



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011 年 5 月 27 日

机械行业

研究部

罗炜¹

分析师, SAC 执业证书编号
S0080200010014
luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

中集集团 (000039.SZ/200039.SZ)

调研报告: 成长性仍大于周期性

A 股主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	48,761	47,327	20,476	51,768	72,601	84,350	95,496
(+/-%)	45.2%	-2.9%	-56.7%	152.8%	40.2%	16.2%	13.2%
毛利	4,902	5,426	3,022	8,094	12,586	14,400	16,178
(+/-%)	3.7%	10.7%	-44.3%	167.8%	55.5%	14.4%	12.4%
归属于母公司股东净利润	3,165	1,407	959	3,002	4,572	5,371	6,035
(+/-%)	12.2%	-55.6%	-31.8%	213.0%	52.3%	17.5%	12.4%
摊薄每股收益 (元)	1.19	0.53	0.36	1.13	1.72	2.02	2.27
每股经营现金流 (元)	-0.41	1.26	0.36	0.56	1.92	2.15	2.61
市盈率 (倍)	16.6	37.4	54.8	17.5	11.5	9.8	8.7
市净率 (倍)	3.3	3.9	3.7	3.2	2.6	2.2	1.8
股价/经营现金流 (倍)	-48.4	15.6	54.2	35.4	10.3	9.2	7.6
EV/EBITDA (倍)	13.4	21.3	24.2	11.6	7.9	6.7	5.8
净资产收益率 (%)	19.9%	10.5%	6.8%	18.5%	22.9%	22.0%	20.5%
投入资本回报率 (%)	13.7%	6.3%	4.3%	12.4%	16.1%	16.1%	15.4%

B 股主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	48,761	47,327	20,476	51,768	72,601	84,350	95,496
(+/-%)	45%	-3%	-57%	153%	40%	16%	13%
毛利	4,902	5,426	3,022	8,094	12,586	14,400	16,178
(+/-%)	4%	11%	-44%	168%	56%	14%	12%
归属于母公司股东的净利润	3,165	1,407	959	3,002	4,572	5,371	6,035
(+/-%)	12%	-56%	-32%	213%	52%	17%	12%
摊薄每股收益 (元)	1.19	0.53	0.36	1.13	1.72	2.02	2.27
每股经营现金流 (元)	-0.41	1.26	0.36	0.56	1.92	2.15	2.61
市盈率 (倍)	10.5	21.6	32.5	9.8	6.5	5.5	4.9
市净率 (倍)	2.1	2.3	2.2	1.8	1.5	1.2	1.0
股价/经营现金流 (倍)	-28.7	9.3	32.1	21.0	6.1	5.5	4.5
EV/EBITDA (倍)	8.3	13.3	14.8	7.3	4.9	4.1	3.4
净资产收益率 (%)	19.9%	10.5%	6.8%	18.5%	22.9%	22.0%	20.5%
投入资本回报率 (%)	13.7%	6.3%	4.3%	12.4%	16.1%	16.1%	15.4%

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
000039.CH	-8.86	-17.75	-26.56	-14.14
200039.CH	-16.98	-25.20	-21.53	-26.11
深证A指	-6.20	-8.84	-12.30	-13.02
深证B指	-6.04	-12.63	-10.44	-11.50

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

事件:

我们近期拜访了中集集团的深圳总部, 与中集集团 (000039.SZ/200039.SZ) 以及中集安瑞科 (3899.HK) 的管理层就行业与公司的情况进行了沟通。

公司要点:

中集集团 1 季度集装箱销量 49.8 万箱, 2 季度环比有所下降, 销量预计为 40-45 万箱; 近期干箱价格在 2850-2900 美元/TEU, 单箱盈利在 400-500 美元, 毛利率 20% 以上; 公司认为 6-7 月份或成为今年全年的低点, 3、4 季度集装箱销量和价格仍有环比上升的可能, 我们预计全年集装箱销量为 190-200 万箱。

在金融危机之后, 集装箱行业集中度进一步提高, 中集、胜狮、新华昌等龙头厂商对于产能和价格的控制能力得到增强, 而其他小厂商则由于规模、供应链、地理位置的等方面的劣势, 难以对其构成全面的威胁; 如果下游需求不出现大的波动, 集装箱行业的景气在未来 6-12 个月有望持续。当然, 我们也并不认为当前的高盈利率可以长期维持, 从盈利水平对产业资本吸引力的角度分析, 我们认为中集集团集装箱业务毛利率的中长期合理水平应在 15%-20% 之间。

中集集团仍然是一个成长性大于周期性的企业: 公司的集装箱、道路运输车辆、海洋工程装备、能化食品装备等 4 大业务板块在未来 3 年中仍有显著的成长空间。在公司 2013 年达到 1000 亿元收入规模的目标中, 集装箱业务占 50%、车辆业务占 25%-30%、海工业务占 6%-7%、能化食品装备占约 10%, 公司对于实现以上的目标有较大的信心。

盈利预测与估值:

我们维持中集集团 2011-2013 年 EPS 为 1.717、2.017、2.267 元的预测, 对应 A 股 11-13 年 P/E 分别为 11.5X、9.8X、7.6X, B 股 11-13 年 P/E 分别为 6.5X、5.5X、4.9X, 维持“审慎推荐”评级。

¹ 报告贡献人: 张锦 (zhangjin@cicc.com.cn)

集装箱业务：景气有望持续

中集集团 2011 年 1 季报显示，公司 1-3 月份共销售集装箱 49.8 万箱；我们了解到公司 4 月份集装箱销量为 20 余万箱，5、6 月份从目前的订单和排产情况看销量可能环比略为下降，预计 2 季度中集集团集装箱销量在 40-45 万箱。

从往年情况看，1 季度往往是集装箱销售的淡季，但是 2011 年由于部分船东和租箱公司在 1 季度提前采购备货，所以今年全年的淡季有可能出现在 6-7 月份，公司预计 3、4 季度集装箱销量仍有望环比回升；今年全球集装箱需求量约在 350-360 万箱，按照中集 55% 的市场份额计算，预计公司全年销量为 190-200 万箱。

近期的集装箱价水平在 2850-2900 美元/TEU，毛利率约为 20% 以上，单箱盈利在 400-500 美元，公司也预计下半年箱价仍有环比上升的可能。

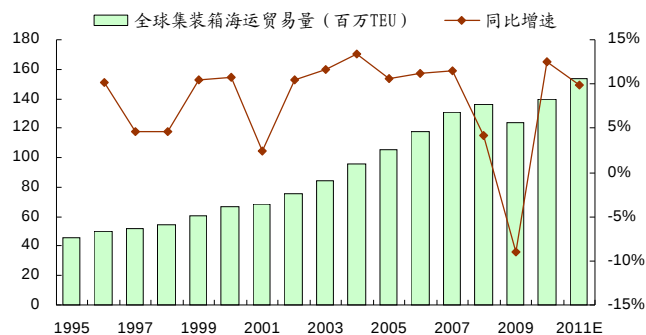
公司位于深圳的年产 25 万箱自动化集装箱生产线预计今年 5 月份投产，建设周期约为半年，投产后公司总的集装箱年化产能达到约 230 万箱；该生产线将是公司首条自动化生产线，在行业内也处于领先水平；由于其建设投资是传统生产线的 3 倍左右，折旧摊销较大，因此在短期内的成本优势相对于传统生产线并不明显，但考虑到劳动力成本的必然性，未来将显现优势。

这里我们将重点探讨集装箱业务景气能否持续：

1、需求端：

根据中金公司航运行业研究员的观点，未来 2-3 年全球集装箱海运贸易量保持 8%-10% 的增长是大概率事件；按照增速 8%，2011 年底集装箱保有量 3000 万箱测算，预计 2012-2013 年全球集装箱新增需求量将分别为 240、259 万箱。

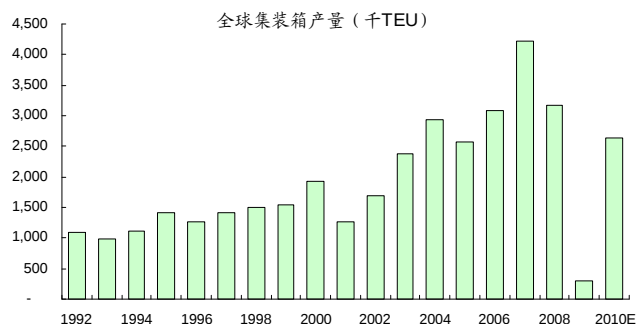
图表 1：全球集装箱海运贸易量持续增长



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

按照集装箱使用寿命 10-12 年测算，预计 2012-13 年集装箱淘汰更新性需求量为 163、178 万箱；以此计算 2012-2013 年全球集装箱总的需求量为 403、437 万箱，同比增速分别为 13.5%、8.4%。

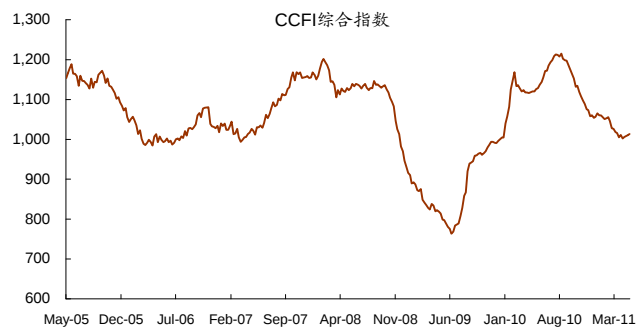
图表 2：全球历年集装箱产量



资料来源：CI-Online，中金公司研究部

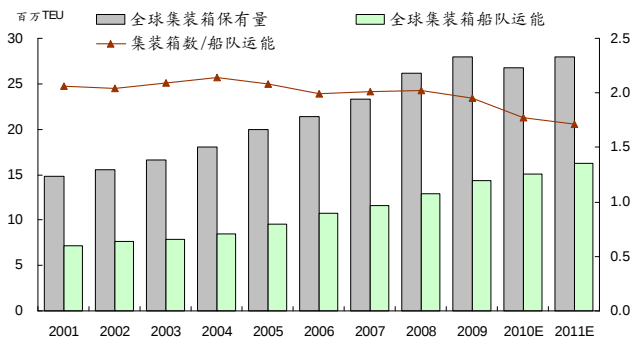
近期集运价格指数有所走低，集运公司的盈利水平也有所下滑，引起了市场对于集装箱需求的担忧，我们了解到这其中有一部分原因在于船队运力的过剩；事实上，近两年“集装箱保有量/船队运力”处于低位，反而一定程度说明集装箱数量相对于集装箱船略显不足。

图表 3：近期集装箱海运运价指数有所走低



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 4：“集装箱数/船队运力”指标处于低位



资料来源：CI-Online，Clarksons，中金公司研究部

在上述的测算中，具有不确定性的是集装箱海运贸易量的增速，这与全球宏观经济的变化有较大相关性，我们难于给出准确的预测；为此我们做了敏感性分析：

图表 5: 2012 年集装箱销量对集运量增速敏感性分析

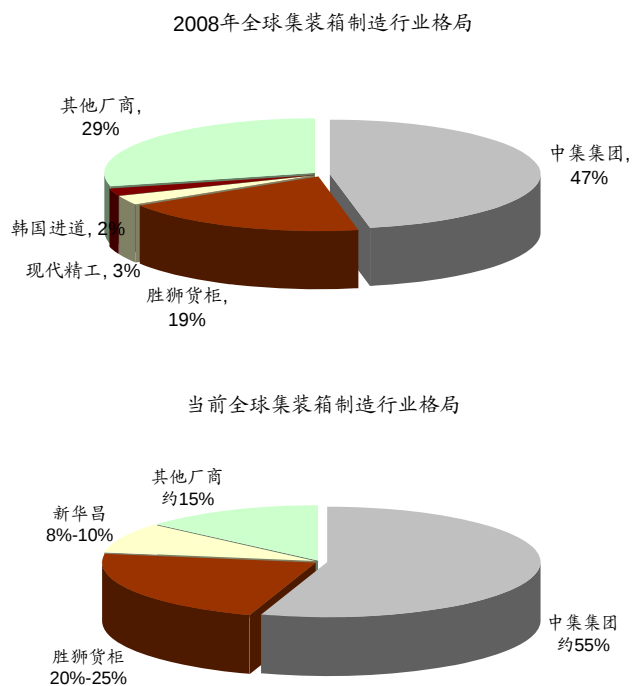
集装箱海运 贸易量增速	全球新增性 需求量 (万 TEU)	全球更新性 需求量 (万 TEU)	集装箱全球 需求量 (万 TEU)	中集集团 集装箱销量 (不考虑产能)	销量增速
5.0%	150	163	313	172	-11.8%
6.0%	180	163	343	189	-3.4%
7.0%	210	163	373	205	5.1%
8.0%	240	163	403	222	13.5%
9.0%	270	163	433	238	22.0%
10.0%	300	163	463	255	30.4%
12.0%	360	163	523	288	47.3%

资料来源：CI-Online, Clarksons, 中金公司研究部

2、供给端：

如我们之前的报告所述，目前集装箱行业的竞争格局较金融危机之前集中度进一步提升，中集、胜狮、新华昌等 3 家龙头占据了近 90% 的市场份额，对行业产能和箱价的控制力大大增强。

图表 6: 2012 年集装箱销量对集运量增速敏感性分析



资料来源：CI-Online, Clarksons, 中金公司研究部

目前对中集集团在全球集装箱市场上构成潜在威胁的竞争者包括以下三类：

一是胜狮货柜和新华昌等另外 2 大龙头。在经过金融危机的低谷后，集装箱领先厂商对于竞争已较为理性，未来上述厂商虽然有可能继续扩大产能，但产能扩大的速度应不会显著高于下游需求增长的速度。

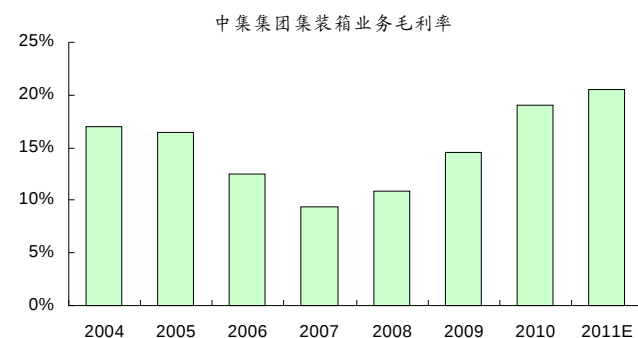
二是其他小厂商，包括潜在的新进入者。这些厂商在规模、供应链、地理位置（下游租箱公司和船东要求集装箱供应商有靠近各个港口的多地供货能力，但中国国内靠近海港的优质地块多已被 3 大龙头厂商占据，如果在内地建厂则需要多负担相当于箱价 3%-5% 的运输成本）相比 3 大厂商有显著劣势，难以构成全面威胁；但是在箱价和盈利水平高企的时期仍有可能进入这一行业，从而一定程度上平衡箱价。

三是部分航运公司。目前马士基和中海集团都建有少量集装箱制造能力，但这些企业的集装箱产能只是出于供应链安全的目的建立，在市场箱源紧俏时能够少量自给；但是长期看大量自产集装箱对于以上企业并不经济，仍将以外购为主。

综上，我们认为如果全球宏观经济和集装箱海运贸易不出现大的波动，需求稳定增长，集装箱行业的景气在未来 6-12 个月仍有望持续。

当然，我们也不认为目前的箱价和盈利水平能够长期维持；从利润率对产业资本吸引力的角度分析，我们认为 15%-20% 是中集集团集装箱业务中长期较为合理的毛利率区间。

图表 7: 中集集团集装箱业务历年毛利率变化



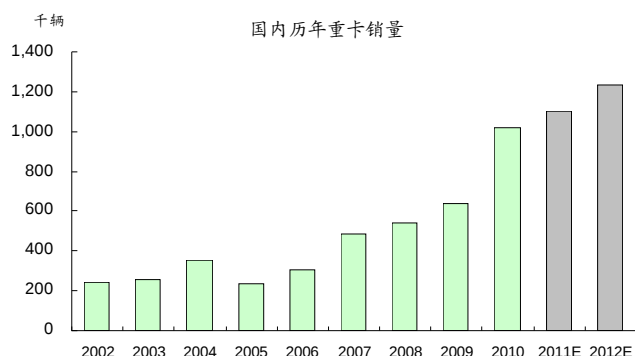
资料来源：公司公告，中金公司研究部

车辆业务：销售网点是未来 1-2 年建设重点

公司 1 季度道路运输车辆业务收入增速约为 20%-30%，全年取得收入正增长的概率较大；由于产品结构改善、上游关键零部件自给程度提高，盈利率也有望进一步提高，我们预计 2011 年公司车辆业务净利润有望接近 7 亿元人民币。

如我们之前的报告所述，由于国内重卡行业已取得多年的快速增长，未来的销量增速放缓已成定局（中金公司汽车行业研究员认为 2011-2012 年国内重卡销量增长率分别为 8% 和 12%），因此中集集团车辆业务未来的增长动力将主要来自于产品结构的进一步改善和销售网点的加速建设。

图表 8：国内重卡销量增速预计将放缓



资料来源：中汽协，中金公司研究部

中集车辆正在重点建设“百店计划”，公司目前仅有几十家车辆销售门店，其中很大一部分还是非自有店；在销售网络加强后，公司的市场份额有望进一步提高。与乘用车 4S 店动辄数千万元的投资不同，公司的车辆销售门店不需要购买土地、不需要复杂的建筑和装修、修理业务较为简单，一家门店只需要投入数百万元甚至更低。

中集集团对其车辆业务未来 3 年的年均增长目标是至少达到 20%-30%，我们认为这一目标能否完成有一定不确定性，但公司获得高于行业平均水平的增速仍是大概率事件。

与奇瑞合资成立的集瑞重卡公司目标细分市场是介于国内中低端重卡和进口高端重卡直接的“真空地带”（一般价格在 40-70 万元的区间）。但是考虑到国内重卡行业激烈竞争的格局和终端用户的消费习惯，我们认为其贡献利润尚需要一定时间。

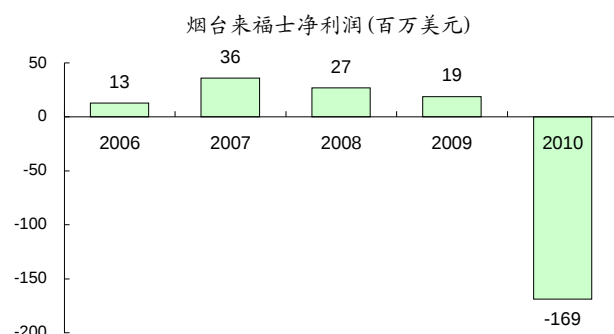
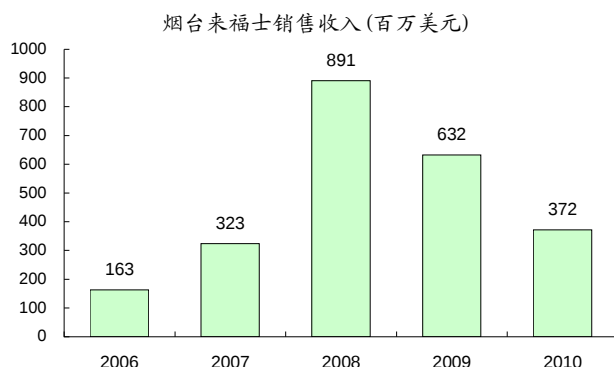
海洋工程业务：意在长远

中集集团 2010 年报显示烟台来福士当年亏损额为 11.09 亿元（对中集影响为 5.65 亿元），但这并非全部是 2010 年当年形成：事实上公司近期交付和在建的半潜式钻井平台多为 2007 年之前所承接的订单，当时价格较低；且由于建造经验不足，在过去几年中收入的确认处理偏乐观，而在 2010 年出现最终交付延期后一次冲回。

来福士目前在建的有 2 座半潜式平台、5 座自升式平台（其中 1 座钻井平台、1 座生活平台），5 座自升式平台中已至少有 1 座获得了确定的合同，其余正在积极洽谈中；预计 2011 年烟台来福士实现收入 38-40 亿元人民币，虽然仍难以实现盈利，但亏损额将同比大幅减少。

来福士年初至今尚未获得新的海工设备订单，但目前公司正在积极拓展市场争取订单，来福士 2011 年海工新接订单目标为 15-20 亿美元。

图表 9：烟台来福士收入及利润变化



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

中集集团总裁麦伯良先生今年 4 月起兼任烟台来福士的执行董事兼总裁，来福士的内部管理有望得到加强；而来福士原有的来自新加坡的核心团队将主要利用其在海外的人脉关系重点加强争取订单的工作。

以来福士目前的生产水平，半潜式平台总的建设周期在 30 个月以上，自升式平台在 20 个月以上；公司具备同时开工 3-4 个半潜式平台和 6 个自升式平台的能力，远期成熟后希望达到年均交付 2-3 个半潜式平台、4-5 个自升式平台的能力，在不考虑 EPC 模式的情况下（如果只出售产品，来福士只能够获得一个平台总价的 50%，而如果以 EPC 总包模式，则可以获得一个平台总价的 100% 的收入），未来有望实现年均 100 亿元人民币的收入规模和 15 亿元以上人民币的净利润（其中归属中集集团为约 8 亿元）。

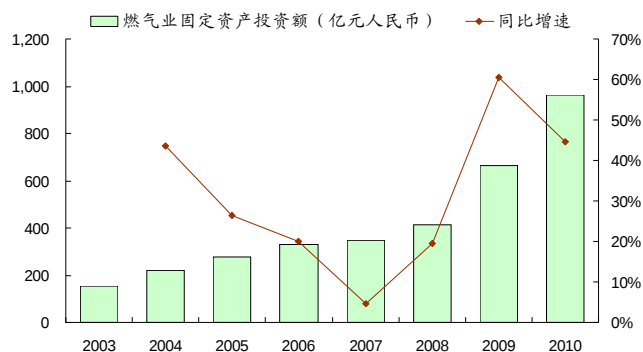
能源化工食品装备业务：成长空间广阔

中集集团的能化食品装备业务主要在公司控股的香港上市公司中集安瑞科（3899.HK）中，其他部分包括南通大罐（啤酒生产储运设备业务）、大连重化（化工/煤化工压力容器业务）、TGE GAS（天然气/石化装备类建设工程总包业务）。

中集安瑞科的能源装备主要是天然气（CNG/LNG）储运供气设备，包括 CNG 无缝钢瓶（70%以上份额）、CNG 长管拖车（70%以上份额）、CNG 加气子站（70%以上份额）、LNG 接收站（60%以上份额）等处于国内市场领先水平的产品。

国内天然气应用和基础设施建设在未来增长空间仍然非常广阔：根据中国政府的相关规划，天然气占一次能源消耗比重将从目前的 4% 提高到 2015 年的 9% 和 2020 年的 15%。中集安瑞科的 CNG/LNG 装备目前订单饱满，已排至 9-10 月份，预计未来 2-3 年的收入增速 30% 以上。

图表 10：国内燃气行业固定资产投资快速增长



资料来源：Wind，中金公司研究部

CNG 和 LNG 的应用特点有所不同：LNG 的密度大于比 CNG，更适于长距离运输，但是生产成本较高；目前国内的情况更适合与 CNG 应用，但是随着海上油气资源开发的增长，LNG 的应用程度将提高。对于公司而言，目前的 CNG 装备的收入规模和盈利率都高于 LNG，特别是长管拖车的加气子站的毛利率较高；但是长期来看预计 CNG 和 LNG 装备的毛利率都将稳定在 16%-20% 的水平（CNG 装备市场新进入者的威胁要略大于 LNG）。

安瑞科的压缩机产品主要在蚌埠压缩机公司生产，这一市场竞争激烈，安瑞科并不占优势，年均收入 2-3 亿元人民币，且尚未形成标准化产品；未来在努力提高标准化的同时，也将试图向海外市场拓展。

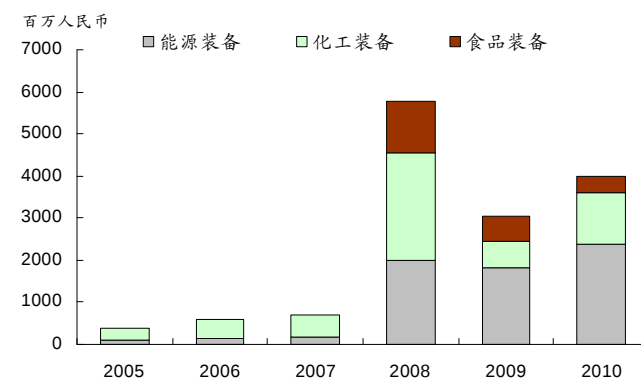
中集安瑞科的化工装备业务以中集南通公司的化学品液罐集装箱产品为主（占有这一产品全球市场 60% 以上），也包括一些化工生产过程反应设备（如压力容器），但尚未形成竞争力。

液罐集装箱市场目前正处于快速复苏过程中（公司 2009

年销量约 3000 箱、2010 年约 7000 箱、2011 年预计 1.2-1.5 万箱），箱价在 2.5-2.8 万美元/箱，毛利率在 17%-18%；预计未来 2-3 年的销量增速在 20% 以上。

液态食品装备业务主要在荷兰 Holvrieka 公司中，以面向欧洲市场为主，目前仍处于需求低迷的状态中（2010 年收入下降 30% 以上，2011 年能否反弹有不确定性）；而中集集团新建的南通大罐公司（尚不在安瑞科资产中）主要面向国内和新兴国家的液态食品装备市场，优势产品是啤酒生产和储运装备，但是由于产品定位较为高端，因此市场的打开仍需时日。预计公司的食品装备业务未来 2 年的年均增速在 5%-10%。

图表 11：中集安瑞科收入及结构变化



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

值得指出的是，中集安瑞科目前的业务仍以产品为主，但未来将力图增加 EPC 工程总包的比重，不仅能够拓展收入规模，而且 EPC 的毛利率水平也高于目前的产品收入，一般在 20% 以上。安瑞科 2011 年资本支出预计为 6-7 亿元，其中 3-4 亿用于购置土地、新建生产设备，2-2.5 亿元用于收购 EPC 总包业务的公司。

我们预计中集集团能化食品装备业务 2011 年实现收入 75-80 亿元，增长 40% 以上，归属中集母公司净利润 4 亿元以上，增长 100% 以上。安瑞科的收入和利润增长幅度也大致与此相仿。

图表 12：中集集团分季度主要财务指标

百万元人民币	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011
营业收入	11,988	18,183	12,950	4,207	4,259	5,184	4,443	6,590	7,774	13,463	16,939	13,591	17,057
营业成本	10,756	16,308	11,537	3,274	3,590	4,517	3,916	5,379	7,042	11,205	13,873	11,478	13,738
毛利	1,232	1,875	1,413	933	669	667	527	1,211	733	2,258	3,066	2,113	3,319
销售费用	247	325	275	232	144	168	152	263	178	380	463	229	532
管理费用	335	616	512	199	431	482	452	612	487	545	790	912	796
财务费用	104	114	104	-126	106	12	31	-18	113	139	196	222	189
资产减值损失	20	11	-21	691	-5	214	9	179	-371	401	3	243	-8
投资净收益	55	24	-33	372	654	779	95	40	13	-70	32	63	10
营业利润	481	713	733	-161	564	582	-51	225	404	725	1,696	613	1,726
营业外收入	13	15	7	171	23	12	24	114	113	82	20	77	87
营业外支出	1	14	4	25	1	2	3	21	1	4	4	46	4
利润总额	493	714	736	-16	586	592	-31	318	516	803	1,711	645	1,808
所得税	49	57	25	111	144	126	15	99	97	137	224	366	509
净利润	444	657	711	-127	442	465	-46	219	420	666	1,487	279	1,299
少数股东收益	38	37	36	168	23	58	4	36	65	107	75	-398	-59
归属母公司净利	406	620	676	-295	419	407	-50	183	354	558	1,412	677	1,358
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%	15.5%	19.5%
营业利润率/除投资	3.6%	3.8%	5.9%	-12.7%	-2.1%	-3.8%	-3.3%	2.8%	5.0%	5.9%	9.8%	4.0%	10.1%
税前净利率/除投资	3.6%	3.8%	5.9%	-9.2%	-1.6%	-3.6%	-2.8%	4.2%	6.5%	6.5%	9.9%	4.3%	10.5%
销售净利率/除投资	3.2%	3.5%	5.7%	-11.9%	-5.0%	-6.0%	-3.2%	2.7%	5.2%	5.5%	8.6%	1.6%	7.6%
ROE/单季度	2.5%	4.3%	4.7%	-2.2%	3.1%	3.1%	-0.4%	1.3%	2.4%	3.9%	9.8%	4.2%	7.7%
销售费用率	2.1%	1.8%	2.1%	5.5%	3.4%	3.2%	3.4%	4.0%	2.3%	2.8%	2.7%	1.7%	3.1%
管理费用率	2.8%	3.4%	4.0%	4.7%	10.1%	9.3%	10.2%	9.3%	6.3%	4.0%	4.7%	6.7%	4.7%
实际所得税率	10.0%	8.0%	3.3%	-710.3%	24.6%	21.3%	-50.3%	31.1%	18.7%	17.1%	13.1%	56.8%	28.1%
少数股东收益占比	8.5%	5.6%	5.0%	-132.5%	5.3%	12.6%	-9.0%	16.4%	15.5%	16.1%	5.0%	-142.9%	-4.6%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13: 中集集团分业务板块的收入及成本预测

营业收入(百万元人民币)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
集装箱	34,049	29,099	5,574	25,440	39,619	44,958	49,004
道路运输车辆	9,724	10,050	11,013	16,632	19,126	21,995	24,635
能源化工食品装备	4,536	7,771	3,600	5,351	7,759	9,698	12,123
海洋工程装备				2,444	3,815	4,960	6,447
其他	452	407	815	1,902	2,282	2,739	3,287
合计	48,761	47,327	20,476	51,768	72,601	84,350	95,496

营业成本(百万元人民币)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
集装箱	-30,879	-25,949	-3,263	-20,485	-31,576	-36,551	-40,428
道路运输车辆	-8,647	-8,945	-9,534	-14,253	-16,238	-18,696	-20,939
能源化工食品装备	-3,851	-6,551	-2,977	-4,411	-6,395	-7,924	-9,698
海洋工程装备				-3,246	-3,872	-4,464	-5,480
其他	-427	-429	-733	-1,202	-1,826	-2,191	-2,629
合计	-43,804	-41,874	-17,402	-43,598	-59,908	-69,825	-79,176

毛利率	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
集装箱	9.3%	10.8%	14.6%	19.5%	20.3%	18.7%	17.5%
道路运输车辆	11.1%	11.0%	13.4%	14.3%	15.1%	15.0%	15.0%
能源化工食品装备	15.1%	15.7%	17.3%	17.6%	17.6%	18.3%	20.0%
海洋工程装备				-32.8%	-1.5%	10.0%	15.0%
其他	5.3%	-5.2%	10.0%	36.8%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	10.2%	11.5%	15.0%	15.8%	17.5%	17.2%	17.1%

各业务占总收入比	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
集装箱	69.8%	61.5%	27.2%	49.1%	54.6%	53.3%	51.3%
道路运输车辆	19.9%	21.2%	53.8%	32.1%	26.3%	26.1%	25.8%
能源化工食品装备	9.3%	16.4%	17.6%	10.3%	10.7%	11.5%	12.7%
海洋工程装备	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	5.3%	5.9%	6.8%
其他	0.9%	0.9%	4.0%	3.7%	3.1%	3.2%	3.4%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 14: 中集集团三张报表预测摘要

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	48,761	47,327	20,476	51,768	72,601	84,350	95,496
营业成本	-43,804	-41,874	-17,402	-43,598	-59,908	-69,825	-79,176
毛利	4,902	5,426	3,022	8,094	12,586	14,400	16,178
销售费用	-1,153	-1,080	-728	-1,250	-2,323	-2,530	-2,865
管理费用	-1,598	-1,661	-1,976	-2,734	-3,194	-3,711	-4,202
财务费用	-372	-196	-131	-670	-770	-655	-687
投资收益	1,466	418	1,568	39	25	125	125
营业利润	3,457	1,767	1,320	3,438	6,034	7,340	8,261
利润总额	3,500	1,927	1,465	3,675	6,110	7,423	8,351
所得税	-175	-242	-385	-824	-1,344	-1,648	-1,719
净利润	3,326	1,685	1,081	2,851	4,766	5,775	6,632
归属于母公司股东的净利润	3,165	1,407	959	3,002	4,572	5,371	6,035
现金流量表 (百万元)							
经营活动现金流净额	-1,086	3,367	970	1,483	5,112	5,719	6,938
投资活动现金流净额	-2,998	-2,527	3	-2,730	-1,593	-2,053	-2,351
融资活动现金流净额	5,448	-959	521	477	-2,869	-2,587	-2,552
货币资金增加额	1,364	-119	1,493	-770	649	1,079	2,035
资产负债表 (百万元)							
货币资金	3,054	3,101	5,269	4,656	4,447	5,526	7,561
应收票据	758	853	1,691	509	2,984	3,466	3,924
应收账款	8,900	4,194	3,863	8,130	10,741	12,479	14,128
预付账款	1,694	1,014	1,074	2,433	2,984	3,466	3,924
其他应收款	1,147	884	1,123	2,236	1,591	1,849	2,093
存货	7,715	7,833	6,754	13,424	11,934	13,866	15,698
流动资产合计	25,150	18,818	20,535	33,792	37,087	43,066	49,749
可供出售金融资产	4,154	1,265	1,176	768	773	778	783
长期应收款	199	502	992	1,336	1,336	1,336	1,336
长期股权投资	913	1,603	1,931	1,548	1,573	1,698	1,823
固定资产	6,342	7,154	7,695	10,006	10,540	10,749	11,267
在建工程	694	944	573	1,698	1,340	1,668	1,902
无形资产	2,360	2,645	2,778	3,219	3,269	3,316	3,363
商誉	978	1,150	1,207	1,169	1,169	1,169	1,169
非流动资产合计	15,899	15,739	16,823	20,339	20,597	21,316	22,245
资产总计	41,049	34,558	37,358	54,131	57,684	64,381	71,994
短期借款	2,697	2,207	4,157	8,309	7,609	6,909	6,209
应付票据	2,525	1,013	1,226	2,539	1,970	2,296	2,603
应付账款	6,980	4,391	4,462	9,118	10,176	11,861	13,449
预收账款	530	688	1,271	1,936	1,970	2,296	2,603
应付职工薪酬	937	757	813	1,366	1,067	1,243	1,410
应交税费	418	422	623	789	1,079	1,258	1,426
其他应付款	1,396	1,583	1,477	2,388	2,134	2,296	2,603
一年内到期的非流动负债	1,368	270	455	2,845	2,045	1,545	1,245
流动负债合计	17,918	12,399	15,197	29,971	29,358	31,012	32,857
长期借款	4,462	6,548	5,609	3,912	4,112	4,312	4,512
非流动负债合计	5,588	7,224	6,334	4,953	5,153	5,353	5,553
负债合计	23,506	19,623	21,532	34,924	34,511	36,364	38,410
股本	2,662	2,662	2,662	2,662	2,662	2,662	2,662
储备和未分配利润	13,251	10,767	11,536	13,561	17,334	21,773	26,743
归属于母公司股东所有者权益合计	15,914	13,429	14,198	16,223	19,996	24,435	29,406
少数股东权益	1,629	1,506	1,628	2,984	3,178	3,582	4,179
所有者权益合计	17,542	14,934	15,827	19,207	23,174	28,017	33,584
负债和权益	41,049	34,558	37,358	54,131	57,684	64,381	71,994
财务指标							
毛利率	10.1%	11.5%	14.8%	15.6%	17.3%	17.1%	16.9%
息税前利润率	7.9%	4.5%	7.8%	8.4%	9.5%	9.6%	9.5%
营业利润率	7.1%	3.7%	6.4%	6.6%	8.3%	8.7%	8.7%
净利率	6.5%	3.0%	4.7%	5.8%	6.3%	6.4%	6.3%
总资产回报率	7.7%	4.1%	2.6%	5.5%	7.9%	8.3%	8.4%
净资产回报率	19.9%	10.5%	6.8%	18.5%	22.9%	22.0%	20.5%
资产负债率	57.3%	56.8%	57.6%	64.5%	59.8%	56.5%	53.4%

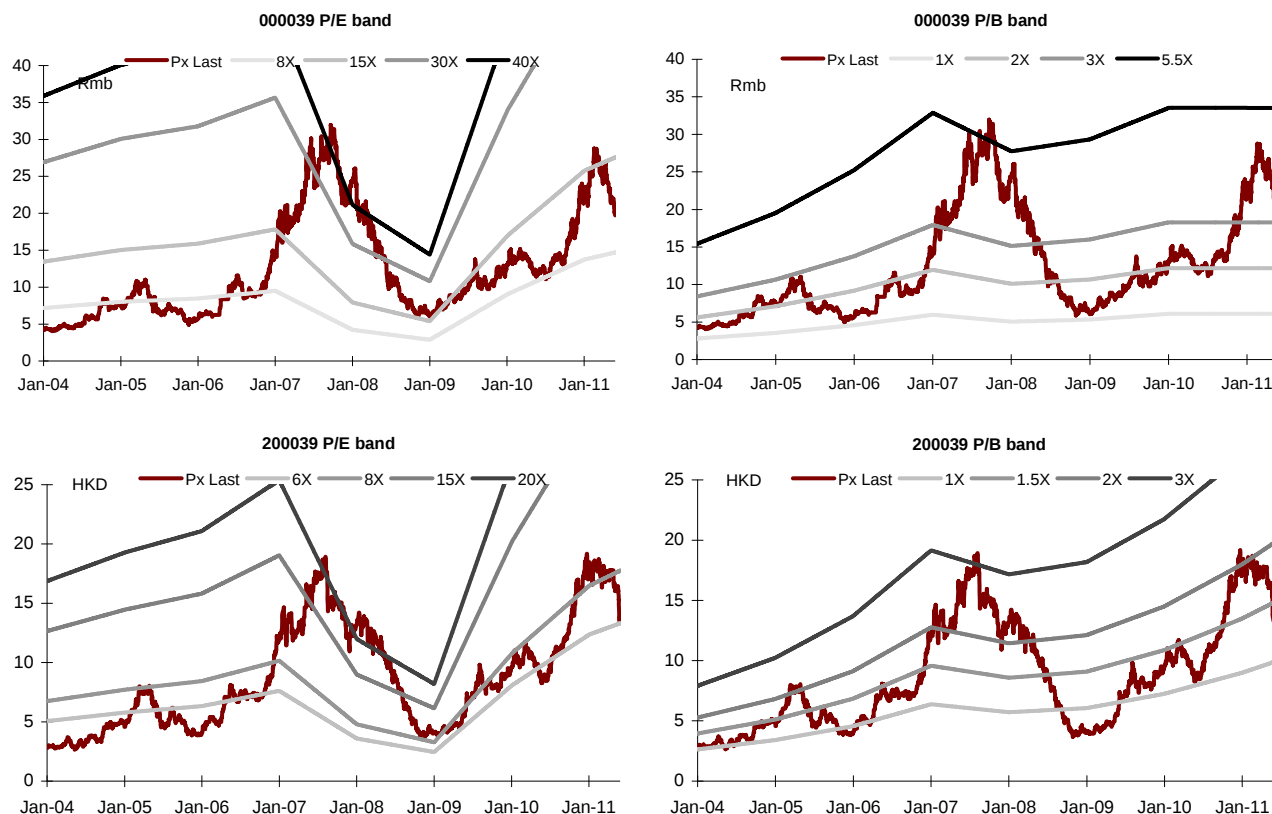
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 15: 中集集团可比公司相对估值水平

上市公司	股票代码	货币	收盘价 11-5-27	总市值 USD mn	P/E				P/B			
					2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
国内可比上市公司												
中国重工	601989 CH Equity	CNY	11.97	16,901	26.02	20.82	18.92	17.20	3.61	n.a.	n.a.	n.a.
中国船舶	600150 CH Equity	CNY	66.25	6,761	16.81	14.47	13.12	12.26	2.75	2.31	1.98	1.77
广船国际A	600685 CH Equity	CNY	25.52	1,607	24.51	17.22	15.93	15.68	3.83	3.00	2.69	2.38
广船国际B	317 HK Equity	HKD	13.92	1,607	11.15	7.83	7.25	7.13	1.74	1.37	1.22	1.08
中集集团A	000039 CH Equity	CNY	19.74	6,188	17.51	11.50	9.79	8.71	3.24	2.67	2.18	1.81
中集集团B	200039 CH Equity	HKD	13.30	6,188	9.84	6.46	5.50	4.89	1.82	1.50	1.22	1.01
振华重工A	600320 CH Equity	CNY	6.58	4,058	n.a.	101.03	22.00	13.41	1.89	1.86	1.73	1.56
振华重工B	900947 CH Equity	USD	0.56	4,058	n.a.	55.62	12.11	7.38	1.04	1.02	0.95	0.86
熔盛重工	1101 HK Equity	HKD	4.79	4,306	13.31	6.61	5.65	5.19	2.02	1.52	1.26	1.09
扬子江船业	YZJ SP Equity	SGD	1.63	5,016	10.63	10.30	9.80	9.60	3.28	2.70	2.26	1.91
胜狮货柜	716 HK Equity	HKD	3.28	1,017	13.68	8.34	9.73	10.30	2.75	2.19	1.80	1.47
中远新加坡	COS SP Equity	SGD	2.00	3,592	18.00	16.26	14.71	14.60	3.74	3.19	2.79	2.55
平均值					16.15	23.04	12.04	10.53	2.64	2.12	1.83	1.59
中位值					15.25	12.98	10.96	9.95	2.75	2.19	1.80	1.56
国外可比上市公司												
Hyundai Heavy Industries	009540 KS Equity	KRW	451000	31,492	11.39	7.77	7.52	n.a.	2.79	2.23	1.85	n.a.
Samsung Heavy Industries	010140 KS Equity	KRW	43000	9,121	13.28	12.71	14.30	n.a.	3.27	2.77	2.44	n.a.
Daewoo Shipbuilding & Marine	042660 KS Equity	KRW	42200	7,421	10.46	10.84	12.61	10.61	1.97	1.75	1.60	1.44
Keppel Corp Ltd	KEP SP Equity	SGD	11.28	16,113	11.20	13.77	12.85	11.85	2.69	2.49	2.27	2.12
Sembcorp Marine Ltd	SMM SP Equity	SGD	5.25	8,779	12.67	16.01	15.91	15.04	4.20	4.01	3.54	3.08
Mitsui Engineer & Shipbuild	7003 JP Equity	JPY	178.00	1,480	7.50	9.52	7.97	10.42	0.92	0.91	0.85	0.78
平均值					11.08	11.77	11.86	11.98	2.64	2.36	2.09	1.86
中位值					11.29	11.78	12.73	11.23	2.74	2.36	2.06	1.78
平均值-汇总					14.25	19.28	11.98	10.89	2.64	2.21	1.92	1.66
中位值-汇总					12.98	12.10	12.36	10.51	2.75	2.23	1.85	1.56

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 16: 中集集团 A/B 股的 P/E 和 P/B 估值历史波动区间



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED