

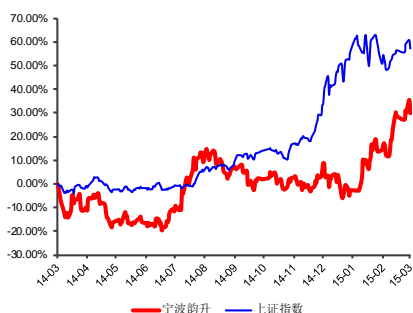
## 有色金属

2015年3月4日

### ——宁波韵升（600366.SH）深度报告

**评级：强烈推荐（维持）**

#### 52周走势



#### 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。

- **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就会产生万吨级别的需求，是最大的增长领域。
- **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。**稀土价格大幅下跌后在历史低位震荡，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永磁电机及电控产品龙头企业，研发实力在国内处于领先地位，市场占有率位居前列。上海电驱动14年收入有望达到6亿元。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。
- **维持“强烈推荐”评级，目标价格27元。**预计公司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46倍、32倍和25倍，相对可以公司，估值偏低，考虑股权激励给公司带来的积极预期，给予公司15年40倍PE，目标价27.2元。
- **风险因素：**(1)稀土价格持续低迷；(2)新能源汽车推广不达预期；(3)钕铁硼行业竞争加剧。

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

## 目 录

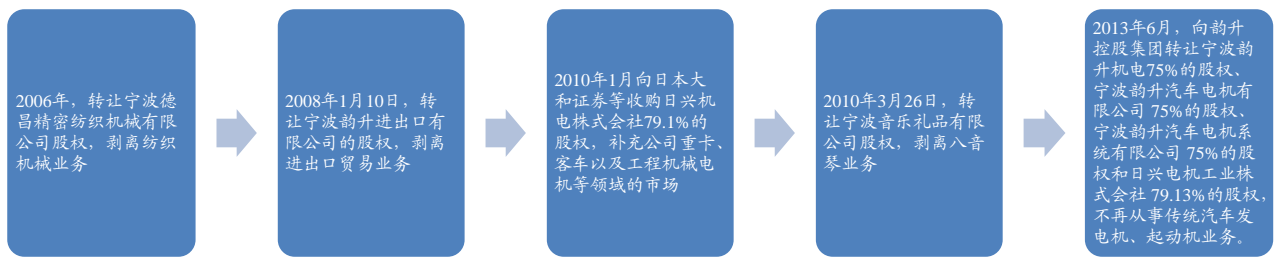
目 录 .....	2
1. 机电磁一体化领先企业 .....	4
2. 钕铁硼：新周期，新成长 .....	5
2.1 “磁中之王”，新领域拓展空间巨大 .....	5
2.2 宁波韵升以VCM、汽车用钕铁硼为主 .....	7
2.3 需求结构变化，节能与环保产业需求长期看好 .....	8
2.3.1 消费电子等传统应用逐渐萎缩 .....	8
2.3.2 以新能源汽车为代表的新领域正在崛起 .....	10
2.3.3 新领域需求未来三年增速在 20%左右 .....	17
2.4 供给结构性过剩，公司优势突出 .....	17
2.5 稀土行业周期底部，政策+需求共振 .....	20
3. 参股上海电驱动，股权收益巨大 .....	23
4. 股权激励落地，管理层动力充分 .....	24
5. 盈利预测 .....	25
6. 估值及投资建议 .....	26
7. 风险因素 .....	27

图表 1: 公司逐步剥离非核心业务, 实施战略聚焦.....	4
图表 2: 公司收入分布 (单位: 万元) .....	4
图表 3: 公司主营业务利润分布 (单位: 万元) .....	4
图表 2: 公司股权结构 .....	5
图表 5: 稀土永磁材料发展趋势 .....	6
图表 6: 钕铁硼和铁氧体永磁材料的性能比较 .....	6
图表 7: 钕铁硼行业上下游产业链 .....	7
图表 8: 世界钕铁硼的下游应用 .....	7
图表 9: 中国钕铁硼的下游应用 .....	7
图表 10: 公司钕铁硼磁材 2014 年下游行业应用分布 .....	8
图表 11: 全球固态硬盘出货量持续上升 .....	9
图表 12: 全球机械式硬盘出货量将持续下滑 .....	9
图表 12: 手机销量在智能手机带动下持续增长 .....	10
图表 14: 传统液压式主力转向系统 .....	10
图表 15: 电动助力转向系统 .....	10
图表 16: 汽车 EPS 与机械液压阻力系统优缺点比较 .....	11
图表 17: 国内 EPS 需求保持高速增长 .....	11
图表 18: 定频与变频空调主要特性的比较 .....	12
图表 19: 国内空调产量及增速 .....	13
图表 20: 2008-2014 冷年变频空调市场占有率 (以销量计) .....	13
图表 21: 全球及中国风力发电市场新增装机容量预测 .....	14
图表 22: 中国电梯产量、增速及房地产新开工面积增速 .....	15
图表 23: 四种电机性能对比 .....	16
图表 24: 中国新能源汽车产量预测 .....	16
图表 25: 汽车用典型微特电机举例 .....	17
图表 26: 新领域对钕铁硼永磁材料的需求测算 .....	17
图表 27: 中国钕铁硼产能迅速扩张 .....	18
图表 28: 全球钕铁硼产量分布 .....	18
图表 29: 钕铁硼行业企业规模统计 .....	18
图表 30: 上市公司钕铁硼产能统计 (吨) .....	18
图表 31: 宁波韵升钕铁硼毛利率在同行业上市公司处于最高水平 .....	19
图表 32: 中国 8 家获得日立专利授权的公司 .....	20
图表 33: 2013 年钕铁硼行业上市公司海外收入占比情况 .....	20
图表 34: 近年来国家出台的稀土行业政策一览 .....	21
图表 35: 钕铁硼原材料成本构成 .....	22
图表 36: 烧结钕铁硼产量及增速 .....	22
图表 37: 公司毛利率与氧化钕价格相关程度较高 .....	23
图表 38: 上海电驱动收入和净利润情况 .....	24
图表 39: 公司股权激励业绩激励条件 .....	24
图表 40: 公司分下游应用销售预测 (单位: 万元) .....	25
图表 41: 公司损益表预测结果 .....	26
图表 42: 可比公估值对比 (以 3 月 2 日收盘价计) .....	27

## 1. 机电磁一体化领先企业

国内机电磁一体化领先企业。宁波韵升成立于1994年，并于2000年上市。公司最早从事八音琴、电机、纺织机械制造以及进出口贸易等业务。而后公司跟随者中国经济的转型方向，逐渐剥离了其他业务，聚焦于机电磁一体化领域。

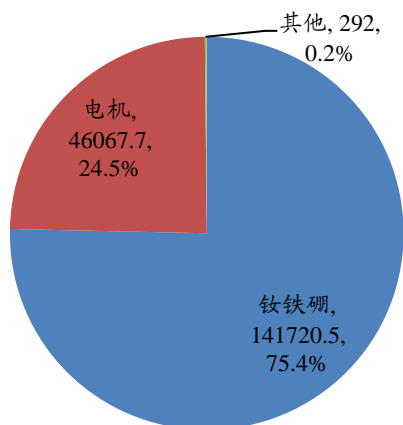
图表 1: 公司逐步剥离非核心业务，实施战略聚焦



数据来源：公司公告 国联证券研究所

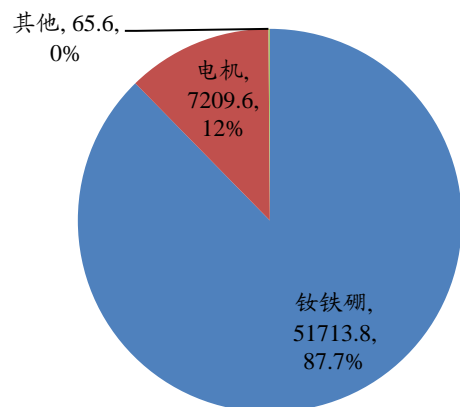
**聚焦钕铁硼磁性材料和电机两大主业。**目前公司主营业务以钕铁硼材料为主，收入占比75%，利润占比接近88%。钕铁硼材料方面，公司是国内较早进入钕铁硼永磁材料生产的企业之一，目前公司有钕铁硼生产能力7000吨左右，是国内第二大钕铁硼永磁材料生产商。电机领域，公司以铁氧体永磁汽车电机产品为主，定位汽车返修领域。同时，公司积极开发新能源用永磁电机、工缝伺服电机等新产品。我们认为节能与新能源产品大发展将给公司带来新的发展机遇，公司成长空间还很大。

图表 2: 公司收入分布 (单位: 万元)



数据来源：公司年报 国联证券研究所

图表 3: 公司主营业务利润分布 (单位: 万元)

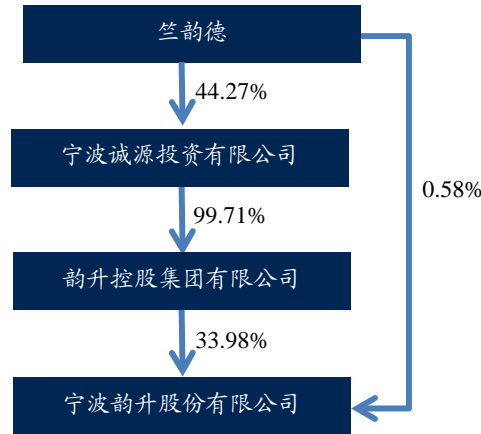


数据来源：公司年报 国联证券研究所

公司实际控制人为竺韵德。公司实际控制人竺韵德先生是鲜明的技术派创始人，多年来带领公司突破了一个个技术垄断领域。从八音琴到稀土永磁材料，

再到伺服控制系统、新能源汽车驱动电机，公司在做精做强原有产业的同时，不断开拓新的领地。

图表 4: 公司股权结构



数据来源：公司公告 国联证券研究所

## 2. 钕铁硼：新周期，新成长

钕铁硼（NdFeB）磁性材料是钕、氧化铁等的合金，由钕、铁、硼、镧、铈、铀、铜等元素组成，又称磁钢，具有体积小、重量轻、磁能积和矫顽力高等优点，被广泛应用于电声、交通、机械、医疗、家电等各个领域。

### 2.1 “磁中之王”，新领域拓展空间巨大

自19世纪奥斯特和法拉第发现电磁感应现象后，人们对磁的研究不断深入，磁性材料也得以不断发展演变，被广泛使用在电子、电力、信息、自动化、机电一体化等行业中，从而成为现代人们生产生活中的一种基础性功能材料。

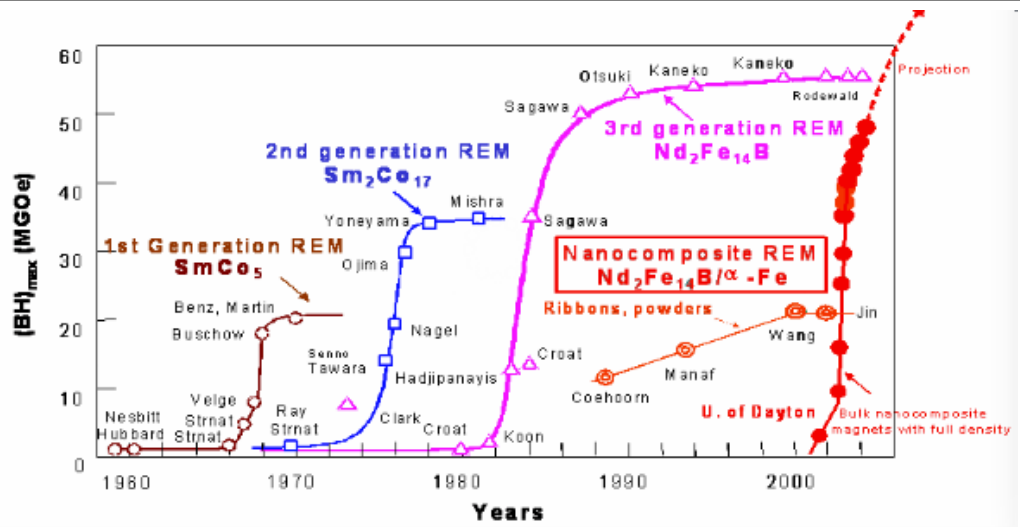
磁性材料根据按磁化后去磁的难易主要分为两大类，一类是软磁性材料，一类是永磁材料（也叫硬磁）。软磁性材料的剩磁弱，而且容易去磁，主要功能是导磁、电磁能量的转换与传输，适用于需要反复磁化的场合，可以用来制造半导体收音机的天线磁棒、录音机的磁头、电子计算机中的记忆元件，以及变压器、交流发电机、电磁铁和各种高频元件的铁芯等。硬磁性材料的剩磁强，而且不易退磁，适合制成永磁铁，应用在磁电式仪表、扬声器、话筒、永磁电机等电器设备中。

稀土永磁材料是永磁材料中最具活力的分支。永磁材料分为合金永磁材料和铁氧永磁材料，其中合金永磁材料中以稀土永磁材料为主。目前铁氧体永磁因成本低廉、性能较好是在中低端领域使用最广泛的永磁材料，目前铁氧体永磁材料的年产量在100万吨左右。但稀土永磁材料的产值已经高于铁氧体永磁材

料。稀土永磁材料正因其优异的磁性能而在新兴领域获得越来越广泛的应用。

钕铁硼是第三代稀土永磁材料的核心，被称为“磁中之王”。稀土永磁材料发展到现在已经到了第四代，但第四代稀土永磁材料还未大规模商业化应用。钕铁硼仍然是目前稀土永磁材料的核心，因其优异的磁性能而被称为“磁中之王”。

图表 5: 稀土永磁材料发展趋势



数据来源：国联证券研究所

钕铁硼磁性材料的最大特点是较高的磁能积、剩磁和矫顽力。相比与铁氧永磁体，钕铁硼材料的磁能积高10倍左右，矫顽力高6-8倍左右，因此钕铁硼材料满足了永磁器件向小型化、轻量化发展的趋势，提高了产品的性能。

图表 6: 钕铁硼和铁氧体永磁材料的性能比较

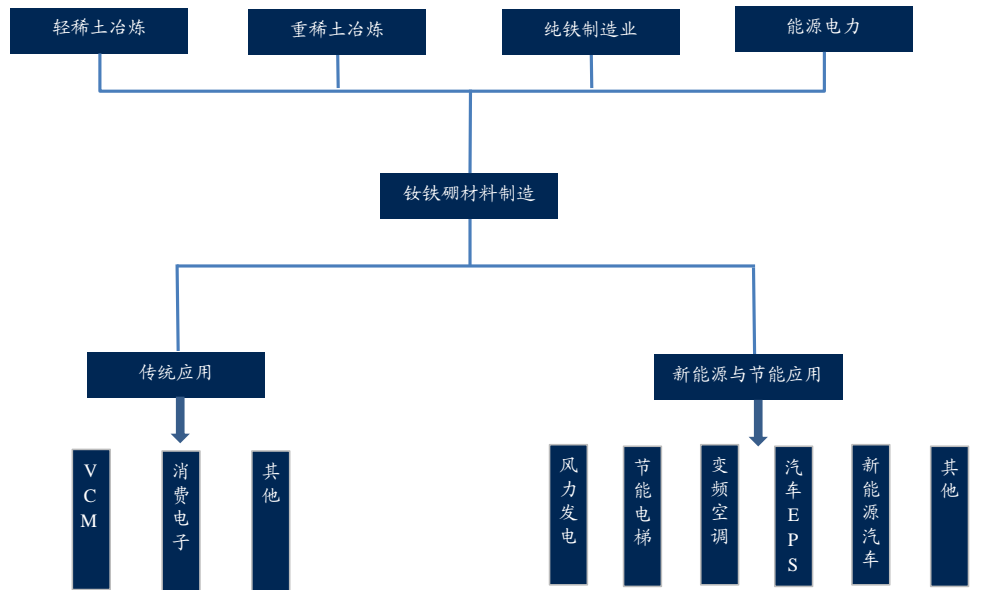
项目	单位	钕铁硼永磁体	铁氧体永磁
价格	同磁能比较	高	低
体积	同磁能比较	1X	12X
磁能积	KJ/m <sup>3</sup>	295	30
矫顽力	KA/m	1900	275
最高操作温度	摄氏度	160	250
稳定性		容易氧化（需做涂层保护）	稳定性高
腐蚀性		表面容易被腐蚀（涂层保护）	不易腐蚀

数据来源：国联证券研究所

新能源及节能领域对高性能钕铁硼材料需求暴增是行业未来最大成长逻辑。钕铁硼按照下游应用领域来看，可以分为传统领域和新兴领域。传统领域的需求包括消费电子产品、VCM等。新兴领域包括新能源汽车、节能电梯、风力发电、变频空调、汽车电子转向系统（EPS）等，其中新能源汽车的长期空间最大，正在受到行业内的广泛关注，成为未来钕铁硼行业需求持续成长的最大

看点。

图表 7: 钕铁硼行业上下游产业链

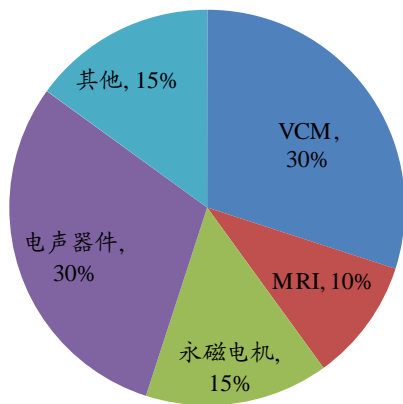


数据来源: 国联证券研究所

## 2.2 宁波韵升以 VCM、汽车用钕铁硼为主

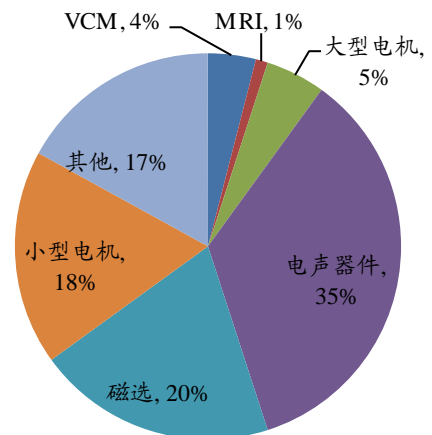
国外钕铁硼的下游应用主要在VCM、永磁电机、MRI（核磁共振成像）等高端领域。而国内应用仍然以大量中低端的电声器件、磁选等为主，但随着国内企业在工艺技术领域的进步，以中科三环、宁波韵升等为代表的国内钕铁硼企业已经在VCM、永磁电机、MRI、汽车用钕铁硼方面取得了突破，主导企业目前的钕铁硼产品结构大部分以中高端产品为主。

图表 8: 世界钕铁硼的下游应用



数据来源: 钢铁研究总院 国联证券研究所

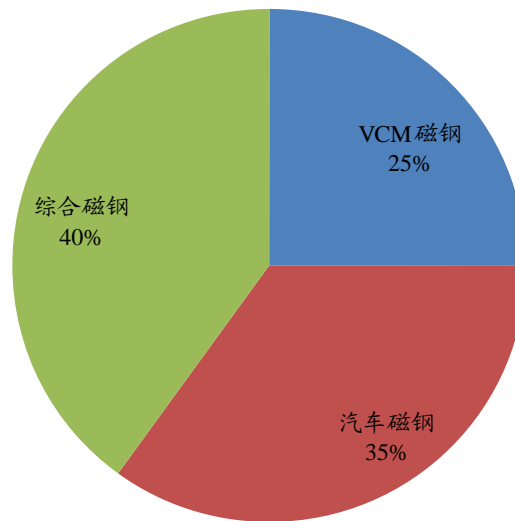
图表 9: 中国钕铁硼的下游应用



数据来源: 钢铁研究总院 国联证券研究所

根据我们调研的结果，2014年宁波韵升钕铁硼下游行业销售比例为VCM占20-25%、汽车磁钢占35%、风力发电机、空调等其他综合磁钢占40%。

图表 10: 公司钕铁硼磁材 2014 年下游行业应用分布



数据来源: 国联证券研究所

## 2.3 需求结构变化, 节能与环保产业需求长期看好

### 2.3.1 消费电子等传统应用逐渐萎缩

#### (1) VCM: 受固态硬盘替代影响机械硬盘出货量将持续下滑

VCM, 又称为音圈电机, 是一种将电能转化为机械能, 实现直线型及有限摆角的运动的装置, 主要应用在医疗、半导体、航空等领域, 其中尤其以硬盘领域的占比最大。VCM应用了永磁体与线圈通电后产生的磁场相互作用力, 钕铁硼用于永磁体的制造。

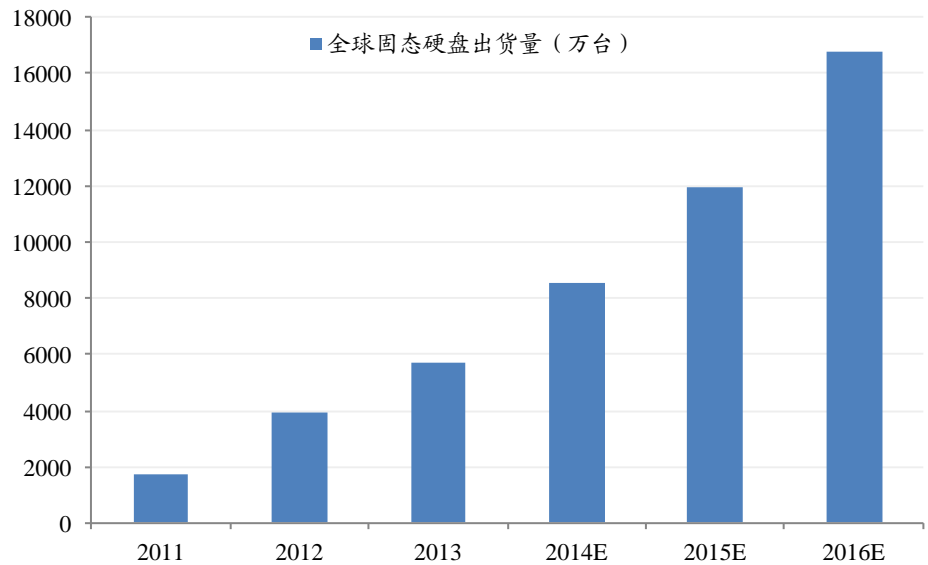
2013年全球硬盘出货量为4.444亿台, 同比下降7%, 出货量已经连续3年下滑。我们认为机械式硬盘出货量下滑主要原因有两点:

一是全球PC行业受智能手机和平板电脑冲击较大, 出货量下滑。2013年全年全球PC出货量为3.159亿台, 同比下降10%, 创有史以来最大跌幅。同期全球智能手机出货量首次突破10亿部, 达到10.04亿部, 较2012年同期增长38.4%, 平板电脑出货量2.18亿台, 同比增长50%。智能手机和平板电脑的强劲增长, 对PC形成一定替代。

二是固态硬盘的迅猛增长, 对机械式硬盘造成替代效应。固态硬盘是用固态电子存储芯片阵列而制成的硬盘, 具有读写速度快、轻便、防震抗摔、低功耗、无噪音、工作温度范围宽等优点。因价格较高, 目前使用仅在高端机型和平板电脑上。但随着价格的快速下降, 固态硬盘对机械式硬盘的冲击正在显现。



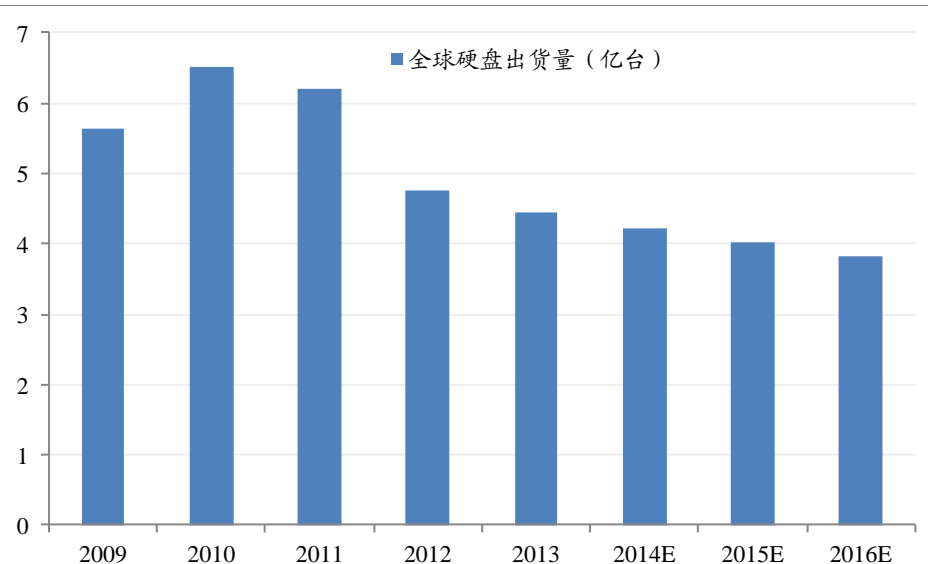
图表 11: 全球固态硬盘出货量持续上升



数据来源: IHS 国联证券研究所

我们预计未来3年硬盘出货量将持续下滑。展望未来,目前影响硬盘出货量的两大因素仍未有减弱的迹象,一方面移动互联网时代,智能手机和平板电脑的增长仍会持续,人们对PC的需求场合减少。另一方面,固态硬盘由于其诸多优点,价格也在快速下降,性价比优势正在体现,未来固态硬盘还会持续高速增长。我们预计未来三年硬盘出货量将继续下滑,年下滑速度在5%左右。

图表 12: 全球机械式硬盘出货量将持续下滑



数据来源: IHS 国联证券研究所

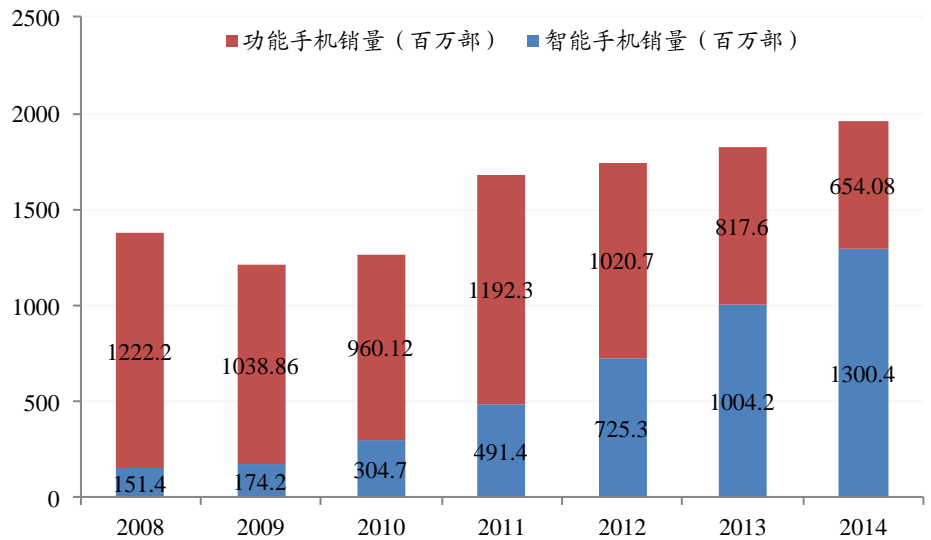
固态硬盘内部不存在任何机械活动部件,没有机械马达和风扇,因此也不需要永磁体,因而钕铁硼的这一主要市场正面临萎缩。

## (2) 手机: 增速平稳, 智能手机仍在高增长

钕铁硼在手机中主要用于声筒、喇叭等电声器件以及手机振动马达等微特电机等领域。

**手机销量将保持平稳。**受智能手机快速普及的带动，持续的换机潮使得全球手机出货量在近几年内保持了较高的成长速度。2013年智能手机出货量首次突破10亿部，并且首次超过功能型手机出货量。我们判断手机智能化浪潮还将持续，由于手机功能的转变，未来手机更新换代的速度将加快，因此整体手机销量将有望保持稳定增长，未来三年年均增速将在5%左右。

图表 13: 手机销量在智能手机带动下持续增长



数据来源: IDC 国联证券研究所

### 2.3.2 以新能源汽车为代表的新领域正在崛起

#### (1) 汽车 EPS: 替代加速, 空间巨大

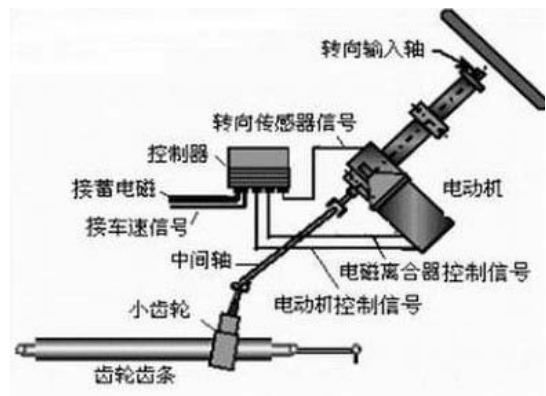
电动助力转向系统, 简称EPS (Electronic Power Steering), 利用电动机提供辅助扭矩实现转向, 是现代汽车转向系统的新一代应用成果。

图表 14: 传统液压式主力转向系统



数据来源: 百度图片 国联证券研究所

图表 15: 电动助力转向系统



数据来源: 百度图片 国联证券研究所

电动助力转向系统最早在80年代由日本铃木研发开发，经过30年的发展，目前EPS技术已经比较成熟。相比传统的机械液压式转向系统，EPS具有诸多优点，我们认为EPS符合未来汽车电子化的趋势，必然是未来汽车转向系统的发展趋势。

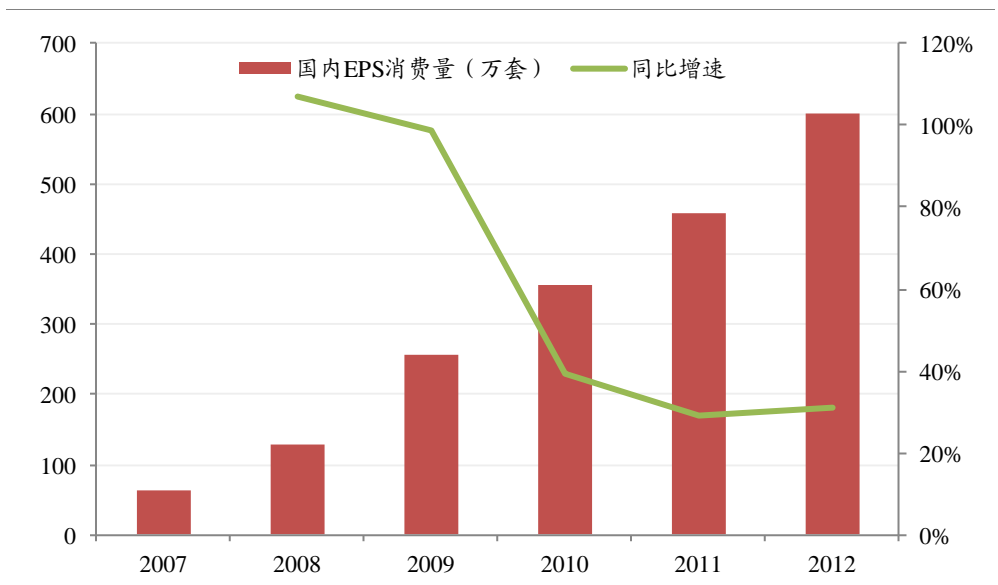
图表 16: 汽车 EPS 与机械液压阻力系统优缺点比较

	优点	缺点
电子助力转向系统	低速时提供大扭矩，转向轻便；高速增加阻尼，转向稳定、能耗少、成本低安装维护方便、没有油泵，低速工作使用寿命长，可靠性高、实施故障检测，并有离合器用于切断助力确保转向安全。	成本较高、结构复杂
液压动力转向系统	技术成熟、输出力大、适用范围广、手感柔和、路感稳定	系统结构复杂、安装复杂、技术要求高、需要定期更换液压油、高速高压工作噪音大、系统自重较大、消耗发动机功率大、低速转向不足高速汽车发飘

数据来源：百度文库 国联证券研究所

国内企业在EPS上的研发和生产均落后于发达国家，目前国内每年新销售汽车EPS的装配率在30%左右，与日本80%以上、欧美60%左右的装配率还有不小的差距。当前，国内装配EPS的大都局限于一些高档的轿车，普通轿车还未普及，但随着EPS的国产化加速，价格的下降，未来汽车EPS的渗透率将会加速上升，我们对未来几年国内EPS销量的高速成长保持乐观。

图表 17: 国内 EPS 需求保持高速增长



数据来源：中国汽车工业协会 国联证券研究所

在电动助力转向系统中，主要是用电动机代替了液压助力泵，而这里的电动机基本上都是使用钕铁硼永磁电机。由于电动主力系统对永磁电机的要求

较高，因此使用的磁性材料一般均为高端的钕铁硼材料。一个EPS电机需要的钕铁硼材料约为0.25Kg，国内潜在的市场空间约5000吨。

## (2) 节能家电：以空调为主，钕铁硼渗透率低，提升空间大

节能家电是以变频空调、节能冰箱、洗衣机等为主的家电类产品，这其中尤以空调的耗电量最大，节能的意义最为显著。因此我们下面的分析主要以空调为主。

从结构和原理上看，变频空调与普通空调完全一样，不同的是变频空调在普通空调的基础上选用了变频专用压缩机，增加了变频控制系统。**相对于普通的定频空调，变频空调在节能、环保、静音等方面具备较强的优势，成为空调行业的发展趋势。**日本国内变频空调市场占有率在95%以上，欧美国家变频空调也占到了70%以上。

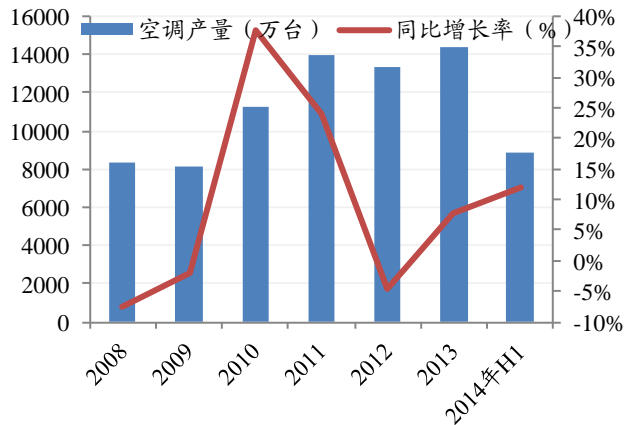
图表 18: 定频与变频空调主要特性的比较

特性	定频与变频空调的比较
控温	相比定频空调 $\pm 2^{\circ}\text{C}$ 左右的控温范围，变频空调在刚开机时以高频运转，几分钟内达到设定温度之后转为低频工作，温度控制精确，控温范围 $\pm 0.5^{\circ}\text{C}$ 。
制冷制热效率	开机后以高频工作，效率高，可在短时间达到设定温度，一般仅为定频空调的一半左右。
耗电	变频空调无需频繁开关机，大部分时间低频运转，因而可以节能 30% 左右。
噪音	整机噪声比相同功率的定频空调低 10dB 左右。
寿命	定频空调频繁的启停会对压缩机造成很大损害，定频空调压缩机寿命为 8-12 年；而变频空调通常工作于低频段，压缩机和空调系统运行稳定，其寿命一般能达到 12-15 年。
启动电流	定频空调需要启动电流很大，但变频空调可选择在 10Hz 低频及与之相应的低电压条件下启动，启动电流很低，避免对供电电网的冲击及对其他家用电器正常工作的影响。

数据来源：国联证券研究所

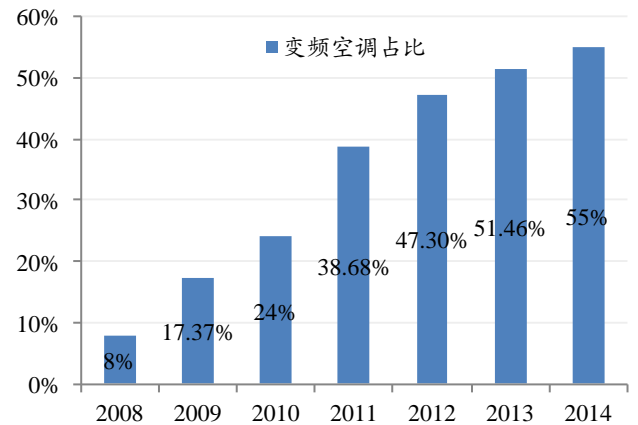
**国内空调变频化率还有持续提升空间。**近两年国内空调产量稳步增长，随着对空调节能环保等要求的提高，变频空调的市场份额持续提升，但相对发达国家，市场占有率仍有持续提升空间。

图表 19: 国内空调产量及增速



数据来源: 国家信息中心 国联证券研究所

图表 20: 2008-2014 冷年变频空调市场占有率 (以销量计)



数据来源: 国家信息中心 国联证券研究所

变频空调又分为直流变频空调和交流变频空调, 钕铁硼永磁材料主要用在直流变频空调的变频压缩机上。当前直流变频空调占据变频空调行业的大部分市场份额。由于空调行业对成本控制比较敏感, 2011年起的稀土价格暴涨使得很多变频空调企业从稀土永磁电机转回铁氧体永磁电机。但装载稀土永磁电机的变频压缩机不仅体积小、重量轻, 在节能效果方面也有显著优势, 因此随着稀土价格的回落, 稀土永磁电机在变频空调中的渗透率正在提高。目前空调用钕铁硼的综合成本已经低于铁氧体, 未来只要钕铁硼价格相对稳定, 空调行业对钕铁硼的需求量会长期增长。

根据产业在线数据, 2014冷年变频空调生产总量4343万台, 销售总量4257万台, 销量同比增长34.2%, 其中内销总量为3493万台, 同比增长39.1%, 出口总量为764万台, 同比增长15.6%。若每台空调约使用钕铁硼0.25Kg, 当前变频空调对钕铁硼的潜在需求空间在1万吨左右, 远景空间可达2-3万吨。但是考虑到稀土永磁变频空调的占比仍然较小, 实际需求量远远小于1万吨, 因此空调领域的增长空间非常可观。

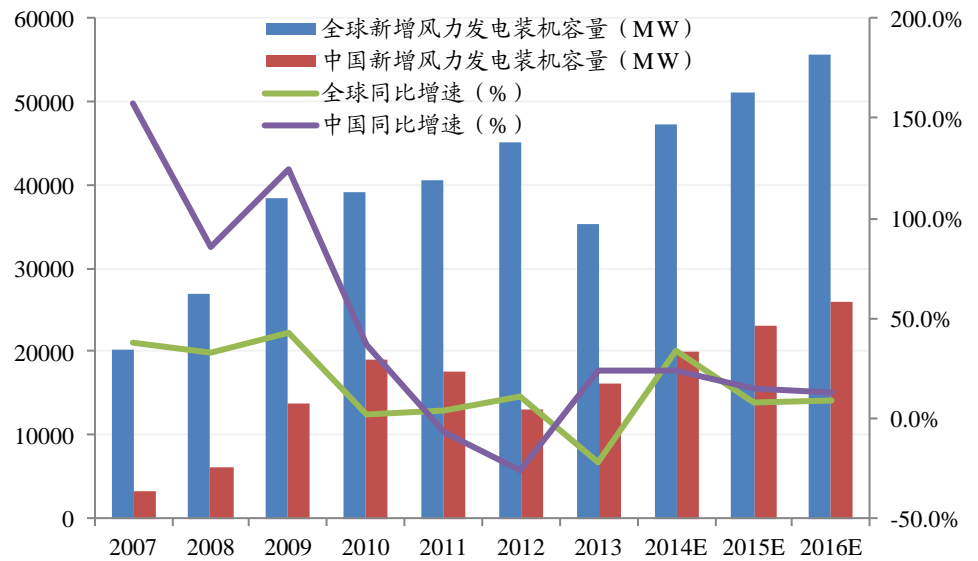
### (3) 风力发电机: 装机回暖, 直驱永磁电机市场份额不断攀升

风力发电也是稀土永磁应用的重要领域, 主要应用在风力发电机的永磁电机中。风力发电机组按照发电机的不同可以分为异步发电机、双馈异步发电机、永磁或电励磁同步发电机等类型, 当前应用的主流为双馈异步发电机和直驱永磁电机。

**风电装机回暖, 未来平稳增长。**金融危机后, 全球和中国风能的发展都陷入低迷时期, 增速大幅下滑。13年风电行业开始回暖, 中国风电装机容量同比增长24.1%。不管是从全球范围还是中国来看, 风电资源的开发仍然远未到饱和时期。陆上风电资源开发增速下降, 但海上风电正在成为亮点。因此经过了爆发式增长和低迷之后, 我们认为风电的开发将逐渐步入一个理性、平稳的增长

轨道中，未来三年增速区间为10-15%。

图表 21: 全球及中国风力发电市场新增装机容量预测



数据来源: GWEC 国联证券研究所

**直驱永磁风力发电机市场份额占比有望继续提升。**直驱永磁电机相比与双馈异步发电机最大的特点就是去掉了齿轮箱，在运行过程中，具有发电效率高、可靠性高、运行及维护成本低等特点，但直驱永磁电机成本较双馈异步电机高出20%左右，其采用的钕铁硼永磁体是原因之一，因此2011年稀土价格的暴涨直接导致了直驱永磁电机市场的萎缩，部分直驱永磁电机生产商甚至停产。然而，直驱永磁电机作为风力发电机的技术趋势，优点是明显的，稀土价格经历了2012-2013年的暴跌后，钕铁硼永磁体材料价格已经在合理范围内了，直驱永磁风力发电机正在获得越来越多的市场份额。国内直驱永磁风力发电机的代表有金风科技和湘电股份。2013年金风科技新增风力发电装机容量3750.25MW，占比23.3%，位居国内第一。金风科技和湘电股份在国内风电市场上发展风头正劲，随着两者产能的扩张，直驱永磁风力发电机的市场份额占比有望继续提升。

**2014年国内风力发电领域对钕铁硼材料的需求量6700吨，未来三年年均增速15%。**1.5MW的风力发电设备约需要使用1吨稀土永磁材料。2013年金风科技和湘电股份在国内市场的份额约30%，我们估计当前直驱永磁风力发电机的市场份额在40%左右，2013年风力发电领域对钕铁硼永磁材料的需求在4300吨左右。2014年国内风力发电新增装机容量预计20GW，对钕铁硼材料的需求量约6700吨。全球对钕铁硼材料需求量将超过1.5万吨。

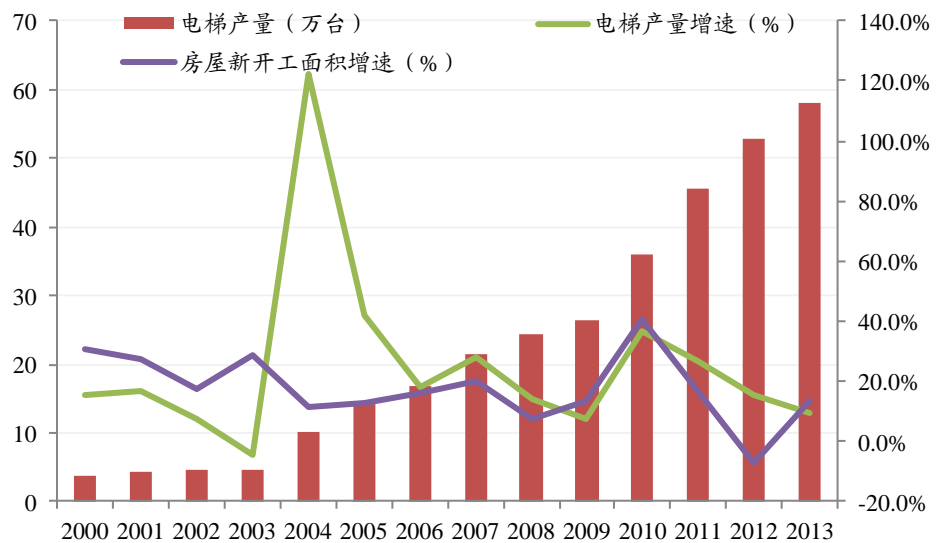
**(4) 节能电梯电机: 增速放缓，渗透率已高**

电梯已成为现代建筑中必不可少的一部分。而根据权威统计数据显示，电梯的耗电量要占到大楼总耗能的3-7%，因此电梯节能对建筑节能的具有重要意

义。在电梯节能技术中，性价比最高的方式当属采用永磁同步电机替代异步感应电机。永磁同步曳引机省去了传统的传带系统，采用直接驱动方式，传动效率提高20-30%，整体噪声也降低了5-10dB，最终的节能效果可达20-30%，此外同等载重条件下，永磁电机的质量和体积只是传统电机的三分之一，大大节省了空间。因此永磁同步曳引机在电梯中的应用扩张很快，已经成为电梯电机中的主流。

**国内电梯产量将因房屋新开工面积增速放缓而放缓。**电梯产销量与房地产开工面积高度相关。2014年1-8月国内房屋新开工面积11.4亿平米，同比下降10.5%。随着2014年国内房地产开工面积增速同比下降，我们预计电梯产量随后也将放缓。但我们对于房地产开工面积增速的下移也不宜太过悲观，当前房地产政策调控的放松已是大势所趋，随着对房地产限购的放开，房地产开工面积将回暖。当前目前中国电梯市场已经成为世界第一大电梯市场，2013年国内电梯产量约60万台，未来三年的增速在10%左右。

图表 22: 中国电梯产量、增速及房地产新开工面积增速



数据来源: 中国电梯协会 Wind 国联证券研究所

按照每台电梯曳引永磁电机需使用6Kg钕铁硼计算，13年国内电梯市场对钕铁硼材料的潜在需求约3600吨。由于电梯中稀土永磁电机的渗透率已经较高，约80%，因此未来三年我们估计电梯电机对钕铁硼的需求量增速在10%左右。

**(5) 新能源汽车: 未来钕铁硼最大增量市场正式启动**

**稀土永磁电机是新能源汽车主流电机解决方案。**一般用于新能源汽车的电机主要有四种，分别是直流电机、永磁电机、异步电机、开关磁阻电机。虽然特斯拉使用了异步电机，但是从目前以及未来的发展趋势看，新能源汽车的电机主流仍然是稀土永磁电机。永磁电机具有效率高、比功率大、功率因数高、

可靠性高和便于维护等优点，采用矢量控制的变频调速系统，可使永磁电动机具有宽广的调速范围，特别适合空间小、能量密度大、可靠性高、动态性好的汽车电机需求。因此自丰田普锐斯率先使用永磁电机后，永磁电机的方案便获得了广泛认可。

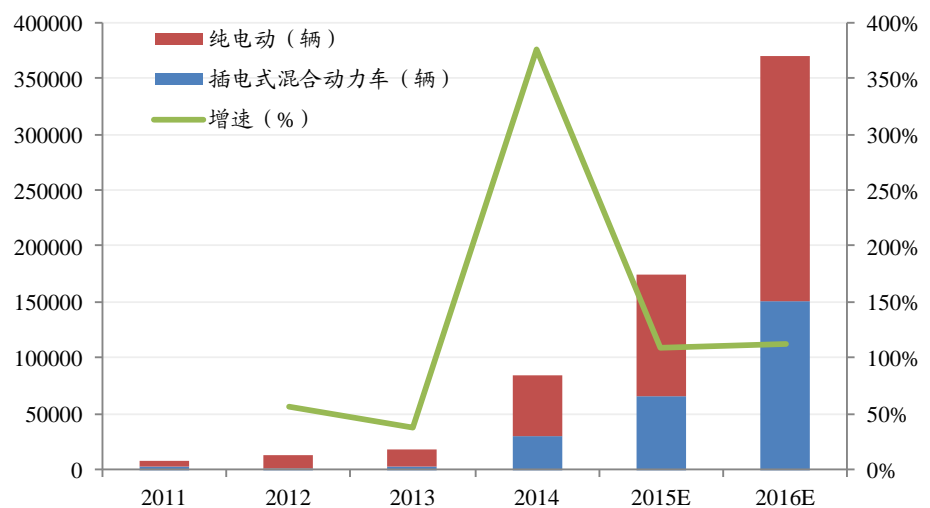
图表 23: 四种电机性能对比

	直流电机	无刷永磁电机	异步电机	开关磁阻电机
功率密度(Kw/Kg)	低	高	中	较高
最高效率(%)	85-89	95-97	94-95	不足 90
转速范围 (r/min)	4000-8000	4000-10000	12000-15000	>15000
控制器装置成本比	1	2.5	3.5	4.5
牢固性	好	好	最好	好
可靠性	一般	好	最好	好

数据来源: 中国知网 国联证券研究所

新能源汽车迎来爆发，持续多年的高增长正式启幕。2014年，在政策强力推动下，新能源汽车市场迎来了久违的火爆行情。作为国家战略，推广新能源汽车已经成为各地政府的重要任务。全年新能源汽车产量达到了8.38万辆，同比增长476%，远超市场预期。2015年底是国内第一阶段新能源汽车推广考核之季，在各推广城市实施计划陆续出台后加之引入了奖惩机制后，我们预计15年国内新能源汽车还将继续爆发，同比翻倍是大概率事件。

图表 24: 中国新能源汽车产量预测



数据来源: 中汽协 国联证券研究所

根据测算，一辆纯电动车对钕铁硼永磁材料的消耗量在 6kg 左右，插电式混合动力约 3kg，2014 年新能源汽车对钕铁硼的需求量在 300 吨左右。2016 年将达到 1500 吨左右，成长非常快。未来新能源汽车用钕铁硼永磁材料市场肯定是个万吨级别的大市场，国内企业的布局才刚刚开始，潜力巨大。



除驱动电机外，永磁电机在新能源汽车其他电机上也有望广泛使用。随着汽车电气化的逐步深入，电动机在汽车上的使用将会越来越多。据统计，一台普通轿车上使用的微特电机有20-30台，高档轿车使用量更是达到了60-70台，甚至上百台。新能源汽车对小型化、轻量化、节能环保的要求更高，因此稀土永磁电机的替代空间巨大。

图表 25: 汽车用典型微特电机举例

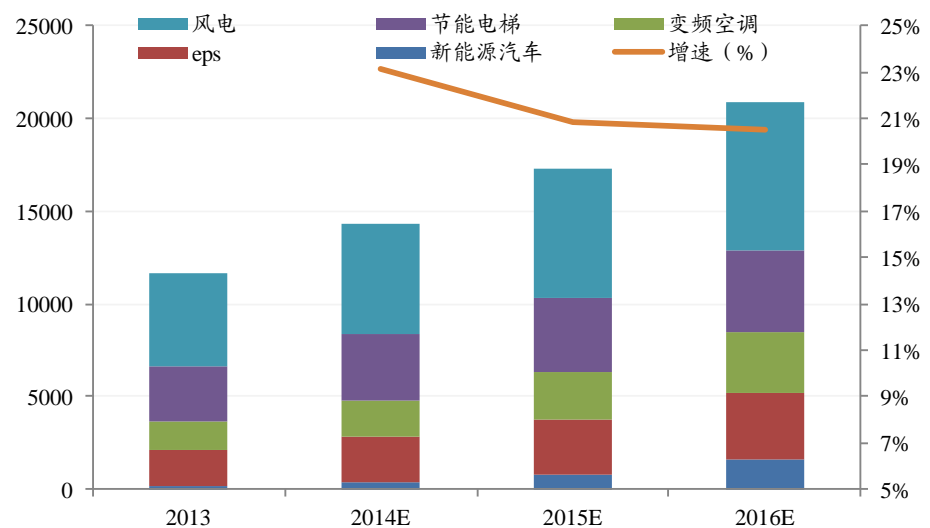
产品	用途
微特电机	1、发动机冷却风扇电机 2、启动电动机 3、雨刮器用电动机 4、空调用电动机 5、清洗泵电机 6、座椅自动调节用电动机 7、电动速度表电动机 8、中央闭锁装置用电动机 9、转向系统用步进电机 10、轴向联动雾灯用电动机 11、鼓风机电动进风箱用电动机 12、玻璃升降电动机 13、天窗调节电机 14、ABS 电机 15、油泵电动机 16、自动车灯电动机 17、电动后视镜

数据来源：国联证券研究所

### 2.3.3 新领域需求未来三年增速在 20%左右

综合上述分析，我们预计 2014-2016 年新兴领域对钕铁硼永磁材料需求的复合增速为 21.5%，2016 年需求将达到 2 万吨以上。

图表 26: 新领域对钕铁硼永磁材料的需求测算



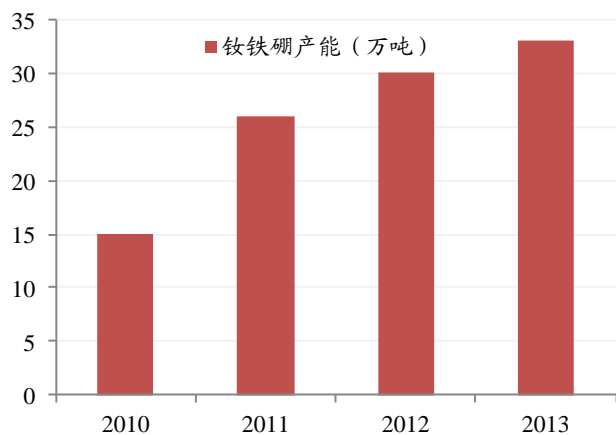
数据来源：国联证券研究所

### 2.4 供给结构性过剩，公司优势突出

中国在全球钕铁硼供给中占据主导地位，但面临低端产能过剩的压力。钕铁硼材料的主要上游为稀土。中国稀土资源储量丰富，位居世界首位，并且通过出口供应世界绝大部分的稀土。长期以来对稀土的过度开采，使得稀土价格

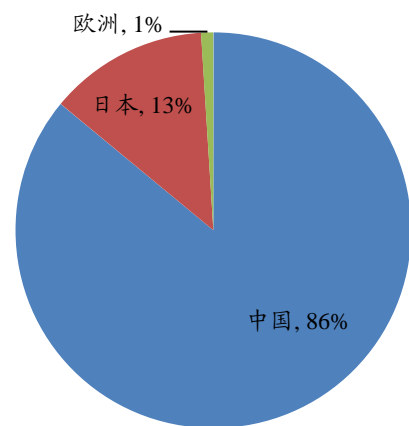
长期维持在低位，下游需求随着消费电子的发展大幅增长，催生了钕铁硼行业的大幅扩产。2010-2011年稀土价格的疯狂上涨更是加速了这个进程。然而稀土价格的大幅上涨，带来了下游需求的萎缩，钕铁硼行业产能出现了严重过剩。2013年国内烧结钕铁硼产能超过了33万吨，而国内产量仅仅9.4万吨，行业整体开工率不足40%，大量中小企业生产的低端钕铁硼材料销售困难。在全球钕铁硼供给格局中，由于国内稀土资源的优势，中国生产的钕铁硼产量占比在85%以上，日本有大概2万吨的产量，其他国家产量很少。钕铁硼行业的供给格局表现为中国占据主导地位但低端产能结构性过剩的局面。

图表 27: 中国钕铁硼产能迅速扩张



数据来源: 中国稀土协会 国联证券研究所

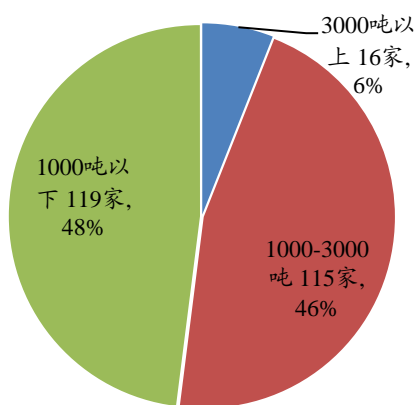
图表 28: 全球钕铁硼产量分布



数据来源: 国联证券研究所估算

**钕铁硼行业集中度低。**中国现有钕铁硼生产企业（烧结和粘结）250家左右，但其中产能超过3000吨的企业数量只有16家，大量企业生产规模在1000吨以下。

图表 29: 钕铁硼行业企业规模统计



数据来源: 产业在线 国联证券研究所

图表 30: 上市公司钕铁硼产能统计 (吨)

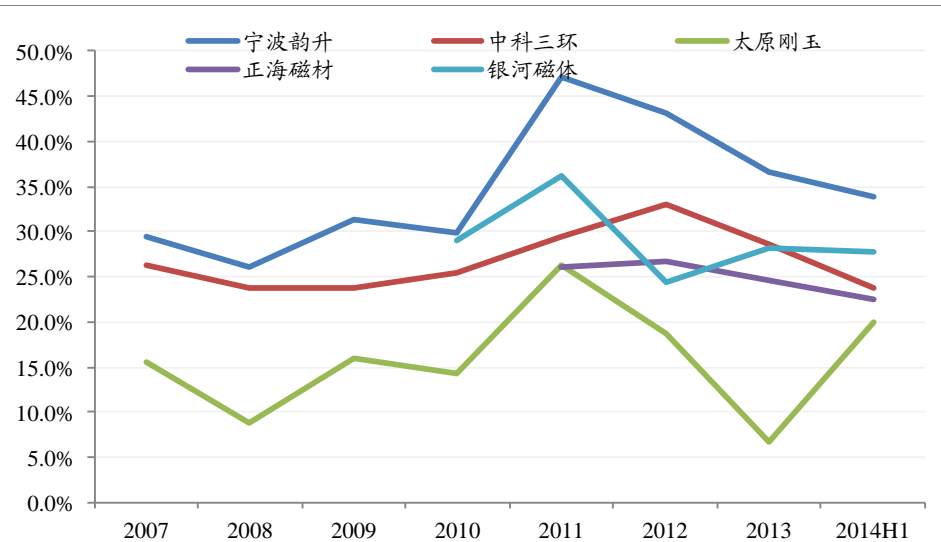
上市公司	烧结钕铁硼	粘结钕铁硼
中科三环	14000	1500
宁波韵升	5500	500
包钢稀土	18000	
安泰科技	3000	300
银河磁体	190	1550
太原刚玉	4440	
正海磁材	4300	
厦门钨业	3000	

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

**公司竞争优势突出，毛利率水平大大高于同业。**公司现有烧结产能5500吨，粘结产能500吨，产能规模居国内第三。公司从事钕铁硼永磁材料生产十

多年，积累了丰富的经验，产品集中在钕铁硼永磁材料的高端细分领域，大部分产品出口，因而公司的毛利率水平一直处于行业内最高水平，充分显示了公司在该领域的竞争优势。

图表 31: 宁波韵升钕铁硼毛利率在同行业上市公司处于最高水平



数据来源：国联证券研究所

我们认为公司突出的竞争优势主要来源于专利限制、技术领先、客户结构三个方面。

首先，专利壁垒仍是国内企业出口的最大障碍。在当前国内产能过剩的情况下，出口无疑能避开国内激烈的竞争，获取较高利润。

钕铁硼永磁体制造方法分为烧结和粘结两种，专利所有者分别为日本日立金属和美国麦格昆磁（MQ）公司。日立金属和麦格昆磁都有一套完整的专利战略来保护钕铁硼的专利。日立金属通过专利授权的方式构建贸易壁垒来将非专利授权企业挡在外面。日立金属最有效的稀土专利是成分专利，但这一专利在 2003 年就已经过期，其申请的结构专利也于 2014 年到期。但它通过延长工艺专利的方式，使其到期时间延续到 2029 年。在国内，日立金属将专利权授予了 8 家企业，因此在烧结钕铁硼磁体上，专利壁垒仍将是一大障碍。粘结钕铁硼磁体上，麦格昆磁（MQ）公司通过垄断磁粉的生产销售获取高额利润，2014 年 7 月 MQ 粉专利到期，但我们预计麦格昆磁仍将通过其他方式掌控烧结钕铁硼磁体，因此短期难见产量的大幅上升。

图表 32: 中国 8 家获得日立专利授权的公司

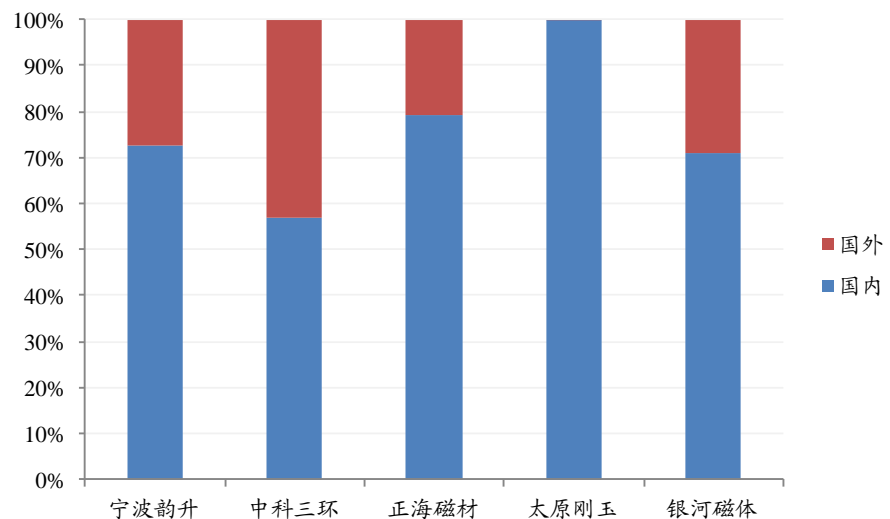
公司	取得专利时间	公司	取得专利时间
中科三环	1993.5	银纳金科	2000.9
宁波韵升	2001.3	正海磁材	2013.5
安泰科技	2003.3	宁波金鸡	2013.5
北京京磁	2000.3	安徽大地熊	2013.5

数据来源: 国联证券研究所

其次, 宁波韵升工艺技术水平在业内领先。钕铁硼生产制造过程是技术密集型的。高性能的钕铁硼材料需要磁性能高、均匀性和一致性好、温度和化学稳定性好, 机械加工性能优异, 主要由矫顽力、剩磁、最大磁能积以及最高工作温度等参数来表征。在原材料纯度一定的情况下, 钕铁硼永磁材料的性能主要取决于生产工艺。钕铁硼制造对工艺设计及工艺过程控制的要求非常高, 很多关键技术都需要通过非常细致的工艺过程来实现, 技术水平也主要体现为产品加工的工艺水平及对设备的持续改进方面。公司是国内较早引入国外生产设备生产高性能钕铁硼材料的企业, 有多年的工艺积累, 技术实力和技术创新能力业内领先。

最后, 公司在国际市场有一批优质大客户。公司产品凭借优秀的性能和品质获得了国际上知名大客户的青睐, 形成了良好的合作关系, 每年供货量稳定增长。多年来, 海外收入一直是公司主要的收入来源地, 在上市公司中, 宁波韵升的海外收入占比位于前列, 充分证明了公司的技术工艺实力。

图表 33: 2013 年钕铁硼行业上市公司海外收入占比情况



数据来源: 各公司年报 国联证券研究所

## 2.5 稀土行业周期底部, 政策+需求共振

政策加码, 稀土资源管控渐趋加强。钕铁硼材料最重要的上游资源是稀土,

其在高新技术、国防军工等多个战略性重要领域不可或缺。中国是全球最大的稀土出口国，供应了全球 90% 以上的稀土，但长期的掠夺式开采、恶性竞争等因素的影响导致稀土储量锐减和生态环境恶化。由于稀土的战略地位，出于促进节约和保护环境的目，中国从 1998 年开始逐步使用一些政策措施来加强对稀土的出口管制，但效果不明显。2010 年以后国家出台了更加严厉的措施进一步加强了管制。最新的政策是，国家将组建 6 大稀土集团来加强对稀土资源的整合和控制，目前三家集团组建已经获批，年底就将完成。可以预见，随着国家对稀土资源掌控力的加强，稀土价格“白菜价”的时代已经一去不复返。

**图表 34: 近年来国家出台的稀土行业政策一览**

时间	政策内容
2009 年 8 月 13 日	《稀土工业发展的专项规划(2009—2015)》和《稀土工业产业发展政策》提出对近 100 家稀土加工企业进行大重组，削减至 20 家，提高稀土行业集中度。
2010 年 9 月 6 日	国务院出台《关于促进企业兼并重组的意见》，首次把稀土列为重点行业兼并重组的名单，并减少稀土出口。
2010 年 12 月 2 日	国务院关税税则委员会发布《关于 2011 年关税实施方案的通知》，提高个别稀土产品的出口关税。
2011 年 2 月 17 日	国务院常务会议部署稀土“国四条”：一要建立健全行业监管体系，加强和改善行业管理。二要依法开展稀土专项整治，维护行业秩序。三要加快行业整合，调整优化产业结构。四要加快稀土关键应用技术研发和产业化。
2011 年 3 月 23 日	财政部、国家税务总局下发通知，自 4 月 1 日起，统一调整稀土矿原矿资源税税额标准。
2011 年 4 月 6 日	环保部发布《关于开展稀土企业环保核查工作的通知》，要求稀土矿采选、冶炼分离企业在 2011 年 8 月 1 日前提交环保核查申请。
2011 年 5 月 19 日	国务院《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》：加快稀土关键应用技术研发和产业化，建立稀土开采、冶炼分离和产品流通台账和专用发票管理制度。
2012 年 3 月 20 日	国税总局发布关于稀土行业专用发票的通知
2012 年 5 月 16 日	国土资源部发布《开采总量控制矿种指标管理暂行办法》
2013 年 12 月 27 日	环境保护部发布《稀土工业污染物排放标准》（GB 26451-2011）
2014 年 1 月 3 日	由工信部牵头制定的稀土大集团方案,近期刚刚获得国务院批复同意
2014 年 7 月 9 日	工信部和财政部联合下发《国家物联网发展及稀土产业补助资金管理办法》，将对稀土资源开采监管、稀土采选、冶炼环保技术改造、稀土共性关键技术与标准研发、稀土高端应用技术研发和产业化和公共技术服务平台建设五个方面进行支持。

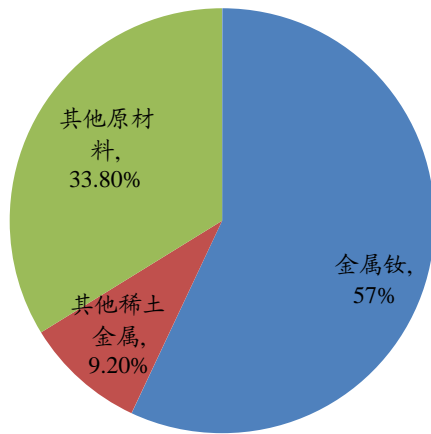
数据来源：国联证券研究所整理

### 稀土案败诉，加大稀土材料开发应用是出路之一，高性能钕铁硼材料受益。

14 年 8 月 7 日，世界贸易组织（WTO）公布了美国、欧盟、日本诉中国稀土、钨、钼相关产品出口管理措施案上诉机构报告，维持此前 WTO 专家组关于中方涉案产品的出口关税、出口配额措施不符合有关世贸规则的裁决。历时数年的稀土案以中国败诉告终。我们认为稀土案败诉后，中国加强稀土下游应用领域的开发，发展高端稀土材料和功能产品是必由之路，国家或继续有扶持性政策出台，作为稀土最大的下游应用领域，高性能钕铁硼材料将长期受益。

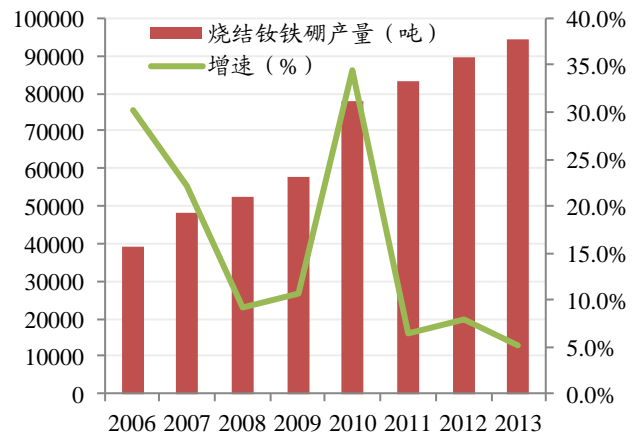
稀土价格处于周期底部，永磁需求有望回暖。正常情况下，稀土成本原材料成本占到钕铁硼原材料成本的 60%左右，但 2010-2011 年稀土价格的暴涨使得稀土材料成本占到了 80%左右，因而永磁成本暴增，严重伤害了下游的需求。虽然稀土永磁材料体积小、节能效果好，但价格的暴涨使得其性价比优势消失，很多企业使用铁氧永磁体替代稀土永磁，而后是需求的快速回落。稀土的价格暴涨后迎来暴跌，如今稀土价格已经跌至暴涨时的起点，并处于历史低位水平徘徊。原来的萎缩的需求由于价格的下滑，已经再度回暖。展望未来，我们认为由于新能源发展带来的永磁电机需求正在成为钕铁硼材料最大的增长动力，且短期内看不到替代动力，因此钕铁硼永磁材料的需求增长有望随着新能源汽车、风电等行业的发展而加速。

图表 35: 钕铁硼原材料成本构成



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图表 36: 烧结钕铁硼产量及增速



数据来源：中国稀土协会 国联证券研究所

未来稀土价格温和上涨，公司毛利率有望回升。根据我们前面的分析，政策和需求面都不支持稀土价格的大幅下滑，未来几年稀土价格温和上涨是大概率事件。宁波韵升钕铁硼业务毛利率与稀土价格高度相关，并滞后约半年左右时间。随着稀土价格的上涨，宁波韵升毛利率有望回升。

图表 37: 公司毛利率与氧化钨价格相关程度较高



数据来源: Wind 国联证券研究所

### 3. 参股上海电驱动，股权收益巨大

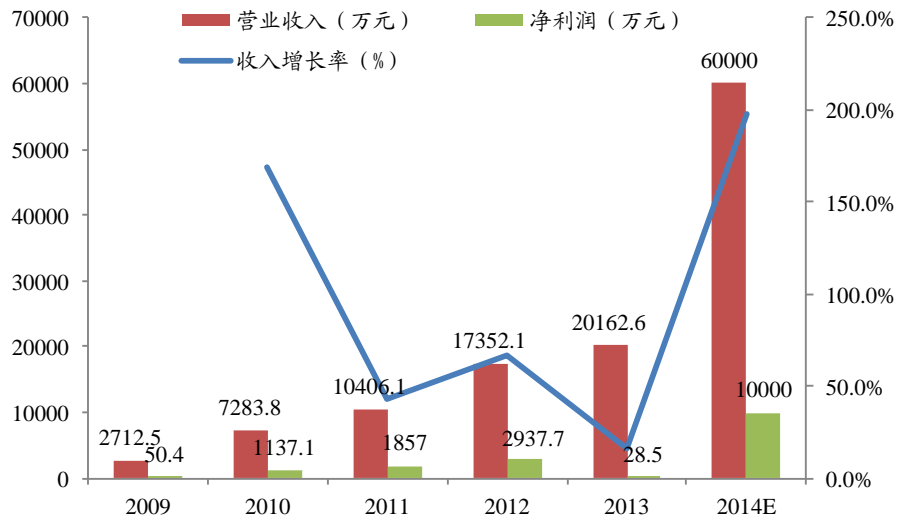
上海电驱动股份有限公司是国内领先的新能源汽车驱动电机及控制系统研发及制造企业，成立于 2008 年。宁波韵升是上海电驱动发起人之一，目前持有上海电驱动公司 26.6% 的股权，是其第二大股东。

上海电驱动在驱动电机和电控系统上实力雄厚，拥有多项核心专利，多次承担国家新能源汽车“863 计划”，是国家新能源汽车电机及驱动系统研发的主力厂商。

上海电驱动在国内自主品牌新能源汽车驱动电机市场的占有率居于首位。公司产品覆盖各类车用电驱动系统，已经在宇通、中通、上海申龙等客车企业中大范围使用，下半年江淮汽车成为公司大客户，公司产品在乘用车上也将有突破。在配套电机市场上，公司市场占有率一直遥遥领先。随着国家强力推动新能源汽车发展，当前国内汽车企业纷纷推出新能源车型，15 年将是新能源汽车新车型上市的高峰。凭借公司的优势地位，公司将极大分享国内自主品牌新能源汽车的爆发。

**适时扩产，奠定未来高增长基础。**公司现有驱动电机产能 5 万套/年，正在扩建新产能，到 2016 年底，公司将形成约 18 万套产能，充分保障未来几年的市场需求。2014 年受益国内新能源汽车产销两旺的局面，公司全年收入将有望达到 6 亿元左右，净利润在 1 亿左右，同比 13 年将有大幅度提升。

图表 38: 上海电驱动收入和净利润情况



数据来源: Wind 国联证券研究所

上海电驱动上市后估值有望过百亿, 公司股权收益巨大。按照上海电驱动的盈利能力和未来几年行业的发展空间, 我们预计上海电驱动 16 年收入有望达到 12-15 亿, 净利润在 2 亿左右, 公司上市后估值很可能超过百亿, 宁波韵升的持股市值将达到 20 亿以上, 相比于公司 2000-3000 万的投资成本, 公司股权受益巨大。

#### 4. 股权激励落地, 管理层动力充分

2015 年 1 月 10 日公司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。2 月 12 日, 公司股权激励计划获得证监会备案无异议。

图表 39: 公司股权激励业绩激励条件

解锁安排	解锁业绩条件
第一次解锁	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%。
第二次解锁	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%。
第三次解锁	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%。

数据来源: 公司公告 国联证券研究所



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，管理层未来动力更加充分。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。

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。

## 5. 盈利预测

### (1) 预测假设

1、钕铁硼磁材领域，随着下游需求的回暖，钕铁硼需求量增速 15 年能达到 15%，即约 5000 吨。均价方面，我们预计 15 年稀土价格将上涨，从而带动钕铁硼材料均价上升约 10%。

2、电机领域，公司伺服电机正处于培育期，短期内还难以见到收入的大幅提升，预计同行业增速持平。

### (2) 分业务收入预测

图表 40: 公司分下游应用销售预测 (单位: 万元)

分业务销售预测				
产品	2013	2014E	2015E	2016E
<b>钕铁硼磁材</b>				
平均售价(万元/吨)	31.49	31.0	34.0	35.0
销售数量(吨)	4500	4300	5000	6000
销售收入(万元)	141720.5	133300.0	170000.0	210000.0
毛利率	36.5%	32.0%	35.0%	36.0%
<b>电机</b>				
销售收入(万元)	46067.70	3000.0	4000.00	5000.00
毛利率	15.7%	23.4%	24.0%	24.0%
<b>其他业务收入</b>				
销售收入(万元)	25764.1	25000	27500	29000
毛利率	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%
<b>收入合计</b>				
YOY		-24.47%	24.92%	21.09%
成本合计	147621.1	111192.0	133615.0	159370.0
毛利合计	65931.2	50108.0	67885.0	84630.0
<b>综合毛利率</b>				
	30.87%	31.07%	33.69%	34.68%

数据来源：公司公告 国联证券研究所

我们预计公司 14~16 年的收入分别为 16.23 亿元、20.15 亿元和 24.4 亿元，实现净利润 2.45 亿元、3.49 亿元和 4.53 亿元。

**图表 41：公司损益表预测结果**

利润表 (单位: 百万)	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>2,138.4</b>	<b>1,623.0</b>	<b>2,015.0</b>	<b>2,440.0</b>
营业成本	1,478.4	1,119.5	1,338.2	1,598.0
营业税金及附加	20.2	16.2	20.2	24.4
销售费用	66.0	32.5	50.4	68.3
管理费用	279.8	211.0	262.0	317.2
<b>EBIT</b>	<b>439.5</b>	<b>335.8</b>	<b>458.4</b>	<b>577.1</b>
财务费用	8.0	-15.0	-22.5	-27.1
资产减值损失	4.9	-3.0	-2.0	2.0
投资净收益	81.9	62.0	90.0	120.0
<b>营业利润</b>	<b>362.3</b>	<b>323.8</b>	<b>458.8</b>	<b>577.2</b>
营业外净收入	77.3	37.0	32.0	37.0
<b>利润总额</b>	<b>439.6</b>	<b>360.8</b>	<b>490.8</b>	<b>614.2</b>
所得税	67.5	46.0	61.7	76.1
<b>净利润</b>	<b>372.1</b>	<b>314.8</b>	<b>429.1</b>	<b>538.1</b>
少数股东损益	21.9	70.0	80.0	85.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>350.2</b>	<b>244.8</b>	<b>349.1</b>	<b>453.1</b>
<b>每股收益</b>	<b>0.68</b>	<b>0.48</b>	<b>0.68</b>	<b>0.88</b>

资料来源：Wind 国联证券研究所

## 6. 估值及投资建议

公司是钕铁硼细分行业龙头，近年来，整个磁材行业景气度有所下滑，公司业绩也受到影响。从钕铁硼材料的属性来讲，对钕铁硼材料的需求属于一种改善性需求。随着对产品品质的要求的提高，对其需求是越来越多的。因此从这一点来讲，未来节能和新能源环保是大势所趋，对钕铁硼材料的长期需求是巨大的。国家也在大力加强对稀土行业的管制，提高稀土价格，提升稀土深加工比例导向明显，因此当前时点来看，稀土永磁材料行业正处于周期底部向上时点。公司也将跟随行业出现业绩的拐点。此外，当前新能源汽车的推广如火如荼，公司作为最早布局新能源汽车驱动电机的上市公司，将极大受益于新能源汽车产量的增长。从公司自身来讲，完成股权激励后，管理层动力大大增强，公司手握 9 亿现金，外延预期强烈，所以我们认为公司在 15 年具有内外多重催化剂。

横向来看，同可比公司相比，公司估值明显低于其他个股，在公司剥离电机业务后，钕铁硼业务弹性将更大，我们认为给予公司 2015 年 40PE 是合理估值水平，对应目标价格 27.2 元，维持“强烈推荐”评级。

图表 42: 可比公估值对比(以 3 月 2 日收盘价计)

代码	简称	每股收益				市盈率		
		2013	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
000970	中科三环	0.32	0.34	0.42	0.52	56.3	45.6	36.8
300224	正海磁材	0.32	0.47	0.73	0.97	66.7	42.9	32.3
300127	太原刚玉	-0.57	0.07	0.25	0.34	155.4	43.5	32.0
000795	银河磁体	0.34	0.22	0.35	0.5	61.4	38.6	27.0
均值						85.0	42.7	32.0

数据来源: Wind 国联证券研究所

## 7. 风险因素

- (1) 稀土价格持续低迷;
- (2) 新能源汽车推广不达预期;
- (3) 钕铁硼行业竞争加剧。

**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>2,015.0</b>	<b>2,440.0</b>	现金	1,372.6	1,183	1,216	1,383	1,581
YOY(%)	-25.9%	-26.8%	-24.1%	24.2%	21.1%	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	1,338.2	1,598.0	应收款项净额	454.8	349	269	363	413
营业税金及附加	39.8	20.2	16.2	20.2	24.4	存货	455.5	369	377	366	433
销售费用	69.5	66.0	32.5	50.4	68.3	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%	<b>流动资产总额</b>	<b>2,426.8</b>	<b>2,514</b>	<b>2,475</b>	<b>2,727</b>	<b>3,044</b>
管理费用	391.6	279.8	211.0	262.0	317.2	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
<b>EBIT</b>	<b>672.4</b>	<b>439.5</b>	<b>335.8</b>	<b>458.4</b>	<b>577.1</b>	固定资产净额	801.6	661	734	728	725
财务费用	12.2	8.0	-15.0	-22.5	-27.0	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	<b>固定资产总额</b>	<b>845.9</b>	<b>759</b>	<b>756</b>	<b>758</b>	<b>765</b>
<b>营业利润</b>	<b>646.2</b>	<b>362.3</b>	<b>323.8</b>	<b>458.8</b>	<b>577.2</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>660.1</b>	<b>439.6</b>	<b>360.8</b>	<b>490.8</b>	<b>614.2</b>	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	61.7	76.1	<b>资产总额</b>	<b>3,890.7</b>	<b>3,875</b>	<b>3,868</b>	<b>4,173</b>	<b>4,567</b>
所得税率(%)	18.4%	15.4%	12.8%	12.6%	12.4%	循环贷款	86.9	200	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>538.4</b>	<b>372.1</b>	<b>314.8</b>	<b>429.1</b>	<b>538.1</b>	应付款项	236.0	164	139	155	192
占营业收入比(%)	18.4%	17.4%	19.4%	21.3%	22.1%	预提费用	0.0	0	0	0	0
少数股东损益	88.2	21.9	70.0	80.0	85.0	其他流动负债	42.9	426	426	426	426
<b>归属母公司净利润</b>	<b>450.2</b>	<b>350.2</b>	<b>244.8</b>	<b>349.1</b>	<b>453.1</b>	<b>流动负债</b>	<b>365.9</b>	<b>790</b>	<b>565</b>	<b>581</b>	<b>619</b>
YOY(%)	-31.9%	-22.2%	-30.1%	42.6%	29.8%	长期借款	420.0	0	0	0	0
<b>EPS (元)</b>	<b>0.88</b>	<b>0.68</b>	<b>0.48</b>	<b>0.68</b>	<b>0.88</b>	应付债券	0.0	0	0	0	0
						其他长期负债	0.0	0	0	0	0
						<b>负债总额</b>	<b>876.6</b>	<b>791</b>	<b>567</b>	<b>583</b>	<b>620</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	183	263	348
<b>成长能力</b>						股东权益	3,014.1	3,084	3,301	3,590	3,947
营业收入	-25.9%	-26.8%	-24.1%	24.2%	21.1%	<b>负债和股东权益</b>	<b>3,890.7</b>	<b>3,875</b>	<b>3,868</b>	<b>4,173</b>	<b>4,567</b>
营业利润	-35.2%	-43.9%	-10.6%	41.7%	25.8%						
净利润	-31.9%	-22.2%	-30.1%	42.6%	29.8%						
<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%	31.0%	33.6%	34.5%	税后利润	538.4	372	315	429	538
净利率(%)	18.4%	17.4%	19.4%	21.3%	22.1%	加: 少数股东损益	88.2	22	70	80	85
ROE(%)	16.2%	11.8%	7.9%	10.5%	12.6%	公允价值变动	4.7	(1)	0	0	0
ROA(%)	17.3%	11.3%	8.7%	11.0%	12.6%	折旧和摊销	84.5	83	36	38	40
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	353.6	(207)	(74)	(219)	(265)
流动比率	6.58	3.16	4.35	4.66	4.89	<b>经营活动现金流</b>	<b>976.6</b>	<b>248</b>	<b>277</b>	<b>248</b>	<b>312</b>
速动比率	5.05	1.96	2.65	3.03	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
<b>营运能力</b>						固定资产投资	108.9	(400)	29	26	30
总资产周转率	75.0%	55.2%	42.0%	48.3%	53.4%	<b>投资活动现金流</b>	<b>108.9</b>	<b>(400)</b>	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>30</b>
应收账款周转天数	46.4	48.2	48.8	51.9	48.4	股权融资	0.0	0	0	0	0
存货周转天数	91.3	91.2	122.9	99.9	98.8	长期贷款的增加/(减少)	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
每股收益	0.88	0.68	0.48	0.68	0.88	股利分配	39.6	77	154	98	140
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)	(65)	(103)
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加(减少)	(549.1)	(198)	37	137	(120)
P/E	25.7	33.1	47.3	33.2	25.6	<b>融资活动现金流</b>	<b>(600.9)</b>	<b>(275)</b>	<b>(273)</b>	<b>(107)</b>	<b>(144)</b>
P/B	4.2	3.9	3.7	3.5	3.2	<b>现金净变动额</b>	<b>477.4</b>	<b>(445)</b>	<b>33</b>	<b>166</b>	<b>198</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%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	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。