

强烈推荐-A (维持)

中集集团 000039.SZ

目标估值: 30 元
当前股价: 22.99 元
2011 年 1 月 5 日

能源化工装备业务触底回升

基础数据

上证综指	2853
总股本(万股)	266240
已上市流通股(万股)	123130
总市值(亿元)	612
流通市值(亿元)	283
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	16.0
资产负债率	67.6%
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	22	102	76
相对表现	21	76	86



相关报告

- 1、《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)
- 2、《中集集团(000039)-收购整合就绪新业务起航》2010.8
- 3、《中集集团(000039)-海洋工程业务蓄势待发》2010.10

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090208040193

在 2010 年中集集团系列报告中,我们从集装箱的业绩弹性和海洋工程的发展两个角度,强烈推荐了中集集团。此次报告重点分析了能源化工装备板块的布局和发展,提示业绩触底回升。2011 年继续推荐中集集团基于四个理由:受益全球经济复苏业绩继续回升、新兴战略产业发展前景广阔、估值偏低、投资风格转换。

- **中集集团以安瑞科为平台,整合能源、化工、食品装备资产。**中集集团能源、化工、食品装备业务主要包括:静态储罐、罐式运输装备、工艺过程装备、工程承包技术服务。主要控股企业包括中集安瑞科、TGE GAS、南通中集大型储罐制造有限公司等。目前相关盈利资产已注入安瑞科,中集控股 84%。
- **业绩回顾:2004-2008 年安瑞科收入与净利润年平均增长率高达 90%和 80%。**2009 年公司受全球经济危机影响较大,销售和盈利(资产注入后的可比口径)出现下降。2010 年随着全球经济的复苏,订单明显回升,预计 2010 年收入和净利润增长在 30-40%左右。
- **订单饱和,出口需求已见底回升:**能源装备占安瑞科收入和利润的 60%以上,其中 CNC 拖车及 LNG 拖车以国内销售为主,目前订单已经排到 2011 年 6 月,产能利用率在 85%左右。化工装备(不锈钢罐式集装箱)以航运用途(出口)为主,2009 年经历了最为惨淡的一年,今年需求明显回升,预计销量可以达到 7200-7500 台,2011 年可以恢复到 2008 年的高点 12000 台。
- **中国天然气装备市场刚刚启动。**目前我国天然气市场仍是供给决定需求。根据国家规划,到 2015 年新建天然气干线管道长度将达到 2.4 万公里,管道总里程 4.8 万公里,沿海将建成一批 LNG 接收站,供给紧张的局面将会有所缓和。对下游天然气储运装备的需求将会大大增长。
- **维持“强烈推荐-A”评级。**预计 10、11、12 年 EPS 为 1.14、1.51、1.82 元,10、11 年的动态 PE 为 15 倍和 13 倍,远低于机械行业平均估值水平。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,这两块业务符合国家产业政策发展方向,同时也存在收购兼并的可能,将是公司新的利润增长点。我们按照 2011 年 20 倍综合 PE 给出中集集团 30 元的目标价。
- **风险因素:**人民币升值对出口的负面影响;收购整合风险。

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	47605	58308	68453
同比增长	-3%	-57%	132%	22%	17%
营业利润(百万元)	1767	1320	3798	5092	6176
同比增长	-49%	-25%	188%	34%	21%
净利润(百万元)	1407	959	3045	4019	4848
同比增长	-56%	-32%	217%	32%	21%
每股收益(元)	0.53	0.36	1.14	1.51	1.82
PE	44.5	65.2	20.6	15.6	12.9
PB	4.7	4.4	3.8	3.2	2.6

资料来源:招商证券

正文目录

一、安瑞科成为中集集团能源化工装备业务平台	3
1、安瑞科概况	3
2、发展战略及业务板块介绍	4
3、订单触底回升，2011 年将彰显业绩弹性	5
4、产品系列完善，先进技术优势	6
二、尚未注入安瑞科的能源化工装备业务	7
三、中国天然气装备市场刚刚启动	8
1、我国具有发展天然气的优势	8
2、我国目前天然气市场仍是供给决定需求	8
3、对下游设备需求的拉动	10
三、罐式集装箱景气与全球经济复苏相关	11
四、业绩预测及投资建议	12
1、业绩预测假设	12
2、估值与投资建议	13

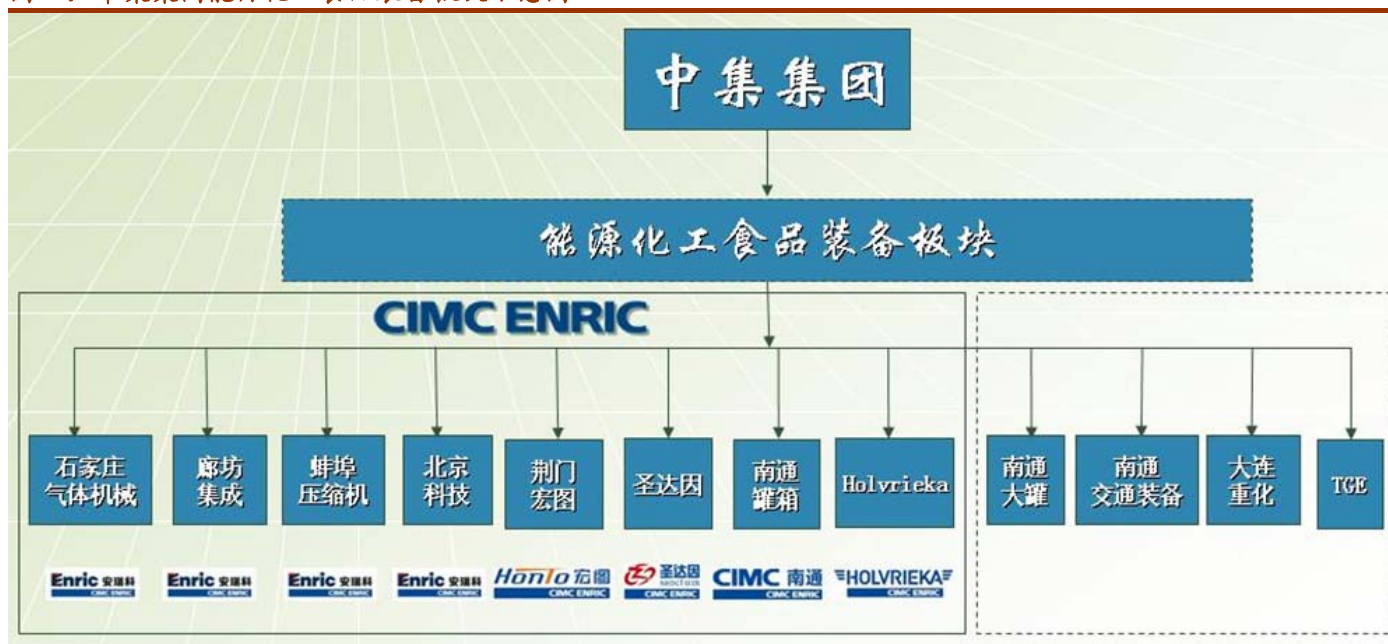
图表目录

图 1: 中集集团能源化工食品装备板块示意图	3
图 2: 2003-2010 年安瑞科营业收入及毛利率变化示意图	3
图 3: 中集集团资产注入前后股权结构图	4
图 4: 2003-2010 年安瑞科净利润及净利率变化示意图	6
图 5: 中集安瑞科涉及的 LNG 产业链示意图	7
图 6: 我国天然气消费量预测	10
图 7: 2009 年各国人均天然气消费量比较	10
图 8: 南通中集标准不锈钢罐箱销量 (台)	12
图 9: 中集集团历史 PE Band	14
图 10: 中集集团历史 PB Band	14
表 1: 安瑞科能源、化工及液态食品三大业务板块	5
表 2: 安瑞科各业务主要营运情况	5
表 3: 国内天然气政策情况	8
表 4: 国内主要天然气管道运营建设情况	9
表 5: 国内 LNG 接收站运营建设情况	10
表 6: 国内主要地区燃气汽车发展和规划情况	11
表 7: 世界主要罐式集装箱生产企业一览表	12
表 8: 中集集团营业收入及假设	13
表 9: 中集集团各季度业绩回顾	14
附: 财务预测表	15

一、安瑞科成为中集集团能源化工装备业务平台

中集集团能源、化工、食品装备业务主要包括：静态储罐、罐式运输装备、工艺过程装备、工程承包技术服务。主要控股企业包括中集安瑞科控股有限公司、TGE GAS ENGINEERING GmbH、南通中集大型储罐制造有限公司、大连中集重化工装备制造有限公司。目前已实现盈利的资产已基本注入安瑞科 CIMC ENRIC，它也是香港联合交易所主板上市公司（3899.HK），主要从事于能源、化工及流体食品行业的各式运输、储存及加工设备的设计、开发、制造、工程及销售，并提供有关技术检测保养服务。

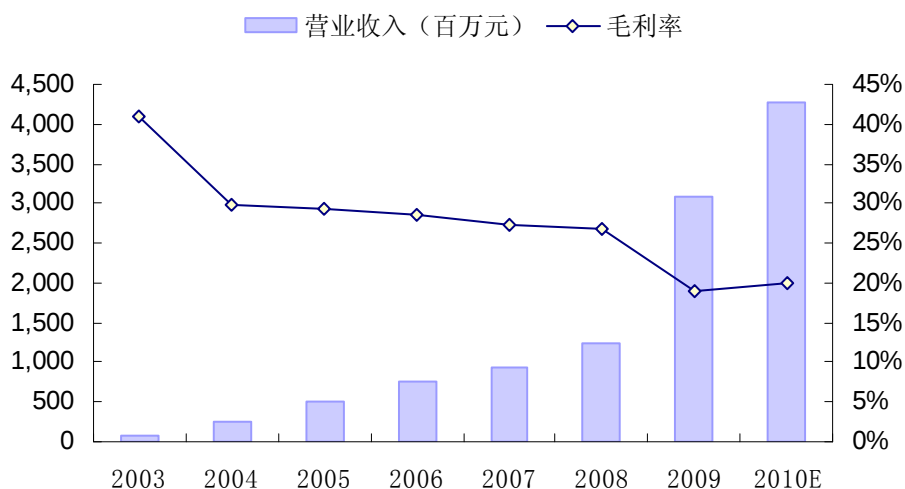
图 1：中集集团能源化工食品装备板块示意图



数据来源：中集集团网络，招商证券

1、安瑞科概况

图 2：2003-2010年安瑞科营业收入及毛利率变化示意图

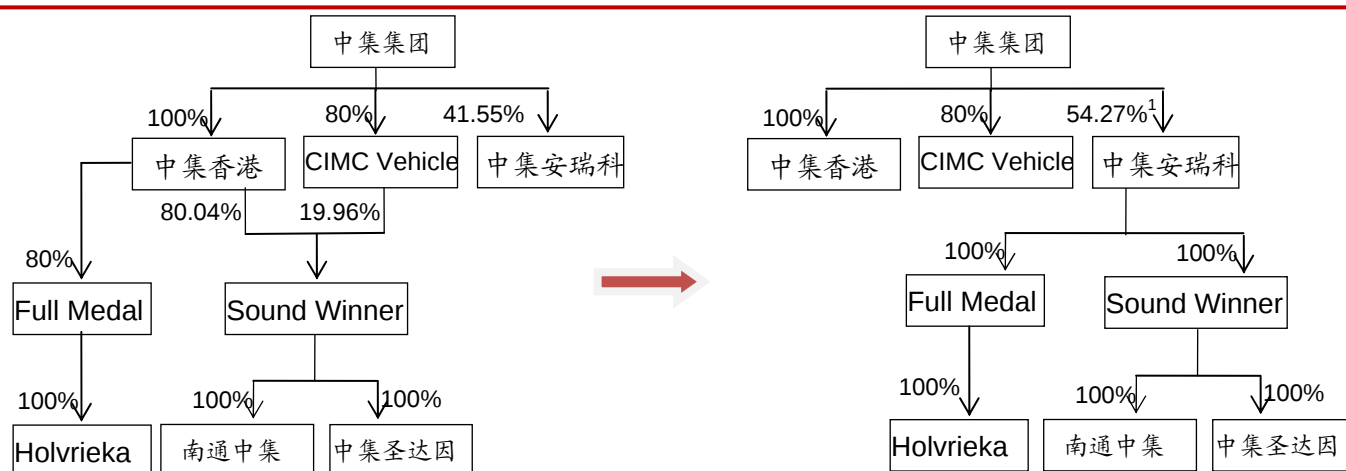


数据来源：安瑞科，招商证券

以安瑞科为平台，收购整合能源、化工、食品装备资产。2007 年 8 月中集集团从新奥集团收购了安瑞科 42.18% 股份。2009 年 8 月，中集集团在将相关资产注入安瑞科，这包括(i) 中集圣达因，制造 LNG、工业气体及危险化学品物料储运装备；(ii) 南通中集，制造主要用作运输化学物料、液态食品及天然气的罐式集装箱以及订制压力容器；及(iii) Holvrieka 集团，主要制造液态食品（包括啤酒、果汁及牛奶）不锈钢加工罐及储罐。注资完成后，中集持有安瑞科的普通股股份占到 54.27%，加上可转化优先股其占总股本的比例达到 84.17%。

业绩回顾：中集安瑞科 2004-2008 年收入与净利润年平均增长率高达 90% 和 80%；2009 年公司受全球经济危机影响较大，销售和盈利（可比口径下）出现下降；2010 年随着全球经济的缓慢复苏，订单明显回升，预计收入和净利润增长在 30-40% 左右。

图3：中集集团资产注入前后股权结构图



资料来源：公司公告，招商证券

注 1：此处为普通股股权比例，中集持有安瑞科总股权比例（普通股+可转换优先股）84.17%

2、发展战略及业务板块介绍

安瑞科形成了“以集成业务为牵引、以关键设备制造为支撑、以系统服务为延伸”的商业模式。能够根据客户需求，提供整体系统设计、关键设备制造、现场安装调试、客户员工培训、运营技术支持及管理模式服务的一揽子服务。可为客户提供 CNG 城镇气化、LNG 城镇气化、CNG 汽车加气标准站与子/母站，特别是液压式 CNG 加气子站等各类个性化、全方位燃气装备解决方案。公司未来的发展目标是年复合增长率达到 30% 左右。

能源及化工装备主要生产厂房位于中国四个省份六个城市：江苏南通、张家港、河北省石家庄及廊坊、湖北省荆门、以及安徽省蚌埠。液态食品装备生产厂房主要位于荷兰、丹麦及比利时。其中，河北廊坊车用液压加气子站国内市场占有率最高；石家庄安瑞科气体机械有限公司有近四十年压力容器生产历史，目前拥有三条 CNG 生产线产能 15000 支储瓶，是中国最大的气体机械制造商；安徽蚌埠主要生产 CNG 压缩机；湖北荆门宏图是国内 LPG 液化气体罐车系列产品市场占有率最高的企业；张家港中集圣达因低温装备有限公司从事液化石油气(LPG)、液氨以及液化天然气（LNG）等低温液体和危化介质的大型常压贮罐、罐式集装箱，并承接 LNG 汽车加气站、LNG 气化站、LNG 城市调峰站、LNG 瓶组供气站、LNG 车载系统改装等各类 LNG 应用项目以及工业气体

应用项目的工程总承包业务；南通中集罐式储运设备制造有限公司为全球最大的罐式集装箱制造商，目前在国内的占有率在 50% 以上。

2010 年上半年，中集安瑞科能源装备、化工装备和液态食品装备三大业务板块的收入构成比例为 61%、26.5% 和 12.7%。

表 1: 安瑞科能源、化工及液态食品三大业务板块

业务	产品&服务	负责子公司
能源装备	• CNG 高压瓶式压力容器 • CNG 拖车 • LNG 拖车及储罐 • CNG/LNG 加气站系统 • LPG 储罐车及储罐 • 天然气压缩机 • 项目工程服务，如 LNG 应用项目 • 特种气体拖车	石家庄安瑞科气体机械有限公司、中集圣达因、安瑞科（廊坊）能源装备集成有限公司、宏图及安瑞科（蚌埠）压缩机有限公司
化工装备	• 危险化学液体的不锈钢罐式集装箱 • 危险加压化学物料的碳钢气罐式集装箱 • 低温储罐及工业气体储罐 • 不锈钢加工罐及储罐	南通中集
液态食品装备	• 项目工程服务，如加工及配送啤酒及果汁的全包项目	Holvrieka 集团：下设荷兰 Emmen、荷兰 Sneek、丹麦 Danmark 和比利时 NV 四个生产基地

资料来源：公司网站，招商证券整理

3、订单触底回升，2011 年将彰显业绩弹性

上半年经营业绩开始回升：随着全球经济复苏，安瑞科上半年实现营业收入 16.32 亿元，同比增长 23.6%。三大业务板块能源装备、化工装备、食品饮料装备表现各异，其中能源装备收入增长 52%、化工装备增长 35.85%，食品饮料装备以欧洲市场销售为主，复苏最为缓慢，同比仍下降 40.5%。

表 2: 安瑞科各业务主要营运情况

业务板块	2008	2009	变动	09 年 6 月	10 年 6 月	变动
能源	19.89	18.12	-8.9%	6.54	9.92	51.68%
其中：CNG 拖车及储瓶	6.45	6.45	-0.1%			
液压式 CNG 加气站系统	2.77	3.12	12.4%			
LNG 拖车及储罐	6.04	4.20	-30.5%			
LNG 工程项目	1.71	1.36	-20.8%			
化工	25.62	6.52	-74.6%	3.18	4.32	35.85%
其中：不锈钢罐式集装箱	24.47	4.99	-79.6%			
食品饮料	12.34	5.94	-51.9%	3.48	2.07	-40.52%
总计	57.85	30.58	-47.14%	13.2	16.31	23.56%

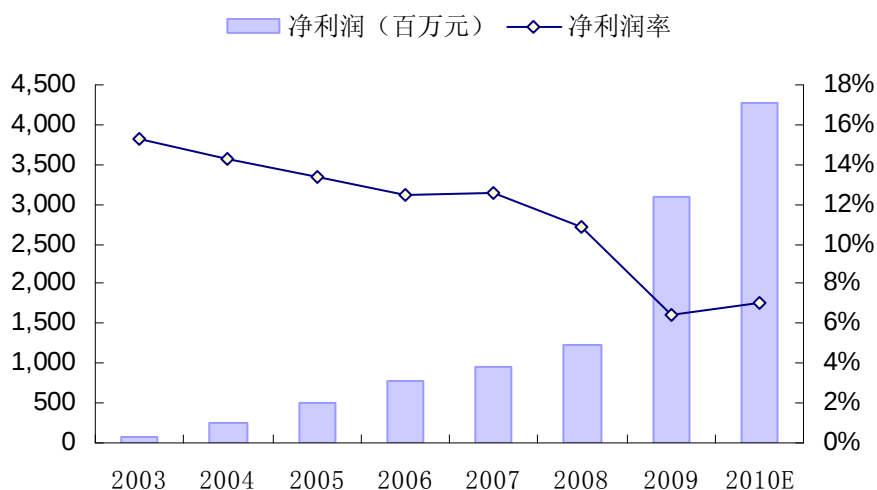
资料来源：公司财务报告，招商证券

订单饱和，出口需求已见底回升：能源装备占安瑞科收入和利润的 60% 以上，其中 CNC 拖车及 LNG 拖车以国内销售为主，在国内的市场占有率为 75% 和 50% 左右。能源装备需求以国内销售为主，目前订单已经排到 2011 年 6 月，产能利用率在 85% 左右。化工

装备（不锈钢罐式集装箱）以航运用途（出口）为主，2009 年经历了最为惨淡的一年，下半年基本没有订单，2009 年销量在 3000 台左右，2010 年需求明显回升，预计销量可以达到 7200-7500 台，2011 年已经签订了 6000 台左右的订单，预计可以恢复到 2008 年的高点 12000 台。2010 年上半年安瑞科的出口占比在 40%左右，较 2009 年的 50%下降 10 个百分点。

2010 年盈利水平触底回升。由于行业不景气，公司采取灵活的定价策略，并引进不同规格的产品以满足不同地区的不同销售需求。在标准罐式集装箱竞争日趋激烈的情况下，营销战略将更加针对特种罐式集装箱的需求，扩大市场占有率。根据历史调研数据，南通中集生产的罐式箱毛利率一直较高，可以达到 20%左右，2009-2010 年罐箱出口急剧下降，也拉低了能源化工装备的综合毛利率，如果 2011 年销量如果能够恢复到 2008 年的水平，那盈利水平也将大幅提高。

图 4：2003-2010 年安瑞科净利润及净利率变化示意图



数据来源：安瑞科，招商证券

4、产品系列完善，先进技术优势

技术与产品优势：安瑞科能源装备在压缩天然气、液化天然气领域拥有多项专利技术，自主开发的高压气体瓶式压力容器系列产品，填补了国内空白，达到国际先进水平，可用于天然气及特种气体的贮存、运输。引进并吸收美国液压式 CNG 加气子站技术，成为亚洲地区唯一制造商和中国独家销售商。2009 年在国内率先推出的智能低温液态集装箱（包括液化天然气）已经获得市场的积极反应。公司还致力于开发新的液化天然气设备，例如，10000 立方米和 50000 立方米的储罐和天然气船储罐。

公司还计划并购一家有 A 级工程牌照的工程设计院，扩展它的工程设计能力。

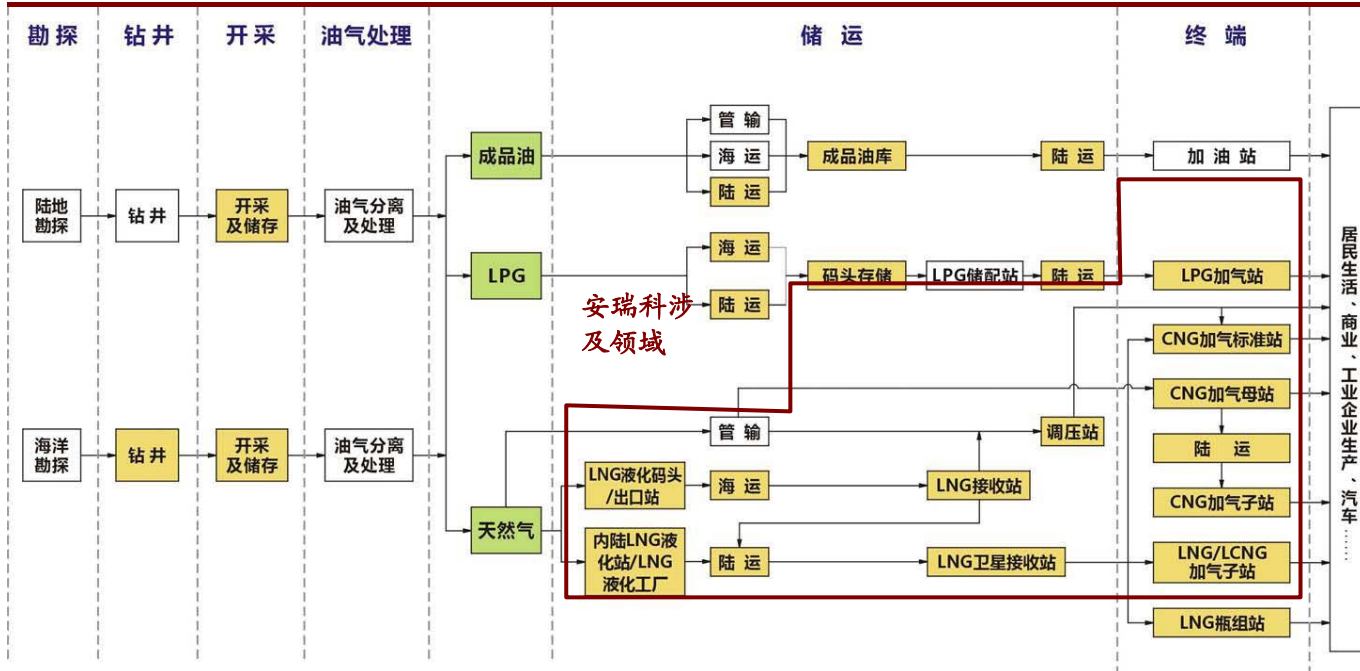
二、尚未注入安瑞科的能源化工装备业务

中集收购 TGE GAS 目的在于提高大型 LNG 项目的承揽能力，完善 LNG 装备产业链。中集集团拥有 60% 权益的 TGE Gas 公司是一家全球领先的在岸项目大型合同独立总承包商，在天然气、石油化工等气体的存贮、处理和运输等领域有着 27 年的专业经验。TGE Gas 的加入进一步巩固了中集在能源、化工及食品等装备和服务领域的全球化战略体系，填补了国内在此方面的技术空白。TGE GAS 业务范围为：在 LNG、LPG 及其他石油化工气体的存贮、处理领域，为客户提供 EP+CS（设计、采购和建造监工）等技术工程服务。主要服务领域包括：大型 LNG 进出口接收站、中型分销和卫星站储存罐区。目前国内已取得了浙江宁波和海南两个 LNG 项目，短期由于处于项目建设初期，及国外专家费用较高，尚未盈利。长期来看，大型项目承包盈利应高于制造环节。

大连中集重化工装备制造有限公司产品范围包括煤气化装置中的煤气化炉，乙烯装置中的乙烯裂解炉，大型合成氨、化肥装置中的高压设备，炼油加氢、加氢裂化、甲醇装置中的关键设备，海水淡化装置中的蒸发器等。

南通中集大型储罐有限公司是 Holvrieka 在中国的首个生产基地，主要生产制造用于存储啤酒、果汁等食品和化工产品的不锈钢静态储罐及工艺罐，2009 年 5 月建成投产。计划到 2010 年形成年产 1000 台大型储罐的生产能力，目标是成为全球最大的大罐生产基地。不过 2010 年国际食品饮料罐需求尚未有明显回升。

图 5：中集安瑞科涉及的 LNG 产业链示意图



资料来源：中集集团，招商证券研发中心

三、中国天然气装备市场刚刚启动

1、我国具有发展天然气的优势

资源禀赋：我国和周边天然气储量丰富。我国天然气发展潜力巨大，天然气可采资源量已达到 22.03 万亿立方米。截至 2009 年底，我国天然气探明可采储量 3.61 万亿立方米，资源探明程度仅为 16.39%，低于石油资源探明程度 36.18%，天然气勘探尚处在勘探早期阶段，探明储量呈现快速增长势头。丰富的天然气资源储备，为缓解我国的能源供给紧张奠定了雄厚的基础。周边国家俄罗斯、哈萨克斯坦、印度尼西亚、缅甸都有着丰富的天然气资源，可以大量供给我国天然气。

大力推广天然气应用，是节能减排的要求。天然气是化石燃料中最清洁的能源，根据日本能源统计，煤的 CO_2 排放系数为 $2.66\text{t CO}_2/\text{t}$ 标准煤，石油为 $2.02\text{t CO}_2/\text{t}$ 标准煤，天然气仅为 $1.47\text{t CO}_2/\text{t}$ 标准煤。天然气的 CO_2 排放量明显低于煤炭，提高天然气在能源构成中的比例，非常有利于减少 CO_2 的排放，还可以减少 SO_2 和氮氧化物的排放量。而我国政府提出单位 GDP CO_2 排放量，2020 年要比 2005 年降低 40%~45%，在目前化石燃料仍为能源主要构成的情况下，提高天然气的比例对我国实现目标很有实际意义。

政策驱动：促进天然气产业发展。天然气清洁、低碳排放量的特性日益引起国家的重视，10 年国家密集出台了多项政策来规范和引导天然气产业的发展。包括优先发展城市燃气，逐步推进天然气价格的市场化进程以促进资源的有效配置，同时列入天然气分布式能源《新能源产业规划》也已经报上国务院审批。在“十二五”期间，预计将会有更多的政策出台来促进天然气产业发展。

表 3：国内天然气政策情况

年份	政策	简要描述
2007	《天然气利用政策》	我国天然气利用政策由国家统筹规划我国将优先发展城市燃气，禁止以天然气为原料生产甲醇；禁止在大型煤炭基地所在地区建设基荷燃气发电站；禁止以大、中型气田所产天然气为原料建设液化天然气项目。
2010	《国家能源局关于对〈发展天然气分布式能源的指导意见〉征求意见的函》	到 2011 年我国拟建设 1000 个天然气分布式能源项目；到 2020 年，在全国规模以上城市推广使用分布式能源系统，装机容量达到 5000 万千瓦，天然气分布式能源项目装机容量在电力总装机容量中的比重由目前不足 1% 的比重，上升到 3% 以上。
2010	《关于规范煤制天然气产业发展有关事项的通知》	在国家出台明确的产业政策之前，煤制天然气及配套项目由国家发展改革委统一核准。
2010	《关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知》	上调国产陆上天然气价格 0.23 元/立方米，一、二档出厂基准价格加权并轨，将出厂基准价格允许浮动的幅度统一改为上浮 10%，进口中亚天然气价格暂按国产天然气供同类用户价格执行；理顺车用天然气与汽油比价关系。
2010	《新能源产业规划》（待批）	天然气分布式能源已经列入《新能源产业规划》，成为未来重点发展的方向之一
2010	《城镇燃气管理条例》	首部燃气法。明确了燃气经营者的各项责任与义务，对燃气经营者的要求更为严格，再加上对燃气经营许可证办理的严格把关和层层筛选，很大程度上提高了行业准入门槛。

资料来源：招商证券研发中心

2、我国目前天然气市场仍是供给决定需求

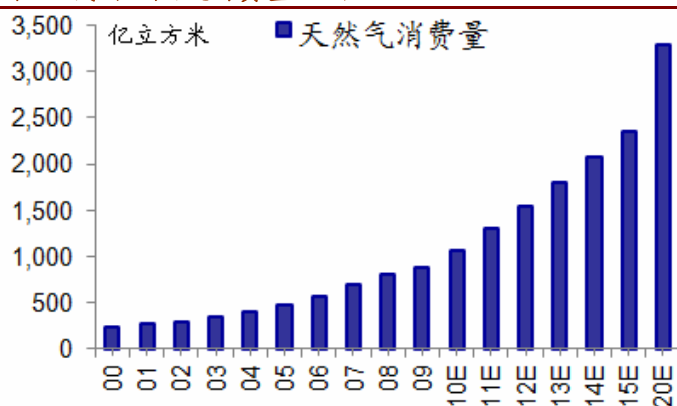
2009 年，我国人均天然气年消费量仅为 65.6 立方米/年，远低于世界平均水平，也低于巴西等国。这主要是因供给不足制约了国内天然气产业的发展，从目前情况看，短期内天然气市场还将是由供及主导。

根据国家规划,到 2015 年新建天然气干线管道长度将达到 2.4 万公里,管道总里程 4.8 万公里,沿海将建成一批 LNG 接收站,供给紧张的局面将会有所缓和。届时国内天然气供应将形成四大格局:“西气东输、北气南下、就近供应和海气登陆”。根据我们预计,到 2015 年通过干线管道输送的天然气将达到 1600 亿立方米/年(包括进口和国产),通过沿海 LNG 接收站的 LNG 将达 470 万吨(包括海上天然气和进口),折合天然气约 630 亿立方米/年,加上一些其他方式的供给,天然气供应量在 2300—2400 亿立方米/年。按照国家“十二五”期间 7%的 GDP 增长目标,以及“十二五”末天然气占能源消费比例 8%的目标估计,我们测算天然气需求量在 2350 亿立方米/年左右,期间年复合增长率 17%,供需情况大体平衡,到 2020 年天然气需求量将在 3280 亿立方米/年左右。可见“十二五”、“十三五”将是中国天然气产业快速发展时。

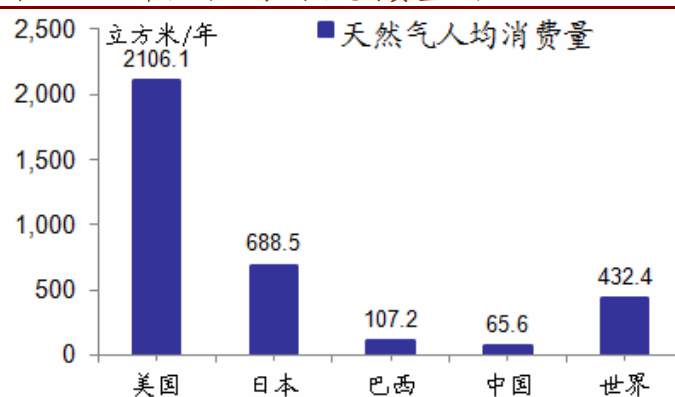
表 4: 国内主要天然气管道运营建设情况

	管道	气源	完工时间	管线长度	输送能力 (亿立方米/年)
干 线	陕京一线	国内	1997	910	36
	西气东输一线	国内	2004	4200	170
	陕京二线	国内	2005	918	120
	庆哈、庆齐线	大庆	2007	230	58
	四川-北内环	国内	2008	546	76
	涩宁兰	国内	2009	953	33
	川气东输	国内	2010-08	2170	120
	陕京三线	国内	2010-12	820	150
	四川-北外环	国内	2011-06	700	80
	榆林-济南	国内	2011	1000	30
	西气东输二线	中亚	2012	9102	300
	中缅天然气管道	缅甸	2013	1727	120
	西气东输三线	中亚	2014	4661	300
	西气东输四线	国内	规划中		170
	小计			27937	1593
联 络 线 和 支 线	忠武线	联络线	2005	1347	30
	安平—济南线	支线	2005	245	30
	冀宁线	联络线	2005	890	110
	淮武线	联络线	2006	470	15
	永唐秦线	联络线	2009	300	120
	秦沈线	支线	2010-12	475.2	80
	山东天然气管网	支线	2010-12	1024	86
	中卫—重庆—贵阳线	联络线	---	1636	150
	小计			6387	621

资料来源: 招商证券研发中心

图6：我国天然气消费量预测


资料来源：招商证券研发中心

图7：2009年各国人均天然气消费量比较


资料来源：BP、网络，招商证券研发中心

从目前已建和在建的国内沿海 LNG 接收站建设进程来看,2011-13 年每年平均增加 580 万吨的处理能力,处理能力将远超目前的水平。

表 5：国内 LNG 接收站运营建设情况

状况	地点	运营时间	年处理能力 (万吨/年)	主要股东	二期规划 (万吨/年)
已建成	广东深圳	2006	370	中海油	700
	上海	2009	300	中海油	300
	福建莆田	2009	260	中海油	600
在建	辽宁大连	2011	300	中石油	300
	江苏如东	2011	350	中石油	250
	浙江宁波	2012	300	中海油	300
	珠海	2013	300	中海油	400
	广东揭阳	2013	200	中海油	
	山东青岛	2013	300	中石化	200
	深圳大铲湾	2013	300	中石油	650
规划中	河北唐山	2013	350	中石油	650
	广西北海	2014	300	中石化	
	天津		300	中石化	
	秦皇岛		300	中海油	300
	海南洋浦		200	中海油	300
	滨海		300	中海油	
	总计		4730		4950

资料来源：招商证券研发中心

3、对下游设备需求的拉动

随着天然气应用规模的扩大,“十二五”期间对下游天然气储运装备的需求将会大大增长。天然气供应链沿线需要各式各样的天然气储运装备,例如上游的 LNG 接收站,中游的 LNG 气化站、LNG 卫星储存站、CNG 及 LNG 拖车及 CNG 高压气瓶,以及下游的 CNG 加气站系统等。以城市燃气为例,一般需要建设母站接收管道天然气,然后通过 CNG 或 LNG 拖车运输到各子站。CNG 储运设备解决的是半径 200 公里以内天然气的运输服务,LNG 储运设备解决的是半径 1000 公里以上天然气的运输服务。

以天然气为燃料的交通工具的普及，带动 LNG、CNG 设备需求。天然气储运装备业需求增长还来自于我国政府长期推广交通工具使用天然气，特别是出租车及公交车。因为天然气汽车更加清洁且降低碳排放量，有助于城市环境的可持续发展。同时目前天然气汽车技术已趋于成熟，先进的电子技术和机械制造技术使天然气汽车的安全性和控制性能得到保证，压缩天然气汽车续驶里程已提高到 200~300 公里，液化天然气汽车续驶里程则超过了 500 公里。给汽车加注天然气同加注燃油一样方便，快速充气仅需约 5 分钟。目前全国建成加气站近 800 座，燃气汽车保有量已达 30 万辆。从各地方政府公布的规划看，未来城市公共交通燃气汽车将会得到快速发展。“十二五”期间，CNG 和 LNG 加气站，CNG 及 LNG 拖车或有爆发性增长。

表 6：国内主要地区燃气汽车发展和规划情况

年份	简要描述
浙江	根据规划，到 2015 年，浙江将发展天然气汽车加气站 155 座，发展天然气汽车约 5.5 万辆；到 2020 年，发展天然气加气站 320 座，天然气汽车约 13.5 万辆。
海南	目前海南共有 LNG 和 CNG 汽车 6000 辆，但 LNG 和 CNG 加气站只有 21 座远远无法满足需求，为此海南将在未来三年内新建 100 多座液化天然气(LNG)和压缩天然气(CNG)加气站，大力推广发展液化天然气燃气汽车。
安徽	到 2009 年底累计建成投产的加气母站有 18 座、加气子站 86 座。到 2020 年，在城市燃气专项规划中还要规划建设的加气站有 158 座，其中：加气母站有 5 座、加气子站 153 座。但是，“十二五”期间规划建设的只占 1/3，约 50 余座。
深圳	规划建设加气站共 143 座，其中母站 9 座，公交专用加气站 86 座，环卫专用加气站 4 座，公共加气站 57 座。可以满足 15357 辆公交汽车（气化率 80%）、19000 辆出租汽车（气化率 100%）以及 1786 辆环卫运输车（气化率 71%）的燃料供给需求。
东莞	至 2015 年东莞每个镇至少要有一座汽车加气站，2020 年当地加气站数量将达 60 座。
乌鲁木齐	燃气汽车总数超过七万辆，目前只有 53 座加气站，未来至少还要建设 50 座加气站。
中山	中海油与广东省中山市签署“新能源项目”协议，计划在 2015 年前在中山市建设 50 座汽车加气（油）站
天津	《天津市加油（气）站空间布局规划（2009—2020 年）》规定到 2020 年，加油站总量将不超过 1200 座，加气母站总量将不超过 19 座，加气子站将不超过 113 座。
四川	发展最为成熟，到 2008 年，CNG 汽车达到 16.83 万辆，加气站也有 220 多个。

资料来源：招商证券研发中心

三、罐式集装箱景气与全球经济复苏相关

罐箱车作为一种先进的运输工具，具有安全可靠、运输灵活、快捷方便、经济实用、绿色环保等方面的优势。罐式集装箱(罐箱)由箱体框架(FrameWork)和承受内压的压力容器罐体(Tank)组成。可用于装运有毒有害、易燃易爆、腐蚀性的危险性以及无危险性的液态、“气态”和固态粉粒状散货。罐箱适合散装物料的运输仓储和享受到经济、便捷、环保、安全等诸多好处，与传统的油罐车、散装船和铁路槽车相比，它真正实现了装箱地到卸料地的无中间环节的直达，使污染和货物的物流消耗及漏损降低到最低。

罐箱的使用在某种程度上标志着一个企业、地区乃至国家的物流、环保和运输管理水平。目前罐箱在欧美等发达国家的使用已经非常普及，并在多个国家实现了法定强制使用。中国近年来发展非常迅猛。

全球罐箱市场仍是供过于求的局面。罐式集装箱市场比较成熟与稳定，需求与全球经济相关，2008 年之前罐箱需求量在 15000 台左右。而全球罐式集装箱年产能达 4 万台左右，供大于求。欧洲有两家企业主要是生产非 ISO 标准的罐式集装箱，为客户研发生产各种特种用途罐式集装箱，特种罐式集装箱占其生产总量的 70%左右。中国罐箱

生产企业在生产成本和交货期都具有优势，南通中集的占有率在 50%以上，主要用于航运以出口为主。

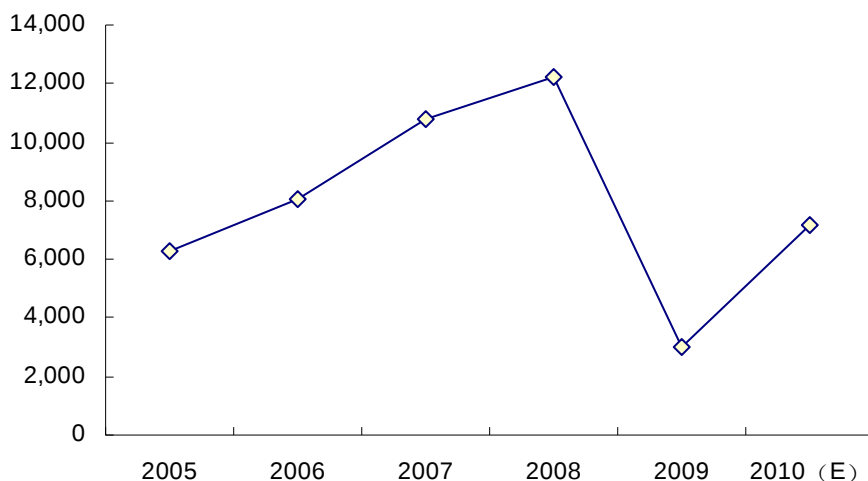
表 7：世界主要罐式集装箱生产企业一览表

企业名称	建成时间	年产能（台）	产品范围
南通中集罐式储运设备制造有限公司	2002	20000	ISO 标准箱 交换体箱 其它
广东顺安达太平货柜有限公司罐箱工厂	2006	5000	ISO 标准箱 交换体箱 其它
南通四方罐式储运设备制造有限公司	2008	5000	ISO 标准箱
中山中华罐式集装箱有限公司	2002	2000	ISO 标准箱 其它
**新华昌天津	2009	6000	ISO 标准箱 交换体箱 其它
Welfit Oddy	---	5500	ISO 标准箱 交换体箱 其它
WEW.GMBH	---	1000	特种/专业用途箱
			ISO 标准箱
Van Hool	---	2000	ISO 标准箱 交换体箱 其它

注：1.其它包括静态储罐，气罐等

资料来源：招商证券整理

图 8：南通中集标准不锈钢罐箱销量（台）



数据来源：中集集团，招商证券

四、业绩预测及投资建议

1、业绩预测假设

（1）由于集装箱业务 2010 年上半年基数较低，并且 2011 年新船下水增加新箱的需求，加之集装箱的更新需求，我们预计 2011 年集装箱量仍有 25%左右的增长。

（2）假设钢材是温和上涨的趋势，目前的箱价可以维持，并且不太可能出现存货跌价准备。

(3) 按照能源装备手持订单测算, 预计明年收入增长 40%左右, 毛利率从 2010 年下半年开始回升。

(4) 2010 年半潜式钻井平台已成功交付两台, 虽然由于交付周期延迟和修改订单未能实现盈利, 但预计未来两年将会明显改善。

表 8: 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	11013	15418	17268	20721
集装箱	24084	26679	25904	34049	29099	5574	25081	31351	34487
能源化工设备(新)				4536	7771	3,600	3600	4500	6300
海洋工程							2500	3250	4875
机场地面设备		160		473	488	531	106	138	180
合计	26568	30959	33574	48761	47327	20476	47605	58308	68453
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%	14.2%	13.8%	14.0%
集装箱	16.9%	16.5%	12.4%	9.3%	10.8%	14.6%	18.5%	16.8%	16.0%
能源化工、液态食品设备		0.0%		15.1%	15.7%	17.3%	17.3%	20.0%	20.0%
海洋工程							14.0%	18.0%	22.0%
空港设备		37.4%		33.1%	32.0%	34.9%	36.0%	36.0%	36.0%
合计	17.0%	16.4%	14.2%	10.2%	11.5%	15.0%	17.1%	16.4%	16.5%
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%	40%	12%	20%
集装箱		10.8%	-2.9%	31.4%	-14.5%	-80.8%	350%	25%	10%
能源化工、液态食品设备					71.3%	-53.7%	-53.7%	25%	40%
海洋工程								30%	50%
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%	132.5%	22.5%	17.4%

资料来源: 招商证券研发中心

2、估值与投资建议

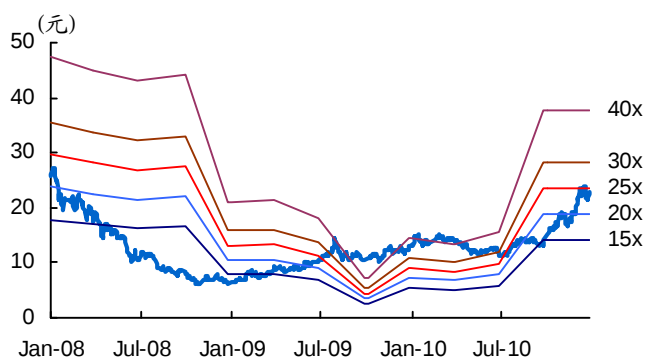
维持“强烈推荐-A”评级。由于集装箱的价、量在 2010 年四季度好于预测, 我们在《机械行业 2011 年度投资策略—发展与调控, 空间与节奏之辩》中上调了对中集集团的业绩预测和目标价, 预计 10、11、12 年 EPS 为 1.14、1.51、1.82 元, 10、11 年的动态 PE 为 15 倍和 13 倍, 远低于机械行业平均估值水平。中集集团在海洋工程、能源装备两块新兴业务的布局已经完成, 虽然 2010 年对净利润的贡献可能不到 2 亿元, 但是这两块业务符合国家产业政策发展方向, 同时也存在收购兼并的可能, 有望成为 2012 年以后公司主要的利润增长点。我们按照 2011 年 20 倍综合 PE 给出 30 元目标价。

风险因素: 人民币升值对出口的负面影响; 收购整合风险。

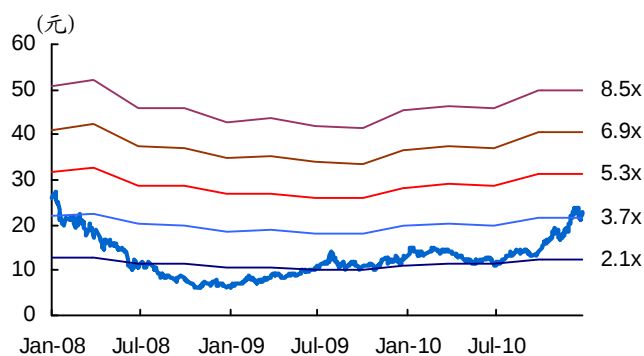
表 9：中集集团各季度业绩回顾

单位：百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
一、营业总收入	11988	18183	12950	4207	4259	5184	4443	6590	7774	13463	16939
二、营业总成本	11466	17379	12411	4285	4269	5401	4566	6448	7455	12683	15335
其中：营业成本	10756	16308	11537	3274	3590	4517	3916	5379	7042	11205	13873
营业费用	247	325	275	232	144	168	152	263	178	380	463
管理费用	335	616	512	199	431	482	452	612	487	545	790
财务费用	104	114	104	-126	106	12	31	-18	113	139	196
资产减值损失	20	11	-21	691	-5	214	9	179	-371	401	3
三、其他经营收益	-41	-91	195	-83	575	800	72	83	85	-56	91
公允价值变动收益	-96	-114	227	-455	-79	21	-24	43	73	14	59
投资收益	55	24	-33	372	654	779	95	40	13	-70	32
四、营业利润	481	713	733	-161	564	582	-51	225	404	725	1696
五、利润总额	493	714	736	-16	586	592	-31	318	516	803	1711
减：所得税	49	57	25	111	144	126	15	99	97	137	224
六、净利润	444	657	711	-127	442	465	-46	219	420	666	1487
七、归属母公司所有者净利润	406	620	676	-295	419	407	-50	183	354	558	1412
EPS	0.15	0.23	0.25	-0.11	0.16	0.15	-0.02	0.07	0.13	0.21	0.53
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%	281.2%
毛利率	10.3%	10.3%	10.9%	22.2%	15.7%	12.9%	11.9%	18.4%	9.4%	16.8%	18.1%
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%	10.0%
净利率	3.4%	3.4%	5.2%	-7.0%	9.8%	7.8%	-1.1%	2.8%	4.6%	4.1%	8.3%
营业费率	2.1%	1.8%	2.1%	5.5%	3.4%	3.2%	3.4%	4.0%	2.3%	2.8%	2.7%
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%	4.7%
实际税率	10.0%	8.0%	3.3%	-710.4%	24.6%	21.3%	-50.3%	31.1%	18.7%	17.1%	13.1%

数据来源：WIND，招商证券

图 9：中集集团历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 10：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	22151	26252	32064
现金	3101	5269	4000	4000	6007
交易性投资	387	92	300	300	300
应收票据	853	1691	952	1166	1369
应收款项	4194	3863	6784	8309	9755
其它应收款	884	1123	952	1166	1369
存货	7833	6754	7503	9265	10864
其他	1566	1744	1661	2046	2400
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	38457	41383	46565
流动负债	12399	15197	15349	14613	15378
短期借款	2207	4157	5244	2792	2000
应付账款	4391	4462	4739	5852	6861
预收账款	688	1271	592	731	858
其他	5113	5307	4774	5238	5659
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	19857	19121	19885
股本	2662	2662	2662	2662	2662
资本公积金	1353	1558	1558	1558	1558
留存收益	9414	9978	12414	15629	19508
少数股东权益	1506	1628	1967	2413	2952
母公司所有者权益	13429	14198	16634	19849	23728
负债及权益合计	34558	37358	38457	41383	46565

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3367	970	712	3085	4054
净利润		959	3045	4019	4848
折旧摊销		0	945	975	930
财务费用		0	559	440	395
投资收益		0	(50)	(410)	(410)
营运资金变动		0	(3779)	(2558)	(2408)
其它		11	(7)	620	699
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	(2273)	(3285)	(1747)
借款变动		0	(978)	(2452)	(792)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(609)	(804)	(970)
其他		521	(686)	(30)	15
现金净增加额	(119)	1493	(1269)	0	2007

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	47605	58308	68453
营业成本	41874	17402	39488	48763	57177
营业税金及附加	28	52	48	58	68
营业费用	1080	728	1333	1516	1711
管理费用	1661	1976	2380	2799	3286
财务费用	196	131	559	440	395
资产减值损失	702	396	50	50	50
公允价值变动收益	(438)	(39)	10	10	10
投资收益	418	1568	40	400	400
营业利润	1767	1320	3798	5092	6176
营业外收入	205	173	200	180	180
营业外支出	45	28	18	18	18
利润总额	1927	1465	3980	5254	6338
所得税	242	385	597	788	951
净利润	1685	1081	3383	4466	5387
少数股东损益	278	122	338	447	539
母公司所有者净利润	1407	959	3045	4019	4848
EPS (元)	0.53	0.36	1.14	1.51	1.82

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-2.9%	-56.7%	132.5%	22.5%	17.4%
营业利润	-48.9%	-25.3%	187.6%	34.1%	21.3%
净利润	-55.6%	-31.8%	217.5%	32.0%	20.6%
获利能力					
毛利率	11.5%	15.0%	17.1%	16.4%	16.5%
净利率	3.0%	4.7%	6.4%	6.9%	7.1%
ROE	10.5%	6.8%	18.3%	20.2%	20.4%
ROIC	7.2%	4.1%	13.3%	16.2%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	56.8%	57.6%	51.6%	46.2%	42.7%
净负债比率	26.1%	27.4%	24.0%	16.4%	12.9%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.8	2.1
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4
营运能力					
资产周转率	1.4	0.5	1.2	1.4	1.5
存货周转率	5.4	2.4	5.5	5.8	5.7
应收帐款周转率	7.2	5.1	8.9	7.7	7.6
应付帐款周转率	7.4	3.9	8.6	9.2	9.0
每股资料(元)					
每股收益	0.53	0.36	1.14	1.51	1.82
每股经营现金	1.26	0.36	0.27	1.16	1.52
每股净资产	5.04	5.33	6.25	7.46	8.91
每股股利	0.15	0.12	0.23	0.30	0.36
估值比率					
PE	44.5	65.2	20.6	15.6	12.9
PB	4.7	4.4	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	31.3	37.3	14.6	11.9	10.4

分析师承诺

负责本研究报告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，七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、2009、2010 年第一名；曾获水晶球卖方最佳分析师机械行业 2009、2010 年第一名。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。