

电子元器件

王鹏（研究主管）

执业证书编号：S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

宁波韵升

600366

推荐

节能减排急先锋

投资要点：

- **公司是节能减排政策急先锋：**公司未来有两大看点，稀土永磁业务+子公司上海电驱动，而稀土永磁和新能源电动车都是推动节能减排的重要因素。其中上海电驱动主要产品为新能源电动车电驱动系统，包括电机及控制器，其应用领域包括：纯电动轿车、混合动力轿车、燃料电池电动轿车、混合动力客车、微型电动轿车等，主要客户为上汽、一汽、东风、奇瑞、长安、吉利等，已覆盖约80%的国内汽车生产商。
- **到2015年，全球新能源车年产量将达到560万，中国新能源车年产量将达到100万：**根据德意志银行的预测，在2015年，全球各种新能源汽车年产量将达到560万，2020年将达到1730万，而电动汽车将占据主要地位。在我国，结合电池和电机的产业优势，以及节能减排上的优势，电动汽车将更有发展前景，最新十二五规划提出我国2015年新能源汽车年产量要达到100万。
- **以2015年新能源电动车销量和上海电驱动所占市场份额为变量，对上海电驱动未来增厚公司股价做敏感性分析，得出当2015年中国新能源电动车销量为75万辆，上海电驱动市场份额为35%时，相当于给公司股价增厚46元。**随着十二五规划的出台，中国政府推进新能源电动车的力度明显加大，未来有很大可能超出预期。
- **新能源电动车市场启动+全球风电装机容量快速增长+国外钕铁硼永磁磁体采购向国内转移，都给公司钕铁硼永磁业务发展提供了充足的空间。**目前公司烧结钕铁硼产能为5000吨，其中2000吨在内蒙古；粘结钕铁硼产能为500~1000吨。烧结钕铁硼磁能积更高，粘结钕铁硼工艺更简单，但对模具要求更高，目前达到满产，供不应求，保守估计未来约每年扩产25%。
- **我们预测公司2010~2012年EPS分别为0.60、0.81、1.03元。**上海电驱动受益于国家推进新能源电动车力度加大，未来将大大提升公司价值。我们给予公司推荐的投资评级，以2011年40倍PE计算，未来6-12月的目标价格为32.4元。

风险提示：

- 如果未来上游稀土提价过多将有可能影响公司钕铁硼业务盈利能力；
- 中国新能源电动车推进力度有可能低于预期。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	997	1602	1926	2325
同比(%)	-47%	61%	20%	21%
归属母公司净利润(百万元)	648	239	319	406
同比(%)	509%	-63%	33%	27%
毛利率(%)	29.1%	26.9%	27.8%	28.1%
ROE(%)	39.8%	13.4%	15.2%	16.2%
每股收益(元)	1.64	0.60	0.81	1.03
P/E	17.50	47.37	35.49	27.89
P/B	6.96	6.34	5.38	4.51
EV/EBITDA	13	30	24	19

资料来源：中投证券研究所

6-12个月目标价：32.40元

当前股价：26.98元

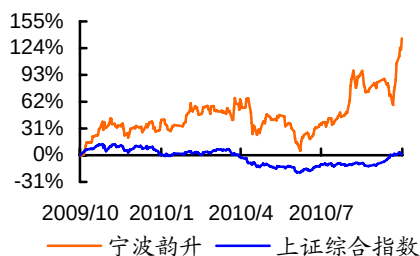
评级调整：首次

基本资料

上证综合指数	2992.58
总股本(百万)	396
流通股本(百万)	396
流通市值(亿)	107
EPS (TTM)	1.34
每股净资产(元)	4.41
资产负债率	20.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宁波韵升	30.28	72.40	44.87
上证综合指数	14.60	13.63	3.18



相关报告

目 录

一、新能源汽车——即将迎来春天	4
1.1、国家相关政策	4
1.2、地方政府相关政策	4
1.3、到 2015 年，全球新能源车年产量将达到 560 万，中国新能源车年产量将达到 100 万	5
1.4、电驱动系统——驱动新能源电动车奔驰	6
1.5、上海电驱动——引领新能源电动轿车电驱动系统时代潮流	7
1.6、上海电驱动未来对公司股价增厚分析	9
二、钕铁硼永磁体：新能源的基础部件	11
2.1、国家支持政策	13
2.2、硬盘用钕铁硼磁体将稳步发展	14
2.3、新能源汽车带动高端钕铁硼磁体市场	15
2.4、风电产业推动高端钕铁硼永磁磁体发展	16
2.5、全球高端钕铁硼永磁需求总结	18
2.6、中国钕铁硼永磁磁体产业：受益于稀土资源，享有全球龙头地位	18
2.7、公司钕铁硼永磁业务：未来将稳步增长	19
三、电机业务	20
四、盈利预测	21
五、估值与投资建议：推荐	22
六、风险提示	22
附录：公司简介	23

图表目录

图表 1：国家对新能源汽车相关政策	4
图表 2：地方政府相关扶持政策	4
图表 3：国内自主品牌新能源汽车计划列表	5
图表 4：全球新能源电动车市场预测	5
图表 5：中国新能源电动车市场预测	6
图表 6：电机驱动系统结构示意图	6
图表 7：不同驱动电机系统的性能比较	7
图表 8：永磁同步电机的成本构成	7
图表 9：控制器的成本构成	7
图表 10：上海电驱动股权结构	8
图表 11：上海电驱动扩产步伐	8
图表 12：上海电驱动产品结构图	9
图表 13：上海电驱动未来增厚公司股价敏感性分析	10
图表 14：磁性材料分类	11
图表 15：钕铁硼生产工艺流程	12
图表 16：硬盘驱动器用粘结钕铁硼磁体的具体应用领域	12

图表 17 : 光盘驱动器用粘结钕铁硼磁体的具体应用领域.....	12
图表 18 : 汽车用粘结钕铁硼磁体的具体应用领域.....	13
图表 19 : 信息设备与数码产品用粘结钕铁硼磁体的具体应用领域.....	13
图表 20 : 国家相关政策	13
图表 21 : 1996~2008 年全球粘结钕铁硼磁体与烧结钕铁硼磁体产量对比.....	14
图表 22 : 2004~2008 年全球硬盘出货量.....	15
图表 23 : 2020 年西欧不同技术汽车所占市场份额情况.....	15
图表 24 : 2020 年中国不同技术汽车所占市场份额情况.....	15
图表 25 : 2020 年日本不同技术汽车所占市场份额情况.....	15
图表 26 : 2020 年美国不同技术汽车所占市场份额情况.....	15
图表 27 : 2020 年中国各细分市场替代能源动力展望.....	16
图表 28 : 混合动力车发电机对钕铁硼需求预测情况.....	16
图表 29 : 风电系统结构图	17
图表 30 : 2002~2009 年全球风电每年新增装机容量.....	17
图表 31 : 2002~2009 年全球风电累计装机容量增长情况.....	17
图表 32 : 2008 年全球风电新增装机容量分布情况.....	18
图表 33 : 2009 年全球风电新增装机容量分布情况.....	18
图表 34 : 2010 年~2015 年全球高端钕铁硼永磁需求总结.....	18
图表 35 : 1996~2008 年中国和全球粘结钕铁硼磁体产量对比.....	19
图表 36 : 中国钕铁硼应用领域分布情况	19
图表 37 : 欧美钕铁硼应用领域分布情况	19
图表 38 : 公司钕铁硼产品下游应用分布情况.....	20
图表 39 : 公司收购日兴电机情况	20
图表 40 : 宁波韵升主营业务盈利预测	21
图表 41 : 上海电驱动盈利预测	21
图表 42 : 公司股权结构	23
图表 43 : 公司大股东股权结构和子公司情况.....	23
图表 44 : 2007~2010H 公司各主营业务营业收入情况.....	24
图表 45 : 2007~2010H 公司各主营业务毛利情况.....	24
图表 46 : 2007~2010H 公司各主营业务毛利率情况.....	24

一、新能源汽车——即将迎来春天

1.1、国家相关政策

图表 1：国家对新能源汽车相关政策

时间	扶持政策
2009 年 3 月	汽车产业调整和振兴规划
2009 年 6 月	新能源汽车生产企业及产品准入管理规则
2010 年 4 月	私人购买新能源汽车补贴方案
2010 年 10 月	《十二五规划》

资料来源：中投证券研究所

其中最新十二五规划提出我国 2015 年电动汽车年产量要达到 100 万。

1.2、地方政府相关政策

图表 2：地方政府相关扶持政策

城市	目标&政府投入	地方政府补贴（草案或计划）	重点汽车企业
北京	2010 年底前力争能够进行 500 辆纯电动出租车的示范运行		
	北京市公交集团已与福田公司签订了 800 台混合动力客车的协议		北京汽车制造厂、福田汽车
上海	到 2012 年，上海新能源汽车产业规模将达到 900 亿元，2012 年新能源汽车产量将占全市汽车年产量的 10%，2015 年将形成 30 万辆新能源汽车的产能	计划 2010 年正式出台新能源汽车免收牌照费的政策，上海还打算在部门居民小区停车场和企事业单位建立电动汽车充电设施，在部分加油站建立电动车快速充电装置	上汽集团、吉利
	嘉定将设立不少于 10 亿元的新能源汽车产业发展专项扶持基金		
重庆	上汽集团将向世博会提供 1000 辆新能源汽车		
	重庆市将拨付 10 亿元财政资金		
重庆	2011 年年底推广示范 1150 辆节能与新能源汽车，700 辆长安志翔气电弱混出租车，300 辆长安杰勋和长安志翔油电中度混合动力公务用车，100 辆油电混合动力私家车	弱混享受国家 0.4 万元的补贴，油电中混享受国家 3.6 万元的补贴，还给予 3 年 15 万公里的混合动力系统免保，并采用报销式补贴 3 年路桥费共 6900 元	长安、恒通客车
	力争到 2012 年推广新能源汽车 2.4 万辆，投入地方财政补贴 21 亿元，新能源汽车的充电网络设施也将延伸至整个珠三角地区，	正计划出台对购买新能源汽车的个人用户给予 5 万元的补贴	比亚迪
深圳			

实现 100 亿元的销售收入，带动
相关产业年产值达 800 亿元

资料来源：中投证券研究所

在国家和各地方政府大力发展新能源的政策支持下，国内新能源汽车如雨后春笋般涌现：比亚迪的 E6、奇瑞瑞虎、QQ 等多款纯电动汽车等。特别是电动汽车龙头企业比亚迪推出的 E6 更是远销美国。

图表 3：国内自主品牌新能源汽车计划列表

品牌	上市/预计上市时间
众泰 2008EV	2009 年 4 月
荣威 750 1.8T 混合动力轿车	2010 年年底
奇瑞瑞麒 M1 - EV	2010 年
吉利高性能电动车 EK - 1	2009 年年底
力帆 320EV	2009 年年底
奔腾 B50HEV 混合动力轿车	2009 年年底
江淮宾悦 Hybrid	2009 年下半年
长城欧拉纯电动车	2009 年下半年
比亚迪 E6 纯电动车	2009 年
比亚迪双模电动车 F3DM	2008 年 12 月
长安混合动力杰勋	2009 年 6 月

资料来源：盖世汽车网，中投证券研究所

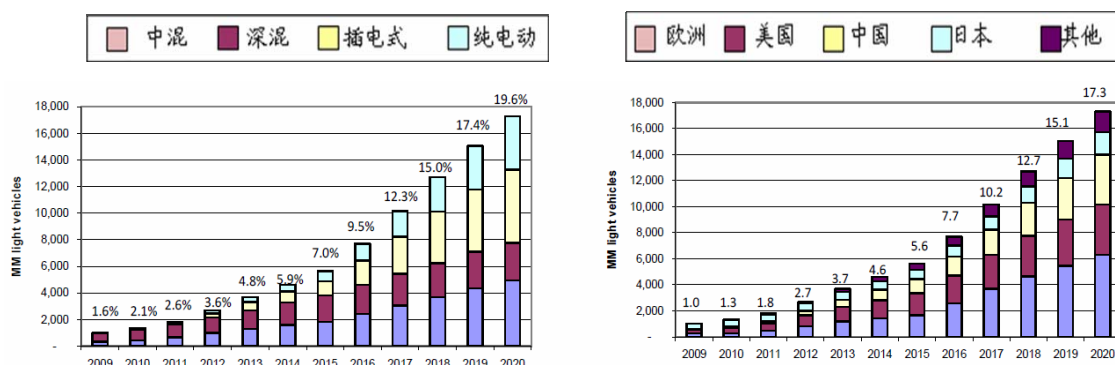
1.3、到 2015 年，全球新能源车年产量将达到 560 万，中国新能源车年产量将达到 100 万

根据德意志银行的预测，在 2015 年，全球各种新能源汽车年产量将达到 560 万，2020 年将达到 1730 万，而电动汽车将占据主要地位。在我国，结合电池和电机的产业优势，以及节能减排上的优势，电动汽车将更有发展前景，最新十二五规划提出我国 2015 年电动汽车年产量要达到 100 万。

图表 4：全球新能源电动车市场预测

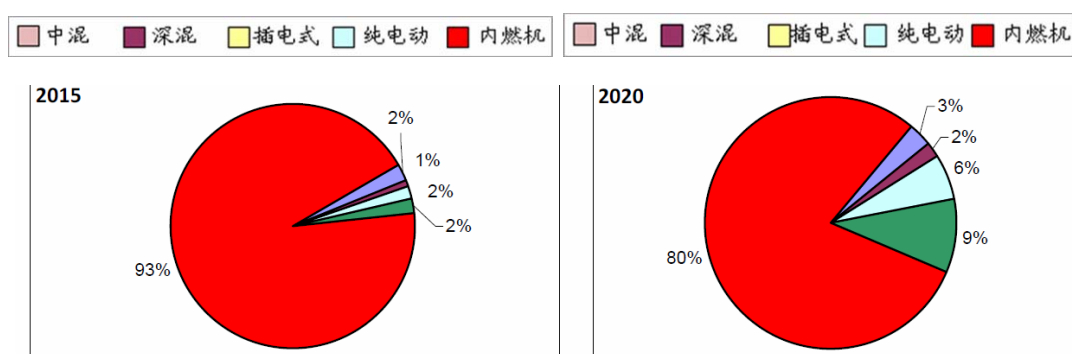
销量预测(按类型) (单位千辆)

销量预测 (按区域) (单位千辆)



资料来源：Deutsche Bank，中投证券研究所

图表 5：中国新能源电动车市场预测



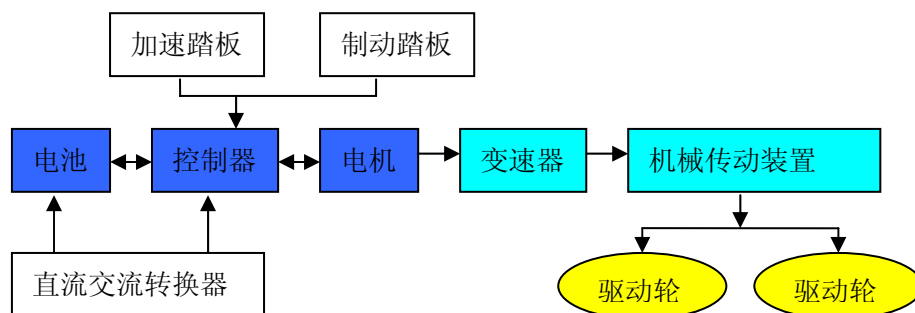
资料来源：Deutsche Bank，中投证券研究所

目前国内新能源轿车中电机及其驱动系统成本约为 3 万~5 万元/辆，按 2015 年 100 万辆新能源电动车的规划计算，2015 年中国电驱动市场规模将达到 300~500 亿元。

1.4、电驱动系统——驱动新能源车奔驰

电机及其驱动系统、电池和电容是电动汽车三大核心部件之一，几种主要类型电动车如燃料电池汽车、混合动力汽车和纯电动汽车等都要靠电动机来提供动力，所以电机及其驱动系统的技术成熟度及产业化程度将对我国新能源汽车未来的发展前景产生极为重要的影响。电机驱动系统主要由电机、转换器、控制器以及电池等部分构成。

图表 6：电机驱动系统结构示意图



资料来源：豆丁网，中投证券研究所

电动汽车电机的主要形式为直流电机、感应电机、永磁同步电动机和开关磁阻电动机。其中永磁同步电机主要应用于混合动力轿车和客车，开关磁阻电机主要应用于客车。

图表 7：不同驱动电机系统的性能比较

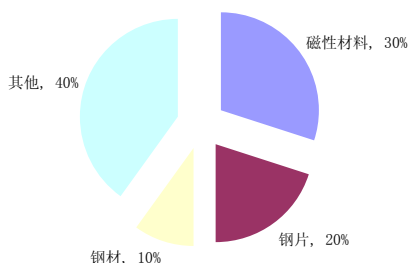
项目	直流电机	感应电机	永磁电机	开关磁阻电机
功率密度	低	中	高	较高
电动机成本	中	较低	较高	较低
峰值功率	85% - 89%	90% - 95%	95% - 97%	<90%
控制操作性能	最好	好	好	好
负荷效率	80%-87%	90%-92%	85%-87%	78%-86%
转速范围	4000-8000	12000-15000	4000-10000	>15000
功率器件数	少	多	多	较多
可靠性	一般	好	优秀	好
电动机的质量	重	中	轻	轻
结构的坚固性	差	好	一般	优秀
电机的外形尺寸	大	中	小	小

资料来源：《机电元件》，中投证券研究所

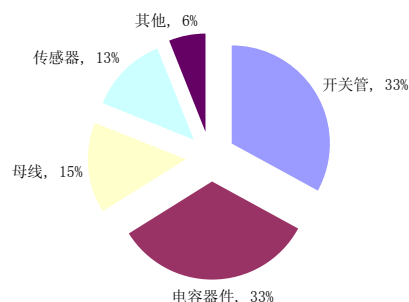
由于钕铁硼永磁同步电机可实现数字化控制，电机与齿轮箱一体化设计，并且拥有高磁能积、高矫顽力、高功率密度、高负荷效率和高峰值效率等，随着新能源电动汽车对电机性能越来越高的要求，钕铁硼永磁同步电机必将成为未来主流的新能源汽车电机。

目前日本丰田公司的 PRIUS 采用的永磁同步电动机功率为 50kW，而其新配置的 SUV 车型所采用永磁同步电机功率达到 123kW。

图表 8：永磁同步电机的成本构成



图表 9：控制器的成本构成

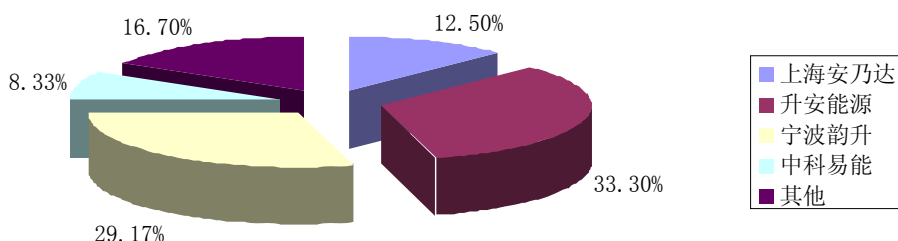


资料来源：国家信息中心，中投证券研究所

1.5、上海电驱动——引领新能源电动轿车电驱动系统时代潮流

2008 年 7 月，公司与上海升安能驱动科技有限公司、宁波韵升投资有限公司、上海安乃达驱动技术有限公司、北京中科易能新技术有限公司签订合资成立上海电驱动有限公司，注册资本为 5000 万元，主要生产电动车电机及其驱动系统的研制和销售。近期上海电驱动又引入战略投资者，注册资本增加为 6000 万，其中宁波韵升占 29.17% 股权，为上海电驱动有限公司第二大股东，第一大股东升安能源即公司创始人团队。

图表 10：上海电驱动股权结构



资料来源：中投证券研究所

国外国内相对同时起步，差距较小，各项标准水平相差不大，并且国家规定国内整车厂商要拿到新能源补贴，必须采用国产的电驱动系统，所以国外电驱动系统厂商如美国伊顿，进入中国比较困难。随着十二五规划的推进，国家对电动车的推进力度加大，2015 年 100 万辆的目标将有希望完成。

上海电驱动公司其主要产品为新能源电动车电驱动系统，包括电机及控制器，其应用领域包括：纯电动轿车、混合动力轿车、燃料电池电动轿车、混合动力客车、微型电动轿车等，主要客户为上汽、一汽、东风、奇瑞、长安、吉利等，已覆盖约 80% 的国内汽车生产商。

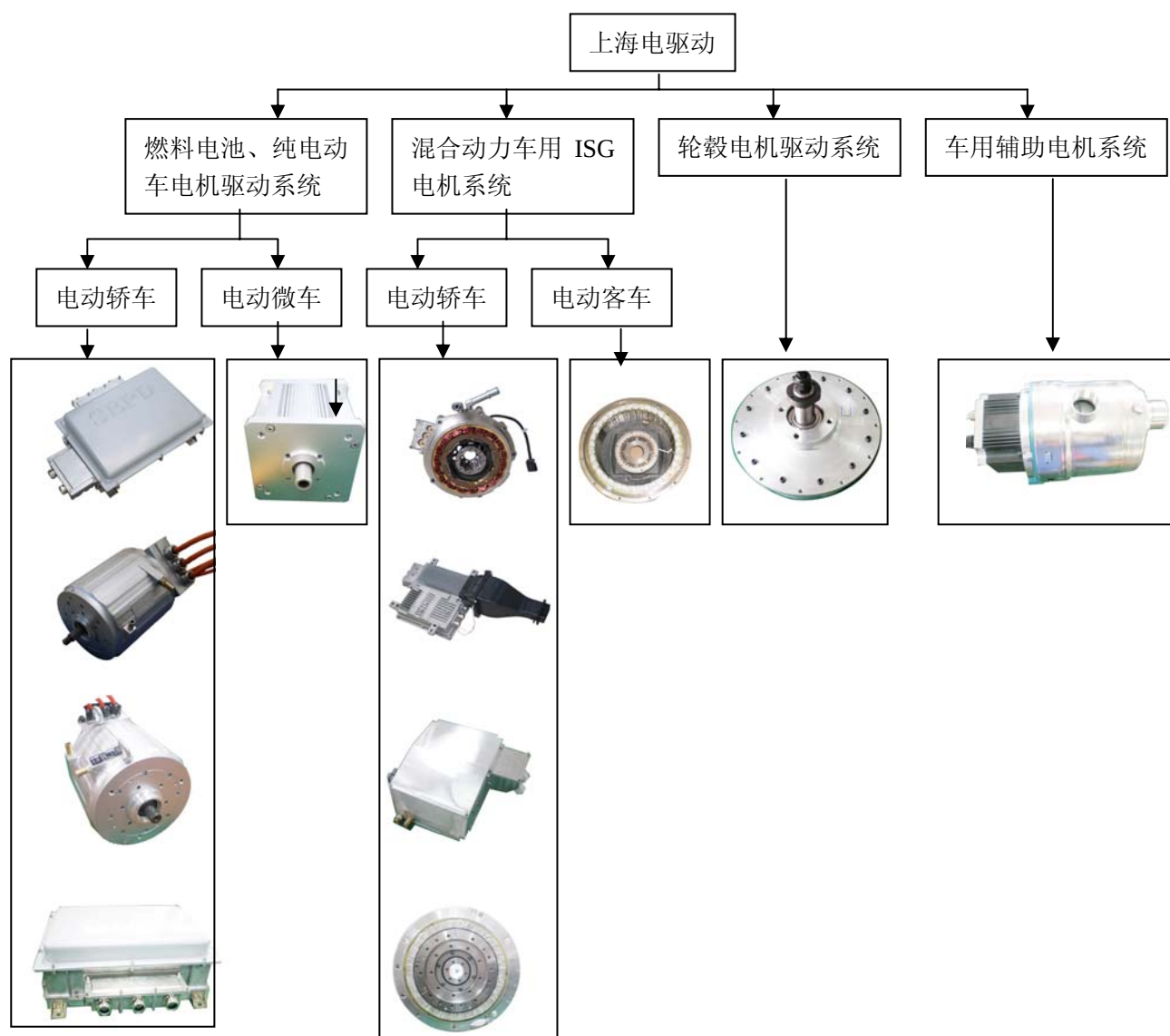
目前上海电驱动年产能为 1.2 万套，其中客车电驱动系统产能占 20%，轿车电驱动系统产能占 80%。预计明年 4 月份年产能达到 2~3 万套，明年年底随着嘉定生产基地的逐步投产，年产能将达到 7~8 万套、2012 年将达到年 12~13 万套。

图表 11：上海电驱动扩产步伐

时间	目前	2011 年 4 月份	2011 年底	2012 年底
产能/套	1.2 万	2~3 万	7~8 万	12~13 万

资料来源：中投证券研究所

图表 12：上海电驱动产品结构图



资料来源：公司网站，中投证券研究所

国内在新能源电驱动领域较有实力的厂商为上海电驱动、南车等：其中上海电驱动下游主要应用领域为轿车和小型客车；而南车下游主要应用领域则主要为大型客车；大洋电机与北京理工大学合作研发电驱动系统，目前仍处于研发阶段，进展较为缓慢；比亚迪公司电驱动完全由自己负责研制和生产，不对外销售。

目前上海电驱动在轿车领域市场占有率约为 80%，在客车领域市场占有率约为 20%，产品毛利率约为 40~50%。

1.6、上海电驱动未来对公司股价增厚分析

我们认为未来几年中国新能源电动车市场规模将呈现爆发性增长，以 2015 年新能源电动车销量和上海电驱动所占市场份额为变量，对上海电驱动未来增厚公司股价做敏感性分析如下表所示，得出当 2015 年中国新能源电动车销量为 75 万辆，公司市场份额为 35% 时，相当于给公司股价增厚 46 元。随着十

二五规划的出台，中国政府推进新能源电动车的力度明显加大，未来有很大可能超出预期。

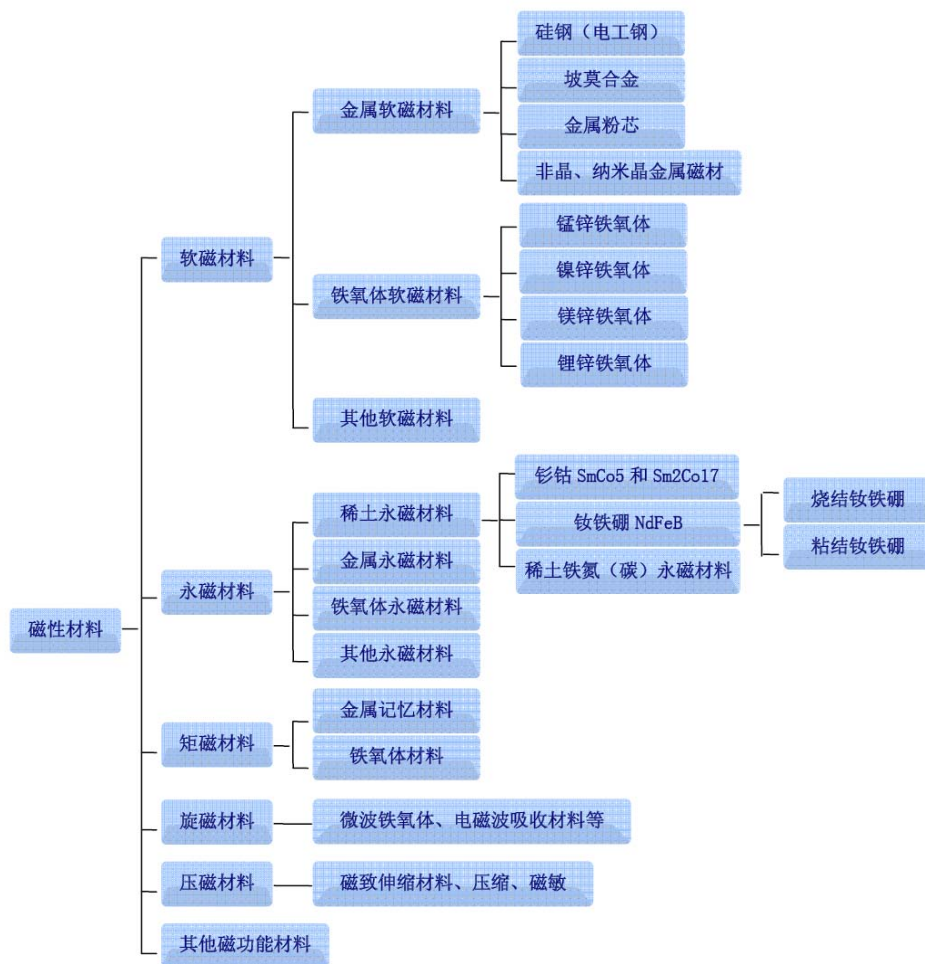
图表 13：上海电驱动未来增厚公司股价敏感性分析

		上海电驱动市场份额						
2015 年新 能源电动车 销量/万	股价/元	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
	50	18	22	27	31	35	40	44
	55	19	24	29	34	39	44	49
	60	21	27	32	37	42	48	53
	65	23	29	34	40	46	52	57
	70	25	31	37	43	50	56	62
	75	27	33	40	46	53	60	66
	80	28	35	42	50	57	64	71
	85	30	38	45	53	60	68	75
	90	32	40	48	56	64	72	80
	95	34	42	50	59	67	76	84
	100	35	44	53	62	71	80	88

资料来源：中投证券研究所

二、钕铁硼永磁体：新能源的基础部件

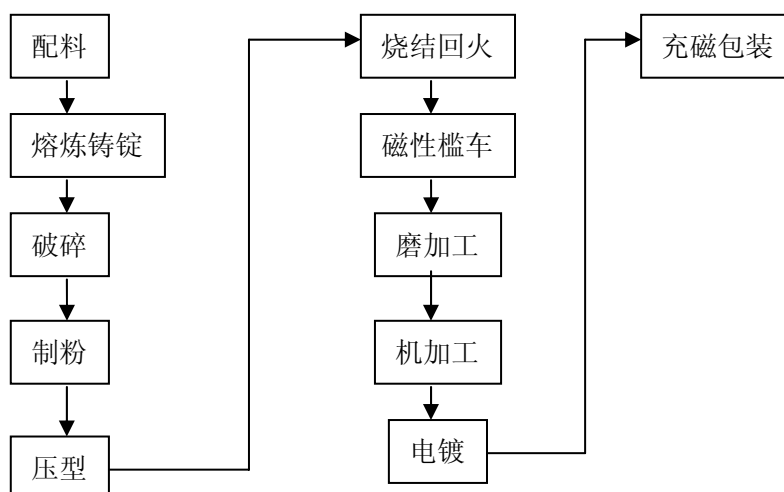
图表 14：磁性材料分类



资料来源：银河磁体招股说明书，中投证券研究所

钕铁硼永磁材料具有体积小、重量轻和磁能积高等优点，是迄今为止性价比最高的商品化磁性材料，并且还具有高效能、节能减排等优点，一直是我国重点鼓励发展的电子信息产业基础新型元件，其主要应用领域包括计算机、家用电器、打印机、移动电话、医疗器械等传统领域和新能源汽车发电机、电动机等。

图表 15：钕铁硼生产工艺流程



资料来源：中投证券研究所

按制造工艺可将其分为粘结钕铁硼磁体和烧结钕铁硼磁体，烧结钕铁硼磁体是应用钕铁硼稀土永磁粉末冶金工艺，将预烧料制成微粉，压制成型制成毛坯，再进行烧结而制成的磁体。

粘结钕铁硼磁体是用可塑性物质粘结剂与钕铁硼纳米微晶永磁粉末相混合制成磁性可塑性粒料，再通过各种可塑性材料的成型工艺而获得复合磁体。相比烧结钕铁硼磁体，粘结钕铁硼磁体工艺简单，但对模具要求较高，并且磁能积较低。

图表 16：硬盘驱动器用粘结钕铁硼磁体的具体应用领域

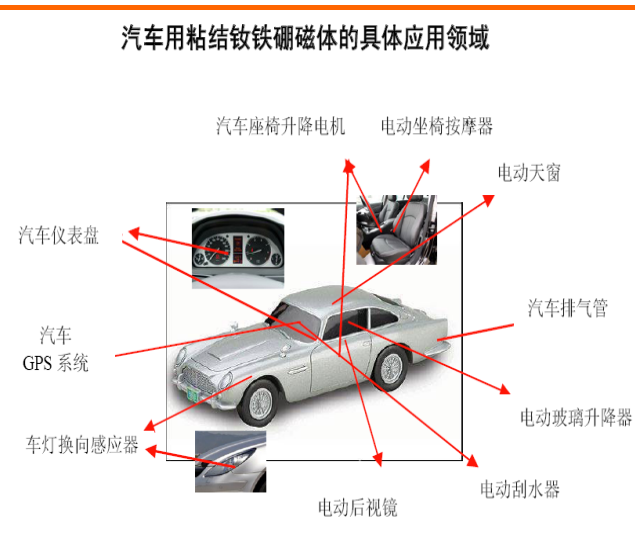


图表 17：光盘驱动器用粘结钕铁硼磁体的具体应用领域



资料来源：银河磁体招股说明书，中投证券研究所

图表 18：汽车用粘结钕铁硼磁体的具体应用领域



图表 19：信息设备与数码产品用粘结钕铁硼磁体的具体应用领域



资料来源：银河磁体招股说明书，中投证券研究所

2.1、国家支持政策

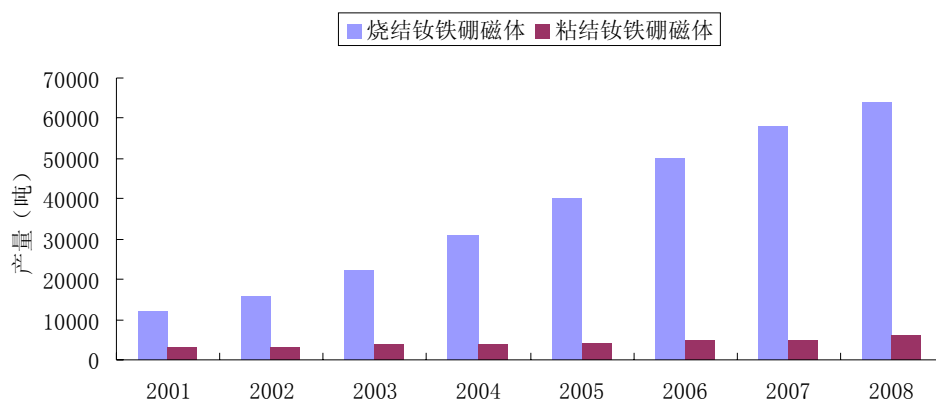
图表 20：国家相关政策

政策名称	具体内容
《“十一五”磁性材料行业发展规划纲要》	指出了发展磁性材料的思路和行业定位，要“中国磁性材料行业必须做大做强，加速行业内的规模经济建设，发展强强联合”。
《产业结构调整指导目录(2005 年本)》	将“高性能磁性材料制造”列入第一类——鼓励类第八类的第 13 项、“大容量光、磁盘驱动器及其部件和数字产品用存储卡制造”列入鼓励类第二十四类的第 28 项。
《产业结构调整指导目录(2007 年本)》(征求意见稿)	将“稀土磁性材料……及其应用产品”列入第一类——鼓励类第八项的 5 项，“大容量光、磁盘驱动器及其部件和数字产品用存储卡制造”列入鼓励类第二十四类的第 26 项。
《中国高新技术产品目录》(2006)	将粘结稀土永磁材料作为等级最高、应优先支持的最高档高新技术产品之一。

资料来源：银河磁体招股说明书，中投证券研究所

从 2002 年到 2008 年，烧结钕铁硼磁体产量快速增长，年均增长率达到 26.5%，而粘结磁体的年均增长率仅为 7%，主要由于 SSMC 和 MQI 对专利使用的差异导致的 MQ 粉高垄断价格，这严重制约了粘结钕铁硼磁体产业的发展。

图表 21：1996~2008 年全球粘结钕铁硼磁体与烧结钕铁硼磁体产量对比



资料来源：银河磁体招股说明书，中投证券研究所

2.2、硬盘用钕铁硼磁体将稳步发展

全球计算机产业制造重心向中国等发展中国家转移

随着计算机行业的快速发展，计算机终端产品价格呈现不断下降的趋势。中国有着较大的人力成本优势和不断扩大的市场，国外相关制造厂商纷纷将其制造重心向中国等发展中国家转移，从而拉动了中国等发展中国家计算机产业的发展。

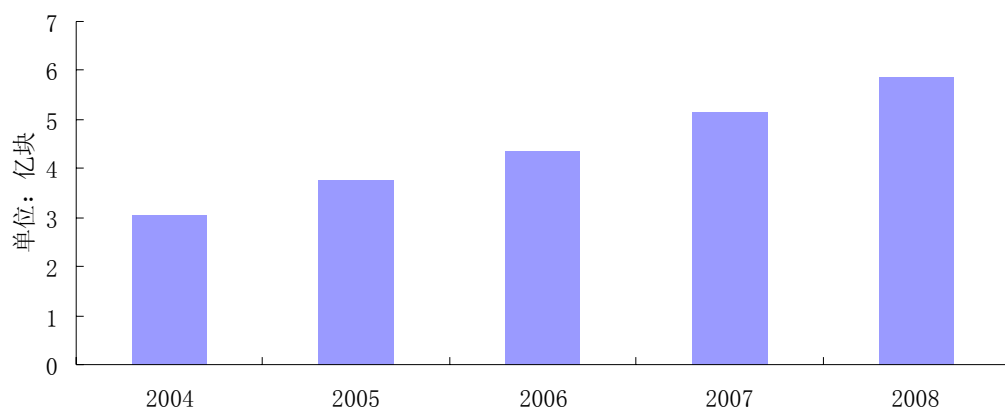
计算机、电子消费产品和监控安全产品未来发展方向为小型化、灵敏化，智能化和数据存储可靠化。

随着计算机产业发展，对数据存储密度要求不断提高。而硬盘是电子设备中最主要的数据存储设备，其主要存储技术为磁存储技术。

根据 iSuppli 统计分析,2004 年全球硬盘出货量为 3.05 亿块,而 2008 年全球硬盘出货量保守估计达到 5.85 亿块,年增长率超过 13%。未来随着市场的进一步扩大和对存储密度的进一步提高,按前五年全球硬盘出货量增长速度测算,预计到 2013 年全球硬盘出货量将达到 11.22 亿块。

硬盘出货量的增长,也必将带动钕铁硼磁体需求的增长,按每个硬盘约需使用 2.4 克高精度、高洁净度钕铁硼磁体计算,到 2013 年高精度、高洁净度钕铁硼磁体需求将达到 2700 吨。

图表 22：2004~2008 年全球硬盘出货量

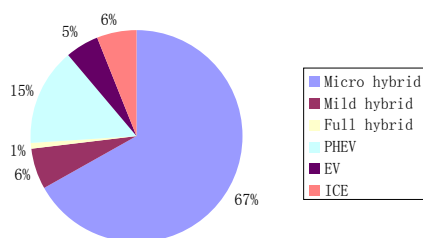


资料来源：iSuppli，中投证券研究所

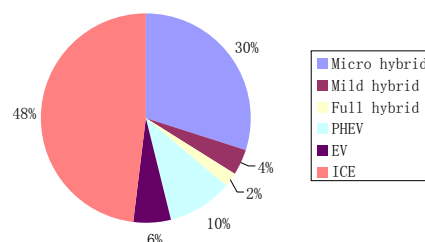
2.3、新能源汽车带动高端钕铁硼磁体市场

节能减排是全球未来发展趋势，汽车作为节能减排的主要对象，新能源汽车是未来汽车行业的发展方向，新能源汽车一般都采用磁能积高的钕铁硼永磁元件，以实现高效和降低能耗的目标。

图表 23：2020 年西欧不同技术汽车所占市场份额情况

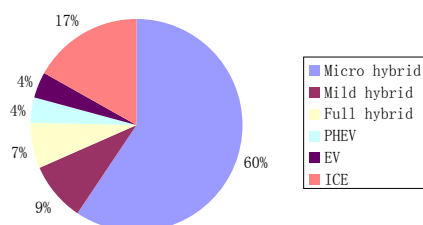


图表 24：2020 年中国不同技术汽车所占市场份额情况

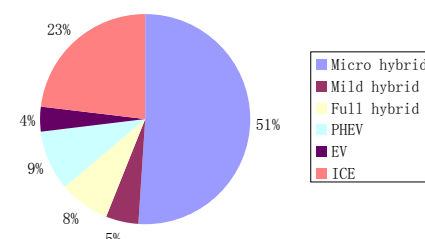


资料来源：Roland Berger，中投证券研究所

图表 25：2020 年日本不同技术汽车所占市场份额情况

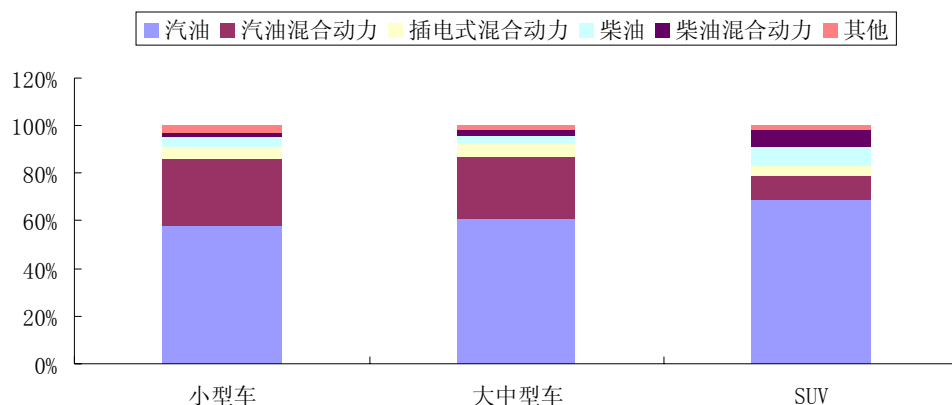


图表 26：2020 年美国不同技术汽车所占市场份额情况



资料来源：Roland Berger，中投证券研究所

图表 27：2020 年中国各细分市场替代能源动力展望



资料来源：科尔尼，中投证券研究所

钕铁硼稀土永磁材料具有优异性能，体积小，效率高等优点，是节能减排的最佳材料，使用钕铁硼磁体的电机效率比普通电机高 8-50%、电耗降低 10% 以上、重量减少 50% 以上。而随着新能源汽车市场的逐步扩张，也将带动汽车用钕铁硼磁体的发展。

仅以混合动力汽车需要钕铁硼估计，2015 年全球共需要钕铁硼 6900 吨，2020 年随着混合电动车的普及，需求将高速增长达到 52200 吨。

图表 28：混合电动车发电机对钕铁硼需求预测情况

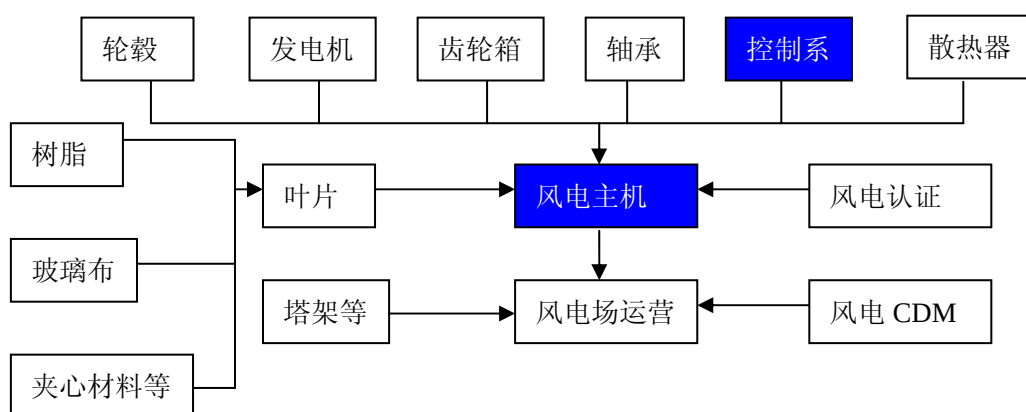
	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2015E	2020E
日本	450	500	700	900	1100	1250	1600	13500
北美	50	145	225	300	500	600	900	8000
欧洲	0	0	35	110	165	250	350	2500
南韩	6	10	8	15	40	60	100	600
中国	0	0	4	7	10	30	500	1500
合计（千辆）	506	655	972	1332	1815	2190	3450	26100
公斤钕铁硼/辆 HEV 车	2	2	2	2	2	2	2	2
永磁稀土需求（吨）	1012	1310	1944	2664	3630	4380	6900	52200

资料来源：中投证券研究所

2.4、风电产业推动高端钕铁硼永磁磁体发展

根据 2007 年 8 月国家发改委发布的《可再生能源发展中长期规划》和 2008 年 3 月发布的《可再生能源发展“十一五”规划》，风能和太阳能将是未来 10 年新能源发展的重点领域，累计市场容量为 3200 亿元。

图表 29：风电系统结构图

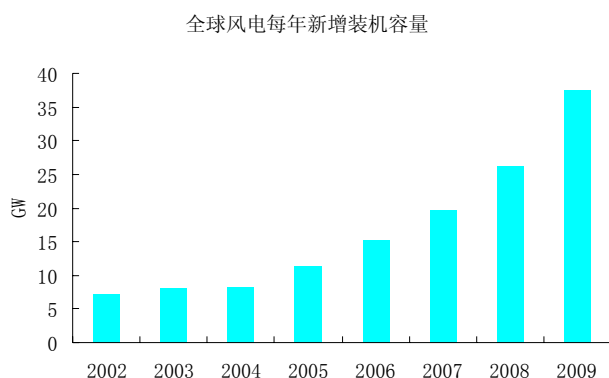


资料来源：恒州博智，中投证券研究所

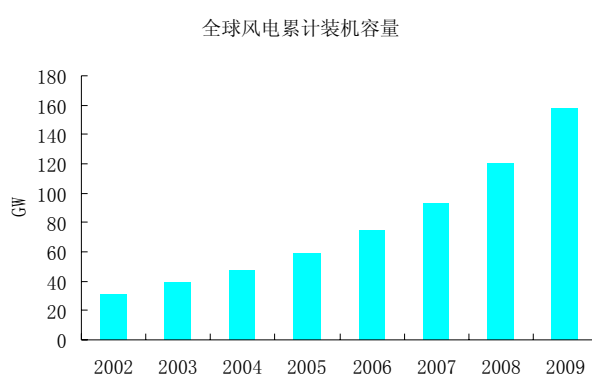
随着全球政府对风力发电的支持，全球风电新增装机容量呈现稳定快速增长。至 2009 年全球风电新增装机容量超过 30GW，而累计装机容量已经超过 140GW。

从 2006 年开始，中国政府大力发展新能源，中国风电市场开始加速发展，至今为止年均增长率超过 100%，2009 年中国新增风电装机容量达到 13.8GW，累计风电装机容量达到 25.8GW，据各地 2010 年风电建设规划统计，2010 年中国风电总装机量有望达到 51.15GW，将超越德国和西班牙，成为仅次于美国的风电大国。政府还规划在 2020 年前建成 6 个千万千瓦级别的大风电基地，其中甘肃 1200 万千瓦、新疆哈密 2000 万千瓦、内蒙西部 2000 万千瓦、内蒙东部 3000 万千瓦、河北 1000 万千瓦和江苏 1000 万千瓦。

图表 30：2002~2009 年全球风电每年新增装机容量

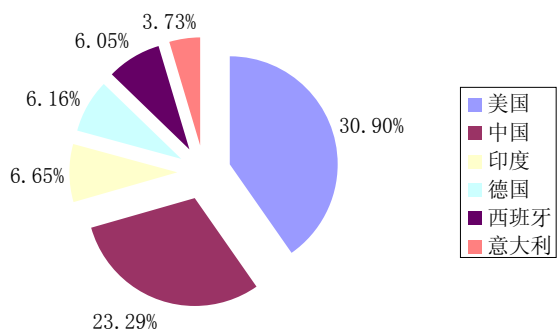


图表 31：2002~2009 年全球风电累计装机容量增长情况

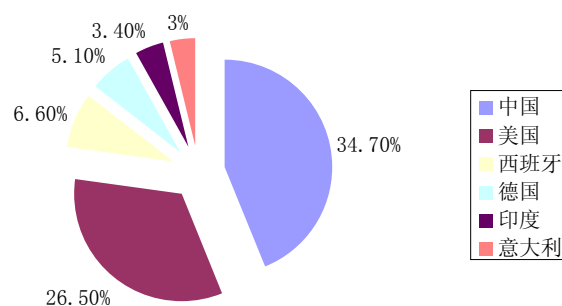


资料来源：GWEC，中投证券研究所

图表 32：2008 年全球风电新增装机容量分布情况



图表 33：2009 年全球风电新增装机容量分布情况



资料来源：GWEC，中投证券研究所

2009 年全球约新增 36000MW 风电装机容量，以 10%为钕铁硼永磁风电机计算，则需要 3600 吨高端钕铁硼永磁磁体，未来预计全球风电装机容量将以超过 30%的增长速度快速发展，这也将推动风电电机用高端钕铁硼永磁磁体需求同比增长。

2.5、全球高端钕铁硼永磁需求总结

通过以上对全球硬盘需求增长、风电装机容量增长和混合动力汽车销量增长，得出未来全球高端钕铁硼需求如下：

图表 34：2010 年~2015 年全球高端钕铁硼永磁需求总结

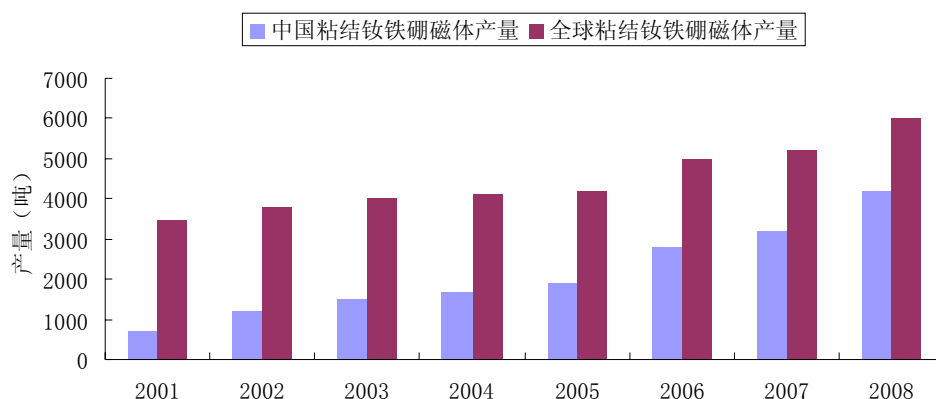
	2010E	2012E	2015E
混合动力车销量/千辆	2190	2694	3450
公斤钕铁硼/辆 HEV 车	2	2	2
混合动力车钕铁硼永磁需求/吨	4380	5388	6900
风电新增装机容量/兆瓦	4680	6084	7909.2
吨钕铁硼/兆瓦风电装机容量	1	1	1
风电新增装机稀土钕铁硼需求/吨	4680	6084	7909.2
硬盘销量/亿块	8	10	14
克钕铁硼/块硬盘	2.4	2.4	2.4
硬盘钕铁硼永磁需求/吨	1920	2400	3360
钕铁硼永磁需求合计/吨	10980	13872	18169.2

资料来源：中投证券研究所

2.6、中国钕铁硼永磁磁体产业：受益于稀土资源，享有全球龙头地位

由于稀土资源优势、成本优势和下游应用的快速发展，中国钕铁硼磁体产量大幅增长。以 2008 年统计数据来看，中国烧结钕铁硼磁体产量达到 50000 吨左右，占全球产量约 80%；中国粘结钕铁硼磁体产量达到 4000 吨左右，占全球产量约为 70%。

图表 35：1996~2008 年中国和全球粘结钕铁硼磁体产量对比

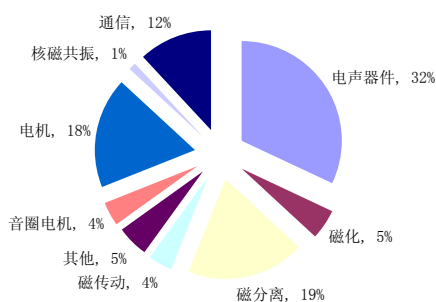


资料来源：《磁体产业奇迹般的发展》罗阳 著《磁性材料及器件》2009 年第 1 期

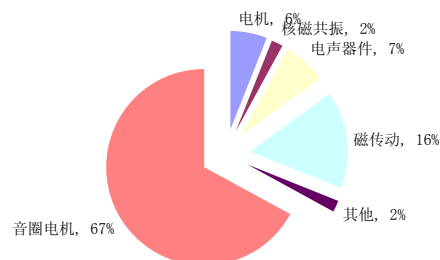
随着中国政府逐步减少中国稀土出口，国外钕铁硼磁体生产厂商产能将受很大影响，越来越多的采购需求将向中国转移，这将推动中国钕铁硼磁体产业继续发展。

未来随着中国新能源战略的逐步推进，新能源汽车、变频空调和风电设备等市场将快速扩张，这将带动上游高端钕铁硼永磁材料需求的增长。

图表 36：中国钕铁硼应用领域分布情况



图表 37：欧美钕铁硼应用领域分布情况



资料来源：中国稀土在线，中投证券研究所

2.7、公司钕铁硼永磁业务：未来将稳步增长

技术优势：

公司以前做精密加工起家，所以在钕铁硼磁体加工有着一定的技术优势，特别是如后端工艺如切割、磨合、清洗等工艺。

产能情况：

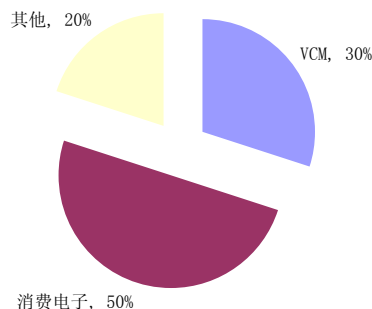
公司为国内第二大钕铁硼永磁生产商，虽然产能低于中科三环，但高端钕铁硼永磁产品占比达到 50%~60%，高于中科三环，未来将更能受益于高端钕铁硼永磁市场的增长。

钕铁硼永磁材料目前产能为烧结钕铁硼 5000 吨，其中 2000 吨在内蒙古；粘结钕铁硼 500~1000 吨。烧结磁能积更高，粘结工艺更简单，但对模具要求更高，目前是满产，未来约每年扩产 25%。

下游应用情况：

公司钕铁硼永磁材料下游应用领域中 VCM 大约占 30%，消费电子占 50%，其他领域占 15%，其中新能源相关变频领域和电动车领域占比大概 15%。

图表 38：公司钕铁硼产品下游应用分布情况



资料来源：中投证券研究所

成本情况：

原材料成本占比超过 50%，但公司在原材料采购上很有经验，是业内公认的原材料采购的风向标。公司库存原材料能满足供应几个月时间，并且对下游企业有一定的议价能力，我们认为上游稀土原材料价格涨跌对公司影响不大。

江浙节能减排政策影响：

由于节能减排政策，江浙一带企业多受限电影响，公司也不例外，每周约停电一天，对公司下半年业绩影响较大。

三、电机业务

2009 年 12 月 14 日，公司以总价人民币 0.92 亿元收购日兴电机 79.13% 的股权，成为日兴电机控股股东。

图表 39：公司收购日兴电机情况

原股东名称	股份数量/百万	股份比例	收购价格/百万
大和证券 SMBC Principal Investments 株式会社	9.71	39.56%	46.1
Asia Recovery Fund L.P. Asia Recovery	5.94	24.18%	28.18
Co-Investment Partners L.P.	2.44	9.93%	11.57
WLR Recovery Fund L.P.	1.34	5.46%	6.36
合计	19.43	79.13%	92.2

资料来源：公司公告，中投证券研究所

日兴电机产品主要为柴油电机，下游应用以大功率运载工具如卡车和机械工程车为主。日兴电机收购前处于亏损状态，主要由于其成本过高，市场较小，仅限于日本市场，且难以进入中国市场。

公司收购日兴电机后，希望通过降低其生产成本、并利用公司在国内市场的影响力助其打开国内市场。2010年上半年日兴电机已经扭亏为盈。

公司也希望通过引进日本企业深厚的技术积累和严谨的企业管理文化，提高自身在电机业务方面的技术实力和企业文化的完善。

四、盈利预测

图表 40：宁波韵升主营业务盈利预测

		2010E	2011E	2012E
产量	钕铁硼/吨	4500.00	5400.00	6480.00
	电机业务增速		10.00%	10.00%
价格	钕铁硼（百万/吨）	0.23	0.24	0.25
营业收入（百万）				
	钕铁硼	1035.00	1296.00	1620.00
	电机	500.00	550.00	605.00
	其他业务	67.00	80.00	100.00
	合计	1602.00	1926.00	2325.00
毛利率	钕铁硼	31.24%	32.00%	32.00%
	电机	17.00%	17.00%	17.00%
	其他业务	33.68%	34.00%	33.00%
营业成本（百万）				
	钕铁硼	711.67	881.28	1101.60
	电机	415.00	456.50	502.15
	其他业务	44.43	52.80	67.00
	合计	1171.10	1390.58	1670.75

资料来源：中投证券研究所

图表 41：上海电驱动盈利预测

上海电驱动	2010E	2011E	2012E
销量/套	3000	10000	20000
价格/万元	3.50	3.40	3.30
营业收入/百万	105	340	660
净利率	23.00%	22.00%	21.00%
净利润/百万	24.15	74.80	138.60
宁波韵升投资收益	7.04	21.82	40.43

资料来源：中投证券研究所

五、估值与投资建议：推荐

上海电驱动技术处于国内领先，与国内 80% 的整车厂商都有合作研发关系，未来将最大的受益于中国新能源电动汽车市场的崛起，我们认为 2015 年上海电驱动占中国电驱动系统市场份额为 20%~50% 之间。

按十二五规划初稿估计，2015 年中国新能源汽车市场规模将达到 100 万辆，考虑政策推进可能低于预期，至少也会达到 50 万辆市场规模。

通过敏感性分析得出，当上海电驱动占中国电驱动系统市场份额为 35%，2015 年中国新能源汽车市场规模达到 75 万辆时，以 2015 年 40 倍 PE 计算，宁波韵升所持上海电驱动股权对应股价约为 46 元。随着十二五规划的出台，中国政府推进新能源电动车的力度明显加大，未来有很大可能超出预期。

新能源电动车市场启动+全球风电装机容量快速增长+国外钕铁硼永磁磁体采购向国内转移，都给公司钕铁硼永磁业务发展提供了充足的空间。同时公司积极调整钕铁硼永磁产品结构，不断扩大高端钕铁硼永磁占比，公司盈利按未来年均 25% 的增长率估算，以 2015 年 25 倍 PE 计算，公司目标股价 50 元。

综合上述对宁波韵升的分析，我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.60、0.81、1.03 元。上海电驱动受益于国家推进新能源电动车力度加大，未来将大大提升公司价值。我们给予公司推荐的投资评级，以 2011 年 40 倍 PE 计算，未来 6-12 月的目标价格为 32.4 元，2015 年目标价格 96 元。

六、风险提示

- 1、上游稀土提价过多将有可能影响公司钕铁硼业务盈利能力；
- 2、中国新能源电动车推进力度有可能低于预期。

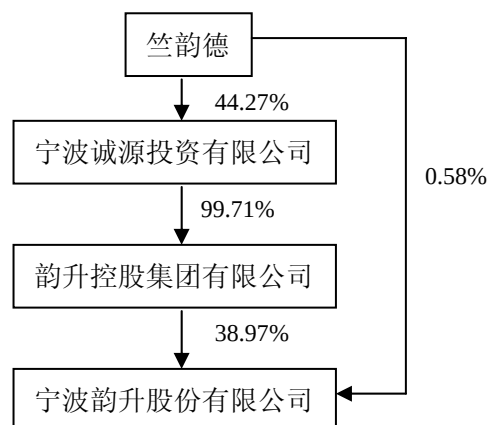
附录：公司简介

图表 42：公司股权结构

股东名称	股权比例	股份数量
韵升控股集团有限公司	38.97%	154250000
中国建设银行－华夏优势增长股票型证券投资基金	4.75%	18803159
宁波信达中建置业有限公司	3.28%	12976582
中国机电出口产品投资有限公司	2.35%	9309185
中国工商银行－广发稳健增长证券投资基金	2.02%	7999800
中国工商银行－诺安股票证券投资基金	1.26%	4999717
中国银行－工银瑞信核心价值股票型证券投资基金	1.13%	4481096
中国银行－海富通股票证券投资基金	0.95%	3755149
交通银行－华夏蓝筹核心混合型证券投资基金	0.93%	3699868
中国工商银行－中海能源策略混合型证券投资基金	0.88%	3500000

资料来源：公司中报，中投证券研究所

图表 43：公司大股东股权结构和子公司情况

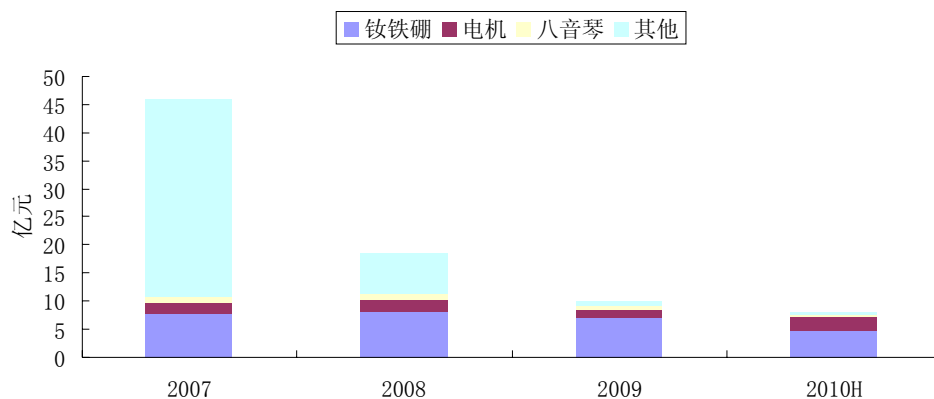


资料来源：公司年报，中投证券研究所

公司主要产品包括钹铁硼、电机和八音琴等。2010 年上半年公司实现营业收入 8.63 亿元，同比增长 116.87%；实现营业利润 1.12 亿元，同比减少 60.68%；实现净利润 1.26 亿元，同比减少 47.94%，公司营业利润和净利润均同比大幅下降，主要由于去年同期公司出售了宁波银行取得的投资收益对公司业绩影响较大；扣除去年非经常性损益的净利润 7710 万元，则公司净利润同比增加 302.86%。报告期内公司加强市场的开拓，积极控制生产成本，积极参与市场竞争，客户结构与产品结构进一步优化。

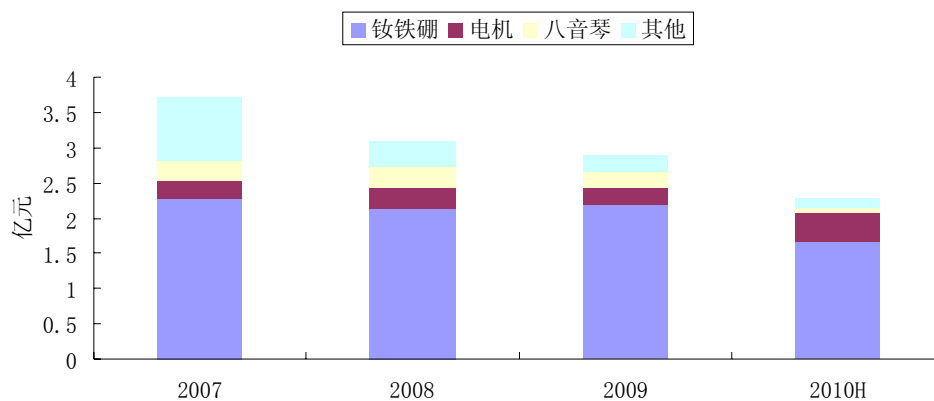
其中公司电机产品营业收入同比增长 296.64%，主要由于 2010 年公司收购了日兴电机工业株式会社 79.13% 股权，并自 2010 年 2 月 1 日起将日兴电机工业株式会社纳入合并报表范围。

图表 44：2007~2010H 公司各主营业务营业收入情况



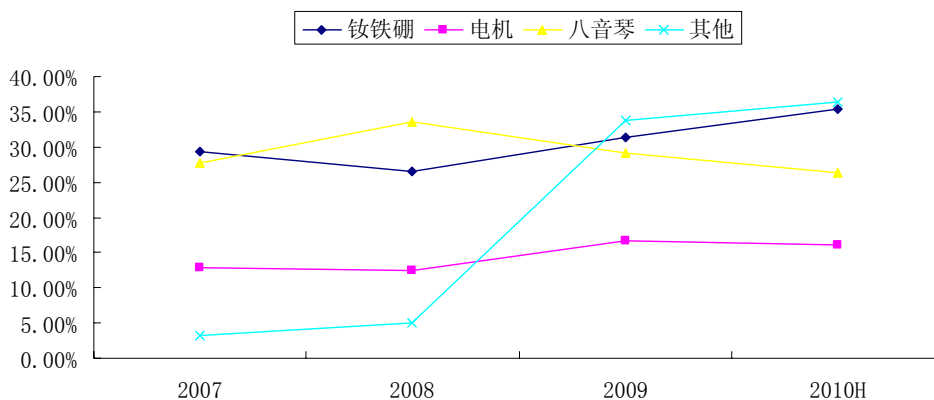
资料来源：公司年报，中投证券研究所

图表 45：2007~2010H 公司各主营业务毛利情况



资料来源：公司年报，中投证券研究所

图表 46：2007~2010H 公司各主营业务毛利率情况



资料来源：公司年报，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1237	1514	1872	2467	营业收入	997	1602	1926	2325
现金	504	1115	1394	1891	营业成本	707	1171	1391	1671
应收账款	233	152	183	221	营业税金及附加	4	3	4	5
其它应收款	13	24	29	35	营业费用	37	48	58	70
预付账款	40	59	70	84	管理费用	141	80	96	116
存货	231	117	139	167	财务费用	6	-26	-44	-60
其他	215	48	58	70	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	944	774	802	736	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	81	0	0	0	投资净收益	678	7	22	40
固定资产	527	530	544	515	营业利润	779	332	443	564
无形资产	174	174	174	174	营业外收入	10	0	0	0
其他	162	71	84	47	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	2181	2289	2674	3203	利润总额	786	332	443	564
流动负债	336	241	249	298	所得税	113	50	67	85
短期借款	0	0	0	0	净利润	673	282	377	480
应付账款	104	152	181	217	少数股东损益	26	43	58	73
其他	231	88	69	81	归属母公司净利润	648	239	319	406
非流动负债	101	100	100	100	EBITDA	851	362	462	572
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	1.64	0.60	0.81	1.03
其他	1	0	0	0					
负债合计	437	341	349	398	主要财务比率				
少数股东权益	117	160	218	291	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	396	396	396	396	成长能力				
资本公积	263	263	263	263	营业收入	-47.2%	60.7%	20.2%	20.7%
留存收益	969	1129	1448	1854	营业利润	481.9	-57.3%	33.5%	27.2%
归属母公司股东权益	1627	1788	2107	2513	归属于母公司净利润	508.5	-63.1%	33.5%	27.2%
负债和股东权益	2181	2289	2674	3203	获利能力				
					毛利率	29.1%	26.9%	27.8%	28.1%
					净利率	64.9%	14.9%	16.6%	17.5%
					ROE	39.8%	13.4%	15.2%	16.2%
					ROIC	56.6%	28.3%	33.0%	42.4%
					偿债能力				
					资产负债率	20.0%	14.9%	13.1%	12.4%
					净负债比率	22.91	29.37%	28.62	25.12%
					流动比率	3.68	6.30	7.51	8.27
					速动比率	2.94	5.81	6.95	7.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.72	0.78	0.79
					应收账款周转率	4	8	11	11
					应付账款周转率	7.90	9.12	8.35	8.40
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.64	0.60	0.81	1.03
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	1.46	0.79	1.00
					每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.52	5.32	6.35
					估值比率				
					P/E	17.50	47.37	35.49	27.89
					P/B	6.96	6.34	5.38	4.51
					EV/EBITDA	13	30	24	19

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

王国勋, 中投证券研究所电子行业分析师, 复旦大学微电子系学士, 复旦大学微电子系硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 7 年微电子专业学历背景+2 年电子行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434