

收购莱佛士发轫海工市场

中集集团全面要约收购烟台莱佛士点评

报告关键点：

- 从交易结构分析，此次收购成功的可能性较大。
- 我们认为1.41美元的收购价格合理，收购时机也较为合适。
- 全面收购莱佛士对中集集团的海工业务发展有重大意义。

报告摘要：

- 中集集团通过其全资子公司向除了要约人连同关联方以外的烟台莱佛士的全体股东发出无条件自愿性现金要约收购。收购对价为现金 1.41美元/股。
- 中集目前持有烟台莱佛士18.3%的股份，加上关联方所持有或同意收购的股份累计为55.21%，中集需要收购的其他股东的股份上限为44.79%，烟台莱佛士总股本为2.73亿股，如果全部收购需要支付约1.72亿美元，折合人民币11.71亿元，三季报显示集团公司负债率为53%，收购资金安排应无问题。
- 根据此次收购合约的规定，如果要约期未能达到50%，则关联方章立人应立即出售最多8.5%的股份给中集，以确保中集达到控股地位。故本次收购的下限为26.9%。由于章立人及其关联方持有36.91%的股份，并且已经就此次交易的相关事项做出承诺，我们认为收购达到控股目标应无悬念。
- 烟台莱佛士09年中期归属于母公司的净利润为2361万新元，每股收益0.086新元，2009年每股收益预期约为0.22新元，2010年应有20%的增幅，收购价格1.41美元/股折合1.95新元/股，对应2009、2010年的市盈率分别为8.87、7.39倍，鉴于烟台莱佛士在国际海工市场的重要地位，我们认为这一价格是合理的。
- 目前莱佛士在手订单包括6艘半潜式钻井平台、4艘自升降式平台，3艘工程船。合同额约18亿美元，2010年将是莱佛士大发展的起点，下半年将会有1-2个半潜式平台交付，国内外客户高度关注这一进程，亦有不少在洽谈意向。
- 国际油价已经开始逐步回升，11月13日布伦特原油价格为75.55美元/桶，同比上涨1.04%，而9月14日为67.44美元/桶，油价小幅攀升的走势明显。从最近的数据看，全球平台利用率环比略有回升，海工设备市场已经有脱离底部的迹象。因此我们认为现阶段公司全面启动收购莱佛士也是合适的。
- 收购完成后，莱佛士将真正成为公司发展海工业务的平台，资源的利用和市场的开拓将进入新的发展阶段，根据协议对退出机制的约定推测，莱佛士可能重新在香港市场上市，其影响当然不会与挪威场外交易市场同日而语。
- 我们预计2009—2010年公司的主营业务收入分别为18.07、22.04、30.88亿元，2009—2011年每股收益为0.31、0.44、0.63元。按照2010年30倍PE估值，对应目标价位13.2元，我们看好公司的未来前景，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	48,760.8	47,327.3	18,065.1	22,039.7	30,878.5
Growth(%)	45.2%	-2.9%	-61.8%	22.0%	40.1%
净利润	3,165.4	1,406.9	822.5	1,160.4	1,676.5
Growth(%)	12.2%	-55.6%	-41.5%	41.1%	44.5%
毛利率(%)	10.2%	11.5%	13.1%	14.0%	14.3%
净利润率(%)	6.5%	3.0%	4.6%	5.3%	5.4%
每股收益(元)	1.19	0.53	0.31	0.44	0.63
每股净资产(元)	5.98	5.04	5.98	6.33	6.83
市盈率	8.8	19.8	33.8	24.0	16.6
市净率	1.7	2.1	1.7	1.7	1.5
净资产收益率(%)	19.0%	11.3%	5.5%	7.3%	9.7%
ROIC(%)	34.1%	10.7%	6.0%	9.7%	12.9%
EV/EBITDA	16.1	8.2	15.1	11.1	8.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.8%	1.2%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **13.20 元**

期限： 3 个月 上次预测： 12.00 元

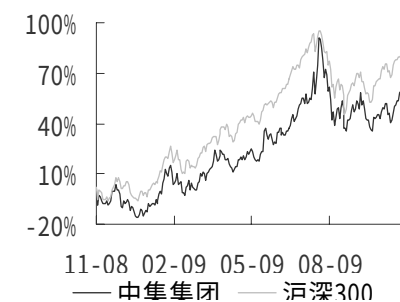
现价： 12.66 元

报告日期： **2009-11-16**

市场数据

总市值(百万元)	33,705.93
流通市值(百万元)	15,588.22
总股本(百万股)	2,662.40
流通股本(百万股)	1,231.30
12 个月最高/最低	6.16/14.27 元
十大流通股东(%)	53.03%
股东户数	287,038

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.30	7.83	(6.78)
绝对收益	21.85	13.04	74.26

研究员

张仲杰 高级行业分析师

021-68767839 zhangzj@essence.com.cn

前期研究成果

中集集团：09 年三季度点评

2009-10-28

中集集团：蛰伏低谷，择机增持

2009-08-25

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2009-8-20	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	48,760.8	47,327.3	18,065.1	22,039.7	30,878.5	成长性					
减:营业成本	43,803.6	41,873.8	15,696.4	18,964.9	26,476.2	营业收入增长率	45.2%	-2.9%	-61.8%	22.0%	40.1%
营业税费	55.6	28.0	10.8	13.2	18.5	营业利润增长率	9.1%	-48.9%	-37.3%	41.3%	46.6%
销售费用	1,152.8	1,079.7	578.1	661.2	864.6	净利润增长率	12.2%	-55.6%	-41.5%	41.1%	44.5%
管理费用	1,598.1	1,661.5	1,716.2	1,102.0	1,389.5	EBITDA 增长率	21.4%	-39.6%	-28.9%	34.2%	31.3%
财务费用	371.7	195.7	171.0	293.2	286.7	EBIT 增长率	18.5%	-48.7%	-34.9%	45.4%	38.9%
资产减值损失	62.6	702.2	235.5	-59.6	98.6	NOPLAT 增长率	21.4%	-49.1%	-41.1%	44.9%	37.5%
加:公允价值变动收益	274.7	-437.7	-90.0	-	-	投资资本增长率	62.0%	5.1%	-10.3%	3.4%	10.7%
投资和汇兑收益	1,466.3	418.3	1,540.0	500.0	550.0	净资产增长率	34.2%	-14.9%	17.7%	6.4%	8.8%
营业利润	3,457.4	1,767.0	1,107.0	1,564.8	2,294.3	利润率					
加:营业外净收支	42.9	160.1	73.0	100.0	111.0	毛利率	10.2%	11.5%	13.1%	14.0%	14.3%
利润总额	3,500.3	1,927.0	1,180.0	1,664.8	2,405.3	营业利润率	7.1%	3.7%	6.1%	7.1%	7.4%
减:所得税	174.7	241.8	212.4	299.7	433.0	净利润率	6.5%	3.0%	4.6%	5.3%	5.4%
净利润	3,165.4	1,406.9	822.5	1,160.4	1,676.5	EBITDA/营业收入	9.0%	5.6%	10.4%	11.4%	10.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	7.9%	4.1%	7.1%	8.4%	8.4%
货币资金	3,054.4	3,101.4	9,773.9	11,041.9	12,129.2	运营效率					
交易性金融资产	924.3	386.6	386.6	386.6	386.6	固定资产周转天数	41	51	148	130	99
应收帐款	10,047.0	5,077.8	3,385.4	3,843.4	4,982.9	流动营业资本周转天数	40	48	84	53	47
应收票据	757.7	853.4	297.0	362.3	507.6	流动资产周转天数	146	164	360	302	250
预付帐款	1,693.9	1,014.4	857.4	762.6	895.0	应收帐款周转天数	52	51	76	56	48
存货	7,715.4	7,833.4	2,107.2	2,727.8	3,772.0	存货周转天数	46	62	115	54	49
其他流动资产	173.9	551.5	507.5	513.5	526.7	总资产周转天数	238	285	675	565	442
可供出售金融资产	4,153.6	1,264.6	1,264.6	1,264.6	1,264.6	投资资本周转天数	105	137	349	275	210
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	912.8	1,602.6	1,601.8	1,601.8	1,601.8	ROE	19.0%	11.3%	5.5%	7.3%	9.7%
投资性房地产	49.0	79.2	79.0	79.0	79.0	ROA	8.2%	4.9%	2.9%	3.8%	4.9%
固定资产	6,341.5	7,153.8	7,706.2	8,220.9	8,715.9	ROIC	34.1%	10.7%	6.0%	9.7%	12.9%
在建工程	693.5	943.6	716.1	579.7	497.8	费用率					
无形资产	2,360.4	2,645.5	2,537.5	2,535.6	2,533.9	销售费用率	2.4%	2.3%	3.2%	3.0%	2.8%
其他非流动资产	1,514.2	2,050.2	2,015.5	2,015.9	2,016.1	管理费用率	3.3%	3.5%	9.5%	5.0%	4.5%
资产总额	40,391.9	34,557.9	33,235.5	35,935.4	39,909.0	财务费用率	0.8%	0.4%	0.9%	1.3%	0.9%
短期债务	2,696.6	2,206.7	2,400.0	2,500.0	2,600.0	三费/营业收入	6.4%	6.2%	13.6%	9.3%	8.2%
应付帐款	8,375.3	5,974.7	2,279.2	3,221.4	4,424.8	偿债能力					
应付票据	2,524.9	1,013.4	387.0	623.5	1,233.1	资产负债率	56.6%	56.8%	47.1%	47.9%	49.0%
其他流动负债	1,440.7	2,276.5	2,346.7	2,434.8	2,558.3	负债权益比	130.3%	131.4%	89.1%	92.1%	96.2%
长期借款	4,462.3	6,548.2	6,648.2	6,848.2	7,148.2	流动比率	1.42	1.52	2.08	2.02	1.98
其他非流动负债	1,252.3	676.1	675.7	675.7	675.7	速动比率	0.97	0.83	1.72	1.65	1.57
负债总额	22,849.6	19,623.4	15,664.2	17,231.0	19,567.5	利息保障倍数	10.30	10.03	7.47	6.34	9.00
少数股东权益	1,628.5	1,505.5	1,650.7	1,855.5	2,151.3	分红指标					
股本	2,662.4	2,662.4	2,662.4	2,662.4	2,662.4	DPS(元)	-	-	0.06	0.09	0.13
留存收益	14,725.3	12,600.3	13,258.3	14,186.5	15,527.7	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	17,542.3	14,934.4	17,571.4	18,704.4	20,341.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.8%	1.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	3,325.6	1,685.2	822.5	1,160.4	1,676.5	EPS(元)	1.19	0.53	0.31	0.44	0.63
加:折旧和摊销	576.8	679.1	601.0	663.4	728.7	BVPS(元)	5.98	5.04	5.98	6.33	6.83
资产减值准备	62.6	702.2	235.5	-59.6	98.6	PE(X)	8.8	19.8	33.8	24.0	16.6
公允价值变动损失	-274.7	437.7	-90.0	-	-	PB(X)	1.7	2.1	1.7	1.7	1.5
财务费用	21.5	333.8	534.2	171.0	293.2	P/FCF	8.5	27.7	9.2	31.0	114.6
投资收益	-1,466.3	-418.3	-1,540.0	-500.0	-550.0	P/S	0.6	0.6	1.5	1.3	0.9
少数股东损益	160.2	278.3	145.1	204.8	295.9	EV/EBITDA	16.1	8.2	15.1	11.1	8.6
营运资金的变动	-3,795.1	-958.1	3,836.4	181.4	-631.7	CAGR(%)	-25.7%	5.4%	48.5%	52.4%	60.8%
经营活动产生现金流量	-1,085.5	3,366.5	4,181.6	1,943.6	1,904.6	PEG	-0.3	3.7	0.7	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-2,998.3	-2,527.1	489.8	-651.0	-701.0	ROIC/WACC	3.9	1.2	0.7	1.1	1.5
融资活动产生现金流量	5,447.7	-958.6	-42.6	-225.3	-222.0	REP	1.0	0.9	2.5	1.5	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034