

分析师: 崔娟

执业证书编号: S0050510120010

Tel: 010-59355903

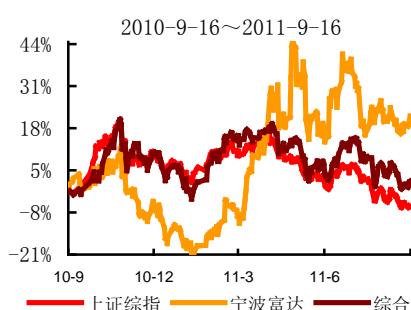
Email: cuij@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)**综合****投资评级**

本次评级:	增持
跟踪评级:	未评级
目标价格:	9.98

市场数据

市价(元)	8.51
上市的流通 A 股(亿股)	4.44
总股本(亿股)	14.45
52 周股价最高最低(元)	5.41-10.36
上证指数/深证成指	2479.06/10848.02
2010 年股息率	0.89%

52 周相对市场表现**相关研究****宁波富达(600724.SH)****住宅、商业双轮驱动****投资要点**

● 1、重组确定地产核心业务。2009 年, 公司大股东宁波城投以非公开发行股票和资产置换相结合的方式对公司进行资产重组。公司从以小家电生产为主的传统企业, 成功转型为以商业房产经营、房地产开发为主业、水泥建材及新型家电集约化生产的规模上市公司。大股东在宁波城市建设与区域开发具有的绝对优势, 有利于上市公司未来的资源获取。

● 2、海洋经济规划助推区域经济提速。舟山群岛新区是继上海浦东新区、天津滨海新区和重庆两江新区后, 国务院决定设立的又一个国家级新区, 也是国务院批准的中国首个以海洋经济为主题的国家战略层面新区。海洋经济发展一方面有利于拉动周边基础设施建设投资, 加快临海区域开发速度, 为房地产开发提供先行条件。另一方面海洋经济的发展将促进区域经济快速发展, 从而提升房地产市场的总体需求。

● 3、住宅项目储备充裕, 业绩锁定性高。公司目前储备项目合计建筑面积 218 万平米。目前公司已开盘项目剩余可售面积为 55 万平米, 预计 2012 年余姚望湖路北项目、城东新区望梅路项目、宁波吉林镇薛家项目、鄞奉路启动区地块项目有望开盘, 可售量 73 万平米, 项目储备充裕。截至 2011 年上半年末, 公司预售房产收款 39.03 亿元, 占 2010 年房地产业务收入的 346.63%, 占 2011 年房地产业务预测收入的 180.7%, 业绩锁定性较高。

● 4、商业地产前景乐观。天一广场近年来的出租率均在 90% 以上, 2010 年实现租赁收入 2.72 亿元, 预计未来三年租赁收入将保持稳健增长, 保守估计年均增速在 13% 左右。优质的商业地产项目一方面为公司带来稳定的现金收入, 另一方面其可租可售的物业形态为公司业绩提供了坚实保障。

● 5、给予“增持”评级。预计 2011 年至 2013 年公司每股收益分别为 0.42 元、0.73 元和 1.05 元。公司住宅地产 2011 年每股收益为 0.34 元, 给予其住宅地产板块 2011 年平均 PE11 倍; 公司商业地产 2011 年每股收益为 0.39 元, 给予其商业地产板块 2011 年平均 PE16 倍, 对应目标价格为 9.98 元, 给予“增持”评级。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3130.43	4414	7004	9187
增长率(%)	108.33	41.00	58.68	31.17
归属于母公司的净利润(百万元)	339.02	606	1050	1519
增长率(%)	47.86	78.75	73.25	44.72
毛利率(%)	38.07	43.82	41.05	43.32
净资产收益率(%)	12.44	18.19	23.96	25.75
EPS(元)	0.23	0.42	0.73	1.05
P/E(倍)	36.28	20.30	11.71	8.09

正文目录

一、城投背景，资源丰富	3
(一) 重组确定地产核心业务	3
(二) 城投背景有助于资源拓展	3
二、区域经济优势明显	3
(一) 海洋经济规划助推区域经济提速	3
(二) 轨道交通建设有利于房地产市场发展	4
三、住宅、商业双轮驱动	4
(一) 住宅项目储备充裕，业绩锁定性高	4
(二) 商业地产前景乐观	5
四、盈利预测及投资评级	5

图表目录

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图	3
图 2：天一广场平面分布图	5
图 3：天一广场业态分布图	5
表 1：公司住宅项目一览	4
表 2：公司住宅项目收入预测	6
表 3：公司主营业务收入预测	6
附录：财务预测表	7

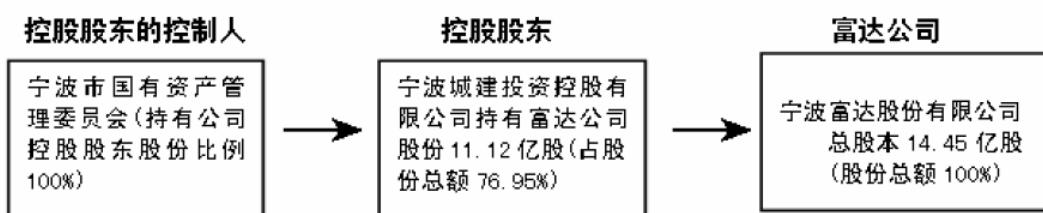
一、城投背景，资源丰富

(一) 重组确定地产核心业务

2009 年，公司大股东宁波城投以非公开发行股票和资产置换相结合的方式对公司进行资产重组。宁波城投以其拥有的商业地产和住宅开发地产业务[宁波城市广场开发经营有限公司 100% 股权、宁波房地产股份有限公司 74.87% 股权、宁波慈通置业有限公司（现已更名为宁波城投置业有限公司）100% 股权]的资产与公司拥有的自来水业务的资产（宁波市自来水净水有限公司 90% 股权）和垃圾处理业务领域的投资（宁波枫林绿色能源开发有限公司 25% 股权）进行置换，差额部分以公司向宁波城投以每股 7.58 元价格发行 10.01 亿股股票支付。宁波城投对公司的持股比例由重组前的 25.09% 上升至 76.95%。

重组实施后，“宁波富达”的注册资本由 4.45 亿元扩大到 14.45 亿元，公司账面净资产由原来 7.76 亿元扩大到 23.60 亿元。重组使大股东的优质地产项目青林湾、天一广场、慈城新区湖东项目等注入公司，使公司从以小家电生产为主的传统企业，成功转型为以商业房产经营、房地产开发为主业、水泥建材及新型家电集约化生产的规模上市公司。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司公告，民族证券

(二) 城投背景有助于资源拓展

2011 年 3 月公司受让大股东下属宁波象山维拉置业 100% 股权，获得象山地区土地 16.8 万平米。此举兑现了当初进行资产重组时避免同业竞争的承诺，也反映了大股东欲将公司打造为其旗下唯一的房地产业务平台的意愿。重组完成后，宁波城投的房地产业务基本都注入上市公司。大股东在宁波城市建设和发展区域开发具有的绝对优势，有利于上市公司未来的资源获取。

二、区域经济优势明显

(一) 海洋经济规划助推区域经济提速

国务院 3 月份正式批复《浙江海洋经济发展示范区规划》。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。同时，浙江将打造“一核两翼三圈九区多岛”为空间布局的海洋经济大平台，宁波—舟山港海域、海岛及其依托城市是核心区。《规划》提出“探索设立舟山群岛新区”。2011 年 7 月 7 日，舟山群岛新区正式获批。

舟山群岛新区是继上海浦东新区、天津滨海新区和重庆两江新区后，国务院决定设立的又一个国家级新区，也是国务院批准的中国首个以海洋经济为主题的国家战略层面新区。舟山群岛新区范围为舟山市现有行政区域范围，包括舟山 1390 个岛屿，陆域面积 1440 平方公里、内海海域面积 2.08 万平方公里。在功能上，舟山群岛新区被定位为：浙江海洋经济发展的先

导区、海洋综合开发试验区、长江三角洲地区经济发展的重要增长极。

海洋经济发展一方面有利于拉动周边基础设施建设投资，加快临海区域开发速度，为房地产开发提供先行条件。另一方面海洋经济的发展将促进区域经济快速发展，从而提升房地产市场的总体需求。

(二) 轨道交通建设有利于房地产市场发展

宁波市轨道交通网络规划以主城区为核心，以跨三江(姚江、甬江、奉化江)、连三片(三江片、镇海片、北仑片)、沿三轴(商业轴、水轴、公建轴)为指导思想构成骨架，由 6 条线组成放射式线网，辐射范围覆盖全宁波市区和余慈地区以及奉化组团，规划线网全长 247.5km(主城区内全长 177.4km)。其中 1、2、3 号线为轨道交通主干线，4、5、6 号线为辅助线，共设置 19 座换乘线。目前在建 1 号线和 2 号线。1 号线为东西向的基本骨干线，通过高桥地区、望春桥地区、汽车西站、大卿桥、西门口居住区，天一广场三江口商业中心，东部新城中心区、北仑中心区等大型客流集散点。2 号线为西南—东北方向的基本骨干线。线路沿奉化江、甬江城市发展水轴布置，贯穿三江片，经镇海直至北仑，连接了栎社机场段塘客运中心站、火车南站、三江片商业中心、汽车北站、火车北站、汽车市场宁波大学、镇海中心区、小港及北仑中心区等大型客流集散点。1 号线一期预计将于 2014 年试运营，两条线路将于 2015 年正式运营。

轨道交通的完善使沿线地区到达市中心的时间明显缩短，有利于促进沿线地区房地产需求的增长，促进销量和售价的提升。

三、住宅、商业双轮驱动

(一) 住宅项目储备充裕，业绩锁定性高

住宅项目储备充裕。公司目前储备项目合计建筑面积 218 万平米，主要在售项目分别是青林湾二期、维拉小镇和临海赛格特花园。青林湾二期总建面 43.23 万平米，已销售 23.82 万平米，实现销售额 41.3 亿元；维拉小镇总建面 32.27 万平米，已销售 9.65 万平米，实现销售额 12.15 亿元。目前公司已开盘项目剩余可售面积为 55 万平米，预计 2012 年余姚望湖路北项目、城东新区望梅路项目、宁波吉林镇薛家项目、鄞奉路启动区地块项目有望开盘，可售量 73 万平米，项目储备充裕。

业绩锁定性较高。截至 2011 年上半年末，公司预售房产收款 39.03 亿元，其中青林湾二期预收款 23.22 亿元，维拉小镇一期 12.15 亿元，临海赛格特花园 2.3 亿元。公司上半年预售房产收款占 2010 年房地产业务收入的 346.63%，占 2011 年房地产业务预测收入的 180.7%，业绩锁定性较高。

表 1：公司住宅项目一览

城市	项目	权益	建筑面积(万平米)	已销售面积(万平米)
宁波	青林湾二期	75%	43.32	23.82
临海	临海赛格特花园	60%	16.66	3.75
宁波	维拉小镇一二三期	100%	32.37	9.65
余姚	望湖路北项目	60%	12.65	0
余姚	城东新区望梅路项目	60%	5.3	0

宁波	吉林镇薛家项目	60%	17.18	0
宁波	鄞奉路启动区地块项目	100%	37.79	0
宁波	气象路1#地块项目	100%	11.95	0
宁波	东部新城B-9#商务楼	100%	3.00	0
宁波	莲桥街项目	100%	7.79	0
宁海	桃源路项目	100%	14.92	0
宁波	象山维拉项目	100%	15.20	0
合计		-	218.13	37.02

资料来源：民族证券

(二) 商业地产前景乐观

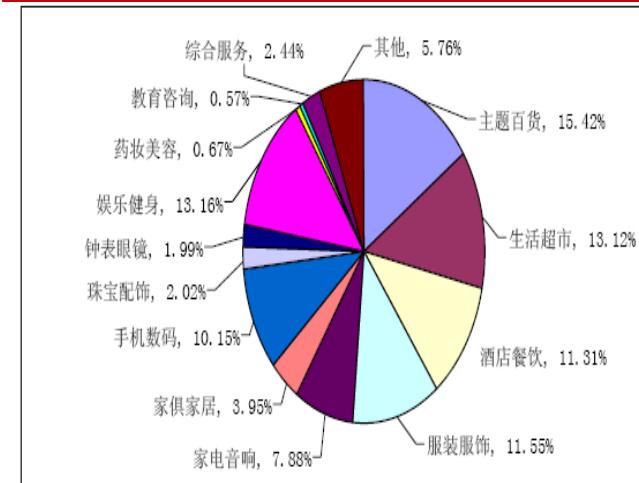
公司主要的商业地产为宁波天一广场。天一广场位于宁波市传统商业中心——三江口商业中心区，东起日新街、西至开明街、北沿中山路、南临药行街，总建筑面积20多万平方米，由22栋风格各异的低层建筑组成。天一广场定位于中国首个超大型主题式购物休闲广场，集旅游、购物、休闲、娱乐、运动、美食于一体，目标是将其打造成全国一流的购物中心。天一广场近年来的出租率均在90%以上，2010年实现租赁收入2.72亿元，预计未来三年租赁收入将保持稳健增长，保守估计年均增速在13%左右。优质的商业地产项目一方面为公司带来稳定的现金收入，另一方面其可租可售的物业形态为公司业绩提供了坚实保障。

图2：天一广场平面分布图



资料来源：公司资料，民族证券

图3：天一广场业态分布图



资料来源：公司资料，民族证券

四、盈利预测及投资评级

预计2011年至2013年公司每股收益分别为0.42元、0.73元和1.05元。公司住宅地产2011年每股收益为0.34元，给予其住宅地产板块2011年平均PE11倍；公司商业地产2011年每股收益为0.39元，给予其商业地产板块2011年平均PE16倍，对应目标价格为9.98元，给予“增持”评级。

表 2：公司住宅项目收入预测

城市	项目	权益	建筑面积	结算面积(万平米)			结算收入(万元)		
				2011	2012	2013	2011	2012	2013
宁波	青林湾二期	75%	43.32	8	10	10	120000	180000	180000
临海	临海赛格特花园	60%	16.66	4	7.66	5	60000	30000	57450
宁波	维拉小镇一二三期	100%	32.37	8	10	6	36000	120000	72000
余姚	望湖路北项目	60%	12.65			2			16000
余姚	城东新区望梅路项目	60%	5.3		2	2		24000	24000
宁波	古林镇薛家项目	60%	17.18		4	4		80000	80000
宁波	鄞奉路启动区地块项目	100%	37.79			3			75000
宁波	气象路1#地块项目	100%	11.95			4			88000
宁波	东部新城B-9#商务楼	100%	3.00			3			33000
宁波	莲桥街项目	100%	7.79						
宁海	桃源路项目	100%	14.92						
象山	象山维拉项目	100%	15.20						
合计	-	-	218.13	20	33.66	39	216000	434000	625450

资料来源：公司资料，民族证券

表 3：公司主营业务收入预测（单位：百万元）

分产品	2009	2010	2011E	2012E	2013E
房产	134	1126	2160	4340	6255
水泥	601	1092	1500	1800	1980
商品销售收入	147	307	378	435	479
租赁收入	231	272	310	357	398
物业管理费收入	32	42	45	55	61
广告收入	10	9	8	9	9
其他收入	2	4	13	8	6
合计	1157	2853	4414	7004	9187

资料来源：公司资料，民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15,075	15,175	17,229	21,407
货币资金	2,509	3,389	6,171	8,978
应收帐款	230	441	700	919
预付帐款	866	795	1,261	1,654
其他应收款	171	309	490	643
存货	11,300	10,241	8,607	9,213
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	3,587	4,292	5,392	6,320
长期股权投资	143	143	143	143
非营业投资	2,273	2,273	2,273	2,273
固定资产及其他	1,134	1,766	2,802	3,675
递延所得税资产	37	110	175	230
资产总计	18,663	19,466	22,622	27,727
流动负债	11,172	10,794	13,742	15,601
应付账款	369	496	826	1,042
预收款项	3,287	5,297	7,704	10,106
其他应付款	4,169	4,711	4,954	4,166
短期借款	2,765	0	0	0
一年内到期非流动负债	243	290	258	288
交易性金融负债	0	0	0	0
其他流动负债	338	0	0	0
非流动负债	4,014	4,500	3,500	5,000
长期借款	4,010	4,500	3,500	5,000
其他非流动负债	3	0	0	0
预计负债	0	0	0	0
递延所得税负债	1	0	0	0
负债合计	15,187	15,294	17,242	20,601
归属母公司所有者权益	2,726	3,332	4,382	5,901
少数股东权益	750	841	998	1,225
负债和股东权益	18,663	19,466	22,622	27,727

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3130	4414	7004	9187
营业成本	1938	2480	4129	5208
营业税金及附加	291	406	490	643
营业费用	131	234	280	367
管理费用	190	287	420	551
财务费用	89	79	76	89
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	31	0	0	0
营业利润	521	929	1609	2329
营业外收支	67	0	0	0
利润总额	588	929	1609	2329
所得税	167	232	402	582
净利润	421	697	1207	1747
少数股东损益	82	91	157	227
归属母公司净利润	339	606	1050	1519
EBITDA	609	1007	1685	2418
EPS(元)	0.23	0.42	0.73	1.05

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入增长率	108.33%	41.00%	58.68%	31.17%
营业利润增长率	45.34%	78.35%	73.25%	44.72%
归属母公司净利润增长率	47.86%	78.75%	73.25%	44.72%
投资资本增长率	60.70%	-15.39%	1.25%	35.95%
净资产增长率	14.20%	22.23%	31.51%	34.68%
获利能力				
毛利率	38.08%	43.82%	41.05%	43.32%
净利率	13.46%	15.78%	17.23%	19.01%
ROE	12.44%	18.19%	23.96%	25.75%
ROIC	2.83%	8.20%	13.74%	14.58%

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	(2,031)	3,823	4,925	2,240
净利润	339	606	1,050	1,519
财务费用	89	79	76	89
投资损失	(31)	0	0	0
营运资金变动	(2,476)	3,122	3,707	459
其它	49	16	92	172
投资活动现金流	(758)	(631)	(1,036)	(873)
资本支出	(81)	(631)	(1,036)	(873)
其他	(677)	0	0	0
筹资活动现金流	3,477	(2,311)	(1,107)	1,441
借款收到现金	3,223	(2,232)	(1,032)	1,530
新发股份	0	(0)	0	0
分红	0	0	0	0
少数股东融资	343	0	0	0
财务费用	(89)	(79)	(76)	(89)
现金净增加额	689	881	2,781	2,807

偿债能力				
资产负债率	81.37%	78.56%	76.22%	74.30%
净负债比率	201.90%	114.79%	69.86%	74.20%
流动比率	1.35	1.41	1.25	1.37
速动比率	0.34	0.46	0.63	0.78
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.23	0.33	0.36
应收帐款周转率	17.46	13.16	12.27	11.35
应付帐款周转率	6.46	5.73	6.25	5.58
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.42	0.73	1.05
每股经营现金	-1.41	2.65	3.41	1.55
每股净资产	1.89	2.31	3.03	4.08
估值比率				
P/E	36.28	20.30	11.71	8.09
P/B	4.51	3.69	2.81	2.08
PEG	0.76	0.26	0.16	0.18
EV/EBITDA	32.93	17.80	10.12	7.78

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

崔娟：先后毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，2005年7月加盟民族证券研发中心，现任金融地产研究小组组长。对宏观经济理解深刻，能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn