申万宏源研究 SWS RESEARCH

有色金属

2015 年 08 月 17 日

宁波韵升 (600366)

——现金充裕期待隐含溢价，电驱动股权负面影响渐消，维持买入评级！

报告原因：上市公司调研

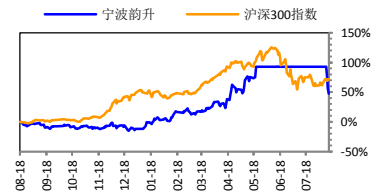
买入（维持）

市场数据：	2015 年 08 月 17 日
收盘价（元）	27.01
一年内最高/最低（元）	35.09/15.6
市净率	4.4
息率（分红/股价）	0.74
流通 A 股市值（百万元）	13897
上证指数/深证成指	3993.67/13573.90

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2015 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	6.21
资产负债率%	15.76
总股本/流通 A 股(百万)	535/515
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《汇率负面影响缓和--申万宏源债券日报 2015-8-14》 2015/08/14

《宁波韵升(600366)点评报告——上海电驱动股权收益显性化，大洋电机市值增长催化公司股价上行，维持买入评级》 2015/06/03

证券分析师
徐若旭 A0230514070002
xurx@swsresearch.com

联系人
彭瑛
(8621)23297818×转
pengying@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **投资建议：出售电驱动股权收益增厚 EPS，维持买入评级！**我们认为钕铁硼行业整体因经济整体下滑和过度的竞争，未来呈现价格毛利率双降的格局，即使考虑了新能源汽车和非晶粉末新业务的放量，我们依然认为公司钕铁硼主业毛利率将逐步下滑（2015/2016/2017 年钕铁硼业务毛利率分别为 24.5%、23.5%和 22.5%）。同时考虑到公司 2015 年出售电驱动股权带来的当年约 2.3 亿的投资收益，我们整体调整公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 至 0.78/0.63/0.70 元（原先为 0.62/0.87/1.14 元），考虑到公司未来账面 16 亿现金隐含的溢价，未来盈利预测有上调空间，我们认为中期目标市值接近 200 亿元，维持买入评级！

- **出售上海电驱动是一笔利润可观、互惠共赢的交易，负面影响逐步淡化。**公司放弃上海电驱动其他股份的优先受让权主要出于两方面考虑：一来交易本身估值合理、利润可观；二来上海电驱动和大洋电机合作避免市场竞争，公司未来将成为上海电驱动和大洋电机优先供货商，每年贡献约 3000-4000 万元营收。经过此次交流，我们认为投资者将逐步释怀公司失去电驱动股权的负面影响，进一步审视上市公司未来战略布局和基本面的新亮点。

- **定位新材料公司，新产品和产业链下游延伸看点颇多。**目前已经布局的新材料是非晶和软磁材料，主要应用领域为电子元器件，非晶粉体明年预计可以贡献 1000 万元的营业收入。公司判断随着产品价格在底部徘徊，行业整体产能过剩的情况持续发酵，行业或将迎来一轮大洗牌，未来会有很好的并购机会出现。公司目前正在积极寻找并购机会，不论是新材料领域还是下游应用领域，尤其是伺服电机领域，因为伺服电机里公司磁钢的比重比较大，未来会向工业自动化方向发展。

- **行业进入第一轮快速调整期，大洗牌或再所难免，龙头企业迎来并购机遇。**2011 年、2012 年稀土和磁钢的价格很高，吸引很多非行业内的企业加入该市场，现在稀土和磁钢的价格已经回落到低点，与此同时行业严重产能过剩，行业整体产能约 40 万吨/年，但是最终应用到终端的产量仅为 10 万吨左右。从逻辑上来说，行业不可避免的将迎来一轮大洗牌。

- **现金充足、激励充分、行业格局调整，公司有能力和动力加速扩张。**公司目前拥有 33 亿净资产，16 亿现金，公司有足够的资本进行外延扩张。与此同时，公司于今年 5 月推出了股权激励计划，总计向激励对象授予 2048 万股限制性股票，授予人数 155 人（以中层管理人员和核心技术人员为主），此次激励的规模较大，能够有效的激活关键员工的主观能动性。此外，现在不仅仅是韵升自己想要做大做强，客户也会对韵升的规模提出要求，行业格局也已经发生了显著变化，韵升目前是全国前三里面规模最小的，因此内外部的环境都在促使韵升积极走出去做大做强。

财务数据及盈利预测

	2014	2015Q1	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,435	305	1,489	1,607	1,998
同比增长率（%）	-32.88	-22.15	3.74	7.92	24.33
净利润（百万元）	198	100	417	338	373
同比增长率（%）	-43.44	14.67	110.57	-18.94	10.36
每股收益（元/股）	0.38	0.19	0.78	0.63	0.70
毛利率（%）	27.9	26.4	28.5	27.4	27.3
ROE（%）	6.4	3.1	11.3	8.4	8.5
市盈率	70		35	43	39

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

合并损益表

百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,138	1,435	1,489	1,607	1,998
营业总成本	1,857	1,294	1,265	1,308	1,643
营业成本	1,478	1,035	1,065	1,167	1,453
营业税金及附加	20	10	11	11	14
销售费用	66	33	35	37	46
管理费用	280	210	156	169	210
财务费用	8	-9	-12	-75	-80
资产减值损失	5	15	10	-1	0
公允价值变动损益	-1	6	3	3	4
投资收益	82	93	230	80	80
营业利润	362	241	457	382	439
营业外收支	77	16	36	43	32
利润总额	440	257	493	425	471
所得税	68	38	50	66	74
净利润	372	220	443	359	397
少数股东损益	22	22	27	22	24
归属于母公司所有者的净利润	350	198	417	338	373

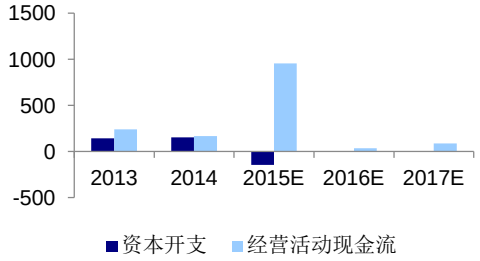
资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

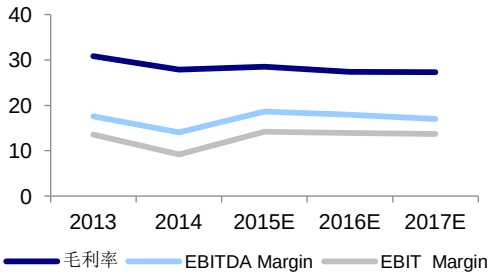
百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2,540	2,413	3,344	3,743	4,427
现金及等价物	1,231	296	2,011	2,160	2,544
应收款项	358	306	289	305	370
存货净额	369	485	374	418	561
其他流动资产	582	1,326	671	860	952
长期投资	345	398	306	356	353
固定资产	759	829	775	720	666
无形资产及其他资产	297	299	143	133	124
资产总计	3,941	3,938	4,569	4,953	5,570
流动负债	856	457	344	407	508
短期借款	580	100	80	122	134
应付款项	216	302	204	226	316
其它流动负债	46	41	40	43	41
非流动负债	1	283	396	359	478
负债合计	857	739	740	766	986
股本	514	514	536	536	536
资本公积	292	292	455	455	455
盈余公积	280	280	280	280	280
未分配利润	1,885	2,006	2,423	2,761	3,134
少数股东权益	113	107	134	155	179
股东权益	3,084	3,199	3,829	4,188	4,585
负债和股东权益合计	3,941	3,938	4,569	4,954	5,571

资料来源：申万宏源研究

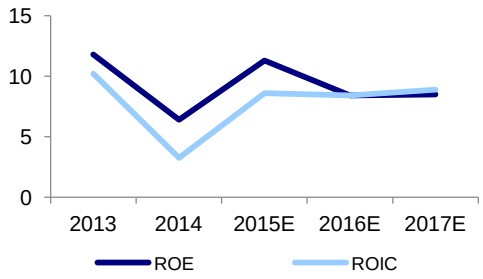
资本开支与经营活动现金流



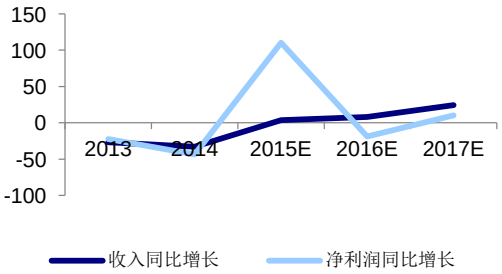
经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)

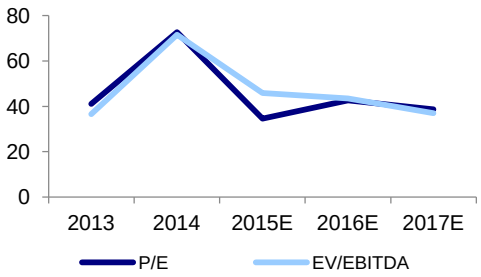


合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	372	220	443	359	397
加：折旧摊销减值	92	85	75	63	64
财务费用	26	14	-12	-75	-80
非经营损失	-70	-100	-233	-83	-84
营运资本变动	-182	-54	20	-38	-118
其它	0	0	662	-191	-93
经营活动现金流	240	167	954	36	86
资本开支	143	152	-146	0	0
其它投资现金流	-436	-647	333	33	85
投资活动现金流	-400	-799	479	33	85
吸收投资	0	0	185	0	0
负债净变化	183	-200	65	25	128
支付股利、利息	257	118	-12	-75	-80
其它融资现金流	-200	200	29	-20	3
融资活动现金流	-275	-118	290	80	211
净现金流	-453	-750	1,723	149	382

资料来源：申万宏源研究

相对估值(倍)



重要财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标(元)					
每股收益	0.65	0.37	0.78	0.63	0.70
每股经营现金流	0.45	0.31	1.78	0.07	0.16
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	5.55	5.78	6.91	7.54	8.24
关键运营指标(%)					
ROIC	10.2	3.2	8.6	8.4	8.9
ROE	11.8	6.4	11.3	8.4	8.5
毛利率	30.9	27.9	28.5	27.4	27.3
EBITDA Margin	17.6	14.1	18.6	17.9	17.0
EBIT Margin	13.5	9.2	14.2	13.9	13.7
收入同比增长	-26.8	-32.9	3.8	7.9	24.4
净利润同比增长	-22.2	-43.4	110.4	-18.9	10.4
资产负债率	21.8	18.8	16.2	15.5	17.7
净资产周转率	0.72	0.46	0.40	0.40	0.45
总资产周转率	0.54	0.36	0.33	0.32	0.36
有效税率	18.9	23.1	19.0	19.0	19.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	41.1	72.7	34.6	42.6	38.6
P/B	4.9	4.7	3.9	3.6	3.3
EV/Sale	6.4	10.1	8.5	7.8	6.3
EV/EBITDA	36.5	71.5	45.9	43.4	36.9

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewn@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform）	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。