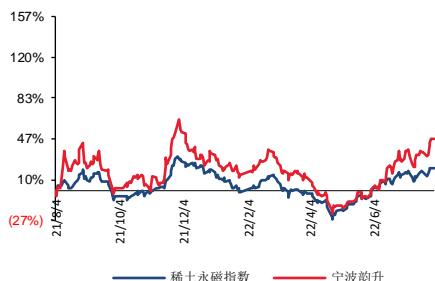


股票投资评级

推荐 | 首次覆盖

个股表现



公司基本情况

最新收盘价(元)	14.36
总股本/流通股本(亿股)	9.89/9.89
总市值/流通市值(亿元)	130.55/130.55
52周高/低(元)	14.53/7.73
第一大股东	韵升控股
持股比例	32.39%
资产负债率(%)	33.2%
市盈率 PE	25.80

研究所

分析师：李帅华  
SAC 登记编号：S1340522060001  
Email：lishuaihua@cnpsec.com

## 宁波韵升（600366.SH）：

业绩符合预期，持续优化产能布局

### ● 投资要点

**业绩符合预期，主要受益于钕铁硼磁钢产品量价齐升。**公司发布2022半年报，公司上半年实现营收32.06亿元，同比增长99.82%；归母净利润2.40亿元，同比增长0.67%；扣非归母净利2.68亿元，同比增长44.57%。2022 Q2，公司实现营收20.05亿元，同比增长116.3%、环比增长66.9%；归母净利润1.66亿元，同比下降4.3%、环比增长125.2%；扣非归母净利1.76亿元，同比增长27.7%、环比增长92.6%。

**新能源汽车领域的营收增速最快。**收入按领域拆分，新能源汽车领域营收超6亿元，较去年同期增长2.5倍以上，营收占比达18.7%以上；消费电子领域营收超9亿元，同比增长近70%，营收占比28%以上；工业及其他应用领域营收约11亿元，同比增长超50%，营收占比超34.3%。

**有序推进产能建设，提高生产力。**包头韵升科技发展有限公司年产15,000吨高性能稀土永磁材料智能制造项目顺利开工；晶界扩散产能快速释放，截至2022年上半年，公司已具备晶界扩散产能6000吨/年，预计到三季度末，晶界扩散产能达到10000吨/年。预计到25年公司毛坯料产能将达到3.4万吨。

**通过非公开发行A股股票募集资金，用以建设包头韵升年产15,000吨高性能稀土永磁材料智能制造项目。**本次非公开发行股票募集资金总额为10.65亿元（含本数），扣除发行费用后的募集资金净额拟投资于稀土永磁材料智能制造项目。发行对象为包括韵升科技在内不超过35名特定对象，其中，韵升科技拟以现金方式认购本次非公开发行股票实际发行数量的35%。

**钕铁硼下游需求端高速发展，拉动钕铁硼的需求不断攀升。**以新能源汽车板块为例，根据中国汽车工业协会数据显示，2022年上半年全国新能源汽车产销量分别为266.1万辆和260万辆，是增速最快的终端领域。此外，公司利用在新能源汽车电机市场经验优势，进一步加大了传统汽车市场的开拓力度。尤其在韩国市场上，公司在EPS、汽车空调压缩机及IDB系统已占据了主要份额。伴随需求增长，公司产能有望逐步释放。

### ● 盈利预测与估值

受益于需求端高速发展，稀土永磁行业有望维持高景气度，公司积极推动扩产项目，预计产能逐渐释放。

预计公司 2022/2023/2024 年实现营业收入 71.12 亿元、106.26 亿元、114.07 亿元，分别同比增长 89.45%/49.41%/7.35%；归母净利润分别为 7.26 亿元、11.7 亿元和 13.24 亿元，2022 年分别同比增长 40.25%/61.01%/13.12%，对应 EPS 分别为 0.73 元、1.18 元、1.34 元。

对应 2022-2024E PE 分别为 19.54/12.14/10.73 倍，考虑同行业水平，我们给予公司 20 倍 PE，对应未来 12 个月的目标价为 23.60 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### ● 风险提示

稀土产品价格波动超预期；扩产项目建设不及预期；下游需求不及预期。

公司财务及预测数据摘要	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	3753.96	7112.04	10626.03	11407.03
增速	56.47%	89.45%	49.41%	7.35%
归属母公司股东净利润（百万）	518.25	726.81	1170.25	1323.84
增速	191.55%	40.25%	61.01%	13.12%
毛利率	26%	24%	24%	24%
每股收益 EPS（元）	0.53	0.73	1.18	1.34
市盈率 PE	24.81	19.54	12.14	10.73
净资产收益率 ROE	11%	13%	18%	17%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 8 月 9 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>									
营业收入	3754	7112	10626	11407	成长能力				
营业成本	2782	5415	8093	8693	营业收入	3754	7112	10626	11407
税金及附加	34	92	126	128	营业利润	628	812	1298	1468
销售费用	60	159	232	229	归属于母公司净利润	518	727	1170	1324
管理费用	179	509	704	705	盈利能力				
研发费用	231	454	656	712	毛利率	26%	24%	24%	24%
财务费用	39	0	0	0	净利率	14%	10%	11%	11%
资产减值损失	(72)	0	0	0	ROE	11%	13%	18%	17%
营业利润	628	812	1298	1468	ROIC	6%	7%	10%	10%
营业外收入	3	0	0	0	偿债能力				
营业外支出	60	0	0	0	资产负债率	33%	36%	37%	30%
利润总额	571	812	1298	1468	流动比率	2.1	2.1	2.1	2.7
所得税	60	97	146	165	营运能力				
净利润	510	716	1152	1303	应收账款周转率	4.6	4.0	4.2	4.3
归母净利润	518	727	1170	1324	存货周转率	1.7	2.0	1.9	1.9
每股收益(元)	0.53	0.73	1.18	1.34	每股指标(元)				
<b>资产负债表</b>									
货币资金	366	(1084)	(1201)	377	每股收益	0.53	0.73	1.18	1.34
交易性金融资产	1037	1037	1037	1037	每股净资产	4.91	5.55	6.73	8.07
应收票据及应收账款	1004	2514	2558	2797	估值比率				
预付款项	6	17	21	23	PE	24.81	19.54	12.14	10.73
存货	2249	3119	5216	4038	PB	2.69	2.59	2.13	1.78
流动资产合计	4971	6241	8251	9082	EV/EBITDA	26.73	30.36	18.62	14.72
固定资产	1271	1271	1271	1271	<b>现金流量表</b>				
在建工程	71	71	71	71	净利润	510	716	1152	1303
无形资产	139	139	139	139	折旧和摊销	110.40	0	0	0
非流动资产合计	2312	2312	2312	2312	经营活动现金流量净额	(996)	(1616)	(514)	1144
资产总计	7284	8554	10564	11394	投资	788	0	0	0
短期借款	1336	1336	1336	1336	资本性支出	(207)	(14)	(19)	(16)
应付票据及应付账款	760	1180	1903	1413	其他	119	277	415	451
其他流动负债	136	144	168	170	投资活动现金流量净额	700	263	396	435
流动负债合计	2352	3004	3862	3389	债权融资	534	0	0	0
其他	16	16	16	16	股权融资	37	0	0	0
非流动负债合计	66	66	66	66	支付股利及利息	(137)	(98)	0	0
负债合计	2418	3071	3929	3456	其他	(68)	0	0	0
股本	989.11	989.11	989.11	989.11	筹资活动现金流量净额	367	(98)	0	0
资本公积	189.76	189.76	189.76	189.76	现金净流量	77	(1451)	(117)	1579
未分配利润	3,363.58	3,883.60	4,878.32	6,003.58					
盈余公积	387.17	496.19	671.73	870.30					
少数股东权益	9	(2)	(20)	(41)					
所有者权益合计	4865	5483	6635	7939					
负债和所有者权益总	7284	8554	10564	11394					

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

## 目录

1 业绩符合预期，新能源成首要发力点 .....	5
2 持续扩大产能，伴随需求逐步释放 .....	6
3 可比公司估值.....	错误!未定义书签。
4 风险提示.....	8

## 图表目录

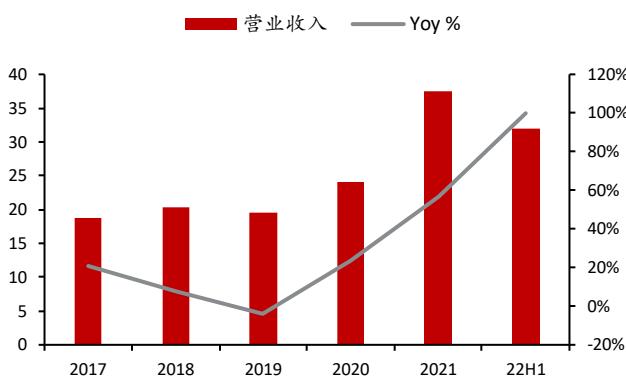
图表 1 营收及同比情况（亿元） .....	5
图表 2 归母净利润及同比情况（亿元） .....	5
图表 3 季度营收及同比情况（亿元） .....	5
图表 4 季度归母净利润及同比情况（亿元） .....	5
图表 5 22Q2 利润拆分（亿元） .....	6
图表 6 氧化镨钕价格（万元/吨） .....	6
图表 7 氧化镝价格（万元/吨） .....	6
图表 8 产能预测（吨） .....	7
图表 9 募集资金用途（万元） .....	7
图表 10 可比公司估值.....	8

## 1 业绩符合预期，新能源成首要发力点

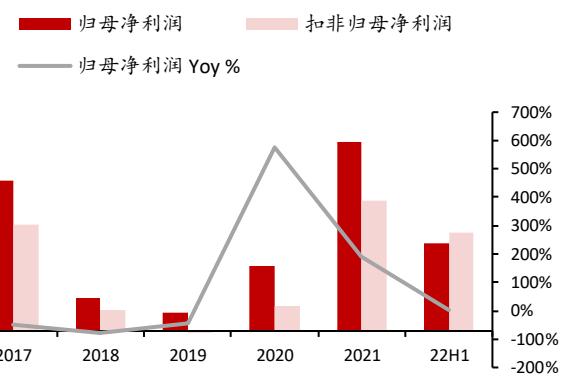
业绩符合预期，主要受益于钕铁硼磁钢产品量价齐升。公司发布2022半年报，公司上半年实现营收32.06亿元，同比增长99.82%；归母净利润2.4亿元，同比增长0.67%；扣非归母净利2.68亿元，同比增长44.57%。2022 Q2，公司实现营收20.05亿元，同比增长116.3%、环比增长66.9%；归母净利润1.66亿元，同比下降4.3%、环比增长125.2%；扣非归母净利1.76亿元，同比增长27.7%、环比增长92.6%。

新能源汽车领域的营收增速最快。收入按领域拆分，新能源汽车领域营收超6亿元，较去年同期增长2.5倍以上，营收占比达18.7%以上；消费电子领域营收超9亿元，同比增长近70%，营收占比28%以上；工业及其他应用领域营收约11亿元，同比增长超50%，营收占比超34.3%。

图表 1 营收及同比情况（亿元）

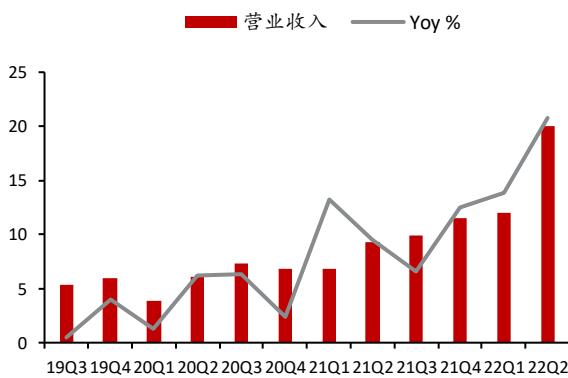


图表 2 归母净利润及同比情况（亿元）

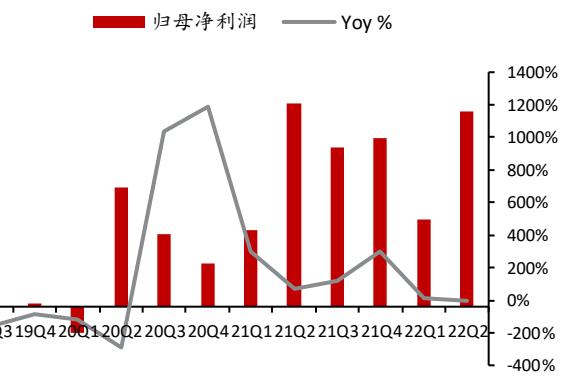


数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 3 季度营收及同比情况（亿元）



图表 4 季度归母净利润及同比情况（亿元）

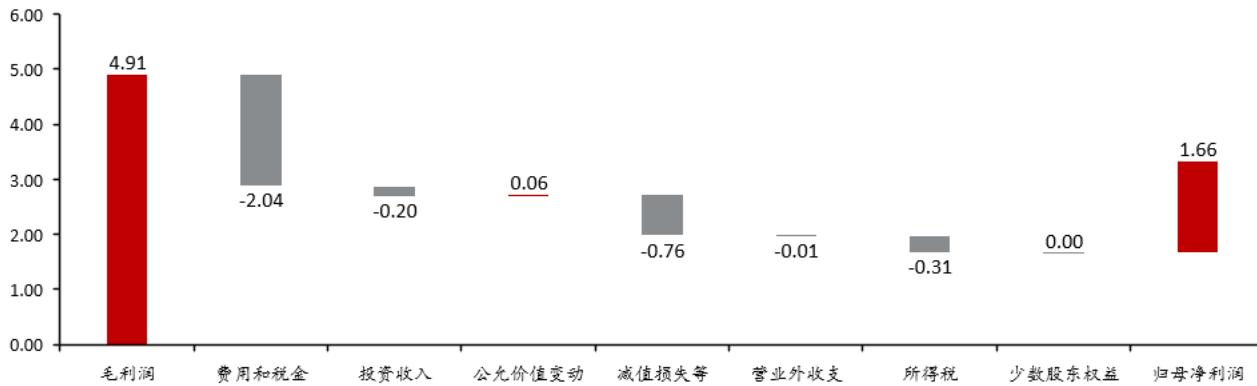


数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

2021年公司实现归母净利润1.66亿元，基本与去年持平。具体来看，毛利增厚明显较去年同期增长了3.0亿元，但是由于费用类支出同比增长较多，销售费用为4946.69亿元，

同比增长了 49.37%，主要是市场服务及专利费、信用保险费同比增加；研发支出 1.87 亿元，同比增长了 77.35%；加之投资收益上半年亏损了 1021 万元，以及各项减值损失合计 1.26 亿元。其中，投资收益系持有金融资产取得的收益或损失，属于非经常性损益项目，对公司业绩影响不具有持久性。

图表 5 22Q2 利润拆分（亿元）



数据来源：公司定期报告，中邮证券研究所整理

稀土原材料价格上涨，拉动钕铁硼产品的价格随之上涨。由于钕铁硼依靠较强的成本传导能力和毛利率定价模式，其价格上涨滞后于稀土原料，故 2022 Q2 期间，钕铁硼产品的价格大幅上涨。2022 Q1 氧化镨钕等价格突破 110 万元/吨，价格翻倍，因此 2022Q2 公司产品售价或有较大增长。

图表 6 氧化镨钕价格（万元/吨）



图表 7 氧化镝价格（万元/吨）



数据来源：百川盈孚，中邮证券研究所整理

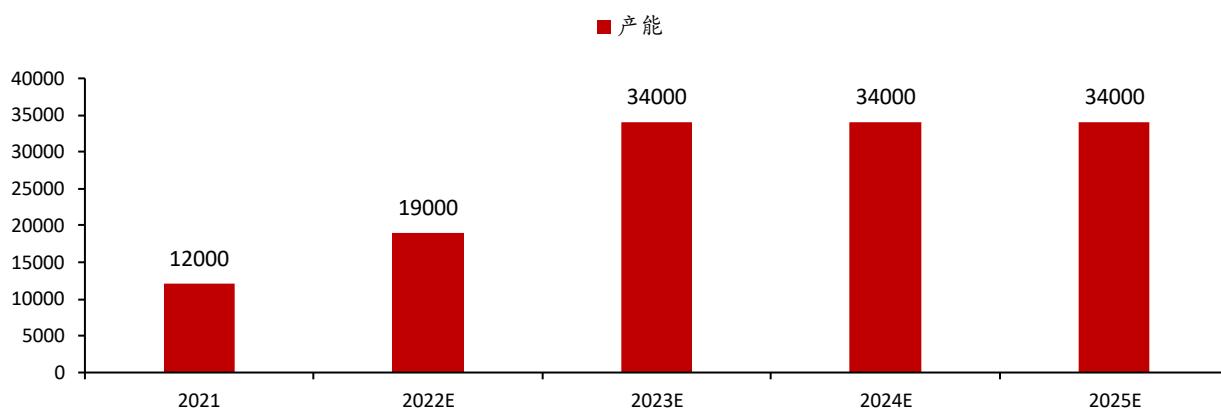
## 2 持续扩大产能，伴随需求逐步释放

有序推进产能建设，提高生产力。截止 2022 年 6 月 30 日，公司具备年产坯料生产能

力 1.5 万吨。公司一方面将继续推进现有生产线的技术升级改造，扩大宁波、包头两个生产基地产能，持续扩充坯料生产能力，预计今年底将达到 1.9 万吨；包头韵升科技发展有限公司年产 1.5 万吨高性能稀土永磁材料智能制造项目顺利开工，预计最快明年可达产。预计到 2025 年底，毛坯料产能达到 3.4 万吨，结合公司当下产能利用率约为 70%，届时公司毛坯料产量将达到 2.38 万吨。

**晶界扩散产能快速释放，从而降低产品成本。**公司已具备晶界扩散产能 6000 吨/年，预计到三季度末，晶界扩散产能达到 10000 吨/年。推动晶界扩散技术的持续进步，拓展晶界扩散工艺的应用范围，持续降低中高矫顽力磁体的重稀土用量。

图表 8 产能预测（吨）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

**钕铁硼下游需求端高速发展，拉动钕铁硼的需求不断攀升。**以新能源汽车板块为例，根据中国汽车工业协会数据显示，2022 年上半年全国新能源汽车产销量分别为 266.1 万辆和 260 万辆，是增速最快的终端领域。此外，公司利用在新能源汽车电机市场经验优势，进一步加大了传统汽车市场的开拓力度。尤其在韩国市场上，公司在 EPS、汽车空调压缩机及 IDB 系统已占据了主要份额。伴随需求增长，公司产能有望逐步释放。

图表 9 募集资金用途（万元）

项目名称	项目总投资金额	募集资金拟投入金额
包头韵升科技发展有限公司年产 15000 吨高性能稀土永磁材料智能制造项目	110,023.68	106,500.00
<b>合计</b>	<b>110,023.68</b>	<b>106,500.00</b>

数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

**通过非公开发行 A 股股票募集资金，用以建设稀土永磁材料智能制造项目。**本次非公开发行股票募集资金总额为 10.65 亿元（含本数），扣除发行费用后的募集资金净额拟投资于稀土永磁材料智能制造项目。发行对象为包括韵升科技在内不超过 35 名特定对象，其中，韵升科技拟以现金方式认购本次非公开发行股票实际发行数量的 35%。

### 3 盈利预测

以 2022 年 8 月 9 日收盘价 14.36 元为基准，对应 2022-2024E PE 分别为 19.54/12.14/10.73 倍，考虑同行业水平，我们给予公司 20 倍 PE，对应未来 12 个月的目标价为 23.60 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 10 可比公司估值

证券代码	证券简称	8月4日收盘价(元)	2022E PE	2023E PE	2022E PB	2022E EPS
600206.SH	有研新材	16.69	30.4x	20.6x	3.2x	0.55
300224.SZ	正海磁材	16.55	29.0x	19.6x	3.5x	0.57
688077.SH	大地熊	85.16	24.1x	16.4x	4.1x	3.53
300748.SZ	金力永磁	43.32	44.7x	34.7x	5.8x	0.97
000970.SZ	中科三环	19.16	30.2x	21.9x	3.4x	0.63
行业平均			31.7x	22.6x	4.0x	1.25
600366.SH	宁波韵升	13.20	20.9x	15.7x	2.1x	0.63

数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

### 4 风险提示

稀土产品价格波动超预期；扩产项目建设不及预期；下游需求不及预期。

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。