

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

中集集团 (000039)

推荐 (维持)

半年业绩由投资收益推动 集装箱需求“春天”有望来临

2009年08月19日

叶国际

机械行业研究员

86-755-22627084

yegj@pasc.com.cn

事项

集团实现营业收入 94.42 亿,比上年同期下降 68.70%;归属于母公司股东的净利润 8.26 亿,同比下降 19.49%。每股收益 0.31 元。

主要观点

一、半年报业绩四个主要影响因素：股票出售投资收益13.86亿、计提钢材存货减值2.14亿、主业微亏6548万、销售及管理费用下降约3.6亿。

主要业务收入方面，所有集装箱类业务下滑均超过50%，其中干货箱和罐式集装箱下滑超过70%，这些业务下滑并不意外，其幅度超预期；由于2008年上半年中集主要业务处于快速增长阶段，2009年上半年中集业绩处于最差阶段，对比而言下滑幅度比较大，预计全年下滑幅度要低于大大低于上半年。

在主业收入大幅下降的情形下，主业微亏尽管低于我们预期，但仍是一个比较好的结果，这反映主业盈利的“安全边际”比较高，我们认为中集在主业恢复时盈利会得到快速提升；考虑到上半年主业盈利稍低于我们先前预期，我们稍调低全年主业盈利至9500万元左右。

图表1. 中集主要产品收入和毛利率变化

	2005n	2006n	2007n	2008n	2009z	2009z 同比	2009E
收入							
集装箱	26,679.00	25,148.20	34,048.90	29,098.58	2295.01	-87.42%	3,228.00
干箱	19,610.10	17,385.06	25,227.15	20,767.20	197.23	-98.46%	200.00
冷藏箱	2,905.20	3,412.97	5,296.56	4,507.14	912.55	-60.96%	1,428.00
特种箱	3,236.07	4,350.17	3,851.00	3,824.24	1016.35	-58.77%	1,600.00
道路运输车辆	4,248.00	6,819.00	9,724.00	10,050.45	4456.53	-42.84%	8,200.00
机场设备	160.00	168.00	473.00	488.04	304.32	57.35%	634.45
能源化工装备	3,839.60	4,987.25	6,459.89	7,424.46	2073.69	-58.28%	5072.34
荷兰博格	1,961.04	2,466.01	2,766.64	2,713.29	1025.00	-37.50%	1899.30
南通罐箱	1,060.59	1,355.35	2,221.24	2,665.00	338.80	-75.45%	771.93
圣达因	304.97	395.89	531.00	808.87	250.53	-34.51%	687.54
安瑞科	513.00	770.00	941.00	1,237.30	409.36	-17.08%	1,113.57
毛利率							
集装箱	16.51%	14.51%	9.31%	10.82%	16.43%	1.96%	3.35%
道路运输车辆	14.22%	17.77%	14.88%	10.99%	10.71%	1.46%	14.00%
机场设备	37.50%	31.11%	35.70%	32.04%	29.71%	-4.95%	31.00%
能源化工装备		15.71%	15.39%	16.20%	20.00%	-1.61%	15.89%

注：中集中报能源化工业务不包括荷兰博格的车辆业务，而此前年度均包括，为便于比较，我们加入了博格车辆业务收入，能源化工业务收入因此大于中报数据。

资料来源：公司公告，平安证券

期间费用方面，销售费用和财务费用下降46%，销售费用下降源于部分业务停顿造成的费用节省，值得关注的是二季度财务费用仅1250万，这主要是因为而一度有一些利率衍生品交割，降低了财务费用，下半年财务费用预计会反弹一些。

管理费用刚性主要是干货箱停产后期间成本进入管理费用所致，此举显得毛利率偏高，而管理费用超出正常水平。

图表2. 季度利润分配比较

单位: 百万元	2008 一季度	2008 二季度	2008 三季度	2008 四季度	2009 一季度	2009 二季度
一、营业总收入	11987.89	18182.95	12949.76	4206.69	4258.61	5183.67
二、营业成本	10755.70	16307.77	11536.61	3273.70	3589.86	4516.56
毛利率	10.28%	10.31%	10.91%	22.18%	15.70%	12.87%
营业税金及附加	3.86	4.78	4.13	15.22	3.82	9.46
销售费用	247.02	325.25	275.18	232.23	144.47	167.63
管理费用	335.25	616.03	511.55	198.66	430.54	481.54
财务费用	103.79	113.92	104.49	-126.45	105.68	12.47
期间费用/收入	5.72%	5.80%	6.88%	7.24%	15.98%	12.76%
资产减值损失	19.98	11.48	-20.66	691.34	-5.42	213.55
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益						
投资净收益	-96.28	-114.25	227.38	-454.58	-79.11	20.96
四、营业利润	55.27	23.73	-32.66	371.91	653.94	778.62
加: 营业外收入	481.27	713.20	733.19	-160.68	564.49	582.04
减: 营业外支出	12.89	14.83	6.98	170.52	22.64	11.94
五、利润总额	1.42	14.04	4.24	25.48	0.75	2.46
减: 所得税	492.74	714.00	735.93	-15.64	586.38	591.53
六、净利润	49.08	57.00	24.65	111.10	144.03	126.25
减: 少数股东损益	443.66	657.00	711.29	-126.74	442.35	465.28
归属于母公司所有者的净利润	37.85	36.98	35.51	167.96	23.38	58.40
七、每股收益:						
基本每股收益	0.15	0.24	0.25	-0.11	0.16	0.15

资料来源: 公司公告, 平安证券

二、上半年主营业务两个亮点: 专用车辆净利润同比增长75%; 空港设备净利润同比增长86%; 预计下半年安瑞科、圣达因、荷兰博格业务好于上半年。

专用车净利超预期增长来源于两个方面: 钢材价格下跌, 毛利率提升; 公司2009年推行统一的营销体系, 大大节省营销费用; 上半年转用车的主要贡献来源是政府4万亿基建投资带来的工程车需求, 下半年工程车需求有所下降, 而物流车辆需求上升, 预计全年专用车收入仍下降, 但净利比上年增长100%以上。

图表3. 中集集团主要产品净利润

	2008n	2009z	2009z 同比增长	2009E
集装箱	880.30	-353.93	-170.76%	-536.09
道路运输车辆	111.57	152.88	74.94%	250.00
能源化工装备	532.98	81.25	-72.72%	161.90
机场设备	69.00	34.32	86.03%	85.00
烟台莱佛士	-	20	-	45.00
房地产	69.00	-	-	90.00
合计	1662.85	-65.48	-	95.00

资料来源：公司公告，平安证券

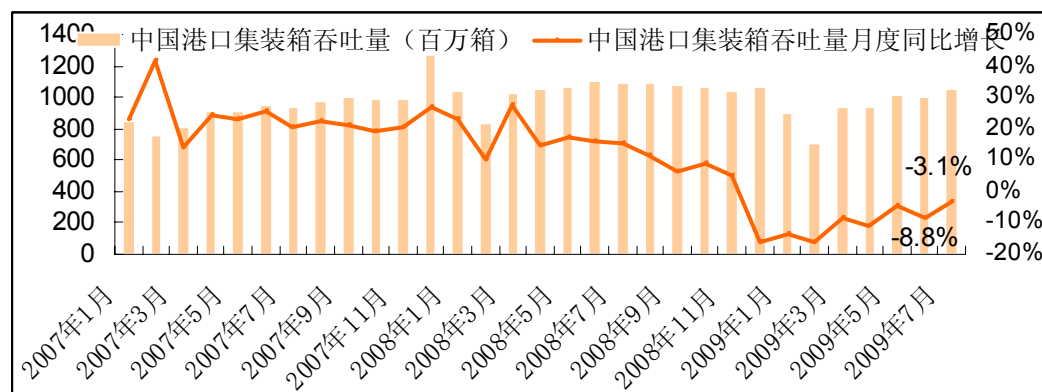
空港设备全年高增长有望延续，截至7月份，中集天达在手订单近7亿，全年收入净利预计增长25%以上。

三、下半年两个看点：中集集团参与沿海LNG招标结果和干货箱需求复苏，LNG招标预计三季度会有结果，预计四季度干货箱需求回暖。我们觉得中集集团的“春天”不再遥远。

我们预计四季度干货箱需求回暖，2010年干货箱需求在200-300万箱，这高于我们原来全球150万干货箱预测。

1、7月中国港口集装箱吞吐量同比下降3.1%，7月该数据绝对量与2008年最高绝对量相差不大。从今年中国相关数据走势及全球经济发展看，四季度中国港口集装箱吞吐量同比很可能“转正”，而全球港口集装箱吞吐量同比降幅则可能收缩到5%以内，在此条件下，全球集装箱需求很可能在四季度重启。

图表4. 中国港口集装箱海运贸易量及其增长



资料来源：中贸物流资讯网

2、关于2010年需求量，我们在《中集集团深度报告》中的测算有些偏颇，其时我们判断2009年全球集装箱海运贸易量下降8%，这是一个“均值”概念。

实际上2009年上半年集装箱海运贸易量增长差异很大，下半年集装箱海运贸易量趋于正常，集装箱需求受下半年的“峰值”影响大一些，而不是全年“均值”。按此测算，2010年全球干货箱需求在200-300万箱，高于原来保守估计的150万箱。

简单讲，当2010年全球集装箱海运贸易量恢复到2008年水平时，2010年干货箱需求在250-300万箱。

当全球干货集装箱需求为200-300万箱时，中集集团干货箱净利润在4-7亿，高于我们原来按150万箱测算时的1.2亿。

图表5. 干货箱需求分析

2008 年底全球集装箱保有量 2780 万标准箱				
2009				
全球集装箱海运贸易量增长假设	-10%	-8%	-5%	-2.50%
全球集装箱保有量需求（万箱）	2502	2502	2641	2711
新增需求（万箱）	-278	-222	-139	-69
替代需求（万箱）	145	145	145	145
总需求（万箱，≥0）	0	0	6	76
2010（以 2009 年集装箱保有量 2641 万箱为基点）				
全球集装箱海运贸易量增长假设	3%	6%	8%	10%
全球集装箱保有量需求（万箱）	2720	2799	2852	2905
新增需求（万箱）	79	158	211	264
替代需求（万箱）	147	147	147	147
总需求（万箱，≥0）	226	305	358	411
2011（以 2010 年集装箱保有量 2720 万箱为基点）				
全球集装箱海运贸易量增长假设	3%	6%	8%	10%
全球集装箱保有量需求（万箱）	2802	2883	2938	2992
新增需求（万箱）	81	163	217	272
替代需求（万箱）	156	156	156	156
总需求（万箱，≥0）	237	319	373	428

资料来源：平安证券

三季度沿海LNG招标预计会有结果，中集能源化工市场容量要远大于我们此前分析，原因在于我们此前对化工容器的市场分析不足。

我们在《中集集团深度报告》对中集集团子公司TGE有一些分析，TGE上半年中标葡萄牙的一个LNG接收站储罐业务，TGE正在参与国内一些LNG接收站招标。

我们了解，国内还有6个项目要招标，总包收入总规模近400亿，分包储罐部分的收入总规模约120-160亿。发改委还在审批一些新的LNG接收站项目，如8月刚批中石油在温州新建一个LNG接收站；此外，一些大型民营燃气公司如新奥燃气也在规划新的LNG接收站项目。

大连中集重化和南通大罐目前收入还很少，我们在《中集集团深度报告》中对此没有充分分析，中报说明了这两项业务的基本情况。

中集重化主要制造化工反应器，该公司也可在TGE指导下制造4万立方米容积以上的大

型钢质低温储罐（包括16万立方米容积的LNG接收站储罐），这是一个有着1000亿市场的产业。

根据2005年底我国已有的炼油、石化及化纤装置生产规模，要达到2010年和2020年我国炼油和石化产业发展目标，按照测算的新增千万吨级炼油及配套装置、80~100万吨级乙烯及配套装置以及60~100万吨级PTA装置数量，到2010年约为石化装备制造业提供25000台（套）、105万吨石化重大工艺设备产品市场，2010年到2020年约为石化装备制造业提供35000台（套）、150万吨石化重大工艺设备的产品市场。

“十一五”期间石化设备总投资将达到3000亿元，其中石化重大设备需求估计可达1000亿元。

南通大罐主要引进中集另一子公司荷兰博格的技术生产具有全球领先技术水平的啤酒罐、果汁罐及果汁罐式码头仓库、船用果汁罐式装备等，这将满足中国日益提高的生活品质对绿色饮品的需求。

中集重化和南通大罐使得中集原有的能源化工市场需求潜在规模要扩大几倍，当然市场开发达到一定规模需要一个过程，2009年大连中集重化收入规模预计低于1亿。我们在盈利预测中还没有考虑中集重化和南通大罐带来的业绩贡献。

四、盈利预测与评级：预计中集集团2009、2010、2011年每股收益分别为0.38、0.65-0.80、0.85元，公司2010年业绩具有较大的弹性，给予2010年20-22倍市盈率，目标价13-18元。

图表6. 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	18818	14219	22022	26903	营业收入	47327	17035	38759	45245
现金	3101	5421	4048	6136	营业成本	41874	15026	34022	39586
应收账款	4194	2990	6802	7940	营业税金及附加	28	17	39	45
其他应收款	884	365	756	882	营业费用	1080	613	1085	1131
预付账款	1014	601	1361	1583	管理费用	1661	988	1473	1493
存货	7833	4283	8100	9425	财务费用	196	272	251	263
其他流动资产	1791	559	956	937	资产减值损失	702	208	0	0
非流动资产	15739	15722	15322	14969	公允价值变动收益	-438	50	30	0
长期投资	1603	2338	2537	2736	投资净收益	418	1433	250	250
固定资产	7154	7572	7499	7280	营业利润	1767	1393	2169	2976
无形资产	2645	2388	2236	2085	营业外收入	205	45	50	50
其他非流动资产	4338	3424	3049	2867	营业外支出	45	5	10	10
资产总计	34558	29940	37344	41872	利润总额	1927	1433	2209	3016
流动负债	12399	8142	13487	15524	所得税	242	301	305	492
短期借款	2207	2400	2400	2400	净利润	1685	1132	1904	2524
应付账款	4391	2254	5103	5938	少数股东损益	278	115	188	256
其他流动负债	5801	3488	5984	7186	归属母公司净利润	1407	1017	1716	2268
非流动负债	7224	6097	6513	6965	EBITDA	2659	2399	3206	4056
长期借款	6548	5548	6048	6548	EPS (元)	0.53	0.38	0.64	0.85
其他非流动负债	676	549	465	417					
负债合计	19623	14239	20000	22489	主要财务比率				
少数股东权益	1506	1620	1808	2064	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	2662	2662	2662	2662	成长能力				
资本公积	1353	1353	1353	1353	营业收入	-2.9%	-64.0%	127.5%	16.7%
留存收益	11248	11866	13328	15166	营业利润	-48.9%	-21.2%	55.7%	37.2%
归属母公司股东权益	13429	14081	15536	17318	归属于母公司净利润	-55.6%	-27.7%	68.7%	32.1%
负债和股东权益	34558	29940	37344	41872	获利能力				
					毛利率(%)	11.5%	11.8%	12.2%	12.5%
现金流量表					净利率(%)	3.0%	6.0%	4.4%	5.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	10.5%	7.2%	11.0%	13.1%
经营活动现金流	3367	3385	-874	2647	ROIC(%)	9.5%	9.0%	11.5%	14.8%
净利润	1685	1132	1904	2524	偿债能力				
折旧摊销	697	734	786	817	资产负债率(%)	56.8%	47.6%	53.6%	53.7%
财务费用	196	272	251	263	净负债比率(%)	45.99%	57.57%	43.49%	40.90%
投资损失	-418	-1433	-250	-250	流动比率	1.52	1.75	1.63	1.73

营运资金变动	-78	3190	-3565	-684	速动比率	0.83	1.19	1.03	1.12
其他经营现金流	1285	-510	0	-23	营运能力				
投资活动现金流	-2527	732	-396	-371	总资产周转率	1.26	0.53	1.15	1.14
资本支出	2383	596	300	300	应收账款周转率	7	5	8	6
长期投资	-463	516	304	314	应付账款周转率	7.37	4.52	9.25	7.17
其他投资现金流	-608	1845	207	243	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-959	-1797	-103	-189	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.38	0.64	0.85
短期借款	-490	193	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.27	-0.33	0.99
长期借款	2086	-1000	500	500	每股净资产(最新摊薄)	5.04	5.29	5.84	6.50
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-2201	0	0	0	P/E	18.92	26.17	15.51	11.74
其他筹资现金流	-354	-990	-603	-689	P/B	1.98	1.89	1.71	1.54
现金净增加额	-193	2320	-1374	2088	EV/EBITDA	12	13	10	8

注：公司将干货箱停产的成本放入管理费用，为便于与历史数据比较，我们将干货箱停产成本计入成本，这样，我们测算毛利率低于公司公告，但管理费用也低于公司公告。

资料来源：平安证券

平安机械行业小组：

王合绪	021-6248 3458	wanghexu@pasc.com.cn
叶国际	0755-2262 7084	yegj@pasc.com.cn
鲍无可	021-6207 8961	baowk@pasc.com.cn

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900 传真：（0755）82449257