

宁波联合：做大做强前景可期

——股份转让协议签订公告点评

报告关键点：

- 荣盛控股拟按照8.53元/股的价格以现金收购宁波联合29.9%的股权，由此可见宁波联合现有资产质地优良。
- 荣盛控股承诺，成为第一大股东后，将做大做强宁波联合的房地产、进出口等主营业务。
- 荣盛控股集团实力雄厚，宁波联合未来发展前景可期。
- 维持增持-A评级。

报告摘要：

- 荣盛控股拟按照8.53元/股的价格，以现金收购宁波联合29.9%的股权9041.76万股，由此可见宁波联合现有资产质地优良。宁波联合房地产业务方面，今年新增的梁祝文化园项目以低容积率住宅为主，预计售价可达20000元/平米；天合家园位于宁波“三江口”地区，写字楼财汇中心销售前景良好；温州项目经过股权结构调整，预计开发前景良好；热电业务去年完成技改，盈利能力将进一步增强；进出口代理业务多年来均实现盈利。
- 荣盛控股承诺，成为第一大股东后，将做大做强宁波联合的主营业务。荣盛控股保证：“在目标股份过户日后1年内，启动将杭州盛元房地产开发有限公司和已取得的储备土地注入宁波联合的工作，做大做强宁波联合房地产业务。……将整合宁波联合现有的基础设施和对外贸易资源，并逐步将荣盛控股的相关资产及业务纳入宁波联合，做大做强宁波联合的进出口业务。”荣盛控股持有杭州盛元房地产公司50%股权，后者拥有杭州新盛元房地产公司等全资子公司，及持有杭州滨江盛元房地产公司50%股权。其中新盛元公司正在开发的盛元蓝爵国际项目位于杭州萧山新区金城路与金鸡路交叉口，隶属新区CBD核心，由四幢精品公寓和一幢超高层写字楼组成，公寓售价在18000元/平米以上。
- 荣盛控股整体实力雄厚，具有促进宁波联合持续发展的能力，宁波联合未来发展前景可期。荣盛控股2008年末总资产90.98亿元，归属于母公司所有者的净资产10.41亿元，08年度实现主营业务收入64.67亿元，归属于母公司所有者的净利润1.8亿元。下属主要企业除了房地产公司，还有荣盛石化股份有限公司、宜宾天原集团股份有限公司等知名企业。
- 维持增持-A的投资评级。前述股权转让事宜尚需取得宁波市人民政府、国家国资委等有关部门的批准。在未考虑荣盛控股拟注入资产的前提下，维持对宁波联合2010年盈利预测1.12元/股，估算每股RNAV11元/股，目前股价较2010年EPS的PE为11倍，较每股RNAV溢价10%，已具有良好的安全边际。维持三个月目标价16.7元。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **16.70 元**

期限： 3 个月 上次预测： 16.70 元

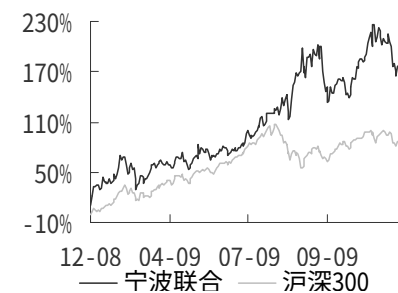
现价： 12.11 元

报告日期： **2009-12-30**

市场数据

总市值(百万元)	3,662.06
流通市值(百万元)	3,662.06
总股本(百万股)	302.40
流通股本(百万股)	302.40
12 个月最高/最低	4.48/14.60 元
十大流通股东(%)	58.14%
股东户数	31,317

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.64)	(2.88)	78.66
绝对收益	(12.30)	15.56	172.77

研究员

徐胜利 行业分析师

010-66581636 xusl@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,676.2	3,169.3	3,185.0	4,148.0	4,777.0
Growth(%)	-26.2%	-13.8%	0.5%	30.2%	15.2%
净利润	81.5	123.7	152.6	339.6	369.6
Growth(%)	-57.4%	51.8%	23.3%	122.6%	8.8%
毛利率(%)	9.4%	10.2%	11.9%	20.0%	21.5%
净利润率(%)	2.2%	3.9%	4.8%	8.2%	7.7%
每股收益(元)	0.27	0.41	0.50	1.12	1.22
每股净资产(元)	4.90	4.57	5.35	6.53	7.96
市盈率	44.9	29.6	24.0	10.8	9.9
市净率	2.5	2.7	2.3	1.9	1.5
净资产收益率(%)	5.8%	11.4%	13.2%	19.5%	20.9%
ROIC(%)	7.7%	21.5%	21.5%	17.4%	23.1%
EV/EBITDA	20.7	13.4	14.1	7.5	5.9
股息收益率	4.1%	0.0%	2.7%	1.4%	2.2%

前期研究成果

宁波联合：2010 年业绩有望大幅增长
 2009-11-30

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2009-12-30		
						财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
利润表											
营业收入	2007	2008	2009E	2010E	2011E	成长性					
营业收入	3,676.2	3,169.3	3,185.0	4,148.0	4,777.0	营业收入增长率	-26.2%	-13.8%	0.5%	30.2%	15.2%
减:营业成本	3,332.3	2,846.3	2,805.6	3,317.7	3,750.0	营业利润增长率	-73.6%	89.6%	38.7%	80.1%	30.2%
营业税费	120.5	33.1	40.5	152.6	159.6	净利润增长率	-57.4%	51.8%	23.3%	122.6%	8.8%
销售费用	99.0	82.0	69.6	84.2	96.9	EBITDA 增长率	-66.3%	72.3%	23.8%	72.7%	29.0%
管理费用	92.8	96.7	81.2	121.9	140.6	EBIT 增长率	-73.5%	97.6%	33.0%	80.1%	30.2%
财务费用	0.1	8.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	-76.9%	92.8%	29.2%	80.1%	30.2%
资产减值损失	-39.9	3.2	-	-	-	投资资本增长率	-30.8%	29.3%	122.5%	-1.8%	15.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-4.3%	-6.7%	17.2%	22.0%	21.9%
投资和汇兑收益	37.2	106.8	97.4	42.8	40.0						
营业利润	108.6	205.9	285.6	514.5	670.0	利润率					
加:营业外净收支	37.4	0.4	-	-	-	毛利率	9.4%	10.2%	11.9%	20.0%	21.5%
利润总额	145.9	206.2	285.6	514.5	670.0	营业利润率	3.0%	6.5%	9.0%	12.4%	14.0%
减:所得税	60.1	49.3	71.4	128.6	167.5	净利润率	2.2%	3.9%	4.8%	8.2%	7.7%
净利润	81.5	123.7	152.6	339.6	369.6	EBITDA/营业收入	4.1%	8.1%	10.0%	13.3%	14.9%
资产负债表						EBIT/营业收入	3.0%	6.8%	9.0%	12.4%	14.0%
货币资金	2007	2008	2009E	2010E	2011E	运营效率					
货币资金	695.6	751.5	1,000.0	800.0	900.0	固定资产周转天数	34	44	69	70	59
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	36	20	77	101	104
应收帐款	203.5	180.4	154.0	75.0	108.0	流动资产周转天数	267	266	281	240	232
应收票据	79.7	30.4	30.0	30.0	50.0	应收帐款周转天数	16	9	7	5	6
预付帐款	127.5	60.7	100.0	250.0	250.0	存货周转天数	117	145	150	134	139
存货	1,274.4	1,277.5	1,377.5	1,707.5	1,977.5	总资产周转天数	383	410	435	375	344
其他流动资产	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1	投资资本周转天数	92	100	181	190	177
可供出售金融资产	471.8	154.2	280.0	300.0	300.0	投资回报率					
持有至到期投资	3.0	-	-	-	-	ROE	5.8%	11.4%	13.2%	19.5%	20.9%
长期股权投资	173.5	150.0	90.0	106.1	10.0	ROA	2.3%	4.5%	5.1%	8.7%	10.6%
投资性房地产	154.6	155.4	155.0	150.0	145.0	ROIC	7.7%	21.5%	21.5%	17.4%	23.1%
固定资产	365.7	402.1	815.0	790.0	770.0	费用率					
在建工程	75.0	179.9	20.0	15.0	10.0	销售费用率	2.7%	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%
无形资产	75.2	76.4	138.0	138.0	138.0	管理费用率	2.5%	3.1%	2.5%	2.9%	2.9%
其他非流动资产	39.4	58.8	58.0	58.0	58.0	财务费用率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	3,741.3	3,479.3	4,219.6	4,421.7	4,718.6	三费/营业收入	5.2%	5.9%	4.7%	5.0%	5.0%
短期债务	432.1	193.8	430.0	200.0	300.0	偿债能力					
应付帐款	645.4	684.3	493.7	490.0	524.4	资产负债率	60.4%	60.3%	61.6%	55.3%	49.0%
应付票据	101.0	109.8	100.0	120.0	130.0	负债权益比	152.7%	151.9%	160.6%	123.9%	96.0%
其他流动负债	775.7	566.7	694.8	904.8	824.8	流动比率	1.11	1.46	1.39	1.58	1.70
长期借款	-	462.0	600.0	550.0	300.0	速动比率	0.52	0.65	0.67	0.64	0.68
其他非流动负债	121.4	60.1	82.0	82.0	82.0	利息保障倍数	1,044.83	24.26			
负债总额	2,260.7	2,098.4	2,600.5	2,446.8	2,311.2	分红指标					
少数股东权益	147.1	163.0	224.6	270.8	403.7	DPS(元)	0.50	-	0.33	0.17	0.26
股本	302.4	302.4	302.4	302.4	302.4	分红比率	185.5%	0.0%	65.5%	14.7%	21.6%
留存收益	1,033.7	919.5	1,092.1	1,401.7	1,701.3	股息收益率	4.1%	0.0%	2.7%	1.4%	2.2%
股东权益	1,480.6	1,381.0	1,619.1	1,974.9	2,407.4						
现金流量表						业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EPS(元)	0.27	0.41	0.50	1.12	1.22
加:折旧和摊销	85.8	156.9	152.6	339.6	369.6	BVPS(元)	4.90	4.57	5.35	6.53	7.96
资产减值准备	42.3	45.7	33.3	36.5	40.8	PE(X)	44.9	29.6	24.0	10.8	9.9
公允价值变动损失	-39.9	3.2	-	-	-	PB(X)	2.5	2.7	2.3	1.9	1.5
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	12.1	-89.8	-7.1	-3,128.0	-53.9
投资收益	6.8	4.9	27.1	-	-	P/S	1.0	1.2	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	-37.2	-106.8	-97.4	-42.8	-40.0	EV/EBITDA	20.7	13.4	14.1	7.5	5.9
营运资金的变动	4.3	33.1	61.6	46.2	132.9	CAGR(%)	65.0%	47.4%			
经营活动产生现金流量	399.7	-263.2	-163.9	-174.7	-358.6	PEG	0.7	0.6			
投资活动产生现金流量	413.8	-148.0	-13.8	204.8	144.6	ROIC/WACC	0.9	2.5	2.5	2.0	2.7
融资活动产生现金流量	-175.2	-26.8	36.0	-94.4	-55.0	REP	4.4	1.4	0.8	0.9	0.6
融资产活动产生现金流量	-370.4	58.6	574.2	-410.0	-170.0						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034