

投资评级 **买入** 维持

磁材助力新能源，实力派步步高“升”

股票数据

6个月内目标价(元)	30.78
09月14日收盘价(元)	21.62
52周股价波动(元)	15.89-23.20

股本结构

总股本(百万股)	557
流通A股(百万股)	535
B股/H股(百万股)	0/0

相关研究

《磁材+电机，主业保持高增速》	2017.08.23
《磁材电机主业稳，对外投资收益丰》	2017.04.22
《业绩亮眼+低估值，继续发力新材料》	2016.04.08

市场表现



指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.2	16.3	26.3
相对涨幅(%)	6.9	12.1	19.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:施毅

Tel:(021)23219480

Email:sy8486@htsec.com

证书:S0850512070008

分析师:钟奇

Tel:(021)23219962

Email:zq8487@htsec.com

证书:S0850513110001

联系人:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxx11840@htsec.com

联系人:李姝醒

Tel:(021)23219401

Email:lsx11330@htsec.com

投资要点:

- **稀土永磁老牌企业。**宁波韵升是稀土永磁产业链的老牌企业，自1995年以来就专业从事稀土永磁材料的研发、制造和销售。公司在宁波、包头、北京及青岛拥有达到国际一流水平的磁钢坯料生产、机械加工及表面处理生产线，具有年产坯料8000吨的生产能力，是中国主要的稀土永磁材料制造商之一。
- 公司为生产加工制造企业，原材料基本全靠外购，无自有矿。公司烧结钕铁硼磁性材料产能为6000吨/年，粘结钕铁硼磁性材料产能为250吨/年，能够批量生产50多种不同牌号、30000多种不同规格的高能积磁体，是国内少数能够批量生产N52系列高性能钕铁硼永磁体的企业之一，产品以中高端为主。
- **产品市占率高，对下游议价能力强。**2017年上半年公司产品销售情况喜人，2017年中报显示，公司在iPhone7s振动马达磁钢的市场占有率继续维持在第一位，iPad、macbook、无线耳机等应用市场，磁钢产品销量提升幅度也较大，整体销售额同比上升50%左右。我们预计下半年随着iPhone8，iPhone X的生产和销售有望超市场预期，振动马达和终端声学产品前景看好。
- **打黑+需求拉动稀土价格上涨，行业龙头受益于高库存。**2017年上半年稀土价格上涨迅猛，对于钕铁硼企业，公司中报披露一方面在增加库存，另一方面积极与客户协商，将原材料成本增加向下游传递。而汽车、家电、自动化等终端应用领域对稀土价格上涨是具备较强承受能力的，并且公司产品市场占有率较高，因此我们判断公司汽车磁钢，VCM磁钢等产品转嫁成本能力处于行业领先地位。
- **磁材：新能源产业链关键一环。**我们测算一台新能源商用车电机钕铁硼永磁材料的用量约在5到10公斤左右，一台新能源乘用车的钕铁硼永磁材料的用量约在2公斤左右。《节能与新能源汽车产业发展规划（2012~2020年）》中规划到2020年新能源汽车产能达到200万辆。那么我们假设新能源车平均单车消耗钕铁硼磁材在2.5kg，到2020年磁材需求将达到5000吨。据亚洲金属网的估计，2016年国内钕铁硼磁材产量不到9万吨。假设2020年年产量不变，以此计算新能源车的5000吨磁材消费将占国内总产量的5.6%左右。
- **盈利预测与估值。**公司钕铁硼业务稳健，原材料稀土价格上涨，成本有望向下游传递；伺服电机产能逐步释放，利润率较高；股权投资逐步推进，我们预计公司净利润将稳定增长。预计公司2017-2019年EPS为0.81元/股、0.98元/股、1.22元/股，给予公司2017年38倍PE，目标价30.78元，买入评级。

- **风险提示。**新能源汽车产量不及预期。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1435.59	1560.26	2352.36	2920.04	3501.31
(+/-)YoY(%)	0.01%	8.68%	50.77%	24.13%	19.91%
净利润(百万元)	340.62	799.72	449.84	546.31	679.90
(+/-)YoY(%)	72.00%	134.78%	-43.75%	21.44%	24.45%
全面摊薄EPS(元)	0.61	1.43	0.81	0.98	1.22
毛利率(%)	26.72%	26.07%	30.69%	32.20%	33.55%
净资产收益率(%)	9.54%	17.68%	9.05%	9.90%	10.97%

资料来源：公司年报（2015、2016），海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

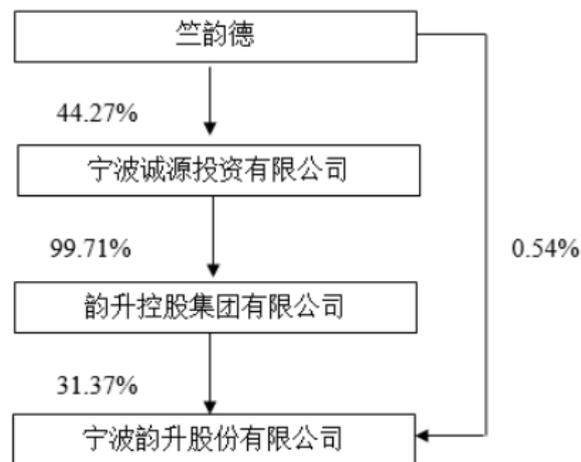
1. 稀土永磁老牌企业

宁波韵升是稀土永磁产业链的老牌企业，自 1995 年以来就专业从事稀土永磁材料的研发、制造和销售。公司在宁波、包头、北京及青岛拥有达到国际一流水平的磁钢坯料生产、机械加工及表面处理生产线，具有年产坯料 8000 吨的生产能力，是中国主要的稀土永磁材料制造商之一。

公司为生产加工制造企业，原材料基本全靠外购，无自有矿。公司烧结钕铁硼磁性材料产能为 6000 吨/年，粘结钕铁硼磁性材料产能为 250 吨/年，能够批量生产 50 多种不同牌号、30000 多种不同规格的高能积磁体，是国内少数能够批量生产 N52 系列高性能钕铁硼永磁体的企业之一，产品以中高端为主。

宁波韵升实际控制人为竺韵德，公司第一大股东韵升控股集团有限公司持有宁波韵升 31.37% 股份。

图1 宁波韵升股权结构图



资料来源：公司 2017 中报，海通证券研究所

公司核心竞争力在于是中国少数掌握稀土永磁材料全套装备制造的企业之一，依靠先进装备保障产品品质。公司通过加大技术创新力度，持续改进稀土永磁材料的工艺与装备，主要产品的品质一致性达到国际先进水平，YUNSHENG 牌钕铁硼稀土永磁材料被认定为浙江省名牌产品。

公司 2017 年上半年实现营业收入 8.31 亿，同比增长 10.41%；归母净利润 1.62 亿，同比减少 78.19%；EPS 0.30 元/股，同比减少 78.36%。公司去年同期完成上海电机驱动股份有限公司股权转让，所实现的投资收益超过 6.3 亿元，导致对比基数过高。2017 年公司中报披露，公司钕铁硼磁性材料、伺服电机等制造业的销售量较上年同期增长 30% 以上，实现的净利润较上年同期增长 40% 以上，公司制造业增长保持较高增速。

表1 宁波韵升营收情况 (万元)

产品	2016 年			2015 年			2014 年		
	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入	营业成本	毛利率 (%)
钕铁硼	129249	95175	26.36	123173	92518	24.89	124405	93167	25.11
电机	7009	4707	67.16	3940	2664	32.37	2122*	1692	20.28
其他主营业务收入	24.21	21.82	9.86	21.14	20.81	1.59	166	160	3.42

资料来源：公司 2014、2015 和 2016 年报，海通证券研究所

公司致力于与有价值意识客户的共同成长,已与众多国际知名企业建立了战略合作关系。公司拥有烧结钕铁硼国际专利许可,产品广泛应用于电子信息、工业装备、汽车、医疗等领域,远销欧美及东南亚国家和地区。

表2 宁波韵升 2016 年主营产销量分析表

主营产品	生产量	销售量	库存量	生产量同比 (%)	销售量同比 (%)	库存量同比 (%)
钕铁硼成品 (吨)	2340	2493	243	19.45	29.91	134
伺服电机 (台)	13333	12047	1589	85	87	409

资料来源:公司 2016 年报,海通证券研究所

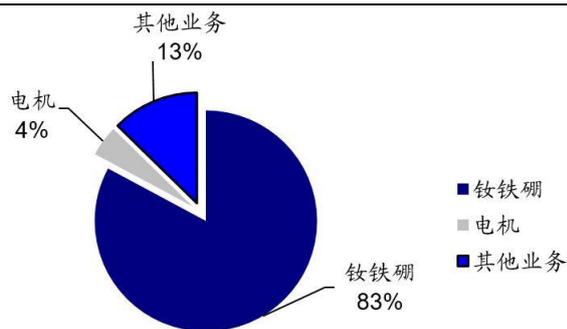
2. 产品市占率高,对下游议价能力强

2017 年上半年公司产品销售情况喜人,2017 年中报显示,公司在 iPhone7s 振动马达磁钢的市场占有率继续维持在第一位,iPad、macbook、无线耳机等应用市场,磁钢产品销量提升幅度也较大,整体销售额同比上升 50%左右。我们预计下半年随着 iPhone8, iPhone X 的生产和销售有望超市场预期,振动马达和终端声学产品前景看好。

此外,由于智能制造、自动化行业的快速发展,尤其是新能源汽车市场需求旺盛,公司积极与主流厂商建立长期合作关系,扩大国内外重点客户市场份额,公司伺服电机磁钢及汽车磁钢业务获得较大增长。

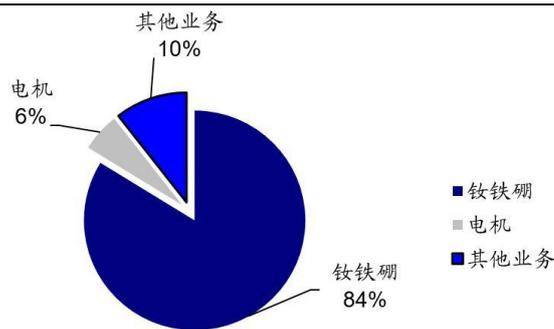
VCM 磁钢方面,由于云计算、安防监控等大容量数据应用领域的需求增长,并且 2017 年上半年闪存涨价、产业链补库存等因素,VCM 磁钢需求同比增长超过 50%以上,对公司产品销售带来利好。声学磁钢方面,公司采取的策略是稳定专业类、消费类扬声器磁钢市场占有率,努力开拓中高端汽车扬声器磁钢市场。

图2 公司 2016 年主营业务营收占比



资料来源:Wind,海通证券研究所

图3 公司 2016 年主营业务毛利占比



资料来源:Wind,海通证券研究所

2016 年公司主营收入及毛利贡献主要来自于钕铁硼业务,分别占比 83%和 84%,电机业务占比较小,分别为 4%和 6%。

2.1 烧结钕铁硼

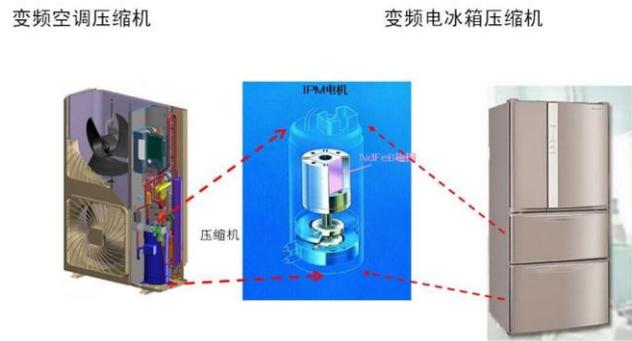
钕铁硼中含有大量的稀土元素钕、以及铁及硼,其特性是硬而脆。烧结钕铁硼磁体是当今世界上磁性最强的永磁材料,以其超越传统永磁材料的优异永磁特性,在各行各业获得越来越广泛的应用,成为现代工业不可或缺的功能材料。

图4 产品应用：消费电子



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图5 产品应用：节能应用



资料来源：公司官网，海通证券研究所

2.2 粘结钕铁硼

注塑磁体主要采用 PA 及 PPS 等热塑性树脂同铁氧体及钕铁硼磁粉,物料经过混合、混炼、造粒制作粒料,并使用注塑机进行注塑成型。根据产品制作过程中施加取向磁场与否,注塑磁体分为各向同性注塑磁体及各向异性注塑磁体。其产品可应用在空调、打印机、手机等电器上,也用于汽车工业等,用途极为广泛。

压制磁体是一种借鉴粉末冶金工艺,制备粘结磁体的工艺。将磁粉和磁粉胶按比例混合、造粒后进行成型和固化。压制磁体表面一般需要进行涂层防护,一般采用阴极电泳、喷涂等表面处理工艺。工艺流程包括“压制-电泳-组件”,下游需求包括各种电动工具等。

图6 注塑磁体



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图7 压制磁体



资料来源：公司官网，海通证券研究所

2.3 伺服电机

公司生产的伺服电机采用高性能稀土永磁材料,采用特殊定子槽形与转子结构,使得该电机效率达到 IE4 水平,且比同功率异步电机缩小 1 至 2 个机座号,体积更加紧凑,可用于各种恶劣工况,甚至长时间低速运转、频率启动等场合。

图8 公司生产的型号：225YS-K30F 伺服电机



资料来源：公司官网，海通证券研究所

3. 打黑+需求拉动稀土价格上涨，行业龙头受益于高库存

2017年上半年稀土价格上涨迅猛，对于钕铁硼企业，公司中报披露一方面在增加库存，另一方面积极与客户协商，将原材料成本增加向下游传递。而汽车、家电、自动化等终端应用领域对稀土价格上涨是具备较强承受能力的，并且公司产品市场占有率较高，因此我们判断公司汽车磁钢，VCM 磁钢等产品转嫁成本能力处于行业领先地位。

公司高度重视原材料的库存管理，积极利用资金优势，保持合理充足的原材料储备。不仅如此，公司与主要供应商拥有多年的业务合作关系，建立了稳定的稀土原材料供应渠道。在稀土价格大幅上涨期间，拥有较多原材料库存的行业龙头企业，不仅成本转嫁能力较强，稀土库存公允价值上升也构成利好。公司卓越的库存管理使得移动加权平均法下的产品成本相对同行业有竞争优势，毛利率有所提高。

这轮稀土的上涨带来的行情备受瞩目，我们认为这轮稀土上涨和前几次是有显著差异的。其一，稀土收储打黑是老生常谈，但常常流于形式，并未带来实质进展。但此次稀土打黑力度明显加大。不仅持续时间长，而且打黑范围扩大，并且首次介入六大集团及其下属企业。此外，首次成立打黑专家组，实施原材料成分检测，查账及税收回溯等专业性手法，专业性打黑。

图9 氧化镨钕与氧化镨涨幅对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

此次稀土上涨还有一个与以往不同的显著特征是，氧化镨钕价格上涨幅度高于重稀土价格上涨幅度。可以看到今年以来氧化镨钕价格走势和氧化镱价格明显分化。氧化镨钕价格从年初的 26 万元每吨上涨到 9 月 13 日的 48 万元每吨，涨幅高达 84.61%，而氧化镱价格年初为 1230 元/公斤，9 月 13 日价格又回到 1200 元/公斤。说明氧化镨钕下游新能源汽车需求的确带动了价格的上涨。

4. 磁材：新能源产业链关键一环

在新能源汽车中被大量使用的永磁电机所使用的稀土永磁材料是将钐、钕混合稀土金属与过渡金属（钴、铁等）组成的合金，用粉末冶金方法压型烧结，经磁场充磁后制得的一种磁性材料，可选用两种原料：一种是能量密度极大但储量稀少价格昂贵的稀土钐-钴，另一种是资源广泛、加工性良好的钕铁硼。伴随节能汽车的高速发展，价格低且磁性高的钕铁硼的需求正高速增长。

表3 两种永磁直流测速发电机体积重量比较

电机型号	永磁材料	永磁材料重量 (千克)	电机外形尺寸 (毫米)	电机重量 (千克)
CY01:02	铝镍钴	2.8	122*242	7.9
90CY01:02	钕铁硼	0.3	90*177	3.5

资料来源：维库电子通网，海通证券研究所

我们测算一台新能源商用车电机钕铁硼永磁材料的用量约在 5 到 10 公斤左右，一台新能源乘用车的钕铁硼永磁材料的用量约在 2 公斤左右。《节能与新能源汽车产业发展规划（2012~2020 年）》中规划到 2020 年新能源汽车产能达到 200 万辆。那么我们假设新能源车平均单车消耗钕铁硼磁材在 2.5kg，到 2020 年磁材需求将达到 5000 吨。据亚洲金属网的估计，2016 年国内钕铁硼磁材产量不到 9 万吨。假设 2020 年年产量不变，以此计算新能源车的 5000 吨磁材消费将占国内总产量的 5.6% 左右。

我们认为磁材是底部品种，供给端打黑持续，需求逐渐影响价格上行。未来随着新能源汽车的放量，下游需求有望带动磁材价格上涨。

5. 盈利预测与估值

公司钕铁硼业务稳健，原材料稀土价格上涨，成本有望向下游传递；伺服电机产能逐步释放，利润率较高；股权投资逐步推进，我们预计公司净利润将稳定增长，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.81 元/股、0.98 元/股、1.22 元/股，给予公司 2017 年 38 倍 PE，目标价 30.78 元，买入评级。

表4 行业相关公司估值表

代码	公司名称	2017E 市盈率 (倍)	最新收盘价 (元/股)
002600	江粉磁材	37.14	8.91
000970	中科三环	52.69	19.99
300127	银河磁体	42.81	22.48
300224	正海磁材	53.36	15.00

资料来源：Wind，海通证券研究所

备注：2017E 市盈率为 Wind 一致预期，最新收盘价为 2017 年 9 月 14 日收盘价。

6. 风险提示

新能源汽车产量不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (元)					营业总收入	1560.26	2352.36	2920.04	3501.31
每股收益	1.43	0.81	0.98	1.22	营业成本	1153.43	1630.39	1979.85	2326.73
每股净资产	8.11	8.92	9.90	11.12	毛利率%	26.07%	30.69%	32.20%	33.55%
每股经营现金流	0.05	0.15	0.29	0.43	营业税金及附加	19.69	25.87	33.69	39.76
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.26%	1.10%	1.15%	1.14%
价值评估 (倍)					营业费用	33.79	47.12	60.07	71.40
P/E	12.04	21.40	17.62	14.16	营业费用率%	2.17%	2.00%	2.06%	2.04%
P/B	2.13	1.94	1.74	1.55	管理费用	280.64	398.43	504.79	601.19
P/S	6.17	4.09	3.30	2.75	管理费用率%	17.99%	16.94%	17.29%	17.17%
EV/EBITDA	59.81	28.26	20.69	15.09	EBIT	72.71	250.56	341.64	462.22
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-40.22	0.00	0.00	0.00
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.58%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	26.07%	30.69%	32.20%	33.55%	资产减值损失	11.44	0.00	0.00	0.00
净利润率	53.52%	20.20%	19.68%	20.46%	投资收益	886.18	264.75	301.62	345.56
净资产收益率	17.68%	9.05%	9.90%	10.97%	营业利润	985.17	515.31	643.26	807.78
资产回报率	13.96%	7.02%	7.63%	8.46%	营业外收支	41.02	43.91	42.95	43.27
投资回报率	2.47%	8.23%	10.38%	13.21%	利润总额	1026.19	559.23	686.21	851.05
盈利增长 (%)					EBITDA	155.38	318.67	415.74	534.89
营业收入增长率	8.68%	50.77%	24.13%	19.91%	所得税	191.10	84.12	111.41	134.79
EBIT 增长率	-46.29%	244.61%	36.35%	35.30%	有效所得税率%	18.62%	15.04%	16.24%	15.84%
净利润增长率	126.82%	-43.11%	20.98%	24.61%	少数股东损益	35.36	25.27	28.49	36.37
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	799.72	449.84	546.31	679.90
资产负债率	19.5%	20.7%	20.9%	20.6%	扣除非经常性损益净利润	801.70	437.80	538.82	679.85
流动比率	3.07	3.07	3.23	3.46	资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	2.35	2.31	2.43	2.63	货币资金	814.00	1102.20	1505.75	2033.65
现金比率	3.01	4.01	5.40	7.22	应收款项	384.43	521.77	654.51	782.07
经营效率指标					存货	533.67	709.37	857.45	1009.23
应收帐款周转天数	83.52	80.96	81.81	81.53	其它流动资产	673.10	673.10	673.10	673.10
存货周转天数	156.62	158.81	158.08	158.32	流动资产合计	2591.72	3238.02	3958.69	4805.50
总资产周转率	0.30	0.39	0.43	0.46	长期股权投资	333.09	333.09	333.09	333.09
固定资产周转率	1.80	2.87	3.91	5.21	固定资产	853.31	854.76	845.50	839.81
					在建工程	184.84	291.80	412.08	527.92
					无形资产	153.07	153.67	137.42	125.52
					非流动资产合计	3136.18	3173.60	3200.85	3230.93
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	5727.90	6411.63	7159.54	8036.43
净利润	835.09	475.11	574.80	716.27	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	82.68	68.12	74.10	72.67	应付账款	170.23	247.86	298.69	351.92
营运资金变动	3.12	-149.48	-143.99	-158.28	预收账款	24.90	32.81	42.69	50.40
经营活动现金流	30.16	85.07	160.34	241.82	其它流动负债	32.48	32.48	32.48	32.48
固定资产投资	0.00	-1.45	9.26	5.69	流动负债合计	845.34	1053.96	1227.08	1387.70
无形资产投资	0.00	-0.60	10.83	7.02	长期借款	190.00	190.00	190.00	190.00
资本支出	201.20	61.63	58.40	59.48	其它长期负债	81.04	81.04	81.04	81.04
投资活动现金流	702.92	203.12	243.22	286.08	非流动负债合计	271.04	271.04	271.04	271.04
债务变化	-215.00	0.00	0.00	0.00	负债总计	1116.38	1325.01	1498.12	1658.75
股票发行	10.46	0.00	0.00	0.00	实收资本	557.49	557.49	557.49	557.49
融资活动现金流	-301.67	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	4522.78	4972.62	5518.93	6198.83
现金净流量	431.42	288.20	403.55	527.90	少数股东权益	88.73	114.00	142.49	178.85
公司自由现金流	6.06	22.49	116.09	200.27	负债和所有者权益合计	5727.90	6411.63	7159.54	8036.43
股权自由现金流	781.98	284.73	404.71	527.52					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 14 日
资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

施毅 有色金属行业
钟奇 传媒、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: 明泰铝业,中科三环,云南铜业,西藏珠峰,西藏城投,天通股份,南山铝业,五矿稀土,金贵银业,藏格控股,东方锆业,格林美,盛和资源,东旭光电,和胜股份,云海金属,正海磁材,铜陵有色,万顺股份,宁波韵升,厦门钨业,常铝股份,新劲刚,威华股份,中金岭南,赣锋锂业,云铝股份,金运激光,盛屯矿业,鹏欣资源

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	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%。
2. 投资建议的评级标准	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经营范围包括证券投资咨询业务。