



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 7 月 16 日

机械行业

研究部

王黎明

联系人

wanglm@cicc.com.cn

罗炜

分析师

luowei@cicc.com.cn

中性

中集集团(000039.CH)

出口复苏预期增强带来投资机会

主要财务信息

(百万元人民币)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	33,574	48,761	47,327	28,221	32,317
(+/-%)	8.4%	45.2%	-2.9%	-40.4%	14.5%
毛利	4,726	4,902	5,426	3,333	3,997
(+/-%)	-6.6%	3.7%	10.7%	-38.6%	19.9%
归属于母公司股东净利润	2,821	3,165	1,407	957	919
(+/-%)	5.7%	12.2%	-55.6%	-32.0%	-4.0%
摊薄每股收益 (元)	1.06	1.19	0.53	0.36	0.35
每股经营现金流 (元)	0.49	-0.41	1.26	0.50	0.52
市盈率 (倍)	10.6	9.5	21.3	31.3	32.6
市净率 (倍)	2.5	1.9	2.2	2.2	2.1
股价/经营现金流 (倍)	23.1	-27.6	8.9	22.7	21.6
EV/EBITDA (倍)	7.0	8.3	13.3	16.9	16.5
净资产收益率 (%)	23.1%	19.9%	10.5%	7.0%	6.3%
投入资本回报率 (%)	20.1%	13.7%	6.3%	4.2%	3.8%
股息收益率 (%)	3.4%	3.8%	4.4%	0.0%	0.0%

股票信息

	A股	B股
当前股价	人民币 11.25	港币 8.03
股票代码	000039.CH	200039.CH
日成交量 (百万股)	33.7	6.4
52周最高价/最低价	人民币 11.69/5.90	港币 8.27/3.78
总市值 (百万元)	23,985	23,985
发行股数 (百万股)	2,662	2,662
其中: 流通股 (百万股)	2,496	2,496
主要股东 (持股比例)	COSCO Container Industries Limited (21.80%)	

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
000039.CH	7.45%	19.81%	27.68%	84.34%
深证A股指数	3.89%	17.66%	25.03%	94.81%
行业指数	4.49%	16.26%	22.32%	90.89%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示:

集装箱行业目前已经触底、等待反弹。随着外部经济环境的趋稳,我国出口逐渐改善,集装箱有望在2010年复苏。目前市场对2009年集装箱的低迷已经充分预期,公司估值相对合理,下跌空间有限。此外,下半年出口增速、港口集装箱吞吐量以及集运价格指数等领先指标的持续好转将提高投资者对集装箱行业恢复的预期,出口复苏预期增强带来交易性投资机会。

理由:

我们认为下半年出口将逐渐好转,集装箱有望在2010年复苏。

1) 海外市场经济衰退有所缓和,欧美消费者信心指数回升,各国PMI指数均有所反弹,中国6月份PMI指数中新出口订单指数继续上升至51.4%。各种领先指标均显示出口将逐渐好转。中金宏观组预计出口有望在2009年11月出现同比正增长,2010年出口增速有望达到+8%。

2) 集装箱生产周期短。中集集团等集装箱生产商从停产到满负荷运转只需要1-2个月的时间。历史上,集装箱行业一般滞后外贸出口以及港口集装箱吞吐量等领先指标一个季度左右。出口的持续好转将带动2010年集装箱需求的恢复。

估值:

目前中集A股对应09年的市净率为2.2倍,B股目前对应09年的市净率为1.4倍,均处在振华、船舶等外贸相关机械行业中的低端,处在中集历史市净率区间的中间水平。估值下行空间有限。

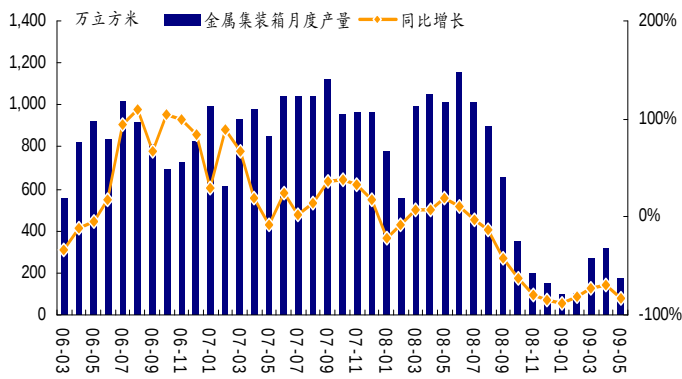
风险提示:

- 出口复苏低于预期或者出现反复造成的波动;
- 航运价格的调整带来的股价调整压力;
- 市场回调带来的风险。

集装箱行业：已经触底、等待反弹

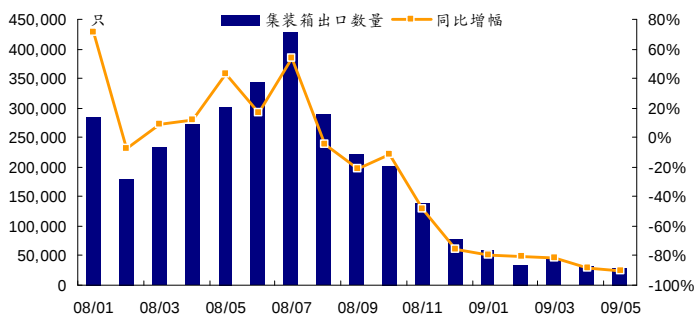
自08年四季度以来，集装箱行业急转直下，集装箱月度产量和出口量持续下跌，目前已经触底，等待反弹。

图表1：金属集装箱月度产量



资料来源：国研网

图表2：金属集装箱月度出口量



资料来源：机经网

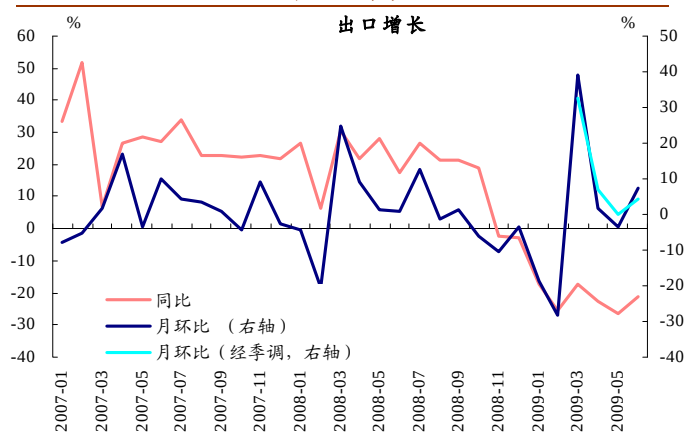
出口复苏、集装箱有望最早恢复

根据中金公司宏观组的判断，随着外部经济环境的趋稳，我国出口将逐渐改善，出口有望在2009年11月出现同比正增长。出口增速有望从2009年的-12%提升到2010年能的+8%。在出口复苏的大环境下，集装箱由于产品周期短，下游客户反应快，有望提前于港口机械、船舶等其他外贸相关机械产品最早恢复。预计集装箱需求将在2010年好转。

外部环境趋稳，出口逐渐改善

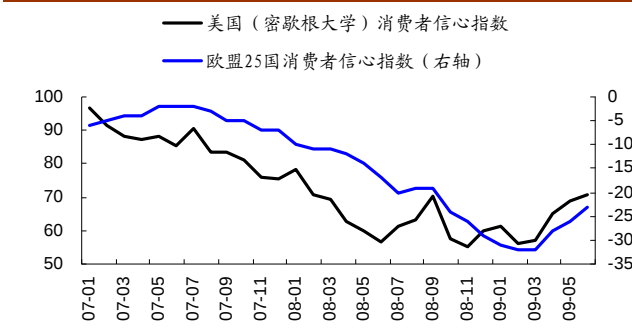
6月我国出口较5月环比上升7.6%，经季节性和工作日调整后环比上升4.5%，连续4个月回升。出口改善源于近期海外市场经济衰退有所缓和，欧美消费者信心指数回升，各国PMI指数均有所反弹；中国6月份PMI指数中新出口订单指数继续上升至51.4%，也预示未来数月出口形势仍有望好转。由于中国出口货物多由集装箱船承运，因此下半年集装箱吞吐量也将出现恢复。根据历史数据，中国集装箱吞吐量与全球集装箱贸易量之间的相关性高达0.99以上，中国集装箱吞吐量很大程度上可以作为全球集运贸易的晴雨表。

图表3：我国出口同比降幅缩窄，环比实现增长



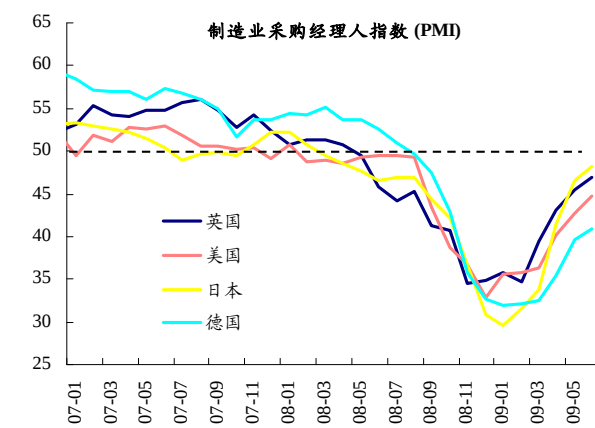
资料来源：国家统计局

图表4：欧美消费者信心指数回升



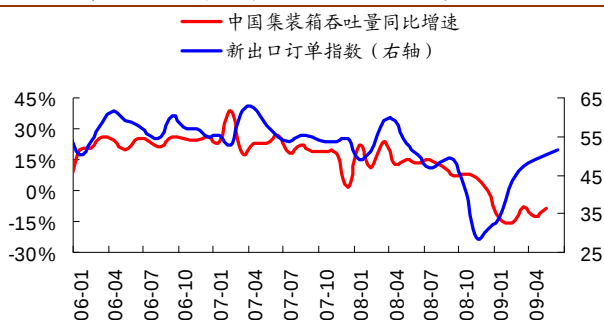
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表5：海外各国PMI指数反弹



资料来源：CEIC

图表 6: 中国出口新订单指数领先指标持续回升

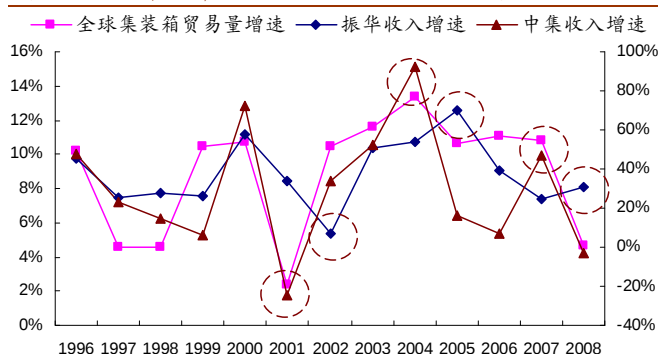


资料来源: CEIC、中金公司研究部

集装箱有望最早恢复

与港口机械、船舶相比, 集装箱生产周期最短。中集集团等集装箱生产商从停产到满负荷运转只需要 1-2 个月的时间。由于生产周期短, 箱东下订单受短期需求影响大。从历史经验来看, 中集集团的收入增速与全球集装箱贸易量增速基本同步, 而振华港机的收入增速要滞后一年。

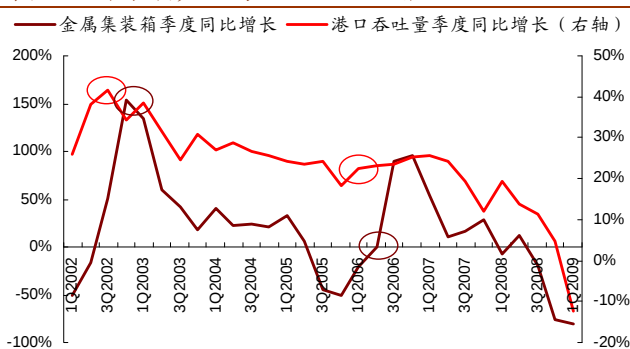
图表 7: 振华、中集收入增速与集装箱贸易量增速



资料来源: Clarkson、公司资料

历史上, 集装箱行业一般也仅滞后外贸出口以及港口集装箱吞吐量等领先指标一个季度左右。

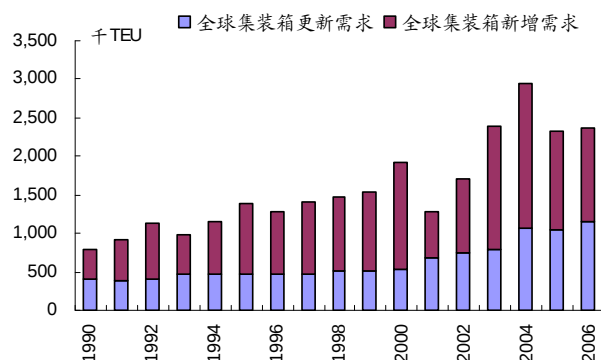
图表 8: 集装箱产量与港口吞吐量增速



资料来源: CEIC

集装箱的更新换代需求是保有量的 4-5%。目前全球集装箱保有量超过 3000 万 TEU, 仅每年更新换代需求就在 120-150 万 TEU, 更新需求是集装箱需求的重要组成部分。2009 年由于集装箱贸易同比下降, 减少的集装箱需求量超过了更新换代需求, 集装箱的需求大减。根据 Clarkson 的预测, 2010 年全球集装箱贸易量有望实现 2% 的正增长。2010 年在集装箱贸易量恢复正增长的前提下, 即使不考虑新增需求, 仅更新换代需求的恢复就将带来集装箱需求的复苏。

图表 9: 更新需求是集装箱需求的重要组成部分



资料来源: 公司资料

集装箱行业的领先指标下半年有望持续好转

预计下半年出口增速、集装箱港口吞吐量、集装箱运价指数等领先指标有望持续向好, 带来相关交易型机会。

- **中国出口下半年将出现好转趋势:** 中金公司宏观组认为伴随贸易融资和信贷条件的恢复, 以及发达国家去库存化结束, 09 年下半年中国出口有望持续好转, 同比降幅将逐步收窄, 11 月份开始出现正增长。预计 09 年下半年出口的同比增速将上半年的-13%回升至-11%。而 2010 年进一步回升至+8%。
- **中国港口集装箱吞吐量好转:** 由于中国出口货物多由集装箱船承运, 因此下半年集装箱吞吐量也将出现恢复。虽然恢复过程或有小幅反复, 6 月份单月港口集装箱吞吐量环比出现 1.6% 的小幅下滑, 但下半年向好的趋势并没有改变。
- **集装箱运价三季度旺季提价:** 7 月 10 日中国出口集装箱综合运价指数连续两周出现反弹, 其中欧洲和地中海航线两周分别累计反弹了 9.1% 和 14.7%。基于中国出口见底、欧美经济企稳以及运力过剩现象好于预期的判断, 运价继续下跌的空间非常有限, 下半年起将出现缓慢复苏。此外, 12 家集装箱航运公司在自愿的基础上联合提高中国至美国航线的运价, 自 7 月起开始实施, 涨价幅度约 50%, 并会征收燃油附加费和旺季附加费。中金公司航运分析员认为此次提价效果和可持续性将好于上次 4 月份进行的调价, 这主要是因为今年下半年外围经济已经好于年初时的情况, 行业供求关系将好于上半年, 而且三季度也是集运的旺季, 也将利于本次运价

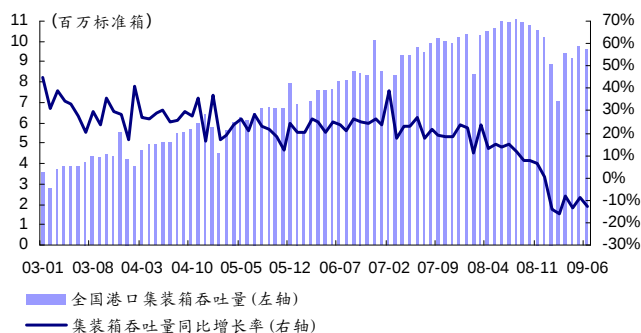
果的维持。

图表 10：中国出口集装箱综合运价指数



资料来源：中华航运网、中金公司研究部

图表 11：中国港口集装箱吞吐量



资料来源：航贸网

估值和投资建议

目前中集集团 A 股对应 09 年的市净率为 2.2 倍，在振华、船舶等外贸相关机械行业中处在低位，处在中集集团历史市净率区间的中间水平。

中集集团 B 股目前对应 09 年的市净率为 1.4 倍，也在外贸相关机械行业中处在低位，处在中集 B 股历史市净率区间的中间水平。

目前集装箱行业已经触底，中集估值相对合理，股价进一步下跌空间有限。预计下半年出口增速、港口集装箱吞吐量、集运指数等领先指标逐渐好，出口预期的增强将带来中集集团 A 股和 B 股的交易性投资机会。

风险

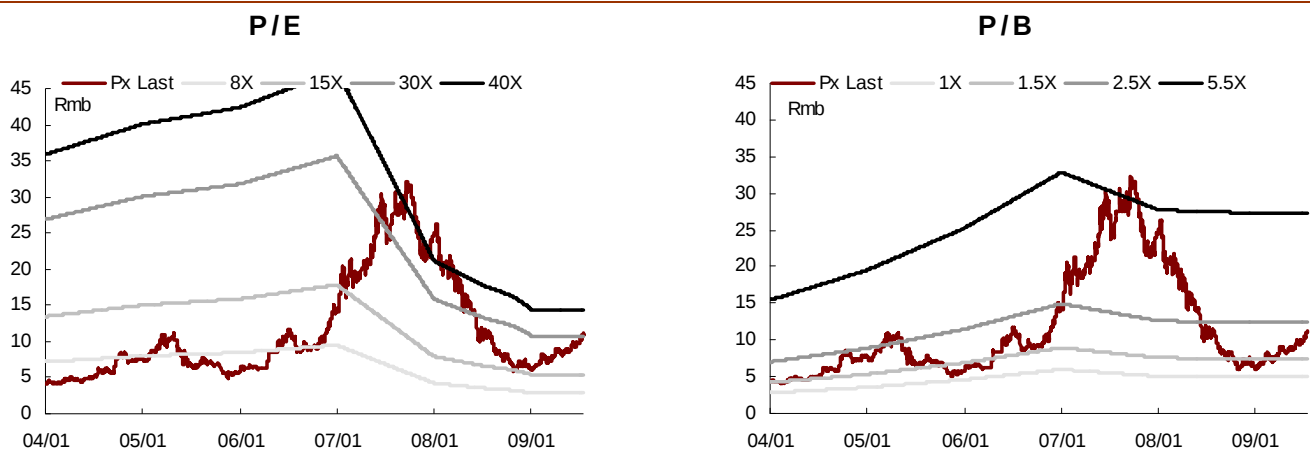
- 出口复苏低于预期或者出现反复造成的股价短期波动；
- 航运价格的调整带来的股价调整压力；
- 市场回调带来的风险。

图表 12: 可比公司估值

公司名称	股价 09-7-15	每股收益			市盈率			市净率			ROE		
		08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
工程机械													
国内													
三一重工	33.90	0.83	1.24	1.50	40.9	27.4	22.5	8.6	6.2	4.8	21%	22%	21%
中联重科	24.75	1.03	1.28	1.55	24.0	19.4	16.0	7.4	5.2	4.0	31%	27%	25%
厦工股份	7.66	0.27	0.34	0.42	28.6	22.6	18.3	3.0	2.7	2.4	11%	12%	13%
山推股份	12.37	0.67	0.70	0.83	18.5	17.8	14.9	3.2	2.8	2.4	18%	16%	16%
山河智能	19.06	0.19	0.45	0.58	100.8	41.9	32.8	4.4	4.2	4.0	4%	10%	12%
徐工科技	34.70	0.20	1.59	2.01	173.5	21.8	17.3	15.1	3.8	3.2	9%	17%	18%
柳工	19.26	0.72	0.70	0.85	26.8	27.4	22.8	3.4	3.0	2.7	13%	11%	12%
平均值					59.0	25.5	20.6	6.5	4.0	3.3	15%	16%	17%
国外													
Caterpillar	31.93	5.66	1.13	1.49	5.6	28.2	21.5	3.2	3.4	3.5	56%	12%	16%
Komatsu	1,381.00	79.89	29.99	55.59	17.3	46.0	24.8	1.6	1.6	1.6	9%	4%	6%
Manitowoc	4.59	-0.08	0.50	0.38	-57.4	9.2	12.1	0.5	0.9	0.9	-1%	10%	7%
Deere	36.88	4.70	2.53	2.67	7.8	14.6	13.8	2.4	1.9	1.6	30%	13%	12%
Tadano	407.00	43.56	17.25	16.74	9.3	23.6	24.3	0.6	0.5	0.5	6%	2%	2%
Sumitomo	372.00	22.62	9.45	20.31	16.4	39.4	18.3	1.0	0.9	0.8	6%	2%	4%
Kubota	735.00	37.68	32.28	41.98	19.5	22.8	17.5	1.6	1.6	1.5	8%	7%	9%
平均值					2.7	26.3	18.9	1.5	1.6	1.5	17%	7%	8%
交通运输设备													
国内													
中集集团	11.25	0.53	0.36	0.35	21.3	31.3	32.6	2.2	2.2	2.1	10%	7%	6%
中集B	8.03	0.61	0.41	0.38	13.1	19.7	21.1	1.4	1.4	1.3	10%	7%	6%
振华港机	12.65	0.58	0.47	0.40	21.8	26.6	31.3	3.6	3.3	3.1	17%	12%	10%
振华B	0.92	0.09	0.07	0.06	10.6	13.2	16.0	1.8	1.6	1.6	17%	12%	10%
安徽合力	11.85	0.53	0.51	0.58	22.4	23.0	20.5	2.0	1.9	1.8	9%	8%	9%
平均值					17.8	22.8	24.3	2.2	2.1	2.0	13%	9%	8%
国外													
Jungheinrich	9.29	2.26	-0.16	0.57	4.1	-57.3	16.4	0.5	0.5	0.5	12%	-1%	3%
Manitou	8.39	0.11	-1.21	0.05	76.2	-6.9	174.7	0.7	0.8	0.8	1%	-11%	0%
Singmas	0.95	0.04	0.05	0.11	23.8	17.5	8.8	0.4	0.3	0.3	2%	2%	3%
平均值					34.7	-15.6	66.6	0.5	0.5	0.5	5%	-3%	2%
船舶制造													
国内													
中国船舶	74.66	6.28	6.15	7.03	11.9	12.1	10.6	4.1	3.1	2.4	35%	25%	23%
广船国际	24.93	1.66	1.61	1.85	15.0	15.5	13.4	4.5	3.5	2.8	30%	22%	21%
广船国际H	14.26	1.93	1.83	2.05	7.4	7.8	7.0	2.2	1.8	1.4	30%	22%	21%
平均值					11.4	11.8	10.3	3.6	2.8	2.2	31%	23%	21%
国外													
Daewoo Shipbuilding	18,150	2,125	3,718	5,459	8.5	4.9	3.3	1.7	1.3	1.0	19%	27%	29%
Samsung Heavy	26,300	2,899	3,593	5,224	9.1	7.3	5.0	2.4	2.0	1.5	27%	27%	29%
Hyundai Mipo	120,500	26,890	27,317	33,634	4.5	4.4	3.6	1.0	0.9	0.7	23%	20%	20%
STX Shipbuilding	14,450	608	2,252	3,836	23.8	6.4	3.8	0.8	0.7	0.5	3%	11%	14%
Hyundai Heavy	182,000	37,340	32,578	42,755	4.9	5.6	4.3	1.9	1.7	1.3	40%	31%	30%
Mitsui Engineering & Shipbuilding	207	12.84	15.03	17.77	16.1	13.8	11.6	1.2	1.1	1.0	8%	8%	8%
平均值					11.1	7.1	5.3	1.5	1.3	1.0	20%	21%	22%

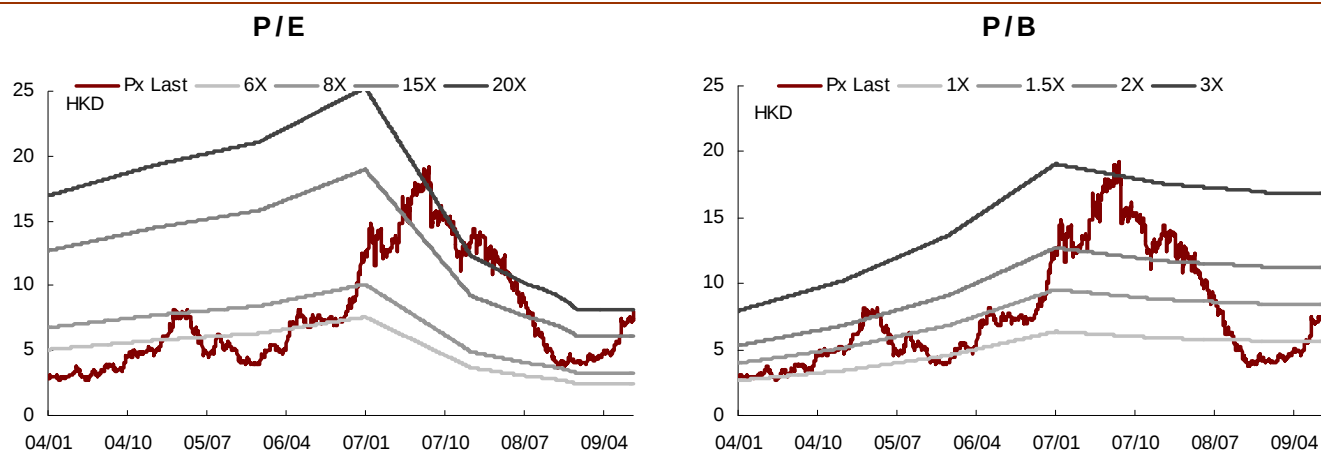
资料来源: Bloomberg

图表 13: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg

图表 14: B 股历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg

图 22: 中集集团财务数据预测和指标

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	33,574	48,761	47,327	28,221	32,317
营业成本	-28,817	-43,804	-41,874	-24,856	-28,283
销售费用	-1,008	-1,153	-1,080	-734	-840
管理费用	-1,097	-1,598	-1,661	-1,975	-1,777
财务费用	-62	-372	-196	-244	-262
营业利润	3,169	3,457	1,767	1,264	1,262
利润总额	3,187	3,500	1,927	1,249	1,246
所得税	-203	-175	-242	-162	-187
净利润	2,984	3,326	1,685	1,086	1,059
归属于母公司股东的净利润	2,821	3,165	1,407	957	919
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	1,297	-1,086	3,367	1,322	1,386
投资活动现金流净额	-1,869	-2,998	-2,527	-38	-939
融资活动现金流净额	-251	5,448	-959	57	39
货币资金增加额	-823	1,364	-119	1,341	486
资产负债表 (百万元)					
货币资金	2,017	3,054	3,101	4,202	4,688
应收账款	5,181	8,900	4,194	4,252	4,427
存货	4,728	7,715	7,833	4,639	5,312
流动资产合计	15,125	25,150	18,818	15,850	17,510
固定资产	4,644	6,342	7,154	7,161	7,145
在建工程	340	694	944	760	732
无形资产	1,360	2,360	2,645	2,847	3,025
非流动资产合计	9,067	15,899	15,739	15,157	15,501
资产总计	24,192	41,049	34,558	31,008	33,011
短期借款	941	2,697	2,207	2,707	3,207
交易性金融负债	0	338	409	409	409
应付票据	2,819	2,525	1,013	1,021	1,162
应付账款	3,853	6,980	4,391	2,860	3,255
流动负债合计	10,153	17,918	12,399	8,762	9,905
非流动负债合计	970	5,588	7,224	7,424	7,624
负债合计	11,123	23,506	19,623	16,186	17,529
归属于母公司股东所有者权益合计	12,220	15,914	13,429	13,186	13,706
负债和权益	24,192	41,049	34,558	31,008	33,011
财务指标					
毛利率	14.1%	10.1%	11.5%	11.8%	12.4%
息税前利润率	9.7%	7.9%	4.5%	5.3%	4.7%
营业利润率	9.4%	7.1%	3.7%	4.5%	3.9%
净利率	8.4%	6.5%	3.0%	3.4%	2.8%
总资产回报率	11.7%	7.7%	4.1%	3.1%	2.8%
净资产回报率	23.1%	19.9%	10.5%	7.3%	6.7%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。