

2011年10月28日

大连港

前3季度净利润下降17.5%，低于预期

持有

A

601880.SS - 人民币 3.13

目标价格: 人民币 3.12

公司2011年前3季度实现营业收入27.0亿人民币，同比增长15.3%，实现归属于母公司所有者净利润5.22亿人民币，同比下降17.5%，每股收益0.118元人民币，低于预期。公司净利润同比下降的主要原因在于，受腹地炼厂检修以及减产等因素影响油品相关业务毛利大幅下滑以及新建码头投产导致的折旧增加所致，此外贷款余额大幅增长导致财务费用增加也进一步减少公司利润。我们将公司2011-2012年的盈利预测下调至0.157元、0.173元人民币，按2012年18倍市盈率给予A股目标价3.12元，并维持评级为持有。

杜建平*

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(21)	2	(16)	-
相对新华富时A50指数(%)	(10)	(2)	(8)	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	4,426
流通股(%)	17.21
流通股市值(人民币 百万)	2,384
3个月日均交易额(人民币 百万)	22
净负债比率(%) (2011E)	59
主要股东(%)	
大连港集团有限公司	54.42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*江映德为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 受大连港油库码头多次发生火灾爆炸事故影响, 港口码头及储罐设施等受到损坏, 再加上腹地炼厂检修以及减产等因素影响, 公司油品相关业务吞吐量同比下降15.5%, 但公司油品业务在3季度出现好转迹象, 吞吐量同比小幅增长2.2%。
- 受益于省市加快大连港集装箱发展的政策支持, 前三季度公司集装箱吞吐量同比增长17.2%, 大幅高于全国平均12.6%的增速。此外其他各板块业务量均保持平稳增长。
- 公司目前在建的非募投项目总额接近100亿元, 预计未来几年仍将有持续大额的资本开支, 可能导致较高的财务费用。

评级面临的主要风险

- 宏观经济放缓导致港口货物吞吐量增速低于预期。
- 在建项目未来投产的实际盈利状况也可能低于预期。

估值

- 我们下调公司2011-12年每股收益预测至0.157元和0.173元, 并以18倍2012年市盈率给予公司A股目标价3.12元人民币, 维持评级为持有。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,683	3,337	3,576	3,838	4,146
变动(%)	6	98	7	7	8
净利润(人民币 百万)	583	813	697	768	859
全面摊薄每股收益(人民币)	0.199	0.184	0.157	0.173	0.194
变动(%)	(20.0)	(7.8)	(14.3)	10.2	11.9
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.174	0.179	0.194
调整幅度(%)	-	-	(9.5)	(3.0)	0.3
核心每股收益(人民币)	0.186	0.169	0.147	0.163	0.183
变动(%)	41.9	(9.1)	(13.1)	10.9	12.7
市盈率(倍)	15.7	17.0	19.9	18.0	16.1
核心市盈率(倍)	16.8	18.5	21.3	19.2	17.1
每股现金流量(人民币)	0.23	0.33	0.10	0.35	0.37
价格/每股现金流量(倍)	13.6	9.6	31.8	8.8	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	9.3	12.4	11.3	10.0
每股股息(人民币)	0.250	0.050	0.052	0.057	0.064
股息率(%)	8.0	1.6	1.7	1.8	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值及评级

公司 2011 年前 3 季度实现归属于母公司所有者净利润 5.22 亿人民币，同比下降 17.5%，每股收益 0.118 元人民币，低于预期。我们将公司 2011-2012 年的盈利预测下调至 0.157 元、0.173 元人民币，按 2012 年 18 倍市盈率给予 A 股目标价 3.12 元，并维持评级为**持有**。

上半年业绩摘要

公司 2011 年前 3 季度实现营业收入 27.0 亿人民币，同比增长 15.3%，而营业成本同比大幅增长 29.9%，主要是由于新建码头投产导致的折旧增加以及上年土地清算调整成本导致的低基数所致。前 3 季度实现归属于母公司所有者净利润 5.22 亿人民币，同比下降 17.5%，全面摊薄每股收益 0.118 元人民币。业绩低于预期的主要原因在于受腹地炼厂检修以及减产等因素影响油品相关业务毛利大幅下滑以及新建码头投产导致的折旧增加所致。此外，由于公司年内存在大量资本开支，所需资金来自于贷款以及发行债券，使得期末有息负债余额大幅增长并导致财务费用同比增长 93%。

图表 2.2011 年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 1-3 季度	11 年 1-3 季度	同比变动(%)
营业收入	2,342.73	2,700.30	15.3
营业费用	1,263.90	1,642.02	29.9
营业税及附加	110.10	111.21	1.0
销售及营销费用	0.00	0.00	n.a.
管理费用	244.73	275.74	12.7
财务费用	44.92	86.67	93.0
资产重估损失	0.00	0.00	-
营业成本	1,663.65	2,115.65	27.2
投资收益	94.29	100.75	6.8
营业利润	773.37	685.40	(11.4)
营业外收入	75.14	68.82	(8.4)
营业外支出	(17.09)	(1.25)	(92.7)
税前利润	831.42	752.97	(9.4)
所得税	175.24	168.64	(3.8)
税后利润	656.19	584.33	(11.0)
少数股东权益	22.33	61.66	176.1
净利润	633.85	522.67	(17.5)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.143	0.118	(17.5)
主要比率(%)			
营业利润率	46.05	39.19	
净利率	33.01	25.38	
净资产收益率	27.06	19.36	

资料来源：公司数据

图表 3.2011 年 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 3 季度	11 年 3 季度	同比变动(%)
营业收入	746.76	985.76	32.0
营业费用	359.10	580.52	61.7
营业税及附加	45.85	39.92	(12.9)
销售及营销费用	0.00	0.00	n.a.
管理费用	80.81	100.66	24.6
财务费用	10.94	49.40	351.6
资产重估损失	0.00	0.00	-
营业成本	496.70	770.51	55.1
投资收益	30.94	24.70	(20.2)
营业利润	281.01	239.95	(14.6)
营业外收入	22.14	39.75	79.5
营业外支出	(1.59)	(0.34)	(78.4)
税前利润	301.55	279.35	(7.4)
所得税	47.66	67.01	40.6
税后利润	253.90	212.34	(16.4)
少数股东权益	7.81	27.40	250.7
净利润	246.08	184.94	(24.8)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.056	0.042	(24.8)
主要比率(%)			
营业利润率	51.91	41.11	
净利率	37.63	24.34	
净资产收益率	32.95	18.76	

资料来源: 公司数据

各板块业务情况

2011 年前三季度, 除油品业务吞吐量同比下降 15.5% 外, 公司各项业务吞吐量均保持较稳定的增长, 而油品业务在 3 季度也出现好转迹象, 同比小幅增长 2.2%。受益于省市加快大连港集装箱发展的政策支持, 前三季度公司集装箱吞吐量同比增长 17.2%, 大幅高于全国平均 12.6% 的增速。此外, 汽车码头、客滚码头和杂货码头业务量也保持快速增长, 同比分别增长 41%、34.9% 和 15.4%, 而矿石码头和散粮码头受上半年自然灾害以及国内需求等因素影响增速平稳, 同比分别增长 7.1% 和 8.5%。

图表 4.上半年公司各板块业务量情况

	2011 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比变 动(%)	2011 年 前 3 季度	2010 年 前 3 季度	同比变 动(%)
油品/液体化工品码头(万吨)	967	945.8	2.20	2,889.10	3,378.50	(15.50)
集装箱码头(万 TEU)	196.7	166.1	18.50	541.3	461.8	17.20
汽车码头(辆车)	45,930	24,922	84.30	125,232	88,847	41.00
矿石码头(万吨)	788.6	783.5	0.70	2,293.10	2,141.90	7.10
杂货码头(万吨)	700.1	682.8	2.50	2,343.40	2,031.30	15.40
散粮码头(万吨)	216.8	144.9	49.60	558.8	515.2	8.50

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,683	3,337	3,576	3,838	4,146
销售成本	(875)	(1,888)	(2,194)	(2,318)	(2,488)
运营费用	(24)	15	101	82	41
息税折旧前利润	784	1,464	1,482	1,603	1,698
折旧与摊销	(251)	(543)	(637)	(658)	663
营业利润(息税前利润)	533	921	845	945	1,036
净利息收入(费用)	0	(34)	(106)	(112)	(81)
其它盈利/(亏损)	110	191	226	234	243
税前利润	643	1,078	966	1,067	1,198
所得税	(64)	(231)	(200)	(223)	(254)
少数股东损益	4	(34)	(69)	(76)	(85)
净利润	583	813	697	768	859
核心净利润	544	747	649	720	812
每股收益(人民币)	0.199	0.184	0.157	0.173	0.194
核心每股收益(人民币)	0.186	0.169	0.147	0.163	0.183
每股派息(人民币)	0.250	0.050	0.052	0.057	0.064
营收增长率(%)	6	98	7	7	8
系税前利润增长率(%)	8	73	(8)	12	10
息税折旧前利润增长率(%)	13	87	1	8	6
每股收益增长率(%)	(20)	(8)	(14)	10	12
核心每股收益增长率(%)	42	(9)	(13)	11	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	1,021	3,258	4,537	4,937	6,158
应收帐款	463	950	1,017	1,080	1,154
库存	25	54	57	61	66
其它流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	1,510	4,262	5,611	6,078	7,378
固定资产	6,077	13,547	17,947	18,328	17,924
无形资产	359	550	530	510	490
其它长期资产	3,490	4,332	4,312	4,292	4,272
长期资产合计	9,926	18,429	22,789	23,130	22,686
总资产	11,436	22,691	28,400	29,209	30,064
应付账款	553	3,404	2,568	2,763	2,994
短期债	82	1,285	1,285	1,285	1,285
其它流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	635	4,689	3,853	4,048	4,279
长期借款	3,001	4,875	10,875	10,875	10,875
其他长期负债	732	771	771	771	771
股本	2,926	4,426	4,426	4,426	4,426
储备	4,095	7,764	8,240	8,778	9,318
股东权益	7,021	12,190	12,666	13,204	13,744
少数股东权益	46	165	234	310	395
负债权益总计	11,436	22,691	28,400	29,209	30,064
每股账面价值(人民币)	2.40	2.75	2.86	2.98	3.11
每股有形资产(人民币)	2.28	2.63	2.74	2.87	2.99
每股净负债/(现金)(人民币)	0.70	0.66	1.72	1.63	1.36

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	643	1,078	966	1,067	1,198
折旧与摊销	251	543	637	658	663
净利息费用	0	34	106	112	81
营运资本变动	68	(166)	906	(128)	(152)
支付税金	(64)	(231)	(200)	(223)	(254)
其它经营现金流	(225)	184	(1,979)	81	121
经营活动产生的现金流	672	1,442	436	1,568	1,657
固定资产净采购	(776)	(1,306)	(5,000)	(1,000)	(200)
投资减少/(增加)	(154)	(1,137)	166	174	183
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(930)	(2,443)	(4,834)	(826)	(17)
净资产增加	4	2,799	0	0	0
净负债增加	876	746	1,000	0	0
支付股息	(263)	(732)	(221)	(230)	(133)
其它筹资现金流	(8)	426	4,898	(112)	(286)
筹资活动产生的现金流	608	3,239	5,677	(342)	(419)
现金余额变动	351	2,238	1,279	400	1,221
年初现金	670	1,021	3,258	4,537	4,937
公司自由现金流	(257)	(1,001)	(4,398)	742	1,640
股权自由现金流	509	(483)	(3,504)	630	1,439

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	46.6	43.9	41.5	41.8	41.0
息税前利润率	31.7	27.6	23.6	24.6	25.0
税前利润率	38.2	32.3	27.0	27.8	28.9
净利率	34.7	24.4	19.5	20.0	20.7
流动性(倍)					
流动比率	2.4	0.9	1.5	1.5	1.7
利息覆盖率	n.a.	19.6	6.7	7.0	9.5
净权益负债率(%)	29.2	23.5	59.1	53.4	42.4
速动比率	2.3	0.9	1.4	1.5	1.7
估值(倍)					
市盈率	15.7	17.0	19.9	18.0	16.1
核心业务市盈率	16.8	18.5	21.3	19.2	17.1
目标价对应核心业务市盈率	16.8	18.5	21.3	19.2	17.0
市净率	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0
价格/现金流	13.6	9.6	31.8	8.8	8.4
企业价值/息税折旧前利润	11.3	9.3	12.4	11.3	10.0
周转率					
存货周转天数	8.9	7.7	9.3	9.3	5.6
应收帐款周转天数	120.2	77.3	100.4	99.7	98.3
应付帐款周转天数	131.4	216.5	304.8	253.5	253.5
回报率(%)					
股息支付率	125.4	27.2	33.0	33.0	33.0
净资产收益率	8.5	8.5	5.6	5.9	6.4
资产收益率	4.4	4.2	2.6	2.6	2.8
已运用资本收益率	5.5	6.5	4.0	3.8	4.1

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371