

业绩低于预期 量价齐升促 15 年业绩增长

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

——宁波韵升（600366）年报点评

证券研究报告-年报点评

增持（维持）

发布日期：2015 年 03 月 27 日

报告关键要素：

2014年，公司业绩低于预期。电机业务剥离和钕铁硼磁材产品下滑致公司业绩大幅下降，而产品价格回落致公司盈利能力下降。预计公司15年业绩将恢复增长，一方面是产品价格有望企稳回升，另一方面公司将受益于新能源汽车放量。预测公司2015-16年全面摊薄后每股收益分别为0.61元与0.71元，按03月26日22.67元收盘价计算，对应的PE分别为37.33倍与32.09倍。目前估值相对稀土永磁板块较为合理，维持“增持”投资评级。

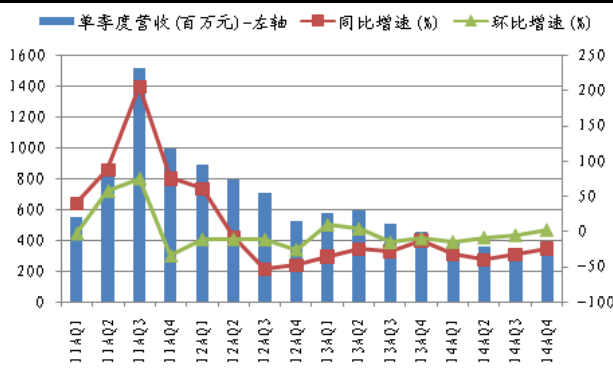
事件：

- **宁波韵升(600366)公布2014年年报。**2014年，公司实现营业收入14.35亿元，同比下降32.88%；实现营业利润2.41亿元，同比下降33.47%；实现归属于上市公司股东的净利润1.98亿元，同比下降43.44%，基本每股收益0.38元；利润分配预案为拟10股派发现金红利2.0元(含税)。

点评：

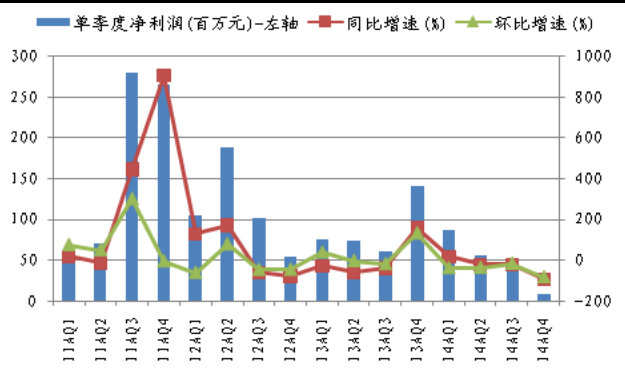
- **电机业务剥离及钕铁硼价格下跌致业绩大幅下滑。**2014年公司实现营收14.35亿元，同比下降32.88%；净利润为1.98亿元，同比大幅下降43.44%。单季度业绩显示：14年第三季度为近年来营收低点，四季度营收3.47亿元，环比提升2.22%；第四季度净利润为830万元，创近年来的新低。公司业绩大幅下降主要有两方面原因：一是公司调整发展战略，于13年11月将汽车电机业务由上市公司剥离，13年合并汽车电机业务营收4.48亿元，剔除电机业务后14年营收同比下降15.09%；其次是钕铁硼产品价格下滑致主营业务下降。2014年，公司实现投资净收益9331万元，同比增长13.91%，其中委托银行理财等获取投资收益5635万元，权益法核算的长期股权投资收益2408万元；全年资产减值损失1495万元，同比大幅增长205.68%，其中存货跌价损失1114万元。14年公司营业外收入2419万元，较13年的8477万元大幅降低71.46%，一方面是政府补助减少，14年为2086万元，而13年政府补助为3958万元；其次13年公司因拆迁补偿3828万元。

图1：2011-14年公司单季度营收及增速



数据来源：Wind，中原证券

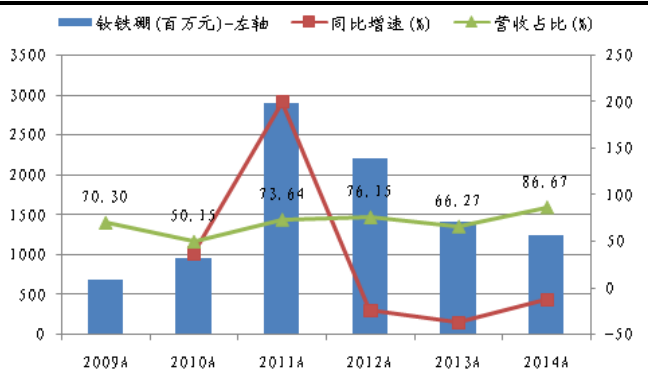
图2：2011-14年公司单季度净利润及增速



数据来源：Wind，中原证券

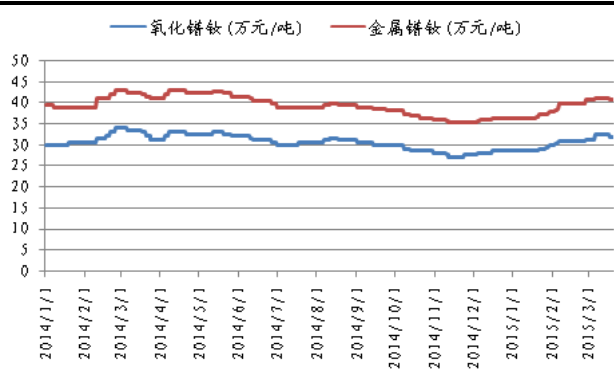
价跌致钕铁硼业绩下滑 预计15年恢复增长。2011年以来，公司主营产品钕铁硼磁材营收总体呈现下滑趋势，14年实现营12.44亿元，同比下降12.22%，营收占比提升至86.67%。我们认为：11年以来公司磁材产品业绩大幅下降主要是上游稀土价格持续回落导致钕铁硼磁材行业价格持续下降所致，营收占比提升是由于公司调整发展战略，剥离汽车电机业务从而专注于磁材业务所致。我们预计15年钕铁硼磁材业绩将恢复增长，主要逻辑在于：一是产品价格有望止跌回升。钕铁硼磁材价格主要与上游原料稀土价格相关，而稀土属于战略性稀缺资源，且15年5月3日稀土出口关税将取消，稀土资源税改革有望加速推进，同时我国正加大对稀土行业的整治力度，如反腐与打黑，综合判断15年上游稀土价格有望稳步提升。稀土价格曲线显示，14年第四季度为稀土价格低点，目前止跌回升趋势正逐步确定，对应低端钕铁硼N35价格也出现企稳回升趋势，3月20日N35价格为13.6万元/吨，较年初的13.4万元/吨略有回升。第二是我国新能源汽车仍将持续高速增长。14年为我国新能源汽车启动元年，全年实现产量8.40万辆，同比大幅增长376%，受新能源汽车战略地位提升等因素影响，预计未来我国新能源汽车仍将持续高速增长，15年增速仍有望翻倍。同时，公司持有上海电驱动26.46%的股权，且上海电驱在新能源汽车电机及电控领域具备显著优势，预计将显著受益于新能源汽车放量，14年上海电驱动实现营业收入6.06亿元，较13年的2.02亿元大幅飙升200.72%；净利润为6687万元，而13年仅为56万元。

图3：2009-14年公司磁材产品营收、增速及占比



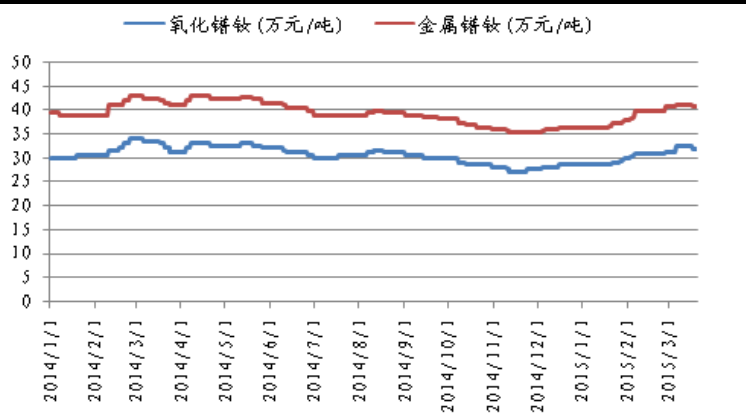
数据来源：Wind，中原证券

图4：2011-14年烧结钕铁硼N35价格曲线



数据来源：百川资讯，中原证券

图5：2014年以来氧化镨钕/金属镨钕价格曲线

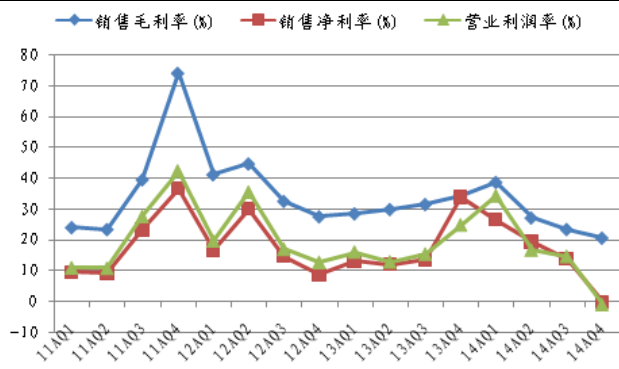


数据来源：百川资讯，中原证券

- **盈利能力回落 预计15年将提升。**2014年，公司销售毛利率为27.89%，同比回落2.98个百分点，而单季度毛利率显示：14年一季度以来，盈利能力总体持续大幅回落，销售毛利率由一季度的38.77%

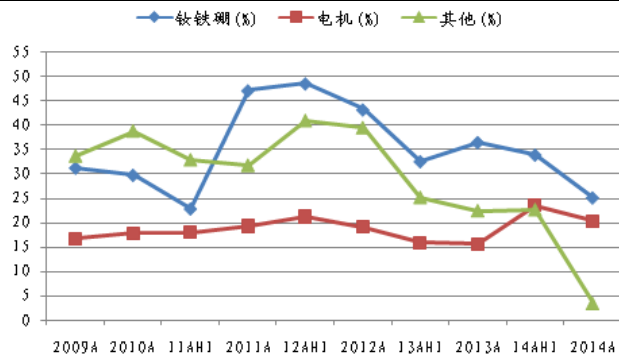
大幅回落至四季度的20.64%，并创近年来的新低。分产品毛利率显示：钕铁硼毛利为25.11%，同比大幅回落11.38个百分点，主要受产品价格下降及行业竞争加剧所致；电机毛利率为20.28%，同比提升4.63个百分点，原因是剥离汽车电机业务后，伺服电机具备较高附加值。与可比公司相比，公司钕铁硼产品总体具备较强的研发实力和竞争力，如14年完成发明专利4项，863课题(低钕、低重稀土烧结稀土永磁关键指标技术)已通过国家科技部技术验收。鉴于15年产品价格总体有望稳中有升，结合公司行业地位，我们预计15年公司盈利能力将提升。

图6：2011-14年公司单季度盈利能力



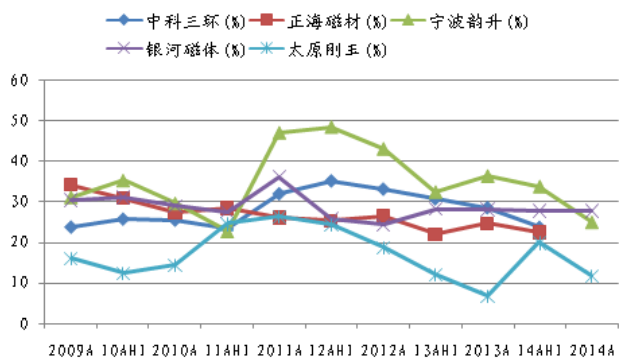
数据来源：Wind，中原证券

图7：2009-14年公司不同产品毛利率



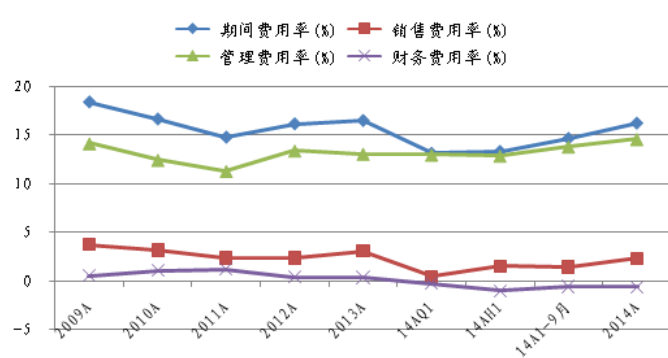
数据来源：Wind，中原证券

图8：2009-14年钕铁硼材料毛利率比对



数据来源：Wind，各公司公告，中原证券

图9：2009-14年公司三项费用率



数据来源：Wind，中原证券

- **期间费用率略有下降 预计15年总体持平。**2014年，公司三项费用合计支出2.34亿元，同比大幅下降33.96%，对应期间费用率为16.28%，较13年的16.55%略降0.27个百分点。具体至分项费用：销售费用3333万元，同比大幅下降49.51%，主要是市场开拓费及专利费用大幅降低，14年为1146万元，而13年为2706万元；管理费用支出2.10亿元，同比降低25%，其中工资性费用为7902万，技术研发费5447万元；财务费用为-949万元，而13年为803万元。预计15年公司业绩将大幅增长，且公司经营运营总体较为稳健，预计15年三项费用率总体基本持平。
- **盈利预测与投资建议。**预测公司2015年与2016年全面摊薄后每股收益分别为0.61元与0.71元，按03月26日22.67元收盘价计算，对应的PE分别为37.33倍与32.09倍。目前估值相对板块较为合理，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：**稀土价格大幅波动；新能源汽车进展低于预期；行业竞争加剧。

盈利预测

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	2138.44	1435.38	1723.60	2231.82
增长比率 (%)	(26.76)	(32.88)	20.08	29.49
净利润 (百万元)	350.16	198.04	312.43	363.46
增长比率 (%)	(22.22)	(43.44)	57.76	16.33
每股收益 (元)	0.68	0.38	0.61	0.71
市盈率 (倍)	33.31	58.90	37.33	32.09

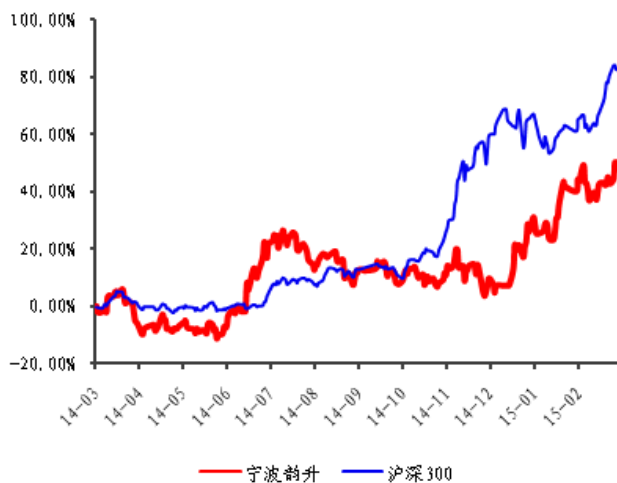
市场数据 (2015年03月26日)

收盘价 (元)	22.67
一年内最高/最低 (元)	23.20/16.15
沪深300指数	3950.00
市净率 (倍)	3.77
流通市值 (亿元)	116.64

基础数据 (2014年12月31日)

每股净资产 (元)	6.01
每股经营现金流 (元)	0.32
毛利率 (%)	27.89
净资产收益率-摊薄 (%)	6.41
资产负债率 (%)	18.77
总股本/流通股 (万股)	51449/51449
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。