

强烈推荐-A (维持)**中集集团 000039.SZ**

目标估值: 18.00 元

当前股价: 14.30 元

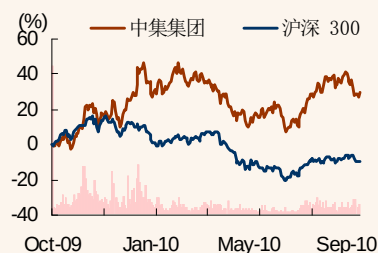
2010 年 10 月 8 日

海洋工程业务蓄势待发**基础数据**

上证综指	2656
总股本(万股)	266240
已上市流通股(万股)	123130
总市值(亿元)	356
流通市值(亿元)	165
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	67.7%
主要股东	招商局国际
主要股东持股比例	25.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-5	37
相对表现	-2	11	42

**相关报告**

- 1、《中集集团(000039)-集装箱停产及存货跌价导致四季度亏损》2009.4
- 2、《中集集团(000039)-万事俱备只欠东风》2010.1(上调公司评级至强烈推荐)
- 3、《中集集团(000039)-收购整合就绪新业务起航》2010.8

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090208040193

研究助理**蔡宇滨**

0755-82960064
caiwb@cmschina.com.cn

近期调研了中集集团海洋工程业务相关子公司: 来福士和 TSC 海洋。2009 年中集集装箱业务景气度跌至冰点, 但并没有停止扩张的脚步, 实现控股来福士对公司进军海洋工程意义重大。我们认为中集集团新业务蓄势待发, 传统业务稳步复苏, 估值仍有提升的空间, 本调研报告基本维持原业绩预测及强烈推荐评级。

- **中集集团的海洋工程业务布局:** 2008-10 年中集集团陆续收购了烟台来福士 50.01% 的股份, 成为烟台来福士控股股东。收购来福士后, 中集集团目前直接和间接拥有 TSC 海洋集团 50% 左右的股权, 因此成为 TSC 的控股股东。
- **来福士——设计与制造能力国内领先。** 中集来福士拥有国际一流的海工建造设施, 世界最大的 2 万吨桥式起重机及 2 万吨液压机等, 形成了海洋工程项目总装建造的独特优势, 目前可以同时建造 9 个平台(半潜式+自升式)。目前中集来福士手持半潜式平台订单居世界前三位。在国内目前建造的 10 个半潜平台项目中, 中集来福士拥有 8 个在建的半潜式平台。国家能源海洋石油钻井平台研发中心落户中集集团。
- **TSC——全球第三大钻井平台总包商。** TSC 2005 年在香港创业板上市, 其后 3 年销售和利润各增长了 10 倍。2008 年通过收购 GME, TSC 成为钻井平台总包供应商, 目前全球 23% 的半潜式平台都有 TSC 的设备。2010 年上半年 TSC 营业收入为 6000 万美元, 同比下降 13.9%, 主要是受金融危机后订单下降的滞后影响。我们判断虽然全球钻采行业新一轮景气周期尚未启动, 但是 TSC 的盈利已经触底回升。
- **半潜式钻井平台——“流动的国土”。** 随着陆上石油逐步枯竭, 海上石油开采凸显其重要性, 海洋工程呈现深海、超深海发展趋势, 半潜式钻井平台更新与升级需求庞大。从 2008 年以来, 钻井船和半潜式钻井平台平台的日均租金总体处于一个上升趋势, 而且平台利用率一直维持在 80% 以上。
- **维持“强烈推荐-A”评级。** 预计中集集团 2010-11 年 EPS 为 1.01 和 1.28 元, 目前的动态 PE 为 14 倍和 11 倍。由于中集集团在海洋工程、能源装备两块新兴业务的布局已经完成, 按照 2010 年 18 倍综合 PE 给出 18 元目标价。
- **风险提示:** 全球宏观经济波动风险, 收购兼并整合风险。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	47327	20476	42030	50460	59976
同比增长	-3%	-57%	105%	20%	19%
营业利润(百万元)	1767	1320	3405	4339	5103
同比增长	-49%	-25%	158%	27%	18%
净利润(百万元)	1407	959	2677	3405	4000
同比增长	-56%	-32%	179%	27%	17%
每股收益(元)	0.53	0.36	1.01	1.28	1.50
PE	27.1	39.7	14.2	11.2	9.5
PB	2.8	2.7	2.3	2.0	1.7

资料来源: 招商证券

正文目录

一、中集集团的海洋工程业务布局	4
1、控股来福士	4
2、间接控股 TSC	4
二、中集集团海洋工程业务竞争优势分析	4
1、来福士——设计与制造能力国内领先	4
(1) 地理优势:	4
(2) 生产能力:	4
(3) 手持订单:	5
(4) 研发创新优势:	5
2、TSC——全球第三大钻井平台总包商	8
(1) 收购兼并成为钻井平台总包解决商	8
(2) 研发与服务的全球布局	8
(3) 一站式采购和一站式服务	8
(4) 虽然收入规模较小，但关系中集海洋工程业务发展	9
三、深海开采趋势下的中国海洋工程制造业	10
1、石油钻采行业景气度指标跟踪	10
2、长期而言半潜式钻井平台需求依然看好	11
3、墨西哥湾漏油事件短期影响负面，长期将加快设备更新	12
4、海洋工程进入中国“十二五”规划	13
四、业绩预测及投资建议	13

图表目录

图 1: COSL 第四代半潜式钻井平台	7
图 2: Schahin 第五代半潜式钻井平台	7
图 3: Saipem Frigstad D90 第六代半潜式钻井平台	7
图 4: TSC2006-2010 年上半年收入及净利润增长示意图	9
图 5: 全球活动钻机数和油价关系图	10
图 6: 世界油气勘探和开发资本支出情况	10
图 7: 全球海洋钻机平台日租金情况	11
图 8: 全球海洋钻机平台利用率情况	11
图 9: 半潜式钻井平台船龄情况	12
图 10: 中集集团历史 PE Band	14
图 11: 中集集团历史 PB Band	14
表 1: 国内半潜式平台在建情况	5
表 2: 中集来福士在建半潜式钻井平台概况	6
表 3: 墨西哥湾漏油事件后各产油大国对事故的反应	12
表 4: 中集集团营业收入及假设	13
表 5: 中集集团各季度业绩回顾	14
附: 财务预测表	15

一、中集集团的海洋工程业务布局

1、控股来福士

中集集团对烟台来福士的收购，始于 2008 年 3 月 12 日，当时的协议是以每股 38 挪威克朗（约合 6.92 美元）的价格，收购烟台来福士发行在外股份的 29.90%，共 8178 万股。但是，由于期间金融危机在全球蔓延，2008 年 8 月 27 日，买卖双方签署补充协议，将收购作价调整为每股 4 美元。同年 11 月 3 日，相关交易条款再度发生变更，交易价格最终确定为每股 16.25 挪威克朗，交易份额也从 8178 万股调整为 2736 万股，中集此时持有了烟台来福士 10% 的股份。其后，中集集团又通过子公司 Sharp Vision Holdings Limited 收购了烟台来福士 8.3% 的股权。截至 2010 年 1 月 18 日，公司通过要约收购获得 7840 万股，约 28.66% 的烟台来福士股份。按照股东协议，以每股 1.41 美元向中集香港出售 843 万股烟台来福士股份。这些完成后，中集集团约占烟台来福士所发行股份的 50.01%，成为烟台来福士控股股东。

2、间接控股 TSC

收购来福士后，中集集团目前直接和间接拥有 TSC 海洋集团 52% 的股权，成为 TSC 的控股股东。TSC 海洋集团前身为埃谟国际集团有限公司，2005 年在香港联交所上市。2007 年，埃谟国际集团收购了 Goldman Offshore Design LLC 百分之二十八之股权；同年，集团并购了郑州一家钻井液固相控制系统设备生产商；2007 年集团开着手全面并购已退市的 Global Marine Energy Plc 的全部股份和旗下的 Patriot 品牌的机械处理系统及舢板吊机业务。2007 年底，集团为了突出其海洋工程战略，更名为 TSC 海洋集团。2008 年公司完成了对 Global Marine Energy Plc 的收购，产品线延伸到适用海洋工程的机械装卸设备和舢板吊机系列。同年，集团收购了位于中国郑州的海上平台设备制造厂商郑州吉尔传动科技有限公司，使集团可提供完整的升降系统及自升式钻井平台所用的锚条等。

二、中集集团海洋工程业务竞争优势分析

1、来福士——设计与制造能力国内领先

（1）地理优势：

中集来福士位于山东省烟台市，这里气候宜人，每年由于天气原因而导致的停工不超过 15 天，同时又是远离台风的地区，气候较韩国、日本温和，是理想的造船厂所。并且与其它填海的造船码头不同，烟台来福士地基为坚硬的岩石，因此公司拥有世界上独一无二的 2 万吨级的龙门起重机。

（2）生产能力：

中集来福士拥有国际一流的海工建造设施：从 97 年公司即开始建设 120 米宽的船坞，

可以纵向放两到三条船，当时是亚洲最宽的 30 万吨级干船坞；拥有四个半潜式、一个自升式停放码头；拥有世界最大的 2 万吨桥式起重机及 2 万吨液压机等；形成了海洋工程项目总装建造的独特优势。中集来福士目前可以同时建造 9 个平台（半潜式+自升式），2008 年至今分别收购海阳莱佛士和龙口莱佛士，目前已确立烟台中集来福士为集中装配调试基地，山东海阳为分段建造基地。烟台深水码头项目建设已经展开，一期深水码头基建工程全部竣工，可供 5 座平台同时施工作业。二期深水码头工程已于 5 月底开工。一、二期建成后可同时停靠 9 座钻井平台。山东海阳分段工厂二期预计在 2011 年底前完成。

中集来福士曾建造了当时亚洲最大的 3800 吨起重能力海上铺管船、世界第一艘 30 万桶圆形储油加工船、260 吨当时世界最大拖力且技术含量最高的 86 米 PSV 多功能平台服务船、获世界最具创意游艇奖的双体豪华游艇等。近十年来，中集来福士已为国内外客户交付了上百艘各种类型的特种船及多品种海洋工程项目，在国际船舶海洋工程市场具有相当的知名度和美誉度。

（3）手持订单：

目前中集来福士手持半潜式平台订单居世界前三位。在国内目前建造的 10 个半潜式平台项目中，中集来福士拥有 8 个在建的半潜式平台，其中 5 个已经下水，还有 1 个于今年 9 月开工。2007 年末已签订船舶出口订单金额高达 25 亿美元，目前手持订单在 20 亿美元左右，其中半潜式海洋石油钻井平台占世界市场份额的 25%。

表 1：国内半潜式平台在建情况

公司名称	状况	交货期	勘探能力（Ft）
烟台来福士	建造中	3Q2011	1640
烟台来福士	建造中	3Q2010	1640
烟台来福士	建造中	2Q2012	1640
烟台来福士	建造中	4Q2010	10000
烟台来福士	建造中	3Q2010	7875
烟台来福士	建造中	4Q2010	7875
中远船务 南通	建造中	1Q2012	7874
中远船务 舟山	建造中	4Q2011	2300
上海外高桥	建造中	4Q2010	7500
TBD	订购	2Q2012	8000
TBD	订购	2Q2012	8000

资料来源：Off shore 截止 2010 年 6 月调查

（4）研发创新优势：

中集来福士半潜式钻井平台的建造模式是当今世界上最经济、最安全、最快捷的大合拢方式，是中集来福士对世界海洋钻井平台传统建造方式突破性的创新，在世界海工业具划时代的里程碑意义。这种大合拢的方式，提高了制造效率，缩短三个月的建造时间，合拢期由 23 天缩短到 13 天。关键设备“泰山”为目前世界上最大起重量的桥式起重机，设计提升重量达 20160 吨，设备总体高度为 118 米，主梁跨度为 125 米，采用高低双梁结构。该吊机拥有 6 项专利设计，并获得美国机械工程师协会授予的“2008 年度最佳机械奖”称号，该协会一致认为“泰山”大吊的诞生，是海洋工程发展史上的一个重大转折点。

2010年7月，国家能源海洋石油钻井平台研发中心落户中集集团，也由此获得了承担国家重要海洋工程装备研发、试验和制造任务的资质。虽然目前国内半潜式钻井平台的设计仍由欧、美国家来完成，但是中集来福士已开始消化吸收国外设计，进行力学测算。设计人员从2000年初的100人增加到700多人，年底到1000人。公司在2007已经消化吸收了半潜式钻井平台的详细设计，力学分析人员已达到60人，2万吨的吊车也是公司自主研发设计委托生产。

2010-2011年中集来福士海洋工程业务将进入新的成长阶段。虽然目前半潜式钻井平台的设计和制造能力仍在摸索和改进之中，公司制造的第一批第四代半潜式钻井平台也是边制造边根据船东要求改进设计，制造周期用了三十六个月，随着COSL两个半潜式的试航和交付，中集来福士的设计和制造能力将得到认可。2009年来福士收入45亿元，净利润1.46亿元；2010年上半年中集来福士进入合并报表，海洋工程业务营业收入为17.64亿元，净利润为1亿元。由于2010年来福士处于半潜式试航和交付阶段，自升式未有交付，预计今年收入未必有增长，但毛利率会有所提高，明年海洋工程业务订单开始回暖。

表 2：中集来福士在建半潜式钻井平台概况

名称	资料	建设进度
COSL	COSL 系列是为中海油服欧洲钻井公司建造的3座第四代半潜式钻井平台。平台总长104米，宽65米、型深36.85米，最大工作水深750m，钻井深度7500米。	8月27日第一艘COSLPIONEER深水半潜平台在6艘拖轮的牵引下开始深水试航任务。9月第二艘也开始试航。 2010年PSA对中集来福士承建的COSL系列钻井平台，进行了全方位的审查，PSA经过严格审查确认该系列钻井平台完全符合挪威海域作业标准。
Schahin H200	Schahin H200 是烟台中集来福士为巴西Schahin集团建造的第五代半潜式钻井平台，总计8台推进器，每台重达26吨，共两台。平台长105米、宽76米、型深42.1米，最大工作水深为2400米，钻井深度为7500米，甲板可变载荷为5500吨。钻井架顶端驱动是目前自重最轻但承载最重的顶端驱动系统，是在中国建造的国际一流的深水钻井平台。该平台采用美国F&G公司的基本设计，中集来福士负责详细设计、施工设计、平台建造及调试工作。	2009年9月第一个平台已合拢，预计2010年下半年交付；完成第二台全部的8台推进器安装，与COSL1#1.5天/台的安装进度相比，该项目效率提高了33%，体现了安装工艺在不断优化和提升。届时中集来福士将是国内首个向巴西交付深水半潜平台的海工企业。项目建成交付后，将在巴西海域为巴西国家石油公司进行钻井服务。
Frigstad D90	该平台是来福士为意大利Saipem集团石油天然气公司建造的，是世界功能最强大、系统复杂性最高的半潜式平台之一。它采用DP3动力定位系统，长115米、宽78米、型深42.4米，最大工作水深12000英尺（3657米），钻井深度50000英尺（15240米）。该平台采用双钻塔设计，可以大幅提高生产效率。它可以在全球超过95%的深水海域工作，包括墨西哥湾、西非、南大西洋、亚洲、澳大利亚等深水海域。	2009年12月17日，烟台来福士D90半潜式钻井平台上下船体大合拢，该平台由来福士负责详细设计、施工设计、建造及调试工作，此次合拢是该项目建造过程的一个关键里程碑。 该平台是首个由国内海工企业完全自主承担详细设计的深水半潜式钻井平台。

资料来源：中集集团网站整理

图1: COSL第四代半潜式钻井平台



资料来源: 中集集团网站

图2: Schahin第五代半潜式钻井平台



资料来源: 中集集团网站

图3: Saipem Frigstad D90第六代半潜式钻井平台



资料来源: 中集集团网站

2、TSC——全球第三大钻井平台总包商

（1）收购兼并成为钻井平台总包解决商

TSC 海洋集团产品系列包括综合钻探设备、机械吊装设备、固控设备、钻机控制及传动装置、升降系统及条弦管材料、张力调整系统、补偿系统，以及各类海上钻机的司钻房，包括自升式钻井平台、半潜式钻井平台、钻井船、固定平台钻机及张力腿平台钻机，提供有关新建及升级钻井平台的综合总包方案。TSC 海洋集团的油田供应链解决方案包括：为陆上及海洋钻探业务提供钻机耗件及物料保养、维修及营运（MRO）服务，同时设计及建造用于钻井平台及生产平台的海上舁板吊机。

TSC 2005 年在香港创业板上市，其后 3 年销售和利润各增长了 10 倍，按规定，2008 年转到主板上市，改名 TSC 海洋集团。

2008 年通过收购 GME，TSC 成为钻井平台总包供应商，目前全球 23% 的半潜式平台都有 TSC 的设备。全球 TSC 的主要竞争对手是美国国民油井及欧洲的一家公司挪威 MH（Maritime Hydraulics）。

（2）研发与服务的全球布局

公司目前员工不到 1000 人，主要作业人员 80% 为中国员工，其余 20% 为英国、美国、巴西和新加坡、中东等国的员工。TSC 主要制造基地在中国，西安有一家工厂，主要产品为电控装备（中央控制系统），郑州两家工厂，主要产品有固控装备，升降装备、索井装备等；青岛两家工厂，一家产品为吊机、井架、泥浆泵、绞车等平台大型装备，另一家主要造零配件和消耗件；大连有一家工厂，主要产品为吊装系统、排管系统。公司在青岛有个研究所，目前有 100 人左右，配合英国休斯顿的研究所共同完成公司的研发、设计任务。

公司在英国美国巴西三地设有公司。在英国的员工中，大部分是并购 GME 后，其工程技术中心的员工。美国休斯顿公司大概有 60-70 人左右，主要是销售和石油钻井设备的研发、售后服务以及全球零配件供应。巴西公司也有 30 人左右，因为巴西最近深海工程比较火，主要负责销售、售后服务和零部件供应。另外公司在新加坡、迪拜、俄罗斯设有操作点负责销售。可以说 TSC 通过收购兼并已完成了国际布局。

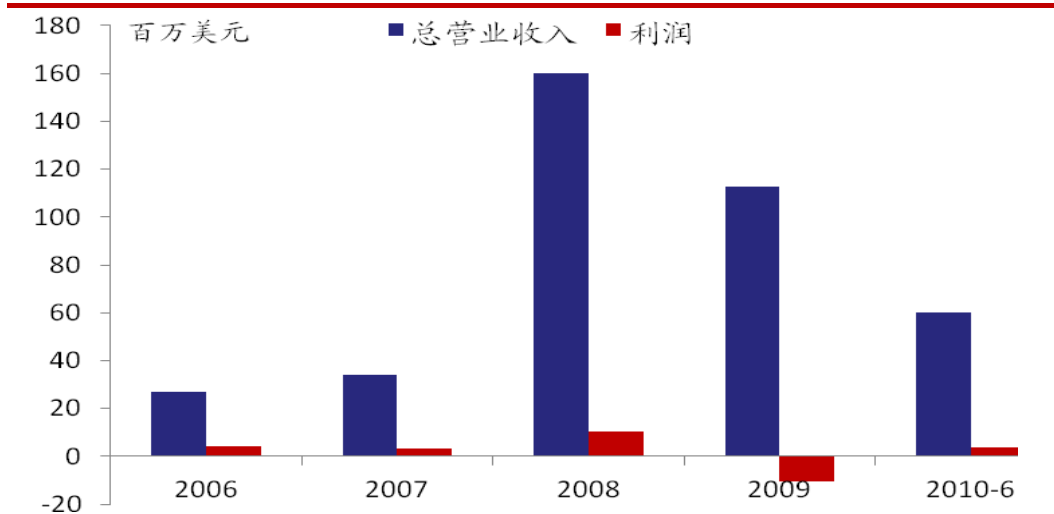
（3）一站式采购和一站式服务

公司的目标是一次性解决客户的所有问题，从零配件开始到工程设计，设备制造和设备之间的整合，以及售后服务。石油钻采设备行业的发展趋势是一站式采购和一站式服务，即 TSC(Total solution company)，因此必须要有国际化的研发和服务。在世界海洋装备行业里，中国不是主要的市场，以中石油、中海油、中石化为例，3 家加起来总共才 38 条钻井船和钻井装备，但美国在墨西哥湾作业的越洋者钻井公司，一家公司拥有的海洋钻井装备就有 150 多条。TSC 的优势在于国际化的布局和技术队伍，加上中国的制造基地。

（4）虽然收入规模较小，但关系中集海洋工程业务发展

2010 年上半年 TSC 营业收入为 6000 万美元，同比下降 13.9%，主要是受金融危机后订单下降的滞后影响。不过由于之前收购 GME 的低价订单已经计提拨备，上半年毛利率有明显的回升，达到 37.3%。上半年钻机总包的销售额达到 2140 万美元，同比增长 1.6 倍，主要是为来福士提供全套海洋钻机总包及电控系统。截止 2010 年 6 月底，公司手持订单 9140 万美元，与 2009 年同期 9890 万美元相比，略有下降。我们判断虽然全球钻采行业新一轮景气周期尚未启动，但是 TSC 的盈利已经触底回升。

图4： TSC2006-2010年上半年收入及净利润增长示意图



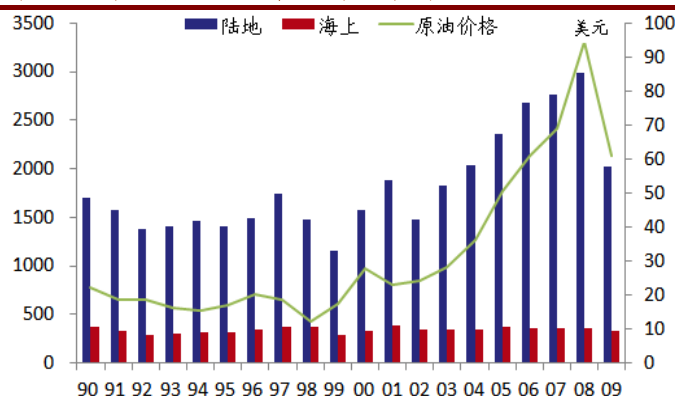
资料来源：公司年报，招商证券

三、深海开采趋势下的中国海洋工程制造业

1、石油钻采行业景气度指标跟踪

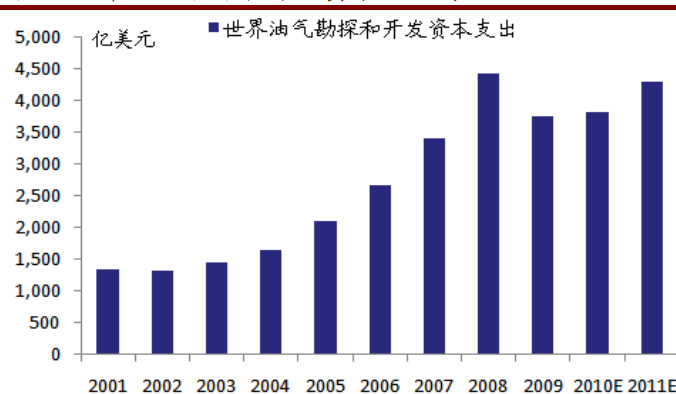
能源消费结构短期难以改变，海洋工程前景依然看好。油价高低对石油钻采行业景气度有着直接影响。我们对原油价格将维持高位运行判断基于以下原因：1.全球能源消费结构短期难以改变，石油仍占较大份额，需大于供情况没有明显改善；2.虽然历史上几次石油危机引发过全球经济衰退，但近20年来经济危机都不是由高油价导致，全球经济对油价承受能力已经大为增强，OPEC的行动也表明其认为现在的石油价格是比较合理的；3.根据IEA的数据，深海石油开采成本在30-50美元/桶，超深海开采成本在36-82美元/桶，而2005年，海洋油气生产几乎占海陆总合的50%，其中深海油气生产约占海洋油气生产的30%以上，高额的开采成本也将导致高油价的持续。近十年来，石油价格走高刺激了石油钻采行业的活跃程度，全球活动钻机数明显上升，而世界范围内油气勘探和开发支持也大幅增加，目前金融危机的影响也在逐步消退。

图5：全球活动钻机数和油价关系图



资料来源：Baker Hughes，招商证券研发中心

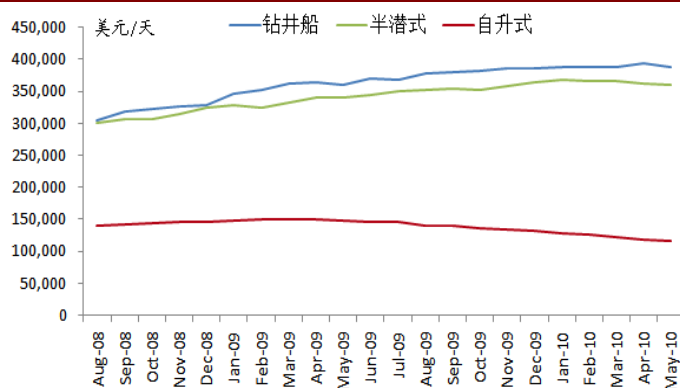
图6：世界油气勘探和开发资本支出情况



资料来源：Baker Hughes & BP，招商证券研发中心

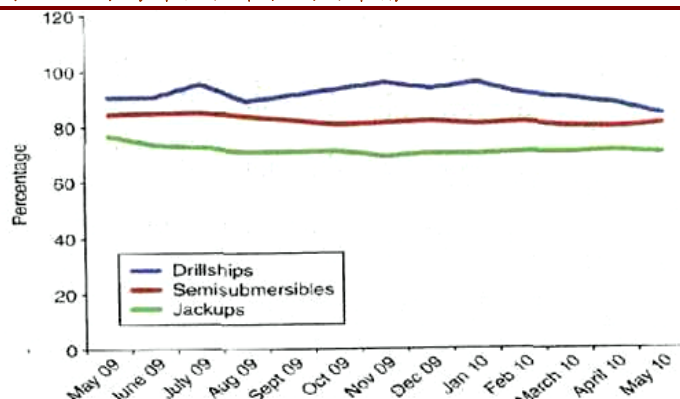
陆上石油逐步枯竭，海上石油开采凸显其重要性，海洋工程呈现深海、超深海发展趋势。根据IEA数据，2007年全球已发现但未开发的油田储量为2575亿桶，其中海上石油比例高达50%。根据Douglas Westwood预测，到2015年海洋石油有望达到全球石油总产量的30%，其中深海将达12%。由于浅海地区勘探和开采难度不大，前几次海洋工程建设高潮主要集中在适合于浅海开采的自升式平台上，目前来看自升式钻井平台供过于求，近年来自升式钻井平台利用率在75%左右，而平均日租金呈下降趋势，鉴于其不便移动的特性，未来订单主要来自升级改造需求和少数未饱和地区，但行业总体来看处于过剩状态。从近年的发展情况来看，海洋工程呈现深海、超深海发展趋势，从2008年以来，钻井船和半潜式钻井平台平台的日均租金总体处于一个上升趋势，而且平台利用率一直维持在80%以上。截止2009年9月，新建半潜式平台签约率达到73%，钻井船达到62%，这些浮式平台的签约率目前仍呈上升趋势。总的来说，未来深海钻井平台市场将会比较乐观。

图7：全球海洋钻机平台日租金情况



资料来源：《Off Shore》，招商证券研发中心

图8：全球海洋钻机平台利用率情况



资料来源：RigZone，招商证券研发中心

2、长期而言半潜式钻井平台需求依然看好

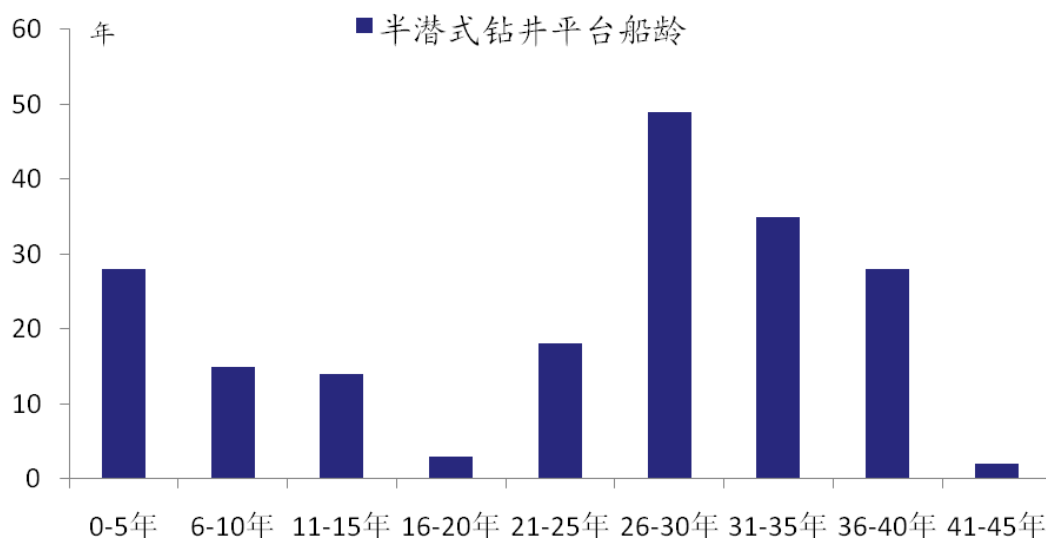
半潜式平台目前已经发展到第六代，作业水深达 2,550 ~ 3,600m 多数为 3,048m，钻深大于 9,144m(30,000 英尺)，采用动力定位，船体结构更为优化，可变载荷更大，配备自动排管等高效作业设备，能适应极其恶劣的海洋环境。第六代平台比以往钻井平台更先进的设计在于采用了双井口作业方式，即相对于陆地钻机而言，该平台钻机具有双井架，双井口，双提升系统等。主井口用于正常的钻进工作，辅助井口主要完成组装、拆卸钻杆及下放、回收水下器具等离线作业，虽然平台的投资有所增加，但是对于深海钻井作业效率的提高是显著的。据相关资料介绍，双井口钻井作业在不同的作业工况下可以节省 21% ~ 70% 的时间。

半潜式钻井平台的设计技术含量极高。目前国际上设计半潜式钻井平台的公司主要有：美国的 Friede & Goldman 公司、挪威的 Aker Kvaerner 公司、新加坡的 Harald Frigstad 工程设计公司、挪威的 Global Maritime 公司、瑞典的 GAV 咨询公司、荷兰的海洋结构咨询公司、美国的 J. Ray McDermott 公司和新加坡的吉宝公司 (Keppel FELS) 等。

半潜式钻井平台的建造工程非常庞大，周期长，世界上只有少数几家公司有能力承建。目前承建半潜式钻井平台的公司主要有新加坡的吉宝公司和 SembCorp 海洋公司、韩国的三星重工公司和大宇造船海洋工程公司、美国的 Friede Goldman 近海公司、挪威的 Aker 集团。近年来，随着国外造船任务的日益增长，部分平台建造也转移到中国，如烟台来福士船业有限公司、大连新船重工公司等。

半潜式钻井平台更新与升级需求庞大。在过去 10 年里石油的重大发现，有 65% 是来自海洋，其中海洋中 70% 是深水石油（超过 1500m 以上）。根据 rig zone 方面的信息，目前全球钻井平台在 700 条左右，大概有 50% 已经是超龄服务。从半潜式钻井平台船龄来看，70% 左右已经超过 25 年的船龄，其中大部分作业水深不超过 4000ft，而船龄在 15 年内的半潜式钻井平台 95% 以上作业水深超过 4000ft，船龄老的和作业水深浅的将面临淘汰和升级改造。而随着深海油田开发深入，新增需求也将增加。随着建造平台向中国转移，国内企业有望进一步扩大市场份额。

图9：半潜式钻井平台船龄情况



资料来源：RigZone，招商证券

3、墨西哥湾漏油事件短期影响负面，长期将加快设备更新

墨西哥湾漏油事件引发了人们对海洋油气开发安全的担忧，事故发生后，奥巴马政府宣布暂停近海石油钻探和勘测，联邦机构6个月内将不再发放新钻井许可。这似乎将会对海洋油气开发带来沉重打击，但后续发展表明并不是如此。美国国会虽然起草了10多项议案，要求提高对石油工业的监管，但并没有永久禁止对近海石油的开发的意。而在世界石油大国名单中，也没有发现一个国家采用任何强硬措施反对外国公司的海底钻探活动。不过，该事件也引起各国对石油开发的安全标准和规范的重视，预期这将加快对落后设备的淘汰和升级改造。如TSC最近公司接了两个订单，业务由于新的行业规定要求对钻井设备进行升级改造，即多加一组防喷气吊装系统，升级订单达250万美元/套。

表3：墨西哥湾漏油事件后各产油大国对事故的反应

国家	事故反应表现
欧盟	欧盟的能源机构也表示将对欧洲新深海石油及天然气的钻探发布禁令。欧洲议会环境委员会发表公报说，应当暂时停止在北海、黑海和地中海开展新的深海钻探作业，并应在更高层面上对安全标准和风险评估进行规范。
澳大利亚	能源部长马丁·弗格森不仅收回了对海底钻探活动的临时禁令，而且在BP漏油井深两倍的31个海域发出新的钻探令。
巴西	巴西不仅依然奉行大胆的海底钻探政策，而且增加了5年投资计划的范围。
加纳	因为采用新的安全规则，加纳钻探成本增加了7%左右，但离岸钻探依然在继续。
哈萨克斯坦	东北部里海是全球石油钻探最脆弱的生态区，该国官员希望保持更多警惕，比如卡沙干大油田。但是也没人呼吁缩减或者停止石油钻探。
利比亚	利比亚能源部官员已经要求BP做出安全保证，但是允许该公司继续海底钻探。
尼日利亚	尼日尔三角洲的钻探工作需要更多规则制约，但没有威胁停止钻探的因素。
俄罗斯	俄罗斯总理普京上周签署10亿美元合同，批准美国第二大石油公司雪佛龙和俄罗斯石油公司在黑海钻探石油，这已经表明了俄罗斯的支持立场。
中国	国海洋石油总公司拥有中国离岸油田开采专利权，中国将努力避免BP漏油事故

资料来源：《外交政策》，招商证券研发中心

4、海洋工程进入中国“十二五”规划

我国石油对外依赖度已经达到 50%以上，能源安全已经引起国家高度重视。根据第三次石油资源评估结果，我国海洋石油资源达到 246 亿吨，但由于受深海装备技术和勘探能力不足影响，我国海洋石油资源探明率仅为 12.1%，远低于世界 73%的平均水平。鉴于此，新出的“十二五”规划将海洋工程装备放进了进去，定名为《“十二五”期间海洋工程装备发展规划》，期间将会有 2-3 个深水油气田要建成投产，总投资将超过 2500-3000 亿元人民币。南海领域的国家，每年从南海开采走的石油是 1.5 个大庆的产量，中国目前还没有深海钻井平台，即 2500-3000 米的第六代全自动定位的钻井平台。半潜式钻井平台被称之为“流动的国土”关系到国家的能源安全，目前中国仅有一条正在外高桥建造中，为中海油投资，总投资将近 70 亿人民币。我们预计未来五年，中国海洋工程装备制造业将分享中国深海开采的高增长。

四、业绩预测及投资建议

维持“强烈推荐-A”评级。我们基本维持上篇报告中对中集集团的业绩预测，2010-11 年 EPS 为 1.01 和 1.28 元，目前的动态 PE 为 14 倍和 11 倍。由于中集集团在海洋工程、能源装备两块新兴业务的布局已经完成，因此估值应分为传统与新兴业务两部分，传统的集装箱和车辆业务按 12-15 倍估值，能源装备和海洋工程业务虽然目前均处于低谷期，但前景较乐观，给予 30 倍 PE，假设到 2012 年海洋工程、能源装备两块新兴业务的收入占比达到 20-25%，净利润占比达到 30%左右，按照 2010 年 18 倍综合 PE 给出 18 元目标价。

表 4：中集集团营业收入及假设

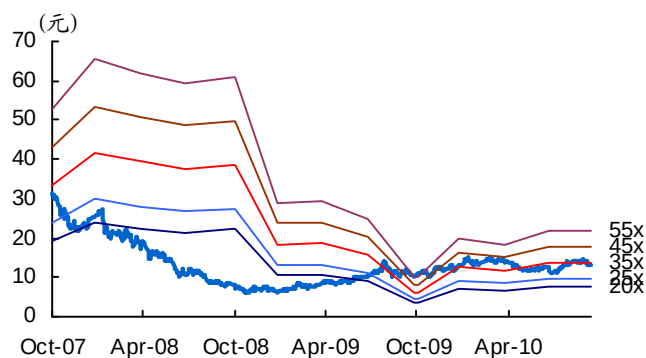
营业收入(百万元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
道路运输车辆		4248	7091	9724	10050	11,012.55	15968	18363	22036
集装箱	24084	26679	25904	34049	29099	5,573.58	17835	21403	23543
能源化工设备（新）				4536	7771	3,600.24	4320	5832	7582
海洋工程							3800	5130	7182
机场地面设备		160		473	488	531.3	106	138	180
营业收入	26568	30959	33574	48761	47327	20476	42030	50867	60523
毛利率(%)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
道路运输车辆	0.0%	14.2%	15.8%	11.1%	11.0%	13.4%	12.5%	13.0%	13.0%
集装箱	16.9%	16.5%	12.4%	9.3%	10.8%	14.6%	17.0%	16.0%	15.0%
能源化工、液态食品设备		0.0%		15.1%	15.7%	17.3%	20.0%	21.0%	21.0%
海洋工程							16.0%	20.0%	20.0%
空港设备		37.4%		33.1%	32.0%	34.9%	36.0%	36.0%	36.0%
能源化工设备									
合计	17.0%	16.4%	14.2%	10.2%	11.5%	15.0%	15.6%	15.9%	15.7%
增长率(%)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
道路运输车辆			66.9%	37.1%	3.4%	9.6%	45%	15%	20%
集装箱		10.8%	-2.9%	31.4%	-14.5%	-80.8%	220%	20%	10%
能源化工、液态食品设备					71.3%	-53.7%	20%	30%	30%
海洋工程								30%	40%
机场地面设备					3.1%	8.9%	-80%	30%	30%
合计		16.5%	8.4%	45.2%	-2.9%	-56.7%	105.3%	21.0%	19.0%

资料来源：招商证券研发中心

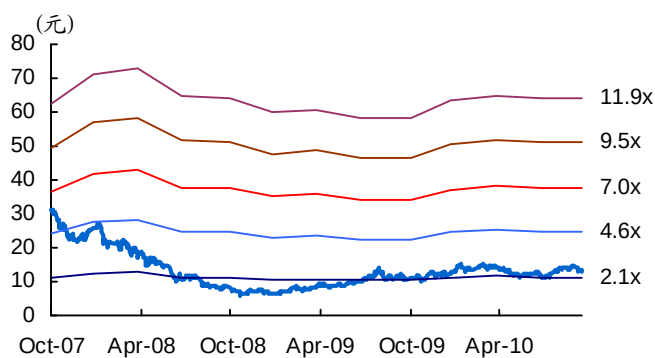
表 5: 中集集团各季度业绩回顾

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
一、营业总收入	11988	18183	12950	4207	4259	5184	4443	6590	7774	13463
二、营业总成本	11466	17379	12411	4285	4269	5401	4566	6448	7455	12683
其中: 营业成本	10756	16308	11537	3274	3590	4517	3916	5379	7042	11205
营业费用	247	325	275	232	144	168	152	263	178	380
管理费用	335	616	512	199	431	482	452	612	487	545
财务费用	104	114	104	-126	106	12	31	-18	113	139
资产减值损失	20	11	-21	691	-5	214	9	179	-371	401
三、其他经营收益	-41	-91	195	-83	575	800	72	83	85	-56
公允价值变动收益	-96	-114	227	-455	-79	21	-24	43	73	14
投资收益	55	24	-33	372	654	779	95	40	13	-70
四、营业利润	481	713	733	-161	564	582	-51	225	404	725
五、利润总额	493	714	736	-16	586	592	-31	318	516	803
减: 所得税	49	57	25	111	144	126	15	99	97	137
六、净利润	444	657	711	-127	442	465	-46	219	420	666
七、归属母公司所有者净利润	406	620	676	-295	419	407	-50	183	354	558
EPS	0.15	0.23	0.25	-0.11	0.16	0.15	-0.02	0.07	0.13	0.21
收入增长率	17.5%	37.9%	-2.7%	-65.1%	-64.5%	-71.5%	-65.7%	56.7%	82.6%	159.7%
毛利率	10.3%	10.3%	10.9%	22.2%	15.7%	12.9%	11.9%	18.4%	9.4%	16.8%
营业利润率	4.0%	3.9%	5.7%	-3.8%	13.3%	11.2%	-1.2%	3.4%	5.2%	5.4%
净利率	3.4%	3.4%	5.2%	-7.0%	9.8%	7.8%	-1.1%	2.8%	4.6%	4.1%
营业费率	2.1%	1.8%	2.1%	5.5%	3.4%	3.2%	3.4%	4.0%	2.3%	2.8%
管理费费率	2.8%	3.4%	4.0%	4.7%	10.1%	9.3%	10.2%	9.3%	6.3%	4.0%
实际税率	10.0%	8.0%	3.3%	-710.4%	24.6%	21.3%	-50.3%	31.1%	18.7%	17.1%

数据来源: WIND, 招商证券

图10: 中集集团历史PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图11: 中集集团历史PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	18818	20535	20199	23349	28590
现金	3101	5269	4000	4000	5613
交易性投资	387	92	300	300	300
应收票据	853	1691	841	1009	1200
应收款项	4194	3863	5989	7191	8547
其它应收款	884	1123	841	1009	1200
存货	7833	6754	6743	8062	9614
其他	1566	1744	1485	1778	2118
非流动资产	15739	16823	16306	15131	14502
长期股权投资	1603	1931	1931	1931	1931
固定资产	7154	7695	8107	7888	7687
无形资产	2645	2778	2500	2250	2025
其他	4338	4420	3768	3063	2859
资产总计	34558	37358	36505	38480	43092
流动负债	12399	15197	13888	12960	14161
短期借款	2207	4157	4522	2310	2000
应付账款	4391	4462	4259	5092	6072
预收账款	688	1271	532	636	759
其他	5113	5307	4575	4922	5330
长期负债	7224	6334	4508	4508	4508
长期借款	6548	5609	4000	4000	4000
其他	676	726	508	508	508
负债合计	19623	21532	18396	17467	18668
股本	2662	2662	2662	2662	2662
资本公积金	1353	1558	1558	1558	1558
留存收益	9414	9978	12120	14844	18044
少数股东权益	1506	1628	1769	1949	2159
母公司所有者权益	13429	14198	16340	19064	22264
负债及权益合计	34558	37358	36505	38480	43092

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3367	970	1065	2548	2809
净利润		959	2677	3405	4000
折旧摊销		0	945	975	930
财务费用		0	373	265	296
投资收益		0	(160)	(410)	(510)
营运资金变动		0	(2484)	(1998)	(2271)
其它		11	(287)	312	364
投资活动现金流	(2527)	3	292	200	(300)
资本支出		0	(500)	(500)	(500)
其他投资		3	792	700	200
筹资活动现金流	(959)	521	(2626)	(2748)	(896)
借款变动		0	(1700)	(2212)	(310)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(535)	(681)	(800)
其他		521	(390)	145	214
现金净增加额	(119)	1493	(1269)	0	1613

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	47327	20476	42030	50460	59976
营业成本	41874	17402	35492	42432	50599
营业税金及附加	28	52	42	50	60
营业费用	1080	728	1177	1312	1499
管理费用	1661	1976	2102	2422	2879
财务费用	196	131	373	265	296
资产减值损失	702	396	(400)	50	50
公允价值变动收益	(438)	(39)	10	10	10
投资收益	418	1568	150	400	500
营业利润	1767	1320	3405	4339	5103
营业外收入	205	173	50	50	50
营业外支出	45	28	18	18	18
利润总额	1927	1465	3437	4371	5135
所得税	242	385	619	787	924
净利润	1685	1081	2818	3584	4211
少数股东损益	278	122	141	179	211
母公司所有者净利润	1407	959	2677	3405	4000
EPS (元)	0.53	0.36	1.01	1.28	1.50

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-2.9%	-56.7%	105.3%	20.1%	18.9%
营业利润	-48.9%	-25.3%	157.9%	27.4%	17.6%
净利润	-55.6%	-31.8%	179.2%	27.2%	17.5%
获利能力					
毛利率	11.5%	15.0%	15.6%	15.9%	15.6%
净利率	3.0%	4.7%	6.4%	6.7%	6.7%
ROE	10.5%	6.8%	16.4%	17.9%	18.0%
ROIC	7.2%	4.1%	11.6%	13.8%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	56.8%	57.6%	50.4%	45.4%	43.3%
净负债比率	26.1%	27.4%	23.3%	16.4%	13.9%
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.8	2.0
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	1.4	0.5	1.2	1.3	1.4
存货周转率	5.4	2.4	5.3	5.7	5.7
应收帐款周转率	7.2	5.1	8.5	7.7	7.6
应付帐款周转率	7.4	3.9	8.1	9.1	9.1
每股资料(元)					
每股收益	0.53	0.36	1.01	1.28	1.50
每股经营现金	1.26	0.36	0.40	0.96	1.06
每股净资产	5.04	5.33	6.14	7.16	8.36
每股股利	0.15	0.12	0.20	0.26	0.30
估值比率					
PE	27.1	39.7	14.2	11.2	9.5
PB	2.8	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	26.5	31.6	13.9	11.8	10.4

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，六年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2007 年第二名，2008 年第五名，2009 年第一名；2009 年水晶球机械行业最佳分析师第一名。

蔡宇滨，清华大学与德国亚琛工业大学联合培养管理工程专业硕士、清华大学机械工程专业学士。2009 年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。