

估值较低，上调合理股价至 27.6 元

中集集团公司快报

报告关键点:

- 公司四大业务结构的优化导致毛利率水平的逐步提升。
- 按照增长潜力的排序为：能源化工设备、海工设备、车辆、集装箱。
- 按照2011年20倍PE，合理股价上调至27.6元，维持“买入-A”的投资评级。

报告摘要:

- 公司对四大业务中长期的规划是在5年内，海洋工程设备达到300亿元，道路车辆达到200-300亿元，能源化工气体设备200亿元，集装箱业务300亿元。
- 我们预计2012年公司的营业收入约580亿收入，其中集装箱业务270亿元，占比46.4%，车辆业务145亿元，占比24.9%，能源化工设备61亿元，占比10.4%，海洋工程设备约87亿元，占比15%，其他业务约19亿元，占比3.2%。
- 对比公司规划，可以看出，达到预期目标的顺序大致为：集装箱、车辆、海工设备、能源化工设备。海洋工程设备和能源化工设备无疑是很有潜力的增长点，届时主营利润占比有望超过40%，新业务基本可以确立主体地位。
- 由于海洋钻井平台和能源化工气体设备的毛利率在20%左右，集装箱和道路运输车辆大致在15%，随着各项业务的不断发展，总体毛利率水平将稳步上升，预计2012年有望达到17.9%，业务结构优化的效果日益显现。
- 中集集团已经是综合类的制造企业，在集装箱、车辆、能源化工设备、海洋钻井平台相关领域属于龙头，根据公司的运营特征，我们选择中国船舶、中国重工、广船国际、振华重工以及一重、二重、南车、北车作为估值参考。
- 按照2010年11月11日收盘价计算，样本公司平均2011年PE为21.88倍，中集相应年份为13.55倍，低于平均水平。
- 考虑到集装箱业务中特种箱和冷藏箱的结构优化趋势，车辆业务已经具有规模优势，盈利能力亦将逐步改善、能源化工设备与清洁能源应用相联系的广阔空间、海洋钻井平台的高速增长前景，考虑到一定的安全边际，我们认为2011年20倍的PE是合理的，对应股价为27.6元。
- 2010年11月11日中集集团收盘价为18.92元，维持“买入-A”的投资评级。

评级:
买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:
27.60 元

期限: 3 个月 上次预测: 20.70 元

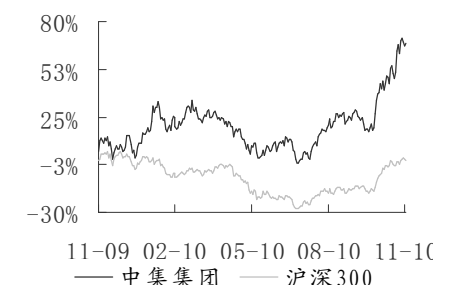
现价: 18.92 元

报告日期:
2010-11-11

市场数据

总市值(百万元)	50,372.53
流通市值(百万元)	23,296.14
总股本(百万股)	2,662.40
流通股本(百万股)	1,231.30
12 个月最高/最低	10.84/19.80 元
十大流通股 (%)	55.04%
股东户数	197,704

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.44	17.90	67.44
绝对收益	21.13	40.67	67.54

研究员

张仲杰
高级行业分析师

021-68767839

zhangzj@essence.com.cn

证书编号

S1450209100287

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	47,327.3	20,475.5	43,406.6	49,449.3	58,186.2
Growth(%)	-2.9%	-56.7%	112.0%	13.9%	17.7%
净利润	1,406.9	959.0	2,786.7	3,677.0	4,878.0
Growth(%)	-55.6%	-31.8%	190.6%	31.9%	32.7%
毛利率(%)	11.5%	15.0%	16.3%	17.2%	17.9%
净利润率(%)	3.0%	4.7%	6.4%	7.4%	8.4%
每股收益(元)	0.53	0.36	1.05	1.38	1.83
每股净资产(元)	5.04	5.33	7.48	8.72	10.28
市盈率	35.4	51.9	17.9	13.5	10.2
市净率	3.7	3.5	2.5	2.1	1.8
净资产收益率(%)	11.3%	6.8%	14.9%	16.6%	18.5%
ROIC(%)	10.7%	6.6%	19.6%	21.0%	29.7%
EV/EBITDA	8.2	17.0	11.0	7.8	5.4
股息收益率	0.0%	0.8%	0.0%	0.7%	1.5%

前期研究成果

 中集集团: 前三季度奠定全年丰收基础
 2010-11-01

 中集集团: 烟台莱佛士: 建造流畅, 逐步接单
 2010-09-29

 中集集团: 烟台莱佛士: 深海钻井平台希望之星
 2010-09-19

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-11-11

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	47,327.3	20,475.5	43,406.6	49,449.3	58,186.2	成长性					
减: 营业成本	41,873.8	17,401.8	36,323.5	40,934.5	47,794.4	营业收入增长率	-2.9%	-56.7%	112.0%	13.9%	17.7%
营业税费	28.0	51.7	65.1	49.4	46.5	营业利润增长率	-48.9%	-25.3%	182.7%	34.1%	34.2%
销售费用	1,079.7	727.7	1,302.2	1,384.6	1,512.8	净利润增长率	-55.6%	-31.8%	190.6%	31.9%	32.7%
管理费用	1,661.5	1,976.1	1,953.3	1,978.0	2,211.1	EBITDA 增长率	-39.6%	-13.9%	105.1%	27.7%	27.4%
财务费用	195.7	131.0	296.2	263.5	132.4	EBIT 增长率	-48.7%	-26.0%	177.6%	30.7%	30.0%
资产减值损失	702.2	396.1	128.4	84.9	-26.2	NOPLAT 增长率	-49.1%	-35.6%	190.7%	29.0%	28.7%
加: 公允价值变动收益	-437.7	-38.7	395.0	-	-	投资资本增长率	5.1%	-2.4%	19.9%	-8.8%	-3.7%
投资和汇兑收益	418.3	1,568.0	-	250.0	200.0	净资产增长率	-14.9%	6.0%	39.2%	18.0%	19.3%
营业利润	1,767.0	1,320.5	3,733.0	5,004.5	6,715.2	利润率					
加: 营业外净收支	160.1	144.9	241.0	239.0	241.0	毛利率	11.5%	15.0%	16.3%	17.2%	17.9%
利润总额	1,927.0	1,465.4	3,974.0	5,243.5	6,956.2	营业利润率	3.7%	6.4%	8.6%	10.1%	11.5%
减: 所得税	241.8	384.7	695.4	917.6	1,217.3	净利率	3.0%	4.7%	6.4%	7.4%	8.4%
净利润	1,406.9	959.0	2,786.7	3,677.0	4,878.0	EBITDA/营业收入	5.6%	11.1%	10.8%	12.1%	13.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	4.1%	7.1%	9.3%	10.7%	11.8%
货币资金	3,101.4	5,269.2	7,205.8	13,255.8	19,202.5	运营效率					
交易性金融资产	386.6	91.8	90.0	90.0	90.0	固定资产周转天数	51	131	66	62	55
应收帐款	5,077.8	4,986.1	8,324.5	7,722.2	9,086.6	流动营业资本周转天数	48	83	42	34	19
应收票据	853.4	1,690.8	2,378.4	2,032.2	1,594.1	流动资产周转天数	164	346	213	245	244
预付帐款	1,014.4	1,073.6	619.5	107.8	-489.6	应收帐款周转天数	51	73	46	51	46
存货	7,833.4	6,753.6	11,444.4	12,381.3	12,046.8	存货周转天数	62	141	83	94	82
其他流动资产	551.5	670.3	802.4	835.6	883.7	总资产周转天数	285	632	353	368	350
可供出售金融资产	1,264.6	1,175.8	1,100.0	1,100.0	1,100.0	投资资本周转天数	137	321	164	150	120
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,602.6	1,930.8	1,896.2	1,896.2	1,896.2	ROE	11.3%	6.8%	14.9%	16.6%	18.5%
投资性房地产	79.2	75.6	75.0	75.0	75.0	ROA	4.9%	2.9%	6.9%	8.1%	9.6%
固定资产	7,153.8	7,695.0	8,311.1	8,711.0	9,057.3	ROIC	10.7%	6.6%	19.6%	21.0%	29.7%
在建工程	943.6	573.3	584.0	590.4	594.2	费用率					
无形资产	2,645.5	2,777.6	2,650.2	2,636.3	2,623.9	销售费用率	2.3%	3.6%	3.0%	2.8%	2.6%
其他非流动资产	2,050.2	2,594.9	2,174.8	2,066.4	1,909.3	管理费用率	3.5%	9.7%	4.5%	4.0%	3.8%
资产总额	34,557.9	37,358.4	47,656.4	53,500.2	59,670.1	财务费用率	0.4%	0.6%	0.7%	0.5%	0.2%
短期债务	2,206.7	4,157.5	3,000.0	3,085.3	3,141.7	三费/营业收入	6.2%	13.8%	8.2%	7.3%	6.6%
应付帐款	5,974.7	5,939.2	10,946.8	12,000.0	12,439.6	偿债能力					
应付票据	1,013.4	1,226.1	1,990.3	2,243.0	2,618.9	资产负债率	56.8%	57.6%	55.1%	52.6%	49.2%
其他流动负债	2,276.5	2,862.1	3,723.7	4,218.2	4,509.2	负债权益比	131.4%	136.0%	122.5%	111.1%	96.9%
长期借款	6,548.2	5,608.6	5,608.6	5,608.6	5,608.6	流动比率	1.52	1.35	1.49	1.61	1.78
其他非流动负债	676.1	725.8	633.4	609.2	574.3	速动比率	0.83	0.86	0.89	1.01	1.23
负债总额	19,623.4	21,531.8	27,001.6	28,887.2	30,050.1	利息保障倍数	10.03	11.08	13.60	20.00	51.72
少数股东权益	1,505.5	1,628.4	2,120.2	2,769.1	3,629.9	分红指标					
股本	2,662.4	2,662.4	2,662.4	2,662.4	2,662.4	DPS(元)	-	0.15	-	0.14	0.27
留存收益	12,600.3	13,364.8	17,251.6	20,560.9	24,707.2	分红比率	0.0%	41.6%	0.0%	10.0%	15.0%
股东权益	14,934.4	15,826.6	22,034.2	25,992.3	30,999.5	股息收益率	0.0%	0.8%	0.0%	0.7%	1.5%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,685.2	1,080.7	2,786.7	3,677.0	4,878.0	EPS(元)	0.53	0.36	1.05	1.38	1.83
加: 折旧和摊销	679.1	846.0	638.9	694.4	750.3	BVPS(元)	5.04	5.33	7.48	8.72	10.28
资产减值准备	702.2	396.1	128.4	84.9	-26.2	PE(X)	35.4	51.9	17.9	13.5	10.2
公允价值变动损失	437.7	38.7	395.0	-	-	PB(X)	3.7	3.5	2.5	2.1	1.8
财务费用	333.8	534.2	92.1	296.2	263.5	P/FCF	49.6	19.2	-84.3	8.8	8.8
投资收益	-418.3	-1,568.0	-	-250.0	-200.0	P/S	1.1	2.4	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	278.3	121.7	491.8	648.9	860.8	EV/EBITDA	8.2	17.0	11.0	7.8	5.4
营运资金的变动	-958.1	-248.9	-1,627.2	2,317.8	1,250.3	CAGR(%)	36.9%	74.5%	35.0%	36.5%	40.5%
经营活动产生现金流量	3,366.5	969.7	3,109.8	7,436.4	7,645.6	PEG	1.0	0.7	0.5	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-2,527.1	2.8	-1,095.5	-951.0	-1,001.0	ROIC/WACC	1.2	0.7	2.1	2.3	3.2
融资活动产生现金流量	-958.6	520.8	-359.1	-545.9	-807.7	REP	1.0	3.0	1.1	1.0	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lyye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034