

有色金属行业

2011 年 9 月 27 日

研究员：赵彦辉

执业证书编号：S0170511040003

电 话：0411-39673302

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：zhaoyanhui@daton.com.cn

本次评级：增持（维持）

未经授权刊载或者转发证券研究报告的媒体，应承担相应的法律责任；
研究报告只是投资决策的参考依据。

52周股价表现



资料来源：wind 资讯

近期相关报告

1. 政策盛宴将更加青睐稀土永磁——稀土行业专题之二
2. 稳定成长仍可期，上调盈利预测——宁波韵升 2011 中报点评

把握扩张节奏，做精做强

宁波韵升（600366）调研报告

近日，我们赴宁波韵升调研，与公司董秘就公司生产经营相关问题做了交流，以下是我们结合调研信息的综合研判。

1. 主营业务

公司的主营业务分为两大块，一块是钕铁硼永磁体业务，另一部分是电机业务，11 年中期钕铁硼收入占比 62.08%，毛利占比 71.12%，电机业务收入占比 28.03%，毛利占比 25.27%，钕铁硼业务是公司的主要利润来源。公司钕铁硼业务与电机业务相得益彰，构成了较有特色的磁机电一体化模式，在业内独树一帜。

2. 公司经营简析

2.1 钕铁硼业务

做精做强。今年，是稀土行业较为特殊的一年，稀土价格史无前例的大幅上涨使得深加工公司在经营策略上也不同于往年，较为明显的是产品结构调整以及钕铁硼产品随稀土价格的上涨即价格联动。在结构调整上公司严格坚持目标产品对成本上涨不敏感且本公司产品毛利率较高原则，确保产品结构升级质量。同时，在此基础上把握产能扩张节奏于 20% 的水平之上，不急于扩张。做精做强实际上也是公司的一贯战略，今年的意义更突出，这一战略将继续积极推动公司发展。在产品调价问题上，公司对战略客户调价存在时滞，给予下游战略客户适应高价产品的合理期限，这使得公司以一定的让利维护了与客户的战略关系，对公司长期发展较为有利。

短、中、长期市场需求稳定增长预期确定性较大，政策支撑有力，公司受益。

VCM 市场中长期需求稳定，节能电梯与变频空调市场短、中期内需求增速较快，新能源汽车远景需求巨大明确，即便是短期内受阻的风机，远景来看对高端钕铁硼的需求也较为确定。稀土行业两大政策目标，以总量控制为措施的资源价格回归价值已取得阶段性成果，政策重心转向刺激需求而发展深加工，稀土永磁因其技术成熟并已经产业化而成为早逢春的向阳花木。

2.2 电机业务

公司的普通电机业务结构在升级，电机返修市场较为稳定，日兴电机的电机业务在国内商用车电机市场的开拓有望取得较大进展。做为新能源汽车电机及其电控系统的龙头公司上海电驱动，有望最早最大受益新能源汽车的产业化，也使得公司有望成为最早最大受益的钕铁硼供应商，磁机电一体化的协同效应逐步显现。

3. 盈利预测、估值和评级

我们维持公司 11 年、12 年 EPS 为 0.56 元、0.83 元的盈利预测，对应 9 月 28 日收盘价，这两年的市盈率分别为 36.5 倍、24.7 倍。我们认为，公司不仅短期业绩良好，受益于钕铁硼行业的高景气度以及公司经营战略，公司成长性良好，且最早最大受益新能源汽车产业化带来的新增需求预期较为明确。维持公司的“增持”评级，战略看好公司的投资机会。

4. 投资风险

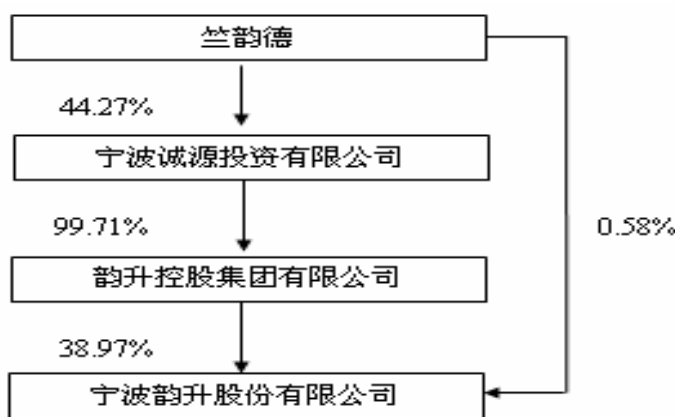
稀土继续大幅上涨继续带来的成本压力，成本转嫁能力不及预期，新能源汽车量产速度低于预期。

1. 股本结构和主营业务

1.1 股本结构

宁波韵升股份有限公司成立于1994年6月30日。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2000]134号文核准，公司于2000年10月12日向社会公开发行股票，并于2000年10月30日在上海证券交易所挂牌交易。截止到目前，公司总股本为3.96亿股，流通股3.96亿股，全流通。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



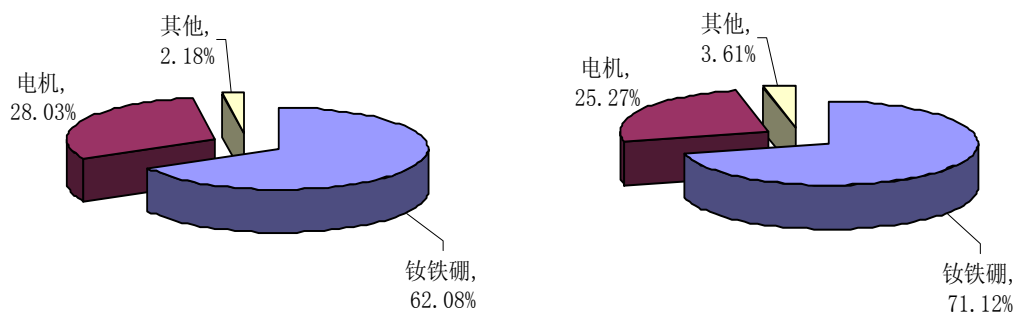
资料来源：公司资料 大通证券研发中心

1.2 主营业务构成

收购日兴电机后，公司的主营业务分为较为明的两大块，一块是钕铁硼永磁体业务，另一部分是电机业务，11年中期钕铁硼收入占比62.08%，毛利占比71.12%，电机业务收入占比28.03%，毛利占比25.27%。钕铁硼业务是公司的主要利润来源。现今，公司钕铁硼永磁体在产能为5000吨左右，排名中科三环之后为第二。公司磁性材料业务与电机业务相得益彰，构成了较有特色的磁机电一体化模式，在业内独树一帜。

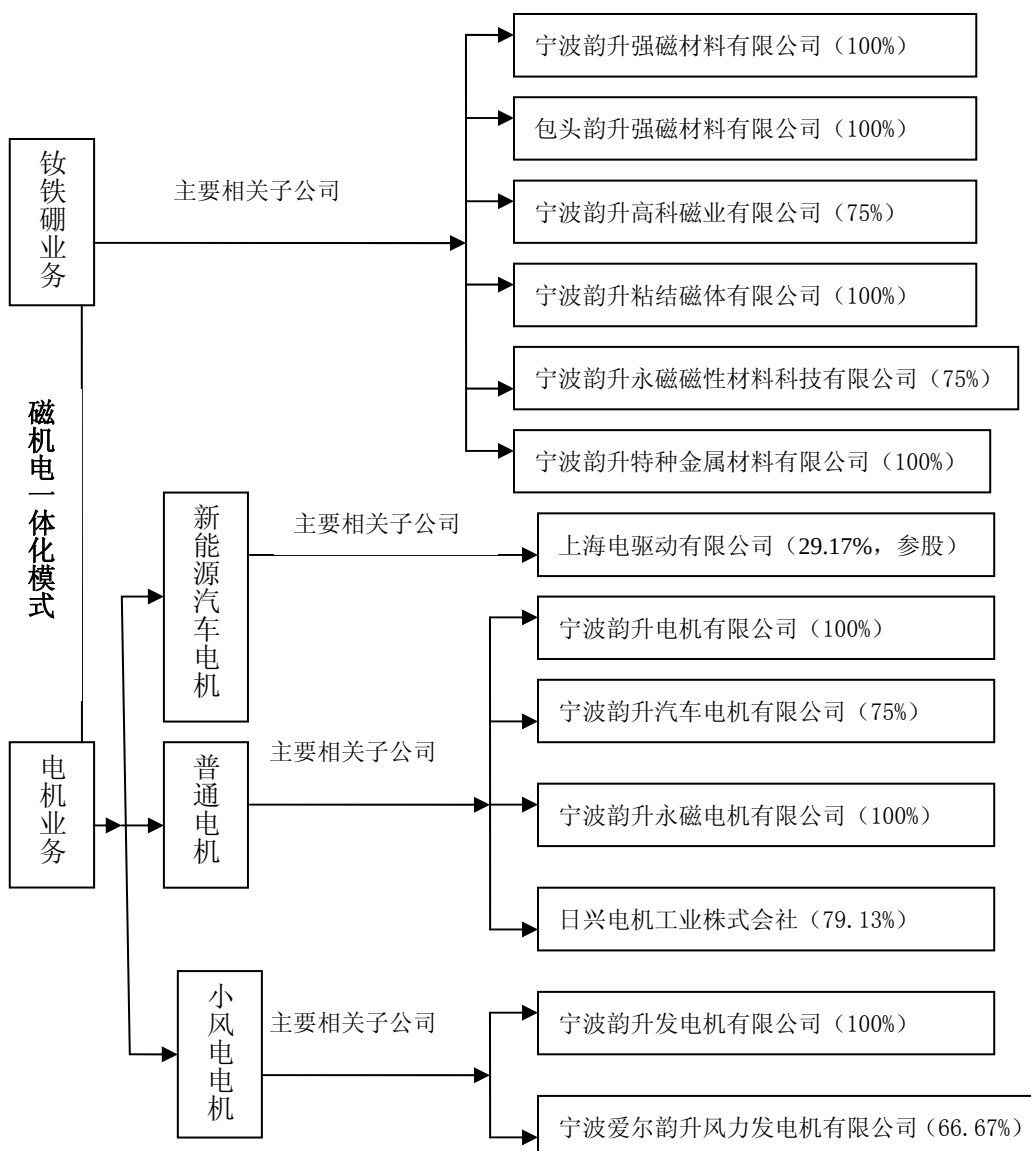
图2：宁波韵升收入结构

图3：宁波韵升毛利结构



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

图 4：公司一体化模式



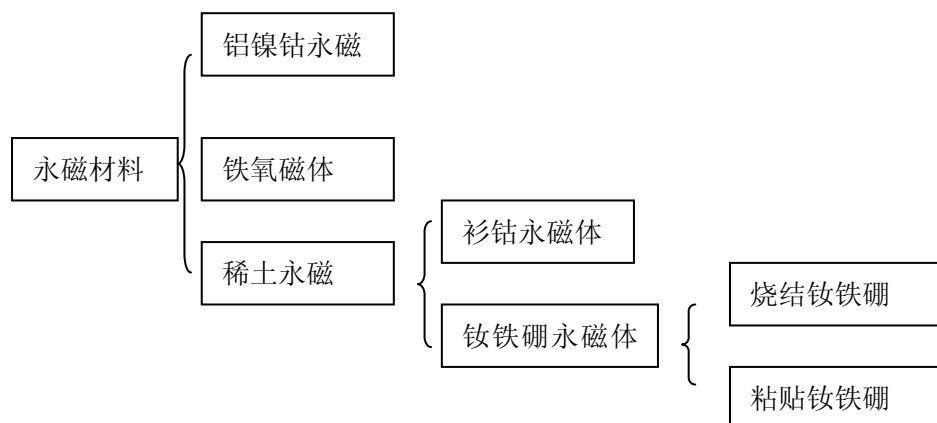
资料来源：公司资料 大通证券研发中心

2. 钕铁硼业务：把握扩张节奏，做精做强

2.1 技术实力雄厚，渠道优势明显

世界永磁材料的发展史为：40 年代末出现AlNiCo 永磁，50 年代出现铁氧体永磁，60 年代了第一代稀土永磁SmCo5被成功研制出，70 年代第二代稀土永磁SmCo17出现，1983 年研制成功最新一代“永磁王”—NdFeB，其最大磁能积（Bh_{max}）、矫顽力（bH_c）等指标优异，具有体积小、重量轻和高效节能等优势。现代材料科学还未能发现替代者。

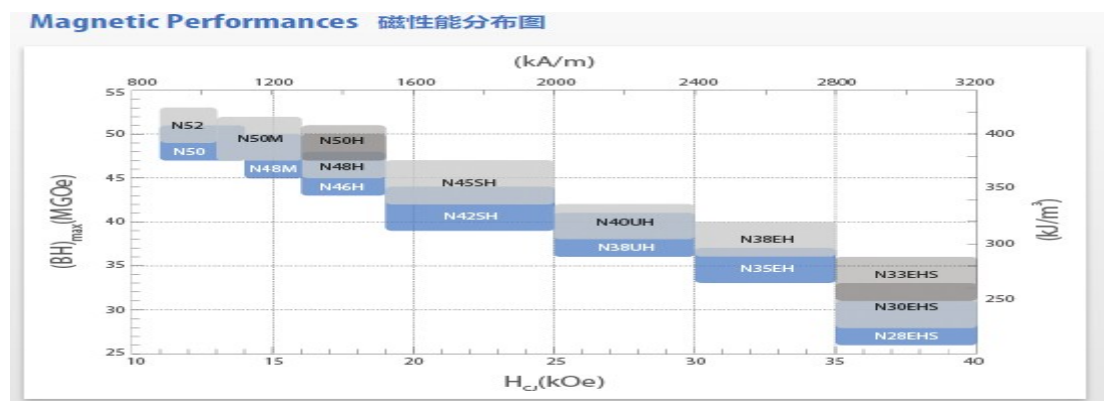
图5：永磁材料分类



资料来源：大通证券研发中心

高科技公司技术上的优势是生存之本，可尽享广阔市场空间，也保证了企业长期发展前景。公司可以生产的最高牌号已经达到N55，在业内比较优势突出，

图6：NdFeB磁性能分布



资料来源：中科三环公司网站 大通证券研发中心

从近期市场需求来看，并非是牌号做的越高就越有市场，从 NdFeB 磁性能的分布可以看出，最大磁能积与内禀矫顽力的变化规律相反，这使得不同牌号的市场需求不同。如 50M、48H 等系列产品具有极高的磁能积和耐温性，应用在小型化高性能电机中优势明显；42SH、38UH 等系列产品具有较高的磁能积和耐温性，特别适用于风力发电机、节能电梯曳引机和节能环保空调压缩机等；38EH、30AH 等系列产品具有突出的高耐温特性，应用于新能源汽车电机中优势明显。

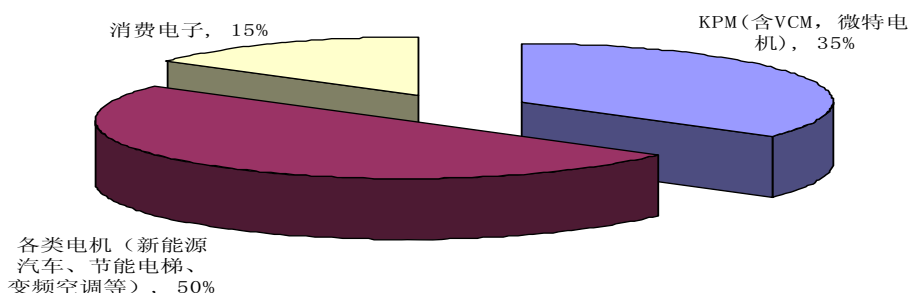
上述特点也造成公司以销定产的特点较为明显，产品的磁性能按客户要求定制，这种合作关系使得客户对公司有依赖度，其他生产商介入存在难度。由于稀土价格的上涨，业内一些小的企业以不同方式出局，有的是不堪成本压力无法生产，有的处理了所储原材料走掉的很从容。一方面，低端产品的淘汰是大势所趋，如箱包等利用钕铁硼本身就是一个浪费。另一方面，也体现出了在低端市场，客户对钕铁硼生产厂商的依赖度不高。因此，渠道优势也是另一种意义上的技术优势的体现，与钕铁硼性能的控制程度有关。通过客户对公司的依赖程度来看渠道优势可圈可点，业内领先地位较为明显。

2.2 把握扩张节奏，做精做强

2.2.1 业务结构

公司的钕铁硼业务结构如下：

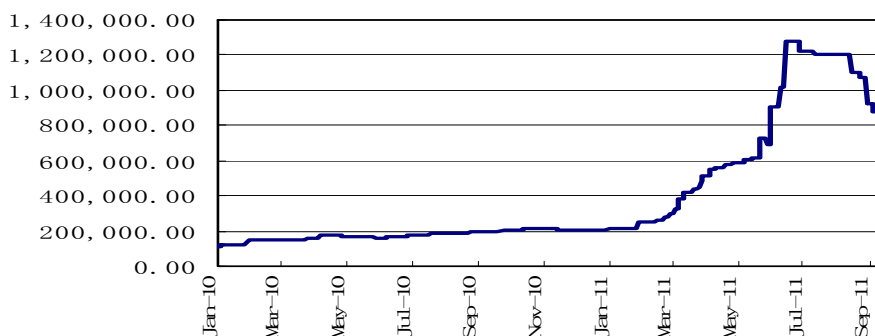
图 7：公司钕铁硼业务结构



资料来源：公司调研 大通证券研发中心

在消费电子方面，日立、东芝、三洋都是公司较为稳定的客户源。磁机电一体化，主要是体现在公司的伺服电机、小风电电机、新能源汽车用电机用磁钢由公司提供。

图 8：上半年稀土价格巨幅上涨，现已由高位滑落



资料来源：wind 大通证券研发中心

今年，是稀土行业较为特殊的一年，稀土价格史无前例的大幅上涨使得深加工公司在经营策略上也不同于往年，较为明显的是产品结构调整以及钕铁硼产品随稀土价格的上涨即价格联动。

在结构调整上公司的坚持原则是目标产品对成本上涨不敏感且本公司产品的毛利率较高。公司在坚持产品结构调整的原则前提下，把握产能扩张节奏，决不盲目上马扩产项目。公司不乏资金、技术上没有难度，这样做的核心是在客户用心选择，以销定产，考虑客户是否跟得上公司的产能扩张，实际上反应了公司做精做强的战略。随着三园的建成，公司的产能保证每年以 20% 左右的增长，公司认为这是一个适宜的增速，这种做法与同业有所区别。

2.2.2 下游需求简析

我们简单考查一下高端钕铁硼厂商面对下游市场，以理清短、中、长期市场需求是否可观。

VCM 的市场发展前景较为乐观。不论稀土价格的大幅上涨还现在的回调，成本转嫁不成问题，一个因为 VCM 占 HDD 之成本仅在 3% 左右，另也因为希杰与西部

数据等硬盘生产成商在业内形成一种寡头垄断格局，成本转嫁较易。业内预期，未来五年 VCM 产量的复合增长率为 9% 左右，做为较为成熟的市场，使得公司该种业务稳定成长。

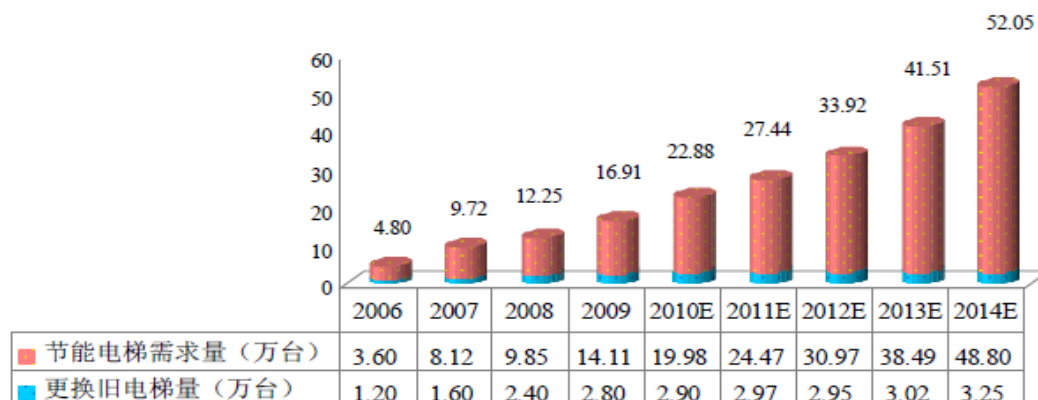
图 9：电子市场硬盘价格指数反应行业景气度较高



资料来源：wind，大通证券研发中心

节能电梯市场。中国电梯协会估计，我国平均每部电梯每天耗电量约 40kwh，约占整个建筑能耗的 5% 左右。曳引机，电梯的心脏，历经行星齿轮传动、斜齿轮传动和蜗轮蜗杆传动等技术的更新换代后，于上世纪九十年代末出现了永磁同步曳引机。其以体积小、损耗低、节能高效等优点，得到了迅速推广，目前已发展成为新型曳引机的主流机型。高性能钕铁硼永磁材料作为节能电梯曳引机的核心零部件，其市场需求必将随节能电梯的发展而快速增长，每台节能电梯约需使用 6kg。根据中国电梯业协会预测，2011 年-2014 年的复合增长率将达 23%。

图 10：中国变频电梯需求



资料来源：中国电梯业协会，大通证券研发中心

变频空调市场。空调和电梯是城市中的两种较大耗电设备，该两市场节能引发的新增需求是短期内最大的期待，尤其是变频空调市场，我国的渗透率只有 10% 左右，而日本已经达到了 90% 以上。与定频空调相比，变频空调优点突出。变频空调即为目前空调行业的节能环保空调，其以节能高效且环保的特性将成为世界空调行业的主流。

根据中国磁性材料与器件行业协会预测，在 2008-2014 年期间，我国变频空调销量的复合增长率将达 49.46%，预计到 2014 年，我国变频空调销量将达到 2,330 万台，占空调总消费量的 50% 左右。

目前变频空调的压缩机所使用的磁体分为铁氧体永磁材料和高性能钕铁硼永磁材料两种。铁氧体永磁材料磁性能较低，也相对廉价，多用于生产中低端变频空调，高性能钕铁硼永磁材料主要用于生产高端变频空调。

铁氧体永磁材料由于磁性能较低，使用量大，占用压缩机的空间较大。随着变频空调压缩机性能的提升，其对磁体磁性能的要求越来越高，如果采用铁氧体永磁材料，用量将成倍增加，且电机中其它材料如铜等的消耗量也要相应大幅增加，不但占用压缩机空间，而且其低价优势也将逐步弱化。因此，在未来空调小型化趋势下，铁氧体永磁材料在变频空调中的应用将逐步被高性能钕铁硼永磁材料所取代。每台变频空调平均需要使用高性能钕铁硼永磁材料约 0.25kg。

根据中国磁性材料与器件行业协会预测，在未来几年里，使用高性能钕铁硼永磁材料生产的变频空调的比例将快速上升，2008-2014 年将分别达到 20%、30%、40%、50%、60%、70%、80%。短期内，因为钕铁硼价格的上涨，导致空调价格上涨 100 元左右，造成“回潮”现象，但大的趋势不改。

新能源汽车市场。做为行业最大的下游需求市场已是共识，随着《节能与新能源汽车产业发展规划(2011-2020 年)》下半年的出台，稀土永磁最大下游需求将有多大的市场空间会进一步明确。

风机市场。风电在短期内电价难以上涨，而造成风电业成本难以转嫁而退用双馈式风机，尤其从最为看好的海上风电来看，直驱永磁风机不论是从性能还是完全

成本上考量都是一种明显的进步，长期的大发展趋势是必然的，但短期内对业内公司贡献不大。

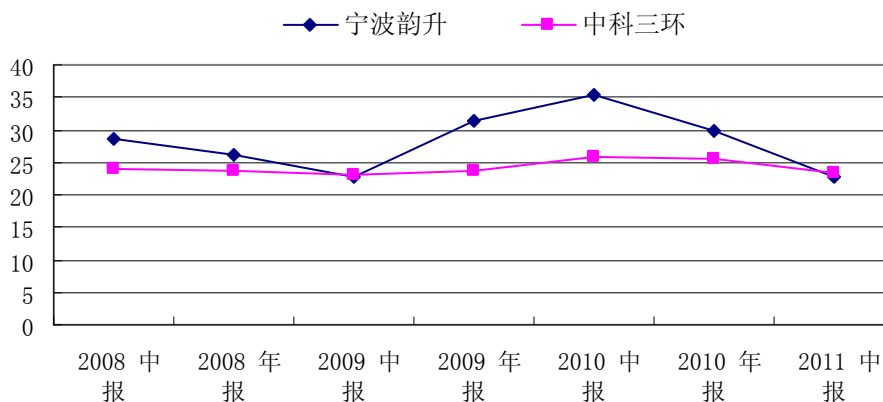
由上分析可知，高端钕铁硼生产厂商传统的高端产品VCM支撑业绩平稳，其他高端产品的短、中、长期对公司均有支撑，在公司做精做强的战略下，力保产品结构升级质量、产能扩张节奏适度，抓住市场机遇，在高端产品需求市场占有一席之地当是大概率事件。

2.2.3 价格联动

钕铁硼价格与稀土金属价格联动今年稀土业的另一大特点，市场也较为关注钕铁硼业的成本转嫁是否得以实现。公司没有对客户在提价问题上一刀切，也进行了结构化处理，有的客户提价是一步到位，价格联动较为明显，而有的客户尤其是战略客户存在一个明显的时滞，这个已经表现在中期业绩上。如今，随着稀土价格的高位回落，价格回归“价值”之旅大幅上涨阶段基本结束，进入震荡行情的可能性已经较大，稀土价格趋于稳定。长远的来看，钕铁硼发展也将进入稳健期，公司的盈利能力也将因此而逐步稳定，一个业绩稳健增长的前景逐渐明朗化。

实际上，公司在业内以成本控制的风向标而著称，从公司的钕铁硼业务毛利率在国内的领先地位较为明显的表现出来。因此，相比较而言，公司的库存一般都会较同行控制在一个合理水平。

图11：宁波韵升、中科三环毛利率



资料来源：公司资料 大通证券研发中心

2.4 专利到期是一柄双刃剑

公司是国内拥有出口专利的五家公司之一，专利至2014年已经完全到期。关于专利的到期，公司认为是双刃剑，对公司影响有利有弊。利是市场更大了，不利是专利到期后，其他生产厂商介入国外市场后，势必形成竞争。但竞争也未必很大，因为以公司的技术、产品结构等方面的实力以及在国外市场上的经验与形成的战略关系，国内其他实力、经验上远不如公司的其他公司，要想分得欧、美、日市场上的一杯羹决不一蹴而就的。

2.4、政策支撑有力

稀土行业的发展受益于政策盛宴，在稀土价格回归价值取得阶段性成果后，政策盛宴仍然在继续，但重心在转移，稀土永磁受益将更大。我们以时间为序观察影响稀土业发展的重大政策之重心转移这一实际。

2010年10月10日，《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》的出台奠定行业发展政策基础。

稀土业“国4条”与“国22条”于本年2月、5月相继出台，是行业今后发展的纲领性文件。政策提出行业发展的两个目的为稀土价格回归价值、大力发展深加工。

政策重心在转移。中共中央政治局5月30日下午就培育发展战略性新兴产业研究进行第二十九次集体学习，胡锦涛总书记的讲话强调“最有基础和条件的领域进行重点突破”，稀土永磁明显符合条件。

2011年9月7日，国务院印发《“十二五”节能减排综合性工作方案》，《方案》明确支撑战略新兴产业，稀土永磁直接受益。

《新材料产业“十二五”发展规划》即将出台，稀土永磁业将重点发展基本没有悬念，期待的是各种细节，这也是稀土永磁业政策面上最大的期待。工信部原材料司副司长高云虎9月7日在2011年稀土新材料应用交流会上关于金属新材料做了进一步表示，十二五期间，我国新材料产业预计总产值达2万亿元，年均增长率超过25%。到2020年，新材料产业成为国民经济的先导产业。截至2010年底，我国新材料产业规模达到了6500亿元，与2005年相比年均增长20%。战略性新兴产业“十二五”发展思路中，关键新材料的自给率给予了量化的规定，使得其市

场空间更加明确化。在发展思路中要求到2015年，突破一批国家建设亟需、引领未来发展的关键共性技术，关键新材料的自给率提高到70%。

《节能与新能源汽车产业发展规划(2011-2020年)》下半年也可能将出台，新能源汽车将逐步步入快速发展轨道，对稀土永磁业来讲，一方面间接获得政策上支撑，另一方面巨大的市场空间日趋明晰。

综上，我们有了这样的结论，战略新兴产业的提出是以重大经济社会发展需求为基础的，稀土行业若要承担服务于战略性新兴产业为发展战略新兴产业提供支撑这一历史使命，成为名副其实的战略基础产业，依赖于稀土功能性材料的技术成熟，这是其产业化的基础。我们也可以得到这样一个结论，最初的以总量控制为主要手段促使稀土价格回归价值，更主要是对我们已经付出的环境成本的一个补偿，政策重心转移向支撑深加工有其必然性。“国22条”提出的行业发展的两个发展目标中，大力发展深加工，是对稀土价值的根本支撑。换句话说，稀土的真正价值体现在行业无限发展前景或者说无限市场需求上，稀土功能性材料的蓬勃发展最终支撑稀土价值。而技术成熟且已经产业化的稀土功能性材料即稀土永磁顺理成章的是“向阳花木早逢春”。其他功能性材料以及大多的金属新材料要迈过技术成熟这道关还需要走一段路。这使得必然公司深度受益。（关于政策对稀土永磁行业的支撑详见9月19日稀土行业专题《政策盛宴将更加青睐稀土永磁》）

3. 电机业务：普通电机业务结构在升级，新能源电机业务未来空间无限

3.1 普通电机

3.1.1 原有电机业务

传统电机业务主要由宁波韵升电机有限公司经营，公司成立于2000年1月。拥有一整套先进的生产、检测及试验设备，目前已形成年产发电机100万台、起动机50万台的生产规模。公司具有较强的技术开发能力，新产品开发的速度和质量一直处于同行业的领先水平，主要面对国内汽车返修市场，是公司较为稳定的利润来源。

3.1.2 日兴电机

2010 年公司收购日兴电机（79.13%）后实现平稳过渡，日兴电机稳定运行并扭亏为盈，同时也为开拓中国国内商用车电机市场奠定了良好基础。

表1：收购前日兴电机盈利情况

单位：日元（千元）

项目	2009 年 4 月-8 月	2008 年度
总资产	4,551,022	4,686,254
净资产	2,328,591	2,399,077
主营业务收入	1,349,657	6,278,469
净利润	-70,486	-572,801

注：日兴电机会计年度为公历 4 月 1 日至次年的 3 月 31 日

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

2010年公司本期合并日兴电机主营业务收入49,533.69 万元，占电机业务收入67,810.78万元的73%。贡献净利润1,363.84万元。

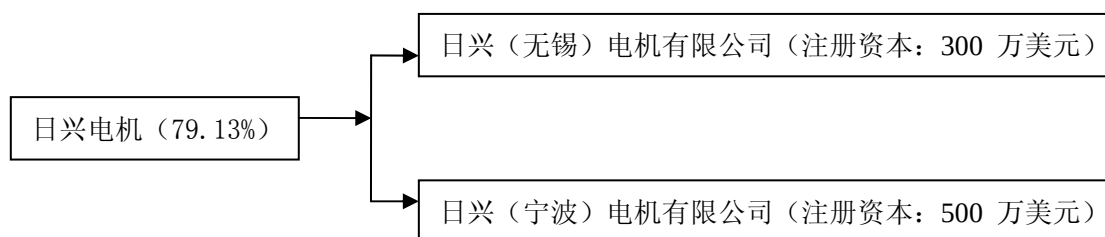
表 2：09 年以来电机业务盈利能力较稳定，日兴电机对毛利率不大，过渡平稳

毛利率	2009 中报	2009 年报	2010 中报	2010 年报	2011 中报
电机 (%)	16.87	16.64	16.13	17.83	17.97

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

日兴电机主要产品为商用车电机，在日本市场上是五十铃和三菱重工配套电机生产厂商，国内目标客户为三一重工、柳工等。公司在无锡与宁波已经分别建厂，国内市场在打开。产能的扩张肯定会跟得上市场，现在在小批量生产。目标客户已经在谈，一旦打开市场会较大。随着市场的打开，日兴电机对公司的业绩贡献将逐渐显出规模。

图 12：日兴电机国内全资子公司



资料来源：公司资料 大通证券研发中心

3.2 新能源汽车用电机业务：上海电驱动

上海电驱动有限公司（29.17%，参股）依靠技术优势以及最早进入者的优势，是新能源汽车电机研发与制造的无可争议的龙头，在目前规模产业化的中国新能源汽车电机市场占有率达到60%，有望是新能源汽车产业化最早和最大的受益者。

技术优势。公司在车用电驱动系统领域取得了一系列研发成果，承担了国家863计划项目4项，其中国家863标准制修订项目1项，承担工业和信息化部2010年度电子信息产业发展基金项目1项、上海汽车电驱动工程技术研究中心项目1项、上海市科技项目5项，横向项目200多项。形成了7项专利，已获授权5项；形成了1个国家标准和1个行业标准的讨论稿，公司在2010年8月份通过TS16949质量体系认证。

研究方向覆盖电机及其驱动系统领域各个方面。包括永磁电机的电磁设计、机械设计、控制算法、控制器硬件、控制软件、系统的可靠性以及电力电子集成、机电耦合装置集成等。公司现已拥有四个产品系列，其技术达到了国际同类产品的先进水平，部分典型产品通过了国家新能源汽车公告要求。产品分别在上汽、华普、一汽、东风、长安、奇瑞、华晨、吉利、长城等国内知名汽车企业的整车中成功地进行了示范应用，部分产品已进行批量化生产。

产能。公司现已建立了一条车用驱动电机系统柔性化生产线，生产能力达到年产1.2万台套。

客户或潜在客户结构。公司同步配套参与了国内几乎全部著名汽车制造商的纯电驱动、混合动力汽车的前期研发，为未来产品生产、销售与市场竞争打下的坚实的基础，且有望快速进入全球分工体系。

由上也不难看上海电驱动公司仍具有研发性质，做小批量生产，但公司发展前景无限，其业绩的跨越式增长值得期待，也使得宁波韵升有可能成为最早受益于新能源汽车电机用磁性材料的供应商。公司今年有望实现两个亿左右的收入。

4. 中期业绩回顾

4.1 中期业绩

宁波韵升中期营收及净归属母公司股东的净利润数据及同比增长情况如下表：

表3：公司营收及净归属母公司股东的净利润数据及同比增长情况

	2010 中报	2011 中报	同比
营业收入(百万元)	862.46	1,423.46	65.05%
归属母公司股东的净利润(百万元)	125.66	116.33	-7.42%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

4.2 公司2011年中期业绩下降是因为对战略客户提价有所滞后

公司业绩下降原因是公司对战略客户产品提价有所滞后导致。公司主要客户均为长期合作的战略客户，公司给予下游战略客户适应高价产品的合理期限，这使得公司以一定的让利维护了与客户的战略关系，对长期发展有利。公司也表示已与公司与战略客户达成调价协议，产品销售价格提升，预计年初至下一报告期期末的累计净利润，将比上年同期增长50%-100%。

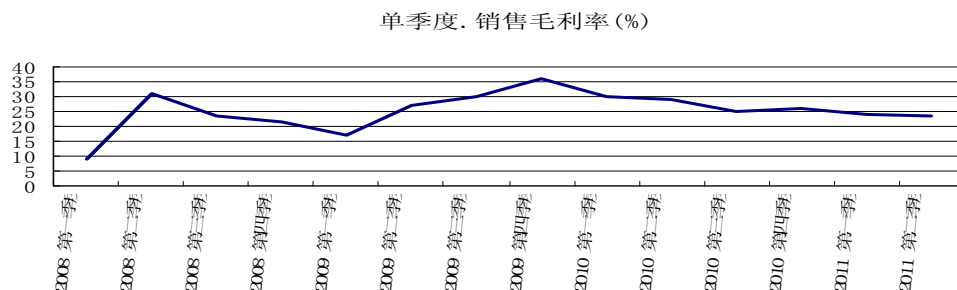
上半年稀土价格大幅上涨，金属钕价格同比上涨的250%，这导致公司成本的上升73.1%，高于收入增速，公司毛利率因此同比下降5.71个百分点。报告期间公司期间费用控制良好，由去年同期的16.6%下降至14.57%，同比下降了5.71个百分点。上述因素不足以导致公司净利润负增长，公司的营业利润同比仍然增长38.2%。导致中期公司业绩下降的原因是营业外净收入由去年的0.5亿元下降至0.05亿元，同比下降89%，影响EPS0.08元。公司主营在主营成本大幅上涨的条件下增速也在常态。

表4：公司综合毛利率

	2010 中报	2011 中报	同比（百分点）
综合毛利率(%)	29.41	23.7	-5.71

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

图12：公司毛利率第二季度同比下降0.64个百分点



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表5：期间费用率变化

	2010 中报	2011 中报	同比（百分点）
期间费用率	16.60	14.57	-2.03

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

公司的两大主营业务占比同比没有发生较为明显的变化，尤其是毛利占比基本上没有变化。营业收入钕铁硼业务增速虽然高于电机业务36.3个百分点，但利润增速电机业务却高于钕铁硼业务47.8个百分点。

表6：公司各业务营业收入构成

收入构成	2010 中报	2011 中报	同比（百分点）
钕铁硼(%)	54.43	62.08	7.65
电机(%)	30.44	28.03	-2.41
其他(%)	4.69	2.18	-2.51

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表7：公司各业务毛利构成

毛利构成	2010 中报	2011 中报	同比（百分点）
钕铁硼(%)	71.84	71.12	-0.72
电机(%)	0.18	0.25	0.07
其他(%)	0.06	0.04	-0.03

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表8：公司主营收入增长

营业收入	2010 中报	2011 中报	同比
钕铁硼(百万元)	469.44	883.8	88.27%
电机(百万元)	262.57	399.02	51.97%
其他(百万元)	40.42	31.1	-23.06%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表9：公司主营毛利增长

营业利润	2010 中报	2011 中报	同比
钕铁硼(百万元)	166.05	201.81	21.54%
电机(百万元)	42.35	71.72	69.35%
其他(百万元)	14.69	10.23	-30.36%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表10：公司主营毛利率变化

毛利率	2010 中报	2011 中报	同比（百分点）
钕铁硼(%)	35.37	22.83	-12.54
电机(%)	16.13	17.97	1.84
其他(%)	36.35	32.87	-3.48

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

公司电机业务上半年取得了较好业绩。首先是日兴电机售后产品销量增加，产品获利能力提升；其次，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；第三，公司伺服电机生产线全面建成，已实现批量销售。

5 盈利预测和评级

我们维持公司11年、12年EPS为0.56元、0.83元的盈利预测，对应9月28日收盘价，这两年的市盈率分别为36.5倍、24.7倍。我们认为，公司不仅短期业绩良好，受益于钕铁硼行业的高景气度以及公司经营战略，公司成长性良好，且最早最大受益新能源汽车产业化带来的新增需求较为预期明确。维持公司的“增持”评级，战略看好公司的投资机会。

6 投资风险

稀土继续大幅上涨继续带来的成本压力，成本转嫁能力不及预期，新能源汽车量产速度低于预期。

表11：盈利预测（百万元）

	10A	11E	12E
营业收入	1929.37	2982.74	4329.52
营业总成本	1747.51	2632.40	3821.27
营业成本	1403.77	2205.97	3202.29
营业税金及附加	5.53	8.95	12.99
销售费用	60.81	96.73	140.40
管理费用	240.16	296.26	430.03
财务费用	21.42	24.50	35.56
资产减值损失	15.80	0.00	0.00
投资净收益	28.33	25.90	50
营业利润	207.00	376.23	558.24
营业外收入	66.32	10.00	15.00
营业外支出	7.24	3.00	4.00
利润总额	266.07	383.23	569.24
所得税	36.03	57.49	85.39
净利润	230.04	325.75	483.86
少数股东损益	26.39	37.37	55.51
归属于母公司所有者的净利润	203.64	288.38	428.35

资料来源：wind 大通证券研发中心

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。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。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。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、刊登或复制品, 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。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司