

新宁物流 (300013): 主业盈利增速趋缓

中性 (首次)

交通运输行业/现代物流

当前股价: 32.18 元

报告日期: 2010 年 3 月 26 日

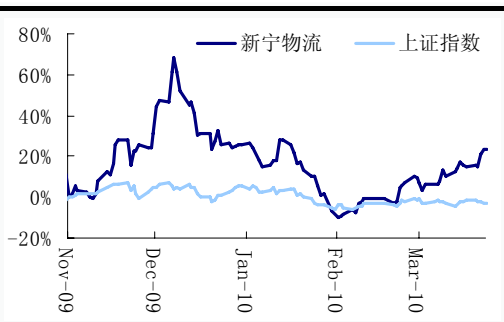
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	142	181	218	325
(+/-)	37.82%	27.67%	20.37%	49.32%
营业利润	32	31	34	39
(+/-)	2.92%	-4.47%	10.04%	17.17%
归属于母公司的净利润	21	26	22	26
(+/-)	2.27%	27.30%	-14.88%	16.97%
每股收益 (元)	0.46	0.44	0.37	0.44
市盈率 (倍)	69.9	73.3	86.1	73.6

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/非限售流通股 (亿股)	0.6/0.15
非限售流通股市值 (亿元)	4.83
每股净资产 (元)	5.22
资产负债率 (%)	22.03

股价表现 (上市以来)



天相交通运输组 李毅

010-66045558 liyi@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009年公司实现营业收入1.81亿元, 同比增长27.67%, 营业利润3059万元, 同比下降4.47%, 归属于母公司净利润2636万元, 同比增长27.30%。实现全面摊薄每股收益0.44元。分配预案为每10股派发现金1.5元 (含税)。
- 剔除非经常性损益后净利润下降2.12%。报告期内公司收到昆山市企业上市补贴和扶持资金450万元、淮安经济开发区企业扶持资金449万元, 二者约占公司利润总额的20%。如果剔除包括前述政府补助在内的非经常性损益, 则公司2009年实现归属母公司净利润2014万元 (下降2.12%), 差于我们在新股分析报告中预期的2388万元; 主要原因是公司收入比我们预期的高3.85%, 但毛利率比预期的低3.66个百分点。
- 毛利率下滑超出我们的预期。报告期公司主营业务毛利率为45.01%, 比我们预期的48.67%要低。近三年来, 公司毛利率呈下滑趋势, 而且从2009年的情况看, 仓储服务、代理报关报检业务的毛利率在下半年继续下滑 (如图表1所示)。我们认为其背后的原因可能是公司为开拓市场而在一定程度上降低了费率。
- 近三年主业毛利增速趋缓。2007年-2009年公司营业收入增速分别为42.57%、38.08%、27.82%, 由于毛利率下滑的原因, 主业毛利的增速分别仅为47.54%、25.59%、13.39% (如图表2所示), 呈趋缓态势。分业务来看, 2009年毛利占比较大的仓储服务出现负增长, 而代理送货和代理报关服务继续呈现快速增长。
- 延伸产业链和异地复制将是公司主要成长途径。公司专注于保税仓储服务, 主要客户为电子元件供应商及下游电子信息产品制造商。在大部分电子元器件依赖进口和电子元器件在整个电子信息产业中地位不断提高的背景下, 公司将通过延伸物流产业链和在异地复制经营模式的途径实现成长。公司目标在2012年之前长三角地区收入增速保持在每年10%-20%, 珠三角地区争取收入每年增长20%-30%, 以及在京津唐、福建等地占有一席之地。
- 首次给予“中性”评级。我们调整公司2010-2011年摊薄EPS分别至0.37元、0.44元, 对应动态PE分别为86倍、73倍。目前我们尚不能看到公司有足够高的成长性来维持目前估值水平, 因此首次给予公司“中性”评级。

图表 1：公司分业务收入情况

主营业务收入(万元)	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2009 年 H1	2009 年 H2
仓储及仓储增值服务收入	4,526	6,363	8,102	8,876	4,519	4,358
增长率		40.59%	27.34%	9.55%		
毛利率	63.69%	60.64%	52.37%	45.10%	50.85%	39.13%
代理送货服务收入	1,120	1,687	3,257	5,337	1,875	3,462
增长率		50.73%	93.02%	63.86%		
毛利率	7.84%	39.67%	29.34%	31.95%	20.80%	37.99%
代理报关服务收入	1,288	1,844	2,232	3,304	1,168	2,136
增长率		43.20%	21.04%	48.06%		
毛利率	54.43%	51.90%	70.88%	61.79%	66.56%	59.18%
代理报检服务收入	255	354	560	570	277	293
增长率		38.78%	58.13%	1.78%		
毛利率	80.08%	65.79%	71.25%	68.73%	71.16%	66.44%
收入合计	7,188	10,248	14,151	18,088	7,840	10,248
增长率		42.57%	38.08%	27.82%	22.89%	
毛利率	53.91%	55.79%	50.74%	45.01%	46.72%	43.71%

图表 2：公司分业务毛利情况

主营业务毛利(万元)	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2009 年 H1	2009 年 H2
仓储及仓储增值服务毛利	2,883	3,858	4,243	4,003	2,298	1,705
增长率		33.85%	9.97%	-5.66%		
占比	74.38%	67.48%	59.09%	49.17%	62.73%	38.07%
代理送货服务毛利	88	669	956	1,705	390	1,315
增长率		662.67%	42.76%	78.43%		
占比	2.26%	11.71%	13.31%	20.94%	10.65%	29.36%
代理报关服务毛利	701	957	1,582	2,042	778	1,264
增长率		36.54%	65.31%	29.07%		
占比	18.09%	16.74%	22.03%	25.08%	21.23%	28.23%
代理报检服务毛利	204	233	399	392	197	195
增长率		14.02%	71.25%	-1.81%		
占比	5.27%	4.08%	5.56%	4.81%	5.39%	4.34%
毛利合计	3,875	5,718	7,180	8,142	3,663	4,479
增长率		47.54%	25.59%	13.39%		

图表 3：公司地区收入情况

万元	2008 年				2009 年			
	营业收入	占比	毛利	占比	营业收入	占比	毛利	占比
江苏	13,710	96.9%	7,092	98.8%	14,547	80.4%	7,270	89.3%
上海	442	3.1%	88	1.2%	2,180	12.1%	570	7.0%
福建	0	0.0%	0	0.0%	511	2.8%	110	1.4%
香港	0	0.0%	0	0.0%	849	4.7%	192	2.4%
合计	14,151	100.0%	7,180	100.0%	18,088	100.0%	8,142	100.0%

来源：公司公告、天相投顾

图表 4：公司盈利预测表

单位：万元	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
一：营业收入	7,265	10,289	14,180	18,103	21,790	32,537
营业收入增长率 (%)	-	41.61%	37.82%	27.67%	20.37%	49.32%
毛利率 (%)	54.35%	55.95%	50.83%	45.06%	43.00%	41.00%
减：营业成本	3,317	4,533	6,973	9,946	12,420	19,197
营业税金及附加	301	429	585	715	872	1,301
资产减值损失	0	0	47	3	0	0
销售费用	233	282	160	265	240	270
管理费用	1,202	1,871	3,075	3,992	4,772	7,614
财务费用	31	63	130	129	120	211
期间费用率 (%)	20.16%	21.54%	23.73%	24.22%	23.55%	24.88%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	-8	5	0	0
二、营业利润	2,183	3,111	3,202	3,059	3,366	3,944
营业利润增长率 (%)	-	42.55%	2.92%	-4.47%	10.04%	17.17%
营业利润率 (%)	30.04%	30.24%	22.58%	16.90%	15.45%	12.12%
加：营业外收入	0	52	65	1,001	0	0
减：营业外支出	1	22	41	8	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	18	25	7	0	0
三、利润总额	2,181	3,141	3,226	4,052	3,366	3,944
利润总额增长率 (%)	-	44.00%	2.68%	25.63%	-16.93%	17.17%
减：所得税	353	575	893	936	741	868
实际所得税率 (%)	16.18%	18.29%	27.68%	23.10%	22.00%	22.00%
四、净利润	1,829	2,567	2,333	3,116	2,626	3,076
净利润增长率 (%)	-	40.37%	-9.12%	33.57%	-15.74%	17.17%
减：少数股东损益	142	542	262	480	382	452
五：归属母公司所有者净利润	1,686	2,025	2,070	2,636	2,244	2,624
母公司净利润增长 (%)	-	20.07%	2.27%	27.30%	-14.88%	16.97%
净利润率 (%)	23.21%	19.68%	14.60%	14.56%	10.30%	8.07%
摊薄每股收益 (元/股)	0.37	0.45	0.46	0.44	0.37	0.44
总股本 (万股)	4,500	4,500	4,500	6,000	6,000	6,000

来源：天相投顾

注：由于母公司被认定为技术先进型服务企业，其所得税 2009 年至 2013 年减按 15%征收。目前母公司利润总额占合并报表的 40%左右，所以预计公司未来三年的实际所得税率在 20%-23%之间。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100