

永磁产品匠心独“韵”，电机与投资业务步步高“升”

——宁波韵升（600366）深度报告

2017年01月23日

强烈推荐/首次

宁波韵升 | 深度报告

报告摘要：

公司永磁产品近年毛利率在 25% 左右，对业绩贡献明显。预计 2017 年，其下游电机和移动智能终端对永磁需求至少为 3.5 万吨，进一步增厚业绩。

- ◆ 按高端空调压缩机实际渗透率 40%、钕铁硼磁体 0.2 千克/台空调测算，2016 年钕铁硼需求约为 0.4 万吨，预计未来 5 年总需求约为 4 万吨。
- ◆ 按直驱永磁式风电机组使用钕铁硼永磁材料 0.67 吨/兆瓦测算，2016 年钕铁硼需求约为 1 万吨，预计 2017 年需求约为 1.4 万吨。
- ◆ 按钕铁硼材料 0.25 千克/EPS 测算，钕铁硼潜在市场空间约 4500 吨。
- ◆ 按钕铁硼永磁 20 克/部手机测算，钕铁硼年平均需求量至少 1 万吨。公司产品供货苹果公司，在其产品中的声音通道领域的占有率大。
- ◆ 公司 VCM 市占率接近 25%，受益于硬盘上不断增加的应用、个人数据云储存的需求和中国企业对日本企业的替代，VCM 未来增长仍然可观。

公司伺服电机 2015 年以来毛利率高于 30%，预计未来三年产销量增速有望保持在 80%-100%。伺服电机业务始于 2014 年，毛利率高，增速快。公司投资收益逐年上涨，2016 年前三季度实现投资收益 8.58 亿，同比增长 437%，主要因其出售所持有的上海电驱动 26.46% 股份。公司的投资模式有两种：一种是直接投资，另一种是通过投资平台间接投资。

公司盈利预测及投资评级。我们预计未来随着稀土价格的上涨和海外市场的好转，钕铁硼产品销量和投资业务盈利将稳步增长，伺服电机业绩逐步释放，公司净利润将进一步上升。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 15.12 亿元、19 亿元和 24.33 亿元，每股收益分别为 1.64 元 0.82 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 11X、23X 和 20X；我们给予公司 6 个月目标价 26.24 元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：稀土价格大幅下跌，投资收益波动大。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,435.38	1,435.59	1,512.07	1,900.06	2,433.90
增长率(%)	-32.88%	0.01%	5.33%	25.66%	28.10%
净利润(百万元)	219.61	368.17	911.52	456.21	506.93
增长率(%)	-43.44%	72.00%	167.61%	-49.95%	11.12%
净资产收益率(%)	6.41%	9.54%	21.27%	10.01%	10.42%
每股收益(元)	0.38	0.66	1.64	0.82	0.91
PE	48.38	28.13	11.39	22.75	20.48
PB	3.10	2.90	2.42	2.28	2.13

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

郑岗钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：刘岗

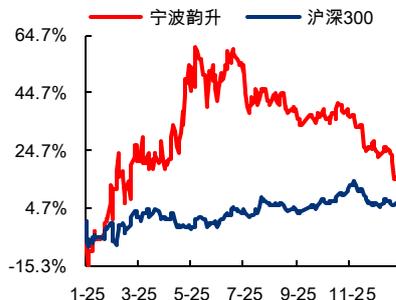
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	18.62-15.71
总市值(亿元)	103.8
流通市值(亿元)	98.5
总股本/流通 A 股(万股)	55749/52899
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	3.47

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 公司专注稀土永磁材料业务，研发能力强	4
1.1 专注稀土永磁材料，收购延伸下游应用领域	4
1.2 专注研发，海外市场广阔	6
2. 稀土价格、投资业务和主要产品产销量拉动公司业绩	6
2.1 稀土价格稳中有升带动公司业绩上升	7
2.1.1 稀土“十三五”规划正式出台，行业整合进入新阶段	7
2.1.2 历次收储均带来稀土价格水平不同程度的上升	8
2.1.3 政府加大打黑力度，稀土供给减少，价格进一步上升	9
2.2 转让上海电驱动股份使投资收益大幅增长	9
2.3 钕铁硼产品是未来发展趋势，伺服电机毛利率高且增速快	9
2.3.1 稀土永磁材料迎来发展黄金时期，国内少数企业竞争各有侧重	9
2.3.2 钕铁硼产品毛利率高，伺服电机毛利率高且增速快	10
3. 钕铁硼下游应用集中在电机、移动智能终端和 VCM 领域	11
3.1 电机磁钢市场空间巨大	11
3.1.1 变频空调压缩机向钕铁硼转回将是未来趋势	11
3.1.2 直驱永磁式风电机组市场空间巨大	12
3.1.3 电动助力转向系统和新能源汽车有望显著增加钕铁硼永磁体需求	14
3.2 公司新设立移动智能终端磁钢事业部，供货苹果公司市场需求大	15
3.3 公司 VCM 业务已步入成熟期，市占率接近 25%	16
4. 公司投资模式成熟，投资收益逐年上升	18
5. 盈利预测及估值	19
6. 投资评级	20
7. 风险提示	20

表格目录

表 1: 稀土行业整合	7
表 2: 历次收储情况	8
表 3: 2016 年 12 月收储情况	8
表 4: 转让上海电驱动股份交易详情（万元）	9
表 5: 第一、二、三代稀土永磁材料比较	10
表 6: 钕铁硼主要下游领域的需求增速	11
表 7: 变频空调器与定频空调器比较	11
表 8: 永磁直驱式与双馈式风机的比较	13
表 9: 预计公司未来钕铁硼永磁材料需求（兆瓦）	14
表 10: HPS 与 EPS 性能比较	14
表 11: 磁体元件未来 VCM 产量和营收预计	17
表 12: 宁波韵升旗下子公司业绩承诺完成情况一览（万元）	19

表 13: 公司收入预测表	19
表 14: 同类型上市公司市盈率比较表	19
表 15: 公司盈利预测表	21

插图目录

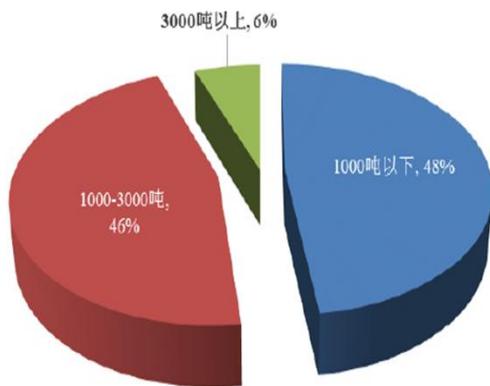
图 1: 国内钕铁硼产业集中度	4
图 2: 中科三环、宁波韵升和正海磁材年坯料产能	4
图 3: 宁波韵升发展历程	4
图 4: 宁波韵升主营产品	5
图 5: 宁波韵升股权结构	5
图 6: 研发投入占营业收入比重	6
图 7: 研发人员数量占公司职工人数比例	6
图 8: 公司海内外营业收入占比	6
图 9: 国内企业获得日立专利授权	6
图 10: 钕铁硼成本构成	7
图 11: 钕铁硼平均出口单价与金属钕平均单价	7
图 12: 2015 年以来氧化钕价格	7
图 13: 2015 年以来氧化镨钕价格	7
图 14: 伺服电机毛利率	10
图 15: 钕铁硼毛利率	10
图 16: 2014-2020 年全球高性能钕铁硼行业需求 (吨)	11
图 17: 钕铁硼下游主要应用领域	11
图 18: 钕铁硼在变频空调中的应用 1	12
图 19: 钕铁硼在变频空调中的应用 2	12
图 20: 全球风电装机容量 (万千瓦)	13
图 21: 中国风电装机容量	13
图 22: 钕铁硼在汽车中的应用	14
图 23: 2012 年以来手机出库量 (万台)	16
图 24: 苹果产品销量 (万台)	16
图 25: VCM 电机 1	16
图 26: VCM 电机 2	16
图 27: VCM 磁钢生产流程 (以磁体元件为例)	17
图 28: 投资模式一	18
图 29: 投资模式二	18
图 30: 公司投资收益 (万元) 和增长率	18
图 31: 公司投资收益占净利润比例	18

1. 公司专注稀土永磁材料业务，研发能力强

1.1 专注稀土永磁材料，收购延伸下游应用领域

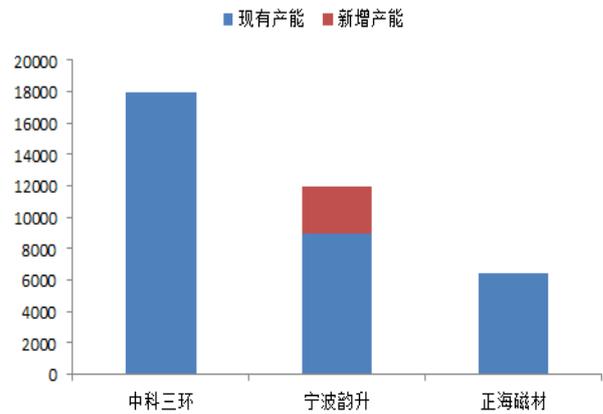
公司专业从事稀土永磁材料的研发、制造和销售，在宁波、包头、北京及青岛拥有四个生产基地，目前拥有年产坯料约 9,000 吨的生产能力，预计 17 年底包头强磁完成搬迁扩建后，产能将达到 12,000 吨。

图 1：国内钕铁硼产业集中度



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：中科三环、宁波韵升和正海磁材年坯料产能



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

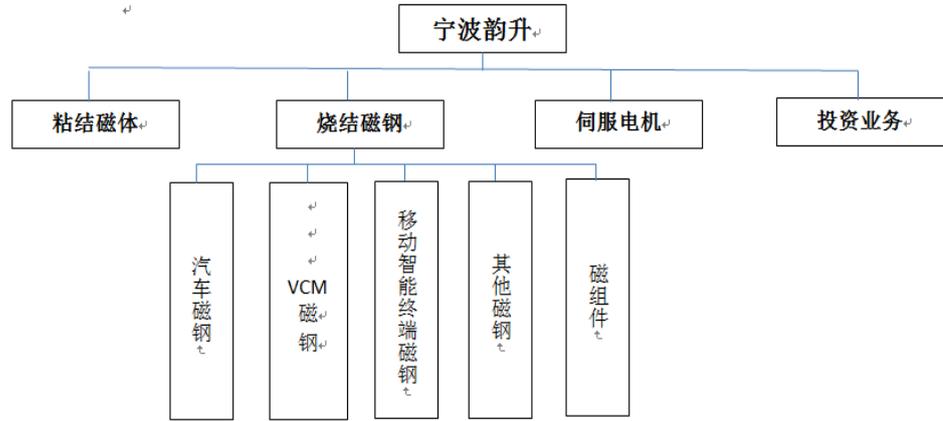
公司剥离传统低端产业，专注稀土永磁材料产业，充分利用资本市场平台，做强做大稀土永磁材料产业，投资关联度不高的产业。公司将优先发展与现有产业关联度较高且能形成协同效应的产业；对关联度不高的产业，将有选择性地开展探索性尝试，利用资金优势，继续加大股权投资业务。

图 3：宁波韵升发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：宁波韵升主营产品

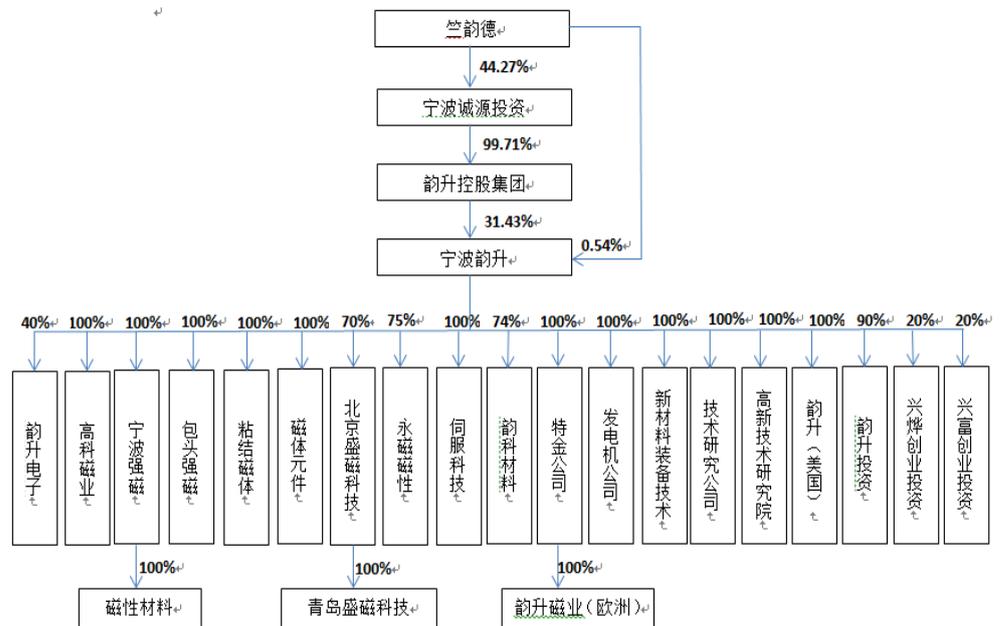


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2015 年，公司以发行股份购买资产的方式收购磁体元件、高科磁业各 25% 的少数股东权益；以发行股份购买资产的方式收购盛磁科技 70% 的股权。交易完成后，公司将对磁体元件和高科磁业全资控股，并获得盛磁科技 70% 的股权。

磁体元件和高科磁业的钕铁硼材料将进一步拓展公司下游应用领域，盛磁科技的钕铁硼产品是空心杯永磁微电机的重要材料，与公司有极强的互补性。磁体元件和高科磁业主要用于 VCM、汽车、空调、音响和医疗等领域，盛磁科技的钕铁硼产品是空心杯永磁微电机的重要材料，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广泛应用。

图 5：宁波韵升股权结构

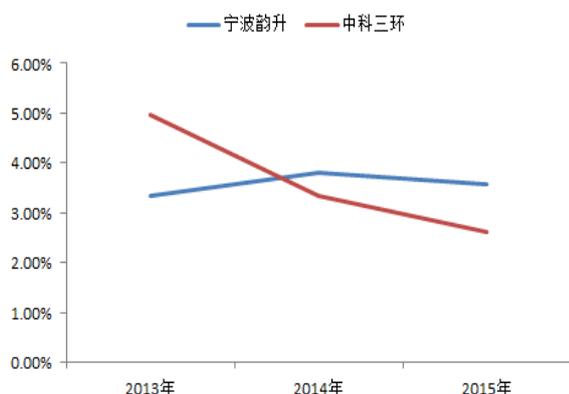


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 专注研发，海外市场广阔

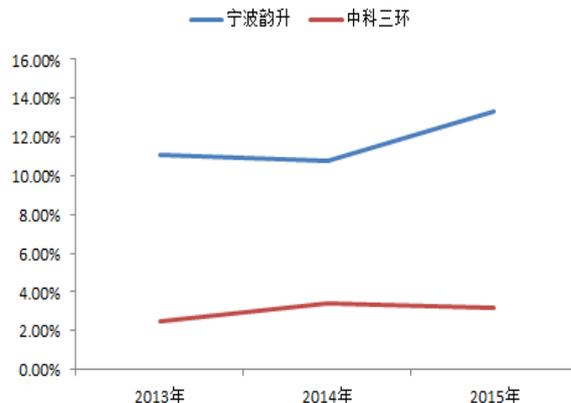
公司专注研发，科研成果突出。截至 2015 年年底，公司获得 54 项发明专利、64 项实用新型与外观设计专利，承担完成两个国家 863 项目，荣获国家科学技术进步二等奖、浙江省科学技术进步一等奖，高性能稀土永磁材料产业化项目被评为国家重大科技成果转化项目，YUNSHENG 牌钕铁硼稀土永磁材料被认定为浙江省名牌产品。

图 6：研发投入占营业收入比重



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

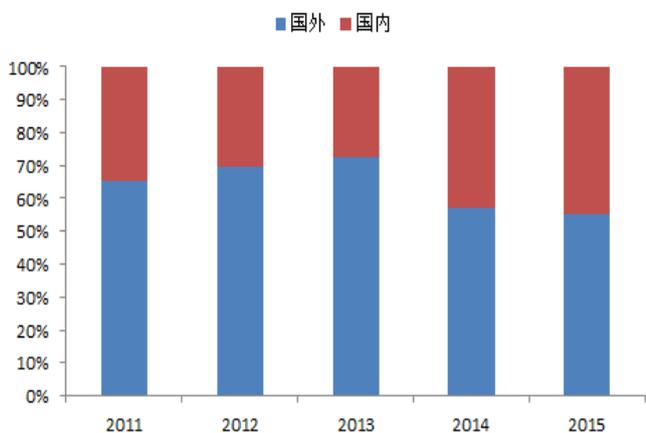
图 7：研发人员数量占公司职工人数比例



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司是日立金属专利授权单位，约有 60% 产品直接或间接进入国际市场，海外市场广阔。公司是较早获得日立金属专利授权的单位，海外客户多，产销量增长迅速，有利于优化产品结构，增强盈利能力。

图 8：公司海内外营业收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 9：国内企业获得日立专利授权



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

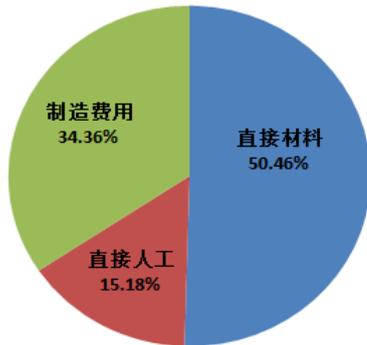
2. 稀土价格、投资业务和主要产品产销量拉动公司业绩

预计 2016 年公司实现净利润较上年同期增长不低于 130%，稀土价格、投资业务和主要产品产销量拉动公司业绩。公司 2016 年前三季度业绩大增，实现营业收入 11.28 亿，同比增长 1.71%，实现净利润 7.76 亿，同比增长 158.83%。

2.1 稀土价格稳中有升带动公司业绩上升

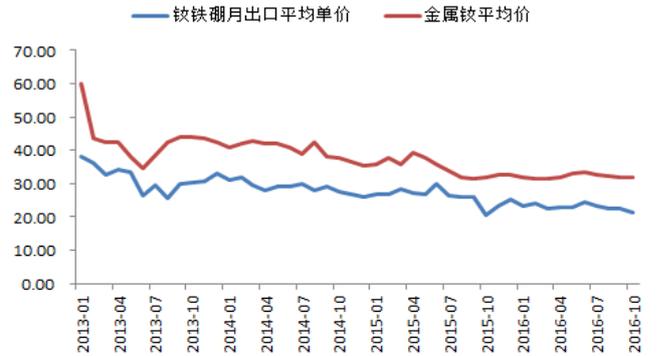
钕铁硼销售价格与稀土价格走势存在正相关，公司一般备有 2-3 个月的原材料库存，原材料价格上涨使公司库存升值。稀土作为主要原材料，约占钕铁硼生产成本的 50%，其价格走势与钕铁硼销售价格走势基本一致。

图 10：钕铁硼成本构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

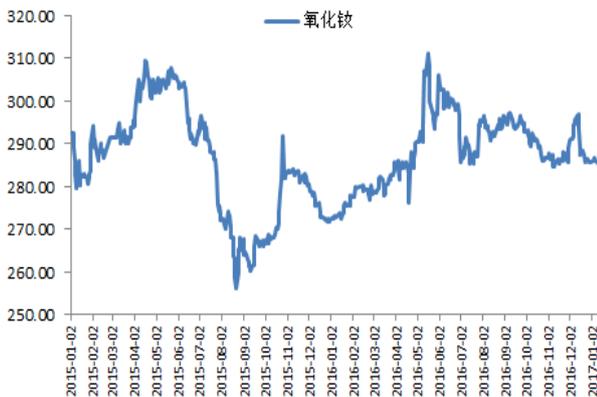
图 11：钕铁硼平均出口单价与金属钕平均价



资料来源：WIND，东兴证券研究所

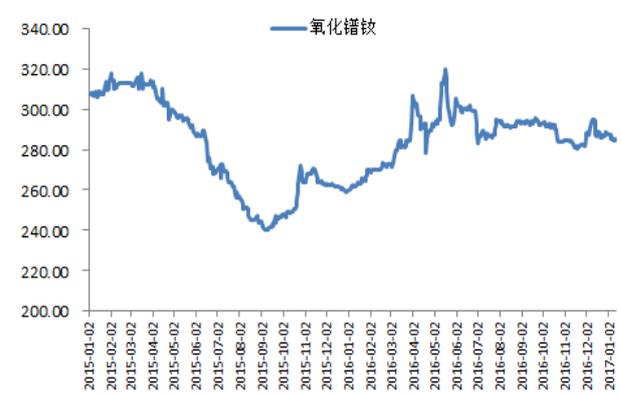
受益于供给侧改革，稀土价格稳中有升，增厚公司业绩，预计未来稀土价格将继续上升。稀土价格于 2015 年跌入低谷，政府打击非法开采、关停重污染企业以整合稀土行业，并对稀土进行收储，深化稀土行业供给侧改革，稀土价格上升，近期氧化钕、氧化镨钕价格相对于 2015 年低点已经分别上涨 9.3% 和 18.7%。

图 12：2015 年以来氧化钕价格



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 13：2015 年以来氧化镨钕价格



资料来源：WIND，东兴证券研究所

2.1.1 稀土“十三五”规划正式出台，行业整合进入新阶段

稀土“十三五”规划出台，要求重点企业高端稀土材料市场占有率从 25% 提升至 50%，初级原料出口占比从 57% 降至 30%，行业利润率从 5.8% 提升至 12%。政府一直致力于稀土行业的整合，随着大集团主导格局的形成，行业零、散、乱现状有望彻底改变。

表 1：稀土行业整合

时间	事件
2011年	《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》要求支持大企业以资本为纽带，通过联合、兼并、重组等方式，大力推进资源整合，大幅度减少稀土开采和冶炼分离企业数量，提高产业集中度，基本形成以大型企业为主导的行业格局
2011年	内蒙古自治区人民政府办公厅印发了《内蒙古自治区稀土上游企业整合淘汰工作方案》，明确了自治区内除由包头钢铁（集团）有限公司以外的稀土采选、冶炼分离企业均属本次整合淘汰企业范围
2013年	工信部等部门发布《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，推动稀土行业整合
2014年	以《大型稀土企业集团组建工作指引》为指导，中国稀有稀土相对控股，盛和稀土作为第二大股东，各方共同设立中铝四川稀土有限公司作为整合平台，遵循市场化原则，整合四川省的稀土矿山和冶炼分离企业
2015年	国土资源部发布通知，中国五矿、中国铝业公司、包头钢铁（集团）有限责任公司、厦门钨业股份有限公司、赣州稀土集团有限公司、广东省稀土产业集团有限公司 6 家稀土集团整合重组方案已经有关部门批准
2016年	以六大稀土集团主导市场的格局基本形成
2016年	稀土“十三五”规划出台，明确指出到 2020 年底，六大稀土集团完成对全国所有稀土开采、冶炼分离、资源综合利用企业的整合
2016年	*ST 五稀 12 月 30 日公告称，中国五矿以五矿稀土集团为平台组建大型稀土企业集团工作通过验收。至此，中铝公司、北方稀土、厦门钨业、广东稀土、南方稀土、中国五矿 6 家大型稀土集团已全部完成组建

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2.1.2 历次收储均带来稀土价格水平不同程度的上升

历次收储均带来稀土价格水平不同程度的上升。自 2016 年 6 月 7 日的第一轮稀土国储流标后，发改委继续召开会议继续商讨收储事宜，或征求各方意愿和底价，12 月 13 日，国储首批稀土招标落地，成交价格均在当前市价附近。

表 2：历次收储情况

时间	事件
2012 年	氧化镨 50 吨、氧化钇 1500 吨、氧化镱 300 吨、氧化铽 6 吨
2014 年	收储总量为 1 万吨，其中计划收储氧化镨钆 4 00 吨，氧化镱 1200 吨，铽 50 吨，镨 500 吨，钇 2500 吨，铟 300 吨，镱 90 吨等，另商储 3000 吨

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

表 3：2016 年 12 月收储情况

品种	成交价格（万元/吨）	成交量（吨）	当前市价（万元/吨）
氧化镨	32.31	5	31.8-32.5
氧化钆	25.59	45	25.5-25.8
氧化镨	42.2	60	37-42
氧化镱	125.03	280	122-124
氧化铟	17.11	330	16.5-17.5
氧化镱	429.7	16	485-580
氧化钇	2.45	670	2.10-2.20

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2.1.3 政府加大打黑力度，稀土供给减少，价格进一步上升

政府加大打黑力度，稀土供给减少，价格进一步上升。近期，工信部等八部门再度联手，从2016年12月至2017年4月，在全国开展打击稀土违法违规行为专项行动，严厉打击稀土非法开采、整治以“综合利用为名”变相加工非法矿产品、严格规范稀土产品交易、追查低价出口稀土产品来源、检查地方监管职责落实情况。

2.2 转让上海电驱动股份使投资收益大幅增长

公司2016年前三季度实现投资收益8.58亿，同比增长437.49%，主要由于公司出售其拥有的电驱动股份。公司及其子公司韵升投资原持有上海电驱动26.46%的股份，2015年大洋电机向公司支付现金对价2.22亿元及股权对价1.13亿股，购买公司持有的电驱动股份。此次交易已于2016年2月4日完成，交易完成后，公司及其子公司韵升投资合计持有大洋电机5.24%的股权。

表 4：转让上海电驱动股份交易详情（万元）

	持有比例	总对价	股份对价		现金对价
			金额	发股数量	
宁波韵升	15.12%	52,910.05	40,211.64	64,545,168	12,698.41
韵升投资	11.34%	39,682.54	30,158.73	48,408,876	9,523.81

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 钕铁硼产品是未来发展趋势，伺服电机毛利率高且增速快

2.3.1 稀土永磁材料迎来发展黄金时期，国内少数企业竞争各有侧重

《新材料产业“十二五”发展规划》提出要大力发展超高性能稀土永磁材料，即将发布的《新材料发展规划指南》明确新材料领域的发展重点之一是高性能结构材料。稀土永磁材料作为一种性能强大、用途广泛的新材料，在国家的发展战略中占据了重要地位。“十二五”发展规划提出要组织开发高磁能积新型稀土永磁材料等产品生产工艺，推进高矫顽力、耐高温钕铁硼磁体产业化。

工业4.0本质上是工业智能化，而生产过程全面智能化的核心就是光声磁电的相互转化，钕铁硼行业将由此迎来发展的黄金时期。钕铁硼永磁材料是第三代稀土永磁材料，以其优异的磁性能而被誉为“磁王”，在现代工业和电子技术中得到广泛应用。在工业4.0时代，以钕铁硼作为材料制造的电子元件效率高、能耗低，符合节能环保的大趋势，高端钕铁硼需求量将迎来爆发式增长。

表 5：第一、二、三代稀土永磁材料比较

构成	优点	缺陷	应用
一代 稀土原子与钴原子 1:5	有很高的磁性和居里温度	加热时内禀矫顽力比剩磁降低的速度快得多；含有大量的钐、镨（或铈）及钴， 成本昂贵 ；机械强度和加工性较差， 限制了应用范围的扩大	特殊要求的电讯器件、电子钟表、微波器件和测量仪表
二代 稀土原子与钴原子 2:17	钐和钴的含量低于第一代	烧结温度高（1180-1250℃），时效时间很长（至少 20h 以上）， 制造复杂，费用较高	微波器件、航空电动机及高精密的仪器
三代 不含稀缺的钴（Co）	高剩磁、高磁能积、高内禀矫顽力 ，机械性能较好，成品率高	—	广泛应用于各种传统及新兴行业

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

国内少数企业参与到钕铁硼高端应用领域的市场竞争当中，且各有侧重，行业进入门槛高。近年来，国内企业逐步参与到高端应用领域的竞争当中，行业领先企业往往专注于特定细分市场，并形成较强的竞争优势。高性能钕铁硼永磁材料行业多为非标件产品，研发、设计要求高，技术工艺复杂，设备资金投入高，具有较高的进入门槛。

2.3.2 钕铁硼产品毛利率高，伺服电机毛利率高且增速快

公司钕铁硼产品产销量小幅上涨，伺服电机产销量增速较快，预计未来三年伺服电机产销量增速有望持续保持在 80%-100%。公司 2015 年钕铁硼成品生产量和销售量同比小幅上涨 3.58%和 4.02%，伺服电机生产量和销售量同比上涨 74%和 65%。

公司钕铁硼产品毛利率近年稳定在 25%左右，高于中科三环和正海磁材，伺服电机 2015 年以来毛利率高于 30%。公司 2013 年 11 月剥离汽车电机业务后，开始生产销售伺服电机，2015 年毛利率同比增加 12.10%。

图 14：伺服电机毛利率

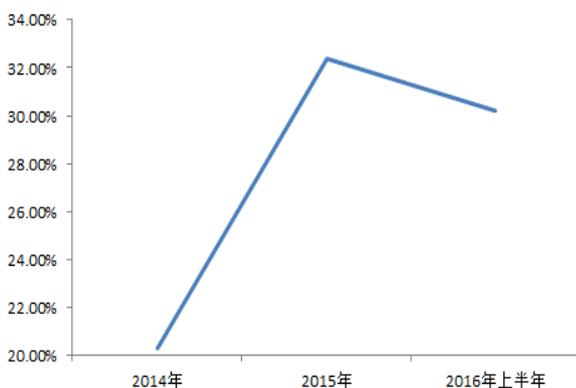
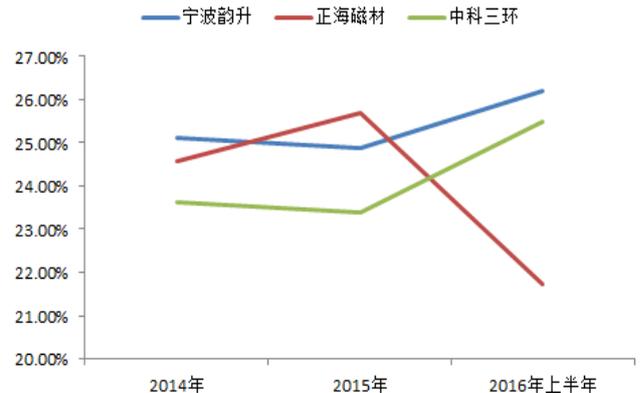


图 15：钕铁硼毛利率



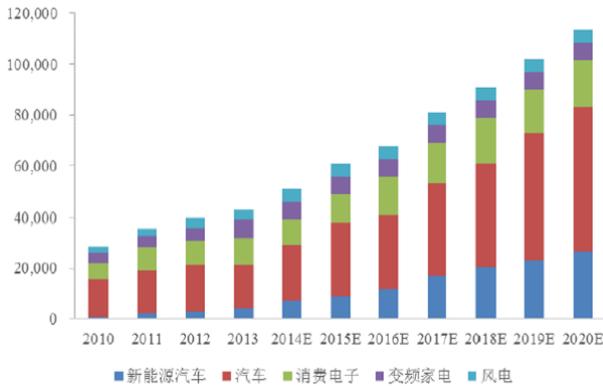
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

3. 钕铁硼下游应用集中在电机、移动智能终端和 VCM 领域

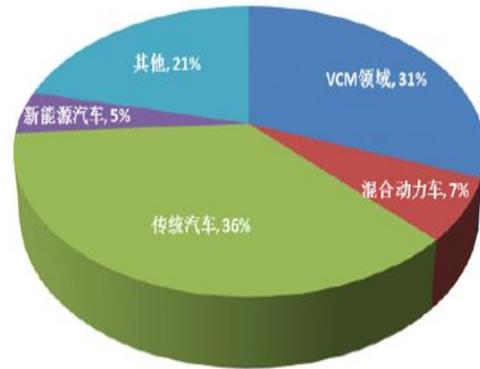
汽车和消费电子等领域是全球钕铁硼行业需求增长的主要驱动力，公司钕铁硼产品的下游应用主要集中在三大领域：**VCM 磁钢、电机磁钢和移动智能终端磁钢**。VCM 磁钢应用于硬盘等产品，电机磁钢应用于汽车、变频空调、风力发电机等产品，移动智能终端磁钢应用于手机、音响等产品。公司产品约 50% 应用于电机磁钢（约 40% 左右为汽车用磁钢），约 25%-30% 应用于 VCM 硬盘类磁钢，约 20% 应用于移动智能终端磁钢。

图 16：2014-2020 年全球高性能钕铁硼行业需求（吨）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 17：钕铁硼下游主要应用领域



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 6：钕铁硼主要下游领域的需求增速

最终下游	单位用量	复合增速	
		中国	全球
音响	25.0 克	13%	6%
VCM	12.0 克	12%	6%
手机	2.5 克	30%	20%
新能源汽车	2.5 千克	基数过小	40%
电动自行车	0.3 千克	15%	10%
变频空调	0.2 千克	48%	30%
风电装机	0.7 吨	25%	10%
核磁共振	3.0 吨	3%	3%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.1 电机磁钢市场空间巨大

3.1.1 变频空调压缩机向钕铁硼转回将是未来趋势

空调分为定频空调和变频空调，变频空调是节能环保空调，其以节能高效且环保的特性迅速发展成为世界空调行业的主流。

表 7：变频空调器与定频空调器比较

特性	变频空调器与定频空调器相比
控温性	相比定频空调 $\pm 2^{\circ}\text{C}$ 左右的控温范围，变频空调在刚开机时以高频运转，几分钟内达到设定温度之后转为低频工作，控温范围 $\pm 0.5^{\circ}\text{C}$ ，温度控制精确
制冷制热速度	由于开机后变频空调以高频进行运转，因此可在短时间内达到设定温度，一般仅为定频空调的一半时间
节能	变频空调无需频繁开关机，且大部分时间是在低频段运转，与定频空调相比，可节能30%以上
噪音	整机噪声比相同功率的定频空调低2-3分贝左右
运行寿命	定频空调频繁的启停会对压缩机造成很大损害，压缩机寿命为8-12年；而变频空调通常工作于低频段，压缩机和空调系统运行稳定，其寿命一般能达到12-15年。
低电压启动及低温启动	变频空调启动时电压较小，可在低电压和低温度条件下启动，由于实现了压缩机的无级变速，它也可以适应更大面积的制冷制热需求
启动电流	定频空调开机时启动电流很大，会对电网和其他家用电器造成冲击；而变频空调可选择在10Hz低频及与之相应的低电压条件下启动，启动电流低，避免了对供电电网的冲击及对其他家用电器正常工作的影响。

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

由于国内空调能效标准规定2匹以上的空调强制使用钕铁硼电机、铁氧体永磁体固有弊端和消费者消费能力的升级，国内变频空调压缩机向钕铁硼转回将是未来趋势。变频空调中的核心部件变频压缩机需要用到磁体来维持运转，中低端变频空调压缩机普遍采用铁氧体永磁体，高端变频空调压缩机则采用高性能钕铁硼永磁材料。传统的铁氧体永磁材料存在用量相比钕铁硼成倍增加的弊端。

图 18：钕铁硼在变频空调中的应用 1



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19：钕铁硼在变频空调中的应用 2

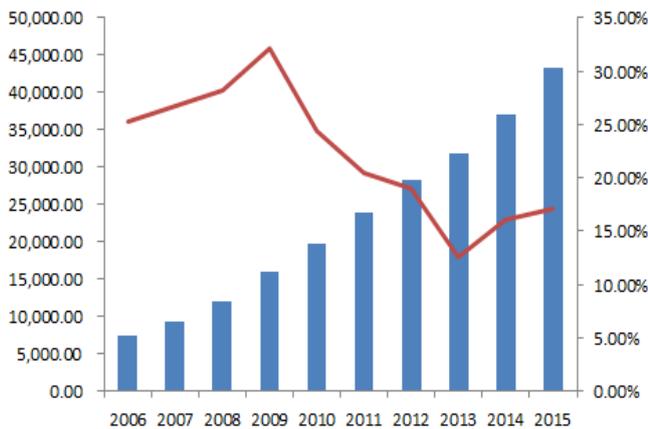


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

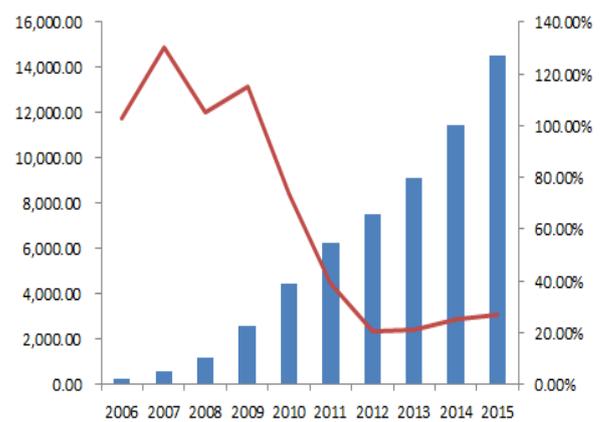
按照高端空调压缩机实际渗透率40%、一台变频空调需0.2千克钕铁硼磁体测算，2016年空调用钕铁硼的需求大约为0.4万吨，预计2016-2020年5年总需求约为4万吨，铁钕硼用于空调领域的增长空间较大。

3.1.2 直驱永磁式风电机组市场空间巨大

随着风电技术的进步和国家产业政策的扶持，我国风电建设发展迅猛。我国风能资源丰富，发展风力发电潜力巨大。2015年国内新增装机容量3,075万千瓦，累计装机容量达14,536万千瓦。

图 20：全球风电装机容量（万千瓦）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 21：中国风电装机容量


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

由于直驱永磁式风电机组具有效率高、寿命长、稳定性高等优点，并且低风速区域更适合直驱永磁式风电机组，永磁直驱风机是今后风电技术的发展方向。目前风电机组主要有双馈式和直驱永磁式两种。我国低风速的三类风区的风能资源占全部风能资源50%左右，低风速区域更适合使用永磁直驱风电机组。2005年8月，国家发改委发布《关于风电建设管理有关要求的通知》中要求我国风机应用领域逐步扩展至低风速区域，进一步推广了永磁直驱风机。

表 8：永磁直驱式与双馈式风机的比较

特性	永磁直驱式与双馈式风机的对比
可靠性	永磁直驱风机取消了传统的齿轮箱增速结构，发电机转速只有 20 转左右，提高了安全可靠
电网兼容性	永磁直驱风机使用全功率变流技术，具备较强无功补偿、低电压穿越能力，对电网冲击小
维护成本	永磁直驱风机省去齿轮箱维修费用
空气动力学性能	永磁直驱风机通过电磁感应原理发电，在额定的低转速下输出功率较大、效率较高
噪声	永磁直驱风机省去了齿轮箱，噪音低
效率	双馈式风机依靠齿轮箱工作，本身需耗电。永磁直驱风机效率更高，发电效率平均提高 5-10%
运输难度	永磁直驱风机体积较大，运输难度更大
电控要求	永磁直驱风机省去齿轮箱，全功率逆变

改进空间

永磁直驱风机技术较新，电子化程度高，改进空间更大

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

按照直驱永磁式风电机组使用钕铁硼永磁材料 0.67 吨/兆瓦左右测算，2016 年直驱永磁风电机组用钕铁硼的需求大约为 1 万吨，预计 2017 年需求约为 1.4 万吨，钕铁硼用于风电领域的增长空间较大。国内主营直驱永磁式风电机组的企业主要有金风科技和湘电风能，金风科技和湘电风能在 2015 年的市场份额分别为 27%和 6%。

表 9：预计公司未来钕铁硼永磁材料需求（兆瓦）

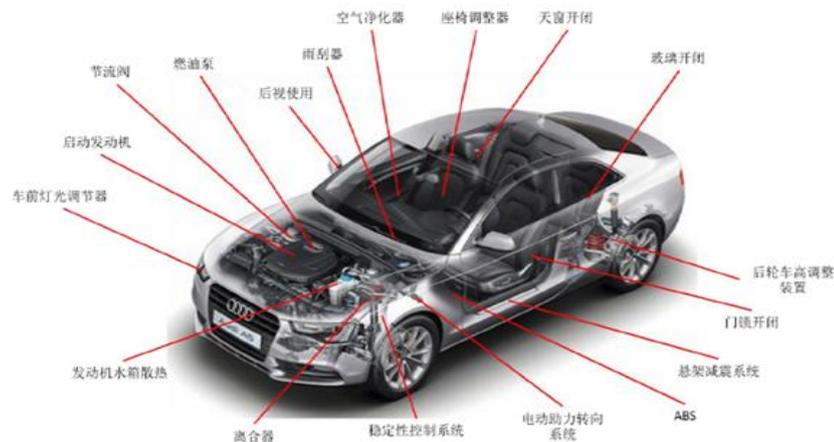
年份	新增装机容量	市场占有率	直驱永磁风电	钕铁硼永磁材料需求
2016E	31,979.64	48.16%	15,401.39	10,318.93
2017E	39,015.16	53.94%	21,044.47	14,099.79
2018E	47,598.50	60.41%	28,755.16	19,265.96
2019E	58,070.17	67.66%	39,291.05	26,325.00
2020E	70,845.60	75.78%	53,687.29	35,970.48

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.1.3 电动助力转向系统和新能源汽车有望显著增加钕铁硼永磁体需求

稀土永磁材料在汽车应用中必不可少。普通的汽车整车大约有 30 个部位需要使用到永磁材料，豪华轿车需要使用的部位达到 70-80 个。

图 22：钕铁硼在汽车中的应用



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

电动助力转向系统（EPS）作为一种新的汽车转向技术，正代替液压转向系统（HPS），成为汽车行业未来的发展方向。钕铁硼是 EPS 不可替代的材料，因此 EPS 的普及将会成为传统汽车行业对钕铁硼永磁材料需求的新增长点。

表 10：HPS 与 EPS 性能比较

特性	HPS	EPS
----	-----	-----

汽车的操纵性	选定参数完成设计之后，转向系统的性能即确定，汽车操纵性低	在前轮转向控制方面可以实现传动比的任意设置，并可实现对随车速变化的参数进行补偿
汽车的稳定性	转向力无法根据车速变化，影响汽车稳定性	通过对前轮转向的控制，与其它主动安全设备相结合，实现对汽车的整体控制，提高汽车整体稳定性
驾驶员的路感	转向助力无法随车速变化而调整，影响驾驶员路感	转向盘和转向车轮之间无机械连接，最大程度反映汽车实际行驶状态和路面状况，提供更为真实的路感
系统反应速度	急转动方向盘时，往往会出现转向迟滞现象	系统反应灵敏、迅速，转向平稳、精确
环境污染	可能导致液压油泄漏以及液压油管、油封等废弃物对环境造成的污染	无污染
重量	测试结果表明 HPS 的重量为 17kg	大约可比通常的液压助力转向系统轻 25%
汽车空气动力学性能	占用部分发动机罩空间，影响汽车空气动力学性能	无转向柱、皮带轮和皮带等部件，为发动机罩节省了空间，不影响汽车空气动力学性能
油耗	在没有转向时，油泵在发动机带动下仍然运转，油耗占整车油耗的 3% 左右	无需发动机驱动，仅当需要助力时电动机才提供助力，降低整车油耗
传动效率	使用传动效率极低的皮带进行传动，平均损耗达 8%	在齿条、齿轮及转向轴上施加助力，平均损耗为 2%

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

预计到 2020 年，EPS 装备率达到 70%，市场规模 1800 万辆左右，年复增长率约为 20%。按照一个 EPS 电机需要的钕铁硼材料约为 0.25Kg 测算，国内该领域钕铁硼潜在市场空间约 4500 吨。盖世汽车研究院统计显示，目前中国市场 EPS 装备率约为 35%，与日本 80%、欧美 60% 的水平有较大差距，考虑到新能源汽车销量的高速增长以及 2020 年 5L/100km 的油耗政策目标，我国 EPS 市场前景广阔。

长期来看，新能源汽车的发展有望显著增加钕铁硼永磁体的需求，平均每辆新能源汽车电机需要的钕铁硼永磁体约是传统动力汽车的 3 倍。目前高性能钕铁硼材料在新能源汽车的应用较少，长期来看，《节能与新能源汽车产业发展规划》中明确提出到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。预计 2020 年车用钕铁硼总需求量将较 2014 年增长 1.7 倍，年均复合增速 16%。

3.2 公司新设立移动智能终端磁钢事业部，供货苹果公司市场需求大

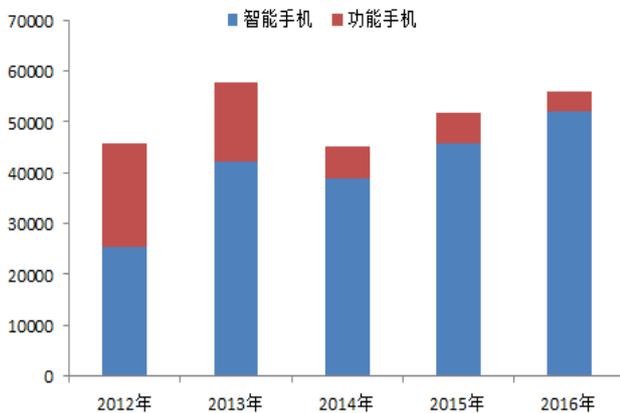
公司于 2015 年筹备移动智能磁钢事业部，通过调研细分市场，配置符合市场化的生产要素资源，提升运营管理水平，开拓更多目标客户，提高市场占有率。

钕铁硼在智能手机中主要用于声筒、喇叭等电声器件以及手机振动马达等永磁微电机，根据每部手机使用钕铁硼永磁 20 克测算，年平均需求量至少 1 万吨。受智能手机快速普及的带动，持续的换机潮使得全球手机出货量在近几年内保持了较高的成长速度。未来，手机智能化浪潮还将持续，由于手机功能的转变，未来手机更新换代的速度将加快。

公司产品供货苹果产业链，在其产品中的声音通道领域的占有率大。苹果公司产品销售业绩好，2016 年实现 iPhone 销量 2 亿台，iPad 4500 万台，Mac 1800 万台，2016 年 11 月，市场研究公司 Strategy Analytics 发布最新报告称苹果占据全球智能机行业

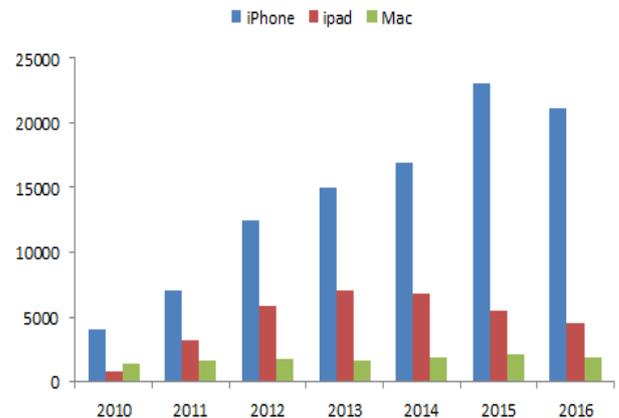
营业利润的 91%。苹果将在 2017 年进一步采取以旧换新政策，销量将进一步提高。

图 23：2012 年以来手机出库量（万台）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 24：苹果产品销量（万台）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 公司 VCM 业务已步入成熟期，市占率接近 25%

VCM 又称为音圈马达，是一种将电能转化为机械能，实现直线型及有限摆角运动的装置，主要应用在硬盘、医疗、半导体、航空等领域，其中尤其以硬盘领域的占比最大。

图 25：VCM 电机 1

图 26：VCM 电机 2



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司的 VCM 市占率接近 25%，该业务已步入成熟期，未来整体需求趋于稳定。计算机硬盘驱动的音圈电机（VCM）是主要的需求来源，硬盘 VCM 电机对钕铁硼的需求增速未来将维持小幅、平稳的增长态势。

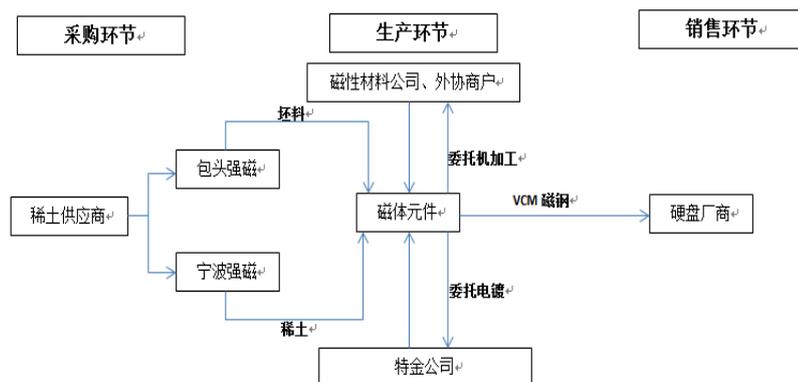
表 11：磁体元件未来 VCM 产量和营收预计

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
数量（万片）	26,000	28,600	30,888	32,432.4	33,405.37
金额（万元）	44,720	49,192	53,127.36	55,783.73	57,457.24
增长率	10.4%	10%	8%	5%	3%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

受益于在硬盘上不断增加的应用、个人数据云储存的需求以及中国企业对日本企业的替代，VCM 领域未来增长空间仍然十分可观，间接拉动钕铁硼需求。硬盘新的应用如监控设备，由于其设计通常对容量要求较高而对体积要求较低，因此会增加对硬盘的需求；未来云储存可能会由企业发展为个人，其硬盘需求亦会大量增加；同时，目前中国企业在份额上正不断替代日本企业，未来的替代空间依然十分可观。

图 27：VCM 磁钢生产流程（以磁体元件为例）

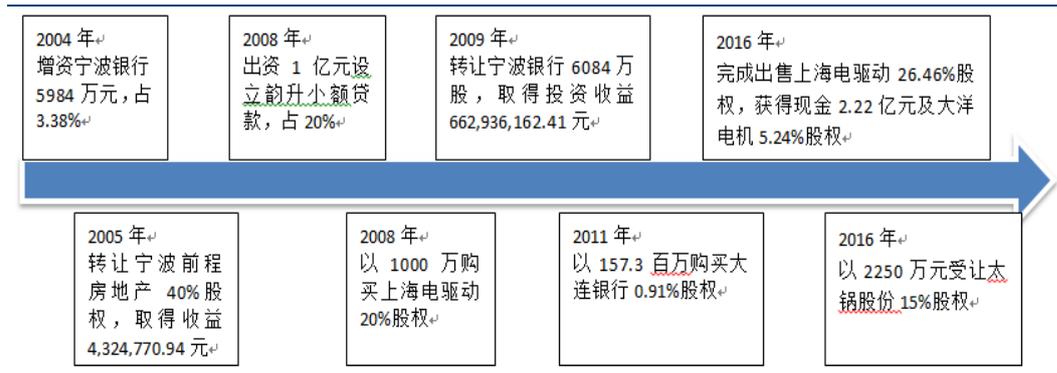


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 公司投资模式成熟，投资收益逐年上升

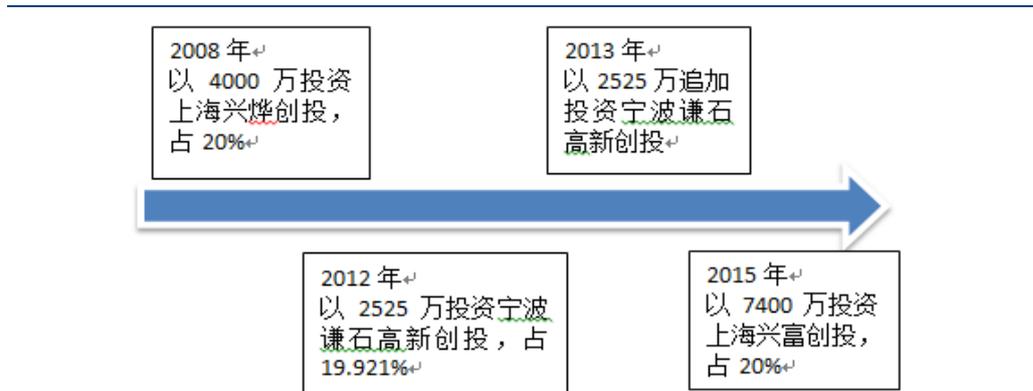
公司目前具有两种投资模式：一种是公司直接投资，另一种是公司通过投资平台间接进行投资。公司采用第一种投资模式的有买卖上海电驱动股权等例子，采用第二种投资模式的有投资上海兴烨创投、上海兴富创投、宁波谦石高新等例子。

图 28: 投资模式一



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 29: 投资模式二

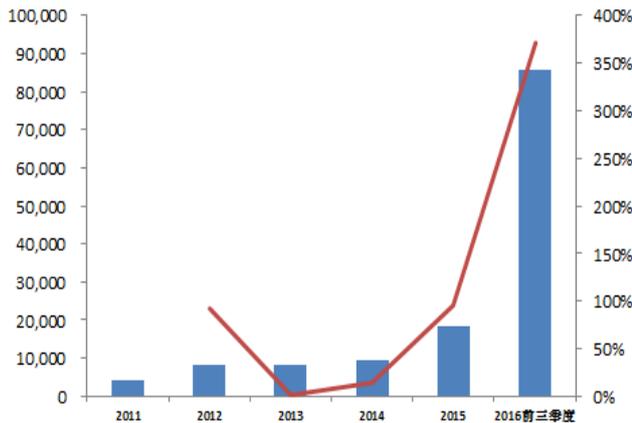


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

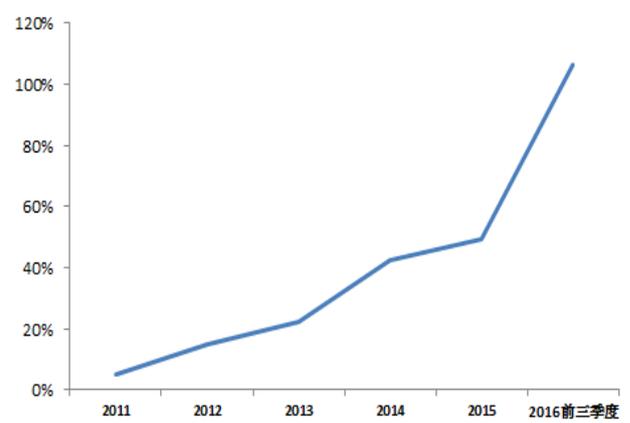
公司投资收益及投资收益占净利润比例逐年上涨，2016 年前三季度，公司实现投资收益 8.58 亿，比 2015 年全年上涨 372.05%，占净利润的 106.36%。公司积极利用资金优势，谨慎、稳妥地推进投资理财项目，实现了资金利用效率的提升。

图 30: 公司投资收益（万元）和增长率

图 31: 公司投资收益占净利润比例



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

盈利预测。结合宁波韵升旗下各子公司业绩承诺情况,我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 15.12 亿元、19 亿元和 24.33 亿元。

表 12: 宁波韵升旗下子公司业绩承诺完成情况一览 (万元)

公司名称	2015 业绩承诺	2015 实际利润	2015 完成率	2016 业绩承诺	2017 业绩承诺
磁体元件	6478.12	6813.65	105%	10005.19	10762.51
高科磁业	3420.05	4134.25	120%	958.21	986.81
盛磁科技	1492.11	1584.25	106%	1806.06	2098.89

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 13: 公司收入预测表

	2016E	2017E	2018E
钕铁硼			
营业收入(百万)	1153	1441.25	1801.56
伺服电机			
营业收入(百万)	70.92	141.84	283.68
其他主营业务收入			
营业收入(百万)	1.76	1.94	2.13
其他业务收入			
营业收入(百万)	286.39	315.03	346.53

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 14: 同类型上市公司市盈率比较表

可比公司	最新股价	PE: 2016E	PE: 2017E	PE: 2018E
中科三环	12.49	40.41	31.00	22.42
正海磁材	17.11	48.84	33.63	25.05
平均值		44.63	32.32	23.74

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

结合宁波韵升各子公司业绩承诺情况,我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 9.11 亿元、4.56 亿元和 5.06 亿元。以公司 2017 年净利润 4.56 亿元计算,其中约 3 亿元的净利润来自于公司主业,1.5 亿元的净利润来自于投资业务。公司总股本为 5.57 亿股, EPS 为 0.82 元,公司按 32PE 对应股价为 26.24 元。我们给予公司 6 个月目标股价为 26.24 元,相比 1 月 20 日收盘价 18.62 元仍有 41% 的上涨空间,首次覆盖,给予公司“强烈推荐”评级。

6. 投资评级

公司专注稀土永磁材料,研发能力强,钕铁硼产品毛利率高;其于 2014 年开始生产伺服电机,产品毛利率高且产销量增速极快,预计未来可达到 80%-100%。同时,公司较早开始投资业务,投资模式成熟,投资收益高。我们预计未来随着稀土价格的上涨和海外市场的好转,钕铁硼产品销量和投资业务盈利将稳步增长,伺服电机业绩逐步释放,公司净利润将进一步上升。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 15.12 亿元、19 亿元和 24.33 亿元,归属于上市公司股东净利润分别为 9.11 亿元、4.56 亿元和 5.06 亿元;每股收益分别为 1.64 元 0.82 元和 0.91 元,对应 PE 分别为 11X、23X 和 20X;我们给予公司 6 个月目标价 26.24 元,首次覆盖,给予公司“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

稀土价格大幅下跌,投资收益波动大。

表 15：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2413	2632	2982	3107	3612	营业收入	1435	1436	1512	1900	2434
货币资金	267	389	575	570	730	营业成本	1035	1052	1134	1419	1802
应收账款	267	330	476	521	667	营业税金及附加	10	11	11	13	17
其他应收款	2	7	7	9	11	营业费用	33	24	30	38	49
预付款项	8	66	179	179	179	管理费用	210	213	219	276	353
存货	485	456	590	661	839	财务费用	-9	-53	-42	-20	14
其他流动资产	1326	1283	1025	1025	1025	资产减值损失	14.95	15.09	7.00	10.00	15.00
非流动资产合计	1525	2214	3099	3038	2956	公允价值变动收益	6.34	-5.47	-3.00	-3.00	-3.00
长期股权投资	155	303	261	261	261	投资净收益	93.31	181.93	883.00	330.00	370.00
固定资产	818.28	883.99	853.79	816.50	755.53	营业利润	241	350	1033	491	551
无形资产	118	187	168	149	131	营业外收入	24.19	53.95	54.00	54.00	54.00
其他非流动资产	7	36	38	38	38	营业外支出	7.78	4.25	2.00	2.00	2.00
资产总计	3938	4846	6081	6146	6568	利润总额	257	400	1085	543	603
流动负债合计	457	878	1252	1023	1141	所得税	38	31	174	87	97
短期借款	80	215	673	395	450	净利润	220	368	912	456	507
应付账款	162	172	177	222	281	少数股东损益	22	28	0	0	0
预收款项	24	14	27	27	27	归属母公司净利润	198	341	912	456	507
一年内到期的非	20	190	0	0	0	EBITDA	298	364	1069	552	647
非流动负债合计	283	345	408	428	428	EPS (元)	0.38	0.66	1.64	0.82	0.91
长期借款	280	290	320	340	340	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	739	1223	1743	1533	1652	成长能力					
少数股东权益	107	54	54	54	54	营业收入增长	0.0%	0.0%	5.33%	25.66%	28.10%
实收资本(或股	514	556	557	557	557	营业利润增长	-35.6%	385.7%	195.20%	-52.46%	12.29%
资本公积	292	656	656	656	656	归属于母公司净利润	167.6%	244.7%	167.61%	-49.95%	11.12%
未分配利润	2006	2244	2791	3064	3369	获利能力					
归属母公司股东	3092	3570	4285	4559	4863	毛利率(%)	27.89%	26.72%	25.03%	25.31%	25.97%
负债和所有者权	3938	4846	6081	6146	6568	净利率(%)	15.30%	25.65%	60.28%	24.01%	20.83%
现金流量表						偿债能力					
单位：百万元						总资产净利润(%)	5.03%	7.03%	14.99%	7.42%	7.72%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	6.41%	9.54%	21.27%	10.01%	10.42%
经营活动现金流	167	213	126	118	-29	营运能力					
净利润	220	368	912	456	507	总资产周转率	0.36	0.33	0.28	0.31	0.38
折旧摊销	66.12	67.69	0.00	80.44	81.89	应收账款周转率	6	5	4	4	4
财务费用	-9	-53	-42	-20	14	应付账款周转率	10.26	8.58	8.65	9.53	9.68
应付帐款的变化	0	0	5	45	60	每股指标(元)					
预收帐款的变化	0	0	13	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.66	1.64	0.82	0.91
投资活动现金流	-799	-458	-83	297	352	每股净现金流(最新	-1.46	0.16	0.33	-0.01	0.29
公允价值变动收	6	-5	-3	-3	-3	每股净资产(最新摊	6.01	6.42	7.69	8.18	8.72
长期投资	155	303	261	261	261	估值比率					
投资收益	93	182	883	330	370	P/E	48.38	28.13	11.39	22.75	20.48
筹资活动现金流	-118	335	143	-420	-162	P/B	3.10	2.90	2.42	2.28	2.13
短期借款	80	215	673	395	450	EV/EBITDA	32.56	29.27	10.10	19.12	16.13
长期借款	280	290	320	340	340						
普通股增加	0	42	1	0	0						
资本公积增加	0	364	0	0	0						
现金净增加额	-750	90	185	-5	160						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

刘岗

刘岗, 材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业 8 年从业经验, 对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015 年加入东兴证券研究所, 主要负责有色金属板块的行业研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。