

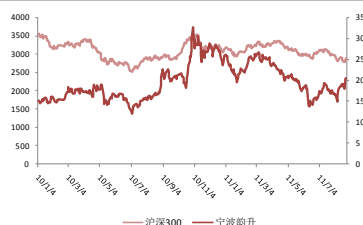
公司评价

谨慎推荐（维持）

发行基本情况

截止日期	2011-8-25
5 收盘价	20.51 元
总股本	51449.78 万股
上市流通股	51449.78 万股
流通受限股	0 万股

公司股价走势图



相关报告

《磁机电一体化 竞争优势明显——
——宁波韵升（600366）研究报告》

2011-08-10

《受益低碳环保 公司业绩成长可期——
——中科三环（000970）研究报告》

2011-08-04

研发部

何阳阳¹

SAC 执业证书编号：S1340510120005

联系电话：010-68858167

Email: luobaiyan@cnpsec.com

公司电机业务值得期待

——宁波韵升（600366）2011 年中报点评

事件：

公司发布半年报，2011 年上半年公司实现营业收入 142,346.26 万元，较去年同期增长 65.05%；实现净利润 11,632.66 万元，较去年同期下降 7.42%；报告期内公司基本每股收益为 0.23 元。

点评：

● **稀土价格暴涨对公司钕铁硼业务形成冲击，预计下半年将有明显好转。**2011 年上半年，随着政策保护力度加强，稀土价格出现大幅上涨，为了适应上游原材料价格的变动，钕铁硼市场也由之前的季度定价改为随行就市。尽管公司也积极将原材料价格变动向下游传递，但由于成本传导的时滞性和出于维护战略客户的需要，我们认为，公司钕铁硼产品提价的幅度应该小于稀土涨幅，上游波动成本难以完全传导，但公司这种维护客户的做法肯定会得到客户的支持和回报。更重要的是，稀土价格在大幅上涨之后已经呈现出回调态势，尽管政府对稀土的保护政策是明确的，但地方政府的执行力度往往是雷声大雨点小，再加上市场积压库存较多，而中间商更是压价销售急于出货，所以下半年稀土价格已经不再具备大幅上涨的基础。随着稀土价格高位回落，公司所面临的成本压力会得到缓解，市场对钕铁硼的需求也将继续增加，所以我们预计下半年公司钕铁硼业务将会有明显好转。

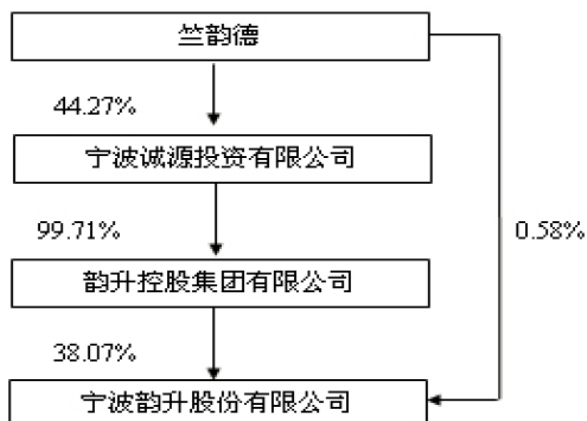
● **国内 OE 市场开拓取得突破，公司电机业务值得期待。**目前公司电机业务已经形成了宁波电机、日兴电机，上海电驱动三足鼎立的局面。2011 年上半年，公司电机业务成绩喜人，其中宁波电机国内 OE 市场开拓取得突破，前期开发的部分客户实现稳定销售。而通过对日兴电机的收购，不仅使公司成功涉足商用车电机领域和日本整车配套市场，而且日兴电机在扭亏为盈后还为公司提供了新的利润增长点，今年上半年日兴电机售后产品销量继续增加，产品获利能力也继续提升。此外，上半年公司伺服电机生产线全面建成，已经实现批量销售。由于公司“磁机电一体化”的经营模式具备明显优势，随着政府对新能源汽车扶持力度加大，公司电机产品质量快速提升，日兴电机盈利能力稳步增强和国内 OE 市场的开拓，我们认为未来公司的电机业务看点十足。

● **维持宁波韵升“谨慎推荐”评级。**我们预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为：0.52 元，0.63 元，0.74 元，对应的 PE 分别为：39X，33X，28X。考虑到公司“磁机电一体化”的经营模式，较强的成本转嫁能力和汽车电机业务的巨大成长空间，我们维持公司“谨慎推荐”的评级。

● **风险提示：**1、稀土价格继续大幅上涨；2、拉闸限电导致公司产销量下滑；3、新能源汽车推广进程缓慢；4、公司电机整车配套市场拓展不如预期。

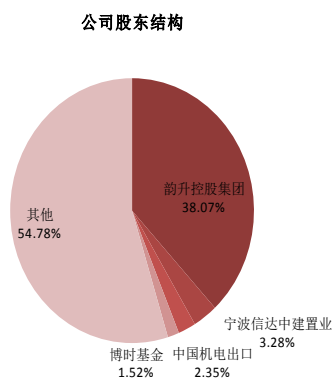
¹ 报告贡献人：罗柏言

图表 1：公司与实际控制人产权及控制关系图



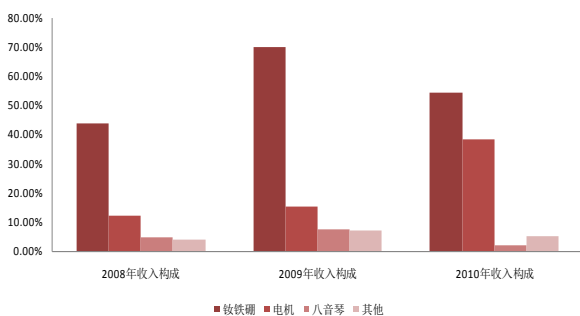
数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 2：公司股东结构



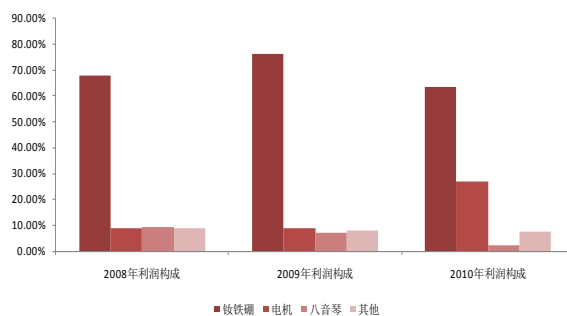
数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 3：公司收入结构变化情况



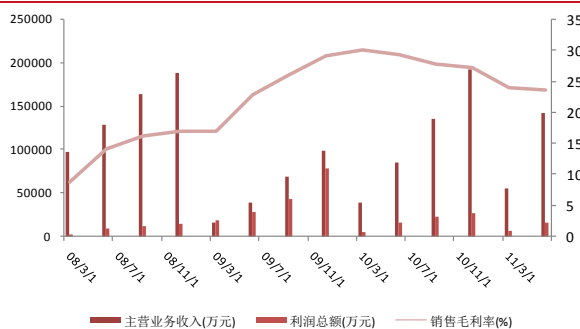
数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 4：公司利润结构变化情况



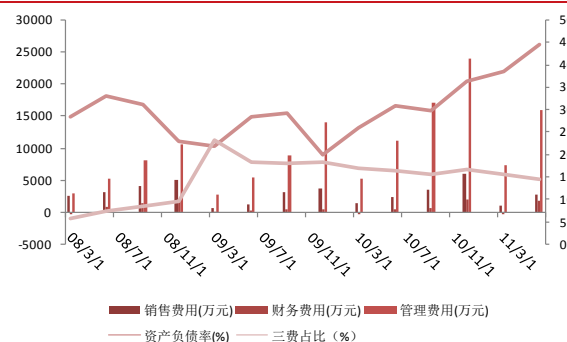
数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 5：公司收入、利润和毛利变化情况



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 6：公司三费和负债变化情况



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 7: 公司财务报表预测

资产负债表					现金流量表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	474	713	835	964	经营活动现金流	183	275	322	371
应收票据	42	63	74	85	投资活动现金流	-351	-528	-618	-714
应收账款	364	547	641	740	筹资活动现金流	101	153	179	206
预付账款	161	242	283	327	现金净增加额	-63	-96	-112	-129
其他应收款	8	12	14	16	利润表				
存货	544	818	957	1106	单位: 百万元				
其他流动资产	297	446	522	603	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1911	2874	3363	3885	营业收入	1929	2902	3396	3923
长期投资	141	213	249	288	营业成本	1404	2206	2564	2942
固定资产	678	1020	1193	1379	营业税金及附加	6	8	10	11
无形资产	168	253	296	342	销售费用	61	91	107	124
递延所得税	9	14	16	19	管理费用	240	361	423	488
非流动资产	1174	1766	2067	2388	财务费用	21	32	38	44
资产总计	3085	4640	5431	6273	营业利润	207	311	364	421
短期借款	235	353	413	477	利润总额	266	353	421	496
应付票据	317	477	558	645	所得税	36	48	57	67
应付账款	168	253	296	342	净利润	230	305	364	429
预收款项	10	15	17	20	归属母公司净利润	204	270	322	380
应交税费	20	30	35	41	EPS	0.40	0.52	0.63	0.74
其他流动负债	20	31	36	41	主要财务指标				
流动负债	950	1429	1673	1932	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	114	171	200	231	营业收入 (%)	93%	50%	17%	16%
应付债券	0	0	0	0	营业成本 (%)	99%	57%	16%	15%
预计负债	3	5	6	6	毛利率 (%)	27.24%	24.00%	24.50%	25.00%
其他非流动负债	0	0	0	0	三项费率 (%)	17%	17%	17%	17%
非流动负债	175	263	308	355	净利润 (%)	-66%	33%	19%	18%
负债合计	1125	1692	1981	2288	ROE (%)	11%	10%	10%	10%
少数股东权益	150	226	264	305	P/S	5.47	3.64	3.11	2.69
归母公司权益	1810	2722	3186	3680	P/B	5.8	3.9	3.3	2.9
所有者权益合计	1960	2948	3450	3985	P/E	52	39	33	28
负债和股东权益	3085	4640	5431	6273					

数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。