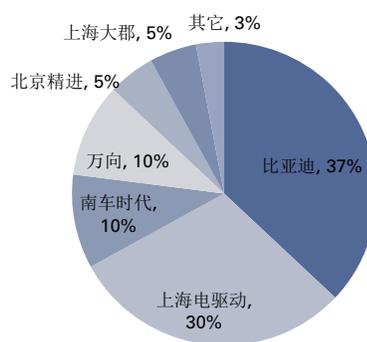
图表16: 中国新能源汽车销量

辆/年



资料来源: 万得、国家统计局

图表17: 2014年中国主要新能源汽车驱动电机市场份额



资料来源: 公司数据、高华证券研究

2014年上半年上海电驱动实现营业收入2.63亿元，净利润4,930万元；我们预计2014年公司净利润将达到1.2亿元（中国2H14新能源汽车相比1H14增长2倍）。新能源汽车是中国政府主要推动发展的新兴产业，规划在2015年实现累计销量50万辆，2020年累计销量达到200万辆。我们认为上海电驱动将在新能源汽车发展中实现快速成长，公司已计划IPO，如果上市成功，上海电驱动的业务发展和估值有望巩固，对于宁波韵升的股价也将是一个催化剂。

图表18: 上海电驱动带来的投资收益可能提升公司盈利预期

百万元	1H14	2014E	2015E		
			增长50%	增长100%	增长150%
上海电驱动净利润	49.30	120	180	240	300
持股比例 (%)	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
宁波韵升投资收益	13.0	31.8	47.6	63.5	79.4
宁波韵升净利润	142.8	297.1	432.8	432.8	432.8
投资收益占比 (%)	9%	11%	11%	15%	18%

资料来源: 公司数据、高华证券研究

## 估值：风险回报具有吸引力；强力买入

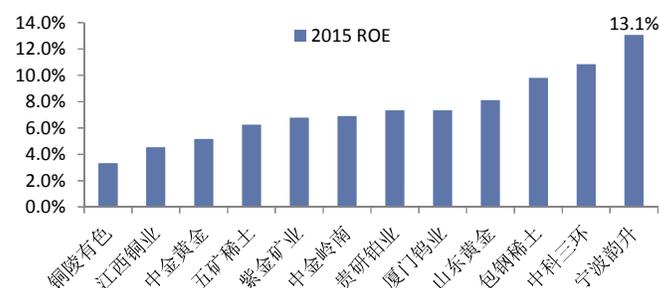
我们预计宁波韵升 2015-16 年 ROE 将持续改善至我们覆盖范围的第一四分位，回到与其历史周期平均 14% 相当的水平；此外，公司现金投资回报率（CROCI）也将进一步改善，2016 年达到第一四分位。

图表19: 宁波韵升 CROCI 和 ROE 将逐步改善至第一四分位

Company name	CROCI 2011	CROCI 2012	CROCI 2013	CROCI 2014	CROCI 2015E	CROCI 2016E	Avg ROE 2015-16E
000970.SZ 中科三环	36.2%	40.9%	21.6%	16.7%	18.4%	20.0%	19.2%
000831.SZ 五矿稀土	38.0%	17.9%	16.2%	-1.5%	10.3%	10.6%	10.4%
600366.SS 宁波韵升	31.3%	18.2%	12.9%	12.0%	13.1%	14.1%	13.6%
600111.SS 北方稀土	87.6%	25.1%	8.1%	10.7%	10.9%	10.8%	10.9%
600547.SS 山东黄金	22.8%	23.8%	9.5%	12.5%	12.2%	10.3%	11.2%
600459.SS 贵研铂业	13.4%	10.5%	8.0%	7.2%	8.4%	10.6%	9.5%
000630.SZ 铜陵有色	12.2%	8.7%	5.2%	4.2%	4.1%	4.0%	4.1%
600549.SS 厦门钨业	10.2%	25.8%	23.4%	12.7%	13.1%	12.6%	12.9%
600489.SS 中金黄金	23.8%	16.3%	9.4%	9.0%	10.1%	9.3%	9.7%
000060.SZ 中金岭南	21.0%	10.1%	12.3%	8.5%	8.2%	8.4%	8.3%

资料来源：公司数据、高华证券研究

图表20: 宁波韵升 2015 年 ROE 领先行业



资料来源：高华证券研究

公司当前 2015 年 PB vs. ROE 相比行业平均的折价率达到 42%，该折价明显高于公司历史平均的折价率 20%。我们认为 2015-16 年随着盈利能力的提升，其相对行业的折价有望逐步减少到历史平均水平。由此我们计算出公司的 12 个月目标价 27.36 元。

图表21: 我们用 PB vs ROE 计算得出宁波韵升 12 个月目标价

宁波韵升	
有色金属行业历史周期PB vs. ROE平均倍数	36x
预测公司PB vs. ROE相对行业溢价/折价	-20%
历史PB vs. ROE平均溢价/折价	-20%
2015年公司溢价/折价率	-42%
理由	与历史周期均值一致
经溢价/折价调整后的公司PB vs. ROE倍数	29x
2015-2016 average ROE	13.1%
<b>目标PB</b>	<b>3.8x</b>
-1 标准差	1.7x
+1 标准差	3.5x
周期平均市净率	2.6x
2015-2016 平均BVPS	7.23
<b>12个月目标价</b>	<b>27.36</b>
投资评级	Buy *
潜在上涨空间(%)	26.4%
当前股价(2015/2/27)	21.64

资料来源：高华证券研究

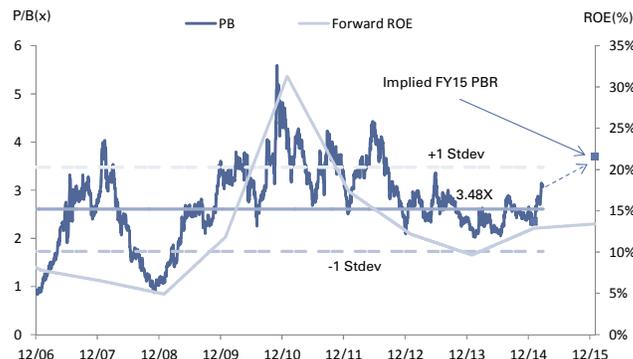
公司 PE 水平也处于行业最低水平，2015 年 PE 为 25.7 倍，位于其历史周期中值水平，但显著低于行业当前平均的 44.4 倍。

图表22: 宁波韵升 P/E 走势图



资料来源: 公司数据、彭博

图表23: 宁波韵升 P/B 走势图



资料来源: 公司数据、彭博、高华证券研究

## 风险：价格持续低迷、竞争加剧

尽管稀土价格已跌破一些稀土生产商的成本价（五矿稀土和厦门钨业 2014 年稀土业务出现亏损），中国政府也在不断的推进稀土行业整合，但是总体来说稀土需求仍疲软，社会库存仍高企，可能制约稀土及钕铁硼产品价格的反弹空间。

公司是中国最早拿到日立金属专利授权，从而允许出口钕铁硼产品的五家企业之一。但 2013 年日立金属又与正海磁材、安徽大地熊及宁波金鸡强磁有限公司签署了和解协议，允许这三家企业出口钕铁硼产品。我们认为钕铁硼出口企业的增加将使海外市场竞争更加激烈，从而影响宁波韵升出口业务的盈利能力。

## 信息披露附录

### 申明

我们，张富盛、韩永, CFA, 在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

### Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

### GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

### 信息披露

#### 相关的股票研究范围

张富盛：亚洲商品企业。韩永, CFA：中国工业、亚洲能源行业。

亚洲商品企业：ACC、中国铝业(A)、中国铝业(H)、Ambuja Cements、鞍钢(A)、鞍钢(H)、海螺水泥(A)、海螺水泥(H)、Banpu Public Company、宝钢、金隅股份(A)、金隅股份(H)、中钢三环、中煤能源、中煤能源(H)、海螺创业、五矿稀土、洛阳钼业、中国建材、华润水泥、山水水泥、中国神华(A)、中国神华(H)、Coal India Ltd.、东鹏控股、Grasim Industries、Hindalco Industries、江西铜业(A)、江西铜业(H)、Korea Zinc、马钢(A)、马钢(H)、Mongolian Mining Corp.、宁波韵升、北方稀土、PT Adaro Energy Tbk、PT Indo Tambangraya Megah、PT Tambang Batubara Bukit Asam、Sesa Sterlite Ltd、山东黄金、首钢资源、Shree Cement Ltd、贵研铂业、铜陵有色、Ultratech Cement、厦门钨业、兖州煤业(A)、兖州煤业(H)、招金矿业、中金黄金、中金岭南、紫金矿业(A)、紫金矿业(H)。

亚洲能源行业：盘江股份、冀中能源、平煤股份、兰花科创、潞安环能、西山煤电、阳泉煤业、伊泰 B 股。

中国工业：北控水务、碧水源、万邦达、光大国际、东江环保(A)、东江环保(H)、瀚蓝环境、桑德环境、创业环保(A)、创业环保(H)、津膜科技。

#### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：宁波韵升 (Rmb22.51)

#### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报**：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级**：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR)**：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

#### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购股票要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

**北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 年**

**未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。**