

出售股权致使业绩略超预期

事件

大连国际公布 2011 年三季报，今年 1-9 月份公司实现营业收入 10.36 亿元、同比下滑 10.2%，营业利润 2.54 亿元、同比增长 18%，归属于股东净利润为 1.904 亿元、同比增长 45.2%，EPS 为 0.616 元。

研究结论

- **依靠投资收益，业绩略超预期：**前三季度，公司全部出售了通过增发购入的剩余大连控股 1734 万股，根据三季报披露的数据，计算的出平均出售价格在 7 元以上，共实现了 1 亿元的投资收益，占公司前三季度 2.5 亿营业利润的 40%，略超市场预期。
- **海运业务受累于二三季度低迷的干散货运输市场：**2011 年的干散货市场呈现出两头略高，中间极低的态势，特别是在二三季度，BDI 长期处于 1500 点一下，而 Handymax 期租运价也下跌到了公司成本点以下，有记录的最低成交低于 10000 美元/天，而公司部分运力的租期合约（半年和一年都有）是在运价较低时签订的，导致今年三季度整体海运业务低于预期。随着下半年 Handymax 运价逐步好转，而公司部分运力也将释放出来，从而将增加四季度以及明年上半年的整体收益。目前公司拥有 9 条运力 50.5 万 DWT，在手订单 10 条，由于运价长期不振，部分订单不排除出现延迟交付情况。
- **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，销售情况相对良好；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。
- **现金流情况逐步改善，为后续扩张带来空间：**上半年，由于房地产项目尚未销售，船舶建造速度加快，公司需通过短融券等方式来缓解公司趋紧的现金流。随着公司将大连控股的股票在高位陆续出售，房地产项目的预售款也有效回笼，公司货币资金重新充裕，为后续主业扩张带来较大空间。
- **低成本优势依然是我们看好公司的理由。**目前，航运依然还处于低位，三季度末 Handymax 平均 TCE 在 15000 美元/天左右，公司低位造船形成的 12000 美元/天左右的低成本优势依然还能够保持。随着 2013 年航运市场出现复苏，公司海运业务将有望迎来高速成长期。
- **投资建议：**我们维持公司的盈利预测，预计 11-13 年能够实现净利润 2.28、2.75、4.52 亿元，对应预计 EPS 分别为 0.74、0.89、1.46 元，现价对应 PE 估值为 11 年 13.3 倍、12 年 11.1 倍。目标价 14.36 元，维持公司“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨宝峰

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

赵俊

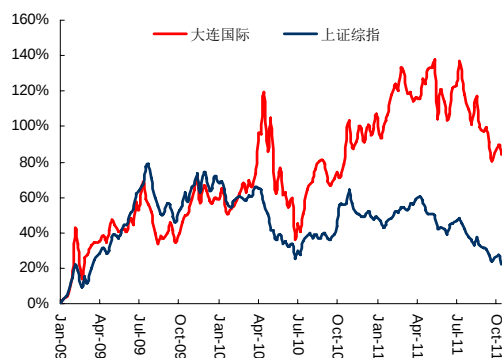
8621-63325888-5099

zhaojun1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 10 月 20 日)	9.86 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 10 月 21 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	13.32	11.08	6.75
P/B (倍)	2.91	2.12	1.91	1.63

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
流动资产	2,417	1,660	1,967	2,534	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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	利润总额	318	355	427	702
资产总计	4,821	5,492	6,050	7,022	所得税	27	28	34	56
流动负债	1,872	2,408	2,833	3,489	净利润	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	归属于母公司净利润	203	228	275	452
其他	1,284	1,296	2,213	1,899	EPS (元)	0.66	0.74	0.89	1.46
非流动负债	1,093	993	843	693	主要财务比率				
长期借款	1,061	961	811	661	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
其他	32	32	32	32	成长能力				
负债合计	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	获利能力				
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%
负债和股东权益	4,821	5,492	6,050	7,022	ROE	14.2%	15.7%	15.9%	17.2%
现金流量表					ROIC	8.8%	9.0%	12.6%	15.3%
单位:百万元					偿债能力				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债率	38.1%	38.2%	37.8%	37.3%
经营活动现金流	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	营运能力				
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
投资活动现金流	-1,044	-1,530	-411	-590	每股指标 (元)				
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
筹资活动现金流	760	394	-674	663	估值比率				
债务融资	730	333	-663	781	P/E	18.41	13.32	11.08	6.75
权益融资	0	0	0	0	P/B	2.91	2.12	1.91	1.63
其它	30	61	-11	-118					
现金净增加额	-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