买 入 维持 宁波韵升（600366） 2015 年 1 月 13 日

有色金属行业高级分析师：施毅
SAC 执业证书编号：S0850512070008
sy8486@htsec.com
021-23219480

有色金属行业首席分析师：钟奇
SAC 执业证书编号：S0850513110001
zq8487@htsec.com
021-23219962

有色金属行业高级分析师：刘博
SAC 执业证书编号：S0850512080001
liub5226@htsec.com
021-23219401

提升公司业绩，实施股权激励计划

1 月 12 日收盘价：17.02 元 **目标价：22.8 元**

事件：1 月 10 日公告显示，公司决定实施股权激励计划。计划拟向激励对象定向增发 2200 万股限制性股票，占本激励计划公告时公司总股本的 4.28%，授予价格为 8.43 元/股。股票在授予日起满 12 个月后分 3 期解锁，每期解锁比例分别为 30%、30%、40%，解锁业绩条件为以 2014 年净利润为基数，以后三年净利润增长率分别不低于 40%、50%、60%，且各年净资产收益率不得低于 9%。

点评：1. 剥离电机业务，集中发展永磁。在 2013 年及以前，公司主要业务为钕铁硼和电机（伺服电机和汽车电机），其中钕铁硼占比最大。2014 年起汽车电机剥离上市公司，强化新材料领域，集中发展永磁。目前公司主要生产和经营烧结、粘结钕铁硼永磁材料、伺服电机等，产品远销海外。

2. 行业产能过剩，主营业务下滑。2013 年中国钕铁硼产能已超过 30 万吨，而市场需求在 10 万吨左右，产能过剩导致市场竞争异常激烈。受行业供过于求、下游需求不振、稀土原材料及钕铁硼产品价格下降等因素影响，公司主营业务下滑。2013 年实现营收 188080.21 万元，同比减少 34.58%；2014 年上半年营收 74947.04 万元，同比减少 36.05%，剔除汽车电机业务剥离的影响，营收下降 19.68%。

表 1 公司 2012、2013 及 2014 年上半年主营业务构成

	2014 年 1-6 月			2013 年			2012 年		
分产品	主营收入（万元）	主营成本（万元）	毛利率（%）	主营收入（万元）	主营成本（万元）	毛利率（%）	主营收入（万元）	主营成本（万元）	毛利率（%）
钕铁硼	61187.12	40440.36	33.91	141720.50	90005.17	36.49	222341.10	126261.70	43.21
电机（注）	1025.62	785.41	23.42	46067.71	38858.24	15.65	64182.63	51932.41	19.09

注：2014 年销售电机为伺服电机，不含汽车电机，汽车电机业务已于 2013 年 11 月从公司业务中剥离

资料来源：公司 2014 年半年报，2013、2012 年报，海通证券研究所整理

3. 提升公司业绩，实施股权激励计划。公司计划向激励对象定向增发2200万股限制性股票，占本激励计划公告时公司总股本的4.28%，授予价格为8.43元/股。其中本次授予2054万股，占计划拟授予股票总数93.36%；预留146万股，占计划拟授予股票总数的6.64%。

计划拟授予股票自授予日起满12个月后分3期解锁，每期解锁比例分别为30%、30%、40%，实际可解锁数量与激励对象上一年度绩效评价结果挂钩。

表 2 公司解锁安排

解锁安排	解锁时间	解锁比例
第一次解锁	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至本次授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二次解锁	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至本次授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三次解锁	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至本次授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：宁波韵升 20150110 股权激励计划（草案）摘要公告，海通证券研究所

解锁业绩条件为以2014年净利润为基数，以后三年净利润增长率分别不低于40%、50%、60%，且各年净资产收益率不得低于9%。

表 3 公司解锁业绩条件

解锁安排	解锁业绩条件
第一次解锁	以 2014 年净利润为基数，2015 年净利润增长率不低于 40%，且净资产收益率不得低于 9%
第二次解锁	以 2014 年净利润为基数，2016 年净利润增长率不低于 50%，且净资产收益率不得低于 9%
第三次解锁	以 2014 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 60%，且净资产收益率不得低于 9%

资料来源：宁波韵升 20150110 股权激励计划（草案）摘要公告，海通证券研究所

4. 盈利预测及估值。公司现有业务处于历史低点，未来增长空间较大；通过此次定增实施股权激励计划，有助于调动高管及核心员工积极性，利于公司可持续发展。假设定增顺利，按照当前股本（暂不考虑定增股份）及业绩承诺，我们预计公司2014-16年EPS分别为0.52、0.76及1.21元。当前磁材行业平均TTM大约在50倍左右，考虑公司历史估值水平，给予公司2015年EPS30倍市盈率，对应目标价22.8元，买入评级。

表 4 行业平均估值（截止 2015 年 1 月 12 日）

公司	代码	市盈率（TTM）
中科三环	000970	51.8
正海磁材	300224	60.0
银河磁体	300127	53.4
平均		55.1

资料来源：wind，海通证券研究所

表 5 公司盈利预测表（万元）

项目	2013	1-3Q2014	2014E	2015E	2016E
营业收入（万元）	213844	108866	192000	260200	394620
同比增速			-10.2%	35.5%	51.7%
营业成本（万元）	147843	75995	125520	167122	249118
毛利率	30.9%	30.2%	34.6%	35.8%	36.9%
营业税金及附加(万元)	2016	656	1157	781	1184
占收入%	0.9%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%
销售费用（万元）	6601	1566	2762	3744	5678
占收入%	3.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用(万元）	27982	15062	26564	36000	54598
占收入%	13.1%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
财务费用（万元）	803	-605	-806	-968	-1161
占收入%	0.4%	-0.6%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
营业利润（万元）	43962	26307	36803	53521	85204
所得税（万元）	6752	4347	5652	8220	13086
所得税率	15.4%	16.5%	15.4%	15.4%	15.4%
净利润	37210	21959	31150	45301	72117
少数股东权益	2194	2986	4236	6160	9806
少股股东权益占比	5.9%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
归属于母公司净利润	35016	18973	26915	39141	62311
总股本（亿股）	5.14	5.14	5.14	5.14	5.14
摊薄后 EPS（元/股）	0.68	0.37	0.52	0.76	1.21
增速			-23.1%	45.4%	59.2%

资料来源：wind，海通证券研究所

5. 不确定性分析。下游需求持续不振，业绩增长不及预期。

信息披露

分析师声明

钟奇：有色金属行业
刘博：有色金属行业
施毅：有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：厦门钨业（600549.SH）、天齐锂业（002466.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、格林美（002340.SZ）、云南锗业（002428.SZ）、宝钛股份（600456.SH）、怡球资源（601388.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、辰州矿业（002155.SZ）、利源铝业（002501.SZ）、东阳光铝（600673.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、江西铜业（600362.SH）、包钢稀土（600111.SH）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称"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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。