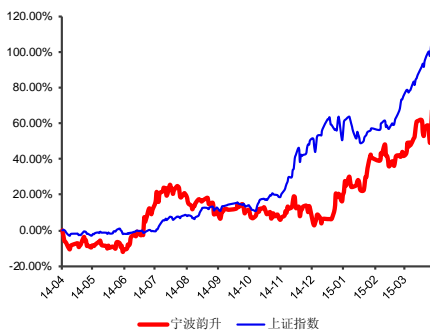


2015年4月20日

评级：强烈推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

宁波韵升（600366）2014 年报点评：
业绩低于预期，15 年看好稀土价格回升-2015/3/30

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。

——宁波韵升（600366）2015 年一季报点评

事件：4月18日宁波韵升发布2015年一季报，公司一季度实现营业收入3.05亿元，同比下降22.15%，归属上市公司净利润1.0亿元，同比增长14.68%，扣非后净利润6723.8万元，同比下降4.87%，基本每股收益0.19元。

点评：

- 一季度是淡季，下游需求仍然疲弱。公司一季度收入同比和环比均出现较大下滑，从上游稀土价格来看，一季度国内稀土价格稳步上升，近期小幅回落，均价较去年同期有所降低，降幅约在10%左右，剔除原料价格下跌影响，公司一季度收入同比下降10%左右，表明下游需求仍然疲弱，未出现明显回暖。
- 投资收益大增导致公司净利润改善明显。一季度公司确认投资净收益5701.7万元，增加3748.5万元，同比增长191.91%，主要因新增加权益法核算单位投资收益。
- 综合毛利率环比有所改善。公司一季度综合毛利率26.4%，同14年下半年相比有明显改善，我们认为考虑到存货因素的影响，公司的毛利率回升可能受益与低价原料。
- 期间费用率明显下降。一季度公司财务费用和管理费用明显下降，在出台股权激励计划后，公司管理层释放业绩动力充足，公司全年业绩完成40%增长已经基本无悬念。
- 重申看好15年稀土价格上涨，钕铁硼磁材下游需求回暖。当前稀土价格仍处在上涨通道之中，虽有短暂回调但不改上涨趋势，我们看好稀土价格上涨的供需和政策因素没有发生变化，因此我们仍然维持对稀土价格看涨的观点。钕铁硼下游新兴应用领域需求也在稳健增长，伴随着稀土价格回升，钕铁硼磁材制造企业毛利率将有所提高。
- 上海电驱动仍然是公司中短亮点。根据工信部统计，2015年1-3月，新能源汽车累计生产2.54万辆，同比增长3倍。电驱动作为

国内自主品牌配套电机系统的主力供应商，全年业绩有充分保障。

- **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 46 倍、38 倍和 31 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**（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	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	66.0	45.7	37.5	31.3
P/B	4.2	4.0	3.8	3.6

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	现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力						税后利润	372.1	220	311	377	449
营业收入	-26.8%	-32.9%	27.0%	12.5%	18.3%	加: 少数股东损益	21.9	22	25	28	31
营业利润	-43.9%	-33.5%	42.5%	22.1%	19.9%	公允价值变动	(0.7)	6	0	0	0
净利润	-22.2%	-43.4%	44.4%	22.0%	19.9%	折旧和摊销	82.7	66.1	41	42	43
获利能力						营运资金的变动	(206.7)	(113)	(3)	(67)	(116)
毛利率(%)	30.9%	27.9%	34.2%	35.3%	35.3%	经营活动现金流	248.1	172	350	352	376
净利率(%)	17.4%	15.3%	17.1%	18.4%	18.5%	短期投资	0.0	0	0	0	0
ROE(%)	11.8%	6.4%	8.8%	10.2%	11.6%	长期股权投资	0.0	0	0	0	0
ROA(%)	11.3%	6.4%	9.4%	10.6%	11.8%	固定资产投资	(152.4)	(197.1)	(26)	(10)	(24)
偿债能力						投资活动现金流	(399.7)	(799)	(26)	(10)	(24)
流动比率	3.16	6.81	7.85	7.73	8.28	股权融资	0.0	0	0	0	0
速动比率	1.96	1.49	2.03	2.37	2.86	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0	0	0	0
资产负债率%	20.4%	16.3%	14.9%	14.9%	14.1%	公司债券发行/(偿还)	0.0	0	0	0	0
营运能力						股利分配	39.6	77	154	103	143
总资产周转率	55.2%	37.6%	46.1%	48.9%	54.7%	计入循环贷款前融资活动	(39.4)	(62.3)	(166.9)	(110.4)	(146.7)
应收账款周转天数	48.2	74.1	63.4	59.5	54.0	循环贷款的增加(减少)	(235.2)	(56)	37	137	(120)
存货周转天数	91.2	170.9	144.6	139.5	125.3	融资活动现金流	(274.7)	(118)	(235)	(182)	(213)
每股指标 (元)						现金净变动额	(444.6)	(745)	88	159	139
每股收益	0.68	0.38	0.56	0.68	0.81						
每股净资产	4.69	5.40	5.77	6.01	6.29						
估值比率											
P/E	37.3	66.0	45.7	37.5	31.3						
P/B	4.4	4.2	4.0	3.8	3.6						

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

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。