

公司简评 中集集团 (000039.SZ)

► 2010年2月4日

集装箱业务不再是中集唯一发展重点

推荐 维持评级

分析师: 孙津

✉: sunjin@chinastock.com.cn

☎: 010-66568846

1. 事件

近期,我们调研了中集集团,就公司的集装箱、道路运输车辆、化工能源、海洋工程等业务的生产经营情况以及未来发展方向与公司相关人员进行了交流。

2. 我们的分析与判断

(1) 未来公司集装箱业务收入占比将逐年减少

集装箱业务的生产销售是公司最早的主营业务,亦是公司相对成熟的业务。目前,公司该业务在国内拥有 80-90% 的市场,在全球拥有 50% 以上的市场。由于公司的行业地位稳定,并具有明显竞争优势,我们认为未来几年公司的市场份额将与目前持平。

04-08 年,该业务在公司总收入中的占比长期保持在 60% 以上,最高时期可达到 90.65%。然而,08 年年底全球金融危机发生,使得公司的集装箱生产陷入停产的困局。依照公司在 09 年半年报公布的数据来看,上半年集装箱业务整体收入下降了 87% 左右,收入占比仅达到 24.31%,其中冷藏箱产品表现稍好,收入同比减少了 62%。

自 09 年四季度起,行业已经开始活跃。一季度公司基本恢复了生产,目前干货箱的产量大约为 08 年同期的 10-15%。然而,目前的集装箱需求主要是由于船运公司为了节省油价,加船减速,运用闲置的船只,增加集装箱的配对而产生的,这样的需求不足以引领集装箱运输行业回复到兴盛时期。

综合来看,我们认为集装箱业务收入在 2010 年虽然将好于 2009 年,但由于全球经济的回复仍需要时间,集装箱航运需求恢复的进度十分缓慢,集装箱生产行业整体在 2010 年的表现仍将差于 2008 年。因此,我们预计作为行业龙头的中集集团在集装箱业务 2010 年的收入大约为 08 年的 25% 左右,即大约为 73 亿元;毛利率大约为 10.5%,与 08 年基本持平,低于 09 年中报公布的 16.73% 近 6 个百分点。这里需要说明的是,09 年中报公布的集装箱业务毛利率之所以高达 16.73%,主要是该年原本属于集装箱业务的许多开支由于停产并没有归于集装箱业务的成本名下,实际上的业务毛利率基本上没有变化。

公司目前集装箱业务收入占比的大幅度下跌虽然是外力所致,但从趋势来看,这也是公司的长期发展战略调整的结果。我们从公司近年来年报中集装箱业务收入占比数据以及公司目前的发展策略,基本可以判断集装箱业务的收入占比将持续下降趋势,甚至有可能不再占据公司第一主营业务之位。我们认为这一变化有利于公司的发展,将有可能提升公司整体毛利率。

(2) 道路运输车辆业务逐步走向正轨

公司道路运输车辆业务目前的主要产品有:普通半挂车、自卸车、厢式车、特种作业车等。公司目前生产的道路运输车辆产品主要是指半挂车、自卸车等车辆的后半部分车体,毛利率大约在 10% 以上。2009 年,公司通过对半挂车业务的整合,实现了价格的统一。

目前,公司的半挂车产品目前在国内销量较好,大约占有 20% 的市场份额,2009 年基本没有受到金融危机的影响;但海外订单较少,出口销售占比从往年的 40-50% 降低到 20%。2009 年约有 10 万辆销售量,100 亿的销售收入。

另外，公司也正在发展其重卡产品。通过玉柴提供的设计技术，公司引进欧洲新技术，自主设计了重卡发动机，也开始小批量的做重卡车轴。公司的发展目标是高端重卡市场，因此定价较高，亦可获得较高毛利率。由于公司拥有大量半挂车老客户，重卡业务具有一定销售优势。2010 年，重卡业务将在试生产阶段，可获得利润十分有限。我们主要看好这项业务 2011 年及以后的未来盈利能力。

综合来看，我们预计道路运输车辆业务 2009-2011 年业务收入大约为 90.45、104.22、145.63 亿元，净利润率则将逐年上升，贡献 EPS 大约为 0.21、0.24、0.49 元。

（3）能源化工业务深具潜力

公司目前的能源化工业务子公司包括中集安瑞科、TGE Gas Engineering GmbH 等。中集安瑞科目前的主营业务范围包括向能源装备行业提供集成业务，设计、制造和销售关键燃气装备（包括压缩机、压力容器、天然气加气站及压缩天然气运输车辆）。TGE 于 2008 年被中集收购，增强了公司能源化工业务方面为客户提供 EP+CS（设计、采购和建造监工）等技术工程服务的功能。2009 年 11 月，公司公告 TGE 中标浙江 LNG 接收站项目储罐 EPC 合同，这个项目在 2010-2010 年平均每年能够为公司贡献 0.012 的 EPS。

2009 年，公司能源化工业务的业绩表现相对 08 年较差，主要是由于罐箱业务表现不佳，其它基本持平。

由于港口接收站作为天然气海运终端，技术较复杂，行业进入门槛高，因此我们看好公司能源化工业务的未来前景。目前，天然气仅占国内能源市场的 3-4%，原因主要是国内气源不足，需要大量进口（通过管道或海运）。同时，国际天然气目前供应过剩，价格与其他能源相比更为便宜。政府规划，未来天然气在能源市场占有率将达到 10%，而我们认为市场在政策支持的情况下很有可能会做到 15-20%。目前，国内已规划了 7、8 个港口接收站，公司具有较明显的竞争优势，将有可能获得 1/4 的项目。

总的来看，2009-2011 年，能源化工业务为公司贡献的收入大约是 31.08、41.3、48.7 亿元，EPS 约为 0.11、0.14、0.17 元。

（4）海洋工程业务是发展重点

海洋工程业务是公司目前发展潜力最好的业务之一。2010 年 1 月中旬，公司发表公告，公司基本完成了对烟台莱佛士的股权收购，公司现持有 50.01% 的股权，成为莱佛士控股股东。

2010 年，莱佛士手头有 2 个深水平台项目订单将于今年交付。深水平台的市场价格约为 5-7 亿美元/台。莱佛士手头还有 7 条半潜式钻井平台、5 条自升式钻井平台的订单，订单总额高达 20 亿美元，折合人民币约为 136 亿元。以每年可交付 2-3 个平台计算，每年收入约为 23-34 亿人民币，由于目前的高油价、能源紧张问题，我们看好行业的未来市场容量。

保守估计，莱佛士 2010-2011 年收入至少为 71、44 亿元，根据莱佛士往年 12% 的净利润率平均值，以及中集 50.01% 的持股比例估算，海洋工程业务 2010-2011 年为公司贡献的 EPS 约为 0.05、0.08 元。

另外，由于烟台莱佛士公司本身并无设计能力，09 年年底，中集公司设立了中集海洋工程研究院有限公司。2010 年 2 月 2 日，公司又发出《关于收购 FRIEDE GOLDMAN UNITED 公司股权的提示性公告》。美国 F&G 公司主要从事海洋工程平台设计和平台配套设备设计、制造业务，拥有超过 60 年的海洋工程平台设计经验。公司近日已与俄罗斯 MNP 集团已经达成意向，拟以 7500 万美元的价格收购 F&G 公司 75% 股权。本次交易已经今年 2 月 1 日本公司第五届董事会 2010 年第 1 次会议决议批准，不需要提交本公司股东大会批准。

我们认为，F&G 的加入将有利于公司在海洋工程业务的发展，将增强产品量体裁衣的能力，提高设计到生产的效

率，有利于公司海洋工程产品占据更多的市场份额，甚至形成垄断格局。不可忽视的是，中集是央企孙公司，在拥有一流技术后，与国外企业相比，在中国市场具有更为明显的竞争优势。

在减少了设计成本之后，海洋工程业务 2010-2011 年为公司贡献的 EPS 大约可上升至 0.06、0.1 元。

3. 投资建议

总的来说，我们看好公司的整体业务架构以及发展战略。公司以集装箱为中心点，逐步扩充了与其相关的周边产业，再在周边产业的基础上进一步扩充，形成圆周辐射。虽然公司在 2009 年的业绩表现并不好，甚至差于往年；2010 年的关注重点主要集中在海洋工程业务上。我们重点看好公司 2010 年及以后的业务表现，认为公司深具发展潜力。

我们预计 2009-2011 年公司营业收入分别为 188.18、231.48、285.93 亿元；净利润分别为 9.4、13.34、28.8 亿元；EPS 分别为 0.33、0.47、1.02 元。我们看好公司的长期发展，对公司维持“推荐”的评级。

分析师简介

孙津

中国银河证券研究所机械行业分析师。毕业于香港科技大学工商管理学院金融系。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908