

动态报告

机械设备

运输机械

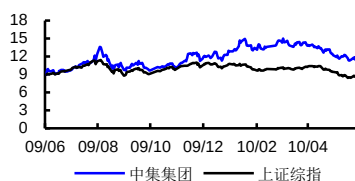
中集集团(000039)

推荐

(维持评级)

2010年5月31日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	12.31
总股本/流通 A 股(百万股)	2,662.40/1,231.30
流通 B 股/H 股(百万股)	1,430.48/0.00
总市值/流通市值(百万元)	32,774.10/32,766.46
上证综指/深圳成指	2,655.92/10,543.33
12 个月最高/最低(元)	15.30/8.95

财务数据

净资产值(百万元)	14,549.86
每股净资产(元)	5.46
市净率	2.25
资产负债率	63.34%
息率	0.97%

相关研究报告:

《中集集团 2009 年股东大会和 2010 年 1 季度报点评: 业绩符合预期, 未来将逐季增长》——《中集集团: 四引擎驱动业绩稳健高速增长(请以此为准)》——2010-3-24

分析师: 余爱斌

SAC 执业证书编号: S0980207060202

电话: 0755-82133400

E-mail: yuab@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

更新报告

2010 年集装箱业务大超预期

●全球集装箱贸易量增速 2010 年料为 8.8%, 恢复速度超预期

受全球经济回暖拉动, 全球集装箱贸易已经从 2009 年大降 9.5% 的衰退中快速恢复。Clarkson 预计 2010 年全球集装箱贸易增速可达到 8.8%, 大大超过年初有关专业机构 3~4% 的增幅预测。我国沿海港口 1 季度集装箱吞吐量同比增加 21.5%, 引领了全球该行业重新回到长期增长轨道。

●新箱供不应求, 集装箱制造业呈现卖方市场格局

由于货量上升, 船速降低, 船公司需要更多集装箱保有量来实现运输需求。而集装箱制造工厂数量在 09 年有所减少, 并且目前招工难使得工厂只能维持单班生产, 行业总产能只有 08 年巅峰时期的一半, 导致新造集装箱严重供不应求。

●箱价突破历史高点, 公司 2010 年集装箱业绩将大超预期

业内人士称 8 月份 20 英尺标箱订单价格已达到 2700 美元, 比 09 年底的价格上升 40%, 超过 08 年 2 季度历史最高价格 2550 美元/TEU。按此价格粗略估算集装箱制造毛利率为 20%, 约是 07、08 年份毛利率的两倍。我们保守认为这种量价齐升的局面至少持续到 10 年 4 季度。

●风险提示

欧洲集装箱贸易占全球约 20% 份额。若欧洲经济形势恶化, 则可能会对集装箱新箱需求产生一定负面影响。

●预测公司 10 年 EPS 为 0.85 元/股, 维持“推荐”评级

受益于集装箱业绩超预期, 我们上调公司 10 年的 EPS 预测为 0.85 元/股, 当前股价 12.31 元/股, 对应 PE14.5 倍。维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	47,327.28	20,475.51	45,680	63,384	80,849
(+/-%)	-2.94%	-56.74%	123.09%	38.76%	27.55%
净利润(百万元)	1,406.91	958.97	2271.0	3323.7	4613.3
(+/-%)	-55.55%	-31.84%	136.8%	46.4%	38.8%
每股收益(元)	0.53	0.36	0.85	1.25	1.73
EBIT Margin	5.37%	1.6%	7.2%	7.7%	8.4%
净资产收益率(ROE)	10.48%	6.75%	14.38%	18.35%	21.61%
市盈率(PE)	23.30	34.18	14.4	9.9	7.1
EV/EBITDA	12.83	47.5	14.4	10.4	7.9
市净率(PB)	2.44	2.31	2.08	1.81	1.54

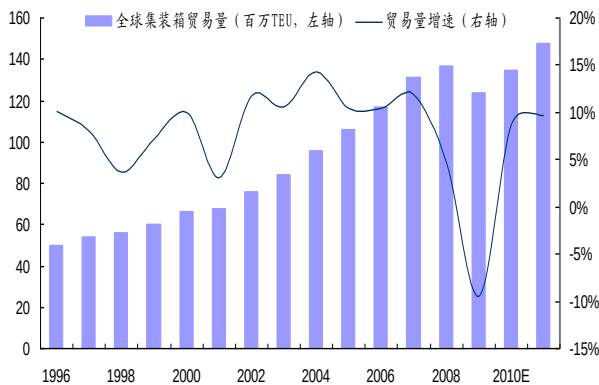
全球集装箱贸易已重回长期增长轨道

全球经济回暖，拉动集装箱贸易量快速上升。权威机构 Clarkson 预计 10 年全球集装箱贸易量将增长 8.8%，11 年增长 10%，大大超过 10 年初有关机构认为今年只有 3~4% 的预测增幅。从历史数据看，从上世纪 50 年代以来，全球集装箱贸易取得突飞猛进的发展。仅考察 1996~2008 年之间的数据，就可发现全球集装箱贸易保持了连续 13 年正增长，年复合增长 8.8%。经历了 09 年-9.5% 的大跌之后，受实体经济回暖、集装箱化率提高驱动，全球集装箱贸易在 10 年将重回增长轨道。

中国沿海主要港口的集装箱吞吐量也已快速上升，10 年 1 季度总吞吐量为 2883 万 TEU，比 09 年 1 季度上升 21.5%，比危机前的 08 年 1 季度增加 6.8%，基本走出了危机谷底。历史数据表明：我国港口吞吐量一般在每年 2 月的农历春节期间达到全年最低点，而后基本呈逐月上升趋势，在第四季度达到当年最高峰。

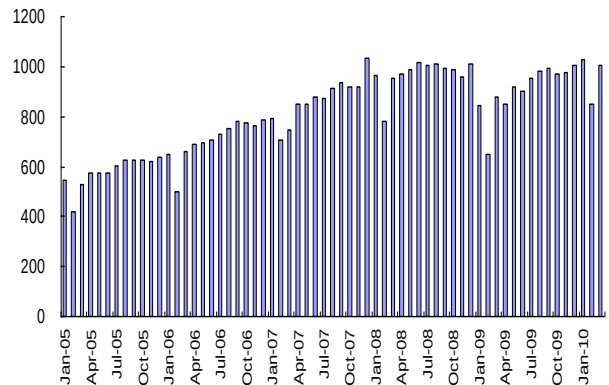
我们认为全球集装箱贸易量已经重回长期增长轨道，我国集装箱吞吐量在 10 年将继续呈现前低后高的传统结构。

图 1：1996~2008 年全球集装箱贸易量



数据来源：Clarkson，国信证券经济研究所

图 2：我国沿海主要港口集装箱吞吐量（百万 TEU）



数据来源：船舶工业协会，国信证券经济研究所

集装箱新箱需求旺盛而制造产能不足，行业处于卖方市场

目前集装箱船公司普遍处于用箱吃紧状态，中国各港口（尤其是华东和华南）的码头和外堆场集装箱堆存量严重低于正常水平。船公司和租箱公司对新箱有强烈的需求。出现这种情况主要有三方面的原因：

- 1) 集装箱制造业 09 年几乎全年停产，集装箱保有量因为旧箱淘汰后得不到补充而下降，CI 估算 09 年全球集装箱保有量下降了 4%，减少约 100 万 TEU。目前业内需要补充新箱，使集装箱总保有量维持正常水平；
- 2) 为节省燃油消耗，降低营运成本，船公司大多降低了集装箱船速，这使得集装箱周转效率降低，实现相同运量需要更多集装箱；

3) 集装箱航运从 4 月份开始逐步进入传统旺季, 预计在 4 季度达到顶峰。货量增加需要更多集装箱来运输。

09 年, 进道和西域珠海等实力较弱的集装箱制造商陷入困境而退出了行业竞争, 集装箱制造业的总体产能下降。目前, 由于招工困难, 整个行业只能维持单班生产, 产能约为 20 万 TEU/月, 仅仅是 07、08 年巅峰时期产能的一半, 而且短期内看不到大幅度提升产能的可能性。公司的产能占全行业的一半, 约 10 万 TEU/月, 从 3 月份以来一直处于满负荷生产状态。

预计这种全行业供不应求的局面将至少持续到今年 3 季度之后。

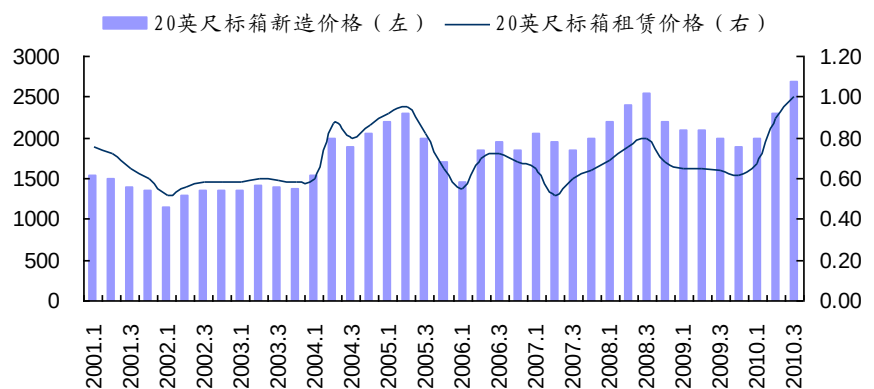
订单量价齐升, 公司 10 年集装箱业绩超预期

根据 CI 统计, 20 英尺标准干货箱新造箱价格已经从 09 年 4 季度 1900 美元/TEU 的低谷反弹, 10 年 1 季度价格为 2000 美元/TEU。CI 预测 2 季度新箱价格将继续上升 15%至 2300 美元/TEU。

根据 5 月 26 日香港《文汇报》报道, 全球第二大集装箱制造商胜狮集团总裁张松声表示: 2010 年 8 月标箱定价为 2700 美元/TEU, 较 09 年底的 1900 美元/TEU 上升 40%。而从 2001 年以来的箱价历史高点为 2008 年 2 季度的 2550 美元/TEU。

集装箱租赁价格也预示新箱价格将继续上升。历史数据显示, 集装箱租赁价格与集装箱新箱价格呈紧密正相关关系。当前市场上 2 季度租箱价格已经上升到 0.8~0.9 美元/TEU.天, 达到历史最高位。在我们近期的访谈中, 个别船公司表示租金价格可能会进一步上升到 1 美元/TEU.天。

图 3: 2001~2010 年各季度 20 英尺标准干货箱新造价格和租赁价格



资料来源: CI, 国信证券经济研究所

虽然公司也面临原材料及人工成本上升的预期, 但我们认为总体上看公司集装箱业务的毛利率将有大幅度改善。按 2700 美元/TEU 粗略估算, 毛利率将达到 20%, 而 07、08 年公司集装箱毛利率分别只有 9.31%和 10.82%。

公司订单已经接到 8 月份。因此, 公司 2、3 季度持续满负荷运转、生产高价订单是非常有保障的。同时, 不排除 4 季度订单依然火爆的可能性。

10 年公司 EPS0.85 元/股，维持“推荐”评级

由于集装箱业务超预期，所以上调对公司 10 年 EPS 的预测为 0.85 元/股。当前股价为 12.31 元/股，对应 PE14.5 倍。维持“推荐”评级。

核心判断的主要风险

- 1) 若行业突然大幅度扩充产能，使供给紧张局面缓解，箱价和盈利水平也可能会随之下降。目前未见行业大规模扩产的迹象；
- 2) 若钢材大幅度涨价，则可能侵蚀公司集装箱业务的利润空间。目前未见钢材大幅度涨价迹象；
- 3) 欧洲经济存在不确定性。目前全球主要船公司和租箱公司的总部基本都在欧洲，而且欧洲集装箱贸易约占全球 15~20%。若希腊等国事态恶化，可能会降低欧洲集装箱贸易量，并削弱船公司和租箱公司的融资能力，进而减少集装箱需求。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	5269	1000	1250	1375
应收款项	6677	8135	11288	14398
存货净额	6754	8990	10390	11342
其他流动资产	1350	1599	1902	2425
流动资产合计	20535	20210	25315	30026
固定资产	8268	14698	14357	13966
无形资产及其他	2778	2685	2592	2500
投资性房地产	3846	3846	3846	3846
长期股权投资	1931	2181	2201	2221
资产总计	37358	43620	48312	52560
短期借款及交易性金融负债	4613	4567	4221	1581
应付款项	5688	8250	11578	14745
其他流动负债	4896	6655	5752	5844
流动负债合计	15197	19473	21551	22170
长期借款及应付债券	5609	5609	5609	5609
其他长期负债	726	926	926	926
长期负债合计	6334	6534	6534	6534
负债合计	21532	26007	28085	28705
少数股东权益	1628	1825	2113	2512
股东权益	14198	15788	18115	21344
负债和股东权益总计	37358	43620	48312	52560

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.36	0.85	1.25	1.73
每股红利	0.25	0.26	0.37	0.52
每股净资产	5.33	5.93	6.80	8.02
ROIC	2%	10%	14%	19%
ROE	7%	14%	18%	22%
毛利率	15%	14%	13%	14%
EBIT Margin	2%	7%	8%	8%
EBITDA Margin	6%	9%	9%	10%
收入增长	-57%	123%	39%	28%
净利润增长率	-32%	137%	46%	39%
资产负债率	62%	64%	63%	59%
息率	2.0%	2.1%	3.0%	4.2%
P/E	34.2	14.4	9.9	7.1
P/B	2.3	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	47.5	14.4	10.4	7.9

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20476	45680	63384	80849
营业成本	17402	39186	54903	69727
营业税金及附加	52	116	165	214
销售费用	728	1129	1532	1930
管理费用	1976	1954	1897	2215
财务费用	131	381	399	352
投资收益	1568	112	134	162
资产减值及公允价值变动	(435)	0	0	0
其他收入	(0)	151	115	76
营业利润	1320	3177	4738	6651
营业外净收支	145	203	209	215
利润总额	1465	3380	4947	6866
所得税费用	385	828	1212	1682
少数股东损益	122	281	411	570
归属于母公司净利润	959	2271	3324	4613

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	959	2271	3324	4613
资产减值准备	(306)	(327)	2	(1)
折旧摊销	824	790	981	1034
公允价值变动损失	435	0	0	0
财务费用	131	381	399	352
营运资本变动	376	250	(2429)	(1327)
其它	344	524	286	400
经营活动现金流	2632	3508	2164	4720
资本开支	(60)	(6800)	(550)	(550)
其它投资现金流	29	0	0	0
投资活动现金流	(360)	(7050)	(570)	(571)
权益性融资	11	0	0	0
负债净变化	(940)	0	0	0
支付股利、利息	(662)	(681)	(997)	(1384)
其它融资现金流	3088	(45)	(346)	(2640)
融资活动现金流	(104)	(727)	(1344)	(4024)
现金净变动	2168	(4269)	250	125
货币资金的期初余额	3101	5269	1000	1250
货币资金的期末余额	5269	1000	1250	1375
企业自由现金流	1375	(3273)	1692	4264
权益自由现金流	3523	(3606)	1045	1358

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82133766
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	戴 军	0755-82133129
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	黄志文	0755-82133928
周 琦	0755-82133568			秦国文	0755-82133528
赵学昂	0755-66025232			林晓明	021-60933154
				赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	