

2011-05-19

交通运输仓储—陆运海运仓储

宁波海运 600798.SH

公司业务水陆并进,首次给予“增持评级”

- ◇ 调研地点: 宁波
- ◇ 拜访对象: 宁波海运副总经理兼董事会秘书黄敏辉

◆公司将受益于《浙江海洋经济发展示范区规划》

宁波-舟山港是《浙江海洋经济发展示范区规划》的核心区,将构建与大宗商品交易平台相关的港航物流服务体系。作为浙江省骨干水运企业及宁波地方最大海运企业,我们认为公司长期将受益于干散货物运量增长和品种增多。

◆COA 合同保障货源、船队结构优化,预计 2011 年水运周转量增长 11.0%:

根据浙江省电力发展规划,到 2020 年将在现有基础上新增 1,000 万千瓦火力发电机组,年电煤需求有望突破 10,000 万吨。公司通过与大客户签订 COA 合同保障货源,目前电煤运量约占全省 15%,我们认为未来有很大增长空间。公司致力于船队结构优化,预计 2011 年-2012 年将新增运力 27 万载重吨、约占目前船队运力的三分之一,同时将退出部分老旧船舶。我们预计公司 2011 年水运周转量增长约 11.0%,COA 合同中燃油附加费条款将抵消部分燃油成本上升,预计平均运价水平较 2010 年略有增长。

◆路网效应促进车流量快速增长,预计 2011 年通行费收入增长 25%以上:

2011 年 1 季度,公司经营的宁波绕城高速公路西段通行费收入同比增长 24.8%,主要是因为路网日益完善、精确拆分收费系统建设以及开展计重收费政策,我们预计公司全年通行费收入将增长 25.0%以上。随着 2011 年年底宁波绕城高速公路东段贯通,我们认为公司路产的网络效益将扩大、通行费收入有望进一步增长。

◆2011 年 7 月 8 日转债进入可转换期,预计短期内对业绩无摊薄影响:

2011 年 7 月 8 日,公司发行的 7.2 亿元转债进入可转换期,如果按转股价 4.54 元/股计算,全部转股将使公司总股本增加约 1.59 亿股、约占现有总股本 18.2%。目前转债溢价率约为 14%,由于套利空间为负,且至转债到期日 2016 年 1 月 7 日仍有较长时间,我们预计短期内转债持有人将继续持有债券而不急于转股,因此对业绩无摊薄影响。

◆首次给予“增持”评级:

不考虑债转股摊薄,我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.13、0.19 和 0.28 元。鉴于公司具备良好成长性,水运业务和路产业务收入有望稳步增长,我们首次给予公司“增持”评级,12 个月目标价为 5.60 元。

风险提示:经济下行、运输需求下降、运价水平低于预期、燃油价格过高等。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	896	1,229	1,402	1,739	2,065
营业收入增长率	-38.96%	37.19%	14.16%	24.02%	18.74%
净利润(百万元)	30	55	117	167	241
净利润增长率	-90.22%	85.91%	111.27%	42.91%	44.45%
EPS(元)	0.03	0.06	0.13	0.19	0.28
ROE	1.58%	2.88%	5.83%	7.81%	10.36%
P/E	145	78	37	26	18
P/B	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	21	17	14	12	10

首次

增持

当前价格	4.93 元
目标价格	5.60 元
目标期限	12 个月

交通运输行业研究小组

丁贤达

(执业证书编号: S0930510120005)

021-22169173

dingxd@ebsecn.com

糜怀清

(执业证书编号: S0930511010004)

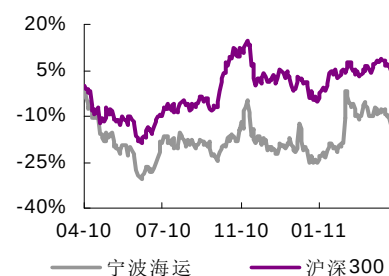
021-22169312

mihq@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	871
总市值(百万元)	4,295
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	5.59/3.82
近 3 月日均成交量(百万股)	14.42
主要股东	宁波海运集团有限公司

股价表现(12 个月)



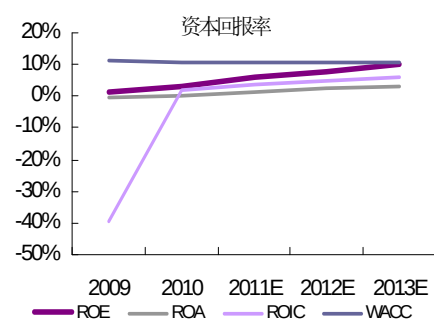
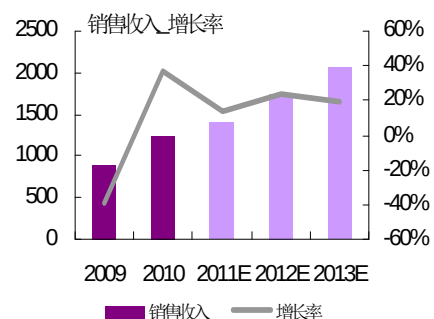
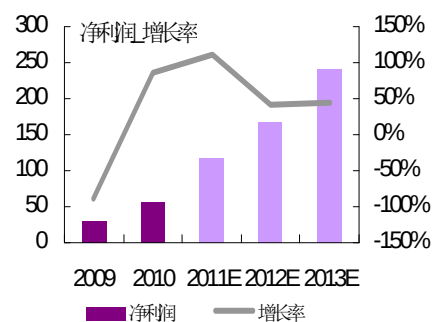
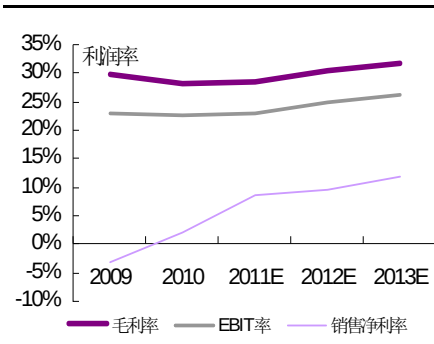
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.56	13.49	-6.82
绝对收益	-2.76	10.65	6.16

相关报告:

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	896	1,229	1,402	1,739	2,065
营业成本	629	881	1,003	1,213	1,413
折旧和摊销	177	236	319	336	341
营业税费	27	35	35	43	52
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	33	36	42	52	62
财务费用	214	217	223	212	214
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-15	6	7	8
营业利润	-8	44	105	227	333
利润总额	3	58	170	241	348
少数股东损益	-59	-29	2	2	3
归属母公司净利润	29.70	55.22	116.67	166.73	240.86

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	6,820	6,927	7,366	7,427	7,715
流动资产	648	356	417	613	1,041
货币资金	573	233	280	445	844
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	29	65	70	87	103
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	5	6	8	10	12
存货	40	45	50	61	71
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	61	46	46	47	48
固定资产	1,746	1,972	2,516	2,635	2,723
无形资产	4,261	4,172	3,964	3,766	3,577
总负债	4,352	4,452	4,808	4,736	4,831
无息负债	1,369	867	950	1,050	1,145
有息负债	2,983	3,585	3,858	3,686	3,686
股东权益	2,467	2,474	2,558	2,691	2,884
股本	871	871	871	871	871
公积金	689	697	709	725	749
未分配利润	324	354	424	539	705
少数股东权益	583	554	556	558	560

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	197	432	727	778	855
净利润	30	55	117	167	241
折旧摊销	177	236	319	336	341
净营运资金增加	62	739	-35	-1	0
其他	-72	-599	326	277	274
投资活动产生现金流	-328	-468	-695	-194	-193
净资本支出	329	471	700	200	200
长期投资变化	61	46	-1	-1	-1
其他资产变化	-718	-985	-1,394	-393	-392
融资活动现金流	-41	-304	15	-419	-264
股本变化	290	0	0	0	0
债务净变化	133	602	273	-172	0
无息负债变化	-34	-502	83	100	95
净现金流	-172	-340	47	165	398

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-38.96%	37.19%	14.16%	24.02%	18.74%
净利润增长率	-90.22%	85.91%	111.27%	42.91%	44.45%
EBITDA 增长率	-41.77%	33.40%	25.04%	19.68%	14.71%
EBIT 增长率	-60.20%	33.62%	16.52%	33.92%	25.00%
估值指标					
PE	145	78	37	26	18
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	21	17	14	12	10
EV/EBIT	39	32	29	21	16
EV/NOPLAT	-4	73	41	30	23
EV/Sales	9	7	7	5	4
EV/IC	2	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	29.81%	28.28%	28.45%	30.29%	31.59%
EBITDA 率	42.90%	41.71%	45.69%	44.09%	42.59%
EBIT 率	23.08%	22.48%	22.95%	24.78%	26.09%
税前净利润率	0.35%	4.70%	12.09%	13.86%	16.84%
税后净利润率 (归属母公司)	3.32%	4.49%	8.32%	9.59%	11.66%
ROA	-0.43%	0.37%	1.61%	2.27%	3.16%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.58%	2.88%	5.83%	7.81%	10.36%
经营性 ROIC	-39.31%	2.04%	3.54%	4.84%	6.19%
偿债能力					
流动比率	0.51	0.29	0.49	0.81	1.22
速动比率	47.66%	25.08%	42.99%	72.58%	113.35%
归属母公司权益/有息债务	0.63	0.54	0.52	0.58	0.63
有形资产/有息债务	0.86	0.77	0.88	0.99	1.12
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.03	0.06	0.13	0.19	0.28
每股红利	0.02	0.04	0.04	0.06	0.08
每股经营现金流	0.23	0.50	0.83	0.89	0.98
每股自由现金流(FCFF)	-2.50	-0.98	-0.14	0.50	0.60
每股净资产	2.16	2.20	2.30	2.45	2.67
每股销售收入	1.03	1.41	1.61	2.00	2.37

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

丁贤达，硕士，2008 年加入光大证券研究所任钢铁行业助理分析师，目前从事交通运输行业研究。

糜怀清，硕士，从业 3 年，现主要负责公路铁路行业研究。

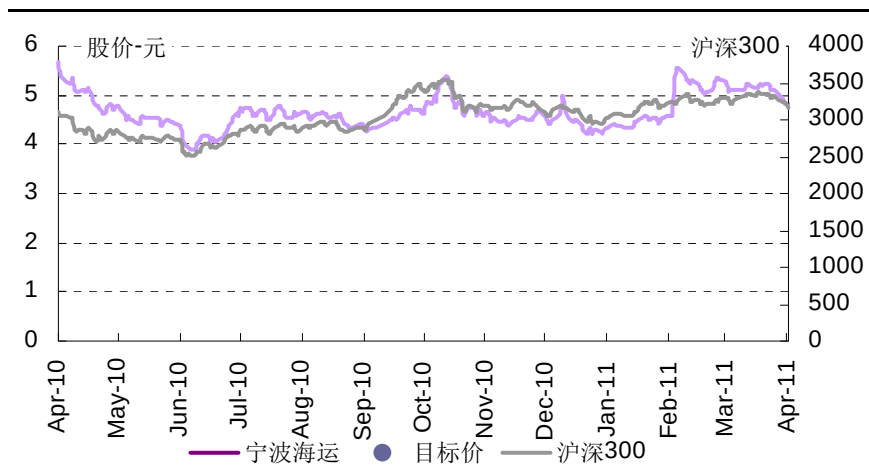
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

宁波海运（600798）

分析师：丁贤达



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。