

## 整体符合预期，海运略低、劳务略好

### 事件

大连国际公布 2011 年半年报，今年 1—6 月份公司实现营业收入 6.77 亿元、同比下滑 12.5%，营业利润 1.66 亿元、同比增长 12.3%，归属于股东净利润为 1.11 亿元、同比增长 24.7%，EPS 为 0.36 元。另外，公司还公布了计划动用 1 亿元进行证券投资，到董事会任期结束时截止，也就是到 13 年 5 月，另外，公司还投资 3200 万元建设 4 条拖网渔船以增加远洋渔业的投资。

### 研究结论

- **海运业务略低于预期。**上半年实现主营收入 3.03 亿，营业成本为 2.08 亿元，毛利率 31.5%，实现营业利润为 6617 万元，低于去年同期。主要原因是上半年，特别是第二季度干散货运价处于低迷之中，而公司部分去年同期运力上半年到期，而市场又处于低位，因此整体盈利出现下滑。目前公司拥有 9 条运力 50.5 万 DWT，在手订单 10 条。
- **房地产项目进展相对顺利：**大连“汇邦中心”项目实现主体封顶，开始预售；营口“枫合万嘉”项目正式开工；沈阳“省体校射击场”地块项目政府交地工作滞后，目前正在积极商洽中。上半年主要尾盘销售，实现收入 1154 万元，出现 1237 万元的小幅亏损。
- **其他业务保持稳定增长：**其中，海员外派业务实现 80% 的增长，主要得益于公司在日本以及欧洲市场份额的扩大；另一重要业务，远洋渔业也相对较好，收入增长 70%，主要得益于秘鲁、利比里亚等地区带来的增长，未来随着 2 条钓鱼船投产以及新近计划建造的 4 条渔船，都对未来产生正面拉动作用；其他如工程承包、外贸等业务保持稳定。
- **证券投资拉动投资收益：**2008 年，公司以 4.98 元的价格拍卖得到大连控股 2000 万股股份，而当前价格为 8 元以上，此价格公司实现 6000 万的浮盈，从上半年的出售看，未来公司进一步卖出股份的概率很大，预计将给公司带来较好的投资收益。另外，公司公告投资 1 亿元进行证券投资，预计也主要依托投资大连控股的成功经验以及出售带来的现金流。考虑到市场的不确定性，我们对公司证券投资业务保持中性。
- **低成本优势依然是我们看好公司的理由。**目前，航运处于低位，上半年 Handymax 平均 TCE 仅在 14700 美元/天，公司低位造船形成的 12000 美元/天左右的低成本优势还在，盈利船舶不断交付将部分弥补单船盈利所面临的下滑局面，支撑海运业务。
- **投资建议：**我们预计公司在 11—13 年将能够实现净利润 2.28、2.75、4.52 亿元，对应 EPS 分别为 0.74、0.89、1.46 元，现价对应 PE 估值为 11 年 16.4 倍、12 年 13.6 倍。我们给予公司 14.36 元的目标价，现价相比还有 15% 上升空间，维持公司“买入”评级。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

### 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 (维持)

|                      |                 |
|----------------------|-----------------|
| 股价 (2011 年 7 月 28 日) | 12.15 元         |
| 目标价格                 | 14.36 元         |
| 总股本/A 股 (百万股)        | 309/305         |
| 国家/地区                | 中国              |
| 行业                   | 交通运输            |
| 报告发布日期               | 2011 年 7 月 29 日 |

### 股价表现



资料来源：WIND

### 财务预测

单位：百万元

| 主要财务指标   | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 1,742 | 1,899 | 2,364 | 3,283 |
| 同比(%)    | 2.4%  | 9.0%  | 24.5% | 38.9% |
| 归属母公司净利润 | 203   | 228   | 275   | 452   |
| 同比(%)    | 84.2% | 12.3% | 20.5% | 64.4% |
| 毛利率(%)   | 31.6% | 31.2% | 33.9% | 37.9% |
| ROE(%)   | 15.7% | 15.9% | 17.2% | 24.2% |
| 每股收益(元)  | 0.66  | 0.74  | 0.89  | 1.46  |
| P/E (倍)  | 18.41 | 16.42 | 13.65 | 8.32  |
| P/B (倍)  | 2.91  | 2.62  | 2.35  | 2.01  |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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声明。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表          |        |        |       |       | 利润表              |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|-------|-------|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |        |        |       |       | 单位:百万元           |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2010A  | 2011E  | 2012E | 2013E | 会计年度             | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| <b>流动资产</b>    | 2,417  | 1,660  | 1,967 | 2,534 | <b>营业收入</b>      | 1,742  | 1,899  | 2,364  | 3,283  |
| 现金             | 868    | 200    | 210   | 221   | 营业成本             | 1,191  | 1,306  | 1,563  | 2,038  |
| 应收账款           | 113    | 156    | 194   | 270   | 营业税金及附加          | 23     | 23     | 40     | 56     |
| 其它应收款          | 43     | 52     | 65    | 90    | 营业费用             | 20     | 23     | 33     | 49     |
| 预付账款           | 326    | 179    | 214   | 279   | 管理费用             | 191    | 190    | 260    | 361    |
| 存货             | 1,063  | 1,073  | 1,284 | 1,675 | 财务费用             | 7      | 23     | 51     | 87     |
| 其他             | 3      | 0      | 0     | 0     | 资产减值损失           | 7      | 0      | 0      | 0      |
| <b>非流动资产</b>   | 2,404  | 3,832  | 4,083 | 4,488 | 公允价值变动收益         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 28     | 28     | 28    | 28    | 投资净收益            | 12     | 20     | 10     | 10     |
| 固定资产           | 1,473  | 2,737  | 3,756 | 4,162 | <b>营业利润</b>      | 315    | 355    | 427    | 702    |
| 在建工程           | 666    | 801    | 33    | 33    | 营业外收入            | 5      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产           | 7      | 6      | 6     | 5     | 营业外支出            | 2      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 230    | 260    | 260   | 260   | <b>利润总额</b>      | 318    | 355    | 427    | 702    |
| <b>资产总计</b>    | 4,821  | 5,492  | 6,050 | 7,022 | 所得税              | 27     | 28     | 34     | 56     |
| <b>流动负债</b>    | 1,872  | 2,408  | 2,833 | 3,489 | <b>净利润</b>       | 291    | 326    | 393    | 646    |
| 短期借款           | 499    | 1,005  | 492   | 1,423 | 少数股东损益           | 88     | 98     | 118    | 194    |
| 应付账款           | 89     | 107    | 128   | 167   | <b>归属于母公司净利润</b> | 203    | 228    | 275    | 452    |
| 其他             | 1,284  | 1,296  | 2,213 | 1,899 | EPS (元)          | 0.66   | 0.74   | 0.89   | 1.46   |
| <b>非流动负债</b>   | 1,093  | 993    | 843   | 693   | <b>主要财务比率</b>    |        |        |        |        |
| 长期借款           | 1,061  | 961    | 811   | 661   | <b>会计年度</b>      | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 其他             | 32     | 32     | 32    | 32    | <b>成长能力</b>      |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 2,965  | 3,401  | 3,676 | 4,183 | 营业收入             | 2.4%   | 9.0%   | 24.5%  | 38.9%  |
| 少数股东权益         | 563    | 661    | 779   | 973   | 营业利润             | 14.0%  | 7.7%   | 35.2%  | 55.3%  |
| 股本             | 309    | 309    | 309   | 309   | 归属于母公司净利润        | 84.2%  | 12.3%  | 20.5%  | 64.4%  |
| 资本公积           | 300    | 300    | 300   | 300   | <b>获利能力</b>      |        |        |        |        |
| 留存收益           | 589    | 704    | 841   | 1,067 | 毛利率              | 31.6%  | 31.2%  | 33.9%  | 37.9%  |
| 归属母公司股东权益合计    | 1,293  | 1,430  | 1,595 | 1,866 | 净利率              | 20.1%  | 120.1% | 220.1% | 320.1% |
| <b>负债和股东权益</b> | 4,821  | 5,492  | 6,050 | 7,022 | ROE              | 14.2%  | 15.7%  | 15.9%  | 17.2%  |
| <b>现金流量表</b>   |        |        |       |       | ROIC             | 8.8%   | 9.0%   | 12.6%  | 15.3%  |
| 单位:百万元         |        |        |       |       | <b>偿债能力</b>      |        |        |        |        |
| <b>会计年度</b>    | 2010A  | 2011E  | 2012E | 2013E | 资产负债率            | 38.1%  | 38.2%  | 37.8%  | 37.3%  |
| <b>经营活动现金流</b> | 201    | 642    | 1,245 | 87    | 净负债比率            |        |        |        |        |
| 净利润            | 291    | 326    | 393   | 646   | 流动比率             | 129.0% | 69.0%  | 69.0%  | 73.0%  |
| 折旧摊销           | 68     | 122    | 169   | 194   | 速动比率             | 72.0%  | 24.0%  | 24.0%  | 25.0%  |
| 财务费用           | 60     | 23     | 51    | 87    | <b>营运能力</b>      |        |        |        |        |
| 投资损失           | -12    | -5     | -4    | -3    | 总资产周转率           | 0.22   | 0.21   | 0.24   | 0.29   |
| 营运资金变动         | -199   | 190    | 641   | -830  | 应收账款周转率          | 15.42  | 12.17  | 12.17  | 12.17  |
| 其它             | -8     | -14    | -5    | -6    | 应付账款周转率          | 13.38  | 12.17  | 12.17  | 12.17  |
| <b>投资活动现金流</b> | -1,044 | -1,530 | -411  | -590  | <b>每股指标 (元)</b>  |        |        |        |        |
| 资本支出           | -1,049 | -1,520 | -421  | -600  | 每股收益             | 0.66   | 0.74   | 0.89   | 1.46   |
| 长期投资           | -40    | -30    | 0     | 0     | 每股经营现金流          | 0.65   | 2.08   | 4.03   | 0.28   |
| 其他             | 45     | 20     | 10    | 10    | 每股净资产            | 4.18   | 4.63   | 5.16   | 6.04   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 760    | 394    | -674  | 663   | <b>估值比率</b>      |        |        |        |        |
| 债务融资           | 730    | 333    | -663  | 781   | P/E              | 18.41  | 16.42  | 13.65  | 8.32   |
| 权益融资           | 0      | 0      | 0     | 0     | P/B              | 2.91   | 2.62   | 2.35   | 2.01   |
| 其它             | 30     | 61     | -11   | -118  |                  |        |        |        |        |
| <b>现金净增加额</b>  | -97    | -668   | 10    | 11    |                  |        |        |        |        |

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