



江苏地区下滑，西南网点开始盈利

中性 维持

目标价格：暂无

投资要点：

新宁物流 H1 营收 18,053.53 万元，同比增长 19.3%，实现归属净利润 733 万元，对应 EPS 0.08 元，同比增长 28.6%，扣非后业绩同比 2.6%，符合我们预期。

报告摘要：

- **仓储相关业务整体保持增长，毛利率基本稳定，但昆山地区下滑，西南地区开始盈利。**公司 H1 仓储及仓储业务营收 1.95 亿，同比增长 37.4%，实现毛利润 3,565.79 万，同比增长 29.4%，毛利率维持在 37.4%，其中江苏核心地区受整个 IT 制造业大环境影响出现下滑，H1 江苏地区毛利润下滑 24%，毛利率下滑 12 个百分点，主要增量来自西南地区的四川、贵州和重庆，三地毛利润同比均大幅增长，并且都开始实现净利，弥补了江苏地区的下滑。
- **代理类业务受环境影响出现下滑，代理送货下滑明显。**公司代理类业务受宏观经济下滑，物流需求下降的大环境影响亦出现下滑，H1 代理业务合计贡献毛利 2291 万元，同比下滑约 29%，毛利率下滑 11 个百分点至 27%，其中代理送货业务下滑超 50%，经济持续下滑冲击影响明显。
- **非经常性损益仍为增长主要贡献力量。**公司 H1 非经常性损益贡献净利约 330 万，其中政府补助约 550 万，比去年同期高出约一倍，为公司上半年业绩增长主要贡献力量。我们预计下半年主业仍然可能同比持平或略有增长，非经常性损益将影响今年全年业绩。
- **预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.14 和 0.15 元，目前股价对应摊薄后 122x13PE/109x14PE，估值为行业最高水平。**我们认为宏观经济当前虽有筑底迹象，但缺乏明显回升动力，公司主营业务不确定性仍大，毛利率难以维持稳定，继续维持公司“中性”评级。

交运研究组

分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：18916019988

Email: quyongzhong@hysec.com

研究助理：

冯超

电话：18017006251

Email: fengchao1@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	288.3	325.91	402.66	491.09	572.25
增长率 (%)	17.11	13.05	23.6	22.0	16.5
归母净利润(百万)	9.05	9.35	12.3	13.9	17.4
增长率 (%)	-46.57	3.22	31.5	13.0	25.5
每股收益	0.1	0.1	0.137	0.154	0.194
市盈率	85.6	99.0	122.6	108.6	86.5



图 1：三张表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	246	288	326	403	491	572	货币资金	216	206	205	250	220	300
增长率	17.1%	13.0%	23.5%	22.0%	16.5%		应收款项	66	72	87	96	117	136
主营业务成本	-152	-181	-203	-255	-311	-359	存货	0	1	1	1	1	1
% 销售收入	61.7%	62.7%	62.2%	63.3%	63.3%	62.7%	其他流动资产	26	2	25	27	27	20
毛利	94	108	123	148	180	214	流动资产	309	281	318	374	365	457
% 销售收入	38.3%	37.3%	37.8%	36.7%	36.7%	37.3%	% 总资产	75.2%	65.4%	66.7%	69.0%	71.3%	79.6%
营业税金及附加	-9	-11	-10	-12	-14	-14	长期投资	1	1	9	10	9	9
% 销售收入	3.8%	3.9%	3.0%	3.0%	2.8%	2.5%	固定资产	71	117	118	137	121	94
营业费用	-5	-6	-14	-17	-21	-23	% 总资产	17.3%	27.3%	24.8%	25.3%	23.7%	16.4%
% 销售收入	2.1%	2.0%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	无形资产	30	31	31	19	15	12
管理费用	-61	-78	-80	-101	-123	-143	非流动资产	102	149	159	168	147	117
% 销售收入	25.0%	26.9%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%	% 总资产	24.8%	34.6%	33.3%	31.0%	28.7%	20.4%
息税前利润 (EBIT)	18	13	19	18	23	33	资产总计	410	429	476	542	512	574
% 销售收入	7.4%	4.5%	5.9%	4.4%	4.7%	5.7%	短期借款	29	30	69	105	46	77
财务费用	0	-1	-2	-4	-4	-3	应付款项	24	41	37	51	62	71
% 销售收入	0.0%	0.5%	0.5%	1.1%	0.7%	0.6%	其他流动负债	12	15	18	21	26	30
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0	流动负债	65	85	123	177	134	179
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	3	2	1	其他长期负债	0	0	1	0	0	0
% 税前利润	0.3%	0.5%	n.a	14.1%	8.4%	3.3%	负债	65	85	124	177	134	179
营业利润	18	11	16	16	22	30	普通股股东权益	320	325	333	343	354	369
营业利润率	7.2%	3.8%	5.0%	4.1%	4.4%	5.3%	少数股东权益	25	19	20	22	24	27
营业外收支	9	3	4	5	2	0	负债股东权益合计	410	429	476	542	512	574
税前利润	26	14	20	21	24	30							
利润率	10.7%	4.7%	6.3%	5.3%	4.8%	5.3%							
所得税	-9	-4	-10	-7	-8	-10							
所得税率	33.1%	32.3%	47.8%	33.0%	33.0%	33.0%							
净利润	18	9	11	14	16	20							
少数股东损益	1	0	1	2	2	3							
归属于母公司的净	17	9	9	12	14	17							
净利润率	6.9%	3.1%	2.9%	3.1%	2.8%	3.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	18	9	11	14	16	20	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.188	0.101	0.104	0.137	0.154	0.194
非现金支出	15	21	23	27	30	0	每股净资产	3.557	3.606	3.697	3.814	3.938	4.102
非经营收益	2	4	5	-2	2	0	每股经营现金流	0.100	0.348	0.363	0.503	0.471	0.623
营运资金变动	-26	-2	-6	6	-5	1	每股股利	0.150	0.050	0.000	0.020	0.030	0.030
经营活动现金净流	9	31	33	45	42	56	回报率						
资本开支	-54	-37	-50	-30	-7	0	净资产收益率	5.29%	2.79%	2.81%	3.58%	3.92%	4.72%
投资	-5	0	-12	-1	0	0	总资产收益率	4.13%	2.11%	1.96%	2.27%	2.71%	3.03%
其他	0	0	0	3	2	1	投入资本收益率	3.27%	2.35%	2.39%	2.53%	3.68%	4.66%
投资活动现金净流	-58	-37	-62	-28	-5	1	增长						
股权募资	4	1	4	0	0	0	主营业务收入增长率	35.98%	17.11%	13.05%	23.55%	21.96%	16.53%
债权募资	3	1	39	35	-60	32	EBIT增长率	-42.57%	-29.08%	48.93%	-8.22%	31.22%	41.33%
其他	-14	-13	-7	-7	-8	-9	净利润增长率	-35.70%	-46.57%	3.22%	31.53%	12.96%	25.51%
筹资活动现金净流	-8	-10	36	28	-67	23	总资产增长率	2.15%	4.60%	10.99%	13.79%	-5.59%	12.24%
现金净流量	-57	-16	6	45	-30	80							
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	75.3	79.9	80.4	75.0	75.0	75.0
							存货周转天数	0.9	0.8	1.2	1.0	1.0	1.0
							应付账款周转天数	50.9	60.3	61.8	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	103.1	148.1	132.0	123.1	89.0	59.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-54.22%	-51.15%	-38.52%	-39.64%	-46.12%	-56.27%
							EBIT利息保障倍数	275.1	8.8	11.0	4.0	6.5	9.7
							资产负债率	15.91%	19.89%	26.05%	32.70%	26.14%	31.11%

资料来源：宏源证券

**作者简介：**

瞿永忠：北京交通大学硕士，10年交运从业经验，3年交运行业研究经验，宏源证券交运行业组长，资深分析师。2011年新财富团队第四，2012年金牛奖团队第五。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路基建等行业。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
公	QFII	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。