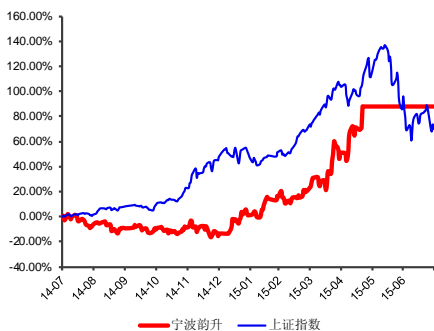


2015年7月31日

——宁波韵升（600366）发行股份购买资产预案点评
评级：推荐（下调）
最近 52 周走势：

相关研究报告：
**宁波韵升(600366)2015年一季报点评：
收入仍下滑，净利润改善明显
-2015/4/20**
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。

事件：公司拟 19.88 元/股的价格向汇源香港发行 1510 万股，收购磁体元件、高科磁业各 25% 的权益，作价 3 亿元；拟向杨金锡、刘晓辉等 10 名交易对手发行 634 万股，购买盛磁科技 70% 的股权，作价 1.3 亿元。上述收购共计作价 4.3 亿元，发行 2144.4 万股，全部以股权支付。

点评：

- **本次收购完成后，公司钕铁硼主业盈利能力将得到加强，同时下游应用得以拓展。**本次收购表明了公司战略上继续做大做强钕铁硼稀土永磁材料主业的意图。磁体元件和高科磁业均是公司占股 75% 控股子公司，收购完成后将成为全资子公司，有助于增强公司盈利能力。北京盛磁科技的钕铁硼产品是空心杯永磁电机的重要材料，收购后公司将得以拓展下游新领域，增强协同效应。按照磁体元件和盛磁科技的盈利承诺，当前收购对应 16 年承诺净利润 PE 约 10 倍。高科磁业由于原生产基地搬迁对业务进行了重组，将原有的主要生产业务剥离给磁体元件，按照 PB 进行估值，约 1.13 倍，估值水平基本合理。
- **盛磁科技是本次收购主要亮点，公司将借力拓展微特电机磁材市场。**盛磁科技成立于 1993 年，旗下拥有北京、青岛两公司，磁材产能 2000 吨。盛磁是细分领域的知名企业，在超薄壁型产品精密加工，高防腐表面处理 and 异型产品加工领域有独特专长，是国内空芯杯振荡电机磁钢、扁平电机磁钢的领先者。公司主产的高剩磁、高矫顽力和高耐温产品，是变频电机、汽车自动化电机、工业电机企业的优秀供应商，在办公自动化(OA)设备、飞行器驱动、高倍率光驱的随动控制、机床伺服电机等领域有广泛应用。收购后，盛磁和宁波韵升的业务将得到了互补，产品和渠道协同效应显著，有了盛磁的技术和工艺积累，公司有望在微特电机领域取得更大进展，特别是在汽车微特电机和工业机器人伺服电机等市场容量巨大的领域获得先发优势，为公司打造新的增长看点。

- **磁体元件和高科磁业业务整合后有助于盈利能力提升，但增长还要看要在 VCM 磁钢以外的开拓进展。**高科磁业在向磁体元件剥离主营业务后，磁体元件公司业务范围将从 VCM 磁钢生产扩展至汽车、空调、磁共振和音响电机等，业务能更加集中。磁体元件的 VCM 磁钢主要向两家国外主要的高端硬盘厂商供货，盈利能力较强，但随着固态硬盘的崛起，我们预计 VCM 磁钢需求的萎缩不可避免，因此磁体元件未来增长还要看其他领域拓展情况。
- **全股权支付表明交易对手对公司未来发展信心。**不同于常见的现金+股权的收购模式，本次收购采取了纯股权收购的方式，表明了交易对手对公司未来发展的信心。
- **大洋电机收购上海电驱动后，公司未来投资收益可观。**6月3日，公司公告大洋电机将作价 35 亿收购上海电驱动，对公司 26.46% 的股权支付现金对价 2.22 亿元及股权（定增）对价 7.04 亿元（约 1.11 亿股）。收购后二者在业务上的互补整合将使得大洋电机在新能源汽车驱动电机及系统领域成为当之无愧的霸主，随着国内新能源汽车市场的持续爆发，大洋电机业绩的高增长确定性高，估值提升空间大，公司持有 1.11 亿股大洋电机股权收益空间大。
- **下调至“推荐”评级。**不考虑对上海电驱动投资收益及本次收购带来的盈利增厚，维持公司 2015~2017 年盈利预测，由于股权激励摊薄每股收益为 0.53 元、0.65 元、0.78 元，市盈率分别为 66 倍、54 倍和 45 倍。若 2016 年确认电驱动股权收益及完成本次收购，全面摊薄后预计 2015-2017 年每股收益为 0.53 元、0.70 元、0.83 元，PE 分别为 66、50、42 倍。考虑近期市场大幅下跌，相关磁材类公司估值已经大幅下降，公司估值优势已经不明显，我们下调公司评级至“推荐”。
- **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)	0.37	0.53	0.65	0.78
P/E	94.8	65.6	53.8	44.9
P/B	6.1	5.8	5.5	5.2

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)	0.65	0.37	0.53	0.65	0.78	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
主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	少数股东权益	113.2	107	132	160	191
成长能力						股东权益	3,084.0	3,199	3,367	3,569	3,810
营业收入	-26.8%	-32.9%	27.0%	12.5%	18.3%	负债和股东权益	3,875.4	3,821	3,958	4,193	4,435
营业利润	-43.9%	-33.5%	42.5%	22.1%	19.9%						
净利润	-22.2%	-43.4%	44.4%	22.0%	19.9%						
获利能力						现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率(%)	30.9%	27.9%	34.2%	35.3%	35.3%	税后利润	372.1	220	311	377	449
净利率(%)	17.4%	15.3%	17.1%	18.4%	18.5%	加: 少数股东损益	21.9	22	25	28	31
ROE(%)	11.8%	6.4%	8.8%	10.2%	11.6%	公允价值变动	(0.7)	6	0	0	0
ROA(%)	11.3%	6.4%	9.4%	10.6%	11.8%	折旧和摊销	82.7	66.1	41	42	43
偿债能力						营运资金的变动	(206.7)	(113)	(3)	(67)	(116)
流动比率	3.16	6.81	7.85	7.73	8.28	经营活动现金流	248.1	172	350	352	376
速动比率	1.96	1.49	2.03	2.37	2.86	短期投资	0.0	0	0	0	0
资产负债率%	20.4%	16.3%	14.9%	14.9%	14.1%	长期股权投资	0.0	0	0	0	0
营运能力						固定资产投资	(152.4)	(197.1)	(26)	(10)	(24)
总资产周转率	55.2%	37.6%	46.1%	48.9%	54.7%	投资活动现金流	(399.7)	(799)	(26)	(10)	(24)
应收账款周转天数	48.2	74.1	63.4	59.5	54.0	股权融资	0.0	0	0	0	0
存货周转天数	91.2	170.9	144.6	139.5	125.3	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0	0	0	0
每股指标 (元)						公司债券发行/(偿还)	0.0	0	0	0	0
每股收益	0.65	0.37	0.53	0.65	0.78	股利分配	39.6	77	154	103	143
每股净资产	4.51	5.19	5.55	5.78	6.05	计入循环贷款前融资活动	(39.4)	(62.3)	(166.9)	(110.4)	(146.7)
估值比率						循环贷款的增加(减少)	(235.2)	(56)	37	137	(120)
P/E	53.6	94.8	65.6	53.8	44.9	融资活动现金流	(274.7)	(118)	(235)	(182)	(213)
P/B	6.3	6.1	5.8	5.5	5.2	现金净变动额	(444.6)	(745)	88	159	139

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。