

大连港 (601880)

公司研究/深度报告

坐拥东北·展望东北亚，铸造全新贸易港

民生精品---深度研究报告/交通运输业

2012年10月16日

报告摘要：

● 世界海港进入新阶段，大连港发展第三代港口优势明显

目前，世界主要港口中第二代港口发展的主流，但随着经济全球化、市场国际化和信息网络化，一些大型港口已经开始向第三代港口转型。大连港具备五大先天优势，发展第三代海港物流型港口方面优势明显。

● 坐拥东北，展望东北亚

港口的发展与腹地经济的发展密不可分。我国东北地区在粮食、装备制造业方面具备巨大优势，货运需求将随之大幅攀升。而大连港处于东北亚经济圈的中心，是该区域进入太平洋，面向世界的海上门户，地理优势使得大连港充分受益东北亚的高速增长。

● 具备便捷顺畅的立体式集疏运系统网络

(1) 水运方面，大连港位于国际区域性主干航线，处于东北地区通往东北亚以及太平洋主干航线的前沿；(2) 公路方面，有沈大高速公路与东北地区国家公路网络相连接，经东北铁路网和公路网、及西伯利亚大铁路，成为欧亚大陆桥的起点；(3) 空运方面，大连市拥有周水子国际机场，其旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次三大运输生产指标已连续14年位居东北民用机场首位；(4) 铁路方面，有哈大铁路正线与东北地区发达的铁路网络相连接。

● 多项业务处于东北垄断地位，其中汽车、集运及粮食码头成长空间巨大

大连港具有亚洲最先进的散装液体化工产品转运基地，国内最大、最先进的30万吨级矿石专用卸船泊位，东北三省90%以上的外贸集装箱、100%的汽车吞吐量，东北三省和内蒙古地区粮食进出口的主要集散地；此外，大连港国际邮轮中心正在快速建设中，全年已有10余艘国际大型邮轮停靠。

● 转型贸易港，给予公司“谨慎推荐”评级

考虑到目前公司的净利润率较为稳定，我们预计公司12至14年收入分别为40.96、45.24及54.34亿元，净利润分别为6.96、7.69、9.24亿元，增速分别为4%、10%、20%；相应12-14年全面摊薄的EPS分别为0.16、0.17、0.21元，对应PB为0.89、0.84、0.79倍。公司正在向贸易型港口转型，市净率低于港口类上市公司的平均水平，当前股价超跌，给予“谨慎推荐”评级，目标价为3.7元。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	3,955	4,096	4,524	5,434
增长率（%）	18.53%	3.55%	10.45%	20.11%
归属母公司股东净利润（百万元）	666	696	769	924
增长率（%）	-18.06%	4.40%	10.51%	20.22%
每股收益（元）	0.15	0.16	0.17	0.21
PE	19.27	18.39	16.64	13.84
PB	/	0.89	0.84	0.79

资料来源：民生证券研究院

谨慎推荐

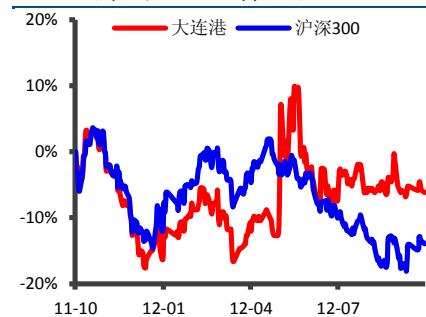
维持评级

合理估值：3.7元

交易数据 (2012-10-15)

收盘价	2.89
近12个月最高/最低	3.42/2.41
总股本（百万股）	4426.00
流通股本（百万股）	1871.01
流通股比例	42.27%
总市值（亿元）	127.91
流通市值（亿元）	54.07

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：孙洪湛

执业证号：S0100512070004

电话：(8610)8512 7513

Email: sunhongzhan@mszq.com

研究助理：于杰

电话：(8610)8512 7513

Email: yujie@mszq.com

相关研究

目录

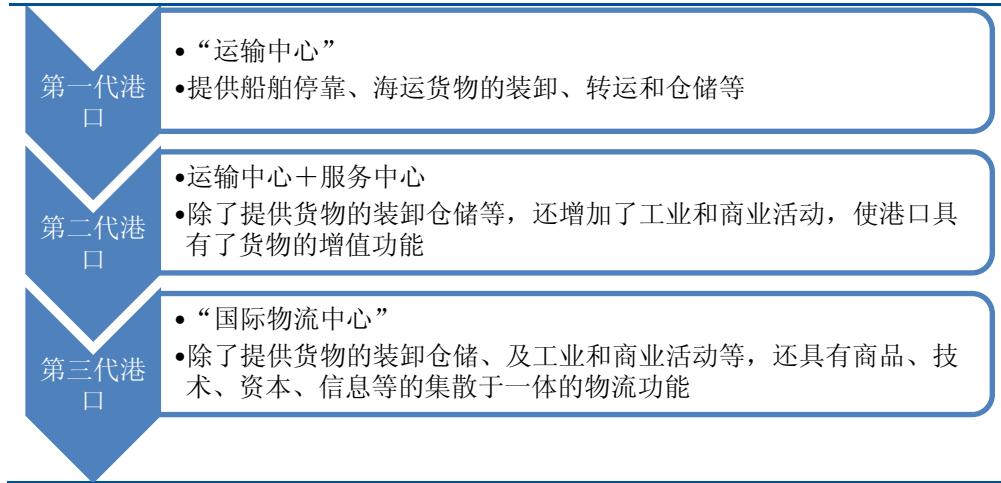
一、大连港将成为第三代港口的典范.....	3
(一) 世界港口正在向以“海港物流”为核心的第三代转型	3
(二) 大连港具备发展第三代港口的天然优势	3
1、货源充足的广阔经济腹地.....	3
2、优越的地理位置、四通八达的集疏运网络.....	4
3、发达的金融中心和贸易中心.....	4
4、开放和完善的政策法律环境.....	4
5、良好的港口条件和完善的港口设施.....	4
二、坐拥东北，展望东北亚	4
(一) 腹地优势显著.....	4
1、腹地优势之一：天下粮仓.....	4
2、腹地优势之二：共和国装备部.....	5
3、腹地优势之三：发达的金融中心和贸易中心.....	6
4、腹地优势之四：开放和完善的政策法律环境.....	7
(二) 辐射世界经济增长最快区域——东北亚	7
三、优越的地理位置及集疏运网络.....	8
(一) 优越的地理位置	8
(二) 四通八达的集疏运网络	9
四、主营业务优势显著，汽车、散粮和集装箱高速增长.....	10
(一) 油品及液体化工码头亚洲最先进	10
(二) 散杂货码头连接世界	10
(三) 矿石码头可靠泊世界上所有适航船舶	11
(四) 集装箱码头垄断东北三省	12
(五) 汽车码头成长空间最大	12
(六) 粮食码头受益于“北粮南运”	13
(七) 客运及邮轮中心有望成为新的亮点	13
五、盈利预测：EPS 0.16 至 0.21 元，PB 0.89 至 0.79 倍	15
(一) 汽车业务 12-14 年收入增速 100%、50%、40%	15
(二) 粮食业务 12-14 年收入增速 17%、22%、25%	15
(三) 矿石业务 12-14 年收入增速 4%、5%、6%	15
(四) 集装箱业务 12-14 年收入增速 19%、24%、29%	15
(五) 客滚业务 12-14 年收入增速 8%、10%、15%	16
(六) 油品业务 12-14 年收入增速-3%、5%、10%	16
六、估值与结论：市净率超低，给予“谨慎推荐”评级.....	16
插图目录	19
表格目录	19
分析师与联系人简介	20

一、大连港将成为第三代港口的典范

(一) 世界港口正在向以“海港物流”为核心的第三代转型

目前，世界主要港口中第二代港口发展的主流，但随着经济全球化、市场国际化和信息网络化，一些大型港口已经开始向第三代港口转型。

图 1：三代港口的转型轨迹



资料来源：民生证券研究院

(二) 大连港具备发展第三代港口的天然优势

从大连海港物流建设进展、及得天独厚的交通优势等方面来看，公司在发展第三代海港物流型港口方面优势明显：

图 2：大连港发展第三代港口的天然优势



资料来源：民生证券研究院

1、货源充足的广阔经济腹地

大连是东北亚重要国际航运中心，经济腹地广阔，而且有良好的外向型产业结构，以此保

证有源源不断的国际贸易运量，从而对国际航运中心的运行提供坚实的支撑。东北三省曾经号称“共和国装备部”和“天下粮仓”，随着东北老工业基地的重振，腹地经济成长空间巨大。

2、优越的地理位置、四通八达的集疏运网络

大连港位于国际区域性主干航线，其处于东北地区通往东北亚以及太平洋主干航线的前沿，也是东北亚区域的地理中枢，具有很强的区位优势。大连具备铁路、公路、水运、航空等各种运输方式的相互配合，组成一个捷便顺畅的立体集疏运系统，各类货物迅速与准时地分拨与配送。对国内外跨国营运的制造商、销售商、供应商具有强烈的吸引力和良好的服务功能。

3、发达的金融中心和贸易中心

世界上现有的国际航运中心，同时都是著名的国际金融中心和国际贸易中心。例如伦敦、纽约、新加坡、香港、上海等城市都拥有发达的国际金融业。大连作为入世后首批金融开放的四个城市之一，已有 40 个左右的外资金融机构、国内三大商品期货交易所之一，已经成为东北地区的重要金融中心。

4、开放和完善的政策法律环境

大连接按照逐步建设自由港的政策取向，辟设港区一体化的保税港区、自由贸易区和自由加工区，给人、货、船和各类资金的进出提供最大的方便。大连在这方面正在积极推进，建设了一个有利于物资流、资金流、信息流、人才流顺畅便捷通过和交易的政策软环境。

5、良好的港口条件和完善的港口设施

大连港具备上百个深浅配套、功能齐全的泊位，特别是有 16 米或 16 米以上的深水码头和深水航道。同时，港口还必须有现代化的、高效率的装卸设施；有现代化的导航系统与通信设施；有相当规模的修造船场所；有充裕的生活娱乐设施和完善的后勤补给基地。

二、坐拥东北，展望东北亚

港口的发展与腹地经济的发展密不可分。东北经济正进入高速发展阶段，货运需求将随之大幅攀升，而大连港凭借着不可替代的地理优势将成为腹地经济快速发展的直接受益者。

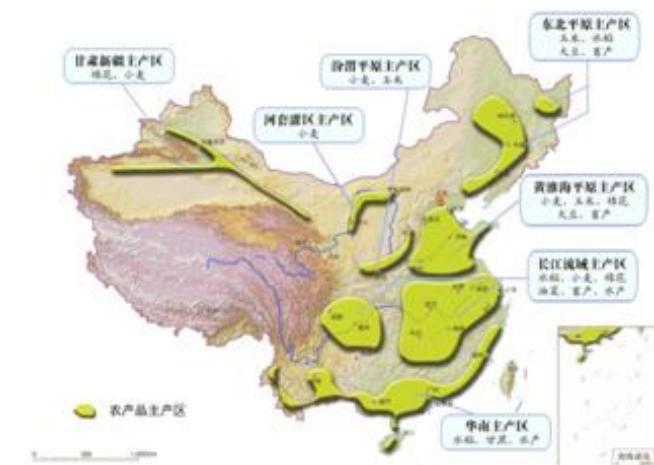
(一) 腹地优势显著

1、腹地优势之一：天下粮仓

2011 年东北三省粮食产量为 2155 亿斤，占全国粮食产量的 18.9%。中国粮食年物流量约 2 亿吨，跨省区物流量约为 1.2 亿吨，其中东北地区年流出量约 5700 万吨。东北已成为名副其实的最大粮食流出地。东北粮食主产区的粮食由铁路、公路运至辽宁港口装船下海，经水路运往东南沿海，并与京津、陇海等粮食陆路运输通道，长江、珠江等水路运输通道相连接。

目前，东北地区正在形成“东中西”三条粮食外运通道：中路以哈大铁路连接大连、营口港；东路以东北东部铁路连接丹东港；西路蒙东、辽西等地的粮食，通过铁路和公路，进入锦州、盘锦港。其中，大连北良港定位为“北粮南运”的枢纽，将发展为东北亚重要的粮油食品转运深加工基地。大连港则集中精力发展粮食大宗贸易，其粮食吞吐量目前占到本港口总吞吐量的 5%。

图 3: 中国农业主产区布局



资料来源：民生证券研究院

根据国家发展改革委、国家粮食局 2012 年发布的《粮食行业“十二五”发展规划纲要》，到 2015 年，全面打通“北粮南运”主通道。即将通车运营的哈大高铁，每年将释放既有线路 5000 万至 6000 万吨的货运能力，以往线路繁忙紧张的状况将明显改观。对于东北粮食外运来说，无疑是打通了一条主动脉，并为大连、营口等港口提供了更为充沛的货源。

2. 腹地优势之二：共和国装备部

装备制造业是为国民经济各行业提供技术装备的基础产业。东北地区是我国主要的装备制造基地，曾被称作“共和国的装备部”，集中了一大批重点骨干企业及配套企业。目前世界产业转移的重点是装备制造业和重化工业，这一趋势刚好与东北三省的行业优势不谋而合。装备制造业是东北的传统优势产业，其成套装备产品研发、制造能力居国内领先水平，重型装备产品在国内具有不可替代的地位。

表 1: 东北三省的优势产业

省别	在全国具有优势的行业	在全国具有一定基础的行业	优势企业	优势产品
辽宁	水轮机、冷冻设备、微电机、诊断器材和电真空器件，机器人、数控机床、环保机械、小客车和计算机整机制造业（其中造船业 2004 年突破 190 万吨，产能占全国 1/3，世界的 3%~4%；机床产值 100 亿元，占全国的 26% 左右；内燃机车、冷冻设备、风动工具产量居全国第 1，石油设备第 2，数控机床第 3）	车用柴油发动机、远洋运输船舶、铁路机车及铁路设备、轴承等行业	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 沈阳机床集团为全国最大的机床开发制造商，进入世界机床行业 15 强； ✓ 大连机床集团公司跻身世界机床业销售排名 20 强； ✓ 大森数控占国内中等数控系统 21.6% 市场份额； ✓ 瓦轴集团主要经营指标在中国轴承行业排名第 1，世界第 15 位； ✓ 大连冰山集团、大连重工起重集团为同行业的最大工业企业； ✓ 沈阳鼓风机股份有限公司国内市场占有率已达到 50% 以上； ✓ 沈阳机车车辆有限责任公司是亚洲最大的货车生产基地； ✓ 大连机车车辆有限公司的规模产量在国内具有绝对优势，且在国际上也处于前 	超高压输变电设备；千万吨级露天煤矿采矿设备、大型全断面隧道掘进机；30 万吨油轮；高吨位大型起重机；4 万空分装置用压缩机组；大功率内燃机车和蒸汽机车；歼击机、导弹、舰艇；高速加工中心、数控机床及数控系统、组合机床；铁路机车；燃气轮机；环保设备；大中型轴承；低速大功率柴油机；嵌入式软件系统、机

			<ul style="list-style-type: none"> ✓ 列, 内燃机车出口占全国总量的 80%以上; ✓ 大连新船重工集团是我国最大的造船企业, 进入国际造船企业前 30 强; ✓ 新松公司开发的机器人已有 4 大类、10 余种, 成为我国为数不多的能与国外公司抗衡的装备产品 	器人及自动化生产线、数字化医疗影响设备等
吉林	小轿车、其他铁路运输设备、载重汽车制造业（其中吉林汽车工业销售收入占全国的 13%左右）	机车车辆、汽车零部件及配件、渔业机械、手术机械、其他金属加工机械、工业用电炉制造业等行业	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 一汽集团是全国最大的汽车生产基地, 拥有六大系列产品, 销售占国内市场份 18%, 在吉林省占总产量的 54%, 轿车市场占有率位居国内第 2 位, 中重型车占国内第 1 位, 轻微型车位居同行业前 5 位 	重、中、轻、轿等汽车整车；电线束、消音器、变速箱控制单元、精锻连杆、仪表板总成等汽车零部件；光学仪器；联合收割机等
黑龙江	发电机制造业、货车制造业、汽轮机制造业（其中大型火电和水电装备分别占全国市场的 33% 和 50%）	飞机制造业、冶金工业专用设备制造业、锅炉制造业、机械化农机具制造业、微型汽车制造业、切割工具制造业等行业	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 哈电站集团年产水电 2000MW、火电 4500MW, 是我国最大的发电设备和舰船动力装置制造基地; ✓ 哈飞集团汽车年产能 30 万辆, 在全国微型汽车行业排列第 1; ✓ 东安微型发动机年产 35 万台, 市场占有率为全国第 1; ✓ 一重集团热壁加氢反应器达到千吨级 	600MW 超临界汽轮发电机组、大型抽水蓄能机组、300MW 大型循环流化床锅炉；大功率采煤机、大型连轧、锻压设备；精密轴承、量仪等

资料来源：民生证券研究院

由于装备制造产品多为大件或超大件, 从产地到市场运输困难, 且成本压力大, 许多东北装备制造企业开始将生产逐渐向运输便利的沿海地区转移, 并已形成规模。大连湾临海装备制造业聚集区是辽宁沿海经济带建设中的重要节点, 是大连“两区一带”战略布局中的重要组成部分。作为辽宁沿海经济带产业重点规划发展中的船舶与海洋工程装备、石化装备、核电等装备产业的主要承载区, 大连湾集中了大连市重大装备行业近 80% 的产能。

3、腹地优势之三：发达的金融中心和贸易中心

(1) 大连是东北地区的金融中心和外汇结算中心

大连处于东北亚经济区和环渤海经济圈的重要区域, 是中国加入 WTO 后确定的首批金融开放城市。目前, 大连已经成为东北地区金融机构种类最全、密度最大、开放度最高的金融中心城市。现有全国性及功能性金融总部 18 家, 各类金融机构 229 家, 金融机构资产总额超 1.3 万亿元, 与世界 150 多个国家和地区建立结算网络。大连已连续 3 年被评为中国最佳金融生态城市, 主要金融指标稳居中国东北地区首位。

大连拥有中国东北地区和环渤海经济圈唯一的衍生品交易所——大连商品交易所。目前, 大连商品交易所的年成交量突破 8 亿手, 年成交额超 42 万亿元, 市场规模逐年递增 50% 左右, 已成为全球重要的农产品、油脂油料和化工产品期货市场之一, 为推动大连区域性金融中心建设发挥了不可替代的重要作用。

(2) 大连将成为东北亚国际贸易中心城市

大连市实际使用外资规模位列全国城市第三位、副省级城市首位。外贸进出口占辽宁省的62%、东北地区的40%。19个沿海经济带重点区域引进外资项目占全省42个园区的73.2%，实际使用外资占全省42个园区的82.6%。

大连市“十二五”期间将形成全域开放新格局：5年计划引进500强等跨国公司投资项目100项以上，进出口货物贸易总额规划预期目标1000亿美元，年均增长15%；外贸出口达到500亿美元，年均增长15%；国际服务贸易总额年均增长20%，离岸服务外包合同额、执行金额年均增长30%。2011至2015年间，大连将加快沿海经济带开发开放，设立“长兴岛特殊试验区”，全面建设区域性国际贸易中心，力争成为东北亚国际贸易中心城市。

4、腹地优势之四：开放和完善的政策法律环境

保税区是一国海关设置的或经海关批准注册、受海关监督和管理的可以较长时间存储商品的区域。是经国务院批准设立的、海关实施特殊监管的经济区域，是我国目前开放度和自由度最大的经济区域，享受着国家特殊的优惠政策。大连大窑湾保税港区于2006年8月31日经国务院正式批准设立，大连保税物流园区于2004年8月16日获得国务院批准，2004年11月24日，大连保税区物流园区通过国务院联合验收组正式验收。

表2：保税区的政策优势

项目	保税区	非保税区
海关管理	货物从境外运入保税区或从保税区运往境外，免进口税，免许可证；	只是对保税仓库或保税工厂实行保税制度；
	货物从保税区运往国内非保税区，视同进口；货物从国内非保税区运入保税区，视同出口；	国外货物到达口岸后必须办理进口手续；国内货物离开口岸必须办理出口手续；
	区内企业与海关实行电脑联网，货物进出采取EDI电子报关。	只有少数大企业实行EDI电子报关。
	以《保税区海关监管办法》为法规保障。	
外汇管理	外汇收入可以存入区内金融机构，也可以卖给区内指定银行；	经常性外汇收入必须卖给指定银行；
	无论是内资企业，还是外商投资企业，均可以按规定开立外汇账户；不办理出口收汇和进口付汇核销手续；	内资企业未经批准不得保留外汇账户；企业必须办理出口收汇和进口付汇核销手续；
	经常项目下的外汇开支，中资企业和外商投资企业实行统一的管理政策，由开户银行按规定办理。	内资企业在结、售汇等方面都与外商投资企业有区别。
	以《保税监管区域外汇管理办法》为法规保障。	

资料来源：民生证券研究院

大连保税区采取一系列的优惠政策：大连保税区比照国际惯例，实行“境内关外”管理模式，享受免税、保税等优惠政策；境内外的经济法人和自然人可在保税区、设立外商独资、中外合资(合作)、港澳台资以及内资等企业；企业类别包括贸易公司、加工企业、仓储企业、物流分拨企业、商业服务企业及金融机构等。

(二) 辐射世界经济增长最快区域——东北亚

东北亚六国陆海相连，拥有2800多平方公里的国土和17亿人口，经济总量占全球五分之一，在能源、资源、资金、技术等方面互补性强，合作潜力巨大。“十二五”规划提出把黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古建成面向东北亚开放的重要枢纽，最近又发布了中国东北地区面向东北亚区域开放规划纲要，为本地区经济合作带来了新的机遇。

由于东北亚生产要素和产业结构的互补，区域内经济相对繁荣，成为世界经济增长最快的

地区之一。中日韩之间贸易总额已从 1999 年的 1300 多亿美元增至 2011 年的 6900 多亿美元，增长了 4.3 倍。与此相适应，东北亚各国在世界的地位也将不断提高。

表 3：东北亚国家的资源优势

国家	主要资源优势	主要资源劣势
俄罗斯远东地区	石油天然气、森林、煤炭、金属、水力	农业自然条件恶劣
中国东北地区	石油、煤炭、焦炭、森林	人均资源量低，森林和水力偏紧
日本	农业自然资源、水产、水力	石油和工业原材料短缺
蒙古	牧草、煤炭、萤石、磷矿	水力和金属资源紧张
韩国	煤、石墨、钨、水产、水力	石油和工业原材料短缺
朝鲜	铁矿、水力、森林	石油、农业资源短缺

资料来源：民生证券研究院

表 4：东北亚国家的面积和人口

国家	面积（万平方公里）	人口（万）
俄罗斯远东地区	约 700	约 800
中国东北地区	79	10655
日本	37.78	12678
蒙古	156.65	245
韩国	9.93	4685
朝鲜	12.28	2355

资料来源：民生证券研究院

表 5：东北亚国家的经济总量和贸易总量（2011 年）

国家	经济总量（十亿美元）	贸易总额（十亿美元）
俄罗斯	1850.40	845.84
中国东北地区	724.23	123.07*
日本	5955.39	1700.13
蒙古	6.12*	6.52*
韩国	1114.65	1079.63
朝鲜	29.04*	4.17*

资料来源：民生证券研究院，注：*表示 2010 年数据

三、优越的地理位置及集疏运网络

得益于出色的区位优势及优越的自然条件，大连港被誉为“中国北方距离世界最近的港口”、“东北地区距离东北亚地区最近的海上通道”，也是中国南北水陆的交通运输枢纽。

（一）优越的地理位置

大连港位于辽东半岛最南端的大连湾内，地处于渤海湾入口战略位置，港阔水深，具备建-25 米深水码头的条件，常年不冻不淤，可实现全年港区作业，是具备得天独厚优势的天然深水良港，可满足各种不同船型船舶的靠泊需要，并具有超大型油轮、第五代以上集装箱船舶的接纳能力。

图 5: 大连优越的地理优势


资料来源：民生证券研究院

(二) 四通八达的集疏运网络

大连港交通便利，具备便捷顺畅的立体式集疏运系统网络。

(1) 水运方面，大连港位于国际区域性主干航线，其处于东北地区通往东北亚以及太平洋主干航线的前沿；

(2) 公路方面，有沈大高速公路与东北地区国家公路网络相连接。经东北铁路网和公路网，大连港可通过西伯利亚大铁路，成为欧亚大陆桥的起点；

(3) 空运方面，腹地大连市拥有大连周水子国际机场，其旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次三大运输生产指标已连续 14 年位居东北民用机场首位；

(4) 铁路方面，有哈大铁路正线与东北地区发达的铁路网络相连接。大连口岸拥有 5 条集装箱班列，每周 42 班上下对开的集装箱班列，形成了以大连港为转运中心，以大连到哈尔滨、长春、沈阳、延吉地区铁路运输干线为骨架，辐射内陆主要城市的海铁联运运输网络服务体系，日接卸火车可达 800 辆以上，通过铁路疏运货物超过 80%。大连港在沈阳班列上推出海铁联运直通关的操作模式，提供海铁联运一站式的全程服务，客户可享受到一次报关、一次托运、一次结算等优质服务。

表 6: 大连铁路资源

班列	班期	运距	运行时间
*沈阳	天天班，车组固定	394 公里	全程运行约 12 小时
延吉	周二、周五对开	1176 公里	全程运行约 38 小时
*长春南（长春、长春东）	周一、周四对开	704 公里	全程运行约 26 小时
*哈尔滨	周二、周四、周六对开	911 公里	全程运行约 28 小时

通辽	视货源情况开行	714 公里	全程运行约 3 天
满洲里	视货源情况开行	1804 公里	全程运行约 4-5 天

资料来源：民生证券研究院

依托于水运、铁路、公路、航空等多种运输方式相互配合、联动，目前大连港已形成一个中心明确、边界顺畅的水、陆、空立体综合集疏运输网络。

四、主营业务优势显著，汽车、散粮和集装箱高速增长

大连港位于西北太平洋的中枢，是转运远东、南亚、北美、欧洲货物最便捷的港口。大连港是东北亚经济圈进入太平洋、面向世界的海上门户。港口自由水域 346 平方公里，陆地面积 10 与余平方公里；现有港内铁路专用线 150 余公里、仓库 30 余万平方米、货物堆场 180 万平方米、各类装卸机械千余台；拥有 80 余个现代化专业泊位，其中万吨级以上泊位 40 多个。

(一) 油品及液体化工码头亚洲最先进

大连港湾液体储罐码头有限公司由大连港股份和挪威奥德菲尔集团公司共同投资组建，主要从事液体化工产品转运。大连港是亚洲最先进的散装液体化工产品转运基地。大连港油品码头主要从事原油，成品油及液体化工品装、卸、仓储服务等方面业务，具备水路、管道、铁路、公路四位一体的集疏运服务优势。

大连港油品码头现有原油储罐 35 座，共 350 万立方米；成品油储罐 39 座，储存能力 36.8 万立方米，以及液体化工品储罐 51 座，11.975 万立方米；总储存能力达到 398.8 万立方米。

图 6：长兴岛新原油码头



资料来源：民生证券研究院

(二) 散杂货码头连接世界

大连港杂货码头是东北地区重要的水陆枢纽。下设大连湾、大港、黑嘴子三个作业区，经营管理庄河港码头及国电电力庄河电厂码头。大连港杂货码头公司与世界上 40 多个国家和 120 个地区港口建立了海上经贸航运往来关系。

大连港杂货码头现有生产泊位 28 个(其中 5 万吨以上散杂货 10 个、煤炭专用泊位 1 个)，

年通过能力可达 2000 万吨；库场总面积 137 万平方米（其中仓库 34 座，建筑面积 30 万平方米），一次性堆存量可达 120 万吨。大连港杂货码头拥有各种装卸机械 300 多台，45 吨龙门吊、50 吨轮胎吊、40 吨门机等世界一流的港口装卸机械设备，可满足不同货种的装卸服务。公司主要装卸货种有钢铁、煤炭、粮食、木材、非矿等，年吞吐量已达 1700 多万吨。

图 7：大连港散杂货码头



资料来源：民生证券研究院

（三）矿石码头可靠泊世界上所有适航船舶

大连港是中国东北地区承接进口矿石的主要港口。大孤山半岛的大连港矿石码头拥有国内最大、最先进的 30 万吨级矿石专用卸船泊位，可靠泊目前世界上所有适航的散矿运输船舶。其转水码头前沿水深-18.6 米，接卸船型卸船为 2 万吨级并具备 15 万吨级船舶清仓作业能力，装船为 1~7 万吨级。

图 8：大连港 30 万吨级矿石专用卸船泊位



资料来源：民生证券研究院

大连港矿石码头 30 万吨矿石专用码头配备了 3 台抓斗负荷为 64 吨的桥式抓斗卸船机，单台平均卸船效率为 2500 吨/小时。二期转水码头配备 2 台额定能力为 1800 吨/小时的桥式抓斗卸船机（预留 1 台），配备 1 台轨道行走式装船机，能力为 4500 吨/小时。堆场配备的斗轮堆取料机，堆、取料效率分别为 5000 吨/小时和 4500 吨/小时；铁路单线装车能力可达 4500 吨/小时，装一节车皮的时间仅为 48 秒。矿石码头堆场面积为 37.2 万平方米，一次性可堆存矿石 500 万吨。除二期堆场兼顾配矿功能外，两堆场之间还具备相互倒运的功能（预留三号堆场）。

（四）集装箱码头垄断东北三省

大连港是中国东北最重要的集装箱港口，拥有国际国内集装箱航线 85 条，航班密度为 300 多班/月，东北三省 90%以上的外贸集装箱均在大连港转运。

大连集装箱码头有限公司是大连港与新加坡港务集团合资组建的外贸集装箱码头公司。码头引进了世界上先进的 CITOS-1 码头操作系统，集装箱年处理能力达到 230 万标箱，多年被国内外港航权威机构评为中国作业效率最佳集装箱码头、亚洲最佳集装箱码头以及亚洲新崛起集装箱码头。

图 9：东北最大规模的集装箱码头



资料来源：民生证券研究院

（五）汽车码头成长空间最大

大连港目前是腹地汽车产业密度最高的港口，拥有一汽、哈飞、奇瑞、华晨等众多大型汽车制造企业，随着中国汽车消费的持续景气上升和自主品牌汽车逐步进入国际市场，码头吞吐量的需求不断增长，目前已经占有东北地区汽车货运 100%的市场份额。

汽车码头由大连港、日本邮船株式会社、中远太平洋有限公司按照 40%、30%、30% 的股比共同出资组建，大连二十里堡汽车城规划面积 96 平方公里，计划用 10 年的时间，建设成为年产汽车 100 万辆的生产基地。

图 10：大连港汽车码头



资料来源：民生证券研究院

(六) 粮食码头受益于“北粮南运”

大连港粮食转运中心，现已成为中国东北三省暨内蒙古地区粮食进出口的主要集散地。
主要从事散粮转运业务，同时兼顾水泥、煤炭、钢材、杂货等转运业务，年设计通过能力 1000 万吨。

公司现有仓容 52.5 万吨散粮筒仓，其中 33.5 万立方米大豆、玉米筒仓。现有高标准前后方堆场 41 万平方米，粮食堆存能力 27 万吨，3 条铁路集疏运专业线路，L18 型散粮专用车 500 辆，通过续购、合资合作等可形成 1800 辆散粮车的运力。

图 11：大连港粮食转运中心



资料来源：民生证券研究院

(七) 客运及邮轮中心有望成为新的亮点

大连港是目前中国最大的海上客运港，其下属单位客运总公司拥有百年历史。大连港国际

邮轮中心正在快速建设中，全年已有 10 余艘国际大型邮轮停靠。

大连港是国内六大国际邮轮母港之一。以大连为中心，邮轮可以在一两日内到达国内的青岛、上海、宁波、厦门、香港等地，以及韩国、日本等旅游胜地。大连不仅有“半个中国近代史天然博物馆”的人文历史旅游资源，还有许多风景奇秀的自然旅游资源。大连国际服装节、商品进出口交易会、烟花爆竹迎春会、赏槐会、国际马拉松赛、冰峪冰灯会等大型活动，年都能吸引大量国内外游客到大连观光。

图 12：大连港国际邮轮中心



资料来源：民生证券研究院

表 7：大连港码头状况

泊位号	长度	前沿吃水	设计能力	作业货种	可靠最大船
窑 0	290M	14.6M	300 万吨	进口散粮、杂货	8 万吨
窑 1	441M	12.1M	300 万吨；其中散粮 200 万吨	出口散粮兼多用途	5 万吨
窑 2				多用途	5 万吨
突堤	120M	12.1M	50 万吨	多用途	1 万吨
甘 1	345M	9.8M		煤炭散粮	5 万吨
甘 2	315M	9.6M		散粮水泥	5 万吨
甘 5	153M	5.5M		杂货	5000 吨

资料来源：民生证券研究院

表 8：大连港堆场情况

堆场（库场）号	面积/容积	堆存能力
窑区筒仓	主仓 137 个；星仓 77 个；钢板仓 17 个	72.5 万吨
一区堆场、二区堆场、散泊堆场及 301 堆场	21 万 m ²	
甘区 1 号堆场		33 万吨
甘区 2 号堆场		35 万吨
甘区码头堆场		1 万吨
甘区筒仓	钢板仓 16 个	10 万吨

资料来源：民生证券研究院

五、盈利预测：EPS 0.16 至 0.21 元，PB 0.89 至 0.79 倍

(一) 汽车业务 12-14 年收入增速 100%、50%、40%

我们预计在公司各项业务中，汽车码头业务在吞吐量将增长明显。在奇瑞等汽车生产基地的投产影响下，我们预计 2012-2014 年汽车业务的收入增速为：100%、50%、40%。

表 9：汽车收入预测（亿元）

	2011	2012E	2013E	2014E
汽车	0.1	0.20	0.30	0.42
增长率		100%	50%	40%

资料来源：民生证券研究院

(二) 粮食业务 12-14 年收入增速 17%、22%、25%

十二五期间北粮南运力度加大，粮食运力将保持快速增长。同时公司凭借交通、及市场优势，粮食出口垄断优势明显。我们预计 2012-2014 年粮食业务收入增速为：17%、22%、25%。

表 10：粮食收入预测（亿元）

	2011	2012E	2013E	2014E
粮食	3.22	3.76	4.59	5.73
增长率		17%	22%	25%

资料来源：民生证券研究院

(三) 矿石业务 12-14 年收入增速 4%、5%、6%

受钢市疲软影响，目前钢厂库存保持在 10-15 天低位，港口库存则处在 9000 至 1 亿吨的高位。为保持 7-8% 的经济增长速度，国内对矿产资源的需求将保持稳定。我们预计，码头矿石吞吐量将在 13-14 年恢复增长，我们预计 2012-2014 年矿石业务收入增速为：4%、5%、6%。

表 11：矿石收入预测（亿元）

	2011	2012E	2013E	2014E
矿石	3.14	3.26	3.42	3.63
增长率		4%	5%	6%

资料来源：民生证券研究院

(四) 集装箱业务 12-14 年收入增速 19%、24%、29%

受全球经济疲软影响，全国集装箱吞吐量上半年同比增长 8.8%，其中内贸箱吞增速为 22.2%，超出预期。这标志着我国内贸箱吞吐量增长不仅在增长率上而且在数量上都超过了外贸箱，内贸箱吞吐量的增长进入新的快车道。大连港凭借区域优势，码头集装箱吞吐量将维持较快增长，我们预计 2012-2014 年集装箱业务收入增速为：19%、24%、29%。

表 12：集装箱收入预测（亿元）

	2011	2012E	2013E	2014E
集装箱	8.88	10.58	13.12	16.92
增长率		19%	24%	29%

资料来源：民生证券研究院

(五) 客滚业务 12-14 年收入增速 8%、10%、15%

大连共有各类客滚泊位 19 个，经营大连到天津、烟台、韩国仁川等国内外 5 条客运航线，2012 年 1-6 月完成旅客运输 283 万 7 千人次，在环渤海区域稳居首位。随着自贸区建设的加速带来的国内外商务活动的增加，及国际邮轮母港的建设加快，大连港客滚相关业务将保持较快增长，我们预计 2012-2014 年集装箱业务收入增速分别为：8%、10%、15%。

表 13: 客滚收入预测 (亿元)

	2011	2012E	2013E	2014E
客滚	1.15	1.24	1.36	1.57
增长率		8%	10%	15%

资料来源：民生证券研究院

(六) 油品业务 12-14 年收入增速 -3%、5%、10%

大连港是亚洲最先进的散装液体化工产品转运基地，随着长兴岛 30 万吨级原油码头的建成，及未来长兴岛地区 4000 万吨以上的炼化能力，13-14 年油品业务将进入恢复性增长。我们预计 2012-2014 年集装箱业务收入增速分别为：-3%、5%、10%。

表 14: 油品收入预测 (亿元)

	2011	2012E	2013E	2014E
油品	8.75	8.46	8.88	9.77
增长率		-3%	5%	10%

资料来源：民生证券研究院

上述六大业务占公司营业总收入的为 70%，考虑到目前公司的净利润率较为稳定，我们预计公司 12-14 年收入分别为 40.96、45.24 及 54.34 亿元，净利润分别为 6.96、7.69、9.24 亿元，增速分别为 4%、10%、20%；相应 12-14 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.16、0.17、0.21 元，对应 PB 为 0.89、0.84、0.79 倍。

六、估值与结论：市净率超低，给予“谨慎推荐”评级

当前业绩稳定，13-14 年将恢复增速，给予“谨慎推荐”评级。公司正在向贸易型港口转型，市净率低于港口类上市公司的平均水平，目标价为 3.7 元。

表 15: 港口类上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	市净率(PB)	市盈率(PE)
600717.SH	天津港	0.84	9.01
601880.SH	大连港	1.01	21.31
600017.SH	日照港	1.02	10.97
601008.SH	连云港	1.09	15.15
600279.SH	重庆港九	1.13	26.35
601018.SH	宁波港	1.23	10.35
600018.SH	上港集团	1.25	12.42
601000.SH	唐山港	1.38	9.77
600190.SH	锦州港	1.43	34.20
000507.SZ	珠海港	1.54	8.44

000022.SZ	深赤湾 A	1.64	12.65
600575.SH	芜湖港	1.68	20.19
600317.SH	营口港	1.77	27.59
000088.SZ	盐田港	1.80	21.71
000905.SZ	厦门港务	1.90	20.96
002040.SZ	南京港	2.16	28.89
000582.SZ	北海港	3.18	33.19
算术平均	—	1.53	19.01

资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示：

1) 中日钓鱼岛事件升级。

2) 国内经济硬着陆。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	3,955	4,096	4,524	5,434
减：营业成本	2,488	2,679	2,906	3,445
营业税金及附加	160	207	209	248
销售费用	0	0	0	0
管理费用	449	443	501	602
财务费用	178	104	116	133
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
加：投资收益	141	135	138	138
二、营业利润	821	798	931	1,144
加：营业外收支净额	174	100	119	131
三、利润总额	995	898	1,050	1,275
减：所得税费用	238	166	223	270
四、净利润	757	733	827	1,005
归属于母公司的利润	666	696	769	924
五、基本每股收益(元)	0.15	0.16	0.17	0.21
主要财务指标				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	28.04	17.82	18.00	16.79
成长能力:				
营业收入同比	18.53%	3.55%	10.45%	20.11%
营业利润同比	-17.4%	-2.8%	16.6%	22.9%
净利润同比	-10.55%	-3.24%	12.83%	21.6%
营运能力:				
应收账款周转率	10.18	10.21	11.01	10.88
存货周转率	55.12	46.63	48.76	50.95
总资产周转率	0.16	0.14	0.13	0.14
盈利能力与收益质量:				
毛利率	37.1%	34.6%	35.8%	36.6%
净利率	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
总资产净利率 ROA	3.0%	2.5%	2.5%	2.6%
净资产收益率 ROE	5.8%	5.2%	5.6%	6.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.41	0.31	0.27	0.25
资产负债率	49.8%	53.0%	58.6%	60.9%
长期借款/总负债	16.2%	13.9%	13.2%	11.8%
每股指标:				
每股收益	0.15	0.16	0.17	0.21
每股经营现金流量	0.28	0.51	0.41	0.30
每股净资产	3.08	3.24	3.43	3.66

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2,254	2,931	3,402	3,680
应收票据	143	91	131	158
应收账款	436	367	455	544
预付账款	25	109	125	110
其他应收款	199	276	262	318
存货	89	87	99	114
其他流动资产	703	273	348	441
流动资产合计	3,898	4,134	4,822	5,366
长期股权投资	3,331	3,730	4,176	4,463
固定资产	11,912	13,743	16,257	18,302
在建工程	5,326	6,690	8,397	9,658
无形资产	800	783	766	749
其他非流动资产	1,030	1,502	2,240	2,845
非流动资产合计	23,276	26,448	31,837	36,017
资产总计	27,174	30,582	36,659	41,383
短期借款	621	11,566	15,863	19,797
应付票据	74	55	55	79
应付账款	146	152	160	196
预收账款	87	117	143	147
其他应付款	918	1,356	1,709	1,328
应交税费	84	95	111	97
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2,768	13,341	18,041	21,644
长期借款	2,198	2,257	2,834	2,982
其他非流动负债	657	623	595	564
非流动负债合计	2,855	2,880	3,429	3,545
负债合计	13,534	16,221	21,471	25,189
股本	4,426	4,426	4,426	4,426
资本公积	6,116	6,116	6,116	6,116
留存收益	2,076	2,771	3,540	4,464
少数股东权益	1,011	1,048	1,106	1,187
所有者权益合计	13,640	14,362	15,189	16,194
负债和股东权益合计	27,174	30,582	36,659	41,383
现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	1,230	2,256	1,797	1,306
投资活动现金流量	(4,153)	(4,611)	(6,057)	(4,946)
筹资活动现金流量	1,898	10,866	4,730	3,918
现金及等价物净增加	(1,026)	8,511	470	278

插图目录

图 1: 三代港口的转型轨迹.....	3
图 2: 大连港发展第三代港口的天然优势.....	3
图 3: 中国农业主产区布局.....	5
图 4: 中国粮食运输通道.....	5
图 5: 大连优越的地理优势.....	9
图 6: 长兴岛新原油码头.....	10
图 7: 大连港散杂货码头.....	11
图 8: 大连港 30 万吨级矿石专用卸船泊位.....	11
图 9: 东北最大规模的集装箱码头.....	12
图 10: 大连港汽车码头.....	13
图 11: 大连港粮食转运中心.....	13
图 12: 大连港国际邮轮中心.....	14

表格目录

表 1: 东北三省的优势产业.....	5
表 2: 保税区的政策优势.....	7
表 3: 东北亚国家的资源优势.....	8
表 4: 东北亚国家的面积和人口.....	8
表 5: 东北亚国家的经济总量和贸易总量 (2011 年)	8
表 6: 大连铁路资源.....	9
表 7: 大连港码头状况.....	14
表 8: 大连港堆场情况.....	14
表 9: 汽车收入预测 (亿元)	15
表 10: 粮食收入预测 (亿元)	15
表 11: 矿石收入预测 (亿元)	15
表 12: 集装箱收入预测 (亿元)	15
表 13: 客滚收入预测 (亿元)	16
表 14: 油品收入预测 (亿元)	16
表 15: 港口类上市公司平均估值水平.....	16

分析师与联系人简介

孙洪湛，北京师范大学经济学硕士，2010年加盟民生证券研究院，精于公司的基本面及财务分析。主要负责交通运输行业研究，覆盖港口、航空及物流等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。