大连国际 000881.SZ

攻守兼备，低景气度下的优质标的

研究结论

- **攻：弹性十足。**根据公司年报以及 Clarkson 统计，公司现有 5.7 万吨级 Handymax 船 8 条，手持订单 11 条，租入船 4 条，预计将在 12 年全部交付。结合行业分析，我们预计 2012 年干散货市场将有望见底，整体运价将在 2013 年逐步恢复。倘若 13 年运价能够恢复到 10 年，也就是 20000 美元/天的水平，公司当年预测 EPS 为 1.7 元，若恢复到 03 年平均 25000 美元/天，预计 13 年预测 EPS 实现 2.2 元，若运价处于大牛市的 07 年 45000 美元/天的水平，则 13 年预测 EPS 将超过 4 元，业绩弹性非常大。
- **守：安全边际高。**低价造船带来的低运营成本和其他安全垫业务给公司带来较高安全边际。金融危机后，航运市场整体萎靡，公司反其道大幅扩张运力，在低价进行造船，从而有效降低各项船舶成本，其保本点降至 11000 美元/元左右，使其能够在市场不佳的情况下也能实现盈利，大幅提高公司安全边际。在悲观预期 2013 年平均运价 13000 美元/天的假设下，预测 13 年的 EPS 依然能够实现 0.95 元。
- **干散货行业低景气度下的优秀标的。**当前的航运市场，三大子行业均处于景气下降或者尚不明朗阶段。干散货整体受制于未来高运力投放（供给增量在 15%左右）所带来的运价向下的压力，而油运则依然还在运力过剩和需求不振的双重打击中，尚未看到明显拐点；集运则在当前欧线结构运力过剩、旺季提价不力等多重因素下，运价与公司业绩依然低迷，良好的投资时间尚未到来。而大连国际海运业务涉及到的干散货灵便船市场相对较好，无论从运力投放、船舶拆解退出、还是终端需求，灵便船市场均显示相对正面，运价水平大部分船东均还有盈利较好，从而使得**大连国际的能够达到“投放一条、盈利一条”**，从而推动海运乃至整体业绩快速增长，是行业自下而上选择的良好投资标的。
- **首次给予公司“买入“评级，目标价 14.36 元。**我们预测，公司在 11-13 年能够实现净利润 2.28、2.75、4.52 亿元，对应盈利预测分别为 0.74、0.89、1.46 元。考虑到海运业务良好成长性，给予 25 倍估值、房地产则按照 NAV、其他业务按照 15 倍估值，对应公司的合理价值为 14.36 元，相比现价还有 30%的上升空间，首次给予公司“买入”评级。
- **风险因素：**航运市场风险、房地产宏观调控、海外政治风险。

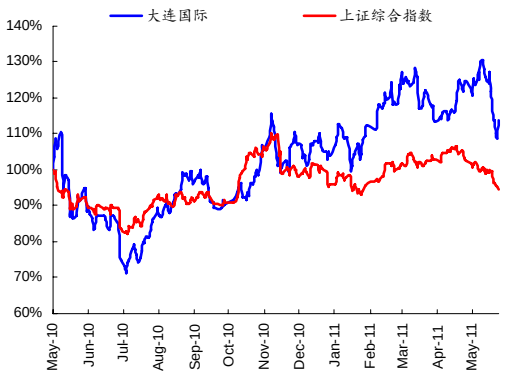
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

杨宝峰 钢铁行业首席分析师
yangbf@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860207100115

联系人 赵俊
8621-63325888-5099
zhaojun1@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持（首次）
股价（2011 年 6 月 1 日）	11.77 元
目标价格	14.36 元
总股本/A 股（百万股）	309/ 306
A 股市值（亿元）	33.43
国家/地区	中国
行业	海运/综合
报告发布日期	2011 年 6 月 1 日

股价表现



财务预测 单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,742	1,899	2,364	3,283
同比(%)	2%	9%	25%	39%
归属母公司净利润	203	228	275	452
同比(%)	84%	12%	20%	64%
毛利率(%)	31.61%	31.22%	33.91%	37.93%
ROE(%)	15.73%	15.98%	17.25%	24.24%
每股收益(元)	0.66	0.74	0.89	1.46
P/E（倍）	17.2	15.3	12.7	7.7
P/B（倍）	2.7	2.4	2.2	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

首次报告

【公司·证券研究报告】

目录

投资逻辑：攻守兼备，低景气度下的优质标的 5
攻：弹性十足 5
守：安全边际高 5
行业低景气度下的优质标的 6
公司介绍 7
以海运为主业的多元化企业 7
低点造船，2013 年成主流大灵便船运营商 7
公司股东结构：管理层激励到位 9
行业分析：灵便船市场风景独好 10
小船运价表现稳健 10
运力投放温和，新增订单整体较少 11
拆船量有望超预期 14
11 年整体运力增长将在 10%左右，12 年在 7% 16
需求端温和放量 16
运价判断：12 年是低点，之后会逐步提升 19
近两年运力投放带来的海运快速增长 20
低成本快速扩张 20
地缘优势降低运营成本 22
期待 2013 年的量价齐升 22
稳定增长的安全垫业务 23
房地产 23
国内外工程承包 25
其他业务：有效补充 25
盈利预测与估值 27
盈利预测 27
分部估值 28
风险因素 29
附表：财务报表预测与比率分析 30

图表目录

图 1 13-14 年的业绩弹性很好 5
图 2 悲观预期下，2013 年业绩依然能够做到 1.15 元 5
图 3 2006 年大连国际收入和营业利润占比 7
图 4 公司是国内新兴主流船东 8
图 5 2013 年大连国际收入和营业利润占比 8
图 6 公司股东结构 9
图 7 2011 年初以来，波罗的海干散货分类指数变化 10
图 8 各船型期租价格变化 11
图 9 各船型前 4 月运力投放进程 11
图 10 大小灵便船在手订单比保持下降（单位：万载重吨，左轴） 12
图 11 分船型手持订单占比 12
图 12 大小灵便船前 4 月新签订单较少 13
图 13 分船型新增订单占比 13
图 14 分船型整体订单交付率测算与预测 14
图 15 分船型前 4 月拆船量 14
图 16 拆船价格是金融危机以来的新高 15
图 17 灵便船整体船龄结构与拆船比例 16
图 18 灵便船市场运力供给模型（百万载重吨） 16
图 19 各船型分类表 17
图 20 印度火电发电量增长迅速 17
图 21 印度煤炭进口量未来将大规模增长 18
图 22 小宗散货需求量 18
图 23 对大灵便船期租运价的整体判断（美元/天） 19
图 24 公司新建船舶的踩点能力非常优秀（百万美元/条） 20
图 25 公司船舶列表 21
图 26 单船营业利润对造船价格以及期租进行敏感性分析 21
图 27 公司自有运力假设 22
图 28 公司远洋运输业务整体预测 22
图 29 公司远洋运输业务情景分析 23
图 30 公司开发楼盘列表 23
图 31 大连国际汇邦中心地图 24
图 32 大连国际房地产业务整体预测 24
图 33 海外工程承包主要项目 25
图 34 海外工程承包业务未来预测 25

图 35 整体业务盈利预测.....27
图 36 分部盈利预测与估值.....28
图 37 同行业公司估值比较.....28
附图：相关上市公司近期资金流向.....31

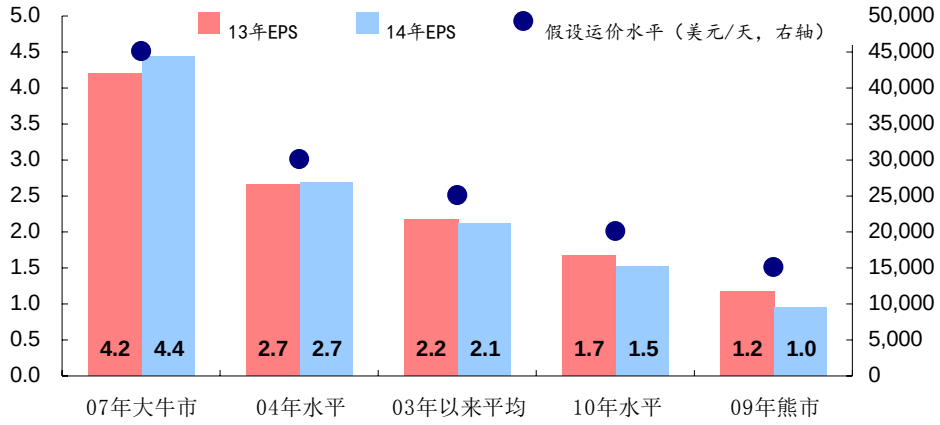
附表：财务报表预测与比率分析.....30

投资逻辑：攻守兼备，低景气度下的优质标的

攻：弹性十足

根据公司年报和 Clarkson 统计，目前公司现有 5.7 万吨级 Handymax 船 8 条，手持订单 11 条，租入船 4 条，预计将在 12 年全部交付。结合行业分析，我们预计 2012 年干散货市场将有望见底，整体运价将在 2013 年逐步恢复。倘若 13 年运价能够恢复到 10 年，也就是 20000 美元/天的水平，公司当年预测 EPS 将可达 1.7 元，若恢复到 03 年平均 25000 美元/天，则 13 年预测 EPS 将能够实现 2.2 元，若运价处于大牛市的 07 年 45000 美元/天的水平，则 13 年预测 EPS 预计将超过 4 元，业绩弹性非常大。

图 1 13-14 年的业绩弹性很好



资料来源：公司年报、东方证券研究所

守：安全边际高

低价造船带来的低运营成本和其他安全垫业务给公司带来较高安全边际。金融危机后，航运市场整体萎靡，公司反其道大幅扩张运力，在低价进行造船，从而有效降低各项船舶成本，其保本点降至 11000 美元/元左右，使其能够在市场不佳的情况下也能实现盈利，大幅提高公司的安全边际。在悲观预期 2013 年平均运价 13000 美元/天的假设下，13 年的预测 EPS 依然能够实现 0.95 元，对应现价也就是 12 倍 PE。

图 2 悲观预期下，2013 年业绩依然能够做到 0.95 元

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
假设公司实现期租（美元/天）						
乐观预期	18,000	17,000	20,000	25,000	30,000	30,000
中性预期	17,000	15,000	18,000	20,000	22,000	25,000
悲观预期	15,000	13,000	13,000	15,000	17,000	20,000
归属于母公司净利润（万元）						
乐观	24,843	32,866	51,793	64,996	84,818	85,780
中性	22,838	27,515	45,228	47,162	53,492	63,155
悲观	**18,828**	**22,113**	**29,262**	**28,869**	**33,028**	40,492
EPS						
乐观	0.80	1.06	1.68	2.10	2.75	2.78
中性	**0.74**	**0.89**	**1.46**	**1.53**	**1.73**	**2.04**
悲观	**0.61**	**0.72**	**0.95**	**0.93**	**1.07**	**1.31**

资料来源：公司年报、东方证券研究所

行业低景气度下的优质标的

考虑三大子行业明显的趋势性机会尚未能够显现

干散货大船运力过剩担忧依旧。干散货轮虽然未来需求依然能够保持在 5%以上的整体增速，但是考虑到 Capesize 和 Panamax 较多的订单供给，向下的压力依然存在。而今年上半年超预期的拆解量是否能够持续，还是仅仅为废钢价格上升以及孟加拉国拆解解禁带来供给增加而拉动的临时性机会，我们尚需仔细观察。

油运依然在“拐点”左侧。虽然行业整体运力投放不多，并且船东也存在通过主动降速来吸收运力的做法，但油品消费需求增量不济，行业在整体 11 年依然会处于下降趋势，运价出现大幅度上升的可能性并不大。当然，我们同时也会关注几个方面的影响，如后单壳时代的老旧船舶拆解量，订单交付以及罕见的“零订单”情况。而日本地震所带来的后续影响，特别是对炼油相关的影响，我们依然需要观察。

集运可能最早出现转机，但是还需要明显的指标。我们对集运的观点暂时谨慎，主要是基于欧线供需恶化，以及班轮公司旺季提价不力。由于世界贸易增长的势头相对较好，而 11 年的运力过剩也仅是结构性的，12 年有望重回供需结构改善的道路上，但在目前运价处于较低位置，班轮公司的业绩相对较差，因此良好的投资时点还需等待。

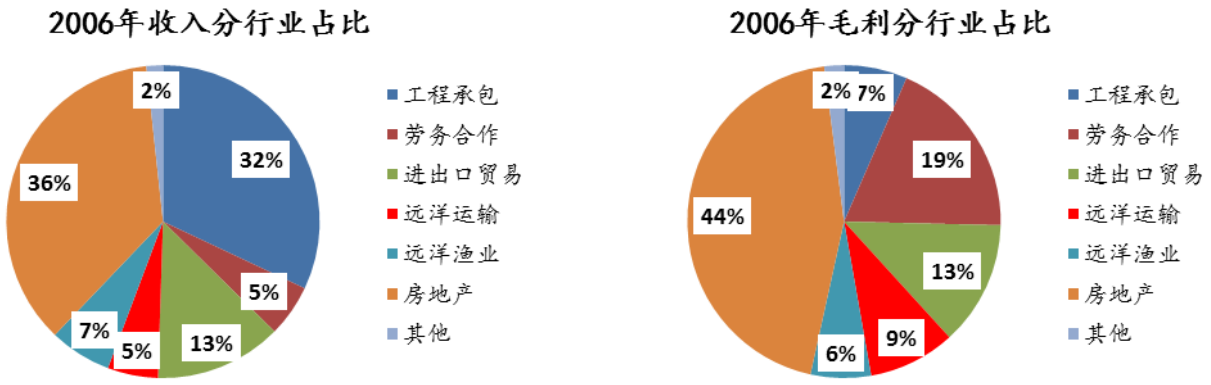
而大连国际海运业务涉及到的干散货灵便船市场相对较好，无论从运力投放、船舶拆解退出、还是终端需求，灵便船市场均显示相对正面，运价水平大部分船东均拥有较好的盈利水平，从而使得大连国际的能够实现“投放一条、盈利一条”，推动海运业务乃至整体业绩快速增长，是行业自下而上选择的良好投资标的。

公司介绍

以海运为主业的多元化企业

历史上，公司是一家业务多元化的国企。公司是大连市对外经贸委旗下的企业，与 1997 年在深交所挂牌上市。2006 年之前，公司的业务多元化，其主要有国内外工程承包、劳务合作、房地产、远洋渔业、远洋运输等，控股和参股公司超过 15 家以上。根据公司年报，在 2006 年主营业务收入中，海内外工程承包占比 32%，房地产占 36%，国际劳务合作占 5%，远洋运输则仅有 5%；若按照毛利的口径来看，海内外工程承包占比 7%，房地产占 44%，国际劳务合作占 19%，远洋运输也只仅占 9%的份额。

图 3 2006 年大连国际收入和营业利润占比



资料来源：公司年报、东方证券研究所

低点造船，2013 年成主流大灵便船运营商

2006 年开始，海运业务逐渐成为公司的重心所在，在航运市场高点的 07 年以及低点的近两年均大规模扩张其干散货船运力，尤其近两年的扩张步伐更为稳健。2006 年自有运力 3 条 5.7 万吨级 Handymax，总计 17 万载重吨；到 2011 年 4 月份底，不包括期租租入船舶，公司现有船舶 8 条，总计 45 万载重吨，在手订单为 11 条船，共计 63 万载重吨。在 2013 年所有在手订单全部投入运营后，公司有效运力将大幅增长到 108 万载重吨，成为国内主流船东。

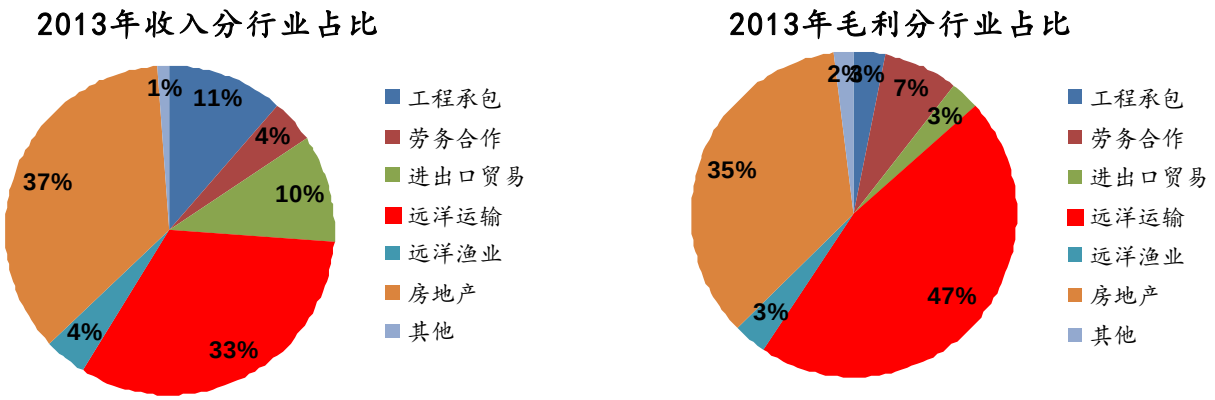
图 4 公司是国内新兴主流船东

排名	船东	数量	运力（千DWT）	单船载重	平均船龄
1	中远	688	38,228	55.6	17
2	中海	388	18,531	47.8	17
3	中外运长航	145	8,181	56.4	9
4	河北远洋	36	6,119	170.0	15
5	招商轮船	40	5,376	134.4	12
6	海星航运	18	2,217	123.2	17
7	CNOOC	13	1,726	132.8	14
8	大新华物流	30	1,691	56.4	18
9	上海时代航运	25	1,462	58.5	10
10	广东粤电	21	1,457	69.4	8
11	上海振华航运	23	1,392	60.5	27
12	福建远洋	40	1,373	34.3	22
13	浙江远洋	8	1,218	152.3	8
14	COSCO WALLEM Mngt	12	1,096	91.3	19
15	Centrans Ocean	12	977	81.4	14
16	上海福建	17	895	52.7	18
17	上海国际航运	10	792	79.2	19
18	南京远洋	26	783	30.1	23
19	宁波海运	17	726	42.7	17
20	Hongyuan Marine	18	628	34.9	26
21	Fuzhou Minlun Shpg.	16	579	36.2	29
22	**大连国际**	**10**	**563**	**56.3**	**2**
23	浙江航运集团	17	553	32.5	13
24	上海神粤	8	536	67.0	27
25	中海广州	9	513	57.0	22

资料来源：Clarkson、公司资料、东方证券研究所

2013 年远洋运输将成为公司的首要业务。根据我们盈利预测，到 2013 年，远洋运输将占到主营业务收入的 38%，远洋运输的毛利将占到 40%，而其他注入工程承包、远洋渔业、进出口贸易等传统业务占比将出现下滑。

图 5 2013 年大连国际收入和营业利润占比



资料来源：公司资料、东方证券研究所

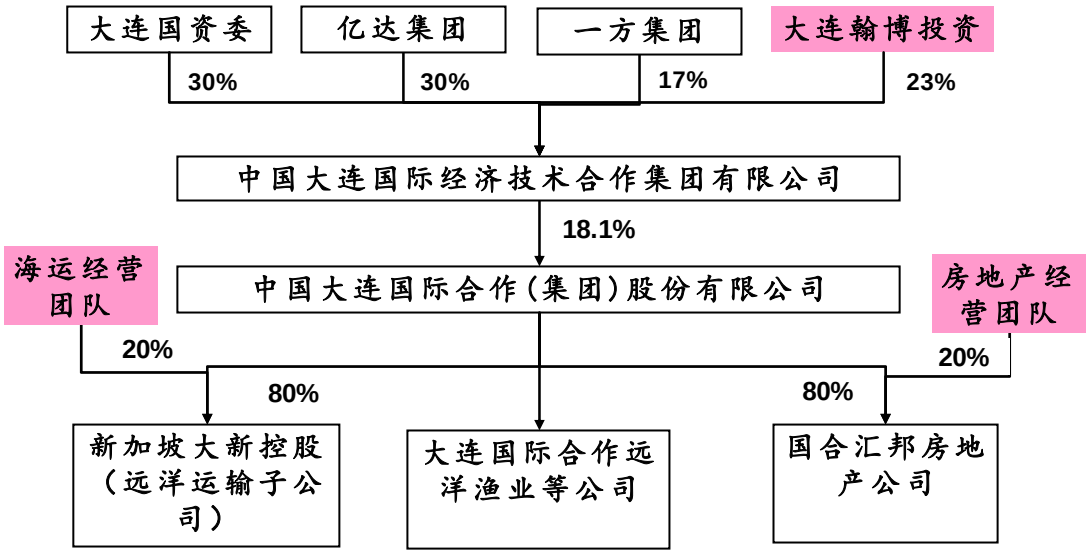
公司股东结构：管理层激励到位

大股东层面激励到位。根据大连市国资改革的精神，大连国际的大股东——大连国合集团在 2010 年完成了国企改制，在引入亿达集团与一方集团等民营资本的同时，完成了对管理层的股权激励。下图中，持股占比 23%的“大连翰博投资”就是由管理层控制的。

经营层面激励同样非常到位。公司不仅在管理层面上进行的股权激励，而且在具体的业务部门同样进行的大规模的股权以及。以负责远洋运输的控股子公司——**新加坡大新控股（DASIN Holding）**为例，大连国际持股 80%，经营管理团队持股占 20%；房地产子公司、远洋渔业子公司等同样也进行了类似的股权激励，均由经营管理团队持股 20%左右。

我们认为，公司在完成了从上层到中层较为全面的大规模股权激励之后，使得包括管理层、具体经营层面的各方人员的利益形成统一，避免了诸如“道德风险”等各种侵害中小股东利益的发生。

图 6 公司股东结构



资料来源：公司公告、东方证券研究所

行业分析：灵便船市场风景独好

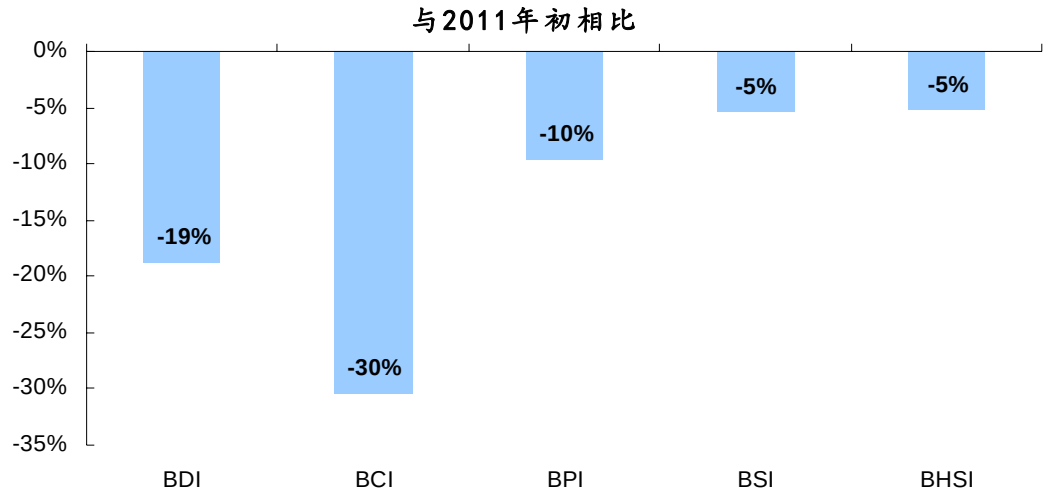
我们认为，当前的干散货市场正处于运力大规模投放压制下的低运价时代，类似于 03-07 年的大趋势型机会远未到来，市场整体需要积极信号和催化剂来增强投资者的信心，这些信号诸如“订单延期与取消超预期”、”拆船在内的运力退出超预期“抑或”需求大幅增长“等。但是，这些信号目前尚未具备。

然而，各子行业的差异化供需结构与运价表现，依然给了资本市场实现收益的空间。以大/小灵便船的小船表现相对较好，无论从波罗的海交易所公布的运价数据还是测算出来的船东回报率，从事现货运营或者期租的船东都还能获得正收益，而那些低成本造船的船东则获益更多。大船市场则差很多，海岬型船的部分航线已经不能覆盖运营成本，并且这种低运价的局面也已逐渐侵蚀到巴拿马型船市场中。

小船运价表现稳健

2011 年初以来，大小灵便船运价表现相对稳定。由于在船东手订单逐步交付，2010 年下半年以来，干散货运价持续承压，5 月中旬 BDI 指数相比年初下滑了 19%，代表海岬型船（Capesize）的 BCI 指数下滑 30%；代表巴拿马型船（Panamax）的 BPI 则回落了 10%；**小型船舶降幅普遍较小，代表大灵便船（Handymax）的 BSI 指数小幅下跌 5%，代表小灵便船（Handysize）的 BHSI 指数也仅下滑了 5%。**

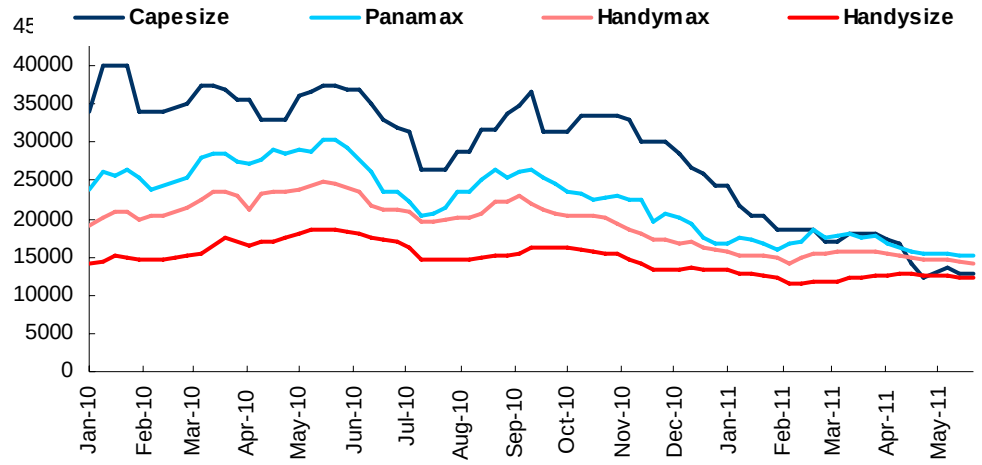
图 7 2011 年初以来，波罗的海干散货分类指数变化



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

各船型的期租变化同样显示出小船市场整体相对较好。与年初期租运价相比，Capesize 型船已经下滑了 47%，巴拿马型下滑 10%，大灵便船期租下滑 9%，小灵便船仅下滑了 7.5%。

图 8 各船型期租价格变化



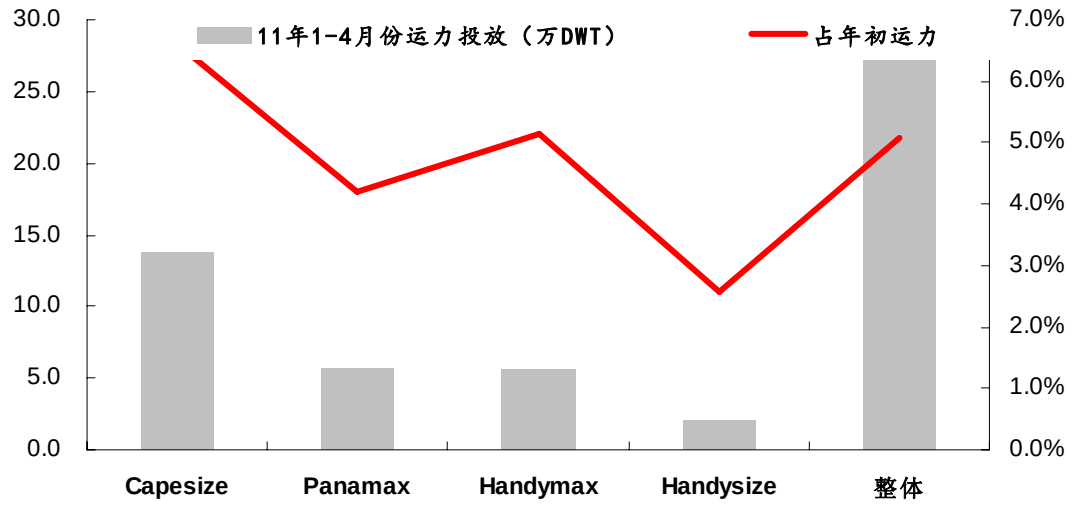
资料来源：Clarkson、东方证券研究所

我们认为，灵便船市场运力投放温和，需求增长稳定，与大船相比供需结构相对温和，这些都是对运价形成较强支撑的主要原因。我们将会在下面对今明两年的供需结构和未来的运价进行分析与预测。

运力投放温和，新增订单整体较少

灵便船市场运力投放相对温和。我们根据 Clarkson 在 5 月份的数据统计，前 4 月干散货市场整体运力交付为 27.2 万载重吨，为 11 年初整体市场运力的 5.1%。从分船型数据来看，**大灵便船的整体交付量为 5.6 万载重吨，占年初运力之比为 5.1%；小灵便船交付量为 2.1 万载重吨，占年初运力之比仅为 2.6%**；大船的订单交付量相对较大，海岬型船今年前 4 月已经交付了 13.8 万载重吨，与年初相比运力增长了 6.6%；巴拿马型船交付了 5.7 万载重吨，占 4.2%。

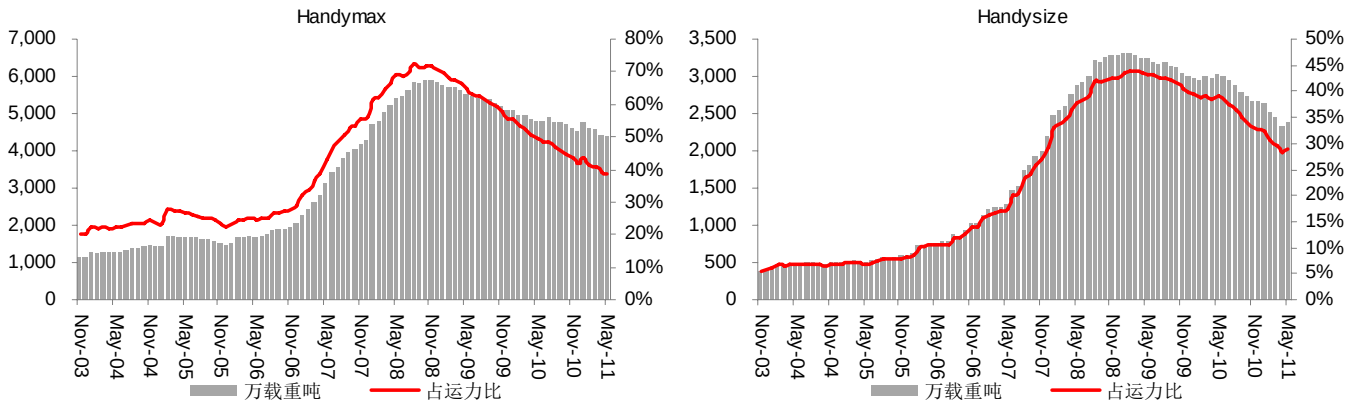
图 9 各船型前 4 月运力投放进程



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

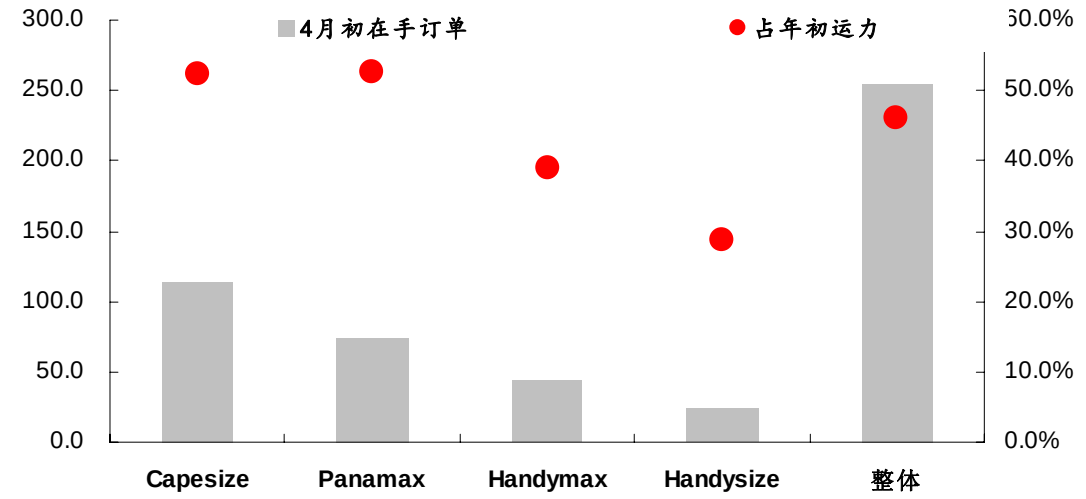
灵便船市场订单占比相对较小，并且订单占比下降趋势不变。03 年开始的航运大牛市是受中国矿石进口需求所拉动，其适航的大型散货船运价和投资回报率都到了高点，吸引了大量船东和投资客，而灵便船市场需求温和，运价和投资回报率远逊于大船，订单累计较小。截止 2011 年 4 月底，大灵便船的在手订单量为 44.1 万载重吨，占 4 月底整体运力的 39%；小灵便船的在手订单量为 23.2 万载重吨，占 4 月底整体运力的 27%；大型船舶订单占比相对更高，海岬型船与巴拿马型均在 50%以上。

图 10 大小灵便船在手订单比保持下降（单位：万载重吨，左轴）



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

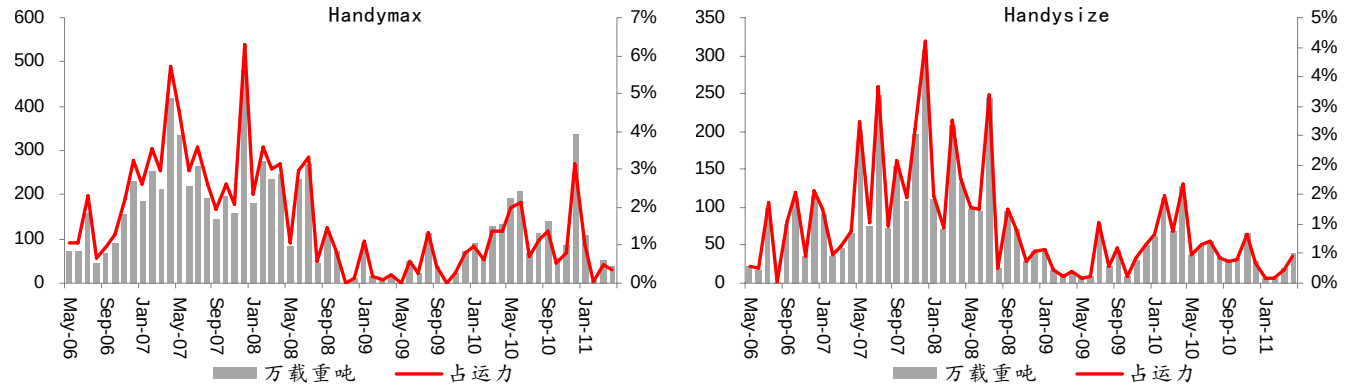
图 11 分船型手持订单占比



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

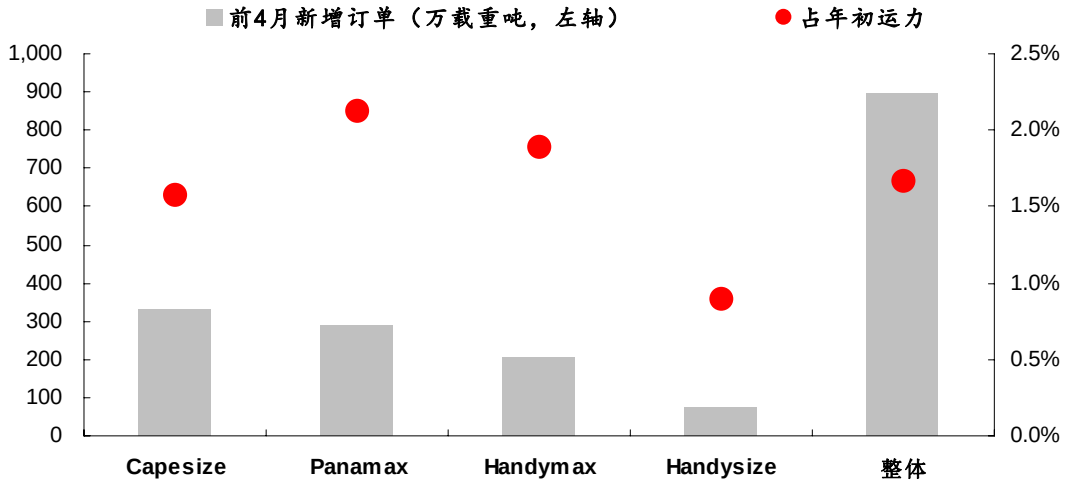
新签订单量也不多。由于在市场繁荣期积累的巨大供给，金融危机后的供需出现严重失调，干散货运输处于低景气，大部分独立船东面临着大面积长期亏损与运量不足的双重困境，基本失去了扩张的欲望和能力。**前 4 月，大小灵便船的整体新签订单量为 278 万载重吨，占 11 年初运力仅为 1.5%，是金融危机真空期后的再一个低点**；而大船新增运力也不多，海岬型船新签订单 327 万载重吨，占年初 1.6%；巴拿马型船新签订单 289 万载重吨，占年初运力也仅为 2.1%。

图 12　大小灵便船前 4 月新签订单较少



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

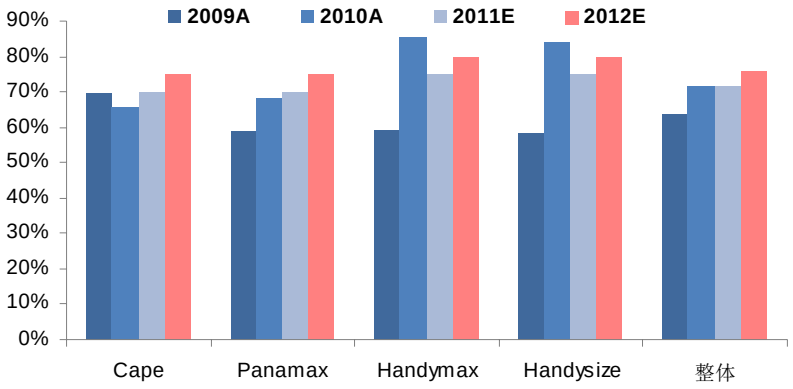
图 13 分船型新增订单占比



资料来源：Clarkson、东方证券研究所

预计 11-12 年灵便船整体订单交付量为 2570 万、2110 万载重吨。根据历史上的订单交付率以及现有订单的延期比例以及结构估算，我们预计 11 年灵便船订单交付率在 75%，到 12 年则为 80%，13 年交付运力假设相比 12 年减少 10%；预计 11 年灵便船市场订单交付 2570 万载重吨，12 年为 2110，13 年为 1900 万载重吨。

图 14 分船型整体订单交付率测算与预测

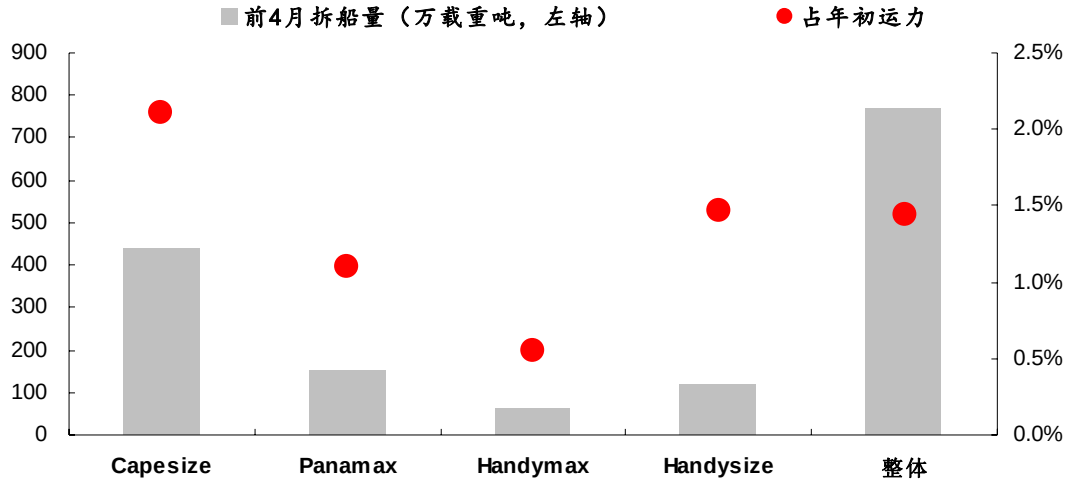


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

拆船量有望超预期

前 4 月干散货船拆解量大幅增加。根据 Clarkson 的数据显示，截止 4 月底，干散货整体拆船量为 770 万载重吨，同比大幅增加 260%，占年初运力之比接近 1.5%，能够抵消约 90%的新增订单，同时也是金融危机以来的高点。分船型看，**海岬型船与小灵便船的拆船量相对较大，其与年初运力之比均在 1%以上。**

图 15 分船型前 4 月拆船量



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

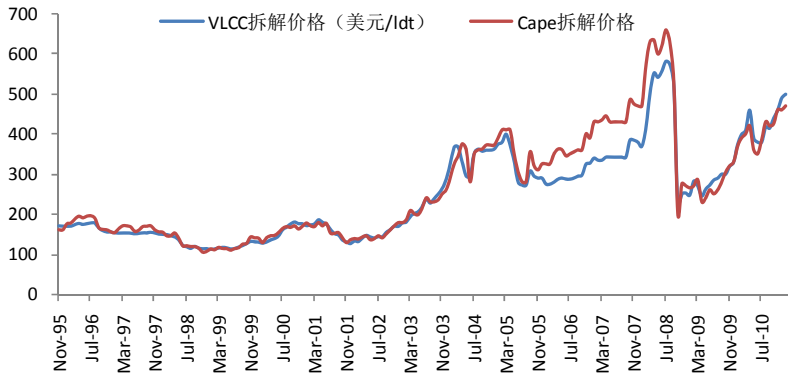
低运价与高废钢价格叠加是拆船量出现增长的主要原因。

低运价。前 4 月，BDI 指数一直在 1500 点一下徘徊，是金融危机以来的最低水平，许多独立船东已经严重亏损，如韩国第三大航运企业——Korea Line 也于今年申请破产保护。而老旧船舶由于其相对较高的运营成本，亏损的幅度加大，船东将老旧船舶继续运营的意愿降低

高钢价。基于矿石→钢→废钢的传导机制，当前的拆船价格处于仅次于金融危机的高位，根据 Clarkson 的统计数据，当前油轮拆解价格已经到 520 美元/轻吨、散货轮的拆解价格也高达 550 美元/轻吨，而新近释放出来的孟加拉国的报价则是已经到了 550 美元/轻吨的水平，接近了 2008 年金融危机时的高点，这样的趋势依然延续，船东将老旧船舶船东继续运营的吸引力也减少。

供给松。之前由于劳工安全、环保等多方面的因素，孟加拉国高等法院在 2010 年中旬对其国内拆船行业进行了大力度的整顿，拆船企业纷纷停业。随着环保要求的逐步满足，以及拆船也作为孟加拉国经济支柱产业之一，继续停业对经济影响较大，最近的孟加拉高法对于解禁也出现松动。因此，我们预计供给层面的释放也是未来拆船量增长的主要原因。

图 16 拆船价格是金融危机以来的新高

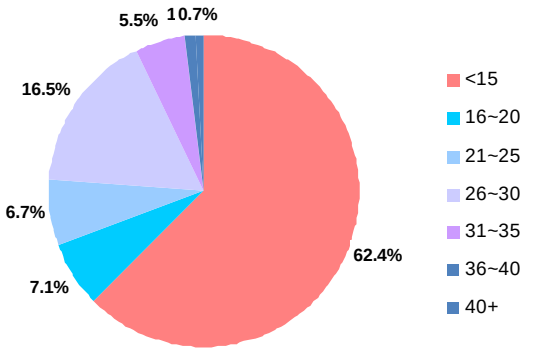


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

我们预计，影响上半年拆船市场的“低运价、高钢价、松供给”等因素将进一步的影响拆船市场，因此，我们对 11 年的整体拆船比较乐观。

测算下来，11-13 年灵便船的拆船将达 650 万、730 万、520 万载重吨。根据我们在下图中对现有灵便船运力结构的统计，以及各船龄运力中消失比例（大部分可以理解为船舶拆解与油轮转换）的测算以及对未来的估算。预计今年灵便船整体拆解量为 650 万载重吨，占年初运力的 3.4%，12 年为 720 万载重吨，占整体运力 3.5%。

图 17 灵便船整体船龄结构与拆船比例



灵便船在不同时点的运力变化

	Jan/09	Dec/09		Jan/11	
船龄	当期	当期	运力消失比	当期	运力消失比
<15	8,749	8,785	0.4%	8,774	-0.1%
16~20	847	852	0.6%	849	-0.4%
21~25	2,779	2,739	-1.4%	2,732	-0.3%
26~30	1,894	1,734	-8.5%	1,613	-7.0%
31~35	1,456	1,078	-26.0%	864	-19.9%
36~40	182	144	-20.8%	121	-16.0%
40+	119	112	-6.1%	93	-17.2%

资料来源：Clarkson、东方证券研究所。注：运力消失比，指的是后一期与前一期相比，同船龄批次的船舶消失比例，为了保持口径统一，。

11 年整体运力增长将在 10%左右，12 年在 7%

基于上述的分析与计算，我们预计在 11-13 年灵便船市场的年末运力增速在 10%、6.6%、6.2%。

图 18 灵便船市场运力供给模型（百万载重吨）

Handymax	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
年初运力	82.9	91.9	108.9	122.9	134.6
投放	10.3	17.6	**15.5**	**13.5**	**12.0**
拆解	1.4	0.4	**1.5**	**1.8**	**1.2**
年末运力	91.9	108.9	122.9	134.6	145.4

Handysize	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
年初运力	76.3	75.5	81.6	86.7	88.8
投放	4.9	8.1	**10.1**	**7.6**	**7.0**
拆解	5.5	2.2	**5.0**	**5.5**	**4.0**
年末运力	75.5	81.6	86.7	88.8	91.8

灵便船市场	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
年初运力	159.2	167.4	190.5	209.7	223.5
投放	15.2	25.7	25.7	21.1	19.0
拆解	6.9	2.6	6.5	7.3	5.2
年末运力	167.4	190.5	209.7	223.5	237.3
年末运力增速	**4.9%**	**13.8%**	**10.1%**	**6.6%**	**6.2%**
加权运力增速	**4.7%**	**9.6%**	**11.8%**	**8.2%**	**6.4%**

资料来源：Clarkson、东方证券研究所

需求端温和放量

灵便船的需求主要来自于近洋航线。与超过 6 万吨的大型散货船舶不同，灵便船主要集中于一些近洋航线，如东南亚到远东等等。

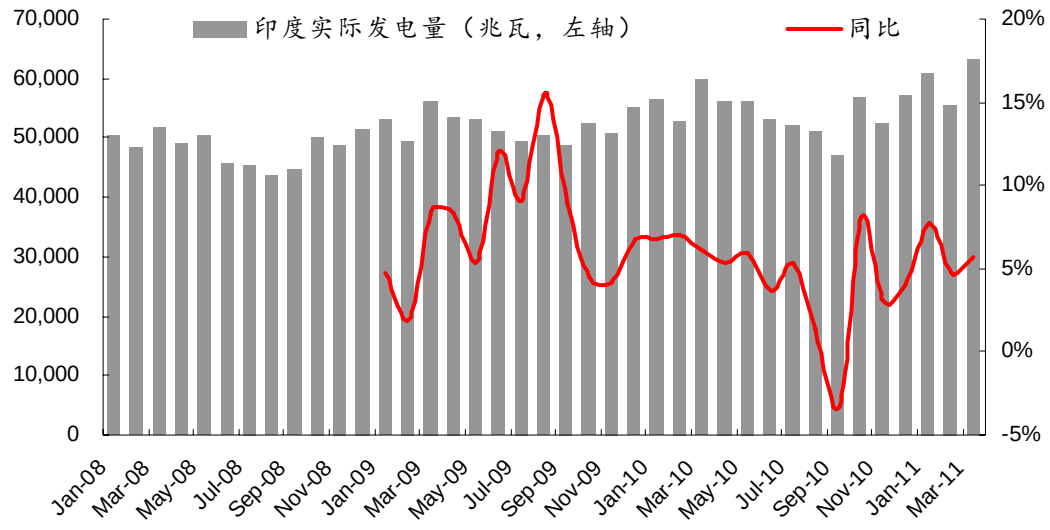
图 19 各船型分类表

	吨位	适合航线
Capesize	>100000	远洋矿石运输
Panamax	60000~100000	远洋煤炭运输
Handymax	40000~60000	近洋航线
Handysize	10000~40000	近洋航线、沿海散货运输

资料来源：公司公告、东方证券研究所

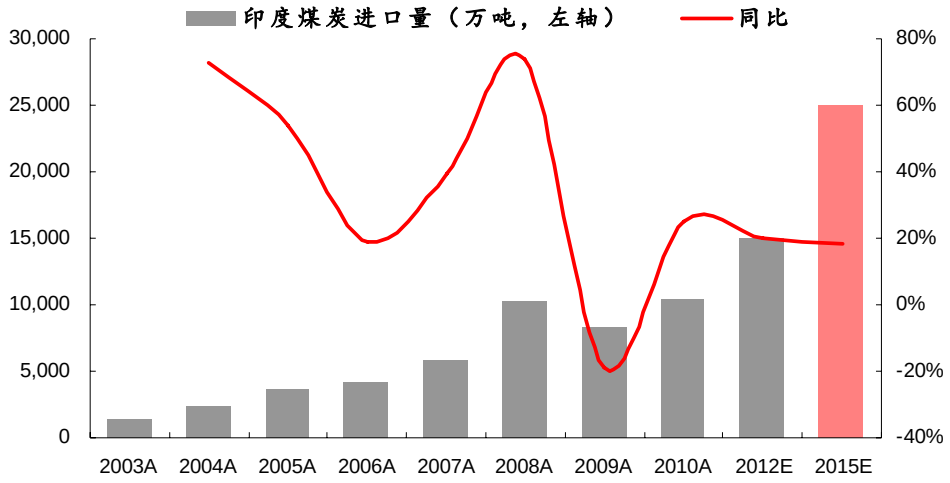
印度煤炭进口形成另一个层面刺激。随着印度工业化逐步开展，其对电力需求将出现大幅增长，而由于其国内煤炭相对较为缺少，因此会产生巨大的煤炭进口。根据印度国家煤炭协会等权威机构的预测，印度煤炭进口量预计将在 2015 年达到 2.5 亿吨，相比现在 1 亿吨的进口量增长 1 倍多，按照印尼-印度一年 10 航次粗略计算，则 1 亿吨的需求增量将能够吸引 1500 万载重吨的运力，也就是相当于年初灵便船运力的 5%左右。

图 20 印度火电发电量增长迅速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 21 印度煤炭进口量未来将大规模增长

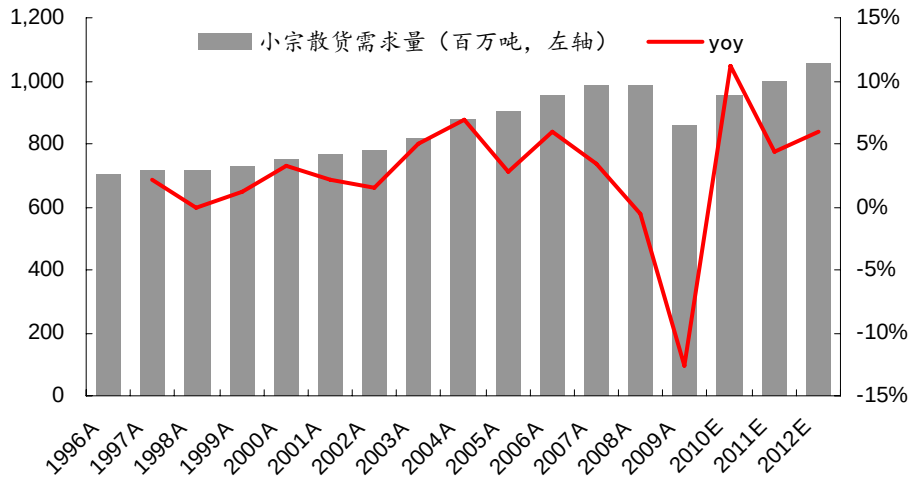


资料来源：Clarkson、东方证券研究所

日本地震引发的基建需求同样形成一定的正面因素。由于日本出现了罕见的地震，以及核电站事故。其对煤炭、建材、钢材等需求量在未来几年内都将保持较快增速。

根据 Clarkson 以及 Drewry 的判断，我们预计全球小宗散货需求量增速在 4.5%，而随着日本等重建需求的提升以及未来国内钢材出口等的增加，12 年小宗散货运输需求量增长将能够达到 5%。

图 22 小宗散货需求量

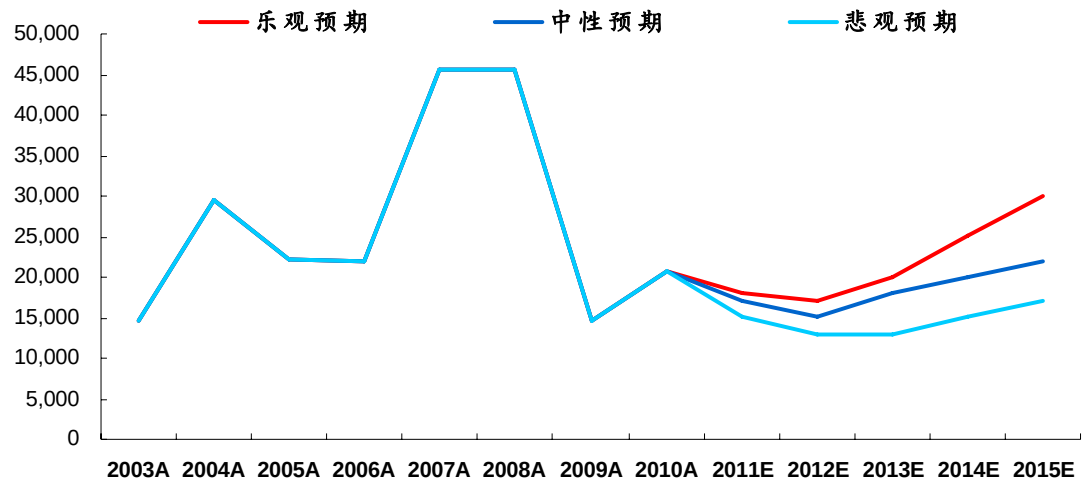


资料来源：Clarkson、Drewry、东方证券研究所

运价判断：12 年是低点，之后会逐步提升

基于上述对灵便船市场运力投放和需求端的分析，我们认为，由于今明两年的供需差依然存在，供需结构改善要到 13 年才会发生，今明两年的运价依然承压，特别是在 2012 年的景气极度低点，不排除运价出现低于运营成本的严峻局面。而到 2013 年供需结构好转，干散货市场整体运价将出现回暖。我们预计，在中性预期下，公司可实现 2011 年均期租价格为 17000 美元/天左右，12 年为 15000 美元/天，13 年则预期能回升到 18000 美元/天；而在乐观预期下，今年的可实现期租为 18000 美元/天；悲观预期下，则今年的期租水平仅有 15000 美元/天。

图 23 对公司实现的运价的整体判断（美元/天）



资料来源：Clarkson、东方证券研究所；注 2010 年前是市场平均运价，2011 年之后是我们对大连国际可实现运价的预测

近两年运力投放带来的海运快速增长

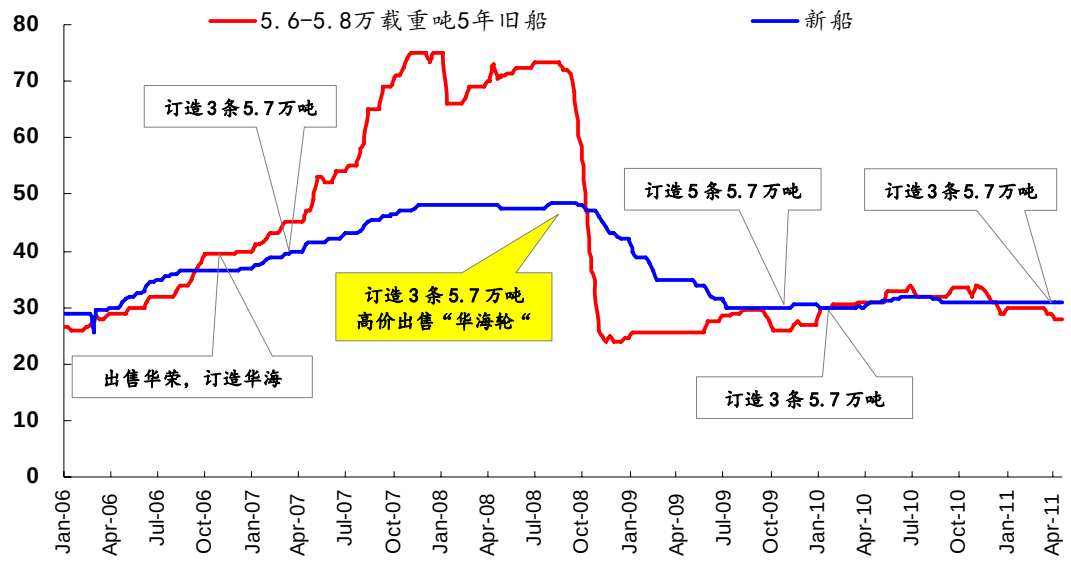
我们认为，大连国际的海运业务有望在在 2013 年迎来盈利的大规模释放阶段，主要有两个方面的原因，首要的是，其即刻能够实现盈利的有效运力不断投放，这也是公司过去几年低成本扩张的良好结果；第二是干散货运输预计在 2013 回暖，运价恢复带来的收入提升。

低成本快速扩张

2007 年以来，公司就一直沿着快速扩张的步伐，其运力从 2006 年的 3 条增加到当前的 19 条。未来还有进一步扩张的能力与欲望。

同时，公司也是资本运营高手。公司对航运的策略就主要侧重在“择时”，最经典，也是最能够反映其策略就是在 2008 年 8 月份将一艘即将交付运营的船舶以订造 2 倍的价格，转售给土耳其船东，与此同时，以出售得到的资金，重新在船厂订造了 3 条同样类型的船舶，。

图 24 公司新建船舶的踩点能力非常优秀（百万美元/条）



资料来源：公司公告、Clarkson、东方证券研究所

下图是公司目前自有船舶列表，其中并未包括租入船

图 25 公司船舶列表

船舶	持股比例	单船投资（万美元）	吨位（千DWT）	订造日期	交船日期	出售日期
华阳轮	85%	1,750	49	Jan-03	Jan-05	
华荣轮（已出售）	**75%**					**Dec-06**
华海轮（已出售）	**100%**		**57**	**Dec-06**	**Aug-08**	**Aug-08**
华鹰轮	75%	3,380	57	May-07	Aug-08	
华云轮	75%	3,350	57	May-07	Dec-08	
华昌轮	75%	3,380	57	May-07	Dec-08	
华龙轮	100%	3,788	57	Mar-08	2011年	
华凤轮	55%	4,200	57	Aug-08	**Sep-10**	
华连轮	55%	4,200	57	Aug-08	Dec-10	
华江轮	100%	3,668	57	Aug-08	2012年	
华夏	100%	2,800	57	Dec-09	Mar-11	
华君	51%	2,850	57	Dec-09	Mar-11	
华商	51%	2,850	57	Dec-09	Sep-11	
华通	55%	2,800	57	Dec-09	Mar-11	
华新	55%	2,800	57	Dec-09	Jun-11	
华海	75%	2,800	57	Mar-10	2011年	
华睿	100%	2,800	57	Mar-10	2012年	
华冠	75%	2,800	57	Mar-10	2012年	
华财	100%	2,800	57	Apr-11	2012年	
华金	55%	2,800	57	Apr-11	2012年	
华银	55%	2,800	57	Apr-11	2012年	

资料来源：公司公告、Clarkson、东方证券研究所，注：华海轮为已于 2008 年出售，后在 10 年 3 月新订造的船舶也命名为华海轮，并非同一条船

较低的新船价格能够有效降低成本。我们将造船造价与期租运价对单船营业利润进行敏感性分析，在当前 1.6 万美金/天的期租水平下，单船造价在 2800 万美元的船舶相比单船 4200 万美元，其运营利润要高出一倍，每年增加月 600 多万的利润。

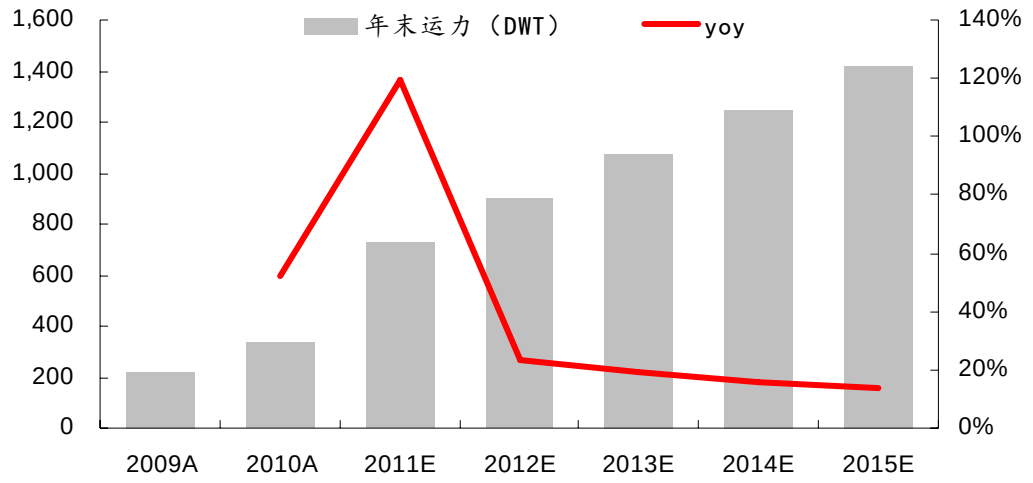
图 26 单船营业利润对造船价格以及期租进行敏感性分析

运价（美元/天） \ 单船造价（万美元）	2,500	2,800	3,000	3,300	3,600	3,900	4,200
10,000	-35	-177	-271	-413	-555	-696	-838
12,000	424	282	187	46	-96	-238	-380
14,000	882	740	646	504	362	221	79
16,000	1,341	1,199	1,104	963	821	679	537
18,000	1,799	1,657	1,563	1,421	1,279	1,138	996
20,000	2,258	2,116	2,021	1,880	1,738	1,596	1,454
22,000	2,716	2,574	2,480	2,338	2,196	2,055	1,913
24,000	3,175	3,033	2,938	2,797	2,655	2,513	2,371
26,000	3,633	3,491	3,397	3,255	3,113	2,972	2,830
28,000	4,092	3,950	3,855	3,714	3,572	3,430	3,288
30,000	4,550	4,408	4,314	4,172	4,030	3,889	3,747

资料来源：Clarkson、Drewry、东方证券研究所

对于在 2013 年之后的运力扩张。由于公司在近年来进行的强势扩张，整体资金偏紧，但公司进行扩展的能力以及进取心我也是非常大的，因此，我们合理假设公司在 13 年之后保持在每年建造 3 条船舶的速度（相当于每年 15%的增速）进行稳步扩张。

图 27 公司自有运力假设



资料来源：Clarkson、公司资料、东方证券研究所

地缘优势降低运营成本

大新控股位于新加坡，航运业是新加坡的支柱产业，其免除营业税以及所得税，从而进一步降低公司的运营成本。

根据我们的测算，考虑到公司低点造船，利率等诸多因素，综合成本在 1.1 万美元/天左右。

期待 2013 年的量价齐升

由于公司从事的主要是期租，时间在 1-3 年不等。因此，对于公司而言，其能够获得的真实运价与现货市场中的运价水平相比，存在半年左右的滞后期。所以，我们对大连国际的期租也做同样的处理。

中性预测下，我们预计在 11 年航运业务收入将能够达到 5.85 亿元，实现 2.79 亿元的毛利，而到 2013 年则能够实现 5 亿元的毛利。

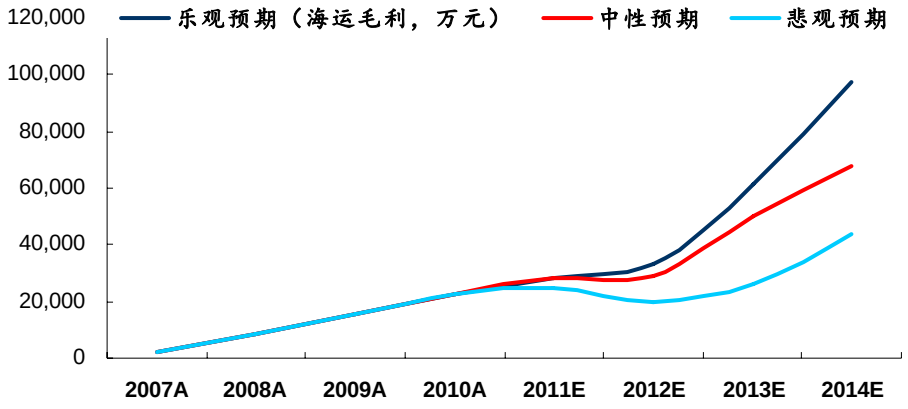
图 28 公司远洋运输业务整体预测

远洋运输	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入	11,294	31,321	50,594	**58,519**	**68,902**	**96,839**
yoy	135%	177%	62%			
成本	2,874	15,488	27,867	**30,610**	**40,106**	**46,446**
yoy	18%	439%	80%			
毛利	**8,419**	**15,834**	**22,727**	**27,909**	**28,795**	**50,393**
毛利率	**74.5%**	**50.6%**	**44.9%**	**47.7%**	**41.8%**	52.0%

资料来源：Clarkson、公司公告、东方证券研究所

根据情景分析，在运价的悲观预期下，2014 年海运业务能够实现 4.4 亿元的毛利，如果在乐观预期下，2014 年的海运分部的毛利将能够达到 9.7 亿元。

图 29 公司远洋运输业务情景分析



资料来源：Clarkson、公司公告、东方证券研究所

稳定增长的安全垫业务

房地产

公司的房地产主要通过旗下的大连国合房地产公司来具体实施，公司直接控股 80%，管理层持股 20%，。目前公司在建中的楼盘主要有三个：分别为：大连“汇邦中心“、营口”枫和万嘉“以及沈阳”省体校射击场“地块项目。

图 30 公司开发楼盘列表

	可结算面积	项目预计总投资	项目竣工时间
大连“汇邦中心”	6.3	5.0	Dec-11
营口“枫合万嘉”	15.0	4.4	Dec-12
沈阳“体校射击场”	19.2	9.2	Apr-13

资料来源：公司公告、东方证券研究所

大连“汇邦中心”项目。项目位于大连市中心中山区核心位置，距城市百年核心中山广场 200 米，位列大连“中央商务区”“中央商业区”“中央休闲区”交汇形成的价值之地。项目于 09 年开工，今年底正是交房结算。据年报披露，公司的拿地成本在 4300 元/平米左右，建安成本预计在 3600 元/平米左右。按照周边的楼盘保守估计今年年开盘后在 1.5 万元/平米的销售单价。预计项目全部收完后能带来 2.1 亿元的净利润。我们预计今年将少部分进行结算，12 年将全面进入结算周期。

图 31 大连国际汇邦中心地图

资料来源：搜房网、东方证券研究所

营口“枫合万嘉”。营口项目位于营口市，是营口的核心区域。项目整体可售面积为 15 万平方米，去年开工建设，2012 年底交房结算。根据年报以及公告显示，项目的拿地成本为 844 元/平米，建安成本在 2000 元/平米左右，考虑到周边地区的销售均价在 4000-4500 元/平米，我们合理预计在 12 年楼盘推出后销售单价将在 4500 元/平方米，预计整个项目在 15 年前全部售完，将能够带公司整体带来 1.4 亿元左右的净利润。

沈阳“省体校射击场”项目。沈阳项目位于沈阳北部，于洪区与皇姑区交界处。北距沈阳二环线 1.6 公里。公司于 2010 年初拿下这块土地，项目建成后整体的建筑面积为 19.2 万平方米，今年 4 月份开工，预计在 2013 年初交房进入结算。根据年报以及相关公告，公司拿地成本为 1500 元/平米，建安成本预计在 3200 元平米左右。由于项目处于沈阳铁西区，相对偏远，周边还没有太多成熟的项目，我们合理估计价格在 7000 元/平米，预计整体项目在 15 年前完成结算，整体能够给公司带来 2.6 亿元的利润。

2011 年，整体房地产主要是尾盘销售和对大连“汇邦中心”的部分结算，预计整体收入为 1.9 亿元，毛利率 42%左右。从 2012 年开始大连汇邦中心、营口“枫合万嘉”、沈阳项目陆续进入大规模结算周期，预计 12 年房地产销售收入将可达 6.45 亿元，贡献毛利 2.7 亿元。

后续土地储备与开发。公司计划未来在大连或者东北地区如果有较好的机会，将会进一步拿地储备，进行后续开发。我们处于审慎的原则，对于现在还没有明确拿地的房地产项目，暂时不考虑在盈利预测中。

图 32 大连国际房地产业务整体预测

房地产		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入		59,483	29,064	28,121	19,383	64,532	121,518
	yoy	-21%	-51%	-3%	-31%	233%	88%
成本		43,993	20,709	17,392	11,152	36,872	73,048
	yoy	-25%	-53%	-16%			
	毛利	**15,490**	**8,355**	**10,729**	**8,231**	**27,660**	**48,471**
毛利率		**26.0%**	**28.7%**	**38.2%**	**42.5%**	**42.9%**	**39.9%**

资料来源：公司公告、东方证券研究所

国内外工程承包

公司于 1999 年进驻苏里南市场，先后完成了苏里南一、二期共 545 公里市政道路施工项目，完成合同额 9,206 万美元。2007 年 12 月，公司与苏里南政府签订三期 500 公里道路的重建和修建项目，包括帕拉马里博市区内 250 公里道路和市外 250 公里道路。市内工程开工时间为 2008 年 4 月 20 日，市外工程开工时间为 2008 年 8 月 1 日，计划完工时间为 2011 年底，合同额为 2.15 亿美元，工期为 45 个月。公司在签订了苏里南东西路 42 公里的项目，合同金额为 3100 万美元。根据 10 年年报显示，苏里南所有项目整体的未结算订单估计在 8.5 亿元左右，这些将会在未来 2-3 年中逐步确认收入与利润。

从长期发展来看，公司主要发展以苏里南为中心的南美地区、以辽宁为中心的国内地区、以俄罗斯为中心的前独联体地区；同时关注其它市场。由于公司已经在苏里南建立起了良好的声誉，公司有望获得进一步的订单，同时也会在其他国家进行拓展。

图 33 海外工程承包主要项目

	主要项目情况
已建项目	巴布亚新几内亚、俄罗斯、马来西亚、斐济、加蓬、尼日尔、苏里南、沙特和赤道几内亚等国家承担了道路、桥梁等市政工程和宾馆、高级公寓、学校、厂房等30多个工程项目
在建项目	苏里南三期市政道路项目 苏里南东西路项目 旅顺口区政府基础设施BT项目

资料来源：公司公告、东方证券研究所

预测工程承包业务未来 3 年都将主要确认在建项目，未来的收入按照审慎原则保持稳定。预计 2011 年收入比 10 年增长 30%，毛利率维持在去年的水平。

图 34 海外工程承包业务未来预测

工程承包		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入		80,422	48,011	40,055	52,071	36,450	38,272
	yoy	-5%	-40%	-17%	30%	-30%	5%
成本		71,664	43,045	35,679	46,343	32,440	34,062
	yoy	-8%	-40%	-17%			
	毛利	**8,758**	**4,967**	**4,376**	**5,728**	**4,009**	**4,210**
毛利率		**10.9%**	**10.3%**	**10.9%**	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**

资料来源：公司公告、东方证券研究所

其他业务：有效补充

劳务输出：公司通过下设 5 个分公司和 1 个培训中心进行劳务业务，目前主要从事海上劳务、陆地劳务以及出国劳务培训的业务。公司是目前国内最早从事外派海员劳务及陆地劳务业务的企业，拥有着丰富的市场资源，良好的品牌形象以及较高的服务标准和完善的培训流程，较早通过了中国船级社和挪威船级社（DNV）的双重安全质量管理体系的认证，积累了与国际接轨的管理经验和国际化的管理人才，长

期保持与日本、美国、香港、新加坡，包括希腊、荷兰在内欧洲的客户与船东的密切联系与合作。我们预计这块业务未来将保持稳定。

远洋捕捞：主要通过大连国际合作远洋渔业有限公司进行远洋渔业业务（公司控股 80%，经营管理团队占 20%股份）。公司具有农业部批准“远洋渔业企业资格”，是国内最早到海外发展远洋渔业的企业。目前公司拥有大洋性鱿鱼钓船 2 艘，过洋性拖网渔船 6 艘，代理拖网渔船 2 艘，1,000 吨级冷库一座（在加蓬利伯维尔），在建鱿鱼钓船 2 条。渔船常年在西南大西洋、东南太平洋、西北太平洋及西非海域从事鱿鱼、墨鱼、秋刀鱼及其它水产品捕捞。公司未来还将逐步扩大远洋渔业船队规模，增设海外渔业基地。预计将在未来几年中新建 2 各海外渔业基地，建造或购买 4 条大洋性大型鱿鱼钓船，建造或购买 6 条过洋性拖网渔船。在收入上，我们预计 11 年将保持稳定，而到 12 年随着新建的 2 条鱿鱼钓船建成投产，收入将出现 20%以上的增长。

盈利预测与估值

盈利预测

基于上述分析，我们给出下面的盈利预测。我们认为，11 年收入增速将能够达到 7%，而到 12 年则能够达到 27%。

图 35 整体业务盈利预测

收入	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
工程承包	80,422	48,011	40,055	52,071	36,450	38,272
劳务合作	9,979	10,105	10,949	12,592	13,851	14,543
进出口贸易	68,459	31,945	30,657	32,190	33,800	35,490
远洋运输	**11,294**	**31,321**	**50,594**	**55,077**	**68,902**	**96,839**
远洋渔业	13,171	9,805	9,889	10,878	13,598	14,278
房地产	59,483	29,064	28,121	19,383	64,532	121,518
其他	7,290	9,856	3,890	3,890	3,890	3,890
整体	**250,099**	**170,108**	**170,266**	**182,190**	**231,131**	**320,940**
yoy	17%	-32%	0%	7%	27%	39%
成本						
工程承包	71,664	43,045	35,679	46,343	32,440	34,062
劳务合作	3,961	3,101	3,079	3,526	4,017	4,363
进出口贸易	66,284	29,498	27,283	28,647	30,079	31,583
远洋运输	2,874	15,488	27,867	30,610	40,106	46,446
远洋渔业	8,502	6,474	6,702	7,397	9,247	9,709
房地产	43,993	20,709	17,392	11,152	36,872	73,048
其他	2,587	3,522	1,110	1,110	1,110	1,110
整体	**197,278**	**118,314**	**118,001**	**127,675**	**152,760**	**199,210**
yoy	16%	-40%	0%	8%	20%	30%
毛利						
工程承包	8,758	4,967	4,376	5,728	4,009	4,210
劳务合作	6,018	7,004	7,871	9,066	9,834	10,180
进出口贸易	2,175	2,447	3,375	3,544	3,721	3,907
远洋运输	8,419	15,834	22,727	24,467	28,795	50,393
远洋渔业	4,670	3,331	3,187	3,481	4,351	4,569
房地产	15,490	8,355	10,729	8,231	27,660	48,471
其他	4,703	6,334	2,781	2,781	2,781	2,781
整体	**45,530**	**41,937**	**52,265**	**54,516**	**78,371**	**121,730**
yoy	29%	-8%	25%	4%	44%	55%
毛利率						
工程承包	10.9%	10.3%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%
劳务合作	60.3%	69.3%	71.9%	72.0%	71.0%	70.0%
进出口贸易	3.2%	7.7%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
远洋运输	74.5%	50.6%	44.9%	44.4%	41.8%	52.0%
远洋渔业	35.5%	34.0%	32.2%	32.0%	32.0%	32.0%
房地产	26.0%	28.7%	38.2%	42.5%	42.9%	39.9%
其他	64.5%	64.3%	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%
整体	**18.2%**	**24.7%**	**30.7%**	**29.9%**	**33.9%**	**37.9%**

资料来源：公司公告、东方证券研究所

分部估值

我们根据各业务的判断，给出了分部盈利预测，预计 11 年远洋运输能够实现 1.11 亿元，12 年能实现 0.94 亿元，而到了 13 年能够实现 1.98 亿的利润。按照分部估值，考虑到当前海运市场处于景气低点，未来 3 年运力投放后业绩将能够实现快速增长，参考同行业其他主流航运公司，给予海运业务 11 年 25 倍（P/E），远洋渔业、海外工程类等业务 11 年 15 倍（P/E），房地产则是采用 NAV 进行估值。公司整体计算下来的合理估值水平在 14.36 元左右。

图 36 分部盈利预测与估值

盈利预测（万元）	2011E	2012E	2013E
远洋运输	11,149	9,405	19,820
房地产	3,000	10,658	19,075
其他业务	8,689	7,452	6,332

分部估值	估值法	估值结果（万元）
海运PE	25倍11年PE	278,724
房地产	NAV	34,808
其他	15倍11年PE	130,334
综合		443,866
每股估值（元）		14.36

资料来源：东方证券研究所

图 37 同行业公司估值比较

	价格	EPS			PE		
		10A	11E	12E	10A	11E	12E
中海发展	8.75	0.50	0.59	0.74	17.4	14.7	11.8
中海集运	3.83	0.36	0.29	0.36	10.6	13.4	10.5
中国远洋	8.76	0.66	0.41	0.56	13.3	21.5	15.7
中远航运	7.19	0.26	0.30	0.48	27.7	24.2	14.9
长航油运	5.39	0.01	0.10	0.19	980.0	52.2	27.7
招商轮船	4.01	0.18	0.20	0.23	22.3	20.3	17.3
均值					**178.5**	**24.4**	**16.3**
大连国际	**11.32**	**0.66**	**0.74**	**0.89**	**17.2**	**15.3**	**12.7**

资料来源：Wind 一致预期、东方证券研究所。注：除大连国际外，其余公司均取 wind 一致预期

风险因素

运价大幅下跌风险。目前，航运市场依然处于不明朗的时期，运价低位徘徊，如果供需结构持续恶化，则今年与明年的运价存在进一步下跌的风险，如若运价下跌到公司现有船舶的盈亏平衡点之下，则海运业务将会面临亏损风险。

更严密的房地产调控措施出台风险。公司在东北地区拥有较多房地产项目，分别在大连、沈阳、营口等。随着去年到今年严厉的房地产政策出台，整体市场的价格存在一定下滑风险，加上银行对于开发商贷款等多方面进行设限，未来一旦出台更为严厉的政策，地产项目的销售以及自身的资金链均可能存在风险。

海外业务风险。公司业务中拥有海外工程承包和劳务外派，其中，海外工程主要集中在苏里南等南美国家以及沙特等中东国家，劳务外派则主要是日本。考虑到近期国际局势存在不稳定的因素，海外工程业务依然存在一定的政治与汇率风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,417	1,660	1,967	2,534
现金	868	200	210	221
应收账款	113	156	194	270
其它应收款	43	52	65	90
预付账款	326	179	214	279
存货	1,063	1,073	1,284	1,675
其他	3	0	0	0
非流动资产	2,404	3,832	4,083	4,488
长期投资	28	28	28	28
固定资产	1,473	2,737	3,756	4,162
在建工程	666	801	33	33
无形资产	7	6	6	5
其他	230	260	260	260
资产总计	4,821	5,492	6,050	7,022
流动负债	1,872	2,408	2,833	3,489
短期借款	499	1,005	492	1,423
应付账款	89	107	128	167
其他	1,284	1,296	2,213	1,899
非流动负债	1,093	993	843	693
长期借款	1,061	961	811	661
其他	32	32	32	32
负债合计	2,965	3,401	3,676	4,183
少数股东权益	563	661	779	973
股本	309	309	309	309
资本公积	300	300	300	300
留存收益	589	704	841	1,067
归属母公司股东权益合计	1,293	1,430	1,595	1,866
负债和股东权益	4,821	5,492	6,050	7,022

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	201	642	1,245	87
净利润	291	326	393	646
折旧摊销	68	122	169	194
财务费用	60	23	51	87
投资损失	-12	-5	-4	-3
营运资金变动	-199	190	641	-830
其它	-8	-14	-5	-6
投资活动现金流	-1,044	-1,530	-411	-590
资本支出	-1,049	-1,520	-421	-600
长期投资	-40	-30	0	0
其他	45	20	10	10
筹资活动现金流	760	394	-674	663
债务融资	730	333	-663	781
权益融资	0	0	0	0
其它	30	61	-11	-118
汇率变动影响				
现金净增加额	-97	-668	10	11

利润表				单位:百万元
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,742	1,899	2,364	3,283
营业成本	1,191	1,306	1,563	2,038
营业税金及附加	23	23	40	56
营业费用	20	23	33	49
管理费用	191	190	260	361
财务费用	7	23	51	87
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	20	10	10
营业利润	315	355	427	702
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	318	355	427	702
所得税	27	28	34	56
净利润	291	326	393	646
少数股东损益	88	98	118	194
归属于母公司净利润	203	228	275	452
EBITDA				
EPS（元）	0.66	0.74	0.89	1.46

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	2.4%	9.0%	24.5%	38.9%
营业利润	14.0%	7.7%	35.2%	55.3%
归属于母公司净利润	84.2%	12.3%	20.5%	64.4%
获利能力				
毛利率	31.6%	31.2%	33.9%	37.9%
净利率	20.1%	120.1%	220.1%	320.1%
ROE		15.7%	16.0%	17.3%
ROIC	8.8%	9.0%	12.6%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	38.1%	38.2%	37.8%	37.3%
净负债比率				
流动比率	1.29	0.69	0.69	0.73
速动比率	0.72	0.24	0.24	0.25
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.21	0.24	0.29
应收账款周转率	15.42	12.17	12.17	12.17
应付账款周转率	13.38	12.17	12.17	12.17
每股指标（元）				
每股收益	0.66	0.74	0.89	1.46
每股经营现金流	0.65	2.08	4.03	0.28
每股净资产	4.18	4.63	5.16	6.04
估值比率				
P/E	17.2	15.3	12.7	7.7
P/B	2.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA				

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向

注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn