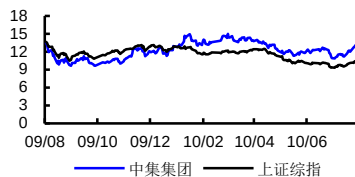


动态报告
机械设备
运输机械
中集集团(000039)
推荐

(维持评级)

2010年8月2日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	13.21
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)	35,170.25/35,162.06
上证综指/深圳成指	2,637.50/10,785.35
12 个月最高/最低(元)	15.30/9.82

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	2.42
资产负债率	63.34%
息率	0.91%

相关研究报告:

《中集集团: 2010 年集装箱业务大超预期》——2010-5-28

《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

电话: 0755-82133400

E-mail: yuab@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207060202

联系人: 杨森

电话: 0755-82133343

E-mail: yangsen@guosen.com.cn

更新报告

10、11 年业绩持续超预期增长

●2010 年 3 季度箱价再创新高, 公司业绩持续超预期

公司 3 季度订单共约 40 万 TEU, 最新 20 英尺标箱订单价格为 2800 美元, 创下历史新高, 比年初价格高出 56%。全年全行业总需求预计为 240 万 TEU, 也高于市场原预期。量价齐升使得公司集装箱业绩持续超预期。

●预计 2011 年全行业需求 350 万 TEU, 同比增长 45.8%

CI 预测 2011~2014 年旧箱替换需求分别为 155、160、165 和 180 万 TEU。Drewry 预测 2011 年集装箱贸易量同比增长 7.4%。另外, CI 预计 2011 年新交付的集装箱运力将有 165 万 TEU。综合预测: 2011 年全行业总需求有望达到 350 万 TEU, 未来仍将保持高增长。

●产能紧张、成本上升: 集装箱毛利率有望维持高位

2011 年行业全年产能预计为 350 万 TEU, 在旺季将供不应求。而钢材与人工成本上升在长期看是比较确定的趋势。上述两因素将支撑集装箱价格和毛利率维持在相对较高的水平。

●房地产业务有可观的潜在收益

公司在深圳前海拥有 55 万平米土地, 原计划建设集装箱厂, 目前面临政府改变地块规划的土地性质。公司在上海的两个共占地约 40 万平米的箱厂也面临同样问题。若发展房地产业务或转作其他商业用途, 正常情况下, 公司上述土地有望给公司带来可观的税后利润

●调高 10 年 EPS 至 0.95 元/股, 11 年 1.25 元/股, 维持“推荐”评级

在不考虑房地产潜在收益的情况下, 调高公司 10 年业绩预测 12%至 0.95 元/股, 维持公司 11 年 EPS1.25 元/股的预测。对应 7 月 30 日 13.21 元/股的收盘价格, 10、11 年的 PE 分别为 13.9 倍和 10.6 倍。维持“推荐”评级。

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。

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	47,380	63,943	76,915
(+/-%)	-2.94%	-56.74%	131.40%	34.96%	20.29%
净利润(百万元)	1,406.91	958.97	2531.3	3329.2	4434.8
(+/-%)	-55.55%	-31.84%	164.0%	31.5%	33.2%
每股收益(元)	0.53	0.36	0.95	1.25	1.67
EBIT Margin	5.37%	6.8%	7.8%	7.7%	8.4%
净资产收益率(ROE)	10.48%	6.75%	15.85%	18.19%	20.72%
市盈率(PE)	25.00	36.68	13.9	10.6	7.9
EV/EBITDA	13.57	49.6	13.8	10.8	8.3
市净率(PB)	2.62	2.48	2.20	1.92	1.64

前言

我们认为中集集团的业绩将在 2010~2012 年依靠四大主业保持高速增长。进入 2010 年 2 季度以来，集装箱市场持续有超预期表现。我们于 2010 年 7 月 30 日组织多家机构对公司进行了联合调研。

集装箱：10 年 3 季度箱价创历史新高，11 年全行业需求料达 350 万 TEU

箱价提升拉动下半年业绩继续超预期，行业全年总需求 240 万 TEU

公司 3 季度订单共约 40 万 TEU，最新 20 英尺标箱订单价格为 2800 美元。行业 5 月份创下的 2700 美元的 20 英尺标箱订单价格历史最高纪录仅维持了一两个月就被打破，比年初 1800 美元的价格提高 56%。

我们认为公司全年业绩将因箱价屡创新高而继续有超预期表现。3 季度是公司全年的产量高峰。由于集装箱客户确认接受新箱还需要一段时间，所以 3 季度的部分营业收入可能在 4 季度确认。预测行业今年总需求为 240 万 TEU。

2011 年旧箱替换量约 155 万 TEU，以后逐年提升

我们曾论证：在正常年份，旧箱替换量基本等于 12 年前全行业产量。世界集装箱行业权威机构英国 Containerisation International(简称“CI”)预测 2011~2014 年行业旧箱替换需求量分别为 155、160、165 和 180 万 TEU。只要将 2000、2001 年的产量在 2012 和 2013 年做平均处理，就可发现该预测完全支持了我们的理论。考虑到在某一年份集中处理大批旧箱会对市场产生巨大压力，所以我们认为 CI 的预测有其合理性。观察 1998~2007 年的数据可知，除 2001 年受 911 事件影响外，全球集装箱年产量持续快速增长，复合增速达到 12.4%。因此，未来对旧箱的替换量也将稳定快速提升。

表 1: 1998-2007 年集装箱全球产量与 CI 预测 2011-2014 年替换量 (千 TEU)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
全球产量	1,480	1,540	1,930	1,280	1,740	2,400	2,960	2,600	3,100	4,250
		2011E	2012E	2013E	2014E					
旧箱替换量		1,550	1,600	1,650	1,800					

资料来源：CI，国信证券经济研究所

2011 年集装箱贸易量预计增长 7.4%

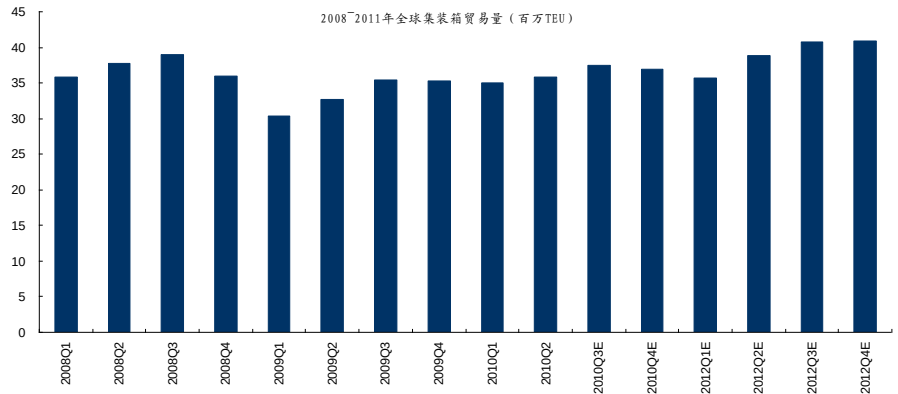
世界海运权威 Drewry 在 2010 年 6 月预测全球 2010 年集装箱贸易量为 1.45 亿 TEU，比 2009 年增长 8.6%，2011 年 1.56 亿 TEU，同比增长 7.4%。按季度来看，10 年 4 季度货量会比 3 季度环比下滑 1.6%。

从我们近期与船公司和货代的交流情况看，市场普遍对 4 季度货量走势持保守态度，认为存在较大的下行压力，尤其是生产企业的海外订单在近期已经表现出下

降，预示着 2 季度以来的旺季行情可能难以一直持续到年底。对明年，市场认为有比较大的可能性在去年的基础上略有上升。影响货量的关键还是在于全球经济回暖的程度以及欧美等主流市场的购买能力。

市场的判断与 Drewry 基本一致。

图 1: 2008~2011 年各季度全球集装箱贸易量 (百万 TEU)



资料来源: Drewry, 国信证券经济研究所

船舶加速与减速: 集装箱新箱需求的稳定器, 2010 年料产生 164.8 万 TEU 新箱

船舶减速是高油价、低货量的产物。从节省成本、低碳减排的角度看, 减速应该是航运行业的发展方向。减速降低了运输设备的效率, 从而要求更大的集装箱船队运力和集装箱保有量。根据 CI 统计, 2010 年交付集装箱船总运力为 108.9 万 TEU, 2011 年为 164.8 万 TEU。Clarkson 统计今年 1~7 月已经交付 88.6 万 TEU。目前全球集装箱船基本都已投入运营。根据 Alphaliner 统计, 闲置运力占总运力比例约为 2%, 且闲置的基本都是 3000TEU 以下的小船。通过减速, 多余运力基本都被吸收。航运市场人士认为: 船舶减速仍有空间。明年新投入的运力在货运高峰期仍有望全数投入使用。

我们认为: 从运营角度分析, 集装箱主要有两种状态——在陆状态和在船状态。前者包括集装箱在码头、堆场和客户手中的状态, 后者主要是在海上运输的状态。当集装箱货量和陆上作业效率不变时, 陆上集装箱存量水平应维持不变。船公司通过减速加船维持周班运力不变, 则需要多配备等同于加船运力数量的集装箱。例如: 今年新增 88.6 万 TEU 运力, 则海上集装箱存量应该增加 88.6 万 TEU。按此预测, 2011 年即使货量与今年基本持平, 如果船公司要将新增运力全数投入使用, 则需要在扩大减速航线范围的同时, 使集装箱保有量净增加 164.8 万 TEU (集装箱船拆解量预计低于 50 万 TEU, 此处暂未详细讨论)。市场人士认为今年减速产生 100 万 TEU 新箱需求, 与我们的理论结果基本一致。

当船舶开始加速时, 往往意味着货量增加、运价较高, 航运市场处于繁荣时期。届时, 虽然运输效率提升会降低新箱需求, 但总体航运市场的兴旺一定会增加对新箱的总体需求量。因此, 不论是加速还是减速, 在实际操作层面, 最终都会使得对集装箱新箱的需求保持较高水平。

2011 年集装箱全年总需求约 350 万 TEU，同比增长 45.8%

按明年 7.4% 的货量增速、集装箱运输效率与今年持平预测，行业总需求量为 360.3 万 TEU。即使货量增速低于预期，若船公司能够在明年 3、4 季度的高峰将新增运力全数投入运营，也需要 318.8 万 TEU 总需求量（替换量 154 万 TEU，新增量 164.8 万 TEU）。

综上：我们认为 2010 年全行业总需求有较大可能达到 350 万 TEU。订单重心按惯例将会出现在 5、6 月份之后。

产能紧张和成本上升，集装箱价与毛利率有望维持高位

我们测算：目前全行业月最大理论产能约为 40 万 TEU。但由于工人短缺和熟练度下降，实际最大产能可能只有 35 万 TEU。剔除淡季和假期因素，行业全年产能可能只有 350 万 TEU。相对于需求量而言，如此产能水平在旺季仍将十分紧张。根据公司介绍，目前人工成本已增加三分之一。我们认为原材料（主要是钢材）和人工成本的上升在长期不可避免。上述两因素将成为箱价处于相对高位的有力支撑。

车辆业务：2010 年有望达到 140 亿元人民币

受国内投资拉动，今年公司车辆业务需求增长很快，海外订单也在回升，预计今年车辆业务总收入将达到 140 亿元，比 2009 年 110 亿增长 27%。上半年收入约 80 亿元，下半年可能减速。

我们认为下半年及未来国内基础设施建设规模依然庞大，铁路建设等有加速的可能，公司工程类车辆的需求依然有较大空间。而国内拉动内需的政策将提升对公司物流类车辆的需求。因此，2011 年公司车辆业务仍可保持较高速的增长。公司通过内部治理整合以及统一采购大宗原材料，毛利率不断提升，公司车辆业务的盈利能力也在不断增强。

能源食品化工：整合提升系统解决方案能力

公司在能源食品化工领域的业务主要以香港上市的安瑞科（3899）为平台。未来还将逐步注入相关资产，如德国 TGE、大连重化、南通大罐等。预计 10~11 年，该业务板块将实现平稳增长。

海洋工程：F&G 收购无进展，全年目标交付两台半潜式平台

公司原计划在今年 6 月左右完成对 F&G75% 股权的收购。目前该项目暂未有进展。公司在加快对莱福士的整合，今年的目标是交付两台半潜式平台。公司日前被授予国家海洋石油钻井平台研发中心。类似中心目前全国仅有两个，另外一个

在中船重工集团。

房地产业务：存在可观的潜在收益

公司目前拥有的土地存量为 20 平方公里。其中在深圳前海拥有 55 万平米土地，原计划建设集装箱厂，目前面临政府改变地块规划的土地性质。同样，公司在上海的两个占地面积约 40 万平米的箱厂也面临同样问题。

目前房地产不是公司主业，但公司会积极利用现有资源为股东创造价值。我们认为：若发展房地产业务或转作其他商业用途，正常情况下，公司上述土地有望给公司带来可观的税后利润。

上调 10 年 EPS 至 0.95 元/股，11 年 1.25 元/股，维持“推荐”评级

在不考虑房地产潜在收益的情况下，调高公司 10 年业绩预测 12%至 0.95 元/股，维持公司 11 年 EPS1.25 元/股的预测。对应 7 月 30 日 13.21 元/股的收盘价格，10、11 年的 PE 分别为 13.9 倍和 10.6 倍。维持“推荐”评级。

核心风险

- 1) 全球集装箱贸易量增速低于预期；
- 2) 欧债恶化、运价降低削弱船公司和租箱公司融资能力；
- 3) 箱价持续升高抑制客户需求。

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	8437	11387	13697
存货净额	6754	9270	10478	10787
其他流动资产	1350	1658	1918	2307
流动资产合计	20535	20851	25519	28653
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	44261	48516	51186
短期借款及交易性金融负债	4613	4538	4063	1153
应付款项	5688	8506	11675	14023
其他流动负债	4896	6865	5807	5551
流动负债合计	15197	19909	21545	20728
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	26444	28080	27262
少数股东权益	1628	1848	2136	2519
股东权益	14198	15970	18301	21405
负债和股东权益总计	37358	44261	48516	51186

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.36	0.95	1.25	1.67
每股红利	0.25	0.29	0.38	0.50
每股净资产	5.33	6.00	6.87	8.04
ROIC	2%	12%	14%	18%
ROE	7%	16%	18%	21%
毛利率	15%	15%	13%	14%
EBIT Margin	2%	8%	8%	8%
EBITDA Margin	6%	9%	9%	10%
收入增长	-57%	131%	35%	20%
净利润增长率	-32%	164%	32%	33%
资产负债率	62%	64%	62%	58%
息率	1.9%	2.2%	2.8%	3.8%
P/E	36.7	13.9	10.6	7.9
P/B	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	49.6	13.8	10.8	8.3

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	47380	63943	76915
营业成本	17402	40381	55357	66358
营业税金及附加	52	121	166	204
销售费用	728	1156	1530	1853
管理费用	1976	2040	1997	2010
财务费用	131	380	396	343
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	3564	4746	6385
营业外净收支	145	203	209	215
利润总额	1465	3767	4955	6600
所得税费用	385	923	1214	1617
少数股东损益	122	313	412	548
归属于母公司净利润	959	2531	3329	4435

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	959	2531	3329	4435
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	380	396	343
营运资本变动	376	75	(2305)	(917)
其它	344	547	286	385
经营活动现金流	2632	3615	2294	4936
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)	(759)	(999)	(1330)
其它融资现金流	3088	(75)	(475)	(2910)
融资活动现金流	(104)	(834)	(1474)	(4240)
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	(3156)	1820	4467
权益自由现金流	3523	(3518)	1046	1298

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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	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- 82130432
				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	0755-82130722
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	0755-82130706				
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
高耀华	0755-82130771				
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	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
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	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

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	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	