

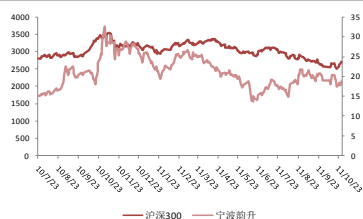
公司评价

谨慎推荐（维持）

发行基本情况

截止日期	2011-10-28
收盘价	18.81 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

《公司电机业务值得期待——宁波
韵升（600366）2011 年中报点评》

2011-08-25

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

产品提价导致业绩同比大幅增长

——宁波韵升（600366）2011 年三季度报点评

事件：

因稀土和钕铁硼的价格同比大幅上涨，公司与主要战略客户达成提价协议，产品销售价格同比大幅提升，2011 年前三季度，公司共实现营业收入 294147.68 万元，同比增长 116%，环比增长 75%；营业成本 200306.98 万元，同比增长 104%，环比增长 38%；归属母公司净利润 39606.89 万元，同比增长 124%，环比增长 300%；前三季度实现基本每股收益 0.77 元。

点评：

● **产品提价是公司三季度业绩大幅增长的主要原因。**随着国家对稀土保护力度的加强，上半年稀土和钕铁硼的价格也随之大幅上涨，按照上海有色金属网和百川资讯的数据计算，二季度碳酸稀土、镨钕氧化物和钕铁硼的价格环比分别上涨了 196%、156%、182%，三季度碳酸稀土、镨钕氧化物和钕铁硼的价格又继续环比上涨了 12.6%、42.8%、37.9%，如果从同比的角度来看，三季度碳酸稀土、镨钕氧化物和钕铁硼的价格更是分别比去年同期上涨了 391%、477%、340%。上半年，出于维护战略客户的需要以及成本传导的时滞性，公司钕铁硼产品的提价幅度远小于稀土涨幅，原材料上涨成本并未完全传导，从而导致公司上半年特别是第二季度的业绩不甚理想，而从三季度业绩的良好表现可以看出公司已与主要战略客户达成提价协议。但是公司前三季度营业收入同比仅增长 116%，低于稀土和钕铁硼的同期涨幅，这表明公司产品售价并未完全反应原材料成本的上涨，并且由于稀土和钕铁硼价格大幅上涨导致下游需求出现萎缩，所以公司钕铁硼业绩增长主要是由于产品售价大幅上涨所导致的。

● **稀土和钕铁硼价格持续阴跌可能拖累四季度和明年的业绩。**由于年内政策高点已过，投机商也急于出清库存，稀土和钕铁硼价格在暴涨后开始掉头下滑，再加上下游厂商普遍因为难以承受而停产或寻找替代品从而致使实际需求明显萎缩，所以目前市场上抛压沉重，价格更是阴跌不止。尽管江西赣州地区的稀土矿已经基本停产，包钢稀土也出台一系列收购托市政策，并在稀土价格继续阴跌的情况下宣布旗下所属冶炼分离企业停产一个月，停产期间包钢稀土将相应停止对上述冶炼分离企业及外部合作企业的原料供应，然而从短期来看，停产托市对市场的影响有限，稀土价格短期压力依旧较大。如果稀土和钕铁硼的价格持续下跌或者在下跌后继续疲软，那么很可能会拖累四季度特别是明年的业绩表现。

● **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。特别是通过对日兴电机的收购，不仅使公司成功涉足商务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

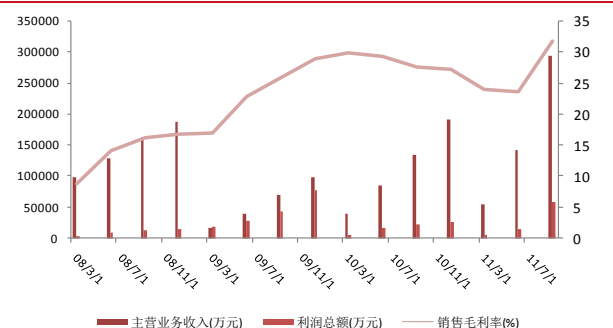
¹ 报告贡献人：罗柏言

点，随着日兴电机获利能力的持续增强，我们预计未来 3—5 年日兴电机的收入规模将维持 15%左右的增速。再加上宁波电机对国内 OE 市场的开拓以及政府对新能源汽车扶持力度的加大，我们认为未来公司的电机业务值得期待。

● **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：0.96 元，0.81 元，0.92 元，对应的 PE 分别为：20X，23X，20X。考虑到公司钕铁硼稳定的盈利能力和汽车电机业务的成长空间，我们维持公司“谨慎推荐”的评级。

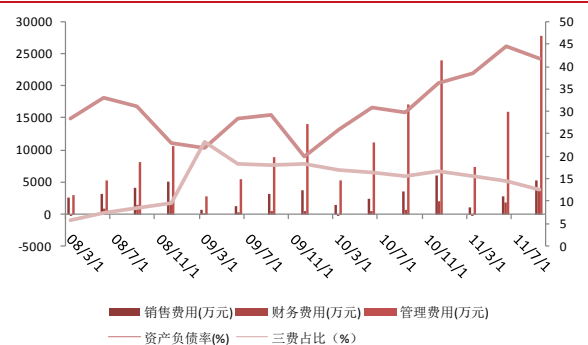
● **风险提示：**1、稀土和钕铁硼价格继续大幅下跌；2、市场萎缩导致公司产销量下滑；3、公司电机业务成长不如预期。

图表 1：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 2：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 3：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	879	815	914	经营活动现金流	183	339	314	352
应收票据	42	78	72	81	投资活动现金流	-351	-651	-603	-676
应收账款	364	675	625	701	筹资活动现金流	101	188	174	195
预付账款	161	298	277	310	现金净增加额	-63	-118	-109	-122
其他应收款	8	15	14	15					
存货	544	1008	934	1048					
其他流动资产	297	550	510	572					
流动资产	1911	3543	3283	3681					
长期投资	141	262	243	273					
固定资产	678	1257	1165	1306					
无形资产	168	311	289	324					
递延所得税	9	17	16	18					
非流动资产	1174	2178	2018	2263					
资产总计	3085	5721	5301	5944					
短期借款	235	435	403	452					
应付票据	317	588	545	611					
应付账款	168	312	289	325					
预收款项	10	18	17	19					
应交税费	20	37	34	38					
其他流动负债	20	38	35	39					
流动负债	950	1762	1633	1831					
长期借款	114	211	195	219					
应付债券	0	0	0	0					
预计负债	3	6	5	6					
其他非流动负债	0	0	0	0					
非流动负债	175	324	300	337					
负债合计	1125	2086	1933	2168					
少数股东权益	150	278	258	289					
归母公司权益	1810	3356	3110	3487					
所有者权益合计	1960	3634	3368	3776					
负债和股东权益	3085	5721	5301	5944					

利润表				
单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1929	3578	3315	3717
营业成本	1404	2469	2387	2658
营业税金及附加	6	10	10	11
销售费用	61	72	66	74
管理费用	240	358	332	372
财务费用	21	40	37	41
营业利润	207	644	530	595
利润总额	266	665	557	636
所得税	36	106	89	102
净利润	230	559	468	534
归属母公司净利润	204	495	414	473
EPS	0.40	0.96	0.81	0.92

主要财务指标				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (%)	93%	85%	-7%	12%
营业成本 (%)	99%	76%	-3%	11%
毛利率 (%)	27.24%	31.00%	28.00%	28.50%
三项费率 (%)	17%	13%	13%	13%
净利润 (%)	-66%	143%	-16%	14%
ROE (%)	11%	15%	13%	14%
P/S	5.02	2.71	2.92	2.60
P/B	5.3	2.9	3.1	2.8
P/E	48	20	23	20

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。