

2011年3月27日

宁波联合（600051）

评级：买入

房地产行业研究组

010-88086830-720

qiusy@rxzq.com.cn

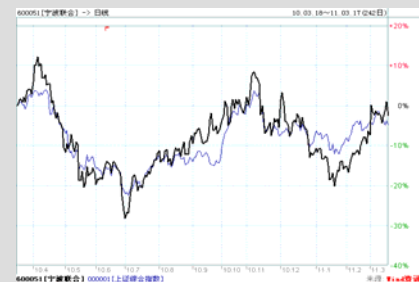
6-12个月目标价：15.63

最新股价：10.73

基本资料

总股本（百万）	302
流通股A股（百万）	302
总市值（亿）	32.48
每股净资产（元）	5.59
资产负债率%	65.74%

宁波联合股价与上证综指对比：



业绩拐点 “铋” 升价值

投资要点

- 公司土地储备133万平米，由于获得成本低，单项目盈利能力高，项目平均净利率水平达到33%，随着储备项目的逐步开发，公司未来盈利水平大幅提高。2011年上半年，天一家园六期与天合家园二期全部结算，预计可实现净利润3.86亿元。
- 热电业务技改完成，增强公司抵御高煤价风险，同时提升了热点的盈利能力，未来经济的稳步增长可带动区内热电用量的增加，未来通胀下行及煤价回落的影响下，公司热电业务有望超过2007年的高点。
- 公司在土耳其屈塔西亚省盖帝兹矿位于世界重要铋矿带上，矿区面积约15平方公里，目前勘探接近尾声，矿区品位较高，预计铋储量达到10万吨。目前铋锭价格102500元/吨，比2009年1月26750元/吨的价格增长了280%，铋矿的中长期价值值得期待。
- 预计公司2011年、2012年营业收入分别为47.3亿元与53.96亿元，可实现净利润4.17亿元与4.29亿元，EPS1.38元与1.42元，对应PE7.77倍与7.56倍，给予公司买入评级。

风险提示：

持续增强的房地产调控风险、煤炭价格大幅攀升、海外铋矿的开发风险

业绩估值表：

	2009	2010A	2011E	2012E
营业收入（百万元）	3142	3506	4733	5396
同比（%）	17.31%	11.60%	35.00%	14.00%
归属母公司净利润（百万元）	127	170	417	429
同比（%）	13.50%	34.37%	144.47%	3.09%
每股收益（元）	0.42	0.56	1.38	1.42
P/E	25.5	19.0	7.8	7.5

数据来源：公司年报，日信研究

目 录

投资概述.....	4
一、“国”转“民”元年.....	5
1、荣盛控股集团—民企巨头	5
2、重点控股参股公司	6
3、集团资产整合及产业协同效应	6
二、主营业务.....	7
1、房地产	7
2、园区热电供应	10
3、贸易	11
三、锑矿投资.....	11
1、土耳其参与锑矿投资开发.....	11
2、锑—产量减少，价值凸显	12
3、阻燃剂作为锑的主要消费终端需求旺盛.....	14
四、发展物流码头.....	15
五、金融资产.....	16
六、公司估值.....	16
1、房地产RNAV估值.....	16
2、综合估值.....	17
3、锑矿相对估值前瞻	17
七、业绩预测.....	18

图 表 目 录

图表 1: 股权转让示意图	5
图表 2: 荣盛控股集团集团公司	6
图表 3: 公司主营业务与利润构成	7
图表 4: 嵊泗岛区位图	9
图表 5: 热电业务	10
图表 6: 动力煤价格	11
图表 7: 国际贸易	11
图表 8 土耳其屈塔希亚省区位图	12
图表 9: 全球主要国家锑储量	13
图表 10: 全球、中国锑产量	13
图表 11 锑锭价格走势	13
图表 12 锑锭消费领域分布	14
图表 13 阻燃剂应用领域及市场容量	14
表格 1 房地产项目统计	8
表格 2 房地产项目结算统计	8
表格 3 主要国际阻燃剂使用比例	15
表格 4 三氧化二锑在阻燃剂中的需求量	15
表格 5 公司金融资产	16
表格 6 房地产RNAV估值	16
表格 7 公司综合估值	17
表格 8 辰州矿业资源储量与市值	17
表格 9 盖帝兹矿相对估值预测	18
表格 10: 2011、2012 年各项业务盈利预测	18
表格 11 盈利预测	19

投资概述

公司在完成“国”转“民”后，大股东与管理层度过了磨合阶段，并给予管理层全面支持，公司按原轨道稳步发展。现有房地产项目都具有土地成本低，利润高的特点，平均净利率达到33%，随着项目的开发结算，公司盈利能力大幅提高；热电项目技改后盈利能力获得提升，2010年在煤价上涨的情况下仍可实现2700万的净利润，我们认为2011年是公司盈利大幅提升的拐点，同时锑矿及码头的投资都会成为公司未来新的盈利增长点。

公司亮点

- 房地产高利润项目上半年集中结算，盈利大幅增加。天一家园六期与天合家园二期都已全部净销并在上半年集中结算，公司2011年盈利已全部锁定，两项目可实现净利润3.86亿元，贡献EPS约1.25元，全年净利润120%以上的增长已确定，2011年限购政策对公司销售项目影响有限。
- 热电公司2007年7月总投2.2亿元的“二炉二机”技改项目在2010年完成，运行效率的提高增加了热电项目的盈利能力，同时也增强了公司抵御煤价的不确定性。未来随着经济的回暖，区内企业用电、用热量的增加，以及煤价在通胀控制后逐步回落，两方面会同时推动热电公司盈利的增加，预计2011年热电业务可实现净利润3000万左右。
- 土耳其锑矿投资成为新亮点，公司在土耳其屈塔西亚省盖帝兹矿权矿点近15平方公里的勘探在2009年底展开，目前快接近尾声。该矿区位于世界重要的锑成矿带上，区域内锑矿品位较高，我们估计该矿锑储量达到10万吨，可增厚公司市值约21.8亿元，合计每股7.21元。
- 大股东承诺的房地产项目的资产注入短期难以实现，但与上市公司在物流码头的资产整合有望进行，大股东与上市公司直、间接同时持有宁波青峙化工码头股权，大股东未来在物流码头的资产整合将提高上市公司在物流方面的盈利水平。
- 公司持有其他上市公司股权的初始投资额合计0.32亿元，截至2011年3月账面价值合计为7.08亿元，可实现投资收益6.76亿元。金融资产投资收益的兑现可增加公司的盈利水平，同时资产变现后可补充公司现金的持有量，有利于公司未来新项目的拓展。

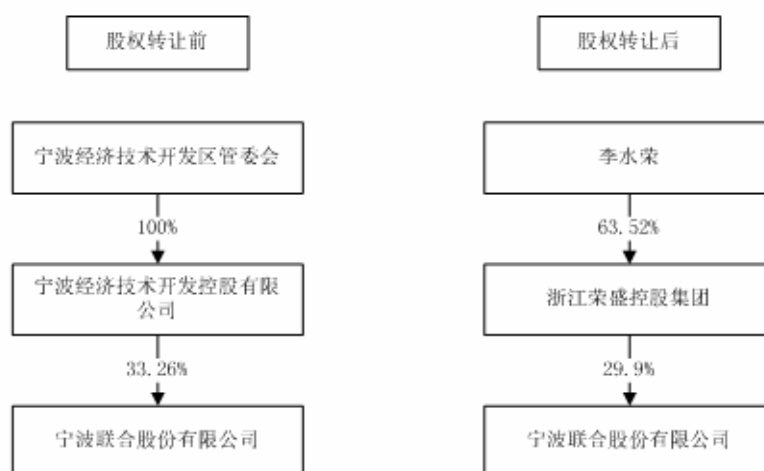
风险提示

持续增强的房地产调控风险、煤炭价格大幅攀升、海外锑矿的开发风险

一、“国”转“民”元年

2009年12月29日，公司原股东经济技术开发区控股有限公司与浙江荣盛控股集团有限公司签订《股份转让协议》，将持有宁波联合29.9%的股份（合计90,417,600股）转让给后者，转让金额合计7.71亿元（约8.57元/每股），2010年4月15日股权过户完成，公司完成由国企向民企的转化，目前公司实际控制人为李水荣。截至目前公司由国企转向民企近一年中，管理层度过了与大股东磨合阶段，并获得大股东的充分支持与信任，国转民后公司在大股东雄厚资产支持下步入新的发展阶段，控股公司的资产整合及产业协同将对公司的发展起到积极的作用。

图表 1：股权转让示意图



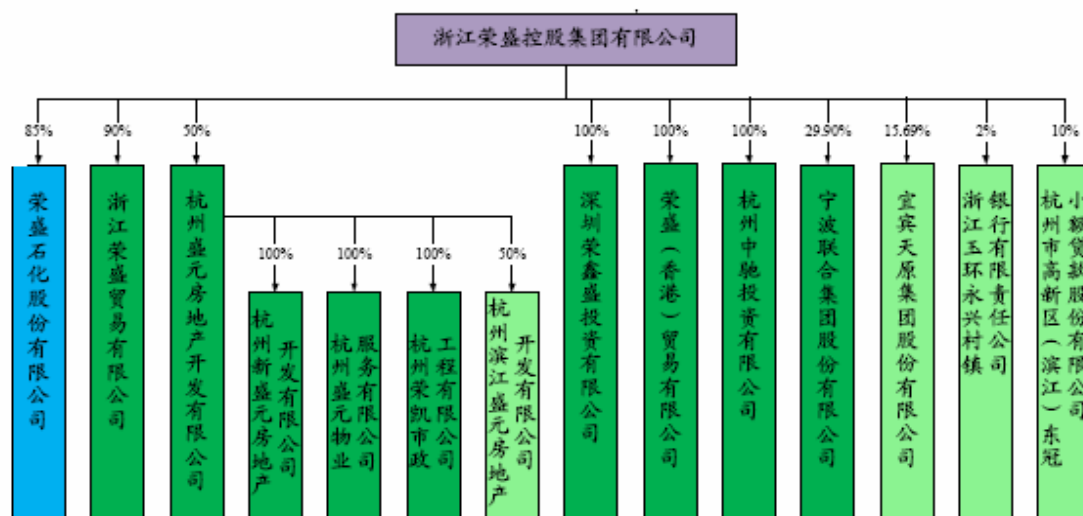
数据来源：日信证券

1、荣盛控股集团——民企巨头

浙江荣盛控股集团主要资产为房屋建筑物、土地使用权、长期股权投资及流动资产，资产总额168亿元，其各项具体业务主要通过控制或投资的企业完成，目前控股及参股的上市公司包括荣盛石化（002493）、天原集团（002386）与宁波联合（600051），主要非上市公司包括杭州盛元房地产开发有限公司、浙江荣盛贸易有限公司，合计资产总值约340亿元，涉及产业包括石化、化纤、化工、煤化工、房地产及贸易。

荣盛控股名列2009年中国企业五百强第320位、中国民营企业五百强第42位、中国制造业企业五百强第176位、浙江百强企业第21位、浙江省制造业百强企业第14位、杭州市百强企业第6位、2008-2009年度中国化纤行业竞争力排名前10位。

图表 2: 荣盛控股集团有限公司



数据来源：日信证券、公司公告

2、重点控股参股公司

- 荣盛石化（002493），2010年10月20日在深交所上市发行，主要从事聚酯纤维相关产品的生产和销售，主要产品为涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶预取向丝（POY）、涤纶加弹丝（DTY）三大系列、各种规格的涤纶长丝、PET 切片及PTA，是全国大型的涤纶长丝生产企业，发行后李水荣及其亲属合计持股比例为87.1%，2010年公司资产总计126亿元，营业收入158亿元，净利润15.37亿元。
- 天原集团（002386），荣盛控股作为第二大股东，持股比例15.69%，（第一大股东为宜宾国有资产管理经营有限公司，持股比例17.52%），公司主营氯碱化工、精细化工、煤化工，2010年三季度末，公司资产总计96亿元，预计全年营业收入47亿元，实现净利润1.6亿元。
- 宁波联合（600051），2010年通过股权转让获得公司29.9%股权，成为大股东，2010年三季度末资产总额48.6亿元，预计2010年净利润1.7亿元。
- 杭州盛元房地产开发有限公司，公司总资产32.7亿元，主要以房地产开发业务为主，开发过项目包括绅园及盛元慧谷项目，在开发项目有盛元蓝爵国际项目。
- 浙江荣盛贸易有限公司，成立于2002年10月24日，主营实业投资，销售：化工原料（除化学危险品及易制毒化学品）、服装、五金机械、电子产品、汽车（除小轿车）、建筑材料，总资产5.28亿元。

3、集团资产整合及产业协同效应

在集团资产整合方面，大股东在获得宁波联合大股东之日起，承诺在一年内将房地产业务全部注入上市公司，即杭州盛元房地产开发有限公司名下的房地项目与集团持有的开发项目，由于政府调控导致对上市房企资产注入短期内难以实现，可以预期未来在调控目标实现，上市房企再融资松动时，集团的资产整合可以期待。除了房地产业务以外，大股东在其他产业方面也存在着整合的空间，例如物流、贸易等。

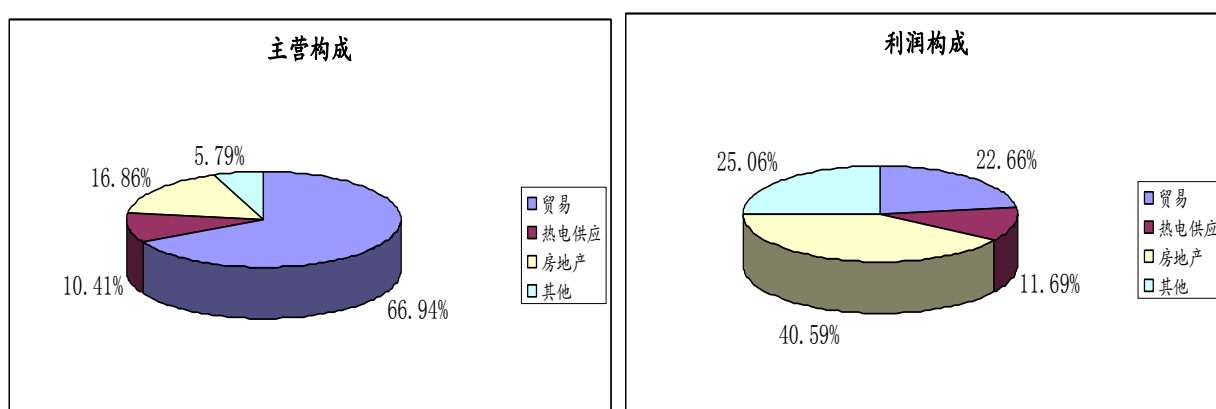
此外，集团产业投资扩张带动房地产项目的拓展，荣盛石化的主要生产地在杭州萧山、大连及宁

波，在现有地区内以及随着集团产业的扩大及投资区域的扩张，地方政府招商引资给与集团公司的有利条件，可以使宁波联合借助大股东的影响获取质地优良的房地产开发项目。

二、主营业务

公司主业由三部分组成，房地产、园区内热电供应、外贸分别占比16.86%、10.41%与66.94%，利润来源主要以房地产为主，从主业特点看，贸易以代理业务为主——收入高但利润低；园区内热电供应——保持稳定增长，煤炭价格对利润影响大；房地产开发——土地成本低，利润高。未来三年公司由于房地产的高利润项目逐渐步入结算期，盈利水平将大幅提高。

图表 3：公司主营业务与利润构成



数据来源：日信证券

1、房地产

公司现有项目8个，土地储备133万平米，可以保证公司未来4年的土地开发量，由于大部分项目获取时间较早维持了项目高利润率水平，项目平均净利率达到32%。在房地产业务稳步开发的基础上，伴随着项目的竣工结算，2011年起公司盈利水平将出现跳跃式增值，值得注意的是2010年5月，公司1.55亿元收购了主要房地产开发子公司“宁波联合建设开发有限公司”15%少数股东股权，将其变更为全资子公司，这将进一步提升上市公司对建设开发旗下所属合作或单独开发项目的利润分享。

从项目竣工进度看，天一家园六期已在2010年12月竣工验收，2010年实际交付比例约30%，因此2010年该项目70%与天合家园二期100%将全部结算收入，以上两个项目已在2010年全部净销，锁定了公司2011年房地产业务的全部收入，预计2011年房地产业务可贡献权益净利润约3.86亿元，贡献EPS约1.25元。2012年后，苍南县项目、梁祝文化园项目与嵊泗岛项目都将部分竣工，房地产业务对公司利润贡献水平将维持在3亿元以上净利润水平。

虽然大股东承诺一年内把地产项目资产注入上市公司，将公司打造成房地产开发的主要平台在政策限制下难以达成，但长期看，上市公司通过资本市场融资是对企业最大的吸引，如果没有这个功能，上市对企业来讲明显出现位置缺失现象，而当前暂停房企再融资也是对房地产调控的手段之一，中期看不具备持续性，因此在房价达到调控目标后预计上市房企的再融资功能将恢复，

大股东持有的萧山湖项目等优质资产注入仍可预期。

宁波地区的限购政策出台后，对当地房地产市场影响较大，实际影响从1月26日新政出台后，市场的成交已经有所反映，2月份宁波商品住宅成交40.59万平米，环比减少67.7%，同比减少46%，市场观望情况比较严重，但公司2011年可结算项目已在2010年净销，2011年销售项目主要是苍南县一期12万平米，当地还没有出台限购，因此目前限购对公司影响有限，如果限购时间达到2年，会对公司梁祝文化园项目产生影响。

表格 1 房地产项目统计

项目名称	权益比例	产品类型	可售建面	楼面地价	销售均价	竣工时间
天合家园二期	100%	商品房	27,693	1,250	10,000	2011 年
		办公用房	46,955	1,250	7,000	2011 年
天一家园六期	100%	商品房	44,791	900	18,000	2010 年
苍南县新区	51%	一期	130,000	650	9,000	2012 年
		二期	140,000	650	9,000	2013 年
梁祝文化园项目	80%	商品房	106,189	2,520	24,200	2013 年
		文化产业园	112,099	2,520	10,000	2013 年
		公园	110,282	不可售		
嵊泗岛	80%	商住、公寓别墅	251,748	645	16,500	
浦山南地块	100%	商住	93,338	536	9,000	
戚家山别墅	100%	别墅	23,976	1,251	20,000	
广东河源地块	41%	住宅	243,000	1,284	6,000	

数据来源：日信证券

表格 2 房地产项目结算统计

项目名称	2011 年			2012 年		
	结算比例	结算收入	权益净利润	结算比例	结算收入	权益净利润
天合家园二期	100%	276,930,400	90,348,543			
	100%	328,683,950	51,943,803			
天一家园六期	70%	564,372,018	244,561,208			
苍南县新区一期				90%	1,053,000,000	201,945,656.25
苍南县新区二期					-	-
梁祝文化园项目商品房					-	-
梁祝文化园项目文化产业园				5%	56,049,500	7,332,588
嵊泗岛				10%	415,384,200	134,690,415
浦山南地块						
戚家山别墅						
广东河源地块						
合计		1,169,986,368	386,853,554		1,524,433,700	343,968,659

数据来源：日信证券

● 嵊泗岛项目

嵊泗列岛位于长江和钱塘江入海口交汇处的东海之中,是目前我国唯一的国家级列岛风景名胜区。2009年接待客159.32万人次,已经具备大规模开发条件。嵊泗岛距离上海市区2小时路程,与上海浦东新区隔海相望,公司所规划的开发景区面积为3.36平方公里,其中陆地面积1.82平方公里。公司拥有嵊泗列岛重要核心景区南长涂沙滩及临近海域40年旅游经营权,预计总投资额在11亿元,建成后可为公司带来稳定的现金流。目前公司已取得540亩土地使用权,将开发成为旅游、商业、别墅及公寓的综合体,南长涂沙滩的纯天然自然景观可以支持项目定位于高端度假型别墅。

2011年3月1日,国务院正式批复《浙江海洋经济发展示范区规划》,浙江海洋经济发展示范区建设上升为国家战略,根据《规划》,浙江将充分挖掘浙江丰富的“海洋生产力”,并把海洋经济作为经济转型升级的突破口,到2015年,浙江的海洋生产总值将突破7200亿元。嵊泗岛位置正处于规划区域范围内,新规划的获批,将加快该岛未来发展的速度,并大幅提升岛屿的旅游业及岛上土地价值。根据公司2010年中报披露,公司在嵊泗远东长滩旅游度假区的酒店主辅楼、别墅、会议和餐饮中心等项目建设已全面展开。

图表 4: 嵊泗岛区位图



数据来源: 日信证券

2、园区热电供应

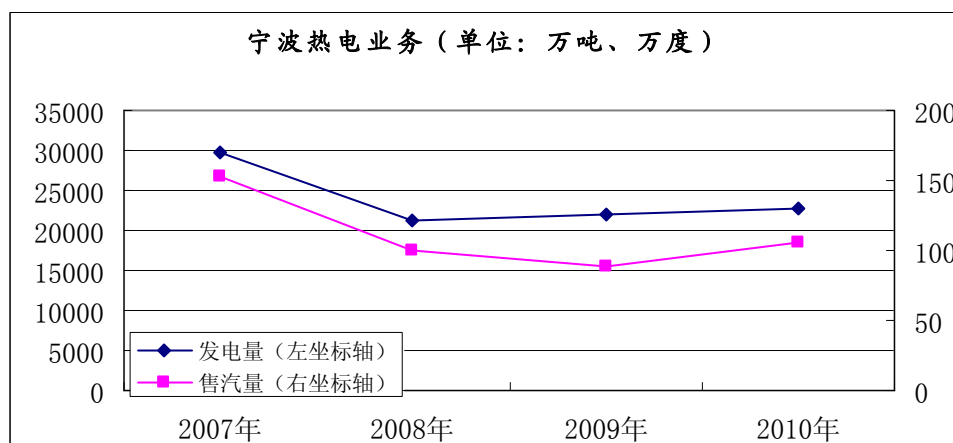
2007年7月公司控股子公司宁波经济技术开发区热电有限责任公司总投2.2亿元的“二炉二机”技改实施，新建2台1.2万千瓦背压供热机组与2台130t/h高温高压循环流化床锅炉。2009年底通过了工程验收，技改后公司的供电、供热能力提高，2010年起热电公司的供热供电业务将受益技改对后运行效率的提升。

热电供应业务的盈利将主要取决于园区内企业热电使用量的增加及煤炭价格的走势，2010年热电公司发电量与售气量分别同比增长了2.72%与18.24%，园区内企业基本度过了金融危机的影响，预计未来每年热电收入可以保持15%左右的增长。煤炭采购成本占热电生产总成本的80%，因此煤炭价格的走势是影响热电业务盈利水平的关键，经过敏感性测试，在电汽价格不变的情况下，煤炭价格每增长10%，公司营业利润将下降40%。

2010年以来我国动力煤价格维持在较高水平，虽然2010年底国家发改委再度发出限价令，但在通胀压力下预计2011年煤价仍会高位停留，这对公司电汽供应业务盈利水平造成影响，考虑到技改的完成与煤价水平，估计该项业务未来每年可实现净利润2500万-3500万元，公司2007年热电业务实现3974万元，未来在通胀下行煤价回落的影响下，以及经济回暖区内企业热、电用量的增加，热电业务一定会超越2007年水平。

此外公司2009年8月收购宁波光耀热电有限公司4%股权后合计持有光耀热电公司52%的股权，光耀热电地处杭州湾南岸的余姚市黄家埠工业功能区，负责该工业区的热电供应，2007年净利润1218万元，金融危机造成园区内热、汽使用量大幅下降，2009年净利润-109万元，2010年由于区域内用热需求增长不足造成亏损2495万，但年内抓住时机提高了供气价格，预计2011年可以保持收支平横，宁波光耀未来对公司热电整体盈利影响趋弱。

图表 5：热电业务



数据来源：日信证券

图表 6：动力煤价格

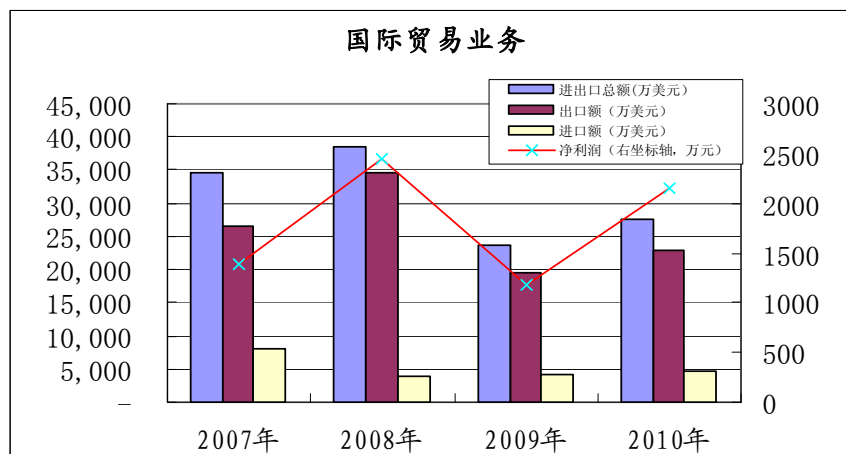


数据来源：日信证券

3、贸易

公司进出口贸易主要以代理企业进出口并收取代理费用为主，该项业务营业额较大但利润率偏低，近三年平均毛利率为4%，此外，由于该项业务的收入特点也显现了其盈利状况同贸易总量的高度正相关性。2010年公司进出口贸易总额保持稳定，在外贸基本稳定的基础上，预计未来该项业务每年可实现净利润约1500万元-2000万元。

图表 7：国际贸易



数据来源：日信证券

三、锑矿投资

1、土耳其参与锑矿投资开发

2010年8月20日，公司董事会通过了《关于进出口公司拟在土耳其投资设立公司从事锑矿业务的议案》。同意子公司宁波联合集团进出口股份有限公司（宁波联合持有91%股权）与土耳其埃达姆巴巴环球矿业有限公司按55:45 的比例在土耳其成立合资公司，从事锑矿投资等相关业务，同意宁波联合集团进出口股份有限公司在该业务上的总投入不超过450 万美元，宁波联合最终拥有50.05%权益。

根据华东地质勘查局公告，上市公司在土耳其的锑矿勘探委托华东地质勘探局在2009年底展开，主要对屈塔希亚省盖帝兹矿权矿点近15平方公里的勘探，盖帝兹矿权矿权位于世界重要的锑成矿带上，该区域锑矿品位较高，而国内虽然储量高但矿的品位偏低属于贫矿。从进展看，勘探工作已经完成15平方公里的地质填图、12平方公里地质物化探综合剖面、近20个塘口、坑道的编录素描，目前勘探项目已进入后期结束阶段。（见华东地质勘探局网站信息）

屈塔希亚省（土耳其语：Kütahya il）是位于土耳其中部的一个省，首府屈塔希亚，该省地形以高原和山脉为主，也是土耳其重要的矿产基地，例如土耳其的硼矿储备局全球第二，与美国合计储量占全球储量的90%，而屈塔希亚省就是土耳其的主要矿区其硼矿储量占全国的25%。

图表 8 土耳其屈塔希亚省区位图



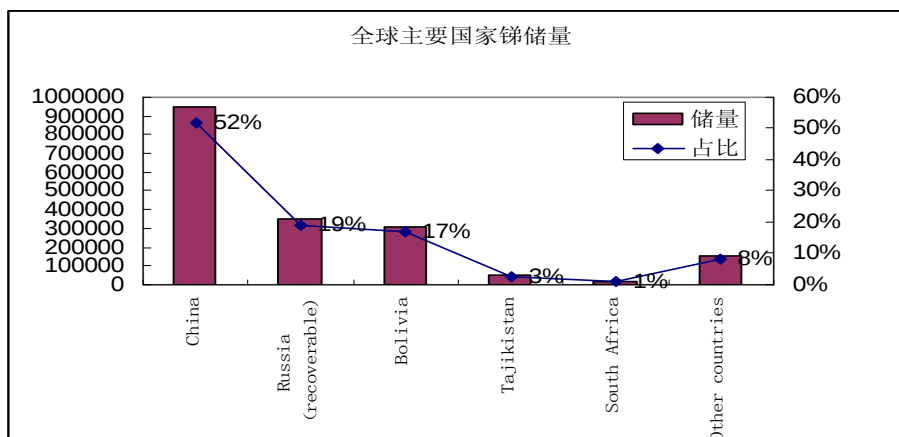
数据来源：日信证券

2、锑—产量减少，价值凸显

锑主要蕴藏在自然界内含锑的矿物中，锑矿物多达120种，选矿产品为锑精矿，锑精矿送至冶炼厂冶炼提取金属锑、生锑（三硫化锑）和三氧化二锑。根据美国地质勘探局数据，估计全球锑总储量约390万吨，保有储量180万吨（中国、俄罗斯、玻利维亚占前三位分别占比52%、19%、17%）。从产量看2010年全球锑产量约135000吨，中国产量120000吨，占比88%，但国内锑矿多为贫矿与共生矿，均为地下开采，需经过选矿富集与分离，世界其他国家有些只生产锑矿石或锑精矿，大的冶炼厂主要设在美国、日本及俄罗斯。

由于全球锑储量较低，并主要集中在中国，在国内环保治理对中小矿山的整治，中国产量的下降也推动了锑价的直接走高，2009年、2010年中国锑产量分别下降了22.2%与14.3%，造成全球产量下降了21.3%、12.9%，同时锑价格从2009年初的26750元/吨上涨到102500元/吨（2011年3月价格），两年上涨了280%。虽然2010年的产量已经连续两年下降，比2008年高峰期19.7万吨下降了31.5%，但以2010年产量来看，全球锑矿保有储量也仅可以开发13.3年，因此在有限储量限制下，限量开采对锑锭的价格中长期起到支撑作用。

图表 9: 全球主要国家锑储量



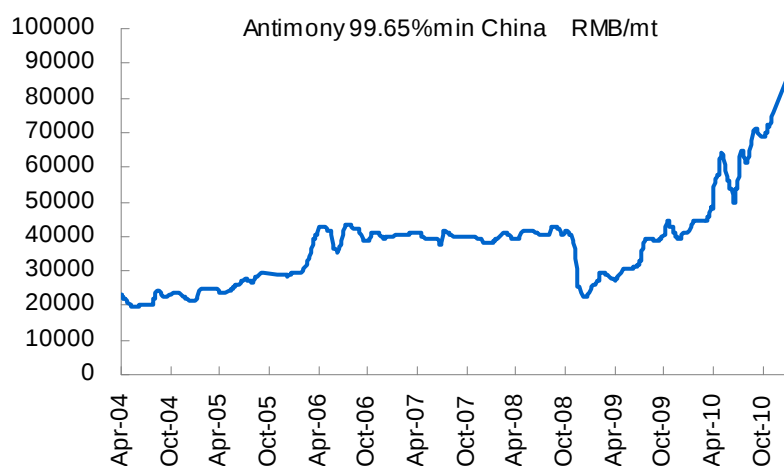
数据来源: 日信证券、USGS

图表 10: 全球、中国锑产量

锑产量							
	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
中国产量 (吨)	125000	152000	153000	163000	180000	140000	120000
全球产量 (吨)	142000	172000	174000	180000	197000	155000	135000
中国产量占比	88.0%	88.4%	87.9%	90.6%	91.4%	90.3%	88.9%
中国产量增速		21.6%	0.7%	6.5%	10.4%	-22.2%	-14.3%
全球产量增速		21.1%	1.2%	3.4%	9.4%	-21.3%	-12.9%

数据来源: 日信证券、USGS

图表 11 锑锭价格走势

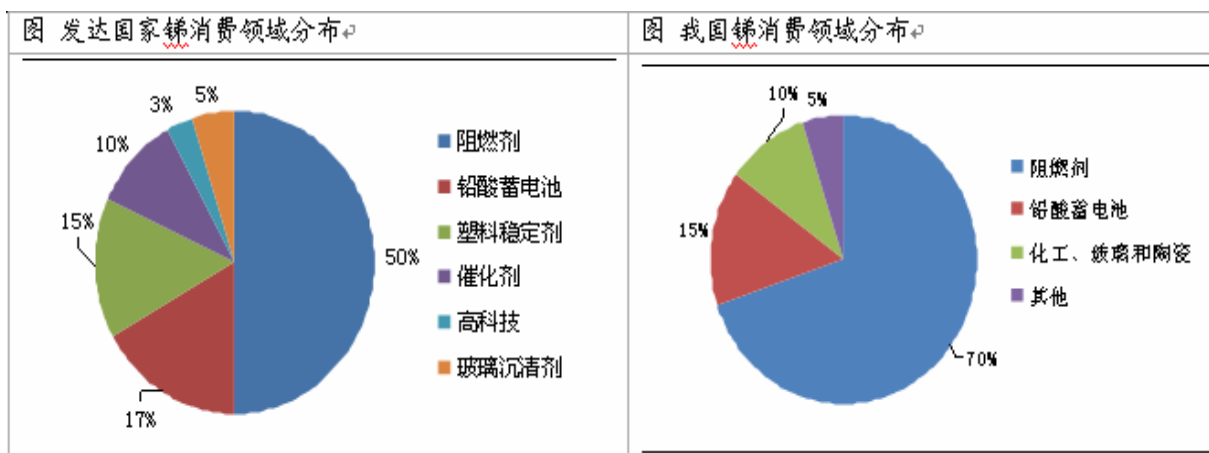


数据来源: 日信证券

3、阻燃剂作为锑的主要消费终端需求旺盛

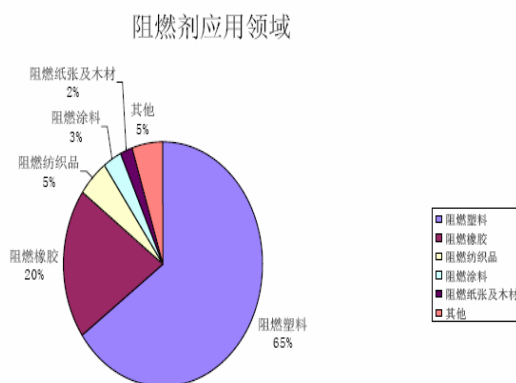
锑的特性是热和电的不良导体及稳定，因此从消费终端看，主要用于阻燃剂，国内、外消费分别占比70%、50%，另外两大消费领域是铅酸蓄电池与化工塑料稳定剂。根据美国市场咨询机构Freedonia的研究，全球阻燃剂需求年均增速约4.8%，2010年达到230万吨，市场价值达50亿美元，由于60年代欧美发达国家防火安全意识的提高，强制立法推行阻燃剂的使用，因此美国、欧美和日本成为当前世界三大阻燃剂市场，三个市场可以占到全球阻燃剂消费总量的六成以上，从阻燃剂的应用领域看阻燃塑料占到65%，其次是阻燃橡胶占20%。

图表 12 锑锭消费领域分布

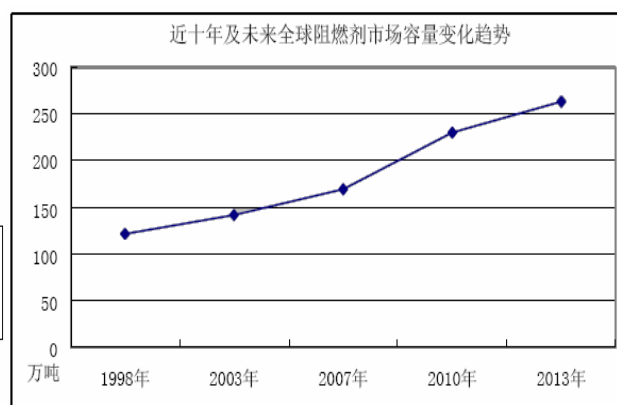


数据来源：日信证券

图表 13 阻燃剂应用领域及市场容量



数据来源：日信证券



阻燃剂从上世纪60年代开始在发达国家推行，主要分为有机与无机，传统有机阻燃剂由于阻燃效果好，被得到广泛使用，从应用方面可以分为有机卤系、有机磷系与无机，但有机阻燃剂在阻燃中会产生致癌物质和有害烟雾，对环境产生污染，无机阻燃剂没有卤系的环保问题，但其阻燃效率低，与聚合物的相容性差，因此绝大部分无机阻燃剂是添加型阻燃剂，需要大量填充才起到阻燃作用。

锑化合物阻燃剂有氧化锑、硫化锑、卤化锑、锑酸钠、锑酸钾等，其中使用最广泛者为三氧化二锑。但是，Sb₂O₃单独使用没有阻燃效果，这是因为它本身不含阻燃元素，通常作为辅助剂，与其它阻燃剂并用，产生协同效果，在实际应用中主要与含溴或含氯化合物的卤素阻燃剂并用，可产生很显著的协同作用，并大量减少含卤素的用量。

从应用领域划分的有机卤、有机磷与无机阻燃剂，阻燃剂未来的发展会向无卤或低卤方向发展，但这个替代过程是长期过程，相对锑较少的保有储量而言可以忽略其影响，同时三大类阻燃剂经过长期发展，各自的应用范围已非常广泛，在某些领域可以相互替代，但因三大类阻燃剂特性存在明显差别，在长期的使用中已形成各自的优势领域，并不能替代。

有机卤系阻燃剂在亚太地区占比最高达到68%，发达国家占比较低，但从三种阻燃剂的总体比重看除了日本无机阻燃剂占比最高外，有机阻燃剂的使用在美国与欧洲都是最高的。以2010年各地区阻燃剂的需求看，全球有机阻燃剂消费量约112.7万吨，占比49%，三氧化二锑的添加比例9%计算（根据调查国内企业使用量达到15%），全球阻燃剂对三氧化二锑的需要量为10.14吨。氧原子量为16，锑原子量为121.76，三氧化二锑中锑含量占比为83.53%，阻燃剂中锑金属的实际使用量为8.47吨，以阻燃剂占锑使用份额60%计算，全球对锑的需求量达到14.12吨，2010年的产量只有13.5吨，锑市场处于明显的供小于求状况，在中国产量短期不提高的情况下，供需状况难以改变。

表格 3 主要国际阻燃剂使用比例

国家或地区	有机卤系	有机磷系	无机系	其他
美国	43%	26%	24%	7%
欧洲	32%	25%	33%	10%
日本	32%	20%	40%	8%
亚太地区	68%	7%	25%	0

数据来源：日信证券

表格 4 三氧化二锑在阻燃剂中的需求量

国家或地区	阻燃剂需求量（吨）	有机卤系（吨）	三氧化二锑含量
美国	74	31.82	2.8638
欧洲	52	16.64	1.4976
日本	18	5.76	0.5184
亚太地区	86	58.48	5.2632
合计	230	112.7	10.143

数据来源：日信证券

四、发展物流码头

宁波联合当前持有宁波青峙化工码头有限公司25%的股权，该码头位于浙江宁波经济技术开发区，地处国内沿海深水良港北仑港，码头的吞吐量约300万吨，预计2010年营业额7000万元，净利润4000万元。码头的另外两位股东分别为香港港发投资有限公司（40%）、宁波港集团有限公司（35%）。该化工码头主要服务于宁波开发区化工产品的出口，宁波联合实际控制人李水荣在香港港发投资有限公司中持股，未来该码头的股权整合可以预期，这有利于提高公司在物流码头方面的盈利能力。

五、金融资产—投资参股稀土永磁

公司持有其他上市公司股权的初始投资额合计0.32亿元，截至2011年3月账面价值合计为7.08亿元，可实现投资收益6.76亿元，公司董事会已获得对该部分资产处置的授权，该部分资产的出售有利于公司对盈利水平的调节。其中公司持有中科三环1537万股，占公司股权3.03%，位列第五大股东，中科三环是中国最大、全球第二大的钕铁硼永磁体制造商，新能源和节能环保领域需求成为钕铁硼永磁需求的最大动力，公司投资参股中科三环，间接投资稀土永磁材料领域。

表格 5 公司金融资产

金融资产				
证券名称	初始投资额	占该公司股权比例	账面值	投资收益
宁波热电	20,807,500	10.66%	219,920,064	199,112,564
中科三环	5,483,000	3.03%	430,494,037	425,011,037
工大首创	5,445,705	2.82%	57,375,224	51,929,519
合计	31,736,205		707,789,325	676,053,120

数据来源：日信证券

六、公司估值

1、房地产RNAV估值

表格 6 房地产 RNAV 估值

	项目名称	权益比例	可售面积	重估净资产值(万元)
1	天一家园六期	100%	31,354	28,135
2	天合家园二期住宅	100%	27,693	11,403
3	天合家园二期办公	100%	46,955	13,991
4	苍南县新区一期	51%	130,000	29,417
5	苍南县新区二期	51%	140,000	32,055
6	梁祝文化园商品房	80%	106,189	109,555
7	梁祝文化园文化产业园	80%	112,099	35,024
8	嵊泗岛	80%	251,748	88,312
9	浦山南地块	100%	93,338	31,212
10	威家山别墅	100%	23,976	24,275
11	广东河源地块	41%	243,000	31,627
	小计			435,006

数据来源：日信证券

2、综合估值

对公司各项业务及资产重估后，公司NAV价值为60.3亿元，每股NAV19.95元，其中房地产占比72.1%，考虑到房地产开发在政策宏观调控下，开发类房企的RNAV普遍折让30%左右，因此在当前市场情况下我们对公司房地产业务折价70%进行重新估值，公司每股NAV为15.63元。

表格 7 公司综合估值

分类	权益 NAV 估值（万元）	分类占比	房地产 NAV 折价 70%估值（万元）
房地产业务	435,006	72.1%	304,504.48
热电业务	66,873	11.1%	66,873
外贸业务	12,720	2.1%	12,720
金融资产	70,779	11.7%	70,779
现金及未付土地款	7,805	1.3%	7,805
投资性房产	10,114	1.7%	10,114
合计	603,298	100.0%	472,796
总股本	30,240		30,240
每股 NAV	19.95		15.63

数据来源：日信证券

3、锑矿相对估值前瞻

公司在土耳其投资的锑矿处于勘探末期，考虑到锑矿的潜在价值及对公司未来估值的影响我们对该项资产进行估值测算以期得到前瞻性的预判。全球锑的保有储量仅180万吨，我们前面已经对锑金属及其下游做了分析，未来中国如果锑的产量保持现有产量或继续减产，未来锑的价格将会维持在较高水平。

中国是全球锑的主要生产国，国内主要企业是中国锡矿山闪星锑业公司与辰州矿业，我们主要以上市的辰州矿业作为参考。辰州矿业拥有保有资源金属量：金37,824 千克、锑172,087吨、钨44,716 吨，公司市值190亿元，其中172,087吨锑的市值为74.17亿元。

表格 8 辰州矿业资源储量与市值

辰州矿业资源储量与市值					
	保有资源储量	单价（元）	储量价值（亿元）	金属价值占储量价值比重	资本市场价值(亿元)
金（千克）	37,824	302,000	114	25.3%	48.03
锑（吨）	172,087	102,500	176	39.1%	74.17
钨（吨）	44,716	360,000	161	35.6%	67.69
合计	254,627		452	100%	190

数据来源：日信证券

对于土耳其锑矿的锑储量，我们以辰州矿业最好的锑矿安化县渣滓溪锑矿作为基础，该矿区采矿及探矿面积合计17.05平方公里，锑储量15万吨，矿品位6%。由于土耳其屈塔西亚省盖帝兹矿权矿点位于世界重要的锑成矿带上，该区域锑矿品位较高，矿区面积13平方公里，我们以矿品位测算该矿的储量及对应市值。如果以5.3%的品味估算，盖帝兹矿13平方公里的锑储量约10万吨，与辰州矿业锑矿市值对比，宁波联合持有盖帝兹矿50.05%权益市值为21.8亿元，合计每股7.21元。

表格 9 盖帝兹矿相对估值预测

盖帝兹矿（13 平方公里）				
品位假设	锑矿储量（吨）	市值(亿元)	50.05%权益市值	增厚每股市值
4.70%	89,603	38.62	19.33	6.39
5.00%	95,322	41.08	20.56	6.80
5.30%	101,041	43.55	21.80	7.21
5.50%	104,854	45.19	22.62	7.48
5.70%	108,667	46.84	23.44	7.75
6.00%	114,386	49.30	24.68	8.16

数据来源：日信证券

综上，公司现有资产每股NAV价值为19.95元，对房地产业务RNAV70%折价后，公司每股NAV为15.63元，如果我们考虑到潜在土耳其锑矿对公司带来的潜在价值增厚，以5.3%的品味估算，公司每股NAV达到22.84元。

七、业绩预测

公司2011年房地产业务已完全锁定，贸易相对稳定，唯一不确定的是热点业务，考虑到2010年高煤价下公司热电业务还保持着较好的盈利状况，预计主要受益于技改的完成，所以我们对该项业务并不悲观，仍给予10%的增长。2012年考虑到公司战略中要对金融资产的处置，因此我们假设金融资产受益的少部分兑现，约5000万元（金融资产全部兑现可实现净利润5亿元）。综上预计公司2011年、2012年EPS分别为1.38元与1.42元，对应PE7.77倍与7.56倍，给予买入评级。

表格 10：2011、2012 年各项业务盈利预测

2011 年、2012 年净利润预测		
权益净利润总额（亿）	2011 年净利润额(百万)	2012 年净利润额（百万）
房地产业务	386.85	343.97
热电业务	29.70	34.16
贸易	0.15	0.15
金融资产	-	50.00
净利润合计	416.55	428.27
总股本	302.40	302.40
EPS	1.38	1.42

数据来源：日信证券

表格 11 盈利预测

	2009 A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入(元)	3,141,713,724	3,506,207,501	4,733,380,126	5,396,053,344
二、营业总成本(元)	2,967,733,459	3,399,360,569	4,229,673,858	4,855,528,842
营业成本(元)	2,705,552,538	3,120,524,676	3,881,371,703	4,478,724,275
营业税金及附加(元)	45,695,330	59,605,528	71,000,702	80,940,800
销售费用(元)	78,953,290	95,193,534	118,334,503	134,901,334
管理费用(元)	97,142,468	105,186,225	142,001,404	145,693,440
财务费用(元)	20,714,952	18,850,607	16,965,546	15,268,991
资产减值损失(元)	19,674,880	-	-	1
三、其他经营收益(元)				
公允价值变动净收益(元)				
投资净收益(元)	66,662,402	73,328,643	80,661,507	50,000,000
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(元)	56,040,807			
四、营业利润(元)	240,642,667	180,175,575	584,367,775	590,524,502
加：营业外收入(元)	22,444,296	13,752,070	16,502,484	-
减：营业外支出(元)	9,582,837	-	-	-
其中：非流动资产处置净损失(元)	1,009,692	-	-	-
五、利润总额(元)	253,504,126	193,927,645	600,870,259	590,524,502
减：所得税(元)	67,707,218	21,332,041	150,217,565	124,010,145
六、净利润(元)	185,796,908	172,595,604	450,652,694	466,514,357
减：少数股东损益(元)	58,990,427	2,205,258	34,102,694	37,106,357
归属于母公司所有者的净利润(元)	126,806,481	170,390,346.42	416,550,000	429,408,000
七、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	0.42	0.56	1.38	1.42

数据来源：日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 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。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释