

中集集团 (000039.SZ)

金属制品行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

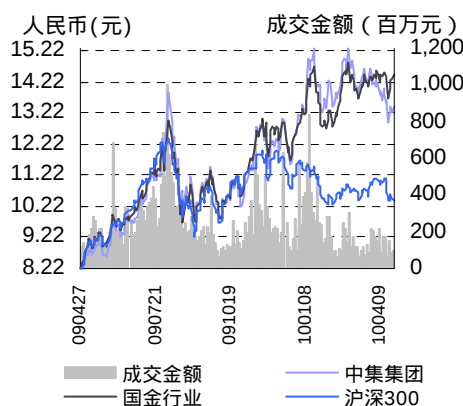
市价(人民币)：13.44 元

目标(人民币)：18.20 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,231.30
总市值(百万元)	35,782.60
年内股价最高最低(元)	15.30/8.22
沪深 300 指数	3172.00
深证成指	11602.63



相关报告

1. 《业绩反转的时间与力度超预期,3 年内业绩增长明确》, 2010.3.23
2. 《增持莱佛士股权比例符合预期》, 2010.1.20
3. 《兼具弹性与韧性的中国制造典范》, 2010.1.11

张昊 分析师 SAC 执业编号：S1130210010310
(8621)61038223
zhangh@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

迎干箱量价齐升,关注海工业务发展

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.528	0.360	0.836	1.005	1.156
每股净资产(元)	5.04	5.33	6.74	6.22	7.12
每股经营性现金流(元)	1.26	0.36	0.86	1.31	0.97
市盈率(倍)	11.73	36.37	17.57	14.60	12.70
行业优化市盈率(倍)	10.23	21.08	21.08	21.08	21.08
净利润增长率(%)	-55.55%	-31.84%	132.00%	20.30%	15.01%
净资产收益率(%)	10.48%	6.75%	12.41%	16.17%	16.23%
总股本(百万股)	2,662.40	2,662.40	2,662.40	2,662.40	2,662.40

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2010 年 1 季度实现销售收入 7,774 百万元，同比增长 82.56%；实现归属于母公司净利润 354 百万元，折合每股收益 0.13 元，同比增长 15.4%。公司 1 季报符合预期。

经营分析

- 公司的经营情况要远好于去年同期。09 年 1 季度公司的盈利主要靠二级市场减持招商银行股票；而 10 年 1 季度虽然公司存在 3.71 亿元的存货减值转回，但该影响也是经常性的，如不转回则公司毛利率将较当前提高。
- 公司收入大幅增长主要源自：1) 干箱业务大幅反弹，1 季度公司干箱产量达到 10.29 万 TEU，超过 09 年全年水平；2) 莱佛士自 10 年 1 季度并表，1 季度莱佛士收入近 10 亿元；
- 公司 1 季度实现毛利率 9.43%，分别低于 09 年 1 季度的 15.7%和我们全年预测的 14.28%。但公司毛利率低于预期的主要原因来自存货减值准备的转回，使得计入主营成本的原材料价格提高。如将转回的 3.71 亿元计入毛利，公司 1 季度毛利率为 14.2%，与我们全年对毛利率的预测相符。
- 展望全年，公司一季度平均箱价在 2000~2100 美元/TEU，而目前箱价已升至 2300 美元/TEU 以上，同时公司订单自二季度开始大幅恢复，我们预计全年干箱销量达到 82 万 TEU 以上，也即二季度开始公司干箱业务将迎来量价齐升的局面。
- 公司 1 季度管理费用率 6.27%，与我们全年 6%的预测接近，但较去年全年的 9.65%有显著下降。实际上去年由于部分业务停产，公司在会计处理上将部分原属于经营性计入主营成本的费用计入至管理费用，2010 年则不存在该因素影响，管理费用率有望达到我们的预测水准。
- 莱佛士 1 季度实现净利润约 7000 多万元，同时另有 3000 多万元的负商誉贡献，因此一季度贡献利润 1.12 亿元。公司已经提出将集中 1/2 以上的精力在海洋工程业务板块上，海工业务有望成为公司外来最重要的增长点。

盈利调整和投资评级

- 我们维持公司 2009/2010 公司实现净利润 22/27 亿的盈利预测，折合每股收益 0.836、1.005 元。扣除非经常性损益后每股收益分别为 0.60 和 0.91 元。公司股权激励价格 12.51 元，已具备安全边际，维持“买入”评级。

图表1：分项盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
集装箱						
销售收入（百万元）	34,048.90	29,098.58	5,573.58	12,741.64	23,469.89	25,139.53
增长率（YOY）	31.44%	-14.54%	-80.85%	128.61%	84.20%	0.00%
毛利率	9.31%	10.82%	14.55%	12.50%	12.30%	12.30%
销售成本（百万元）	30,878.90	25,948.72	4,762.62	11,148.93	20,583.09	22,047.37
增长率（YOY）	36.14%	-15.97%	-81.65%	-32.76%	84.62%	7.11%
毛利（百万元）	3,170.01	3,149.86	810.96	1,592.70	2,886.80	3,092.16
增长率（YOY）	-1.63%	-0.64%	-74.25%	-35.15%	81.25%	7.11%
占总销售额比重	79.38%	61.48%	27.22%	34.52%	45.24%	43.15%
占主营业务利润比重	71.86%	57.76%	26.38%	30.21%	39.81%	37.62%
道路运输车辆						
销售收入（百万元）	7,058.66	10,050.45	11,012.55	12,664.43	13,930.88	15,323.96
增长率（YOY）	-0.46%	42.38%	9.57%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	15.75%	10.99%	13.43%	12.00%	12.00%	12.00%
销售成本（百万元）	5,946.92	8,945.91	9,533.56	11,144.70	12,259.17	13,485.09
增长率（YOY）	-2.22%	50.43%	6.57%	-1.01%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	1,111.74	1,104.54	1,478.99	1,519.73	1,671.71	1,838.88
增长率（YOY）	10.18%	-0.65%	33.90%	8.11%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	16.46%	21.24%	53.78%	34.31%	26.85%	26.30%
占主营业务利润比重	25.20%	20.26%	48.11%	28.83%	23.05%	22.37%
机场设备						
销售收入（百万元）	168.00	488.04	531.30	584.43	613.65	613.65
增长率（YOY）	0.00%	190.50%	8.86%	10.00%	5.00%	0.00%
毛利率	33.08%	32.04%	34.91%	32.00%	31.00%	31.00%
销售成本（百万元）	112.43	331.67	345.82	397.41	423.42	423.42
增长率（YOY）	3.27%	195.01%	4.27%	6.86%	6.54%	0.00%
毛利（百万元）	55.57	156.37	185.48	187.02	190.23	190.23
增长率（YOY）	-6.02%	181.37%	18.62%	17.33%	1.72%	0.00%
占总销售额比重	0.39%	1.03%	2.59%	1.58%	1.18%	1.05%
占主营业务利润比重	1.26%	2.87%	6.03%	3.55%	2.62%	2.31%
能源化工设备						
销售收入（百万元）	1,639.02	7,770.87	3,600.24	5,415.16	7,207.51	9,140.11
增长率（YOY）	#DIV/0!	374.12%	-53.67%	50.41%	33.10%	0.00%
毛利率	15.12%	15.70%	17.32%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本（百万元）	1,391.20	6,550.84	2,976.68	4,440.43	5,910.16	7,494.89
增长率（YOY）	#DIV/0!	370.88%	-54.56%	51.33%	33.10%	26.81%
毛利（百万元）	247.82	1,220.03	623.56	974.73	1,297.35	1,645.22
增长率（YOY）	#DIV/0!	392.30%	-48.89%	46.35%	33.10%	26.81%
占总销售额比重	3.82%	16.42%	17.58%	14.67%	13.89%	15.69%
占主营业务利润比重	5.62%	22.37%	20.29%	18.49%	17.89%	20.01%
海洋工程						
销售收入（百万元）			5,000.00	5,750.00	6,900.00	8,280.00
增长率（YOY）			N.A.	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率			18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本（百万元）			4,100.00	4,715.00	5,658.00	6,789.60
增长率（YOY）			N.A.	0.00%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）			900.00	1,035.00	1,242.00	1,490.40
增长率（YOY）			N.A.	0.00%	20.00%	20.00%
占总销售额比重				15.58%	13.30%	14.21%
占主营业务利润比重				19.63%	17.13%	18.13%
其他业务						
销售收入（百万元）	618.49	790.88	389.32	389.32	389.32	389.32
增长率（YOY）	162.07%	27.87%	-50.77%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	75.41%	49.37%	23.04%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本（百万元）	152.09	400.42	299.62	311.46	311.46	311.46
增长率（YOY）	2.67%	163.29%	-25.17%	6.67%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	466.40	390.46	89.70	77.86	77.86	77.86
增长率（YOY）	430.82%	-16.28%	-77.03%	-20.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.44%	1.67%	1.90%	1.05%	0.75%	0.67%
占主营业务利润比重	10.57%	7.16%	2.92%	1.48%	1.07%	0.95%
内部抵消						
销售收入（百万元）	-640.15	-871.55	-631.49	-631.49	-631.49	-631.49
增长率（YOY）	178.33%	36.15%	-27.54%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本（百万元）	-303.33	-516.67	-516.67	-516.67	-516.67	-516.67
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	70.33%	0.00%	0.00%	0.00%
销售总收入（百万元）	42892.92	47327.27	20475.50	36913.49	51879.76	58255.08
销售总成本（百万元）	38481.53	41874.23	17401.64	31641.26	44628.63	50035.15
毛利（百万元）	4411.39	5453.04	3073.86	5272.23	7251.13	8219.93
平均毛利率	10.28%	11.52%	15.01%	14.28%	13.98%	14.11%

来源：国金证券研究所

图表2：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	48,761	47,327	20,476	36,913	51,880	58,255
增长率		-2.9%	-56.7%	80.3%	40.5%	12.3%
主营业务成本	-43,804	-41,874	-17,402	-31,641	-44,629	-50,035
% 销售收入	89.8%	88.5%	85.0%	85.7%	86.0%	85.9%
毛利	4,957	5,453	3,074	5,272	7,251	8,220
% 销售收入	10.2%	11.5%	15.0%	14.3%	14.0%	14.1%
营业税金及附加	-56	-28	-52	-37	-47	-52
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-1,153	-1,080	-728	-923	-1,245	-1,386
% 销售收入	2.4%	2.3%	3.6%	2.5%	2.4%	2.4%
管理费用	-1,598	-1,661	-1,976	-2,215	-2,853	-3,088
% 销售收入	3.3%	3.5%	9.7%	6.0%	5.5%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	2,151	2,684	318	2,098	3,106	3,694
% 销售收入	4.4%	5.7%	1.6%	5.7%	6.0%	6.3%
财务费用	-372	-196	-131	-179	-153	-146
% 销售收入	0.8%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-63	-702	-396	0	0	0
公允价值变动收益	275	-438	-39	0	0	0
投资收益	1,466	418	1,568	800	300	200
% 税前利润	41.9%	21.7%	107.0%	27.8%	8.8%	5.1%
营业利润	3,457	1,767	1,320	2,719	3,253	3,747
营业利润率	7.1%	3.7%	6.4%	7.4%	6.3%	6.4%
营业外收支	43	160	145	160	160	160
税前利润	3,500	1,927	1,465	2,879	3,413	3,907
利润率	7.2%	4.1%	7.2%	7.8%	6.6%	6.7%
所得税	-175	-242	-385	-374	-416	-469
所得税率	5.0%	12.5%	26.3%	13.0%	12.2%	12.0%
净利润	3,326	1,685	1,081	2,505	2,997	3,438
少数股东损益	160	278	122	280	320	360
归属于母公司的净利润	3,165	1,407	959	2,225	2,677	3,078
净利率	6.5%	3.0%	4.7%	6.0%	5.2%	5.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	3,326	1,685	1,081	2,505	2,997	3,438
少数股东损益	0	1,506	0	0	0	0
非现金支出	639	679	1,242	672	726	791
非经营收益	-1,592	361	-1,499	-842	-176	-84
营运资金变动	-3,459	-864	157	-50	-46	-1,557
经营活动现金净流	-1,086	3,367	981	2,286	3,501	2,589
资本开支	-1,847	-2,256	-1,314	654	-679	-980
投资	-1,062	-499	1,200	-1	0	0
其他	-89	227	116	800	300	200
投资活动现金净流	-2,998	-2,527	3	1,453	-379	-780
股权募资	407	17	11	0	-3,578	0
债权募资	6,293	1,055	1,172	-4,605	1,897	-1,972
其他	-1,550	-2,105	-581	1,503	-603	-756
筹资活动现金净流	5,150	-1,033	602	-3,102	-2,284	-2,728
现金净流量	1,066	-193	1,586	637	838	-919

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,054	3,101	5,269	5,906	6,744	5,826
应收款项	10,805	5,931	6,677	8,657	12,167	13,183
存货	7,715	7,833	6,754	9,969	10,393	11,241
其他流动资产	2,792	1,952	1,836	1,992	2,771	2,846
流动资产	24,367	18,818	20,535	26,525	32,076	33,095
% 总资产	60.3%	54.5%	55.0%	63.4%	67.6%	67.8%
长期投资	5,265	3,448	4,174	4,175	4,174	4,174
固定资产	7,035	8,097	8,268	8,340	8,457	8,809
% 总资产	17.4%	23.4%	22.1%	19.9%	17.8%	18.0%
无形资产	3,374	3,835	4,015	2,774	2,771	2,768
非流动资产	16,025	15,739	16,823	15,292	15,404	15,753
% 总资产	39.7%	45.5%	45.0%	36.6%	32.4%	32.2%
资产总计	40,392	34,558	37,358	41,816	47,480	48,849
短期借款	4,065	2,477	4,613	2,348	5,245	3,272
应付款项	11,431	7,676	8,436	14,381	18,509	18,664
其他流动负债	1,640	2,246	2,149	1,638	2,337	2,749
流动负债	17,135	12,399	15,197	18,367	26,091	24,685
长期贷款	4,462	6,548	5,609	3,609	2,609	2,610
其他长期负债	1,252	676	726	0	0	0
负债	22,850	19,623	21,532	21,975	28,699	27,295
普通股股东权益	15,914	13,429	14,198	17,933	16,552	18,965
少数股东权益	1,629	1,506	1,628	1,908	2,228	2,588
负债股东权益合计	40,392	34,558	37,358	41,816	47,480	48,849

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.189	0.528	0.360	0.836	1.005	1.156
每股净资产	5.977	5.044	5.333	6.736	6.217	7.123
每股经营现金净流	-0.408	1.264	0.364	0.859	1.315	0.972
每股股利	0.430	0.500	0.150	0.120	0.180	0.250
回报率						
净资产收益率	19.89%	10.48%	6.75%	12.41%	16.17%	16.23%
总资产收益率	7.84%	4.07%	2.57%	5.32%	5.64%	6.30%
投入资本收益率	7.48%	9.55%	0.88%	7.07%	10.24%	11.85%
增长率						
主营业务收入增长率	47.01%	-2.94%	-56.74%	80.28%	40.54%	12.29%
EBIT增长率	-23.85%	24.81%	-88.14%	558.98%	48.07%	18.92%
净利润增长率	14.20%	-55.55%	-31.84%	132.00%	20.30%	15.01%
总资产增长率	76.20%	-14.44%	8.10%	11.93%	13.54%	2.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.7	50.5	71.8	55.0	55.0	52.0
存货周转天数	51.8	67.8	153.0	115.0	85.0	82.0
应付账款周转天数	45.1	49.6	92.9	90.0	88.0	85.0
固定资产周转天数	48.0	55.2	137.2	77.3	56.2	51.9
偿债能力						
净负债/股东权益	25.93%	37.08%	30.71%	-0.21%	5.42%	-0.17%
EBIT利息保障倍数	5.8	13.7	2.4	11.7	20.3	25.3
资产负债率	56.57%	56.78%	57.64%	52.55%	60.44%	55.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	1	8	11	20
买入	0	0	1	1	11
持有	0	1	1	1	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	0	2.00	1.42	1.32	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

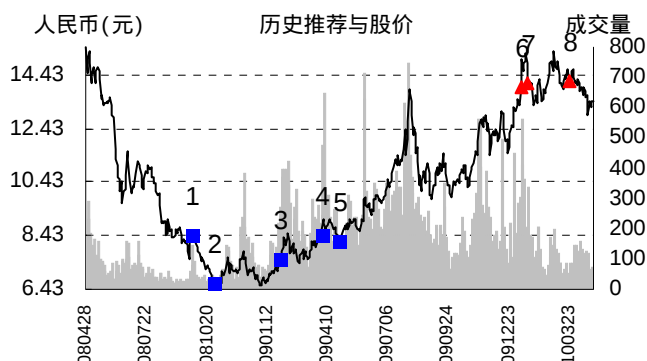
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-09-22	持有	8.46	7.06 ~ 8.82
2 2008-10-28	持有	6.62	N/A
3 2009-02-04	持有	7.55	N/A
4 2009-04-01	持有	8.44	N/A
5 2009-04-27	持有	8.22	N/A
6 2010-01-11	买入	13.99	16.16 ~ 16.16
7 2010-01-20	买入	14.10	N/A
8 2010-03-23	买入	14.22	18.20

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室