

审慎推荐-A (首次)**大连国际 000881.SZ**

当前股价: 7.47 元

2010 年 7 月 13 日

稳健的经营风格, 尽享长期锁定的超额收益**基础数据**

上证综指	2421
总股本(万股)	30892
已上市流通股(万股)	30492
总市值(亿元)	23
流通市值(亿元)	23
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	10.1
资产负债率	60.4%
主要股东	中国大连国际经济技术
主要股东持股比例	18.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-11	-10
相对表现	-8	16	15

**相关报告****纪敏**

S1090208030187

研究助理**常涛**

010-88087418

changt@cmschina.com.cn

近日, 我们调研了大连国际, 与大连国际的相关人士进行了交流, 对公司进行的业务有了进一步的认识, 公司目前在积极优化业务结构, 努力拓展回报率较高的业务, 同时保持稳健的经营风格, 我们看好公司未来几年的发展情况, 首次给予“审慎推荐-A”的评级。

➤ 远洋运输业务: 成长最快的业务板块**✓ 低位造船, 成本优势明显**

公司现有 4 条 57000 载重吨的灵便型船, 2010-2012 年有 12 条 57000 载重吨的新船订单, 从公司各条船已开始下单的 10 条在建船舶的预算来看, 平均造船预算成本是 3520 万美金, 根据 Clarksons 提供的 57000 载重吨的造船价格, 2008 年 6 月到现在, 57000 载重吨的造船订单价格在 3000 - 4800 万美金之间, 按照这个价格区间, 公司目前在建的“华通轮”(3050 万美金)、“华新轮”(3050 万美金)、“华夏轮”(3050 万美金)、“华君轮”(3100 万美金)、“华商轮”(3100 万美金) 都很好的把握住了这轮的造船低点, 大大降低了公司的经营成本。

✓ 精准的选择, 稳健的经营

公司不论是船队规模, 还是经营经验与国内外诸多远洋运输的“玩家”相比, 都很难相提并论, 但是公司恰恰找到了一条适合自己的经营路线 - 精、稳, 确保自己在干散货远洋运输这场“赌博”中分到自己的一杯羹。首先, “精”, 公司将主要“筹码”都集中到 57000 载重吨的大灵便型上边, 而不是选择好望角船型(大船东在玩)、巴拿马船型(大货主在玩), 这个选择非常适合公司目前的发展策略, 做大灵便型船队的精品船东, 而且行业大灵便型也被认为在各种船型中非常具有投资价值的船型, “进攻性”和“防御性”搭配比较合理。其次, “稳”, 一方面, 从 BSI 走势来看, 相比 BPI 和 BCI 要平滑很多, 也就是体现在波动幅度比较小, 另一方面, 公司采用的经营模式是长期期租转租, 只要点位符合公司的预期, 公司就果断锁定利润, 2010 年下半年下水的 3 条 57000 载重吨新船目前已经有锁定的意向合同锁定也反映出公司的稳健风格。

✓ 稳健中不乏灵活

公司将船队的经营公司注册在新加坡, 一方面可以享受诸多的税收豁免, 进一步降低公司船队的经营成本, 另一方面, 新加坡作为远东传统的航运中心, 最近几年又推行了优惠的税收政策, 吸引了大批船东、经纪公司等, 经营船队的公司设立新加坡符合公司发展需要, 大大增加信息渠道。

➤ 建筑工程业务: 传统业务依旧保持活力

✓ 国外业务: 2010 年, 苏里南三期道路建设项目现在仍在进行, 2009 年 AFOBAKA

路段如期完工，得到了苏里南政府的高度赞扬，2010 年苏里南项目仍然持续，盈利情况稳定。而且拉低前期工程承包业务毛利率的沙特项目已经完全结束。

✓ **国内业务：**2010 年业务量不大，与旅顺口区政府签订公共基础设施建设框架协议，但是目前该协议还是处于初期调研为主的阶段，业务量不大。

➤ 房地产业务：调控影响不大，遗留问题有望解决

公司目前房地产没有销售项目，大连渤海大酒店地块开发项目已经完成前期准备工作，北京“东一时区”项目的遗留问题取得了实质性进展，有望年内得到解决。同时，公司竞得了营口和沈阳两个地块，为公司未来业务增长打下基础。

➤ 生物制药业务：战略投资者引入

公司于 2010 年 4 月底，大连国际投资的凯因生物注册成立了子公司 凯因科技，同时，引入战略投资投资者，参见公司 2010 年 4 月 29 日公告，具体还得后续的实际业务开展。

➤ 公司其他业务

公司在国际劳务合作、远洋渔业和进出口贸易等业务板块保持稳定。

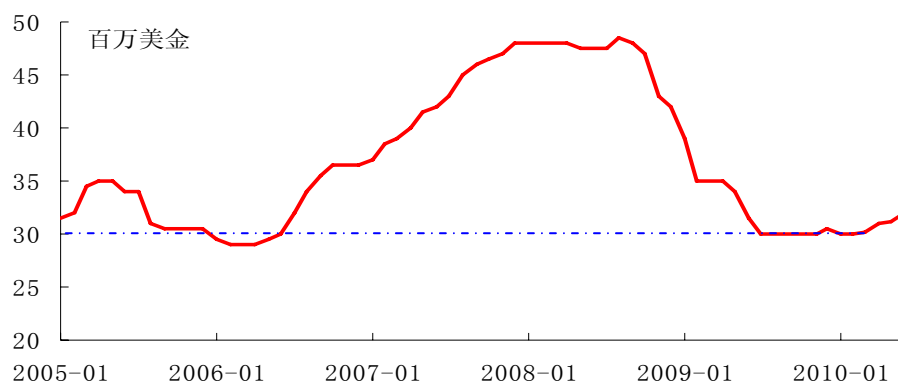
基于以上分析，我们认为公司在远洋运输这一增长最快的业务板块上边稳健的操作风格，低位造船，长期期租转租锁定盈利，再加上公司其他的传统业务的稳定发展，确保了公司业绩的稳定增长，我们预计公司 2010 年的业绩为 0.55 元，一季度贡献了 0.14 元，符合公司发展的预期。

表 1： 大连国际新造船订单情况

项目名称	华云轮	华富轮	华凤轮	华连轮	华江轮	华通轮	华新轮	华夏轮	华君轮	华商轮
预算数 (万美元)	3520	3718	4450	4450	3718	3050	3050	3050	3100	3100
资金来源	自有资金和贷款	自有资金和贷款	自有资金和贷款	自有资金和贷款	自有资金和贷款	自有资金和贷款	自有资金和贷款	自有资金和贷款	自有资金和贷款	自有资金和贷款
船型	57000 DWT	57000 DWT	57000 DWT	57000 DWT	57000 DWT	57000 DWT	57000 DWT	57000 DWT	57000 DWT	57000 DWT

资料来源：公司年报，招商证券研发中心

图 1： 57000DWT 船舶的造船价格走势



资料来源：Clarksons，招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛，北京大学光华管理学院，管理科学与工程方向硕士，中国科学技术大学，管理科学与工程专业学士，五年交通运输行业工作经验，目前为招商证券交通行业研究员。

纪敏，男，1998-2005，复旦大学计算机科学技术专业学士、硕士。2005 年加盟招商证券，现为招商证券交通行业研究员，《中国港口》、《港口商学院》杂志通讯员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。