

## 老牌磁材劲旅开启新征途



### 投资要点

- **产能国内第二，利润水平同业最高。**公司在钕铁硼产业起步早，产能已跃升为国内第二，规模优势明显。公司管理能力突出，毛利率在上市钕铁硼磁性材料中最高。由于成本支撑和供需对比的变化，我们判断稀土价格在 2015 年缓步向上，公司将出现业绩改善势头，已度过最困难的阶段。
- **公司产品需求趋稳，预计钕铁硼销量增速加快。**公司产品主要应用于 VCM/汽车/工业设备/消费电子等下游领域，其中 VCM 用磁材总体需求保持在 5000 吨高位，公司产能则将继续提升以强化竞争力；汽车磁钢在公司占比达到 20%，受新能源汽车拉动加速成长，预计 2014-2016 年复合增速达 30%；综合磁钢类产品由于相对优势明显，可挖潜力大。
- **通过参股企业分享新能源汽车发展盛宴。**公司持股比例为 26.5% 的上海电驱动正随着新能源汽车发展而快速成长，其收入规模已从 2008 年百万级跨越到 2013 年 2 亿级，作为专业化的新能源电机电控企业，上海电驱动将保持高速增长，公司也将通过参股分享行业盛宴。
- **股权激励彰显管理层信心，2015 年有望迎来业绩拐点。**公司近日发布股票激励计划，拟授予股票数量 2200 万股。业绩考核目标以 2014 年净利润为基数，2015-2017 年净利润增长率不低于 40%、50%、60%，ROE 不得低于 9%。股权激励覆盖企业高管、技术骨干等 156 人，核心团队与企业利益高度绑定一致，利于激发公司增长潜力。

### 财务与估值

- **首次给予“买入”评级。**我们认为 2015 年稀土价格将稳步回升，公司磁材产品价格也将随之水涨船高，加之汽车销售放量、VCM 磁钢整体需求保持高位，且综合磁钢类产品相对优势明显，钕铁硼磁材未来销量增长确定性高，预计公司业绩将重回增长轨迹（剔除合并报表子公司变动影响），2014-2016 年公司每股收益分别为 0.54、0.77、0.92 元，由于钕铁硼行业具备周期性属性，我们给予公司 2015 年行业平均估值 3.7XPB，对应目标价 25.68 元，首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**稀土价格大幅下跌；新能源汽车销量不及预期、毛利率大幅下降

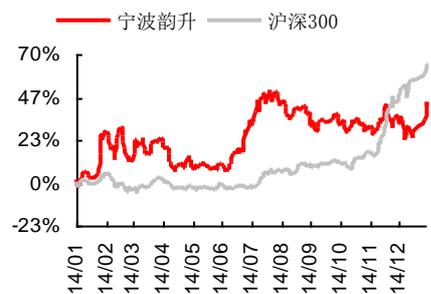
公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	2,920	2,138	1,512	1,840	2,260
同比增长	-25.9%	-26.8%	-29.3%	21.7%	22.8%
营业利润 (百万元)	646	362	351	507	612
同比增长	-35.2%	-43.9%	-3.3%	44.7%	20.6%
归属母公司净利润 (百万元)	450	350	277	394	474
同比增长	-31.9%	-22.2%	-20.8%	42.3%	20.2%
每股收益 (元)	0.88	0.68	0.54	0.77	0.92
毛利率	37.7%	30.9%	30.9%	36.9%	36.9%
净利率	15.4%	16.4%	18.3%	21.4%	21.0%
净资产收益率	17.3%	12.2%	8.9%	11.6%	12.6%
市盈率 (倍)	19.4	25.0	31.6	22.2	18.5
市净率 (倍)	3.1	2.9	2.7	2.5	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2015 年 01 月 14 日)	18.02 元
目标价格	25.68 元
52 周最高价/最低价	19.05/12.60 元
总股本/流通 A 股 (万股)	51,450/51,450
A 股市值 (百万元)	9,271
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2015 年 01 月 15 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	11.6	4.8	3.5	41.2
相对表现 (%)	15.5	-4.9	-39.7	-17.1
沪深 300 (%)	-3.9	9.7	43.2	58.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师 郭湛**  
021-63325888\*3144  
guozhan@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514050001

## 报告起因及独有思考

- 1) 中游制造作为承接上下游的重要一环，往往不及上游资源品价格起伏带来的弹性变动，又不及需求端贴近生活而容易获得价值认同，但是长期专注于某一领域，苦练内功获得技术优势和客户优势的中游深加工企业，往往业绩稳定性更高，企业生命力更长，值得中长期推荐，我们认为优质的磁性材料企业即是其中典型。
- 2) 沿新能源汽车产业链往上梳理，发现磁材与锂电行业确有相似之处，都是传统应用中消费电子占比较高，整体需求有待于新能源汽车的发展而放大，且锂电池和电机都是新能源汽车的动力系统中的核心部件，但从产业链对比来看，我们认为中国磁材产业基础反而更为厚实，锂电上游优势企业在国外，而磁材上游稀土资源优势企业在国内，锂电材料由于国内产能的快速扩张出现价格竞争，而磁材行业由于专利授权而保持相对稳定的竞争态势，其前期价格下降主要是由于稀土原材料价格的下滑导致，未来稳定上升的趋势明确，因此我们认为在新能源汽车相关产业的价值挖掘中，磁材行业是不可忽视的重大受益品种。
- 3) 在磁材行业内，目前已有的 8 家专利企业具备了先发优势，中科三环、宁波韵升和正海磁材是业内公认的领先企业，其它 5 家企业或由于规模过小、或由于代工的经营模式成长动力不足，可比三家中来看，中科三环是国内行业龙头，综合实力突出，可作为防守配置品种；正海磁材以风电起家，影响业绩的核心变量是新增风电装机容量，成长逻辑在于风电复苏；宁波韵升在可比公司中盈利水平最高，且已参股主打新能源汽车驱动电机的上海电驱动股份有限公司，对新能源汽车产业变动敏感度最高，我们认为在新能源汽车磁材受益的首选标的。

## 关键假设

稀土价格由于成本支撑和收储政策，预计价格稳步上升，导致公司产品售价随之上涨；汽车、VCM、综合磁钢等下游领域需求稳步增长，公司钕铁硼销量分别攀升。

## 影响股价变化的催化因素

稀土价格上涨；新能源汽车销量、政策超预期

## 目录

1、再起飞的高端钕铁硼先锋.....	5
1.1 产能国内第二，利润水平同业最高.....	5
1.2 稀土价格暴跌的最坏时间段已过去.....	7
2、产品需求稳定，预计钕铁硼销量增速加快.....	8
2.1 VCM 用磁材需求保持高位，公司产能提升强化竞争力.....	9
2.2 汽车磁钢受新能源汽车拉动加速成长中.....	10
2.3 综合磁钢类产品相对优势明显，可挖潜力大.....	10
3、通过参股企业分析新能源汽车发展盛宴.....	12
4、股权激励彰显管理层信心，2015 年望迎来盈利拐点.....	13
5、首次给予“买入”评级.....	14
6、风险提示.....	16

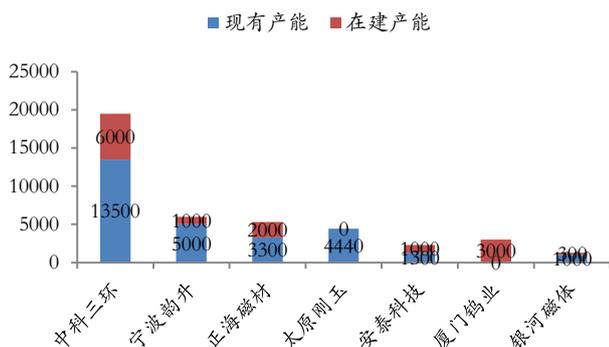
图表 1: 公司产能位居国内第二.....	5
图表 2: 2010 年后公司毛利率明显高于可比企业.....	5
图表 3: 公司海外业务占比高, 获取专利的先发优势明显.....	5
图表 4: 通过支付较低专利使用费换取良好的竞争环境.....	6
图表 5: 公司是 8 家企业获授专利企业之一.....	6
图表 6: 公司经历 2012、2013 年连续两年收入下滑.....	7
图表 7: 公司经历 2012、2013 年连续两年净利润下滑.....	7
图表 8: 公司利润水平与稀土价格正相关.....	8
图表 9: 公司稀土原材料库存已至低位.....	8
图表 10: 稀土价格已大幅下跌释放风险.....	8
图表 11: 公司产品下游分布.....	9
图表 12: VCM 磁钢需求仍维持高位.....	9
图表 13: 各国新能源汽车销量快速增长.....	10
图表 14: 全球新能源汽车 (EV&HEV) 需求测算.....	10
图表 15: 公司综合磁钢主要类别.....	11
图表 16 同等级磁材的应用领域.....	11
图表 17: 国内主要电驱动企业的特征.....	12
图表 18: 上海电驱动股份有限公司混合动力轿车用 ISG 电机.....	13
图表 19: 上海电驱动股份公司燃料电池/纯电动车用驱动电机.....	13
图表 20: 上海电驱动营收规模迅速增长.....	13
图表 21: 激励对象的人员名单及分配情况.....	14
图表 22: 收入分类预测表.....	15
图表 23: 可比公司估值水平.....	15
图表 24: 宁波韵升市净率历史估值区间.....	16

# 1、再起飞的高端钕铁硼先锋

## 1.1 产能国内第二，利润水平同业最高

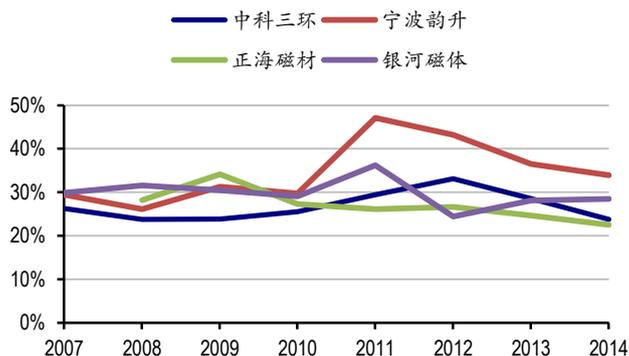
公司成立于 1994 年 6 月 30 日，是主营钕铁硼永磁材料的科技先导型企业，2000 年上市，控股股东为宁波韵升集团，持有公司 33.98% 股份。公司在钕铁硼产业上起步早，目前产能已跃升为国内第二，仅位列中科三环之后，规模优势明显。另外公司外销收入占比高达 60%，产品主要应用于 VCM/汽车等高端需求上，2010 年后毛利率与同业公司相比一直处于领先地位，成本掌控能力突出、技术优势明显。

**图表 1：公司产能位居国内第二**



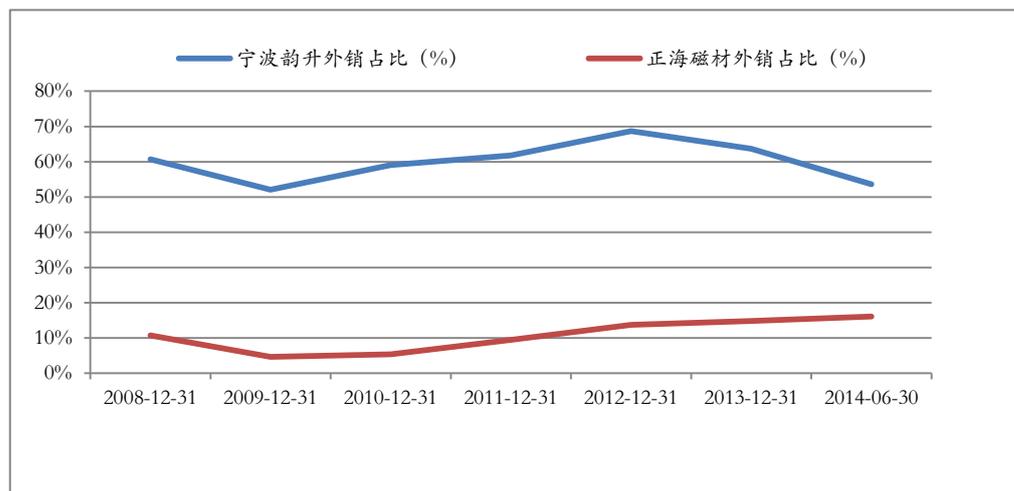
资料来源：东方证券研究所整理

**图表 2：2010 年后公司毛利率明显高于可比企业**



资料来源：wind, 东方证券研究所

**图表 3：公司海外业务占比高，获取专利的先发优势明显**

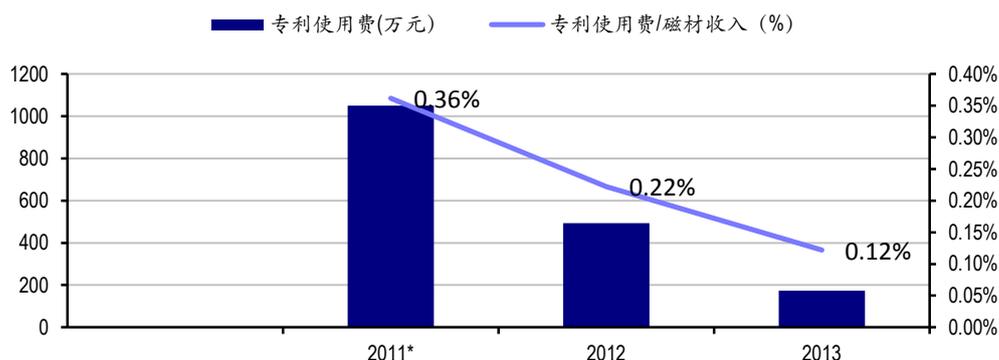


资料来源：wind, 东方证券研究所

公司所属的钕铁硼磁材行业具备非常高的专利技术壁垒，2012年8月专利所有人日立金属在美国发起专利诉讼，要求美国国际贸易委员会（ITC）就专利337展开调查，诉讼以国内三家被诉企业与日立金属达成专利和解协议结束，回顾整个事件，我们认为此次诉讼不仅仅针对烧结钕铁硼企业的专利问题，更重要的是想通过诉讼规范下游应用企业，督促其使用已授权专利企业的磁材产品，我们判断国外下游企业在本次诉讼后，采购活动将不断向专利企业集中，而作为国内较早获取专利授权的企业，宁波韵升市场地位会更加稳固，高端钕铁硼市场寡头竞争的局面也更加明显。

另外从2014年市场表现来看，磁材企业总体上虽延续了去年的低迷，但企业间的差异继续加大，高低端产品呈现“冰火两重天”，高端磁体、瓦形磁体、异形和特种磁体，以及电机、汽车、电子等应用类磁体销售火爆，市场良好，企业基本上保持了满负荷生产，这些企业大致占全行业的1/3；而生产的中低端磁体，同质化磁体，消费类磁体市场严重萎缩，产品库存严重，这些企业大约占全行业的2/3左右，由于产品销路不畅，企业生产难以为继，很多企业已经关门或歇业，此外，还有较大一批企业在勉强维持磁性材料业务的同时，开始向其他产业转型，我们判断磁材产业去产能的大幕拉开，而优质上市公司包括宁波韵升在这一波潮流中将不断强化竞争优势。

**图表 4：通过支付较低专利使用费换取良好的竞争环境**



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图表 5：公司是 8 家企业获授专利企业之一**

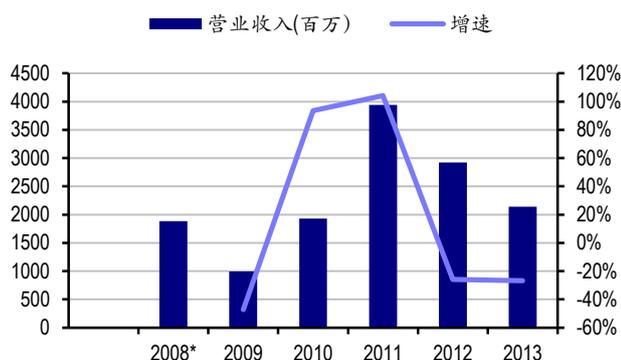
获得专利公司	专利获取情况
中科三环	1993 年获有日本住友特殊金属公司、美国通用汽车专利许可
宁波韵升	2001 年与日本住友特殊金属公司达成烧结钕铁硼群体专利实施许可协议
安泰科技	日本住友特殊金属株式会社（2009 年可转换公司债券募集说明书）
中科银钠	2000 年获得日本住友（SSMC）和美国 MQI 专利许可 2003
北京京瓷	2000 年与日本 SUMITOMO 公司签定专利授权协议
正海磁材、宁波金 鸡、安徽大地熊	2013 年与日立金属签订专利授权

资料来源：各公司网站，公司公告，东方证券研究所整理

## 1.2 稀土价格暴跌的最坏时间段已过去

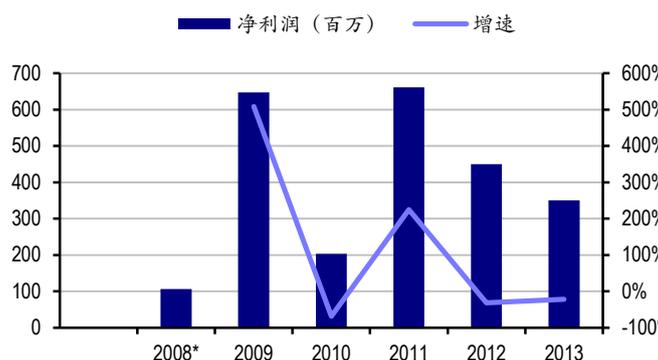
从公司发展轨迹来看，2008年以来公司磁性材料产销量均呈现稳步增长态势，磁性材料作为众多新兴产业上游，产业自我优化、提升发展的内在动力充足，但从公司收入、利润变动来看，受2009-2013年间稀土原材料价格暴涨暴跌，下游需求受到重大冲击，公司经营出现较大波动，指标显示公司利润水平与稀土价格高度正相关。

图表 6：公司经历 2012、2013 年连续两年收入下滑



资料来源：wind，东方证券研究所

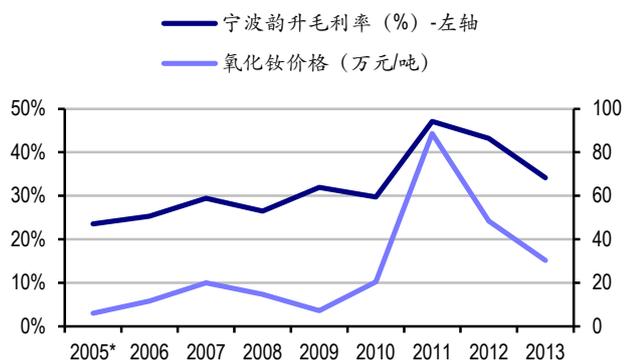
图表 7：公司经历 2012、2013 年连续两年净利润下滑



资料来源：wind，东方证券研究所

展望稀土价格未来变动，我们认为伴随2012年以来稀土价格的持续下跌，磁材企业的原材料价格风险逐步释放。我们判断稀土价格2015年缓步向上的原因在于：1、稀土集团整合提速，国家出面组建六大稀土集团，提高行业集中度掌握定价权。2、稀土行业的供给过剩已逐步改善，2012年以来稀土企业通过停产、限产优化供需结构，供应缩量效果不断累积。稀土价格在正规企业的成本线附近徘徊已有2年有余。3、打击私挖滥采成为新常态，国家长期整顿市场有望收紧稀土供给。4、国家收储再次启动，稀土收储去库存带动价格上涨将是大概率事件。5、出口配额正式取消，刺激海外需求恢复。国外稀土库存整体处于低库存状态，配额放开有望提升出口增速。

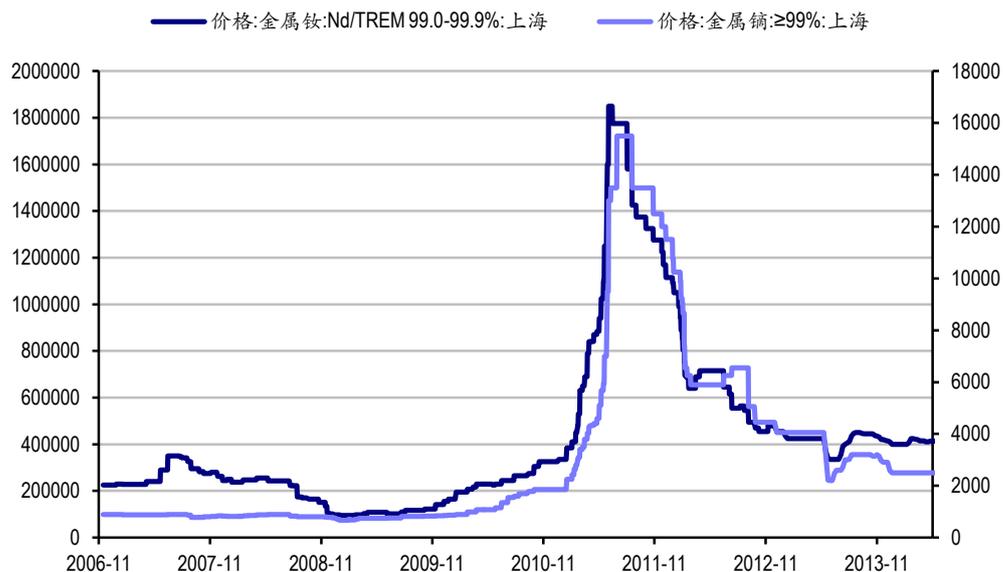
磁材企业2011-2013年经历过的原材料价格大幅波动的困境不在，2014年稀土价格的企稳回升给磁材企业带来量价回升的预期，预计公司盈利水平可稳步向上；另外公司从2012年开始压缩存货库存，根据生产需求采购原材料，目前原材料库存保持在2-3月的使用量水平，原材料价格变动对公司业绩的影响变小，业绩确定性增强。

**图表 8：公司利润水平与稀土价格正相关**


资料来源：wind，东方证券研究所

**图表 9：公司稀土原材料库存已至低位**


资料来源：wind，东方证券研究所

**图表 10：稀土价格已大幅下跌释放风险**


资料来源：wind，东方证券研究所

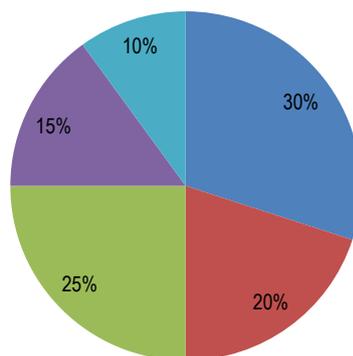
## 2、产品需求稳定，预计钕铁硼销量增速加快

公司产品主要应用于 VCM/汽车/工业设备/消费电子等下游领域，作为第三代磁性材料，钕铁硼永磁体的核心性能指标最大磁能积和内禀矫顽力较永磁铁氧体和钕钴永磁体明显优异，在 VCM、消

费类电子产品以及风电、节能环保空调、新能源汽车、EPS 等新兴领域和等传统消费领域存在广泛的应用。

图表 11：公司产品下游分布

■ VCM ■ 汽车 ■ 工业设备 ■ 消费电子 ■ 家电



资料来源：东方证券研究所

## 2.1 VCM 用磁材需求保持高位，公司产能提升强化竞争力

VCM (voice coil motor) 用钕铁硼永磁体一直是公司最大需求端，占比一直保持在 30% 左右，尽管最近几年全球硬盘出货量出现了小幅下滑，2011-2013 年下滑幅度分别为 -4%/-7%/-4%，但其对钕铁硼的需求仍保持在高位水平，以单位硬盘钕铁硼需求 10g/台测算，2014-2016 年硬盘用钕铁硼需求保持在 5000 吨左右水平，行业不存在大幅下滑风险。从行业内部来看，中科三环、宁波韵升等 3-4 家专利企业垄断了全球 VCM 的供应，VCM 属于钕铁硼磁材的高端应用，门槛较高，竞争格局稳定，宁波韵升的 VCM 业务以 NEOMAX 委托加工起家，技术和销售渠道优势明显，且 2013 年公司 VCM 磁钢完成了技术改造，产能有所提升，竞争力得到进一步强化，预计将长期占据全球前三甲的位置。

图表 12：VCM 磁钢需求仍维持高位

VCM(Voice Coil Motor)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
全球硬盘出货量 (亿)	6.5	6.24	5.77	5.53	5.31	5.10	4.89	4.70	4.51
yoy		-4.0%	-7.5%	-4.2%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%
单位硬盘需求 (g/台)		10	10	10	10	10	10	10	10
需求量(吨)		6240	5770	5530	5309	5096	4893	4697	4509

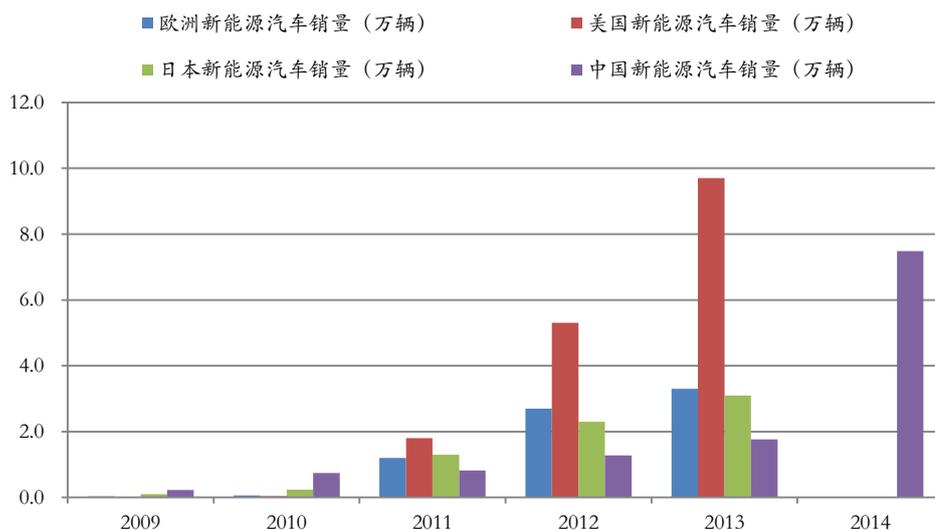
资料来源：东方证券研究所

## 2.2 汽车磁钢受新能源汽车拉动加速成长中

汽车领域对钕铁硼磁材的需求一直较大，2013 年开始新能源汽车销售放量，且新能源汽车中纯电动占比逐步开始提升，对钕铁硼需求开始逐步体现。中国汽车工业协会统计显示，2014 年新能源汽车销售 7.48 万辆，同比增长 3.2 倍；其中纯电动汽车销量同比增长 2.1 倍；插电式混合动力汽车销量增长 8.8 倍。由于新能源汽车巨大的成长潜力，汽车行业对钕铁硼需求正在逐步放大，逐渐成为下游第一大需求来源。若假定 2014-2016 年全球 EPS 销量增速 10%，新能源汽车销量增速为 68%、78%、74% 的情况下，测算汽车对钕铁硼需求达到 3982、5622、8262 吨，年均复合增速约为 44%。

公司在 2012 年专门新设了汽车磁钢产品部；2013 年完成了若干新项目的样品交付，包括新能源汽车用磁钢、EPS 电机磁钢、变速箱用磁钢等，汽车磁钢产品占比已达到 20%；2014 年公司经营规划中进一步提出“注重对汽车磁钢的政策倾斜和资源投入，尽快扩大业务”，我们预计公司汽车磁钢产销量将快速增长，成为公司的拳头产品。

图表 13：各国新能源汽车销量快速增长



资料来源：产业信息网，东方证券研究所

图表 14：全球新能源汽车 (EV&HEV) 需求测算

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
全球汽车销量 (万辆)	6467	7360	7678	8118	8441	8660	9009	9408	9784	10176	10583	11006
yoy		13.8%	4.3%	5.7%	4.0%	2.6%	4.0%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
新能源汽车渗透率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	1.0%	1.7%	3.0%	5.0%	8.0%
全球新能源汽车销量 (万辆)	5	7	7	12	18	30	54	94	166	305	529	880

yoy		29%	4%	65%	55%	68%	78%	74%	77%	84%	73%	66%
车均钕铁硼用量 (kg)	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
钕铁硼需求 (吨)	312	402	420	695	1080	1819	3243	5645	9980	18316	31748	52829
yoy		29%	4%	65%	55%	68%	78%	74%	77%	84%	73%	66%

资料来源: WIND, LMC, 东方证券研究所

## 2.3 综合磁钢类产品相对优势明显, 可挖潜力大

公司综合磁钢主要面向工业设备、家电、消费电子等应用领域, 在公司产品整体占比中达到 50%, 由于相对于永磁铁氧体和 Sm2Co17 具有明显的磁性能优势, 满足节能/轻量/轻薄短小等应用需求, 因此广泛应用于钕铁硼永磁电机中, 如工业设备中包括风力发电机、电梯曳引机、磁选设备、MRI(核磁共振)等; 家电中的节能环保空调压缩机等; 消费电子包括手机震动马达、扬声器等。通过持续提高性能和价格优势, 钕铁硼磁材一方面可巩固已有的应用领域, 又可不断替代永磁铁氧体和 Sm2Co17 的应用领域, 其发展潜力大, 产品需求刚性不减, 成长势头明确。

图表 15: 公司综合磁钢主要类别

	产品占比	具体产品	驱动因素
工业设备	25%	风力发电机、电梯曳引机、磁选设备、MRI(核磁共振)等	节能要求、轻量化要求、高磁能要求
家电	15%	节能环保空调压缩机等	节能省电要求
消费电子	10%	手机震动马达、扬声器	轻、薄、短、小

资料来源: 东方证券研究所

图表 16 同等级磁材的应用领域

系列	分类标准	主要应用领域
N	Hcj ≥ 11KOe	核磁共振、磁选机
M	Hcj ≥ 14KOe	高性能磁选机、消费类电子产品
H	Hcj ≥ 16KOe	电梯曳引机、直线电机、磁悬浮
SH	Hcj ≥ 20KOe	兆瓦级风力发电机、电梯曳引机、伺服电机、节能环保
UH	Hcj ≥ 25KOe	保空调压缩机、EPS
EH	Hcj ≥ 30KOe	电动/混合动力汽车、节能石油抽油机等高温或低温度系数场所, 部分可以替代钕铁硼永磁体
AH	Hcj ≥ 35KOe	
ZH	Hcj ≥ 40KOe	

资料来源: 东方证券研究所

### 3、通过参股企业分析新能源汽车发展盛宴

与传统汽车产相比，新能源汽车在结构上增加了电池、电机、电控系统等组件，电池、电机和电控理所当然成为了新能源汽车发展的关键因素。目前新能源汽车主要采用的交流电机主要包括交流异步电机、永磁电机和开关磁阻电机，其中异步电机主要用在纯电动汽车，永磁同步电机主要用在混动汽车，开关磁阻电机主要用在客车中，从经济性及性能考虑，由于永磁同步电机具高效、高功率密度的性能优势，因此目前混动轿车中基本采用永磁同步电机，且为新能源汽车的发展方向，预计未来新能源汽车电机永磁化的趋势将越来越明显。

从市场格局来看，新能源汽车电机市场同时存在三类企业，分别是具有传统整车及其零部件生产经验的汽车企业、具有其它领域电机生产经验的企业、专门针对电动车成立的电机企业，这三类企业各有优劣，特征各异，由于第三类企业业务单一且专注，随新能源汽车销量的变化业绩弹性最高，最受市场所追捧，公司参股的上海电驱动股份有限公司即属于第三类电机企业。

**图表 17：国内主要电驱动企业的特征**

企业类型	知名企业	企业特征
整车企业	万向集团、上汽集团、一汽集团、二汽集团、东风集团、深圳五洲龙、玉柴集团、中国南车	开发时间早、集团实力雄厚、当地公共交通具有整车应用优势等特征
其它领域电机生产经验的企业	大洋电机、江特电机、中纺锐力	虽然汽车用电机与工业用电机区别较大，但结构与部件类似，通过多方力量合作，未来在电机本体的批量生产方面具有独特优势。
专门针对电动车成立的电机企业	北京精进电动、上海电驱动、上海大郡自动化	成立时间较晚，多为创业类企业，专注，细分市场容易获得相对竞争优势

资料来源：东方证券研究所

2013 年 6 月公司将日兴电机、韵升电机、韵升汽车电机系统、韵升汽车电机四家公司进行剥离，电机业务将主要专注于新能源电机和小型电机，公司与上海安乃达驱动技术、北京中科易能新技术共同出资成立的上海电驱动是新能源驱动电机和电控的业务主体，目前公司持股比例为 26.46%。

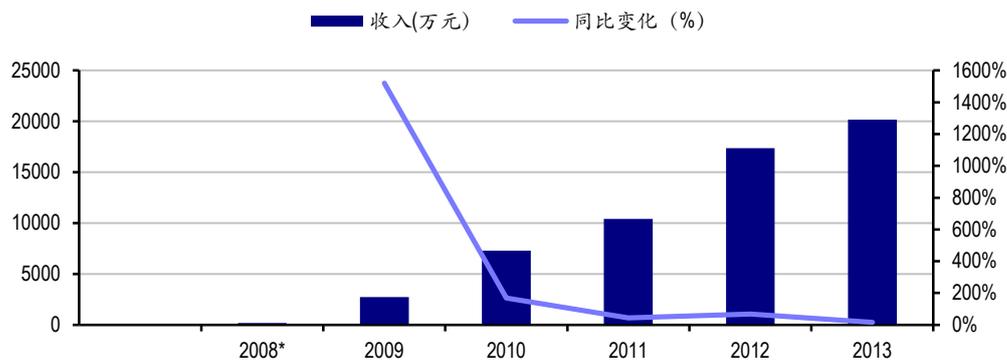
**图表 18: 上海电驱动股份有限公司混合动力轿车用 ISG 电机**


资料来源: 公司网站, 东方证券研究所

**图表 19: 上海电驱动股份公司燃料电池/纯电动车用驱动电机**


资料来源: 公司网站, 东方证券研究所

上海电驱动产品已在一汽集团、奇瑞、东风、长安、华晨、吉利、广汽、长城、上汽、上海大众、德国大众、本田、宝马、GM、台湾中华、依维柯、五菱、宇通、中通、广客、恒通、金龙、百路佳、扬子江、北汽集团、重庆渝安、江铃等国内外知名整车企业中得到广泛应用, 目前上海电驱动拥有两条柔性生产线, 年生产能力 3 万台套, 产能充足, 占据了国内新能源汽车电机、电控主要市场份额约 50-60%, 其收入规模已从 2008 年百万级跨越到 2013 年 2 亿级, 宁波韵升作为作为既从事电机上游钕铁硼永磁材料生产, 又参股生产电机和电控的企业, 将充分受益于新能源汽车行业发展盛宴。

**图表 20: 上海电驱动营收规模迅速增长**


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

#### 4、股权激励彰显管理层信心, 2015 年望迎来盈利拐点

2014 年 1 月 10 日, 公司发布股票激励计划, 拟授予的限制性股票数量为 2200 万股, 占公司股本总额的 4.28%。限制性股票价格为 8.43 元/股, 首次授予业绩考核目标是以 2014 年净利润为基数, 2015、2016、2017 年净利润增长率不低于 40%、50%、60% (即 CAGR 不低于 17%), 且 ROE 不得低于 9%。

公司对于股权激励酝酿已久，此次达成目标成功概率较大。2006 年公司曾提出若 2006 -2008 年三年扣非净利润比 2005 年增长超过 100%，且 CAGR 不低于 20%，公司将推行股权激励机制，后因 2008 年全球经济危机未能成行。此次股权激励覆盖企业高管、技术骨干等多达 156 人，我们认为股权激励的实施更有利于激发公司业绩长期可持续增长，2015 年迎来公司业绩拐点有望是大概率事件。

**图表 21：激励对象的人员名单及分配情况**

激励对象 姓名	职务	拟分配数量 (万股)	占本次授予 总量的比例 (%)	占股本总额 比例 (%)
竺晓东	董事、总经理	150	6.82%	0.29%
傅健杰	董事、副总经理、董秘	100	4.55%	0.19%
杨庆忠	副总经理	100	4.55%	0.19%
陈新生	副总经理、财务负责人	80	3.64%	0.16%
中层管理人员及核心技术(业务)人员(152人)		1,624	73.82%	3.16%
预留激励对象		146	6.64%	0.28%
合计		2,200	100.00%	4.28%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 5、首次给予“买入”评级

我们对公司 2014-2016 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入增长主要来自于钕铁硼销量的增长和产品售价的上升，销量上若假定 2014-2016 年全球 EPS 销量增速 10%，新能源汽车销量增速为 70%的情况下，测算汽车对钕铁硼需求约为年均增速 44%；2011 年以来 VCM 出货量有小幅下滑，我们假定其对钕铁硼需求年均增速为-4%，汽车和 VCM 占公司下游需求约 50%。其他工业设备、消费家电对磁材需求年均增速约为 10%和 40%，我们测算公司整体下游需求年均增速约为 20%。因此保守的假定公司磁材销量增速为 11%、15%、16%。
- 2) 钕铁硼价格变动与稀土价格变动趋势一致，定价机制为成本加成，由于成本支撑及配额制生产，我们判断稀土价格将稳步上行，钕铁硼价格也随之上行，但由于钕铁硼和铁氧体永磁体存在替代关系，因此若售价上升过快将导致失去竞争优势，在假定主要原材料稀土变动-5%/5%/5%情况下，我们预计 2014-2016 年售价变动-5%、6%、6%。
- 3) 过去 2011-2013 年公司钕铁硼毛利率水平维持在 36%-47%左右。我们判断公司钕铁硼毛利率随稀土价格上涨及高端产品占比提高而上升，2014-2016 年整体毛利率分别为 31%、37%和 37%。

- 4) 公司身为高新技术企业, 所得税率维持 15%, 由于公司产品技术含量高, 涉及新兴产业, 我们预计 2014-2016 年可保持 15% 的所得税税率。

**图表 22: 收入分类预测表**

收入分类预测表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>钕铁硼</b>					
销售收入 (百万元)	2,223.4	1,417.2	1,494.4	1,821.7	2,240.0
增长率	-23.4%	-36.3%	5.4%	21.9%	23.0%
毛利率	43.2%	36.5%	31.0%	37.0%	37.0%
<b>电机</b>					
销售收入 (百万元)	641.8	460.7	17.3	18.5	19.8
增长率	-17.1%	-28.2%	-96.3%	7.0%	7.0%
毛利率	19.1%	15.7%	23.0%	23.0%	23.0%
<b>其他</b>					
销售收入 (百万元)	54.4	260.6	0.0	0.0	0.0
增长率	-79.4%	379.2%	-100.0%		
毛利率	29.6%	27.2%			
合计	2,919.6	2,138.4	1,511.7	1,840.2	2,259.7
增长率	-25.9%	-26.8%	-29.3%	21.7%	22.8%
综合毛利率	37.7%	30.9%	30.9%	36.9%	36.9%

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所

公司磁材产能国内第二, 软实力突出, 经历稀土价格暴涨暴跌的 2009-2013 年, 我们认为 2015 年稀土价格将缓慢回升, 公司磁材产品价格也将随之水涨船高, 加之新能源汽车销售放量、VCM 磁钢整体需求保持高位, 且综合磁钢类产品相对优势明显, 钕铁硼磁材未来潜力大, 公司未来销量增长确定性高, 2015 年公司主业将重回增长轨迹 (剔除子公司合并报表变动影响), 我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.54、0.77、0.92 元, 公司与中科三环规模、技术实力水平最为接近, 我们认为有色行业公司周期性较明显, 更适宜用 PB 估值。目前可比同行业公司 2015 年平均 PB 估值 3.7 倍, 对应目标价 25.68 元/股, 首次给予公司“买入”评级。

**图表 23: 可比公司估值水平**

公司	代码	每股净资产 (元)				市净率			
		2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
中科三环	000970	3.31	3.70	4.12	4.64	4.69	4.27	3.79	3.31
正海磁材	300224	5.79	6.25	6.82	7.63	4.52	4.16	3.70	3.22
银河磁体	300127	6.06	4.22	4.34	4.59	3.92	3.61	3.14	2.60
太原刚玉	000795	0.77				15.11	4.14	3.64	3.16
调整后平均						4.61	4.15	3.67	3.19

资料来源: wind, 东方证券研究所

**图表 24：宁波韵升市净率历史估值区间**


资料来源：WIND，东方证券研究所

## 6、风险提示

1. 稀土价格大幅下跌：公司产品价格与稀土原材料价格高度关联，稀土价格若再次出现下滑，公司收入和利润水平将会受到拖累。
2. 新能源汽车销量不及预期：公司一部分业绩弹性来新能源汽车销量变动，若是国内新能源汽车销量增速不及预期，一方面公司汽车磁材销量会受到影响，另一方面公司参股公司上海电驱动股份有限公司业绩也会受到影响，两者叠加后公司对新能源汽车销量的敏感性较大，因此若新能源汽车销量不及预期，公司业绩会受到负面影响。
3. 毛利率大幅下降：2013 年获得专利授权的国内钕铁硼生产企业新增正海磁材、宁波金鸡、安徽大地熊等三家企业，未来或有可能进一步增加。新进入企业或将对公司出口订单毛利率形成不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,476	1,216	1,547	1,908	2,303	营业收入	2,920	2,138	1,512	1,840	2,260
应收账款	321	254	174	212	260	营业成本	1,820	1,478	1,044	1,162	1,426
预付账款	82	63	42	52	63	营业税金及附加	40	20	15	18	23
存货	456	369	209	232	285	营业费用	69	66	23	28	34
其他	176	638	587	542	548	管理费用	392	280	212	239	294
<b>流动资产合计</b>	<b>2,510</b>	<b>2,540</b>	<b>2,559</b>	<b>2,945</b>	<b>3,459</b>	财务费用	12	8	0	3	2
长期股权投资	350	344	335	343	341	资产减值损失	25	5	(31)	5	10
固定资产	802	661	706	757	804	公允价值变动收益	5	(1)	2	2	1
在建工程	44	99	130	153	167	投资净收益	80	82	100	120	140
无形资产	127	122	120	119	119	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	208	176	154	154	154	<b>营业利润</b>	<b>646</b>	<b>362</b>	<b>351</b>	<b>507</b>	<b>612</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,531</b>	<b>1,401</b>	<b>1,446</b>	<b>1,526</b>	<b>1,585</b>	营业外收入	20	85	25	25	28
<b>资产总计</b>	<b>4,041</b>	<b>3,941</b>	<b>4,005</b>	<b>4,471</b>	<b>5,044</b>	营业外支出	6	7	5	5	6
短期借款	87	200	200	250	300	<b>利润总额</b>	<b>660</b>	<b>440</b>	<b>371</b>	<b>527</b>	<b>634</b>
应付账款	163	118	84	93	114	所得税	122	68	56	79	95
其他	251	538	290	325	366	<b>净利润</b>	<b>538</b>	<b>372</b>	<b>315</b>	<b>448</b>	<b>539</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>501</b>	<b>856</b>	<b>574</b>	<b>668</b>	<b>781</b>	少数股东损益	88	22	38	54	65
长期借款	416	0	31	32	30	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>450</b>	<b>350</b>	<b>277</b>	<b>394</b>	<b>474</b>
应付债券	4	0	0	0	0	每股收益(元)	0.88	0.68	0.54	0.77	0.92
其他	106	1	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>526</b>	<b>1</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>30</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,027</b>	<b>857</b>	<b>604</b>	<b>699</b>	<b>811</b>		<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
少数股东权益	236	113	151	205	269	<b>成长能力</b>					
股本	514	514	514	514	514	营业收入	-25.9%	-26.8%	-29.3%	21.7%	22.8%
资本公积	307	292	292	292	292	营业利润	-35.2%	-43.9%	-3.3%	44.7%	20.6%
留存收益	1,970	2,165	2,443	2,760	3,157	归属于母公司净利润	-31.9%	-22.2%	-20.8%	42.3%	20.2%
其他	(13)	(1)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,014</b>	<b>3,084</b>	<b>3,400</b>	<b>3,771</b>	<b>4,233</b>	毛利率	37.7%	30.9%	30.9%	36.9%	36.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,041</b>	<b>3,941</b>	<b>4,005</b>	<b>4,471</b>	<b>5,044</b>	净利率	15.4%	16.4%	18.3%	21.4%	21.0%
						ROE	17.3%	12.2%	8.9%	11.6%	12.6%
						ROIC	15.1%	8.7%	8.1%	11.1%	11.9%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	25.4%	21.7%	15.1%	15.6%	16.1%
净利润	538	372	315	448	539	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	(89)	(568)	49	54	60	流动比率	5.01	2.97	4.46	4.41	4.43
财务费用	12	8	0	3	2	速动比率	3.82	2.46	4.03	4.00	4.00
投资损失	(80)	(82)	(100)	(120)	(140)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	545	(340)	372	12	(62)	应收账款周转率	7.3	7.4	7.1	9.5	9.6
其它	50	850	(9)	3	9	存货周转率	2.3	2.9	3.1	4.5	4.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>977</b>	<b>240</b>	<b>627</b>	<b>400</b>	<b>407</b>	总资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.5
资本支出	29	679	(123)	(127)	(122)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(35)	11	5	(8)	2	每股收益	0.88	0.68	0.54	0.77	0.92
其他	115	(1,090)	111	122	141	每股经营现金流	1.90	0.47	1.22	0.78	0.79
<b>投资活动现金流</b>	<b>109</b>	<b>(400)</b>	<b>(7)</b>	<b>(13)</b>	<b>22</b>	每股净资产	5.40	5.78	6.32	6.94	7.71
债权融资	250	(84)	(288)	4	(4)	<b>估值比率</b>					
股权融资	3	(15)	0	0	0	市盈率	19.4	25.0	31.6	22.2	18.5
其他	(854)	(176)	(0)	(30)	(29)	市净率	3.1	2.9	2.7	2.5	2.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(601)</b>	<b>(275)</b>	<b>(289)</b>	<b>(26)</b>	<b>(34)</b>	EV/EBITDA	14.1	-40.5	20.0	14.2	11.9
汇率变动影响	(7)	(18)	0	0	0	EV/EBIT	12.2	21.6	22.8	15.7	13.0
<b>现金净增加额</b>	<b>477</b>	<b>(453)</b>	<b>331</b>	<b>361</b>	<b>396</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)