

2011年8月29日

大连港

净利润同比减少12.9%，低于预期

A

持有 (↓买入)

601880.SS - 人民币 3.39

目标价格: 人民币 3.13 (↓5.20)

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(%)	(14)	(8)	(10)	-
相对新华富时A50指数(%)	(8)	(6)	(6)	-

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(%)	0
流通股市值(人民币百万)	31
3个月日均交易额(人民币百万)	39
净负债比率(%)	22
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

2011年上半年，公司完成营业收入17.1亿元，同比增长7.4%；实现归属于母公司净利润3.38亿元，同比减少12.9%；全面摊薄每股收益0.076元，业绩低于预期。业绩下滑主要是由于油品相关业务毛利下滑42%所致。上半年受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下降21%，而新油码头投产导致的折旧增加使得毛利率下滑10个百分点。除油品相关业务外，其他各部分业务均保持稳定。我们将公司2011-2012年的盈利预测下调至0.174元、0.179元人民币，下调目标价格至3.13元，并下调评级为持有。

支撑评级的要点

- 上半年受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21%，其中外贸原油进口大幅减少40.3%，而新建油码头投产导致的折旧增加使得毛利率下滑10个百分点。
- 上半年公司完成集装箱吞吐量344.6万TEU，同比增加16.5%，在大连口岸市场占有率达到99.7%。受益腹地经济增长，公司在东北地区的领先优势逐步发挥，公司集装箱吞吐量有望继续保持快速增长。
- 随着东北汽车生产基地的快速发展，汽车码头业务增长强劲。

评级面临的主要风险

- 宏观经济复苏放缓导致港口货物吞吐量增速低于预期。
- 来自周边港口的竞争。

估值

- 我们预计2011-12年每股收益为0.174元和0.179元，我们以18倍2011年市盈率将公司A股目标价由5.20人民币下调至3.13元人民币，下调评级为持有。

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	3,553	3,827	4,142
变动(%)	6	98	6	8	8
净利润(人民币百万)	583	813	770	792	857
全面摊薄每股收益(人民币)	0.199	0.184	0.174	0.179	0.194
变动(%)	(20.0)	(7.8)	(5.3)	2.8	8.2
市场预期每股收益(人民币)			0.205	0.235	0.270
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.212	0.234	0.261
调整幅度(%)	-	-	(18)	(24)	(26)
核心每股收益(人民币)	0.186	0.169	0.163	0.168	0.183
变动(%)	41.9	(9.1)	(3.3)	3.0	8.7
市盈率(倍)	17.0	18.5	19.5	19.0	17.5
核心市盈率(倍)	18.2	20.1	20.8	20.2	18.5
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)	14.8	10.4	33.3	9.7	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.3	10.1	9.8	8.6	7.6
每股股息(人民币)	0.250	0.050	0.057	0.059	0.064
股息率(%)	7.4	1.5	1.7	1.7	1.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

估值及评级

受腹地炼厂检修以及减产等因素影响，公司油品业务吞吐量同比大幅下滑，而新建码头投产带来的折旧增加使得毛利率出现下滑，上半年公司净利润同比减少 12.9%，低于预期。我们预计公司 2011-12 年每股收益为 0.174 元和 0.179 元，我们以 18 倍 2011 年市盈率，将 A 股目标价下调至 3.13 元人民币，下调评级为 **持有**。

上半年业绩摘要

2011年上半年，公司完成营业收入 17.1 亿元，同比增长 7.4%；而营业成本同比大幅增长 17.3%，主要是由于新建码头投产导致的折旧增加所致。上半年公司实现归属于母公司净利润 3.38 亿元，同比减少 12.9%；全面摊薄每股收益 0.076 元，业绩低于预期。整体来看，业绩下滑主要源于占公司毛利 1/4 的油品相关业务毛利下滑 42%。

图表 2.2011 年上半年业绩摘要

(人民币，百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动%
营业收入	1,595.97	1,714.54	7.4
营业费用	904.80	1,061.50	17.3
营业税及附加	64.25	71.29	11.0
销售及营销费用	-	-	n.a.
管理费用	163.92	175.07	6.8
财务费用	33.98	37.28	9.7
资产重估损失	-	-	-
营业成本	1,166.95	1,345.14	15.3
投资收益	63.35	76.05	20.1
营业利润	492.37	445.45	(9.5)
营业外收入	53.01	29.07	(45.2)
营业外支出	(15.50)	(0.91)	(94.1)
税前利润	529.87	473.62	(10.6)
所得税	127.58	101.63	(20.3)
税后利润	402.29	371.99	(7.5)
少数股东权益	14.52	34.27	136.0
净利润	387.77	337.73	(12.9)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.09	0.076	(12.9)
主要比率(%)			
营业利润率	43.31	38.09	
净利率	30.85	25.98	
净资产收益率	24.30	19.70	

资料来源：公司数据

图表 3.2011 年二季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年二季度	2011 年二季度	同比变动%
营业收入	834.68	967.95	16.0
营业费用	458.43	584.03	27.4
营业税及附加	33.64	41.36	23.0
销售及营销费用	-	-	n.a.
管理费用	92.06	102.90	11.8
财务费用	12.01	21.50	79.0
资产重估损失	-	-	-
营业成本	596.14	749.79	25.8
投资收益	35.87	33.61	(6.3)
营业利润	274.41	251.77	(8.2)
营业外收入	41.34	16.28	(60.6)
营业外支出	(14.65)	(0.66)	(95.5)
税前利润	301.10	267.40	(11.2)
所得税	75.95	55.28	(27.2)
税后利润	225.14	212.12	(5.8)
少数股东权益	9.57	31.74	231.8
净利润	215.57	180.39	(16.3)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.05	0.04	(16.3)
主要比率(%)			
营业利润率	45.08	39.66	
净利率	32.88	26.01	
净资产收益率	25.83	18.64	

资料来源：公司数据

各板块业务情况

油品相关业务方面，上半年其毛利大幅下滑 41.6%。受国际油价高企、国内外油价倒挂等因素影响，公司腹地大量炼厂检修，且复产后采取“减产减亏”的策略，影响公司油品业务吞吐量。而在“7.16”事故中受损的储罐设施未完全恢复也进一步影响油品相关业务，上半年公司油品相关业务吞吐量同比减少 21%，其中外贸原油吞吐量大幅下降 40%；而新油码头投产导致的折旧增加使得毛利率下滑 10 个百分点。

集装箱相关业务毛利增长 1.7 倍，主要在于公司募资收购的大连集装箱码头有限公司纳入范围所致。上半年公司完成集装箱吞吐量 344.6 万 TEU，同比增加 16.5%，在大连口岸市场占有率达 99.7%。受益腹地经济增长，公司在东北地区的领先优势逐步发挥，公司集装箱吞吐量有望继续保持快速增长。

上半年，公司矿石码头吞吐量同比增长 10.7%，杂货码头吞吐量同比增长 21.9%，受益于吞吐量增长以及费率的上调，公司矿石和杂货相关业务毛利同比分别增长 43.7% 和 56%。

图表 4. 上半年公司各板块业务情况

	收入	成本	毛利	毛利同比
油品/液体化工品码头及相关物流业务	390.32	216.22	174.11	(41.6)
集装箱码头及相关物流业务	346.73	229.37	117.36	171.2
矿石码头及相关物流业务	139.57	94.68	44.89	43.7
杂货码头及相关物流业务	175.35	156.11	19.24	56.0
散粮码头及相关物流业务	157.47	78.10	79.37	8.4
客运滚装码头及相关物流业务	46.20	26.56	19.64	24.6
港口增值与支持业务	400.93	243.39	157.53	(7.4)
未分配项目	57.97	17.07	40.90	(13.3)
合计	1,714.54	1,061.50	653.04	(5.5)

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	3,553	3,827	4,142
销售成本	(875)	(1,888)	(2,128)	(2,294)	(2,484)
运营费用	(24)	15	83	63	20
息税折旧前利润	784	1,464	1,508	1,596	1,678
折旧与摊销	(251)	(543)	(616)	(637)	(641)
营业利润(息税前利润)	533	921	892	959	1,037
净利润收入/(费用)	0	(34)	(45)	(92)	(86)
其它盈利/(亏损)	110	191	226	234	243
税前利润	643	1,078	1,073	1,102	1,194
所得税	(64)	(231)	(227)	(232)	(253)
少数股东损益	4	(34)	(76)	(78)	(85)
净利润	583	813	770	792	857
核心净利润	544	747	723	744	809
每股收益(人民币)	0.199	0.184	0.174	0.179	0.194
核心每股收益(人民币)	0.186	0.169	0.163	0.168	0.183
每股派息(人民币)	0.250	0.050	0.057	0.059	0.064
营收增长率(%)	6	98	6	8	8
系税前利润增长率(%)	8	73	(3)	8	8
息税折旧前利润增长率(%)	13	87	3	6	5
每股收益增长率(%)	(20)	(8)	(5)	3	8
核心每股收益增长率(%)	42	(9)	(3)	3	9

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	3,311	4,380	5,464
应收帐款	463	950	1,012	1,077	1,153
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	4,379	5,519	6,683
固定资产	6,077	13,547	13,268	12,971	12,688
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	18,110	17,773	17,450
总资产	11,436	22,691	22,489	23,292	24,134
应付账款	553	3,404	2,578	2,764	2,991
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	3,863	4,049	4,276
长期借款	3,001	4,875	4,875	4,875	4,875
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	8,313	8,851	9,381
股东权益	7,021	12,190	12,739	13,277	13,807
少数股东权益	46	165	242	320	405
负债权益总计	11,436	22,691	22,489	23,292	24,134
每股账面价值(人民币)	2.40	2.75	2.88	3.00	3.12
每股有形资产(人民币)	2.28	2.63	2.76	2.88	3.01
每股净负债/(现金)(人民币)	0.70	0.66	0.64	0.40	0.16

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	1,073	1,102	1,194
折旧与摊销	251	543	616	637	641
净利息费用	0	34	45	92	86
营运资本变动	68	(166)	891	(116)	(147)
支付税金	(64)	(231)	(227)	(232)	(253)
其它经营现金流	(225)	184	(1,948)	58	111
经营活动产生的现金流	672	1,442	450	1,541	1,633
固定资产净采购	(776)	(1,306)	(300)	(300)	(300)
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)	(134)	(126)	(117)
净资产增加	4	2,799	0	0	0
净负债增加	876	746	0	0	0
支付股息	(263)	(732)	(221)	(254)	(136)
其它筹资现金流	(8)	426	(42)	(92)	(296)
筹资活动产生的现金流	608	3,239	(263)	(346)	(431)
现金余额变动	351	2,238	53	1,069	1,084
年初现金	670	1,021	3,258	3,311	4,380
公司自由现金流	(257)	(1,001)	316	1,415	1,516
股权自由现金流	509	(483)	271	1,323	1,304

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	42.4	41.7	40.5
息税前利润率	31.7	27.6	25.1	25.1	25.0
税前利润率	38.2	32.3	30.2	28.8	28.8
净利率	34.7	24.4	21.7	20.7	20.7
流动性(倍)					
流动比率	2.4	0.9	1.1	1.4	1.6
利息覆盖率	n.a.	19.6	8.5	8.3	9.0
净权益负债率(%)	29.2	23.5	21.9	13.1	4.9
速动比率	2.3	0.9	1.1	1.3	1.5
估值(倍)					
市盈率	17.0	18.5	19.5	19.0	17.5
核心业务市盈率	18.2	20.1	20.8	20.2	18.5
目标价对应核心业务市盈率	16.8	18.5	19.2	18.6	17.1
市净率	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
价格/现金流	14.8	10.4	33.3	9.7	9.2
企业价值/息税折旧前利润	12.3	10.1	9.8	8.6	7.6
周转率					
存货周转天数	8.9	7.7	9.5	9.4	5.6
应收账款周转天数	120.2	77.3	100.7	99.6	98.3
应付账款周转天数	131.4	216.5	307.2	254.7	253.6
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	6.2	6.1	6.3
资产收益率	4.4	4.2	3.1	3.3	3.4
已运用资本收益率	5.5	6.5	5.1	5.1	5.3

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，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刊载或转发的，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

英国伦敦嘉能街 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