

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

业绩符合预期 多点共振促 16 年业绩持续增长

——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：2016 年 04 月 01 日

报告关键要素：

2015 年，公司业绩符合预期。15 年营收总体基本持平，净利润增长主要源自伺服电机产品放量，以及投资和理财收益大幅增加。16 年公司主营业务增长确定，主要基于并购将切实提升公司钕铁硼磁材业绩和行业地位、稀土价格将企稳回升和新能源汽车为代表的需求将持续增长，以及伺服电机产品将持续放量。预测公司 2016-17 年全面摊薄后每股收益分别为 0.95 元与 0.80 元，按 03 月 31 日 19.76 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 20.84 倍与 24.69 倍。目前估值相对板块较为合理，维持“增持”投资评级。

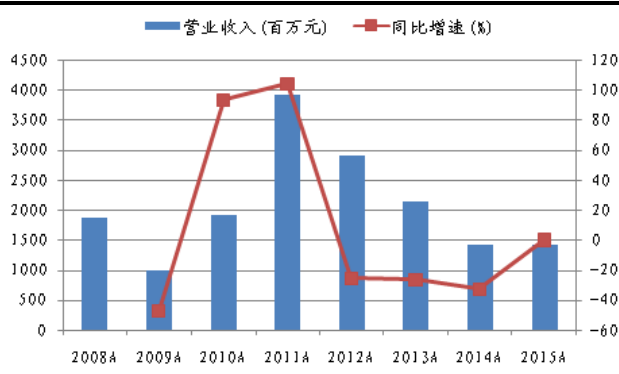
事件：

- **宁波韵升(600366)公布2015年年报。**2015 年，公司实现营业收入 14.36 亿元，同比略增 0.01%；实现营业利润 3.49 亿元，同比大幅增长 45.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.41 亿元，同比大幅增长 72.00%，基本每股收益 0.66 元；利润分配预案为拟 10 股派发现金红利 2.0 元(含税)。

点评：

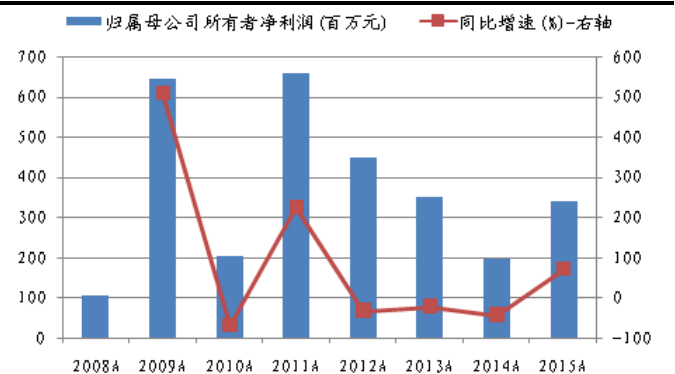
- **15 年营收基本持平 净利润大幅增长。**2015 年公司实现营收 14.36 亿元，较 14 年基本持平；净利润为 3.41 亿元，同比大幅增长 72.00%，净利润大幅增长主要是伺服电机产品销量大幅增长，以及公司投资和理财收益大幅增加。2015 年，公司实现投资净收益 18193 万元，同比大幅增长 94.97%，其中权益法核算的长期股权投资收益为 10773 万元；营业外收入 5395 万元，同比增幅为 123.02%，其中政府补助 4302 万元；资产减值损失 1509 万元，其中存货跌价损失 1519 万元。

图1：2008-15年公司营业收入及增速



数据来源：Wind，中原证券

图2：2008-15年公司净利润及增速

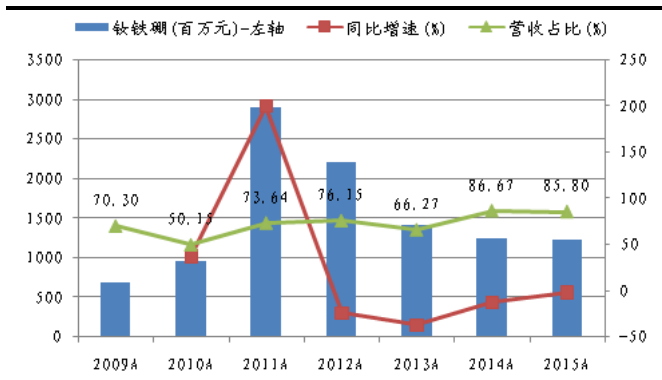


数据来源：Wind，中原证券

钕铁硼业务业绩持续下滑 预计16年将增长。2011年以来，公司主营产品钕铁硼磁材业绩持续下滑，其中2011年业绩为近年来的高点，11年实现营收29.02亿元，15年则降至12.32亿元，同比略降0.99%，

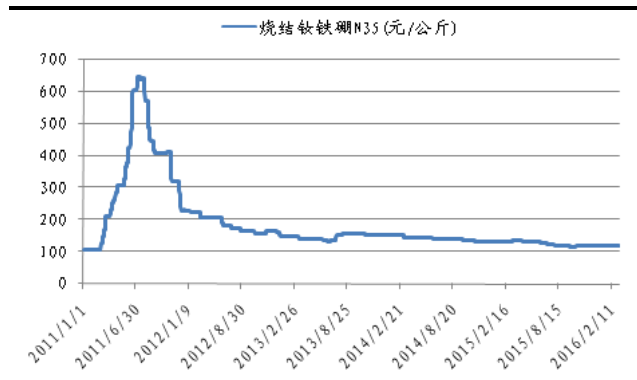
营收占比为85.80%。11年来，钕铁硼磁材业绩持续下滑主要受上游稀土原材料价格持续下滑致钕铁硼产品价格下降，其中15年公司钕铁硼磁材销量1619吨，同比增长4.02%，显示产品均价持续下滑。预计16年公司钕铁硼磁材业绩将止跌恢复增长，主要基于如下三点：

图3：2009-15年公司磁材产品营收、增速及占比



数据来源：Wind，中原证券

图4：2011-16年烧结钕铁硼N35价格曲线

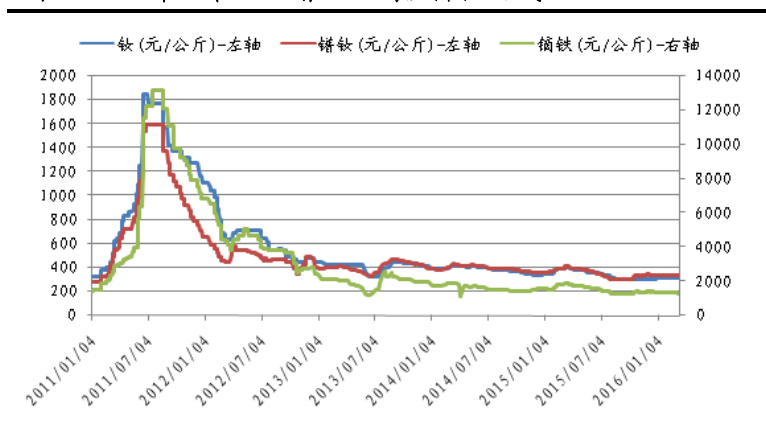


数据来源：百川资讯，中原证券

一是整合有助于提升公司钕铁硼磁材业绩和行业地位。目前，我国钕铁硼产品全球市场占比约80%，为全球烧结钕铁硼生产大国，但行业产能总体过剩，据行业协会统计：我国烧结稀土永磁材料产能40万吨，而需求仅为12万吨，大部分钕铁硼企业产品位于中低端，行业同质化竞争日益明显，行业整合趋势显现。

为此，15年公司以4.26亿元总价完成了发行股份收购相关标的资产：一是向汇源香港发行1510.21万股，收购其所持有的磁体元件、高科磁业两家控股子公司25%的少数股东权益；二是向杨金锡、刘晓辉等10名对象发行634.21万股收购其持有的盛磁科技70%的股权。盛磁科技主营产品为烧结钕铁硼，核心产品为空心杯磁钢，主要用于永磁微电机，下游应用领域涵盖智能手机、无人飞机、航模飞行器、汽车EPS、数码试听设备等，15年盛磁科技毛坯年产能1500吨；2014年全国空心杯永磁微电机应用领域的市场需求量约2亿元，盛磁科技在这一细分市场的占有率已超过1/3，可见并购后公司产品应用领域进一步延伸。

图5：2011年以来钕、镨钕及镝铁价格曲线



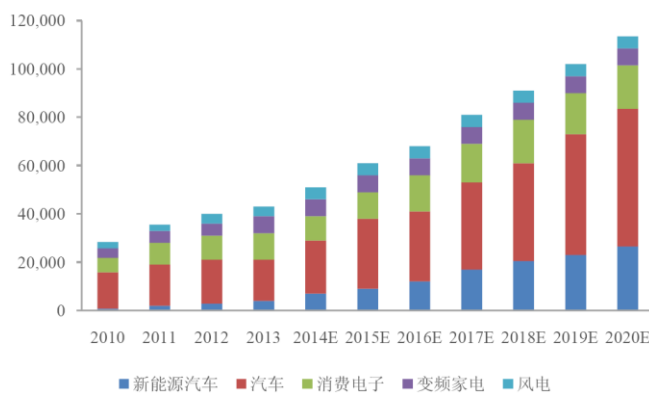
数据来源：Wind，中原证券

二是上游稀土原材料价格将止跌回升。稀土价格在2011年创历史新高，近年来持续下滑，但已呈现企稳的迹象，预计16年稀土原材料价格将止跌回升，主要逻辑在于稀土属于战略稀缺性资源，目前价格与其地位不符；其次是国家正加大违规稀土的整治力度，且稀土集团整合正有序推进中，二者

的效果也将逐步体现；第三是不排除国家出台稀土收储的相关政策。16年3月30日，国家发展改革委会同有关部门组织召开了稀土企业商业储备动员大会，会议明确了稀土商业储备的原则，标志稀土行业企业层面的供给侧结构性改革进入实质性阶段，未来不排除出台国家层面的稀土收储或相关改革措施，从而推动稀土行业持续健康发展。

三是部分下游需求将持续高增长。稀土钕铁硼材料下游应用领域广泛，特别是高性能稀土钕铁硼广泛用于节能环保领域和新能源领域，其中新能源汽车领域需求将持续高增长。2015年，我国新能源汽车产量为37.9万辆，同比大幅增长351%，受国家政策推动、新能源汽车产品丰富，以及我国自主新能源汽车品牌崛起等多因素影响，预计16年我国新能源汽车仍将持续高增长，全年产量预计将超过50万辆。15年公司汽车磁钢市场开拓取得重大成效，已进入主流供应商，预计市场份额将持续增长，同时入股大洋电机后的协同效应也有助于提升公司在新能源汽车领域的应用。

图6：2010-20年全球高性能钕铁硼行业需求(吨)



数据来源：公司公告，中原证券

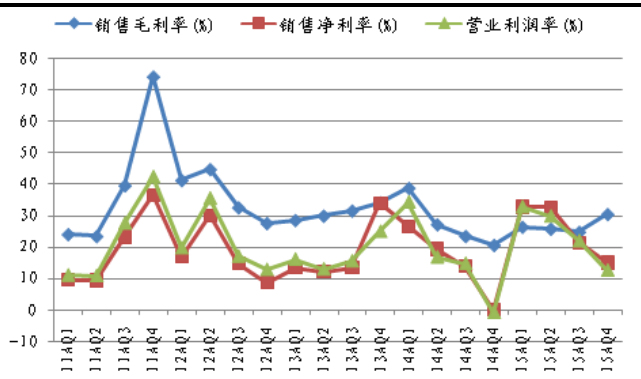
伺服电机业务步入收获期 预计16年增长延续。2015年，公司伺服电机实现营业收入3940万元，同比大幅增长85.70%，业绩增长主要是近年来公司积极研发伺服电机及伺服驱动器相关产品，并逐步被市场认可，全年销售6444台伺服电机，同比大幅增长65%。目前，公司已成功将12个系列、87种规格的伺服电机推向市场，产品广泛用于数控机床、风机、空气压缩机、冲压机床、压铸机等领域，市场前景广阔，预计16年伺服电机业务业绩将持续增长。

16年公司主营业务业绩增长确定。总体而言，公司为国家高新技术企业，自1995年以来专业从事稀土永磁材料的研发、制造和销售，15年完成对盛磁科技的重组后，目前公司拥有宁波、包头、北京及青岛四个生产基地，且坯料生产、机械加工及表面处理能力进一步提升，合计坯料年产能增至8000吨。公司发行股份购买资产有助于切实提升公司钕铁硼磁材的业绩和行业地位，而稀土原料价格企稳回升也将有助于钕铁硼业务释放业绩，伺服电机新产品入市也将有助于提升公司业绩。另外，公司参与大洋电机发行股份及支付现金购买资产并签署了相关交易协议，大洋电机拟购买公司所持有的上海电驱动的股份(持股占比26.46%)，其中支付现金对价2.2亿元，及股权对价1.13亿股大洋电机股份，该交易已于16年2月4日完成。

- **盈利能力回落 预计16年将提升。**2015年，公司销售毛利率为26.72%，同比回落1.17个百分点，而季度毛利率现实：14年一季度以来，公司毛利率经历了下滑-回升过程，其中14年第四季度为低点，15年以来总体趋势为稳中略升，其中第四季度为30.46%。分产品毛利率显示：钕铁硼毛利为24.89%，同比略降0.22个百分点，主要是上游稀土原料价格下行致产品价格下滑；电机毛利率为32.37%，较14年的20.28%大幅提升12.09个百分点，原因是伺服电机具备较高附加值。公司长期注重研发投入和技术创新，15年公司研发投入5116万元，在公司营收中占比为3.85%；至15年底，公司依靠自主

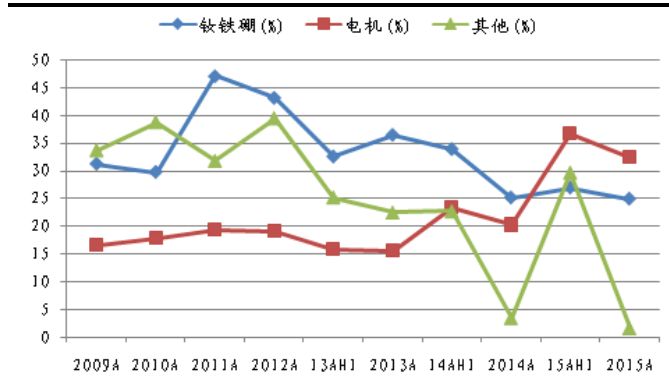
研发获得54项发明专利、64项实用新型与外观设计专利，并先后承担完成两个国家863项。总体而言，公司在钕铁硼材料领域具备一定行业地位，16年上游稀土原材料价格有望止跌回升，且伺服电机产品具备较高附加值，预计16年公司盈利能力将提升。

图7：2011-15年公司单季度盈利能力



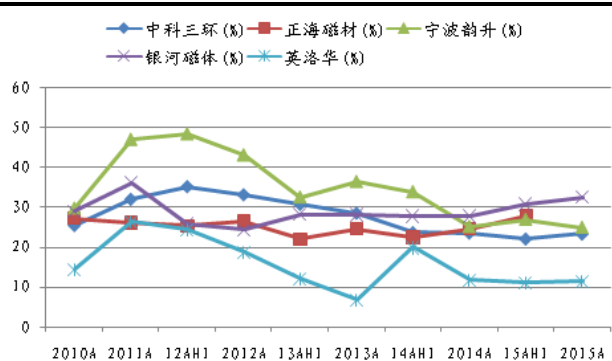
数据来源：Wind，中原证券

图8：2009-15年公司不同产品毛利率



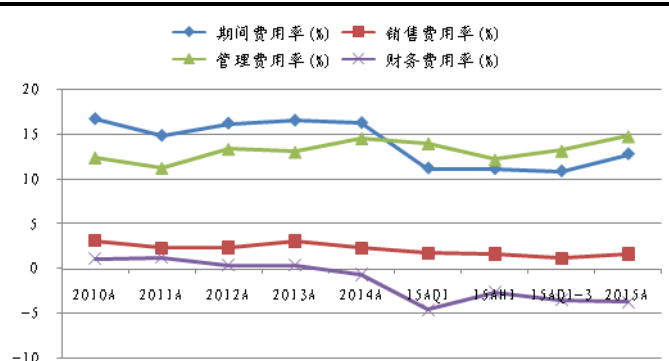
数据来源：Wind，中原证券

图9：2010-15年钕铁硼材料毛利率对比



数据来源：Wind，各公司公告，中原证券

图10：2009-15年公司三项费用率



数据来源：Wind，中原证券

- **期间费用率大幅回落 预计16年总体持平。**2015年，公司三项费用合计支出1.84亿元，同比大幅下降21.31%，对应期间费用率为12.81%，较14年的16.28%大幅回落3.47个百分点。具体至分项费用：销售费用2408万元，同比大幅下降27.73%，下降原因一方面是客户结构变化致销售佣金同比下降，同时运输费用同比下降；管理费用支出2.13亿元，同比略增1.50%，其中职工薪酬9669万元，技术研发费为5116万元；财务费用为-5323万元，较14年同期减少支出4373万元，一方面利息收入同比增加1681万元，同时人民币汇率贬值使汇兑收益增加2432万元。预计16年公司业绩将增长，且公司经营运营总体较为稳健，预计16年三项费用率总体持平。
- **盈利预测与投资建议。**预测公司2016年与2017年全面摊薄后每股收益分别为0.95元与0.80元，按03月31日19.76元收盘价计算，对应的PE分别为20.84倍与24.69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

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1435.38	1435.59	1720.06	2135.17
增长比率(%)	(32.88)	0.01	19.82	24.13
净利润(百万元)	198.04	340.62	527.66	445.24
增长比率(%)	(43.44)	72.00	54.91	(15.62)
每股收益(元)	0.36	0.61	0.95	0.80
市盈率(倍)	55.52	32.28	20.84	24.69

市场数据 (2015年03月31日)

收盘价(元)	19.76
一年内最高/最低(元)	35.09/13.28
沪深300指数	3218.09
市净率(倍)	3.08
流通市值(亿元)	101.66

基础数据 (2015年12月31日)

每股净资产(元)	6.42
每股经营现金流(元)	0.38
毛利率(%)	26.72
净资产收益率-摊薄(%)	9.54
资产负债率(%)	25.24
总股本/流通股(万股)	55642/51450
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。

免责声明

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。