

## 中集集团（000039）：迎接新一轮成长

增持（维持）

机械 2010年1月18日

王帆 021-58824282-832 wangfan@txsec.com

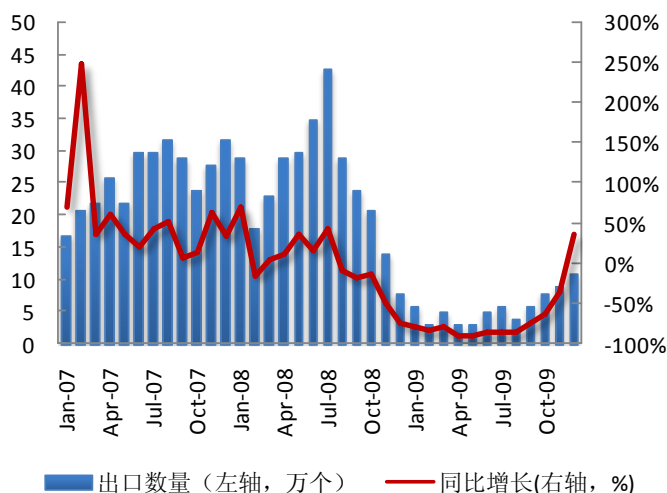
### 事件描述：

近日，我们对中集集团进行了实地调研，与公司管理人员就经营情况、发展战略以及目前市场比较关心的问题进行了沟通交流。

### 评论：

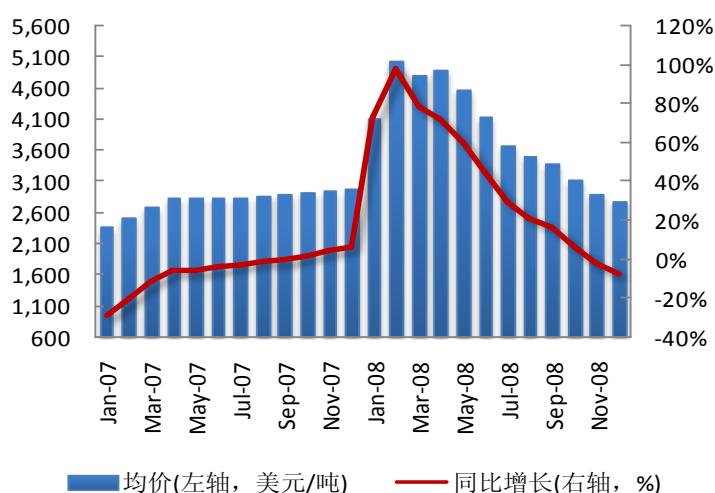
1、**集装箱需求回升进行时。**公司2009年11月集装箱产量超过1万TEU，12月超过2.3万TEU，空箱量已基本处于正常水平。2008年4季度以后，公司干散货箱基本处于停产状态，2009年上半年集装箱的总产量为5.5万TEU，且干货箱的产量仅为0.45万TEU。虽然目前的集装箱产量距离此次危机前每月5-10万标准箱的产量仍有很大差距，但相比2009年上半年的情况已有较大好转。从影响集装箱需求的因素来看，集装箱贸易量和集装箱吞吐量11月份均出现了同比正增长的态势。美国商务部公布的2009年11月商业库存环比增长0.4%，库存回补效果已经显现。制造业的新订单需求持续增长将刺激美国制造业企业在2010年一季度继续回补库存，对经济及贸易的增长起到支撑作用，从而推动集装箱的需求回升的态势可以得到延续。目前全球集装箱保有量约为2800万TEU，预计未来两年集装箱的需求主要来自于更新需求，乐观估计2010年全球集装箱需求约为100万TEU。

图表 1：集装箱月度出口数量



资料来源：公司公告，天相投顾整理

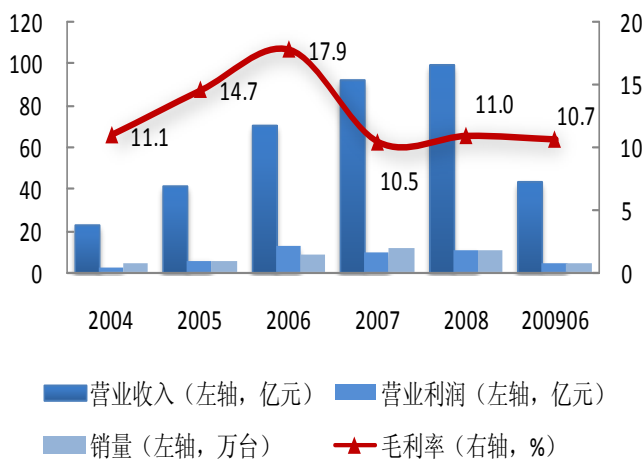
图表 2：出口集装箱均价



资料来源：公司公告，天相投顾整理

2、**车辆业务增长仍以内需拉动为主，盈利能力逐步提高。**2009年上半年公司受益国家基建投资的拉动，散装水泥车、自卸车及混凝土搅拌车等工程基建类车辆产品销售旺盛，物流类半挂车国内及出口订单有较大幅度萎缩，预计短期车辆业务主要还是以内需拉动为主，物流类半挂车的需求随经济的好转也将会有所改善。公司2006年以后收购了较多半挂车企业，由于企业较为分散，影响了该业务的盈利能力，净利润率只有2%左右。随着对收购企业的整合及采取整体营销策略，以及调整产品结构、增大附加值高的产品，该业务的盈利能力将会有所改善。2009年公司开始进入了卡车制造行业，联合卡车项目2011年投产后，将形成重卡整车全部工艺的生产能力。玉柴联合动目项目达产后将形成20万台重型车用发动机产能。产业链的逐步完整、技术方面核心竞争力的提高也将进一步提高业务的盈利能力。预计未来两年该业务将会保持20%左右的增长。

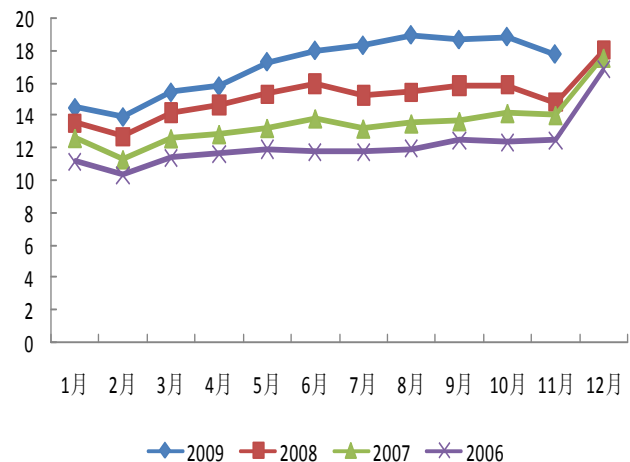
图表 3：道路运输车辆业务经营数据



资料来源：公司公告，天相投顾整理

图表 4：各月度公路货运量

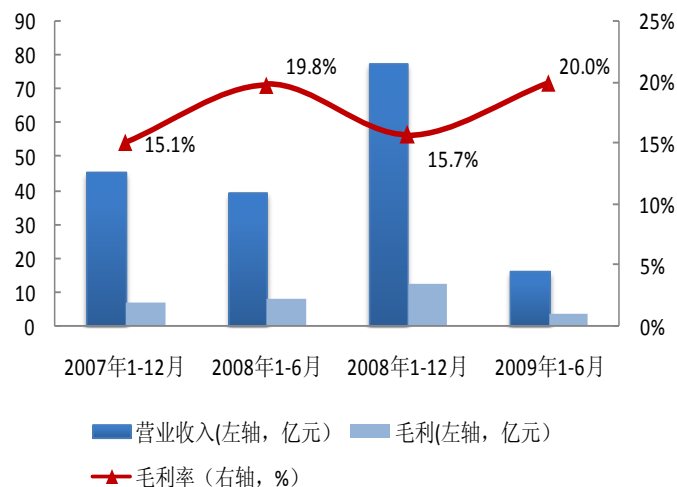
单位：亿吨



资料来源：公司公告，天相投顾整理

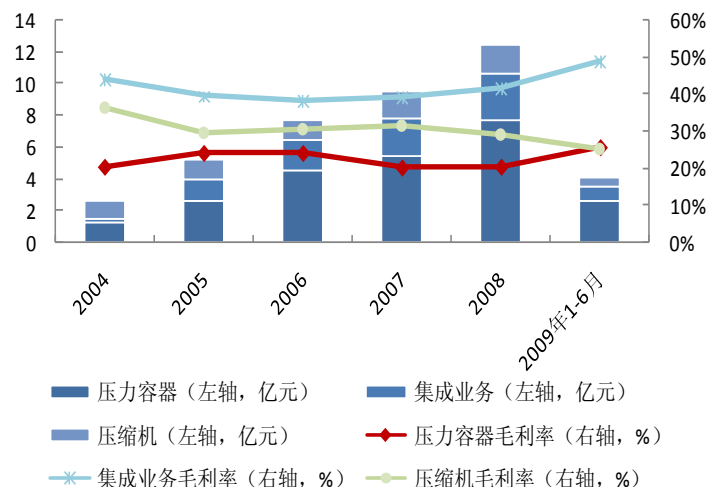
3、**能源化工食品装备全球化扩张发展模式。**公司主要产品和服务包括：静态储罐、罐式运输装备、工艺过程装备、工程承包技术服务。近几年，公司在原有的标准罐式集装箱业务的基础上，通过收购张家港圣达因、荷兰博格、安瑞科、TGE GAS ENGINEERING GMBH，迅速形成了天然气和石油化工、食品饮料领域装备制造及服务业务的全球化营运平台。中集集团在能源装备领域的发展目标：利用在装备制造方面的技术优势和丰富经验，瞄准能源行业的勘探、钻采、油气处理与加工、储运、终端等关键环节，全力打造卓越的装备制造技术和集成的工程服务能力，努力成为能源行业全价值链装备和服务的提供者。中国天然气的使用近年日趋普及将直接推动能源装备行业的发展。我国过去5年天然气年平均增长率接近20%，2008年达到807亿立方米，预计2020需求年将达到2500亿立方米。天然气需求量的增加将会带动固定资产投资的增加，而燃气装备如压力容器、LNG/CNG拖车、LNG储罐、燃气压缩机，天然气加气站系统对天然气的储存、输送及使用均属必备。公司在该行业具有较强的竞争能力，并且相比集装箱和车辆业务来看，该业务的盈利能力较强，未来将成为推动公司业绩增长的动力。

图表 5：能源化工食品装备业务经营数据



资料来源：公司公告，天相投顾整理

图表 6：安瑞科主要经营数据



资料来源：公司公告，天相投顾整理



- 4、**海工装备业务前景乐观。**公司旗下的烟台莱佛士总部位于新加坡，2006年5月于挪威奥斯陆证券交易所以外交易的形式上市。烟台莱佛士是中国最大的钻井平台生产基地，专注于自升式钻井平台、半潜式钻井平台、FPSO、FSO、平台供应船、铺管船、豪华游艇及其他工程设施的建造，手持订单约20亿美元。公司持有其18.3%的股权，目前通过要约收购最多将持有63.19%的股权，从而控股该公司，预计公司将于2010年1月下旬公布要约收购最终结果。另外公司成立了海洋工程研究院加大向海工领域的进军力度，增强核心竞争力。海工装备领域具有较大的市场空间，根据ODS的统计预计到2012年全球海洋石油开发的资本投入将达到820亿美元。目前莱佛士手持订单价值20亿美元，我们认为莱佛士凭借其以往的生产经验具有较强的竞争优势，公司此次要约收购的多少将会决定来自该业务对公司业绩的贡献。
- 5、**多因素可平滑公司业绩。**(1) 公司持有32,291,152股招商证券股票，初始投资金额是5335万元。2010年1月15日招商证券的价格为31.22元/股，完全出售可为公司带来接近10亿元的投资收益。(2) 公司持有招商银行和TSC OFFSHORE等公司的股票，截至9月30日，公司可供出售的金融资产为2.79亿元。(3) 公司2008年计提了6.99亿元的存货跌价准备，2009年前3季度又对原材料计提了2亿多元的存货跌价准备，预计2009年底公司将会冲回部分跌价准备。
- 6、**盈利预测与评级。**我们认为公司集装箱业务目前正处于底部回升阶段，能源化工装备业务的成长为公司带来新的增长动力。公司业务所进入的能源化工食品装备和海工装备行业具有较广阔的市场空间，随着公司核心竞争力的不断提高，所占据的市场份额将逐步扩大。我们预计公司2009-2011年的EPS分别为0.34元、0.69元和0.95元，按照1月15日的收盘价14.92元计算，对应的动态PE分别为44倍、22倍和16倍，维持公司“增持”的投资评级。
- 7、**风险提示：**(1) 集装箱需求回升速度低于预期的风险；(2) 能源装备业务的开展低于预期的风险。(3) 原材料价格波动的风险。

图表 7：相关上市公司盈利预测及估值

| 代码     | 公司简称 | 投资评级 | 每股收益（元） |       |       | 市盈率（倍） |       |       | 最新 PB<br>（倍） | 2010年1月15日<br>收盘价(元) |
|--------|------|------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------------|----------------------|
|        |      |      | 2008E   | 2009E | 2010E | 2008E  | 2009E | 2010E |              |                      |
| 600320 | 振华重工 | 增持   | 0.76    | 0.37  | 0.44  | 13.6   | 27.9  | 23.5  | 1.84         | 10.34                |
| 600150 | 中国船舶 | 增持   | 6.28    | 4.79  | 5.50  | 12.7   | 16.6  | 14.5  | 2.35         | 79.59                |
| 600685 | 广船国际 | 中性   | 1.66    | 1.61  | 1.76  | 15.9   | 16.4  | 15.0  | 2.64         | 26.45                |
| 000039 | 中集集团 | 增持   | 0.53    | 0.32  | 0.69  | 28.2   | 46.3  | 21.6  | 1.32         | 14.92                |

资料来源：公司公告，天相投顾整理

图表1：中集集团盈利预测表

|                     | 2005A       | 2006A       | 2007A       | 2008A       | 2009E       | 2010E       | 2011E       |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>         | 3,095,931   | 3,357,366   | 4,876,083   | 4,732,728   | 1,882,358   | 2,818,334   | 4,407,704   |
| 增长率(%)              | 16.53%      | 8.44%       | 45.24%      | -2.94%      | -60.23%     | 38.22%      | 56.39%      |
| <b>减：营业成本</b>       | 2,589,399   | 2,881,711   | 4,380,358   | 4,187,379   | 1,611,273   | 2,404,013   | 3,771,862   |
| 毛利率(%)              | 16.36%      | 14.17%      | 10.17%      | 11.52%      | 14.40%      | 14.70%      | 14.43%      |
| <b>营业税金及附加</b>      | 520         | 3,083       | 5,562       | 2,799       | 2,824       | 2,818       | 4,408       |
| 销售费用                | 80,429      | 100,762     | 115,285     | 107,968     | 56,471      | 64,822      | 101,377     |
| 管理费用                | 130,104     | 109,655     | 159,808     | 166,149     | 188,236     | 169,100     | 220,385     |
| 财务费用                | 14,829      | 6,241       | 37,170      | 19,573      | 20,390      | 14,092      | 22,039      |
| 期间费用率               | 7.28%       | 6.45%       | 6.40%       | 6.21%       | 14.08%      | 8.80%       | 7.80%       |
| 资产减值损失              | 0           | -22,088     | 6,256       | 70,215      | 33,882      | 14,092      | 22,039      |
| <b>加：公允价值变动净收益</b>  | 0           | 21          | 27,468      | -43,773     | -10,000     | 0           | 0           |
| 投资净收益               | 3,760       | 38,856      | 146,627     | 41,826      | 160,000     | 100,000     | 80,000      |
| <b>营业利润</b>         | 306,103     | 316,879     | 345,739     | 176,698     | 119,282     | 249,398     | 345,594     |
| 增长率(%)              | 0.87%       | 3.52%       | 9.11%       | -48.89%     | -32.49%     | 137.36%     | 38.57%      |
| <b>加：营业外收入</b>      | 794         | 3,594       | 5,979       | 20,522      | 8,000       | 8,000       | 8,000       |
| <b>减：营业外支出</b>      | 1,677       | 1,794       | 1,687       | 4,517       | 3,000       | 3,000       | 3,000       |
| <b>利润总额</b>         | 306,123     | 318,679     | 350,030     | 192,703     | 124,282     | 254,398     | 350,594     |
| 增长率(%)              | 9.25%       | 4.10%       | 9.84%       | -44.95%     | -35.51%     | 126.99%     | 37.81%      |
| 利润率(%)              | 9.89%       | 9.49%       | 7.18%       | 4.07%       | 6.60%       | 9.03%       | 7.95%       |
| <b>减：所得税</b>        | 24,347      | 20,253      | 17,470      | 24,182      | 18,642      | 38,160      | 52,589      |
| 实际所得税率(%)           | 7.95%       | 6.36%       | 4.99%       | 12.55%      | 15.00%      | 15.00%      | 15.00%      |
| <b>净利润</b>          | 281,776     | 298,426     | 332,561     | 168,521     | 105,640     | 216,238     | 298,005     |
| <b>归属母公司所有者的净利润</b> | 266,914     | 282,075     | 316,537     | 140,691     | 89,794      | 183,802     | 253,304     |
| 增长率(%)              | 11.73%      | 5.68%       | 12.22%      | -55.55%     | -36.18%     | 114.38%     | 37.81%      |
| 净利润率(%)             | 8.62%       | 8.40%       | 6.49%       | 2.97%       | 4.77%       | 6.52%       | 5.75%       |
| 少数股东损益              | 14,862      | 16,351      | 16,023      | 27,830      | 15,846      | 32,436      | 44,701      |
| 总股本(万股)             |             |             | 266,240     | 266,240     | 266,240     | 266,240     | 266,240     |
| <b>每股收益(元)</b>      | <b>1.32</b> | <b>1.25</b> | <b>1.19</b> | <b>0.53</b> | <b>0.34</b> | <b>0.69</b> | <b>0.95</b> |

资料来源：公司报表 天相投顾整理



## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅    |
|---|------|-------------------|
| 1 | 买入   | >15%              |
| 2 | 增持   | 5---15%           |
| 3 | 中性   | (-) 5%--- (+) 5%  |
| 4 | 减持   | (-) 5%--- (-) 15% |
| 5 | 卖出   | < (-) 15%         |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                     |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140       |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层<br>电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088             |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120           |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041         |
| 山东天相  | 地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室<br>电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100 |