

买入 维持

中集集团 (000039)

2010 年 12 月 6 日

集装箱业绩超预期，海工业务拉动估值

机械行业核心分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411

日前我们再次调研了中集集团，对公司的集装箱业务、特种车辆业务、烟台莱佛士海工业务和能源化工装备业务进行了了解。我们预期中集集团 2010-2012 年 EPS 分别为 1.08 元、1.46 元和 1.76 元，按 2011 年 17-20 倍市盈率，合理价值区间为 25-29 元，维持买入评级。

点评：

1、公司集装箱业务和行业景气情况分析

在 2009 年到 2010 年全球的集装箱制造业，乃至全球的集装箱运输业均经历了大悲大喜的历程。从下面的中国出口集装箱综合运价指数和中国集装箱月度生产情况图可以发现，虽然出口集装箱运价指数高位回落，但我国集装箱 10 月同比增速仍维持 265% 的高增长，产量仅为季节性回落，且目前订单需求旺盛。

图 1 中国出口集装箱综合运价指数高位回落为正常季节因素影响



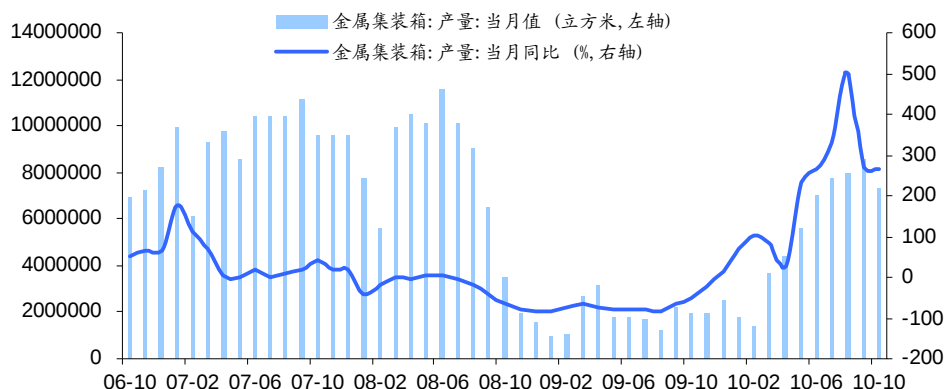
资料来源：中华航运网

2010 年初 20 英尺标箱干货集装箱价格仅为 1700 美元/TEU，在经历了约 3 个季度的强劲复苏之后，2010 年 8 月份 20 英尺标箱订单价格已达到 2700 美元，比 2009 年底的价格上升 40%，超过 2008 年 2 季度历史最高价格 2550 美元/TEU。2010 年 10 月市场经历了短暂的观望，20 英尺干货标箱销售价格回落为 2550 美元，公司销售量也从 9 月的 16 万 TEU 回落为 10 月的 9 万 TEU，但目前价格又回升为 2600 美元以上，预计 2010 年 4 季度公司将销售干货箱接近 40 万 TEU。

在经历了 2009 年前后约 15 个月的停产后，国际集装箱制造业产生了 2 大变化：（1）生产更为集中在行业前三强手中。中集集团在金融危机前在全球的市场占有率仅是接近 50%，而截至目前，估计公司在全球的市占率将达到 55-60%。（2）购箱者向租箱公司转移。公司介绍在金融危机前，客户以船运公司为主，而金融危机后在我们参观公司集装箱堆场时发现现场约 70-80% 的待运成品均为租箱公司订购。租箱公司比船运公司对集装箱价格更为敏感，2010 年初到 8 月每个 TEU 的市场价格已从 1700 美元上涨到 2700 美元，租箱公司赚取了大量浮盈。历史经验使得租箱公司乐于在价格低位

购置，而在价格高位慎重。我们认为这将助推国际集装箱价格小幅回落，但也将成为未来稳定箱价的重要因素，因此我们认为未来集装箱需求将较此前较为平稳。

图2 中国金属集装箱10月月度产量同比增速维持265%高位



资料来源：WIND、海通证券研究所

2008年4季度至今年6月期间，全球船舶拆解老旧船舶2057艘、5786万载重吨，一定程度上削减了过剩的存量运力。此外，船运公司采取部分措施以降低运力：如约44%的集装箱船国际航线采取了减速航行，以便吸纳闲置的存量运力；此外全球手持船舶订单的20%被推迟交付，通过延迟接船以便控制新增运力的投放。以上各种手段使得2010年以来集装箱航运市场迅速火爆。根据欧洲西伯里航运产业集团的统计，2009年3月，闲置的大型集装箱船舶超过80艘。而2010年年初开始不断降低，到6月底，全球单船运力5000标箱以上的大型集装箱船舶仍然处于闲置停航状态的不会超过20艘。据了解目前海运集装箱周转率仅为1周左右，而此前约为3-4周，显示市场需求转为旺盛。公司预期2011年全行业存量集装箱约为3000万TEU，将淘汰140-150万TEU，新增需求约在350万TEU以上，相对应于2010年全行业需求230万TEU左右的水平，我们预计公司2011年集装箱销售量增速可望达到40%左右。

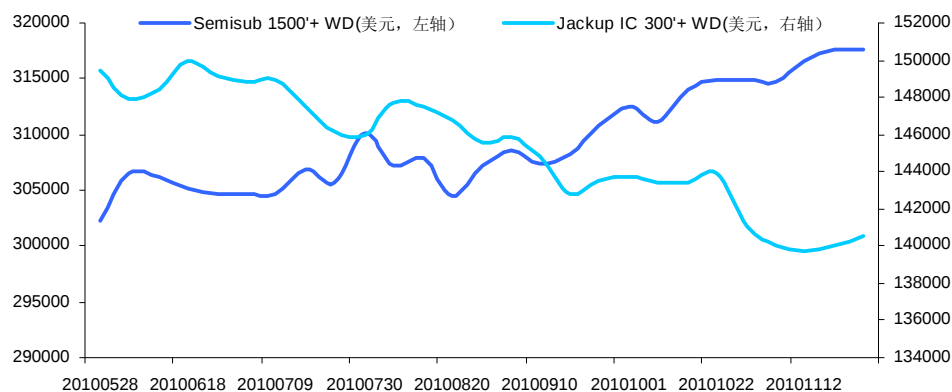
2、公司道路车辆和能源化工设备业务分析

公司目前道路车辆业务约有3-4%的销售净利率。公司目前在道路车辆方面的订单情况良好，考虑中国未来的增长空间，公司已投资了重卡业务，分别为和奇瑞合作整车和与玉柴合作生产发动机。我们预计公司的特种车辆业务在2010年可贡献收入约150亿元、净利润约6亿元；能源化工设备净利润预计可达2亿元。

3、海工业务情况分析

中集集团海工业务主要依靠烟台来福士船厂。根据公司公告及网站资料，烟台来福士目前共有11艘海上钻井平台订单（目前在建6艘半潜式、5艘自升式钻井平台）和一些浮式储油装置，自升式平台大约1-2亿美元/艘，深水半潜式平台大约5-6亿美元/艘，烟台来福士可提供的制造服务大概占平台总价的一半。根据来福士公告披露，截止2010年9月30日，公司资产总额为667534.08万元，负债总额603975.56万元，净资产63558.53万元；2010年1-9月营业收入185257.29万元，净利润为6750.00万元。我们预测烟台来福士2010年底可交付3个半潜式平台、2011年可再交付3个半潜式平台。

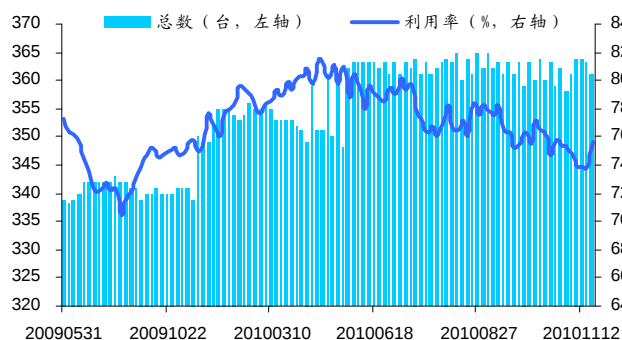
图3 1500英尺以上半潜式及300英尺以上自升式平台日费率



资料来源: www.rigzone.com、海通证券研究所

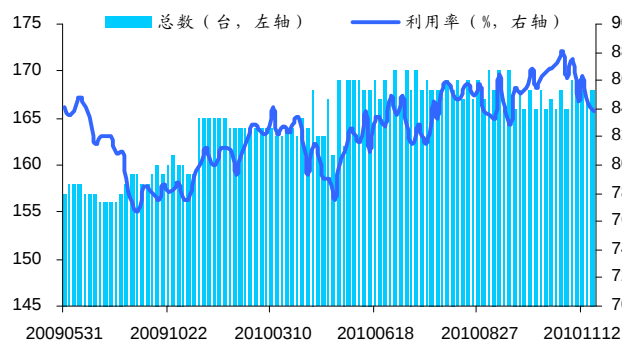
目前随着石油市场回暖,半潜式平台需求向好。从日费率和平台利用率情况看,半潜式平台趋势均明显向好,且自升式平台也略有见底回升态势。

图4 自升式钻井平台利用率



资料来源: www.rigzone.com、海通证券研究所

图5 半潜式钻井平台利用率



资料来源: www.rigzone.com、海通证券研究所

一般来说首制平台因初期投入较大从而在交付时会计提一定损失,我们预期2010年全年该业务应有一定亏损。随着公司后续生产效率的提升和规模效应的逐步体现,我们预期其海工业务成本将逐步下降,加上“十二五”规划中我国南海对半潜式平台需求迫切,我们对公司半潜式平台的市场前景表示乐观。

4、我们预测中集集团2010-2012年全面摊薄EPS分别为1.08元、1.46元和1.76元

表 1 中集集团主营业务收入及增长率预测

	2008	2009	2010H1	2010H2E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（万元）							
集装箱业务	2849435	508132	762672.	2065499	2828172	4051664	4415520
道路运输车辆业务	965600	1069844	888389	1245644	2134034	2590863	2979492
能源化工设备业务	764709	340004	179914	439034	618948	807890	1009862
海洋工程			176417	111139	287557	354241	425089
空港设备业务	47713	39180	1952	34047	35999	45342	52143
其他业务	14268	24787	48155	11192	59347	68249	78486
同比增速（%）							
集装箱业务		-82.17			456.58	43.26	8.98
道路运输车辆业务		10.80			99.47	21.41	15.00
能源化工设备业务		-55.54			82.04	30.53	25.00
海洋工程						23.19	20.00
空港设备业务		-17.88			-8.12	25.95	15.00
其他业务		73.72			139.42	15.00	15.00

资料来源：公司公告、海通证券研究所

我们预测中集集团 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 1.08 元、1.46 元和 1.76 元，按 2011 年 17-20 倍市盈率，合理价值区间为 25-29 元，维持买入评级。

表 2 中集集团盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	4876082	4732728	2047551	5950582	7837912	8880258
营业成本（万元）	4380358	4187379	1740176	5083674	6665813	7537284
营业税金及附加（万元）	5562	2799	5166	6128	8622	9768
销售费用（万元）	115285	107968	72769	146381	192918	214211
管理费用（万元）	159808	166149	197607	279907	361887	389513
财务费用（万元）	37170	19573	13104	70632	93035	105407
资产减值损失（万元）	6256	70215	39608	4537	8012	4006
公允价值变动收益（万元）	27468	-43773	-3869	17268	17268	17268
投资净收益（万元）	146627	41826	156796	-5702	0	0
营业利润（万元）	345739	176698	132047	370888	524895	637337
营业外收入（万元）	5979	20522	17256	38970	38970	38970
营业外支出（万元）	1687	4517	2765	2017	2934	2934
利润总额（万元）	350030	192703	146539	407841	560931	673373
所得税（万元）	17470	24182	38467	70267	98708	118487
净利润（万元）	332561	168521	108071	337573	462223	554886
少数股东损益（万元）	16023	27830	12174	50048	72781	87372
归属于母公司所有者的净利润（万元）	316537	140691	95897	287526	389441	467514
完全摊薄 EPS（元）	1.19	0.53	0.36	1.08	1.46	1.76

资料来源：公司公告、海通证券研究所

5、风险提示

（1）全球经济如低迷将影响集装箱及海工业务增长；（2）国内经济如二次探底势必影响道路车辆业务增长。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙 华：机械行业首席分析师

何继红：联系人

重点研究上市公司：中国南车、中国北车、中集集团、时代新材、天马股份、华东数控、三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、东力传动、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、陕鼓动力。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。