

中集集团 (000039.SZ) 金属制品行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 27.31 元

目标(人民币): 31.64 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,231.30
总市值(百万元)	72,710.04
年内股价最高最低(元)	28.76/11.10
沪深 300 指数	3338.86
深证成指	13158.22



相关报告

1. 《业绩超预期,关注箱价趋势》, 2010.10.27
2. 《业绩持续超预期》, 2010.8.24
3. 《F&G 收购失败更多是心理层面影响》, 2010.8.11

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

罗立波 联系人
 (8621)61038326
 luolib@gjzq.com.cn

精于制造, 更精于战略和管理

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.528	0.360	1.098	1.798	2.208
每股净资产(元)	5.04	5.33	6.99	8.66	10.73
每股经营性现金流(元)	1.26	0.36	1.64	1.86	2.44
市盈率(倍)	11.73	36.37	20.95	15.89	12.94
行业优化市盈率(倍)	10.23	21.08	21.08	21.08	21.08
净利润增长率(%)	-55.55%	-31.84%	204.74%	63.85%	22.75%
净资产收益率(%)	10.48%	6.75%	15.71%	20.78%	20.57%
总股本(百万股)	2,662.40	2,662.40	2,662.40	2,662.40	2,662.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 我们看好公司, 首先在于其优秀的管理能力和执行力。“要做就做第一”、“对行业未来的发展趋势做出贡献”已经成为中集精神的精髓, 而其行动和业绩就是最好的证明。
- 公司不仅精于制造, 更精于战略。公司在集装箱、道路运输车辆、能源化工设备、海洋工程等四大业务领域树立了强大的竞争优势, 体现在有针对性的营销设计和产业布局, 使竞争对手难以复制。
- 11 年各项业务保持景气, 公司业绩增长迅速:
 - ◆ 10 年干货箱需求超过 250 万标箱, 而 11 年有望达到 350 万标箱, 谨慎预测平均箱价保持在 \$2900/TEU 的高水平。目前, 外部资本进入集装箱制造领域的门槛有所提高, 而主要集装箱制造商产能恢复有序, 在需求不低于预期的情况下, 行业景气有望贯穿 11 年全年。
 - ◆ 10 年中集来福士顺利交付了两艘深海半潜式钻井平台, 这标志着公司率先成为国内具有交付经验和批量制造能力的深海钻井装备制造制造商, 海工业务取得重大突破。10 年公司新增海工订单约 10 亿美元, 未来发展前景光明。
 - ◆ 道路运输车辆业务受益于国内固定资产投资景气、贸易增长, 将继续保持较快增长; 而重卡业务今年开始批量生产和市场推广。
 - ◆ 能源化工装备业务具有完整的产业链, 按照规划, 国内年天然气消费量将从 10 年的 1072 亿立方米增长至 15 年的 2600 亿立方米, 由此公司将受益明显。

盈利预测、估值和投资建议

- 预测公司 10-12 年销售收入分别为 50,394 百万元、68,752 百万元和 82,996 百万元, EPS 分别为 1.098 元、1.798 元和 2.208 元。
- 我们按各项业务的行业特点、增长潜力分别进行估值, 得到公司 6-12 个月的合理目标价为 31.64 元, 相当于 11 年 17.6 倍 PE 估值, 给予“买入”的投资建议。

内容目录

物流、能源、化工设备的综合制造商	4
优秀的管理能力是中集不断前进的根本保证	4
2011 年各项业务将继续保持较高景气	4
盈利预测、估值和投资建议	4
风险提示	4
集装箱业务：景气或将维持较长时间	5
集装箱制造正处于量价齐升的高度景气阶段	5
全球经济持续复苏推动集装箱需求	6
行业产能恢复有序	8
中集是行业景气的维系者和受益者	10
行业景气变化判断的依据	11
道路运输车辆：重卡开始推向市场	11
海洋工程业务：在国内率先交付深海半潜钻井平台	12
高油价驱动海洋石油开发投资	12
海工装备制造向中国转移是大势所趋	13
来福士：交付国内建造的第一座深水钻井平台	13
能源化工设备业务：一体化的产业链	14
盈利预测、估值和定价	16
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1：集装箱价格与平均钢材成本	5
图表 2：公司集装箱各季度销量及毛利率	5
图表 3：集装箱运输货物构成	6
图表 4：中国家具和服装出口增长率	6
图表 5：美国消费者信心指数和零售总额	6
图表 6：美国房屋销售规模基本见底	6
图表 7：班轮公司平均航速持续下降	7
图表 8：中国出口集装箱综合运价指数	7
图表 9：全球集装箱需求模型	7
图表 10：全球集装箱制造的市场份额	8
图表 11：全球集装箱产能（万 TEU）与产能利用率	8
图表 12：胜狮货柜的集装箱产量和产能利用率	9
图表 13：胜狮货柜的全时员工人数及人均产量	9

图表 14: 集装箱制造的成本构成	9
图表 15: 上海 3mm 热轧板价格走势 (元/吨)	9
图表 16: 中集集团业务的全球布局	10
图表 17: 集装箱毛利率对于钢材、箱价的敏感性分析	11
图表 18: 道路车辆销量和销售收入	11
图表 19: 中集和星马的混凝土搅拌车销量 (台)	12
图表 20: 国内重型卡车销量构成 (辆)	12
图表 21: 全球油气开发投资与油价密切相关	13
图表 22: 钻井平台订单与油价高度相关	13
图表 23: 海洋石油钻井平台分类和图示	13
图表 24: 全球建造的 53 艘自升式钻井平台分布	14
图表 25: 全球建造中的 24 艘半潜式钻井平台分布	14
图表 26: 能源产业链和中集已涉足的领域 (浅橙色部分)	15
图表 27: 中集安瑞科各项业务销售收入 (百万元)	15
图表 28: “十二五” 天然气消费大发展 (亿立方米)	15
图表 29: 各项业务的业绩贡献和估值	16
图表 30: 分项业务预测	18

物流、能源、化工设备的综合制造商

优秀的管理能力是中集不断前进的根本保证

- 我们看好中集集团的发展，首先是基于其优秀的管理能力和企业文化。中集由招商局和丹麦宝隆洋行组建，后又引入实力雄厚的中远集团为并列大股东。以总裁麦伯良为首的管理团队，从深圳起步，通过扩张整合，使公司在集装箱行业成为全球领先者；从主要依赖于集装箱业务，到集装箱、道路运输车辆、能源化工、海洋工程四大业务板块并举。“要做就做第一”、“对行业未来的发展趋势做出贡献”已经成为中集精神的精髓，而其行动和业绩就是最好的证明。
- 公司在其业务领域树立了强大的竞争优势。这种优势并不是简单的市场份额最大，而是公司针对各项业务的特性进行营销设计和产业布局，使竞争对手难以复制。以道路运输车辆为例，公司针对专用车种类繁多特点，推行研发、销售、服务网络的共享以降低成本、吸纳客户。这表明，公司不仅精于制造，更精于战略。
- 公司的业务发展符合中国的能源生产、能源消费的升级方向。公司将能源化工设备作为战略发展的重点之一，能够提供天然气等清洁能源生产、运输、消费的全套装备；公司的海洋工程装备起点高，符合国家石油开发的战略需求，同时又体现着鲜明的高端装备制造的特点。

2011 年各项业务将继续保持较高景气

- 全球集装箱制造触底反弹，10 年干货箱需求超过 250 万标箱，而 11 年有望达到 350 万标箱左右。目前，行业外部资本进入集装箱制造领域的意愿较弱，加上门槛亦有所提高，因此产能恢复主要是通过行业内部企业完成。而主要集装箱制造商对于市场的判断趋于一致，产能恢复相对有序，未来在行业需求不低于预期的情况下，行业景气有望贯穿 11 年全年。
- 道路运输车辆业务主要包括工程机械类和物流运输类。受益于国内基建、房地产等固定资产投资旺盛需求，工程机械类车辆增长较快；而随着港口、贸易物流的回升，11 年物流运输车辆的需求增长也将加快。预计道路运输车辆今年将保持 20~30% 的增长，而重卡业务今年开始批量生产和市场推广，明年开始将有望贡献相应的投资收益。
- 能源化工业务：以中集安瑞科公司为业务平台，其面对的市场空间较大。单以液化天然气（LNG）接收站储罐为例，未来 5 年国内的需求就达到 200 多亿元。按照规划，国内天然气消费量将从 10 年的 1,072 亿立方米增长至 15 年的 2,600 亿立方米，公司将是重要的受益者。
- 海洋工程业务：10 年中集来福士顺利交付了两艘深海半潜式钻井平台，这标志着公司在国内率先成为具有交付经验和批量制造能力的深海钻井装备制造制造商。尽管 10 年因为个别项目延期而影响了公司的利润水平，但这些挫折并不改变公司在海工业务取得突破进展的大方向和光明前景。10 年公司新签海工订单约 10 亿美元，今年产能进一步释放，可承接更多订单。

盈利预测、估值和投资建议

- 我们预测公司 10-12 年销售收入分别为 50,394 百万元、68,752 百万元和 82,996 百万元，净利润分别为 2,922 百万元、4,788 百万元和 5,878 百万元，对应的 EPS 分别为 1.098 元、1.798 元和 2.208 元。
- 我们按各项业务的利润贡献分别进行估值，考虑行业差异、增长潜力分别给予集装箱业务 14 倍、道路运输车辆 17 倍、能源化工设备 23 倍、海洋工程 50 倍、其他业务 18 倍的 2011 年 PE 估值，得到公司的合理估值为 31.64 元，相当于 2011 年综合的 17.6 倍 PE 估值，给予公司“买入”的投资建议。

风险提示

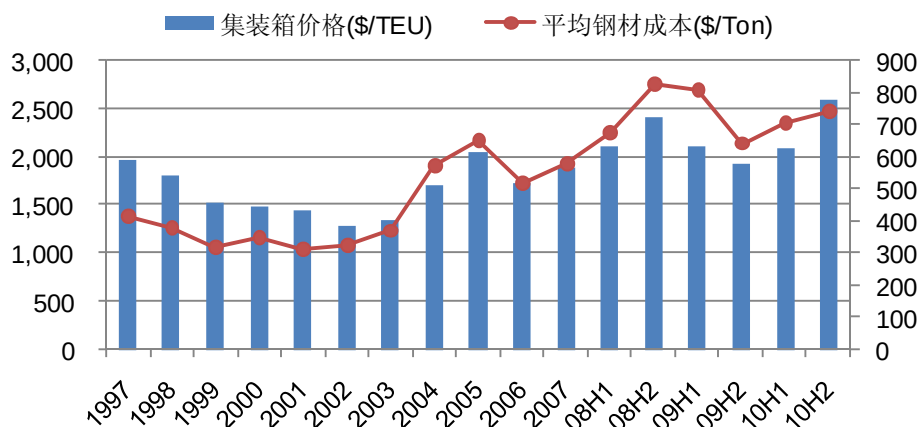
- 主要风险包括：全球经济复苏进程的不确定性，原材料大幅上涨，以及外部资本大规模进入集装箱行业导致行业竞争加剧。

集装箱业务：景气或将维持较长时间

集装箱制造正处于量价齐升的高度景气阶段

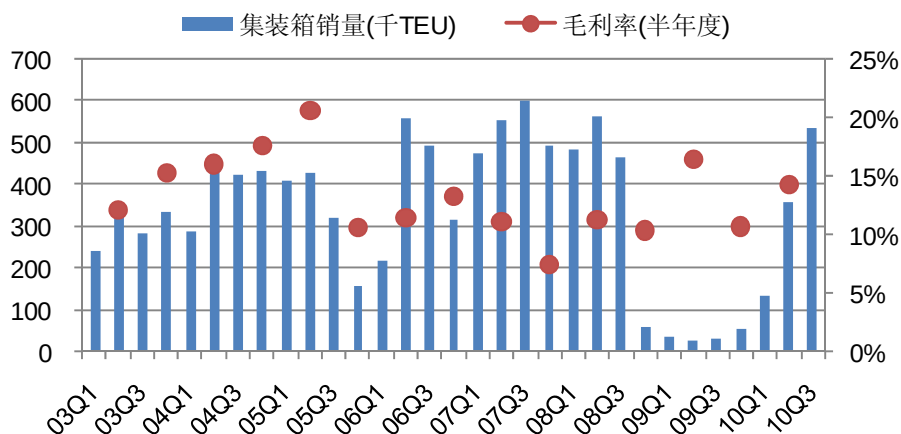
- 09 年 4 季度以来，全球集装箱行业触底反弹，而 10 年下半更是处于量价齐升的高度景气阶段。预计 10 年全行业干货集装箱需求超过 250 万 TEU，已恢复至 07-08 年高峰时期 60% 的水平。干货集装箱价格从年初的 1800 美元，提升至 10 年 3 季度最高的 2700 美元，4 季度经过小幅回落调整后再度上升，目前已达到 2900 美元的历史新高水平。
- 对集装箱制造企业，按季度统计的销量（07-08 年）和利润率（05 年上半年）分别处于历史上的高位；目前箱价对应的毛利率达到 25% 左右。需求快速回暖、成本上涨有限、行业产能恢复有序是行业高度景气的原因。而随着供需关系的演变，行业势必回落到景气程度（毛利率 18~20%）。
- 目前外部资本进入行业的门槛较以往有较大提高，因此产能恢复主要通过行业内部企业完成。由于全球三大集装箱制造商（中集、胜狮、新华昌）对于集装箱需求的判断趋于一致（11 年增长 30~40%，12 年两位数增长），如果全球经济呈现持续复苏的态势，集装箱制造的景气程度有望贯穿 11 年全年。

图表1：集装箱价格与平均钢材成本



来源：国金证券研究所

图表2：公司集装箱各季度销量及毛利率

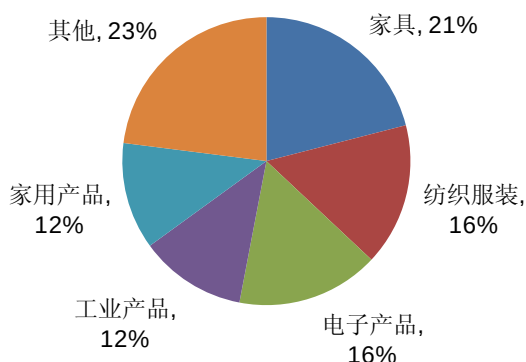


来源：公司公告，国金证券研究所

全球经济持续复苏推动集装箱需求

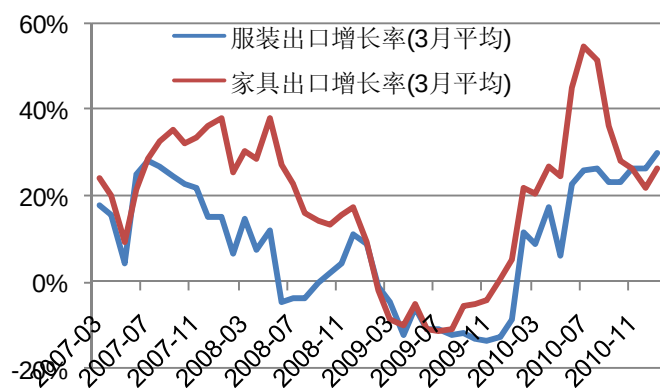
- 首先看集装箱的需求端：一是全球经济 11 年仍将继续复苏之路，尤其是美国消费和房地产市场的启动成为积极因素；二是航速降低，集装箱船周转速度下降；三是航运市场仍将保持较高的运力投放，同时旧箱淘汰在经历 08-10 年的低谷后将回升显著。
- 集运贸易与全球经济息息相关。根据 IMF 最新的预测，11 年全球产出将增长 4.5%，相对 10 年 10 月上调了 0.25 个百分点。Clarkson 和 Drewry 预计 11 年集装箱贸易量增速分别达到 9.5% 和 7.4%，仍处于较高水平。
- 从集运货物构成看，所占比重最大的为家用消费品（家具 21%、家用产品 12%）和日常消费品（纺织服装 16%、电子产品 16%），因此欧美的房地产、消费是集运贸易的主要驱动力。
- 美国房地产市场的启动成为积极因素。购买力提升带来的需求上行将是促将存屋消化、新屋销售回升的重要因素。国金宏观研究小组认为，美国房地产销售在 11 年上半年或有明显改善，从而带动房价企稳、销量回升。

图表3：集装箱运输货物构成

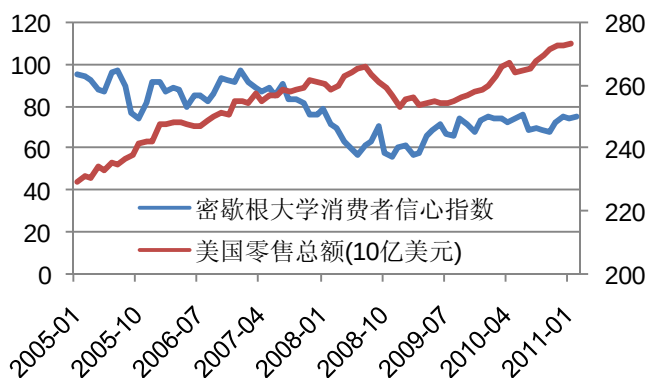


来源：Journal of Commerce，海关总署，国金证券研究所

图表4：中国家具和服装出口增长率

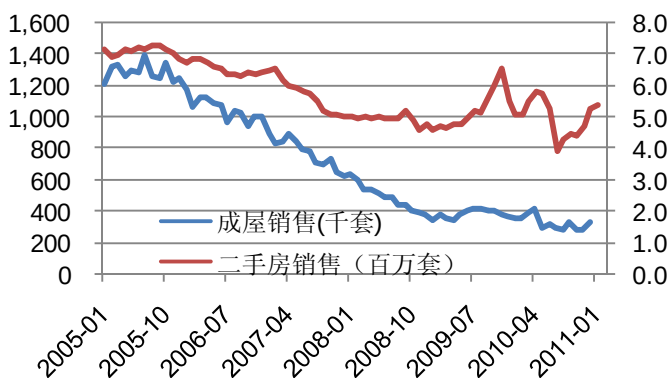


图表5：美国消费者信心指数和零售总额



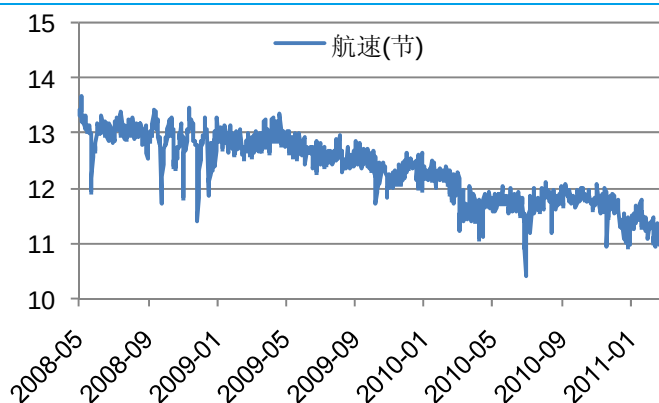
来源：CEIC，国金证券研究所

图表6：美国房屋销售规模基本见底



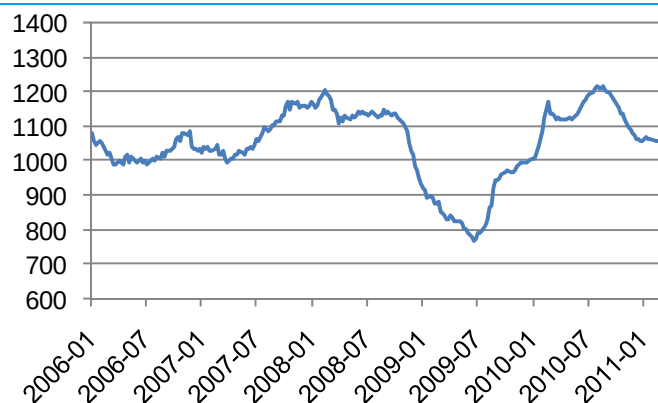
- 集装箱船减速行驶，使集装箱的周转速度下降。为了吸纳过剩运力投放、节约燃油成本，目前班轮公司已经普遍采用减速行驶的方法。根据 Bloomberg 的统计，平均航速已经从 08 年的 13 节降至 11.6 节，幅度达到 10% 左右。根据 Alphaliner 的统计，远东-欧洲、远东-地中海使用经济航速行驶航线的比例已经超过 80%，而随着燃油价格的上涨，比例较低的美东（75%）和美西（50%）还有进一步提升的空间。

图表7: 班轮公司平均航速持续下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 中国出口集装箱综合运价指数



- 航运市场仍将保持较高的运力投放, 同时旧箱淘汰率也将触底回升。根据 Clarkson 的统计, 目前集装箱船订单预计在 11-12 年交付的运力分别达到 151 万和 141 万标箱, 按 1:2 的配箱比例计算, 每年所需集装箱就达到 300 多万标箱(当然, 旧船退役也将腾出部分集装箱)。按集装箱 10~12 年的使用寿命计算, 98-00 年前后的旧箱陆续进入淘汰期, 带来每年 120~150 万箱的更新需求。
- 基本上述分析, 在全球经济复苏持续、集运减速行驶的前提下, 我们预计 2011-12 年全球集装箱需求量分别达到 350 万标箱和 390 万标箱, 同比分别增长 36%和 12%。值得注意的是, 尽管经历销量的大幅增长, 集装箱保有量相对于集运运力的比例, 仍将在未来两年处于低位, 甚至达到 2:1 以下, 这意味着集装箱的长期需求有着坚实的基础。

图表9: 全球集装箱需求模型

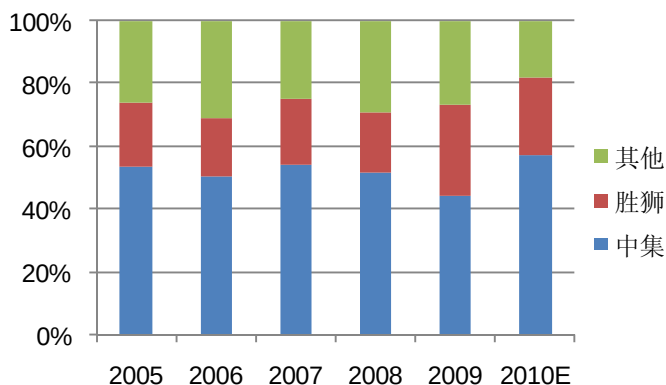
年份	GDP增速	集装箱吞吐量(m TEU)	集装箱吞吐量增速	集装箱船运力(m TEU)	集运运力增速	集装箱保有量(m TEU)	新增需求(m TEU)	更新需求(m TEU)	合计需求(m TEU)	集装箱吞吐量增速/GDP增速	集装箱周转率	集装箱保有量/集运运力	集装箱更新率
1997	4.0%	176	11.4%	3.78	15.0%	11.52	0.94	0.47	1.41	2.8	15.3	3.1	4.4%
1998	2.6%	191	8.2%	4.22	11.7%	12.46	0.96	0.52	1.48	3.2	15.3	3.0	4.5%
1999	3.6%	211	10.4%	4.42	4.9%	13.48	1.03	0.52	1.54	2.9	15.6	3.0	4.1%
2000	4.8%	237	12.3%	4.86	9.8%	14.88	1.40	0.54	1.93	2.6	15.9	3.1	4.0%
2001	2.3%	249	5.1%	5.44	12.0%	15.48	0.61	0.68	1.28	2.2	16.1	2.8	4.5%
2002	2.9%	279	12.2%	6.01	10.5%	16.41	0.93	0.75	1.68	4.2	17.0	2.7	4.8%
2003	3.6%	316	13.0%	6.55	8.9%	17.93	1.52	0.80	2.32	3.6	17.6	2.7	4.9%
2004	4.9%	363	14.9%	7.18	9.7%	19.80	1.87	1.10	2.98	3.0	18.3	2.8	6.2%
2005	4.5%	399	10.0%	8.12	13.1%	21.09	1.29	1.13	2.42	2.2	18.9	2.6	5.7%
2006	5.1%	443	10.9%	9.47	16.5%	23.05	1.96	1.14	3.10	2.1	19.2	2.4	5.4%
2007	5.2%	498	12.4%	10.76	13.7%	25.80	2.75	1.15	3.90	2.4	19.3	2.4	5.0%
2008	3.0%	525	5.4%	12.15	12.8%	28.00	2.20	0.80	3.00	1.8	18.7	2.3	3.1%
2009	-0.6%	475	-9.5%	12.94	6.5%	27.60	-0.40	0.85	0.45	15.8	17.2	2.1	3.0%
2010E	5.0%	532	12.0%	14.17	9.5%	29.62	2.02	0.55	2.57	2.40	18.0	2.09	2.0%
2011E	4.4%	576	8.4%	15.79	11.4%	31.75	2.12	1.36	3.49	1.90	18.2	2.01	4.6%
2012E	4.5%	625	8.6%	17.12	8.4%	33.90	2.15	1.75	3.90	1.90	18.5	1.98	5.5%

来源: 国金证券研究所 (加黑的部分为主要假设)

行业产能恢复有序

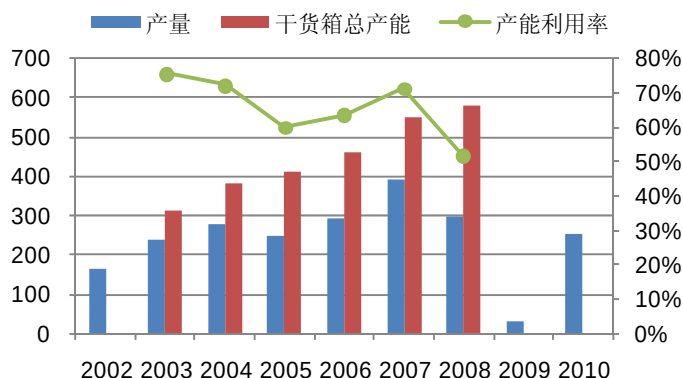
- 在行业普遍看好今明两年集装箱需求增长的背景下，行业利润水平主要取决于产能的恢复程度。目前行业的集中度已经相对较高，如果主导企业产能恢复有序，外部资本进入稀少，行业的景气程度有望保持较长时间。
- 供需关系是核心。集装箱作为相对标准化的金属加工制造业，供需关系决定着产品定价能力在制造业和客户之间的转移。由于需求的季节性，一般产能与产量的匹配关系在 1.3 比 1 左右。03-04 年，集装箱的产能利用率较高，造就了节节攀升的利润率，05 年上半年中集的集装箱业务毛利率达到 20.6% 的高点。
- 行业产能恢复有序。02 年以来，全球集运贸易呈持续增长的态势，国内集装箱产能扩充较快，07 年底总产能达到了 580 万标箱。而 09 年集装箱需求跌下深谷，行业通过裁员实现了有效产能的大幅削减。而 10 年下半年需求回暖后，不断走高的箱价实际反映了产能偏紧的状况。而主要制造商（中集、胜狮等）对于未来两年需求的判断相对一致，产能恢复比较有序，因此如果需求不低于预期，行业的景气将维持较长时间。
- 由于多方面的原因，目前外部资本进入集装箱行业的意愿较弱。（1）目前市场普遍判断明年集装箱需求增长 10% 左右，相对于 02-07 年对于行业需求长期高增长的乐观预期有较大差距；（2）行业主导企业是处于“产能恢复”的过程，而非简单扩充产能；相对新进入者，原有企业的响应快、成本低；（3）集装箱制造并非政府所鼓励发展的行业，在用地、审批等方面缺少优惠，招收大量熟练工人也非易事。

图表10：全球集装箱制造的市场份额



来源：公司资料，中国集装箱工业协会，国金证券研究所

图表11：全球集装箱产能（万TEU）与产能利用率

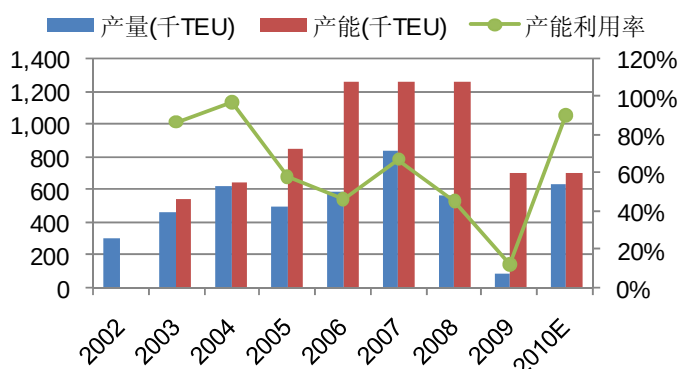


- 值得注意的是，劳动力的紧缺在集装箱制造业目前的繁荣气象中扮演着非常重要的角色。这主要是因为劳动力是决定企业产能的首要因素，对于企业而言，与其花费超常代价多招收工人扩大产能、增加收入，不如顺势而为，借劳力紧张来维护行业景气、获取超额利润。
- 劳动力是产能的弹性所在。决定集装箱产能的因素包括场地、原材料、生产技术、劳动力等，其中只有劳动力在 09 年的行业低谷时被大幅削减。以胜狮货柜为例，全时雇员从 07 年底的 12,361 人下降为 09 年底的 5,717 人，相应的，产能也从 125 万标箱下降为 70 万标箱。在现有的技术水平下，人均年产量的极限在 100 标箱左右，而考虑到人员流动频繁，胜狮货柜 10 年下半年人均 80 标箱（年化计算）的产量已经是相当高效。
- 集装箱制造对工人的吸引力有限。以集装箱制造需求量最大的焊工、油漆工等工种为例，目前企业对其招聘的工资在 4000 元/月左右，表面上这个数值不低，但按每月需工作 25 天，每天 12 小时计算，平均工资仅有 13 元/小时，比东部沿海城市 10 元/小时左右的最低工资标准只略高一点。考虑工作环境、劳动强度、行业的强周期性（新招聘

员工大部分是通过劳务派遣方式签约，09 年行业曾经大幅裁员），集装箱制造业相对于其他机械企业，在吸引劳工方面优势不明显。

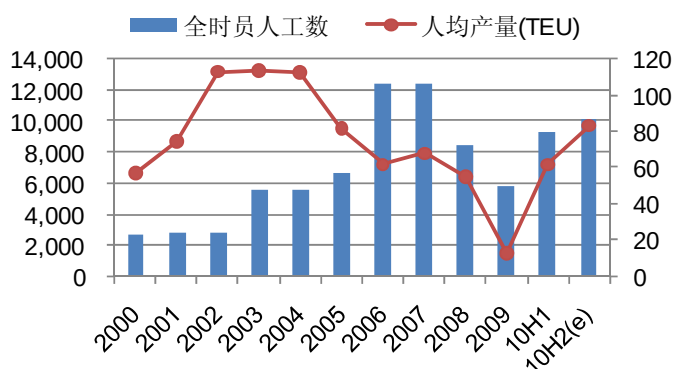
- 企业调整策略代价大。钢材、木材、油漆的价格由更宏观的经济环境决定，而集装箱企业可影响的变量就是人工成本（综合在 100 美元/标箱），以及建立在这个基础上的产能、产品价格。激进地去调整人工价格或许是得不偿失的，比如调高工资 20%，毛利率相应下降 1 个百分点，在税前利润率只有 10 个百分点的时候，需要产能扩大 10% 才能获得同样的利润。除非看到外部资本进入明显，否则企业对于目前的行业景气情况是乐享其成，没有必要调整策略。
- 目前，两家企业仅有胜狮货柜在江苏省南通市的一个新项目，准备建立可移动压力容器、集装箱的制造基地，现在正处于项目前期的水上围堰阶段。因此，我们判断今年集装箱行业产能的恢复以中集、胜狮等企业根据订单形势，在现有的生产基地改造生产线、逐渐招聘更多的工人作为主要方式。

图表12：胜狮货柜的集装箱产量和产能利用率



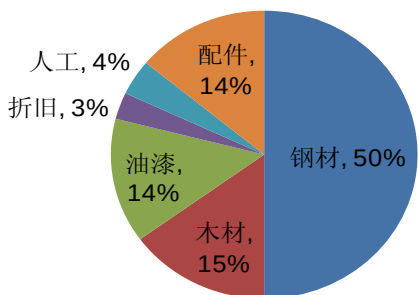
来源：胜狮货柜，国金证券研究所

图表13：胜狮货柜的全时员工人数及人均产量



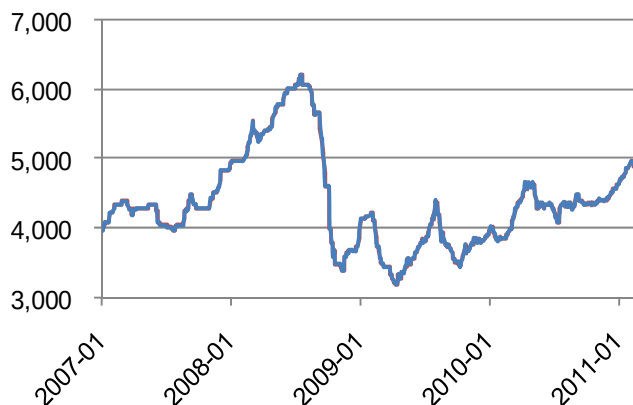
- 集装箱的制造成本主要是钢材（50%）、木材（15%）、油漆（14%）以及人工等。受经济复苏和流动性支持，钢矿石、木材、原油、有色金属等大宗商品将继续走强。但集装箱均采取订单制生产，从订单到交货仅有 1~2 个月时间，因此订单的利润率预见性较高。
- 我们认为，只要大宗商品不出现急速飙升的情况，集装箱的利润率主要还是取决于行业的供需关系。而在行业产能有序恢复的背景下，集装箱制造商有能力将增加的成本计入产品的报价中。这方面可参考的因素就是人民币升值的影响，目前集装箱企业基本上都在报价时将升值幅度计算在内，这也意味着可预期的成本变化得到有效转嫁。

图表14：集装箱制造的成本构成



来源：WIND，国金证券研究所

图表15：上海 3mm 热轧板价格走势（元/吨）



中集是行业景气的维系者和受益者

- 公司目前干货集装箱的单季最大产能为 50 万标箱左右（按排产较满，由熟练的工人轮流两班作业计算），已接近 07 年的顶峰水平。预计公司上半年将有步骤地通过生产线改造、招聘工人等方式增加一部分产能，比如 2 季度可能增加 15% 左右的产能。按 215 万标箱左右的总产能计算，并考虑淡旺季的差别，公司实现 180 万标箱左右的销售（相对 10 年 130 万标箱增长 38%），其产能安排处于比较适中的状态，并不会打破行业目前的供需和竞争格局。
- 如果行业需求好于预期，公司也有足够的条件做出调整以满足。与竞争对手相比，公司目前生产线的布点较多，可预留的发展空间较大，业务结构的多元化也使公司具备更大的调节余地。11 年全行业总的供需可能是大体平衡的，但在时间、地点上可能并不一定匹配，公司完全有能力在旺季等条件下获取超额的收益。

图表16：中集集团业务的全球布局



来源：公司资料，国金证券研究所

- 集装箱业务作为公司业绩弹性最大的部分，我们也对其利润率相对于钢材、箱价进行敏感性分析。我们的主要假设是：11 年相对于 10 年，木材成本上涨 10%、油漆上涨 15%，人工上涨 22%，折旧下降 12%，其他成本上升 5%。以目前的箱价水平（\$3000/TEU），其毛利率应在 20% 以上，而我们对全年的谨慎预测为平均箱价 2,900 美元，平均钢材成本 800 美元，毛利率在 19.7% 左右。
- 根据需求形势，我们估计公司的集装箱业务已排产至 5 月份左右，因此上半年集装箱业务的收入和利润率能见度较高。考虑到下半年是集装箱需求的传统旺季（今年有一部分已经提前），下半年行业景气仍然存在超预期的可能性。

图表17：集装箱毛利率对于钢材、箱价的敏感性分析

		箱价(美元/TEU)							
		2500	2600	2700	2800	2900	3000	3100	3200
钢 价 (美 元 / T o n)	700	12.6%	16.0%	19.1%	22.0%	24.7%	27.2%	29.5%	31.7%
	720	11.5%	14.9%	18.0%	20.9%	23.7%	26.2%	28.6%	30.8%
	740	10.3%	13.8%	17.0%	19.9%	22.7%	25.3%	27.7%	29.9%
	760	9.2%	12.7%	15.9%	18.9%	21.7%	24.3%	26.7%	29.0%
	780	8.0%	11.6%	14.8%	17.9%	20.7%	23.3%	25.8%	28.1%
	800	6.9%	10.5%	13.8%	16.9%	19.7%	22.4%	24.9%	27.2%
	820	5.7%	9.4%	12.7%	15.8%	18.7%	21.4%	24.0%	26.4%
	840	4.6%	8.3%	11.7%	14.8%	17.7%	20.5%	23.1%	25.5%
	860	3.4%	7.2%	10.6%	13.8%	16.8%	19.5%	22.1%	24.6%

来源：国金证券研究所（绿色是现在所处的区域）

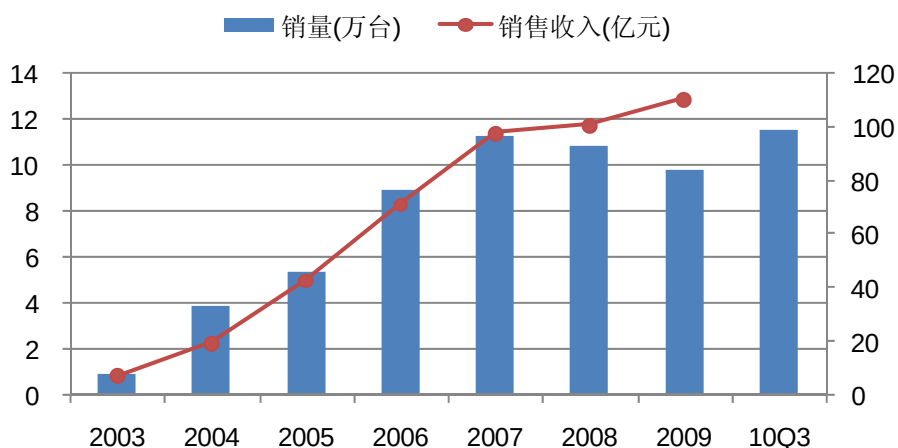
行业景气变化判断的依据

- 随着供需关系的演化，行业也势必从目前的高景气阶段（毛利率>20%）回落至景气阶段（18~20%）。集装箱制造作为高弹性的行业，要准确判断其行业景气回落的时间、幅度等并不容易。箱价自然是一个比较好的指标，但也会受到淡、旺季，原材料价格等多种因素扰动。我们认为，对行业景气改变最根本的因素还是看需求与预期的符合程度、企业是否有非理性的产能扩充。这也是行业景气的上行或下行风险的主要来源。

道路运输车辆：重卡开始推向市场

- 公司目前是国内最大的道路运输车辆的生产商，在国内相关车型的市场份额接近 20%。其产品主要包括两大类：（1）工程机械类车辆，如混凝土搅拌车、泵车等，占销售收入的 40~50%；（2）运输物流类车辆，如集装箱骨架车、平板车、罐式车辆等，占销售收入 30~40%。

图表18：道路车辆销量和销售收入

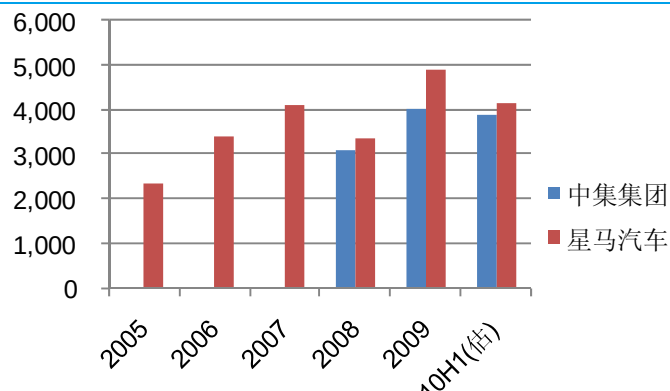


来源：公司公告，国金证券研究所

- 受益于国内基建、房地产投资的持续高景气，10 年国内工程机械大部分类别的产品实现了 50%以上的增长；而随着航运市场回暖、港口集装箱吞吐量回升，10 年下半年物流类半挂车订单开始回升。10 年前 3 季度，公司车辆累计销量为 11.45 万台，同比增长达到 64.3%。

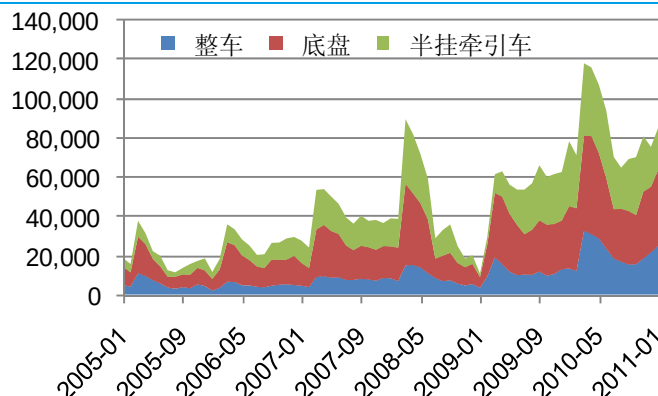
- 公司的道路运输车辆业务的产品种类繁多，但其共享的研发、制造，特别是销售和服务网络，能够实现成本降低和吸纳客户，从而不断扩张市场份额。以混凝土搅拌车为例，尽管这项业务的应用领域与公司原有业务联系并不那么紧密，但依托上述优势，公司追赶很快，10 年销量应已与星马汽车基本持平，成为公司又一项具有龙头地位的产品。

图表19：中集和星马的混凝土搅拌车销量（台）



来源：公司公告，中国汽协，国金证券研究所

图表20：国内重型卡车销量构成（辆）



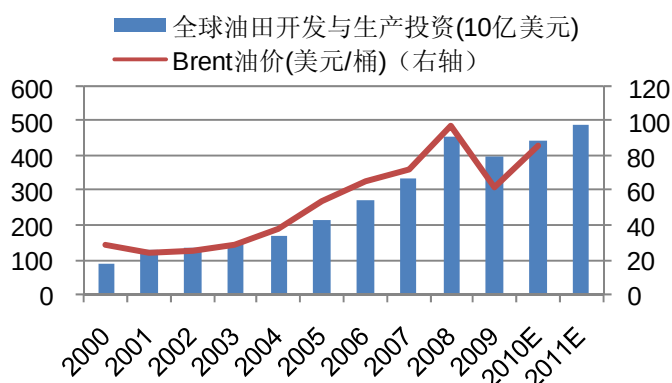
- 09 年初，基于对未来国内中高端重型卡车的需求前景判断，公司联合奇瑞、玉柴，设立集瑞联合卡车公司（公司与奇瑞各持股 45%）和玉柴联合动力公司，共同进入重卡制造行业。
- 联合卡车充分利用奇瑞（乘用车研发）、中集（物流装备和专用车制造）和玉柴（柴油发动机制造）三方各自的优势资源，同时与法士特集团（变速箱行业龙头）和富士重工（国内最大的车桥供应商）建立战略合作关系，共同打造一条完整的重卡产业链。
- 09 年 5 月，联合卡车一期项目在安徽芜湖开工建设。10 年一期工程完工，已具备年产 3 万辆重卡的能力。10 年 10 月 25 日，第一辆全工序车 U340 正式下线；11 月 15 日起，联合卡车开始接受市场预订。预计 11 年将会有 21 款、600 多种产品推向市场，价格在 18~80 万元之间，计划销量达到 1.0~1.2 万台，并实现盈亏平衡。
- 由于市场需求旺盛，预计 10 年公司道路运输车辆的销售收入大增，整体盈利能力将显著提升。未来 2-3 年，道路运输车辆业务（不含重卡）销售有望继续保持 20~30% 的增长，收入达到 200 亿元。而重卡业务（目前不并表）也制定了 2012~2013 年实现销售收入 150~200 亿元的目标。

海洋工程业务：在国内率先交付深海半潜钻井平台

高油价驱动海洋石油开发投资

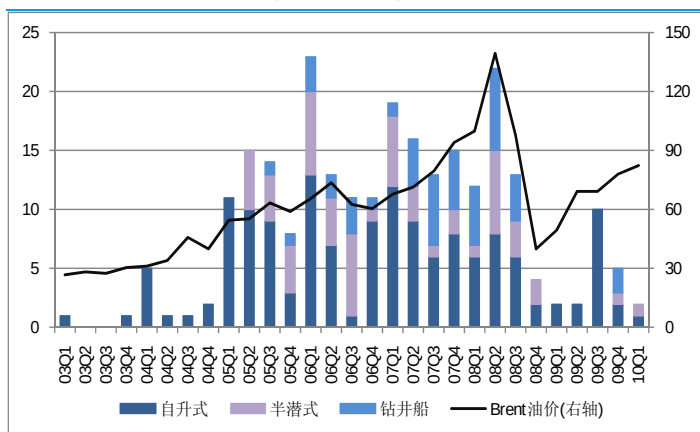
- 油价是影响石油开发投资的核心指标。在目前全球流动性泛滥、中国等新兴国家原油消费提升的背景下，油价也相应走强。由于陆上可发掘石油资源的逐步衰竭，新增的勘探和开采主要指向海洋，因此油价与海洋钻井平台订单具有很高的相关性。10 年 12 月底，Barclays 预测 11 年全球油气 E&P（勘探开采）投资将达到创记录的 4,900 亿美元。
- 由工信部负责制定的“十二五”海洋工程装备发展规划已草拟完成，可能于 11 年 1 季度公布。为实现规划产量目标，在中国的近海大陆和大陆坡，将会再建设 5000 万吨的生产能力，同时将会有 2~3 个深水油气田要建成投产，总投资将超过 2500~3000 亿元。

图表21：全球油气开发投资与油价密切相关



来源：OSA，国金证券研究所

图表22：钻井平台订单与油价高度相关



海工装备制造向中国转移是大势所趋

- 海洋工程装备市场庞大。海洋工程装备主要包括浮动钻井平台、浮式生产设施、海洋工程辅助船等，其一般占海洋油气开发投资的 20~25%。按 11~15 年全球海洋油气开发年均投资 3,500 亿美元计算，则海洋工程装备市场的年均容量在 800 亿美元左右。
- 海洋工程装备行业地位突出。随着海洋工程行业将纳入国家十二五战略性新兴产业规划中，其重要性日益突出，相信国家将会随之出台一系列配套政策，支持海工行业快速发展。
- 我们认为，海洋工程装备在需求增长、政府支持的两重推动下，加上国内在造船等相关产业的积累，也将走出一条不断追赶韩国、新加坡等行业领先者的道路。海洋工程制造与造船在设计、制造环节有一定的相通性，伴随着造船中心向中国转移，海洋工程平台制造向中国转移是大势所趋。与造船类似，历史上海洋工程平台的制造中心也经历过由欧美→日本→新加坡→韩国的转移路径。

图表23：海洋石油钻井平台分类和图示



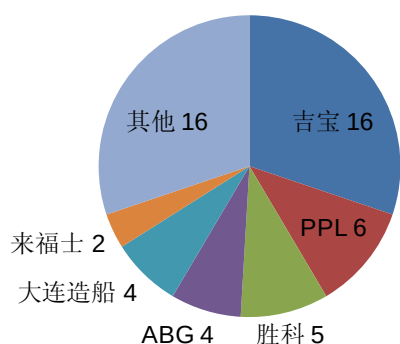
来源：国金证券研究所

来福士：交付国内建造的第一座深水钻井平台

- 海洋工程装备具有很高的资金壁垒、技术含量，而国内发展海洋工程行业的主要制约因素包括船业的自主设计能力不足，企业缺乏明确规划，与产业化、规范化的差距较大。而中集旗下的烟台来福士是我们最为看好的海洋工程船厂，其主要理由如下：

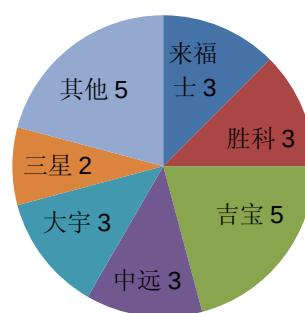
- 中集集团对于海工业务的全力支持。中集集团把海工业务定位于新的核心业务板块，并明确以半潜式平台、自升式平台及海洋特种工程船三条主产品线的定位，建设由烟台、海阳、龙口及海洋工程研究院组成的“一个中心、三个基地”的战略布局。
- 来福士的行业积累深厚。来福士的创始人来自新加坡，行业经验丰富，在 16 年的历程中，始终坚定不移地往海工方面发展（即使是在普通造船业最景气的时候）。来福士拥有优良的深水码头，拥有世界上最大的两万吨“泰山”大吊，能够实现模块化生产、整体吊装合拢。
- 在手订单、交付经验、生产能力处于领先地位。2010 年 10 月 26 日，来福士成功交付了国内首座深水半潜式钻井平台 COSL-Pioneer，并得到了业主中海油服和承租商挪威 Statoil 公司的好评；11 月 12 日，向巴西 Schahin 石油天然气公司交付了深水半潜式钻井平台 SS Pantanal。目前，公司尚有在建的深水半潜钻井平台 3 艘（COSL-Innovator, COSL-Promoter, Schahin-Amazonia），按计划其中两艘将在 11 年完成交付。
- 短期挫折不改良好发展前景。2010 年，中集海工业务取得突破性进展，但也遇到了一些挫折。预计 10 年公司海工业务的整体收入在 30 亿元左右，由于项目赔款等原因将出现亏损。
- 由于交船延期的原因，公司承建的意大利 Saipem 公司的 Scarabeo-9 半潜式钻井平台在接近完工阶段，转厂到新加坡 Keppel 公司完成最后阶段的建造和测试。根据媒体报道，公司为此支付 0.7~1 亿美元。
- 我们认为，这并没有改变公司海工业务的前进势头和发展前景。延期交付的原因为公司首次承接该类产品，而 10 年成功交付两艘半潜式钻井平台（另外两艘也已经接近完工）已经证明了公司具备相应的制造水平。而风险因素释放、完成经验积累后，公司完全可以做得更快更好，而客户对公司的交付能力也增加了信心。
- 10 年来福士新增意向订单金额达到约 10 亿美元，主要是自升式平台及海工特种船。目前，半潜式平台的在手订单陆续交付，产能得到释放和提升，我们认为公司今年有望承接新的半潜式平台订单。

图表24：全球建造的 53 艘自升式钻井平台分布



来源：ODS，国金证券研究所（注：部分在建的自升平台尚未有买家）

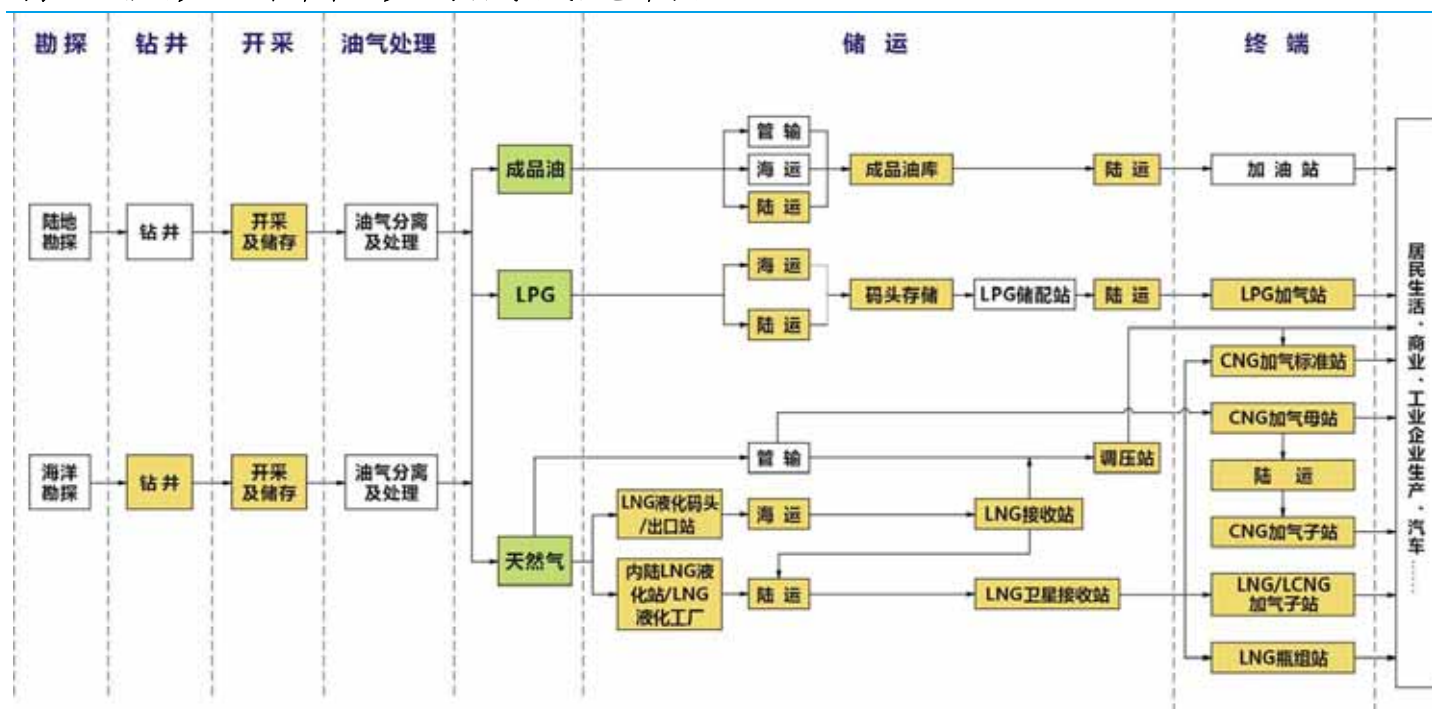
图表25：全球建造中的 24 艘半潜式钻井平台分布



能源化工设备业务：一体化的产业链

- 公司的能源化工设备业务以子公司安瑞科（3899.HK）为平台，主要包括能源装备、化工装备、液态食品装备及储运解决方案三项业务，它们的下游各不相同，其景气程度也差异较大。

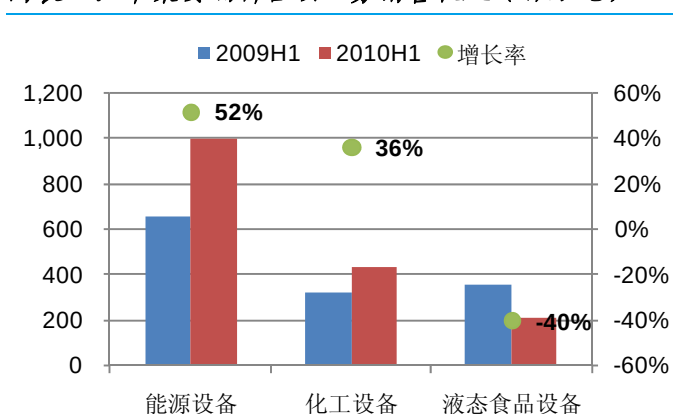
图表26：能源产业链和中集已涉足的领域（浅橙色部分）



来源：公司资料，国金证券研究所

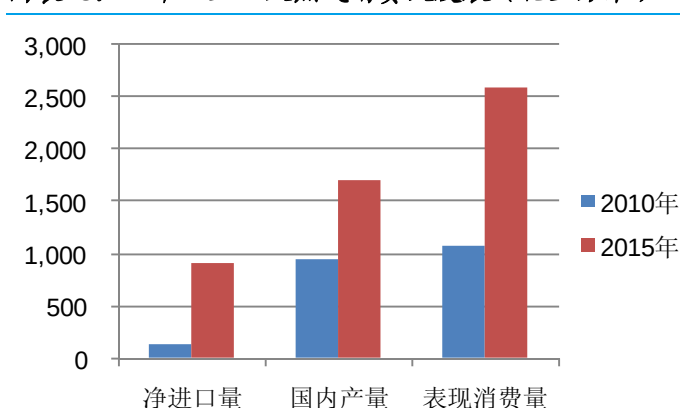
- 公司的能源装备具有一体化的产业链优势，产品包括上游的大型 LNG 接收站储罐工程总包、中游的 LNG 储运/处理等低温装备、下游的压缩机/压力容器/车辆/加气站等。能源装备业务将明显受益于国内天然气的发展：
- “十二五”期间，国内天然气表现消费量将从 10 年的 1,072 亿立方米增长至 15 年的 2,600 亿立方米，年复合增长率接近 20%。其中，净进口量将从 122 亿立方米增加至 900 亿立方米。
- 单以 LNG 接收站储罐为例，按年接受能力 1,000 亿立方米计算，未来 5 年国内需建成的储罐达到 60 多个，按 3~4 亿元的单价计算，其市场容量就达到 200 多亿元。以公司中标的浙江 LNG 储罐项目为例，3 个储罐的合同总造价达到 13 亿元左右；公司承接的葡萄牙 LNG 接收站二期项目储罐合同，金额达到约 1 亿欧元。

图表27：中集安瑞科各项业务销售收入（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表28：“十二五”天然气消费大发展（亿立方米）



- 公司的化工装备业务主要包括多式联运集装箱和大连重化基地，其中后者的产品范围包括煤气化炉、乙烯裂解炉、大型合成氨、炼油加氢、加氢裂化、甲醇关键设备、海水淡化蒸发器等。大连重化基地目前的规模相对其

产品的市场容量还比较小，未来公司可能通过收购或其他方式进一步扩展该方面的业务。

- 液态食品设备主要包括静态的储罐和运输的罐车，主要生产基地位于欧洲和南通（新建）。中集安瑞科旗下 Holvrieka 是不锈钢静态储罐的行业领导者，业务遍布荷兰、比利时和丹麦。受到 10 年欧洲经济低迷影响，液态食品设备业务收入和利润均有所下降。今年，随着以消费为核心的欧美经济复苏，液态食品设备的市场需求也将触底回升。

盈利预测、估值和定价

- 基本上述分析，我们对公司各项业务 11 年的整体判断如下：（1）集装箱业务的销量增长 32~36%，平均价格上涨 10~12%，下半年回落至景气阶段，但仍保持较高的毛利率；（2）根据国内固定资产投资稳定增长，外贸物流需求回升的态势，车辆业务将继续保持平稳增长，增速在 25%左右，并且利润率有所回升；（3）由于欧美消费回暖，液态食品装备需求将有所回升，能源化工设备板块收入增速将比 10 年加快，可望达到 35~40%；（4）海洋工程业务 11 年将实现扭亏为盈，半潜钻井平台实现两艘以上的交付。
- 我们预测公司 10-12 年销售收入分别为 50,394 百万元、68,752 百万元和 82,996 百万元，净利润分别为 2,922 百万元、4,788 百万元和 5,878 百万元，对应的 EPS 分别为 1.098 元、1.798 元和 2.208 元。
- 公司的发展目标是成为物流、能源装备领域的世界级企业，2012-2013 年，收入达到 800-1000 亿元。目前，公司正在实施战略升级行动，重点把握天然气、海洋工程等具有战略意义领域的发展机会。基于公司优秀的管理团队，以及在过往发展中证明的赶超能力，我们认为上述目标实现的可能性很大。
- 我们按各项业务的利润贡献分别进行估值，考虑行业差异、增长潜力分别给予集装箱业务 14 倍、道路运输车辆 17 倍、能源化工设备 23 倍、海洋工程 50 倍、其他业务 18 倍的 2011 年 PE 估值，得到公司的合理估值为 31.64 元，相当于 2011 年综合的 17.6 倍 PE 估值，给予公司“买入”的投资建议。

图表29：各项业务的业绩贡献和估值

业务板块	10-12年的业绩贡献(EPS)			给予11年 PE倍数	估值(元)	2012-2013年发展目标
	2010	2011	2012			
集装箱	0.66	1.06	1.17	14	14.82	预计12年仍有两位数增长
道路运输车辆	0.32	0.45	0.56	17	7.58	收入200亿元；重卡150-200亿元
能源化工设备	0.11	0.18	0.24	23	4.14	12年业务规模达到100亿元左右
海洋工程	0.00	0.10	0.22	50	4.76	12年业务收入达到150亿元
其他业务	0.01	0.02	0.03	18	0.33	
全部合计	1.10	1.80	2.21		31.64	世界级企业，收入800-1000亿元

来源：国金证券研究所

风险提示

- 全球经济复苏进程不确定的风险。公司的集装箱业务、物流运输车辆、液态食品设备等与全球经济和贸易密切相关。当前，欧美经济还在处于温和的复苏过程中，如果这一进程不能持续，将对上述业务产生不利的影响。
- 原材料价格大幅波动的风险。集装箱制造的主要成本是钢材、木材、油漆（与原油、有色金属价格相关）等，如果上述原材料价格大幅波动，将对公司集装箱的利润水平产生不利影响。
- 外部资本大规模进入集装箱行业的风险。目前集装箱行业处于内部企业产能逐渐恢复的过程，因此相对有序，使行业利润率处于一个较高的水平。如果外部资本大规模进入集装箱行业，从而改变行业的供需格局预期，这将对集装箱制造的利润率产生不利影响。

图表30：分项业务预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
集装箱						
销售收入（百万元）	34,048.90	29,098.58	5,573.58	24,523.75	35,559.44	41,248.95
增长率（YOY）		-14.54%	-80.85%	340.00%	45.00%	16.00%
毛利率	9.31%	10.82%	14.55%	20.00%	19.70%	18.20%
销售成本（百万元）	30,878.89	25,948.72	4,762.46	19,619.00	28,554.23	33,741.64
增长率（YOY）		-15.97%	-81.65%	311.95%	45.54%	18.17%
毛利（百万元）	3,170.01	3,149.86	811.12	4,904.75	7,005.21	7,507.31
增长率（YOY）		-0.64%	-74.25%	504.69%	42.83%	7.17%
占总销售额比重	69.83%	61.48%	27.22%	48.66%	51.72%	49.70%
占主营业务利润比重	63.95%	57.76%	26.39%	60.14%	58.86%	52.84%
道路运输车辆						
销售收入（百万元）	9,724.05	10,050.45	11,012.55	18,170.71	22,531.68	27,038.01
增长率（YOY）		3.36%	9.57%	65.00%	24.00%	20.00%
毛利率	11.08%	10.99%	13.43%	12.90%	13.10%	13.30%
销售成本（百万元）	8,646.61	8,945.41	9,533.78	15,826.69	19,580.03	23,441.96
增长率（YOY）		3.46%	6.58%	66.01%	23.72%	19.72%
毛利（百万元）	1,077.44	1,105.04	1,478.77	2,344.02	2,951.65	3,596.06
增长率（YOY）		2.56%	33.82%	58.51%	25.92%	21.83%
占总销售额比重	19.94%	21.24%	53.78%	36.06%	32.77%	32.58%
占主营业务利润比重	21.73%	20.26%	48.11%	28.74%	24.80%	25.31%
能源化工设备						
销售收入（百万元）	4,536.30	7,770.87	3,600.24	4,320.29	5,962.00	7,750.60
增长率（YOY）		71.30%	-53.67%	20.00%	38.00%	30.00%
毛利率	15.12%	15.70%	17.32%	19.00%	20.00%	20.00%
销售成本（百万元）	3,850.58	6,550.91	2,976.77	3,499.43	4,769.60	6,200.48
增长率（YOY）		70.13%	-54.56%	17.56%	36.30%	30.00%
毛利（百万元）	685.72	1,219.96	623.47	820.85	1,192.40	1,550.12
增长率（YOY）		77.91%	-48.89%	31.66%	45.26%	30.00%
占总销售额比重	9.30%	16.42%	17.58%	8.57%	8.67%	9.34%
占主营业务利润比重	13.83%	22.37%	20.28%	10.06%	10.02%	10.91%
海洋工程						
销售收入（百万元）				3,000.00	4,200.00	6,300.00
增长率（YOY）					40.00%	50.00%
毛利率				0.00%	15.00%	22.00%
销售成本（百万元）				3,000.00	3,570.00	4,914.00
增长率（YOY）					19.00%	37.65%
毛利（百万元）				0.00	630.00	1,386.00
增长率（YOY）					#DIV/0!	120.00%
占总销售额比重				5.95%	6.11%	7.59%
占主营业务利润比重				0.00%	5.29%	9.76%
机场地面设备						
销售收入（百万元）	473.23	488.04	531.30	79.70	199.24	358.63
增长率（YOY）		3.13%	8.86%	-85.00%	150.00%	80.00%
毛利率	33.07%	32.04%	34.91%	33.00%	31.00%	30.00%
销售成本（百万元）	316.71	331.66	345.80	53.40	137.47	251.04
增长率（YOY）		4.72%	4.26%	-84.56%	157.46%	82.61%
毛利（百万元）	156.52	156.38	185.50	26.30	61.76	107.59
增长率（YOY）		-0.09%	18.62%	-85.82%	134.85%	74.19%
占总销售额比重	0.97%	1.03%	2.59%	0.16%	0.29%	0.43%
占主营业务利润比重	0.36%	0.37%	1.07%	0.06%	0.11%	0.16%
其他及内部抵消						
销售收入（百万元）	-21.65	-80.66	-242.16	300.00	300.00	300.00
增长率（YOY）		272.56%	200.22%	-223.89%	0.00%	0.00%
毛利率	611.73%	220.37%	10.37%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本（百万元）	110.79	97.09	-217.05	240.00	240.00	240.00
增长率（YOY）		-12.37%	-323.56%	-210.57%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	-132.44	-177.75	-25.11	60.00	60.00	60.00
增长率（YOY）		34.21%	-85.87%	-338.95%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	-0.04%	-0.17%	-1.18%	0.60%	0.44%	0.36%
占主营业务利润比重	-2.67%	-3.26%	-0.82%	0.74%	0.50%	0.42%
销售总收入（百万元）	48,760.83	47,327.28	20,475.51	50,394.44	68,752.35	82,996.19
销售总成本（百万元）	43,803.58	41,873.79	17,401.76	42,238.52	56,851.33	68,789.12
毛利（百万元）	4,957.25	5,453.49	3,073.75	8,155.93	11,901.02	14,207.07
平均毛利率	10.17%	11.52%	15.01%	16.18%	17.31%	17.12%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	48,761	47,327	20,476	50,394	68,752	82,996
增长率		-2.9%	-56.7%	146.1%	36.4%	20.7%
主营业务成本	-43,804	-41,874	-17,402	-42,239	-56,851	-68,789
%销售收入	89.8%	88.5%	85.0%	83.8%	82.7%	82.9%
毛利	4,957	5,453	3,074	8,156	11,901	14,207
%销售收入	10.2%	11.5%	15.0%	16.2%	17.3%	17.1%
营业税金及附加	-56	-28	-52	-50	-69	-83
%销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-1,153	-1,080	-728	-1,361	-1,856	-2,241
%销售收入	2.4%	2.3%	3.6%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-1,598	-1,661	-1,976	-2,444	-3,300	-3,984
%销售收入	3.3%	3.5%	9.7%	4.9%	4.8%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	2,151	2,684	318	4,301	6,676	7,899
%销售收入	4.4%	5.7%	1.6%	8.5%	9.7%	9.5%
财务费用	-372	-196	-131	-545	-491	-332
%销售收入	0.8%	0.4%	0.6%	1.1%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-63	-702	-396	-83	-55	-44
公允价值变动收益	275	-438	-39	100	100	100
投资收益	1,466	418	1,568	5	50	100
%税前利润	41.9%	21.7%	107.0%	0.1%	0.8%	1.3%
营业利润	3,457	1,767	1,320	3,778	6,280	7,724
营业利润率	7.1%	3.7%	6.4%	7.5%	9.1%	9.3%
营业外收支	43	160	145	250	150	150
税前利润	3,500	1,927	1,465	4,028	6,430	7,874
利润率	7.2%	4.1%	7.2%	8.0%	9.4%	9.5%
所得税	-175	-242	-385	-765	-1,222	-1,496
所得税率	5.0%	12.5%	26.3%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	3,326	1,685	1,081	3,262	5,208	6,378
少数股东损益	160	278	122	340	420	500
归属于母公司的净利润	3,165	1,407	959	2,922	4,788	5,878
净利率	6.5%	3.0%	4.7%	5.8%	7.0%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	3,326	1,685	1,081	3,262	5,208	6,378
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	639	1,399	1,242	1,096	1,271	1,381
非经营收益	-1,592	469	-1,499	126	316	134
营运资金变动	-3,543	-78	157	-128	-1,834	-1,386
经营活动现金净流	-1,170	3,475	981	4,355	4,961	6,506
资本开支	-1,847	-2,256	-1,314	-4,416	-2,059	-1,260
投资	-1,062	-499	1,200	-1	0	0
其他	-89	227	116	105	150	200
投资活动现金净流	-2,998	-2,527	3	-4,312	-1,909	-1,060
股权募资	407	17	11	0	0	0
债权募资	6,293	1,055	1,172	-954	-1,090	-2,908
其他	-1,550	-2,105	-581	1,141	-962	-830
筹资活动现金净流	5,150	-1,033	602	187	-2,052	-3,738
现金净流量	982	-85	1,586	231	1,000	1,708

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,054	3,101	5,269	5,500	6,500	8,208
应收款项	10,805	5,931	6,677	11,025	15,041	18,157
存货	7,715	7,833	6,754	9,230	12,398	14,987
其他流动资产	2,792	1,952	1,836	1,783	2,368	2,845
流动资产	24,367	18,818	20,535	27,538	36,307	44,197
%总资产	60.3%	54.5%	55.0%	57.8%	63.2%	67.6%
长期投资	5,314	3,448	4,174	4,175	4,174	4,174
固定资产	7,035	8,097	8,268	10,779	11,968	12,221
%总资产	17.4%	23.4%	22.1%	22.6%	20.8%	18.7%
无形资产	3,374	3,835	4,015	5,155	4,959	4,779
非流动资产	16,025	15,739	16,823	20,111	21,104	21,177
%总资产	39.7%	45.5%	45.0%	42.2%	36.8%	32.4%
资产总计	40,392	34,558	37,358	47,649	57,410	65,373
短期借款	4,065	2,477	4,613	3,999	2,909	0
应付款项	11,431	7,676	8,436	15,775	21,289	25,747
其他流动负债	1,640	2,246	2,149	1,695	2,171	2,552
流动负债	17,135	12,399	15,197	21,469	26,368	28,299
长期贷款	4,462	6,548	5,609	5,609	5,609	5,610
其他长期负债	1,252	676	726	0	0	0
负债	22,850	19,623	21,532	27,077	31,977	33,908
普通股股东权益	15,914	13,429	14,198	18,603	23,045	28,577
少数股东权益	1,629	1,506	1,628	1,968	2,388	2,888
负债股东权益合计	40,392	34,558	37,358	47,649	57,410	65,373

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.189	0.528	0.360	1.098	1.798	2.208
每股净资产	5.977	5.044	5.333	6.987	8.656	10.734
每股经营现金净流	-0.408	1.264	0.364	1.636	1.863	2.444
每股股利	0.380	0.430	0.500	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	19.89%	10.48%	6.75%	15.71%	20.78%	20.57%
总资产收益率	7.84%	4.07%	2.57%	6.13%	8.34%	8.99%
投入资本收益率	7.48%	9.55%	0.88%	11.54%	15.93%	17.26%
增长率						
主营业务收入增长率	47.01%	-2.94%	-56.74%	146.12%	36.43%	20.72%
EBIT增长率	-23.85%	24.81%	-88.14%	#####	55.23%	18.33%
净利润增长率	14.20%	-55.55%	-31.84%	204.74%	63.85%	22.75%
总资产增长率	76.20%	-14.44%	8.10%	27.55%	20.49%	13.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.7	50.5	71.8	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	51.8	67.8	153.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	45.1	49.6	92.9	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	47.5	55.2	137.2	73.2	58.9	49.0
偿债能力						
净负债/股东权益	25.93%	37.08%	30.71%	19.52%	7.57%	-8.55%
EBIT利息保障倍数	5.8	13.7	2.4	7.9	13.6	23.8
资产负债率	56.57%	56.78%	57.64%	56.83%	55.70%	51.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	5	7	19
买入	0	0	0	0	4
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.16

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室