

中集集团 (000039)

推荐 (维持)

集装箱行业景气持续，发展海工决心坚定

市场数据

报告日期	2011-4-17
收盘价(元)	25.12
总股本(百万股)	2662.40
流通股本(百万股)	2661.78
总市值(百万元)	66879.39
流通市值(百万元)	66863.81
净资产(百万元)	16223.06
总资产(百万元)	54130.65
每股净资产	6.09

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	51768	70704	84165	98117
同比增长(%)	152.8%	36.6%	19.0%	16.6%
净利润(百万元)	3002	4542	5585	6662
同比增长(%)	213.0%	51.3%	23.0%	19.3%
毛利率(%)	15.8%	17.3%	16.9%	16.7%
净利率(%)	5.8%	6.4%	6.6%	6.8%
净资产收益率(%)	18.5%	23.1%	22.3%	21.1%
每股收益(元)	1.13	1.71	2.10	2.50
每股经营现金流(元)	0.56	2.03	1.69	3.08

相关报告

《中集集团(000039)2010年报点评：业绩符合预期，多元化稳健增长》2011-3-23

《中集集团(000039)：多元化发展的“中国制造”典型》2010-12-30

分析师 吴华

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

SAC:S0190209030143

联系人：陈德静

021-38565907

chendejing@xyzq.com.cn

投资要点

近日我们赴深圳调研了中集集团，结合我们在厦门对太平货柜（胜狮货柜的主要工厂之一）的调研，总结要点如下。

- **集装箱销量和盈利水平持续超预期，行业生态环境改善。**目前箱价约为2900美元/TEU，毛利率约为22%（历史最高），公司一季度销量约为49万TEU、二季度预计为45万TEU。箱价将继续上涨的预期推动了需求的提前释放，三大集装箱集团的“价格同盟”拉高了集装箱毛利率。我们预计箱价将随着成本的不断上升呈上涨趋势，但超过20%的高毛利率不可能长期持续。我们中性预测全年集装箱需求在350万TEU左右，同比增长约25%。
- **道路运输车辆受重卡景气下滑影响较大，联合重卡短期内难以贡献利润。**预计今年集瑞联合重卡销量接近1万台，保守估计销量在7-8千台、均价在50万元左右，达到盈亏平衡有难度；行业竞争激烈，公司专用车核心零部件还受制于外部供应商，短期内开拓国内重卡市场仍有较大不确定性，预计车辆业务毛利率短期内不会明显上升。
- **能源化工食品装备业务板块整合潜力大，目标全产业链。**中集安瑞科服务主流供应商角色初步确立，目前重点是完善天然气产业链。公司通过收购兼并迅速形成的该板块业务还比较杂散，能化装备仍有进一步整合空间且整合潜力大。依托集团的规模优势和技术支援，该业务毛利率有望继续维持稳步上升。
- **海工订单充裕，集团总裁兼任来福士CEO传递积极信号。**公司总裁麦伯良于今年4月直接兼任中集来福士的执行董事兼CEO，将整合更多集团资源支持海工业务发展。目前公司在手订单约15亿美元，继续接单是大概率事件；预计今年可交付6个订单，收入确认约6亿美元。意大利订单已确认毛利的回冲对今年业绩仍可能有较大负面影响，但大幅减亏可以预期。

- **给予“推荐”评级。**我们看好公司优秀的管理能力和执行能力、看好公司业务的多元化战略布局和未来成长空间，预计公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 1.71 元、2.10 元、2.50 元，对应公司动态 PE 分别为 14.7 倍、12.0 倍、10.0 倍，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**国际贸易复苏低于预期；原油价格大幅下滑；原材料价格和人工成本大幅上升；人民币升值；收购整合风险。

目 录

1、公司多元化发展增强周期性风险抵御能力的作用不容忽视.....	4 -
2、集装箱销量和盈利水平持续超预期，行业生态环境改善.....	4 -
3、道路运输车辆受重卡景气下滑影响较大，联合重卡短期内难以贡献利润...	9 -
4、能源化工食品装备业务板块整合潜力大，目标全产业链.....	10 -
5、海工订单充裕，集团总裁兼任来福士 CEO 传递积极信号.....	11 -
6、金融产业助推制造产业升级、地产业务“被动”而生.....	11 -
7、盈利预测与估值	12 -
8、风险提示	13 -

图 1、集装箱销量和盈利水平持续超预期的原因.....	5 -
-----------------------------	-----

表 1、集装箱保有量增量需求预测模型（方法一）	6 -
表 2、集装箱保有量增量需求预测模型（方法二）	7 -
表 3、集装箱更新需求预测模型	7 -
表 4、全球集装箱总需求预测模型	8 -
表 5、集装箱价格预测模型	8 -
表 6、中集集装箱业务收入预测模型	9 -
表 7、公司盈利预测假设	12 -
表 8、公司盈利预测结果	13 -
表 9、公司未来两年 EPS 关于集装箱业务毛利率的敏感性分析.....	13 -
附表	14 -

1、公司多元化发展增强周期性风险抵御能力的作用不容忽视

集装箱业务盈利的大幅波动使市场对公司的兴趣远弱于公司自身实力的吸引力，但公司已形成多元化战略布局并计划于 2012 年底完成战略升级，同时公司车辆、能源化工食品装备和海工装备业务有着广阔的成长空间和良好的发展机遇，使公司未来的成长具有相当高的确定性，可以大幅减弱经济周期性波动对公司盈利的影响。公司多元化发展增强周期性风险抵御能力的作用不容忽视。

反观公司的发展历史，公司总能够利用行业低迷的时机实现快速的外延扩张或提升市场份额，增强盈利能力，我们不能仅根据短期利润的得失来判断公司的价值。另外，**细看各板块，业务布局都有产业链一体化趋势，公司成为物流装备、服务和应用解决方案一体化供应商的布局正在深化。**

公司 2011 年的 104 亿资本支出计划拟主要投向：（1）集装箱生产线技改，公司目前试验的 1 条年产 25 万 TEU 集装箱的新型生产线约需投入 1 亿美元；（2）车辆营销体系百店计划；（3）海工基地建设和研发投入等。能源化工食品装备业务板块资本支出主要由中集安瑞科负责，安瑞科业务整合以产生协同效应还需要时日，预计该板块全年资本支出偏谨慎。

2、集装箱销量和盈利水平持续超预期，行业生态环境改善

从 2010 年三季度开始，集装箱销量、价格和盈利水平不断超出预期，目前集装箱价格约为 2900 美元/TEU，毛利率约为 22%（历史最高水平），单箱利润接近 500 美元。中集今年 1-3 月集装箱销量分别约为 18 万、11 万和 20 万 TEU，一季度合计为 49 万 TEU，二季度销量预计为 45 万 TEU；对比来看，胜狮货柜一季度销量约为 30 万 TEU、二季度销量预计为 40 万 TEU（新生产线投产导致二季度销量大幅增长）。目前公司集装箱产品已排产至 6 月份，下半年是集装箱销售传统旺季（在正常年份淡旺季销量相差 20%-30%），但需注意今年需求提前释放的风险。

以下我们来分析集装箱销量和盈利水平持续超预期的原因。

（1）集装箱需求为什么如此旺盛？

全球贸易回暖是一个原因，但更主要的原因是，**在集装箱供给偏紧、成本不断上升和人民币升值的预期的支撑下，集装箱价格将继续上涨的预期越来越强烈。因此，船公司和租箱公司提前采购集装箱导致需求提前释放，可接受的价位也在不断提高。**目前客户已购买但尚未提货的集装箱产成品已达到 3-4 个月的库存，而正常年份仅为 1.5-2 个月。

这里需要解释为什么会产生供给偏紧的预期：目前全行业产能已经回复并达到 07 年产能的约 120%，去年底中集的年产能即可达到 200 万 TEU；我们乐观预测全年全球集装箱需求量约为 380 万 TEU，中性预测约为 350 万 TEU（见表 1-表 4），按目前的市场份额计算，中集的潜在需求量为 180-200 万 TEU，是低于其产能的。

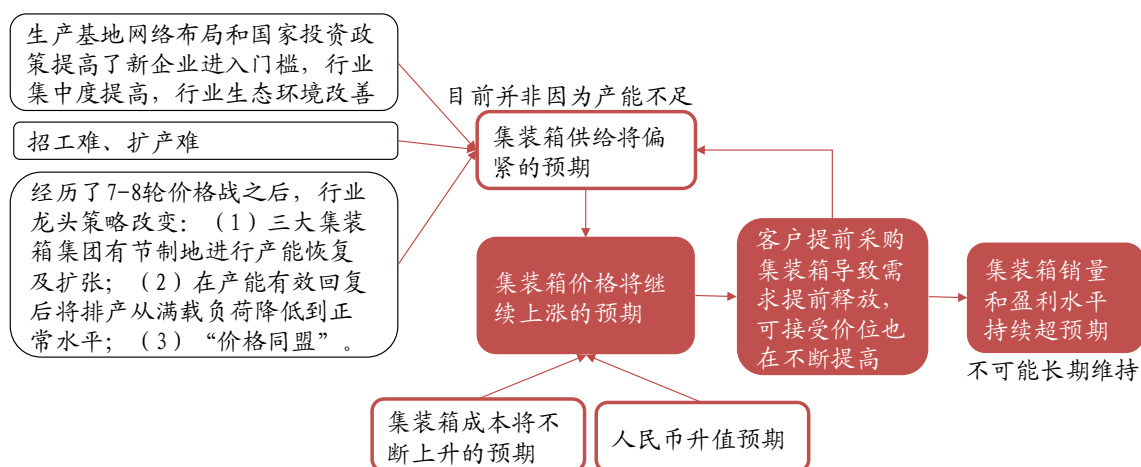
产生供给偏紧的预期不是因为产能限制，而是因为 ① 行业生态环境改善：三大集团（中集、胜狮、新华昌）已抢占地理优势位置形成生产基地网络布局，新企业沿海找地难，并且国家投资政策限制集装箱行业产能膨胀，行业唯有通过技改来提高产出，导致新企业进入门槛高；同时由于行业规模经济性的存在，行业已经历过了大企业兼并小企业产能的历程，集中度越来越高。② 经历了 7~8 轮价格战之后，行业龙头已经意识到对行业对公司最有利的举措是维持适度的市场份额和较高的毛利率水平。目前在产能略高于需求的情况下，中集和胜狮均减少每周工作时数以控制产量就是例证。因此，2009 年集装箱行业对小企业的大洗牌、2010 年招工难导致大企业产能不能快速恢复为形成价格联盟提供了机会，同时也造成了集装箱供给偏紧的预期。三大集团有节制地进行产能恢复及扩张、在产能有效回复后将排产从满载负荷降低到正常水平，“价格同盟”行为使市场对集装箱供给偏紧和箱价上涨的预期越来越强烈。

（2）为什么箱价和毛利率能够不断上涨？

① 三大集装箱集团形成价格联盟，在有效转嫁成本上涨和人民币升值压力的同时，通过有计划地减少每周工作时数以控制产量，维持适宜的供需关系，从而维持高毛利率和高箱价。② 如前所述，船公司和租箱公司可接受价位在不断提高。

这里需要强调客户的可接受价位是有限度的、高毛利率不可长期持续：马士基、中海等大客户本身也从事集装箱制造业务，他们可通过自身的物流网络实现集装箱的销售和配置，弥补缺乏生产基地布局的劣势；集装箱（尤其是干货箱）产品属性决定了其低附加值低毛利率，客户不会接受同时也有能力制止箱价的过度上涨，集装箱行业过高的毛利率是无法长期维持的。

图 1、集装箱销量和盈利水平持续超预期的原因



资料来源：兴业证券研究所

（3）未来趋势判断？

① 需求的提前释放必然会导致未来某个时间段需求的降温；从历史经验来看，一般旺季可持续约 10 个月，正常情况下淡旺季需求量差异约为 20%~30%。

② 在价格同盟的支撑下,集装箱制造商有能力转嫁成本上涨和人民币升值压力给客户,但随着扩充产能的逐步释放以及与下游客户的博弈,集装箱超过 20%的毛利率不可长期持续;预计全年毛利率大体与去年相当、达到 19%,之后会逐渐回复到正常水平;由此计算,全年集装箱均价在 2870 美元/TEU 左右(见表 5)。长期来看,随着成本的不断上升,集装箱价格预计将呈上涨趋势。

③ 集装箱产业的庞大投资主要是流动资金和土地厂房,一方面固定成本并不高(据估计,产量达到产能的 60%-70%时,就能够实现盈亏平衡),厂房设备因落后过时被淘汰的也不多,另一方面,下游客户大多信用良好,主要原材料钢材大幅贬值概率很小,按订单生产不会出现库存积压,流动资金风险很小。因此,即使行业景气急转而下,也不太可能出现亏损(中集在惨淡的 09 年都能实现 14.55%的毛利率),集装箱业务有较高的安全边际。

换一个角度来看,历史上每经历一个周期,中集的竞争力和市场影响力都有进一步增强,周期性产生的低谷对中集来说是机遇,并且目前在国际贸易中并没有出现对集装箱的有效替代品。

表 1-表 4 是集装箱需求预测模型。

表 1、集装箱保有量增量需求预测模型(方法一)

年份	集装箱 吞吐量 增速	集装箱 吞吐量 (百万 TEU) (1)	集装箱 周转率 (2)	集装箱 保有量 (百万 TEU) (3)	集装箱 保有量增量 (万 TEU) (4)
1996 年	8.8%	158.0	14.9	10.6	82.0
1997 年	11.4%	176.0	15.3	11.5	92.9
1998 年	8.5%	191.0	15.3	12.5	100.4
1999 年	10.5%	211.0	15.6	13.5	94.8
2000 年	12.3%	237.0	15.9	14.9	139.1
2001 年	5.1%	249.0	16.0	15.5	63.2
2002 年	12.0%	279.0	17.0	16.5	96.3
2003 年	13.3%	316.0	17.6	18.0	154.5
2004 年	14.9%	363.0	18.3	19.8	180.4
2005 年	9.9%	399.0	18.9	21.1	129.5
2006 年	11.0%	443.0	19.2	23.1	199.5
2007 年	12.4%	498.0	19.3	25.8	272.8
2008 年	5.4%	525.0	18.7	28.0	221.0
2009 年	-9.5%	475.1	17.2	27.6	-48.2
2010 年(E)	13.1%	537.6	18.1	29.7	207.7
2011 年(E)	12.2%	603.2	18.3	33.0	326.0
2012 年(E)	12.2%	676.8	18.5	36.6	362.2
2013 年(E)	10.6%	748.7	18.7	40.0	345.4

资料来源:Clarksons, 兴业证券研究所

备注:蓝色标记为预测值, (3) = (1) / (2), (4) = 本年(3) - 去年(3)。

集装箱吞吐量增速预测: 集装箱吞吐量增速与 GDP 增速之间的相关系数为 0.89, 根据 IMF 的预测, 我们假设 2010-2013 年全球 GDP 增速分别为 4.8%、4.5%、4.5%和 4.0%, 采用回归分析法测算出 2010-2013 年集装箱吞吐量增速分别为 13.1%、12.2%、12.2%和 10.6%。

集装箱周转率预测: 随着集装箱装卸效率的提升, 集装箱周转率长期有逐步上升的趋势, 但我们预测“加船减速”将会成为集运企业的常态, 以吸收闲置动力降低船队维护成本并减少燃油消耗, 因此集装箱周转率短期内不能恢复到 07 年的水平, 中性预测 2010-2013 年集装箱周转率分别为 18.1、18.3、18.5 和 18.7。

表 2、集装箱保有量增量需求预测模型（方法二）

年份	集运运力 增速	集运运力 (百万 TEU) (1)	集装箱 保有量/ 集运运力 (2)	集装箱 保有量 (百万 TEU) (3)	集装箱 保有量增量 (万 TEU) (4)
1997 年	14.5%	3.8	3.1	11.5	92.9
1998 年	11.6%	4.2	3.0	12.5	100.4
1999 年	4.7%	4.4	3.1	13.5	94.8
2000 年	10.0%	4.9	3.1	14.9	139.1
2001 年	11.9%	5.4	2.9	15.5	63.2
2002 年	10.5%	6.0	2.7	16.5	96.3
2003 年	9.0%	6.6	2.8	18.0	154.5
2004 年	9.6%	7.2	2.8	19.8	180.4
2005 年	13.1%	8.1	2.6	21.1	129.5
2006 年	16.6%	9.5	2.4	23.1	199.5
2007 年	13.6%	10.8	2.4	25.8	272.8
2008 年	12.9%	12.1	2.3	28.0	221.0
2009 年	6.5%	12.9	2.1	27.6	-48.2
2010 年	9.9%	14.2	2.1	29.7	214.9
乐观					
2011 年 (E)	10.8%	15.8	2.1	32.8	305.4
2012 年 (E)	9.0%	17.1	2.1	35.4	275.9
2013 年 (E)	8.0%	18.5	2.1	38.1	265.6
中性					
2011 年 (E)	9.1%	15.5	2.1	32.2	253.5
2012 年 (E)	8.5%	16.8	2.1	34.8	256.2
2013 年 (E)	7.8%	18.1	2.1	37.4	254.3
悲观					
2011 年 (E)	7.1%	15.2	2.1	31.7	195.7
2012 年 (E)	8.0%	16.5	2.1	34.1	238.3
2013 年 (E)	7.4%	17.7	2.1	36.4	233.0

资料来源: Clarksons, 兴业证券研究所

备注: 蓝色标记为预测值, (3) = (1) * (2), (4) = 本年 (3) - 去年 (3)。

集运运力增速预测(兴业证券研究所交运组): (1) 乐观假设 11-13 年每年订单交付率为 100%, 拆解量分别为 12.0、9.0、8.0 万 TEU, 则测算出 11-13 年集装箱运力增速分别为 10.8%、9.0%、8.0%; (2) 中性假设 11-13 年每年订单交付率为 85%, 拆解量分别为 12.2、11.0、10.0 万 TEU, 则测算出 11-13 年集装箱运力增速分别为 9.1%、8.5%、7.8%; (3) 悲观假设 11-13 年每年订单交付率为 70%, 拆解量分别为 15.2、12.0、10.5 万 TEU, 则测算出 11-13 年集装箱运力增速分别为 7.1%、8.0%、7.4%。

集装箱保有量/集运运力预测: 由于港口集装箱周转效率不断提升, 集装箱保有量/集运运力比值在历年有逐步缓慢下降的趋势。但金融危机之后, 投入中短航程班轮航线的运力的份额有所提升, 而投入长航程班轮航线的运力的份额有所降低, 短航线每箱运力需配置的空箱约为长航线的 3.5 倍。综合以上两点因素, 我们假设 11-13 年集装箱保有量/集运运力为 2.08、2.07 和 2.06。

表 3、集装箱更新需求预测模型

年份	集装箱 吞吐量 (百万 TEU) (1)	集装箱 周转率 (2)	集运运力 (百万 TEU) (3)	集装箱 更新需求 (实际) (万 TEU) (4)	集装箱 更新需求 (预测) (万 TEU) (5)
1996 年	158.0	14.9	3.3	46.5	48.1
1997 年	176.0	15.3	3.8	47.0	50.4
1998 年	191.0	15.3	4.2	52.0	51.5
1999 年	211.0	15.6	4.4	51.5	59.1
2000 年	237.0	15.9	4.9	53.5	66.1
2001 年	249.0	16.0	5.4	67.5	63.6
2002 年	279.0	17.0	6.0	75.0	71.4

2003 年	316.0	17.6	6.6	80.0	82.9
2004 年	363.0	18.3	7.2	110.4	98.2
2005 年	399.0	18.9	8.1	113.3	103.1
2006 年	443.0	19.2	9.5	114.2	105.6
2007 年	498.0	19.3	10.8	114.8	114.3
2008 年	525.0	18.7	12.1	80.0	106.4
2009 年	475.1	17.2	12.9	78.2	67.0
2010 年 (E)	537.6	18.1	14.2	\	80.8
乐观					
2011 年 (E)	603.2	18.3	15.8	\	91.3
2012 年 (E)	676.8	18.5	17.1	\	109.0
2013 年 (E)	748.7	18.7	18.5	\	125.3
中性					
2011 年 (E)	603.2	18.3	15.5	\	95.1
2012 年 (E)	676.8	18.5	16.8	\	113.2
2013 年 (E)	748.7	18.7	18.1	\	130.3
悲观					
2011 年 (E)	603.2	18.3	15.2	\	99.3
2012 年 (E)	676.8	18.5	16.5	\	118.7
2013 年 (E)	748.7	18.7	17.7	\	137.5

资料来源: Clarksons, 兴业证券研究所

备注: 蓝色标记为预测值 (同表 1、表 2)

(4) = 0.51 * (1) + 1.15 * (2) - 15.19 * (3)

Multiple R = 0.99, R²=0.98, Adjusted R²=0.88, 标准误差 = 11.89

表 4、全球集装箱总需求预测模型

项目 (单位: 万 TEU)	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
集装箱总需求 (方法一) (乐观)	288.5	417.3	471.2	470.7
集装箱总需求 (方法一) (中性)	288.5	421.1	475.3	475.7
集装箱总需求 (方法一) (悲观)	288.5	425.3	480.9	482.9
集装箱总需求 (方法二) (乐观)	295.7	396.7	369.8	390.9
集装箱总需求 (方法二) (中性)	295.7	348.6	369.4	384.6
集装箱总需求 (方法二) (悲观)	295.7	295.0	357.1	370.5

资料来源: 兴业证券研究所

备注: 集装箱总需求 = 集装箱保有量增量需求 (表 2 或表 3) + 集装箱更新需求 (表 4)。

根据目前调研了解到的情况, 集装箱总需求 (方法二) (中性) 的预测结果更贴近实际, 我们采用该预测方法的结果来进行盈利预测, 即 2011-2013 年全球集装箱总需求预测值分别为 348.6 万 TEU、369.4 万 TEU 和 384.6 万 TEU。根据表 5 和表 6 的集装箱价格和公司集装箱业务收入预测模型, 公司 11-13 年集装箱业务收入增速分别为 40%、11%和 9%。

表 5、集装箱价格预测模型

项目	2010	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
钢材成本上涨幅度	\	12%	12%	12%
人工成本上涨幅度	\	16%	16%	16%
集装箱总成本上涨幅度	\	8.4%	8.4%	8.4%
集装箱毛利率	19.5%	19.0%	17.5%	15.5%
人民币兑美元汇率	6.75	6.50	6.40	6.30
集装箱均价 (美元/TEU)	2,612.00	2,866.22	3,052.43	3,233.35

资料来源: 兴业证券研究所

备注: 以人工成本占集装箱总成本 6%、钢材成本占 62%来测算, 假设其他投入要素的成本不变。

表 6、中集集装箱业务收入预测模型

项目	2010	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
集装箱总需求 (万 TEU)	262.5	348.6	369.4	384.6
平均箱价 (美元/TEU)	2,612	2,866	3,052	3,233
全球集装箱收入 (亿美元)	68.6	99.9	112.8	124.4
人民币兑美元汇率	6.7	6.5	6.4	6.3
全球集装箱收入 (亿人民币)	462.6	649.4	721.6	783.5
中集市场占有率	55%	55%	55%	55%
中集集装箱收入 (亿人民币)	254.4	357.2	396.9	430.9
中集集装箱收入增速	356%	40%	11%	9%

资料来源：兴业证券研究所

综上，行业供给周期波动性减弱，集装箱制造商有意愿联合维持较高毛利率，在需求的淡旺季箱价差异将会进一步缩小，导致行业生态环境大幅改善、大集团对经济周期波动的防御能力增强；中集正积极创新商业模式以形成完善的集装箱服务体系，为客户提供覆盖全生命周期的集装箱服务和应用解决方案，同时积累了大量冷藏箱和特种箱专利，提高了行业进入门槛，并成为行业真正的领导者；中集在深圳新建的年产 25 万 TEU 集装箱的新型自动化生产线预计于 5 月投产，将有效提升产出效率；另外，中集的集装箱房屋业务发展形势也不错。

3、道路运输车辆受重卡景气下滑影响较大，联合重卡短期内难以贡献利润

公司的车辆产品在终端使用中主要和重卡配套，目前受国内重卡市场景气下滑影响较大，需求主要来自基建及房地产、贸易物流两大类客户，预计全年收入（不含重卡）增速为 18% 左右。城市化建设加速、物流业务快速增长、载货车专用化趋势越来越明显以及“燃油税改革”和“计重收费”政策深化等多方面因素将支撑我国道路运输车辆需求在未来 2-3 年保持 20% 以上的增长水平。

关于今年全面上市的集瑞联合重卡，公司的思路是稳健发展，在稳定质量的基础上谋求销量；截至今年 3 月联合重卡产量约 400 台，预计今年联合重卡销量接近 1 万台，保守估计销量在 7,000-8,000 台，达到盈亏平衡有难度。公司对重卡产品定位高端，目标是填补 30-70 万元/辆这个国产车与进口车的空白价格区间，实现较高性价比，预计全年均价在 50 万元左右。预计 2012 年开始重卡业务将为公司贡献利润，同时也会与原有专用车业务产生协同作用相互促进：（1）中集专用车需要大量底盘（部分车辆产品的底盘可占到成本的 70% 左右），可成为联合重卡的客户；（2）联合卡车可配合中集专用车做专门设计，降低中集的改装成本并提高效率；（3）联合卡车可利用中集专用车的销售网络迅速启动。

公司有着明显的成本优势和集团化运营优势，随着经营的规模经济性开始体现，公司该业务毛利率下降的可能性很小，并有望继续提升市场份额。但目前公司专用车产品附加值有限，行业进入壁垒较低，竞争激烈，价格竞争是最主要的竞争手段，公司目前只在罐车方面有较强竞争力；在重卡与工程机械产品重合的领域，公司的盈利能力逊于行业龙头并面临着行业龙头的威胁；核心零部件（如底盘、发动机）还受制于外部供应商，公司很难在盈利能力上与产业链完整的龙头企业

抗衡；短期内公司开拓国内重卡市场仍有较大不确定性，预计毛利率短期内不会明显上升。

长期来看，我们看好公司提高车辆业务盈利水平所采取的措施，包括：（1）重点拓展高附加值产品市场，去年公司的罐式车辆、水泥搅拌车、自卸车产品在国内市场的份额显著提升就是例证之一。（2）整合车辆集团的技术、管理和营销，共享研发、制造，特别是销售和服务网络，降低成并本提高效率。公司的百店计划将进一步加强营销平台建设，克服销售半径瓶颈。公司规划其营销网络将同时兼具专用车、重卡、零部件、金融服务等功能，在向客户销售车辆的同时，为客户提供融资、保险、上牌、维修保养等服务，为客户提供真正的一站式服务和全生命周期的服务。销售网络效率的提升将促进车辆业务盈利水平的提高。（3）产业链一体化拓展，公司的重卡和发动机业务已经启动。（4）继续深化国内外互动的模式，提升车辆产品的全球市场竞争力。

4、能源化工食品装备业务板块整合潜力大，目标全产业链

公司能源、化工、食品装备产品增长空间广阔：（1）中国天然气能源消费与日俱增，政府计划从 2009 年天然气消耗占总能源消耗 3% 的水平发展到 2015 年 9%、2020 年 15%，天然气储运装备和加气站项目会因中国政府对能源消费结构的规划而受益，前景广阔；CNG 装备将受益于国内天然气能源车辆的爆发式增长；LNG 装备将受益于国内 LNG 接收站的爆发式投资建设。（2）随着欧洲经济逐渐复苏，以欧洲市场为主的化工、食品装备业务正逐渐回暖，未来受益于中国巨额投资化工基建、中国消费水平提高及城市化进程加快，化工及食品装备的国内拓展空间也将极为广阔，仅国内低温罐式储运装备市场容量就超过 350 亿元。

公司近几年以安瑞科为平台对能源、化工、食品装备业务板块进行业务整合，目前的重点是完善装备制造技术和集成的工程服务能力，完善天然气产业链，目标是成为能源行业全价值链装备制造和服务的提供者。公司目前在天然气开采（来福士）、加工、储运、供气的整个产业链上都具备实力，收购 TGE GAS 以后增强了大型 LNG/CNG 工程项目的总包能力；工程总包业务将进一步带动天然气装备（如 LNG 罐车、LNG 储罐、加气机等）的销售；公司的天然气产业链一体化整合能力是优势。

- 能源装备占安瑞科收入和利润的60%以上，安瑞科作为国内市场能源装备的领先者，服务主流供应商角色初步建立，目前是国内最大的CNG无缝压力钢瓶（约70%市场份额）、CNG加气站（约60%市场份额）和LNG装备（约50%市场份额）制造厂商，主要客户包括华润燃气、新奥能源、港华燃气和中国石油等。能源装备行业技术门槛较高，短期内受Neogas液压加气站产品专利期满的影响，CNG加气站产品价格竞争激烈，但长期来看价格战不可持续。

- 安瑞科是全球最大的化工罐箱制造商（超过 50% 全球市场份额），目前不锈钢罐箱的年产能达到 14,000 个，主要客户包括 Cronos、EXSIF、Stolt 和 TAL 等。化工装备与能源装备业务在研发、技术及生产等方面有协同效应。

- 安瑞科食品装备负责子公司为Holvrieka集团，在芬兰、丹麦和比利时设有四个生产基地。欧洲啤酒市场已经成熟导致食品装备成长空间有限，安瑞科将重点拓展东南亚等发展中地区，并将联合中集集团其他子公司拓展国内市场。

公司通过收购兼并迅速形成的该板块业务还比较杂散，集团层面能化装备仍有进一步整合空间，在部分产品领域（如低温罐式储运设备）的细分行业集中度仍不高，整合潜力大。依托集团的规模优势和技术支援，能源化工食品装备业务毛利率有望继续保持稳步上升趋势。

5、海工订单充裕，集团总裁兼任来福士 CEO 传递积极信号

我国“十二五”期间海洋油田开采巨额投资（“十二五”期间海洋工程装备投资相对于 2009 年约为 27% 的复合增长率）和全球能源需求大幅增长长期利好海洋工程装备行业，短期油价的高企以及全球经济的复苏使得全球深海采油作业逐季回暖，未来几年全球海洋开发设备需求预计为 700~800 亿美元/年。我国的海洋工程制造在全球范围内尚未拥有最强的比较优势，但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，中国将逐渐承接全球海工的制造转移。巨大的市场空间和强劲的需求使得海洋工程业务有望成为公司未来新兴的利润增长点。

公司积累技术、建造及项目管理经验，积极推进制造模式转变和工艺优化，提升生产效率、强化供应链管理并通过累积新订单以形成规模效应，新订单拓展能力国内领先，目前公司领跑国内海工制造。TSC 海洋集团对公司的协同效应也将提升公司的竞争力。中集来福士已于 2010 年交付 1 艘自卸式散货船和 3 台半潜式钻井平台，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商。目前在手订单约为 15 亿美元，根据全球海工产能分析，中集来福士继续接单是大概率事件；预计今年可交付 6 个订单，收入确认约 6 亿美元。

公司去年在海洋工程上的巨额亏损（11.09 亿元）反映出这个行业存在的高风险和高门槛，也反映出中集来福士的技术和管理还不够成熟、客户对公司的实力还不够信任，但公司积极创新建造模式以提升生产效率、积累项目经验以降低成本，并且公司总裁麦伯良于今年 4 月直接兼任中集来福士的执行董事兼 CEO，将会整合更多集团资源来获取海工订单，公司发展海工的决心和信心依然没有动摇，订单延期及巨额赔款等再次发生的可能性较小，毛利率也有望提升。由于意大利订单以前年度已确认的项目毛利还没有完全回冲，对今年业绩仍会有较大负面影响，预计今年公司海工业务扭亏为盈仍有难度，但大幅减亏是可以预期的。

6、金融产业助推制造产业升级、地产业务“被动”而生

中集以 GE 和卡特彼勒为模范，不断将商业触角从制造向服务延伸，以金融产品黏合实体产品的“后市场”，使售出产品成为企业的存量资产，持续带来价值收益。中集金融产业愿景是以全方位的金融服务手段，提高集团资金运用效率与效益，协助集团产业战略发展和市场目标的实现，并使集团金融产业成为资金运用和管理的优秀组织。去年初，中集集团财务有限公司正式开业。目前，中集金融板块

推出的零售融资租赁业务正在车辆集团的华东中心店进行试点，中集的集装箱、能源化工以及海工制造业也将为这一模式的发展提供加速引擎。金融服务的注入将为公司产品的市场营销和服务注入更为丰富的内容提供平台，从而为公司各个产业超越简单的价格竞争提供基础，为公司向服务型公司转型提供助力。

公司在全国各城市周边拥有大量工业、物流类土地资源，其中 70% 分布在沿海城市，随着土地性质改变议题提上日程，为公司现有优势资源向地产行业转移提供了机会，公司的地产业务“被动”而生。在以参股方式经营地产业务多年后，公司于 2010 年 5 月正式控股中集天宇，成为公司将房地产板块纳入重要战略发展板块的鲜明信号。公司将以自身累积的资源 and 资金优势，为地产业务发展提供有力保障。公司目前在深圳前海的中心区拥有 55 万平方米的土地，随着前海规划在 6 月出台细则，公司的土地价值将会大大提升。

7、盈利预测与估值

除以上业务板块之外，公司还从事空港设备业务、物流装备与服务业务、铁路装备制造业务等，我们假设这些业务在销售收入和毛利率上维持历年发展趋势。在 4 月 13 日的股东大会上，麦总回应了再融资和增发的传闻，增发正在计划商讨中。我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.71 元、2.10 元、2.50 元，对应公司动态 PE 分别为 14.7 倍、12.0 倍、10.0 倍，维持“推荐”的投资评级。

表 7、公司盈利预测假设

年份		2010	2011E	2012E	2013E
集装箱	主营业务收入（百万元）	25,440.0	35,715.3	39,685.8	43,090.6
	同比增长率	356.4%	40.4%	11.1%	8.6%
	毛利率	19.5%	19.0%	17.5%	15.5%
道路运输车辆	主营业务收入（百万元）	16,631.6	21,621.0	27,026.3	32,431.5
	同比增长率	51.0%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	14.3%	13.5%	14.0%	14.5%
能源化工装备	主营业务收入（百万元）	5,350.8	7,277.1	9,169.1	11,094.7
	同比增长率	48.6%	36.0%	26.0%	21.0%
	毛利率	17.6%	19.0%	20.0%	21.0%
海洋工程	主营业务收入（百万元）	2,444.0	4,000.0	6,000.0	9,000.0
	同比增长率	\	63.7%	50.0%	50.0%
	毛利率	-32.8%	10.0%	15.0%	20.0%
空港设备	主营业务收入（百万元）	342.6	428.3	513.9	616.7
	同比增长率	-35.5%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	29.1%	31.0%	32.0%	33.0%
其他业务	主营业务收入（百万元）	2,058.3	2,161.2	2,269.2	2,382.7
	同比增长率	428.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	42.3%	40.0%	40.0%	40.0%
内部抵消	主营业务收入（百万元）	-498.9	-498.9	-498.9	-498.9
	主营业务成本（百万元）	-228.5	-228.5	-228.5	-228.5
营业费用 / 主营业务收入		2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用 / 主营业务收入		5.3%	4.9%	4.6%	4.5%
财务费用 / 主营业务收入		1.3%	1.2%	0.9%	0.5%
实际税率		22.4%	22.5%	22.5%	22.5%

资料来源：兴业证券研究所

表 8、公司盈利预测结果

项目	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	51768	70704	84165	98117
增长率 %	152.8%	36.6%	19.0%	16.6%
营业利润（万元）	3438	6075	7514	8999
增长率 %	160.4%	76.7%	23.7%	19.8%
净利润（万元）	3002	4542	5585	6662
增长率 %	213.0%	51.3%	23.0%	19.3%
最新摊薄每股收益（元）	1.13	1.71	2.10	2.50
每股净资产（元）	6.09	7.40	9.42	11.85
动态市盈率（倍）	22.3	14.7	12.0	10.0
市净率（倍）	4.1	3.4	2.7	2.1

资料来源：兴业证券研究所

以上盈利预测假设公司 2011 年、2012 年集装箱业务的毛利率分别为 19.0%、17.5%，表 9 关于未来两年的集装箱业务毛利率对 EPS 进行敏感性分析。**即使在最悲观情景下**，即 2011 年、2012 年集装箱业务的毛利率分别只有 14%，对应公司 EPS 分别为 1.17 元和 1.65 元，对应公司动态 PE 分别为 21.4 和 15.2 倍，仍维持“推荐”评级。

表 9、公司未来两年 EPS 关于集装箱业务毛利率的敏感性分析

单位：元									
EPS 2011E	22%	21%	20%	19%	18%	17%	16%	15%	14%
EPS 2012E									
22%	2.06	1.94	1.82	1.71	1.59	1.49	1.38	1.27	1.17
	2.71	2.70	2.69	2.69	2.68	2.67	2.67	2.66	2.66
21%	2.06	1.94	1.82	1.71	1.59	1.49	1.38	1.27	1.17
	2.57	2.56	2.56	2.55	2.54	2.54	2.53	2.52	2.52
20%	2.06	1.94	1.82	1.71	1.59	1.49	1.38	1.27	1.17
	2.44	2.43	2.42	2.42	2.41	2.40	2.40	2.39	2.39
19%	2.06	1.94	1.82	1.71	1.59	1.49	1.38	1.27	1.17
	2.31	2.30	2.29	2.29	2.28	2.27	2.27	2.26	2.26
18%	2.06	1.94	1.82	1.71	1.59	1.49	1.38	1.27	1.17
	2.18	2.17	2.17	2.16	2.15	2.15	2.14	2.13	2.13
17%	2.06	1.94	1.82	1.71	1.59	1.49	1.38	1.27	1.17
	2.06	2.05	2.04	2.04	2.03	2.02	2.02	2.01	2.00
16%	2.06	1.94	1.82	1.71	1.59	1.49	1.38	1.27	1.17
	1.94	1.93	1.92	1.92	1.91	1.90	1.90	1.89	1.88
15%	2.06	1.94	1.82	1.71	1.59	1.49	1.38	1.27	1.17
	1.82	1.81	1.80	1.80	1.79	1.78	1.78	1.77	1.77
14%	2.06	1.94	1.82	1.71	1.59	1.49	1.38	1.27	1.17
	1.70	1.70	1.69	1.68	1.68	1.67	1.66	1.66	1.65

资料来源：兴业证券研究所

备注：列项目为 2011 年假设毛利率，行项目为 2012 年假设毛利率。

8、风险提示

国际贸易复苏低于预期；原油价格大幅下滑；原材料价格和人工成本大幅上升；人民币升值；收购整合风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	33792	32333	40334	40870
货币资金	4656	3889	4629	5396
交易性金融资产	526	500	500	500
应收账款	8130	9081	11961	13214
其他应收款	2236	1634	2406	1781
存货	13424	12298	15383	14036
非流动资产	20339	22559	24154	25512
可供出售金融资产	768	1000	1000	1000
长期股权投资	1548	1600	1600	1600
投资性房地产	77	75	75	75
固定资产	10006	11320	12229	12978
在建工程	1698	1649	1624	1612
油气资产	0	0	0	0
无形资产	3219	3673	4123	4473
资产总计	54131	54892	64488	66382
流动负债	29971	28229	32504	27459
短期借款	8309	7028	6670	1804
应付票据	2539	3217	3635	4086
应付账款	9118	8085	11332	10174
其他	10006	9899	10867	11395
非流动负债	4953	3677	3229	3246
长期借款	3912	2912	2412	2412
其他	1040	765	816	834
负债合计	34924	31906	35732	30704
股本	2662	2662	2662	2662
资本公积	1349	1349	1349	1349
未分配利润	10689	14300	19885	26547
少数股东权益	2984	3297	3682	4142
股东权益合计	19207	22986	28756	35678
负债及权益合计	54131	54892	64488	66382

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2851	4542	5585	6662
折旧和摊销	1150	916	1065	1213
资产减值准备	275	-408	137	-8
无形资产摊销	235	50	50	50
公允价值变动损失	-235	0	0	0
财务费用	391	886	766	521
投资损失	-39	-300	-300	-300
少数股东损益	-151	313	385	459
营运资金的变动	-3279	218	2968	142
经营活动产生现金流量	1483	5406	4512	8202
投资活动产生现金流量	-2730	-1882	-2150	-2050
融资活动产生现金流量	477	-4292	-1622	-5385
现金净变动	-599	-767	740	767
现金的期初余额	4397	4656	3889	4629
现金的期末余额	3797	3889	4629	5396

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	51768	70704	84165	98117
营业成本	43598	58490	69901	81720
营业税金及附加	77	106	126	147
销售费用	1250	1683	1986	2316
管理费用	2734	3464	3872	4415
财务费用	670	886	766	521
资产减值损失	275	300	300	300
公允价值变动	235	0	0	0
投资收益	39	300	300	300
营业利润	3438	6075	7514	8999
营业外收入	292	250	250	250
营业外支出	56	60	60	60
利润总额	3675	6265	7704	9189
所得税	824	1410	1733	2068
净利润	2851	4855	5970	7122
少数股东损益	-151	313	385	459
归属母公司净利	3002	4542	5585	6662
EPS (元)	1.13	1.71	2.10	2.50

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	152.8%	36.6%	19.0%	16.6%
营业利润增长率	160.4%	76.7%	23.7%	19.8%
净利润增长率	213.0%	51.3%	23.0%	19.3%
盈利能力(%)				
毛利率	15.8%	17.3%	16.9%	16.7%
净利率	5.8%	6.4%	6.6%	6.8%
ROE	18.5%	23.1%	22.3%	21.1%

偿债能力(%)

资产负债率	64.5%	58.1%	55.4%	46.3%
流动比率	1.13	1.15	1.24	1.49
速动比率	0.67	0.71	0.76	0.97

营运能力(次)

资产周转率	113.2%	129.7%	141.0%	149.9%
应收帐款周转率	828.4%	800.0%	780.0%	760.0%

每股资料(元)

每股收益	1.13	1.71	2.10	2.50
每股经营现金	0.56	2.03	1.69	3.08
每股净资产	6.09	7.40	9.42	11.85

估值比率(倍)

PE	22.3	14.7	12.0	10.0
PB	4.1	3.4	2.7	2.1

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。