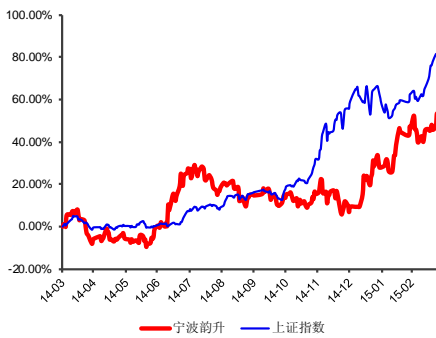


金属与非金属

2015 年 3 月 30 日

宁波韵升（600366）2014 年报点评

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：
宁波韵升深度报告：政策需求共振，业绩反转来临-2014/3/4
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：3月26日宁波韵升发布2014年年报，公司2014年实现收入14.35亿元，同比下降32.88%，归属上市公司股东净利润1.98亿元，同比下降43.44%，扣非后净利润1.20亿元，同比下降49.20%，实现基本每股收益0.38元。公司利润分配方案为拟10派2元（含税）。

点评：

- **公司业绩大幅下滑，低于预期。**剔除剥离电机业务影响，公司主营业务收入下降 15.09%。四季度公司营收环比已有止跌迹象，但仍然比较疲弱，表明下游需求仍然低迷。
- **钕铁硼磁材销售均价下跌，毛利率大跌，销量基本稳定。**公司钕铁硼产品实现收入 12.44 亿元，同比下降 12.22%，主要因上游稀土原料价格下降所致，我们估计公司销售均价同比下跌 10%以上。钕铁硼行业产能过剩严重，低迷的下游需求导致竞争加剧，叠加稀土原料降价的因素，导致公司毛利率大幅下降 11.38%个百分点，这是公司业绩不及我们预期的主要原因。分地区来看，公司在国内市场上收入 5.46 亿元，同比仍然实现了 5%的增长，表明公司在国内市场的开拓卓有成效。国外收入 7.21 亿，销售下滑 21.21%，公司销往国外的都是高端的 VCM 磁钢为主，因此国外收入的减少直接导致了毛利率下滑。
- **分产品看，综合磁钢增长明显，汽车磁钢和 VCM 磁钢有所下降。**作为公司优势产品的 VCM 磁钢产品，受到固态硬盘产品替代冲击，机械式硬盘产量下滑，需求继续萎缩，步入长期下降通道是大势所趋，但因成本和安全因素，机械式硬盘的下滑会是一个缓慢的过程。综合磁钢产品，在 14 年风电装机容量大幅增长的情况下，增长明显。空调等家电产品、电梯、工业电机等需求也有明显恢复。汽车磁钢产品 14 年市场开拓不顺利，由于汽车产品市场认证周期较长，因此有所下滑。15 年汽车磁钢会是公司着力重点，在新能源汽车永磁电机方面，公司也在积极布局，对上海电驱动

有批量供货。

- **稀土价格步入上升通道利好公司毛利率提升。**自 14 年年底以来，稀土价格回升明显，从低点起，涨幅有 15% 左右。政策端力推稀土产业整合、严厉打击稀土盗采等提高对稀土的控制力、需求端下游逐步回暖，我们重申稀土价格步入上涨周期的观点，稀土价格的回升将促进公司毛利率的回升。
- **上海电驱动 14 年业绩靓丽，15 年仍将大幅增长。**14 年上海电驱动实现营业收入 6.06 亿元，同比增长 3 倍，净利润 6686.9 万元。15 年新能源汽车产销同比翻倍，上海电驱动业绩仍将大幅增长。作为上海电驱动第二大股东，公司股权收益可观。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们预计公司 2015~2017 年每股收益为 0.56 元、0.68 元、0.81 元，市盈率分别为 41 倍、33 倍和 28 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	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,435.4	1,823.0	2,050.0	2,425.0
YOY	-32.88%	27.00%	12.45%	18.29%
归属母公司净利润	198.0	286.0	349.0	418.3
EPS(元)	0.38	0.56	0.68	0.81
P/E	58.9	40.8	33.4	27.9
P/B	3.8	3.6	3.4	3.2

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					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,138.4	1,435.4	1,823.0	2,050.0	2,425.0	现金	1,183.0	178	266	425	564
YOY(%)	-26.8%	-32.9%	27.0%	12.5%	18.3%	交易性金融资产	20.1	16	29	35	33
营业成本	1,478.4	1,035.1	1,200.3	1,327.0	1,569.2	应收款项净额	348.6	301	329	352	382
营业税金及附加	20.2	10.2	12.8	14.4	17.0	存货	369.3	485	476	507	539
销售费用	66.0	33.3	41.9	47.2	55.8	其他流动资产	597.2	1,356	1,361	1,359	1,366
占营业收入比(%)	3.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	流动资产总额	2,518.1	2,335	2,462	2,679	2,884
管理费用	279.8	209.9	237.0	266.5	315.3	固定资产净值	660.6	818.3	793.7	786.5	767.8
占营业收入比(%)	13.1%	14.6%	13.0%	13.0%	13.0%	减: 资产减值准备	0.0	0	0	0	0
EBIT	439.5	242.6	372.1	443.0	522.8	固定资产净额	660.6	818	794	786	768
财务费用	8.0	-9.5	18.6	14.5	11.8	工程物资	0.0	0	0	0	0
占营业收入比(%)	0.4%	-0.7%	1.0%	0.7%	0.5%	在建工程	98.8	10.9	30.0	20.0	23.0
资产减值损失	4.9	14.9	5.0	6.0	7.0	固定资产清理	0.0	0	0	0	0
投资净收益	81.9	93.3	36.0	45.0	54.0	固定资产总额	759.4	829	824	806	791
营业利润	362.3	241.1	343.5	419.5	503.0	无形资产	122.0	118	117	118	120
营业外净收入	77.3	16.4	16.0	16.0	16.0	长期股权投资	344.0	155	191	236	290
利润总额	439.6	257.5	359.5	435.5	519.0	其他长期资产	132.0	384.4	365.2	353.5	349.7
所得税	67.5	37.9	48.5	58.6	69.8	资产总额	3,875.4	3,821	3,958	4,193	4,435
所得税率(%)	15.4%	14.7%	13.5%	13.5%	13.4%	循环贷款	200.0	80	0	0	0
净利润	372.1	219.6	311.0	377.0	449.3	应付款项	163.7	200	220	242	264
占营业收入比(%)	17.4%	15.3%	17.1%	18.4%	18.5%	预提费用	0.0	0	0	0	0
少数股东损益	21.9	21.6	25.0	28.0	31.0	其他流动负债	426.4	60.8	90.0	100.0	80.0
归属母公司净利润	350.2	198.0	286.0	349.0	418.3	流动负债	790.1	341	310	342	344
YOY(%)	-22.2%	-43.4%	44.4%	22.0%	19.9%	长期借款	0.0	280	280	280	280
EPS (元)	0.68	0.38	0.56	0.68	0.81	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	791.4	622	591	623	625
						少数股东权益	113.2	107	132	160	191
						股东权益	3,084.0	3,199	3,367	3,569	3,810
						负债和股东权益	3,875.4	3,821	3,958	4,193	4,435
主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E						
成长能力						现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	-26.8%	-32.9%	27.0%	12.5%	18.3%	税后利润	372.1	220	311	377	449
营业利润	-43.9%	-33.5%	42.5%	22.1%	19.9%	加: 少数股东损益	21.9	22	25	28	31
净利润	-22.2%	-43.4%	44.4%	22.0%	19.9%	公允价值变动	(0.7)	6	0	0	0
获利能力						折旧和摊销	82.7	66.1	41	42	43
毛利率(%)	30.9%	27.9%	34.2%	35.3%	35.3%	营运资金的变动	(206.7)	(113)	(3)	(67)	(116)
净利率(%)	17.4%	15.3%	17.1%	18.4%	18.5%	经营活动现金流	248.1	172	350	352	376
ROE(%)	11.8%	6.4%	8.8%	10.2%	11.6%	短期投资	0.0	0	0	0	0
ROA(%)	11.3%	6.4%	9.4%	10.6%	11.8%	长期股权投资	0.0	0	0	0	0
偿债能力						固定资产投资	(152.4)	(197.1)	(26)	(10)	(24)
流动比率	3.16	6.81	7.85	7.73	8.28	投资活动现金流	(399.7)	(799)	(26)	(10)	(24)
速动比率	1.96	1.49	2.03	2.37	2.86	股权融资	0.0	0	0	0	0
资产负债率%	20.4%	16.3%	14.9%	14.9%	14.1%	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0	0	0	0
营运能力						公司债券发行/(偿还)	0.0	0	0	0	0
总资产周转率	55.2%	37.6%	46.1%	48.9%	54.7%	股利分配	39.6	77	154	103	143
应收账款周转天数	48.2	74.1	63.4	59.5	54.0	计入循环贷款前融资活动	(39.4)	(62.3)	(166.9)	(110.4)	(146.7)
存货周转天数	91.2	170.9	144.6	139.5	125.3	循环贷款的增加(减少)	(235.2)	(56)	37	137	(120)
每股指标(元)						融资活动现金流	(274.7)	(118)	(235)	(182)	(213)
每股收益	0.68	0.38	0.56	0.68	0.81	现金净变动额	(444.6)	(745)	88	159	139
每股净资产	4.69	5.40	5.77	6.01	6.29						
估值比率											
P/E	33.3	58.9	40.8	33.4	27.9						
P/B	3.9	3.8	3.6	3.4	3.2						

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。