

方正证券研究所

研究员：张远德

执业证书编号：S1220511030004

TEL: 010-68584881

E-mail: zhangyuande@foundersc.com

联系人：彭民（机械行业）

TEL: 010-68584886

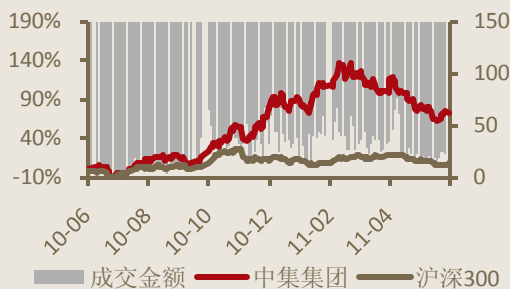
Email: pengmin@foundersc.com

周娅（机械行业）

TEL: 010-68584820

Email: zhouya@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	51768	71818	87532	105910
(+/-)	152.83%	38.73%	21.88%	21.00%
净利润	3001.85	4816.57	5985.25	7620.97
(+/-)	213.03%	60.45%	24.26%	27.33%
EPS (元)	1.13	1.81	2.25	2.86
P/E	17.89	11.15	8.97	7.05

相关研究

《集装箱保持景气，海工业务有望迈上新台阶》；

《业绩大幅反转，海工业务蓄势待发——海洋工程系列研究报告（三）》；

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

由劳动密集型转向资本和技术密集型 海工与能化食品装备将引领未来增长

中集集团(000039)

公司深度报告
2011.06.09 买入

金属制品 II 行业

投资要点

※我们有别于市场的观点：

目前，市场一直将公司定位为集装箱制造企业，给予较低估值；同时认为 2011 年集装箱需求可能回调，公司集装箱业务有下滑风险；另外，去年公司海工业务亏损，市场对公司海工业务前景表示担忧。我们与市场的观点并不一样，我们认为：

1、公司早已不再是单纯的集装箱制造企业，公司拥有一个高瞻远瞩、长期稳定、并购和运营技能高超的高管团队，从 2002 年开始，高管团队就带领公司开始了大规模多元化扩张，目前，集装箱业务收入及利润占比已从 2001 年的几乎 100%，下降至 85% 左右，预计到 2013 年将下降到 45% 左右。而 2002 年进入的道路运输车辆业务于 2006 年发展为全球第一大龙头，新拓展的海工和能化食品装备也将迅速发展壮大，不仅将有助于抵御集装箱业务的周期性风险和行业长期低增速瓶颈，还将实现由劳动密集型向资本和技术密集型转变，理应享受较高估值，目前 2011 年 11 倍的估值水平被低估。

2、公司集装箱业务未来 3 年收入年复合增速将超过 20%；而且，金融危机后，行业经历一轮洗牌，企业数量及新进入者大幅减少、龙头企业产能扩张也趋于理性，行业供给端集中度进一步提高、竞争环境改善，公司作为全球龙头毛利率达到 18.99% 的历史最高水平，且未来有望继续保持高位。

3、海工业务虽然近几年盈利情况不乐观，但尚处于蓄势阶段，并不能因 2010 年业绩不佳而担忧其前景。通过近几年深水装备的批量建造与交付，积累了丰富的技术、生产和项目管理经验，再加之中集莱佛士的品牌号召力，公司将发展成为国内最具潜力的海工设备制造商。2012 年有望扭亏，未来 10 年将畅享全球海工行业高速发展及世界海工装备制造中心向中国转移的行业性机会。

※卓越的高管团队创造外延式扩张神话，多元化抵御周期性风险

公司优秀、传奇的高管团队，保障了 20 年来数十次兼并收购的圆满成功，成就了如今的全球集装箱全球龙头、道路运输车辆全球龙头地位，也将继续促进公司成为海工装备全球龙头和能化食品装备进口替代龙头，抵御集装箱业务周期性风险和行业长期低增速的瓶颈，驱动公司由劳动密集型向资本和技术密集型升级，引领公司未来新一轮增长。

※集装箱景气有望持续，竞争环境优化、盈利能力高位运行

受全球经济持续复苏、新经济体发展、低航速运行政策继续推行、更新需求释放等拉动，集装箱行业景气有望持续，公司作为全球龙头，未来 3 年将继续保持 20%以上的复合增速。

金融危机后行业经历了一轮洗牌，企业数量大幅减少；受沿海可用场地面积限制及用工荒影响，行业进入门槛提高、新进入者减少；而且各龙头企业产能扩张趋于理性、扩张步伐放慢；行业供给端的集中度进一步提高、竞争环境改善，公司作为全球龙头毛利率达到 18.99%的历史最高水平，且未来有望继续保持 15%以上的高位。

※海工业务积累经验、理顺管理，蓄势迈上新台阶

公司通过控股全球领先、国内最大的海工装备企业烟台莱佛士，大举进军海工领域。凭借国内领先的研发设计实力、世界一流的建造设施和创新型建造模式，公司已累计交付半潜式平台 4 座，在技术、生产和项目管理方面积累了丰富的经验，走在国内前列。

同时，集团总裁亲自任莱佛士 CEO，意味着对海工业务的高度重视，未来有望给予更大的支持；同时也将有助于理顺中集莱佛士内部管理机制、提高管理效率，突破在项目管理、生产流程管理等方面的瓶颈。公司海工业务能力将显著提高，迈上新的台阶。

目前在手订单超过 10 亿美元，2011 年受首制且逾期的深水平台交付影响，将继续亏损，但受益于经验积累和管理效率的提升，亏损有望大幅减少；2012 年后，公司挺过最艰难的起步阶段、进入收获期，2013 年收入有望达到 150 亿元，毛利率有望在 10%以上，逐渐成为引领公司未来增长的新亮点。

※车辆业务添新动力，能化食品装备整合效应逐渐显现

随着经济的持续增长，保障房、铁路、水利等基础设施建设的推进，公司道路运输车辆业务将继续保持稳健发展。另外，公司与奇瑞、玉柴、法士特、富华重工联手进军国内重卡领域，2011 年开始量产，2013 年有望实现收入 110 亿元以上，将贡献可观投资收益。

在能化食品装备领域，公司先后收购了安瑞科和 TGE SA，并以安瑞科为平台于 2009 年完成了能化食品装备资产整合。受益经济复苏、国内需求升级以及业务整合效应释放，2012 年业务收入有望超过 90 亿元，毛利率达到 19%以上。

※维持“买入”评级

我们预计公司 2011-13 年收入分别为 718.18、875.32、1059.1 亿元；归属母公司的净利润分别为 48.17、59.85、76.21 亿元；EPS 分别为 1.81、2.25、2.86 元；对应综合 PE 为 11.15、8.97 和 7.05 倍。

我们按分业务进行估值，分别给予 2012 年集装箱、道路运输车辆、能化食品装备、海工、空港和其他业务 10、15、20、30、18 和 15 倍 PE，得出公司的合理价值为 31.22 元，维持“买入”评级。

目录

一、卓越的高管团队创造外延式扩张神话，多元化抵御周期性风险	7
1.1、卓越、稳定的高管理团队创造了今天的外延式扩张神话，也将驱动未来的持续增长	7
1.2、多元化抵御周期性，海工及能化食品装备成新增长点	9
二、集装箱景气有望持续，盈利能力高位运行	12
2.1、集装箱需求旺盛，景气有望持续	12
2.1.1、集装箱行业触底复苏，连续 3 季度高景气	12
2.1.2、国内集装箱运价指数高位运行	12
2.1.3、国内各大航运公司运力投放需求保持强劲	13
2.1.4、油价攀升导致低航速运行将继续，拉动集装箱需求	16
2.1.5、年均旧箱更新需求将超过 120 万 TEU	17
2.2、行业竞争环境优化，盈利能力高位运行	17
2.2.1、行业集中度高，前 3 大龙头市场占有率超过 80%	17
2.2.2、行业新进入者逐渐减少、产能扩张进度放慢	17
2.2.3、行业盈利能力逐渐改善，毛利率有望继续保持高位	18
2.3、中集作为全球集装箱巨头，未来 3 年复合增速超 20%	19
三、海洋工程业务蓄势，即将迈上新台阶	20
3.1、借力莱佛士，打造世界一流海工装备制造商	20
3.1.1、控股全球领先、国内最大的海工装备企业烟台莱佛士	20
3.1.2、收购龙口莱佛士，培育自升式钻井平台模块建造基地	21
3.1.3、设立海阳莱佛士，打造半潜式钻井平台模块建造基地	21
3.2、建造设施世界一流，技术水平国内领先	22
3.2.1、三基地——海工建造设施世界一流	22
3.2.2、三中心——设计及技术研发国内领先	23
3.3、海工项目批量交付，积累经验、为未来蓄势	24
3.3.1、半潜式平台已交付 4 座，成功交付率不断提高	24
3.3.2、在建 2 座半潜式平台通过最严格审查，将成功交付	25
3.3.3、批量交付积累经验，为未来蓄势	26
3.4、董事长亲政莱佛士，加大支持、强化管理、迈上新台阶	26
3.5、海工装备未来 5 年年均市场容量 810 亿美元，前景广阔	26
3.6、在手订单 10 亿美元，2011 减亏、2012 年有望贡献利润	27
四、道路运输车辆业务再添新增长动力	29
4.1、道路运输车辆业务全球第一，2010 年大幅增长 51%	29
4.2、五强联手进军重卡，将贡献可观的投资收益	29
4.3、道路运输车辆业务未来 3 年有望保持 20%的复合增速	31
五、能化食品装备搭建全球化营运平台，空间广阔	32
5.1、收购安瑞科、整合能化食品装备，搭建全球化营运平台	32

5.2、整合效益逐渐显现，2012 年收入将超 90 亿元.....	33
六、维持“买入”评级.....	33
6.1、关键假设.....	33
6.2、合理价值为 31.22 元，维持“买入”评级.....	34
七、风险提示.....	35

图表目录

图表 1: 公司高管团队平均工作及在任年限分别高达 19 年和 9 年.....	7
图表 2: 公司 56% 的高管团队成员在公司工作年限超过 20 年.....	7
图表 3: 公司 44% 的高管团队成员高管任期超过 10 年.....	8
图表 4: 20 年兼并收购中集成为全球集装箱绝对龙头.....	8
图表 5: 5 年将道路运输车辆业务从零发展为全球第一大龙头.....	9
图表 6: 2002 年开始公司大力推进多元化战略.....	9
图表 7: 2010 年各项业务收入（左）及毛利（右）占比.....	10
图表 8: 2013 年各项业务收入（左）及毛利（右）占比预测.....	10
图表 9: 集装箱业务收入及毛利占比将进一步下降.....	10
图表 10: 公司海工及能化食品装备发展展望.....	11
图表 11: 海工与能化食品装备业务收入及毛利占比将逐渐提升.....	11
图表 12: 我国集装箱行业收入连续 3 季度高速增长.....	12
图表 13: 出口集装箱运价指数保持 1000 点以上, 5 月开始企稳向上.....	13
图表 14: 我国沿海散货运价指数 CCBFI 自 2010 年开始震荡回升.....	13
图表 15: 中海集运集装箱吞吐量 2010 年开始反弹至 720 万 TEU.....	14
图表 16: 中海发展货运量 2009 年初触底回升后不断创新高.....	14
图表 17: 中国远洋集装箱航运业务累计载箱量恢复到金融危机前水平.....	15
图表 18: 中外运集装箱船业务停用总天数恢复至 2006-2007 年水平.....	15
图表 19: 珠江船务集装箱运输量 2010 年大幅回升超过金融危机前水平.....	16
图表 20: 国际原油价格攀升至 110 美元/桶.....	16
图表 21: 全球集装箱行业呈金字塔竞争格局.....	17
图表 22: 金融危机后国内集装箱制造单位数量已降至 77 家.....	18
图表 23: 国内集装箱行业毛利率达到近 10 年来的最高位 18.25%.....	18
图表 24: 中集 2010 年集装箱累计销量大幅回升至 144 万 TEU.....	19
图表 25: 中集未来 3 年集装箱业务收入年复合增速 24%.....	19
图表 26: 中集未来 3 年集装箱业务毛利率将保持 17.5% 左右.....	20
图表 27: 烟台莱佛士历年交付业绩优异.....	20
图表 28: 国内已交付及在建的深水钻采装备共 8 座, 莱佛士占 6 座.....	21
图表 29: 公司拥有烟台、海阳、龙口三大海工生产基地.....	22
图表 30: 公司拥有世界一流的海工建造设施.....	22
图表 31: 公司海工设计及技术研发水平国内领先.....	23
图表 32: 公司截止目前已交付 4 座半潜式钻井平台.....	24
图表 33: 公司已交付的半潜式钻井平台在全球处于领先水平.....	25
图表 34: 2011-2015 年全球海洋油气开发投资年均 3600 亿美元.....	27
图表 35: 2011-2015 年全球海工装备市场容量年均 810 亿美元.....	27

图表 36: 2010-2013 年公司海工业务收入及毛利率预测.....	28
图表 37: 公司与 4 大汽车及零配件龙头联手进军重卡领域.....	29
图表 38: 公司重卡项目内容及进度	30
图表 39: 公司重卡业务进展顺利.....	30
图表 40: 2011-2013 年公司重卡业务收入及毛利率预测.....	31
图表 41: 2011-2013 年公司道路运输车辆业务收入及毛利率预测.....	31
图表 42: 公司先后收购 2 家能化食品装备制造企业.....	32
图表 43: 公司能化食品装备业务结构.....	32
图表 44: 2011-2013 年公司能化食品装备业务收入及毛利率预测.....	33
图表 45: 2011-2013 年分项业务预测.....	34
图表 46: 分项业务估值.....	35

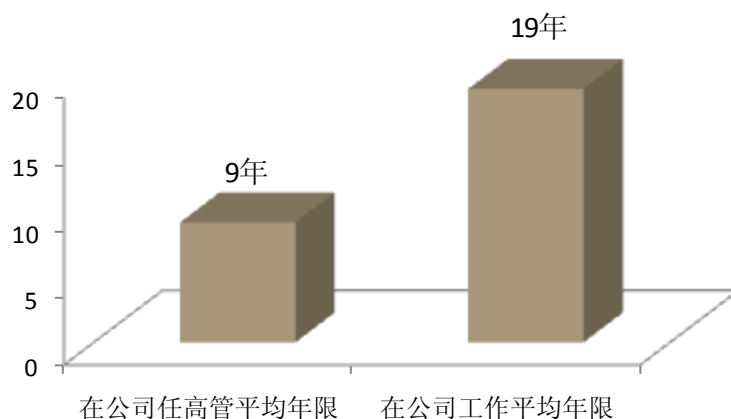
一、卓越的高管团队创造外延式扩张神话，多元化抵御周期性风险

1.1、卓越、稳定的高管理团队创造了今天的外延式扩张神话，也将驱动未来的持续增长

高管团队是一个公司的灵魂，是公司发展壮大的关键驱动力，而中集就拥有一个卓越、稳定、传奇的高管团队。

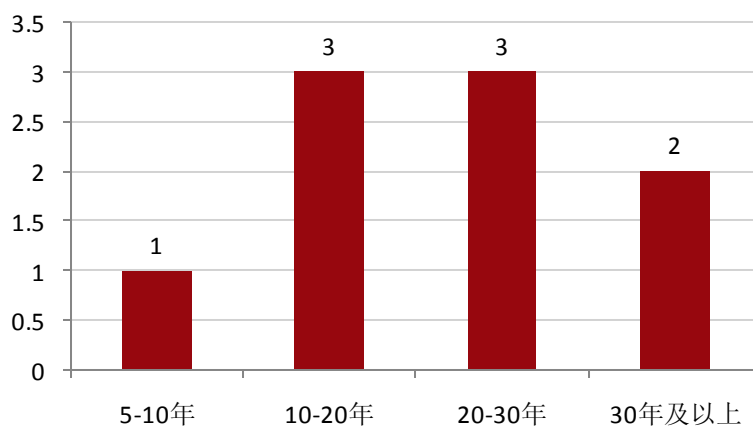
公司拥有一个资历深、长期稳定的高管理团队。高管团队成员在公司的平均工作年限高达 19 年、任高管平均年限达 9 年。其中，公司总裁麦伯良先生自公司成立后的第 3 年——1982 年便加入公司，工作年限长达 30 年、任总裁长达 20 年。

图表 1：公司高管团队平均工作及在任年限分别高达 19 年和 9 年



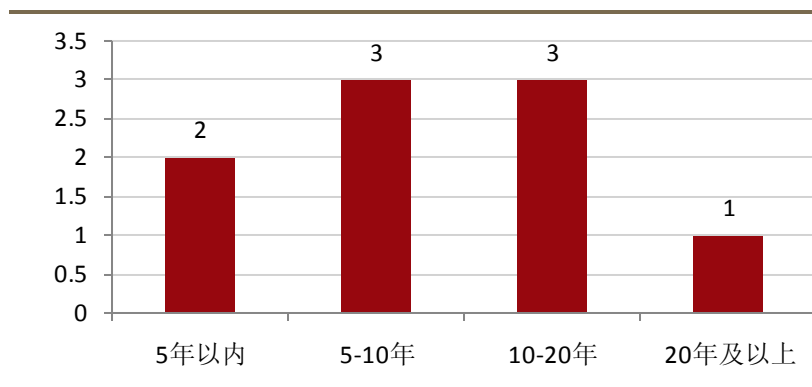
资料来源：方正证券研究所

图表 2：公司 56%的高管团队成员在公司工作年限超过 20 年



资料来源：方正证券研究所

图表 3：公司 44%的高管团队成员高管任期超过 10 年



资料来源：方正证券研究所

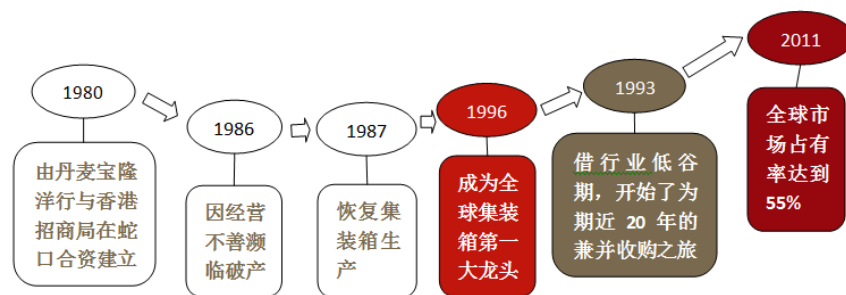
高管团队高瞻远瞩的战略视野、高超的产业整合与运营技巧、卓越的管理能力，成就了一个个从无到有、从名不见经传到全球龙头的传奇。

公司用了 10 年，从一个濒临破产的合资集装箱制造企业，发展为全球集装箱的第一大龙头，经过 20 年的兼并收购，全球市场占有率超过 50%。

中集集团成立于 1980 年，由丹麦宝隆洋行与香港招商局在蛇口合资建立，主营业务为集装箱制造。1986 年，公司曾因经营不善濒临破产，1987 年，恢复集装箱生产。1993 年国内集装箱行业竞争加剧，部分企业开始亏损，公司借此行业低谷期，凭借管理和低成本优势对一些弱势企业实施兼并，开始了为期近 20 年的兼并收购之旅。

在过去近 20 年时间里，中集先后收购了大连集装箱公司、南通顺达集装箱公司、广东新会集装箱厂、韩国现代在青岛的 2 个集装箱厂、中远集团旗下的 2 个集装箱厂等数十家集装箱公司。通过大规模的兼并收购，公司成为全球集装箱龙头，全球市场占有率约 55%。

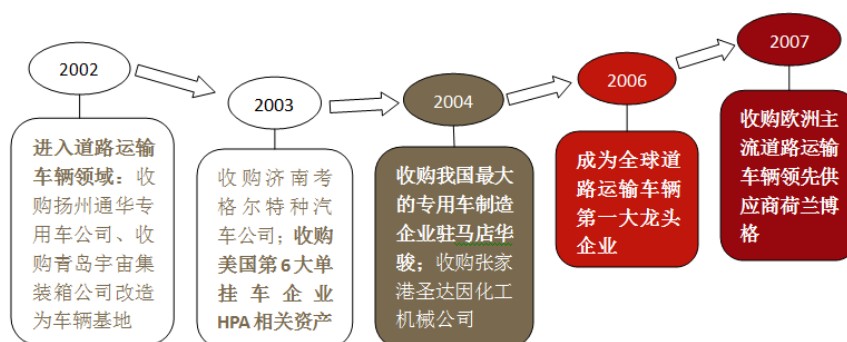
图表 4：20 年兼并收购中集成为全球集装箱绝对龙头



资料来源：方正证券研究所

公司又用了 5 年时间，将道路运输车辆业务从零发展为全球第一大龙头，2006 年道路运输车辆业务收入相当于 2001 年末进入道路运输车辆前集装箱业务的全年收入，相当于 5 年再造一个中集。

图表 5：5 年将道路运输车辆业务从零发展为全球第一大龙头



资料来源：方正证券研究所

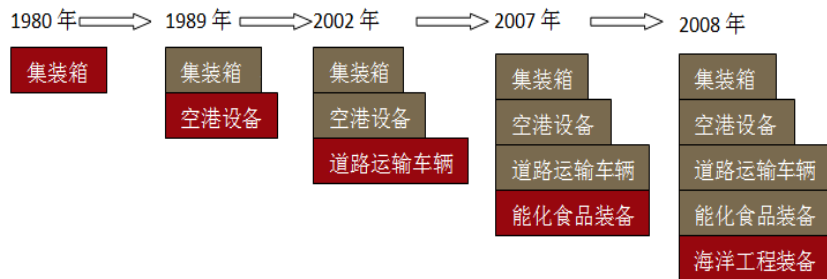
优秀、传奇的管理团队，保障了 20 年来数十次兼并收购的圆满成功，成就了如今的全球集装箱全球龙头、道路运输车辆全球龙头地位，也将继续促进公司成为海工装备全球龙头和能化食品装备进口替代龙头企业，驱动公司产业升级和未来的持续增长。

1.2、多元化抵御周期性，海工及能化食品装备成新增长点

积极推行多元化战略、抵御集装箱业务的周期性风险，道路运输车辆业务已发展为全球龙头，新拓展的海工及能化食品装备业务将引领公司未来的新一轮增长。集装箱是公司 30 年以来的传统业务，目前，全球集装箱制造中心已转移到中国，市场集中度高、竞争格局稳定，公司作为全球第一大集装箱龙头企业将与行业同增长；而集装箱行业与全球经济和贸易密切相关，具有较强的周期性。

公司管理层在巩固集装箱业务的基础上，推行多元化战略、抵御集装箱业务的周期性风险。公司大力发展道路运输车辆业务，目前已成为全球龙头。另外，2007 年通过收购安瑞科等公司进入能化食品装备领域，2008 年底收购莱佛士部分股权并随后实现控股，大举进军海工装备领域。

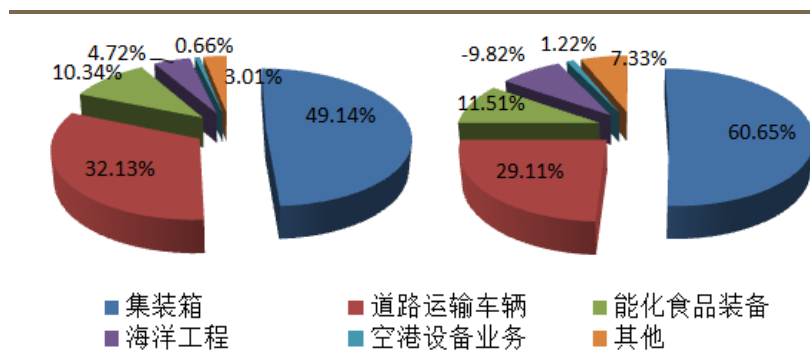
图表 6：2002 年开始公司大力推进多元化战略



资料来源：方正证券研究所

目前，集装箱和道路运输车辆是公司的支柱业务，收入和毛利占比分别达到 81.27%、89.76%，而海工和能化食品装备处于蓄势期，收入占比为 15.06%，受海工业务亏损影响，毛利占比仅为 1.69%。

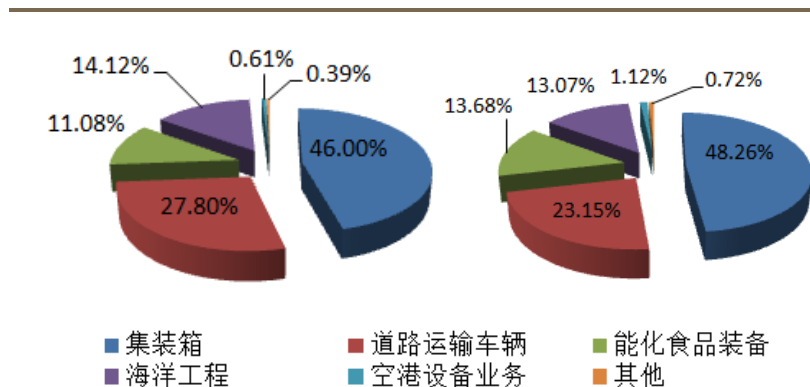
图表 7：2010 年各项业务收入（左）及毛利（右）占比



资料来源：Wind 方正证券研究所

预计到 2013 年，集装箱和车辆业务的收入及毛利占比将下降，而新拓展的海工及能化食品装备占比将逐渐提升，公司业务结构进一步优化。

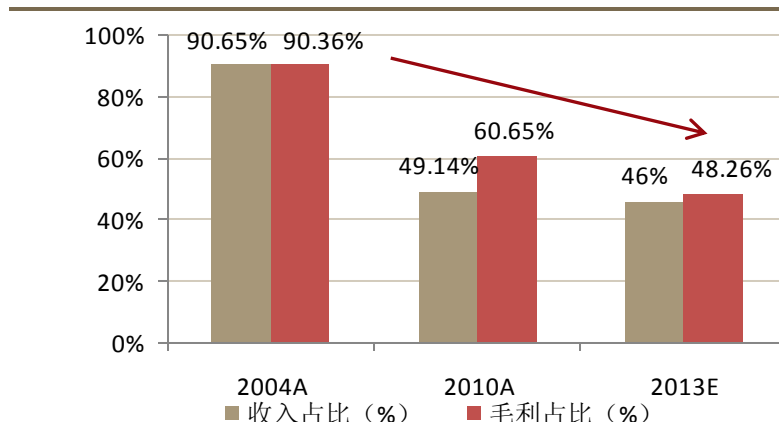
图表 8：2013 年各项业务收入（左）及毛利（右）占比预测



资料来源：Wind 方正证券研究所

随着多元化战略的推进，集装箱业务收入和毛利占比逐渐下降，分别由 2004 年的 90.65%、90.36% 下降到 2010 年的 49.14% 和 60.65%，预计到 2013 年将进一步下降到 46% 和 48.26%。

图表 9：集装箱业务收入及毛利占比将进一步下降



资料来源：方正证券研究所

目前，公司的集装箱和道路运输车辆市场全球第一大龙头的地位稳固，借 2007-2008 年的金融危机低谷期，公司继续通过兼并行业内最优秀的企业，大举进军能化食品装备和海洋工程装备。凭借卓越的产业整合与运营技巧，未来有望发展成为全球海工装备龙头和能化食品装备进口替代龙头，逐渐实现从劳动密集型向资本和技术密集型转型。

图表 10：公司海工及能化食品装备发展展望

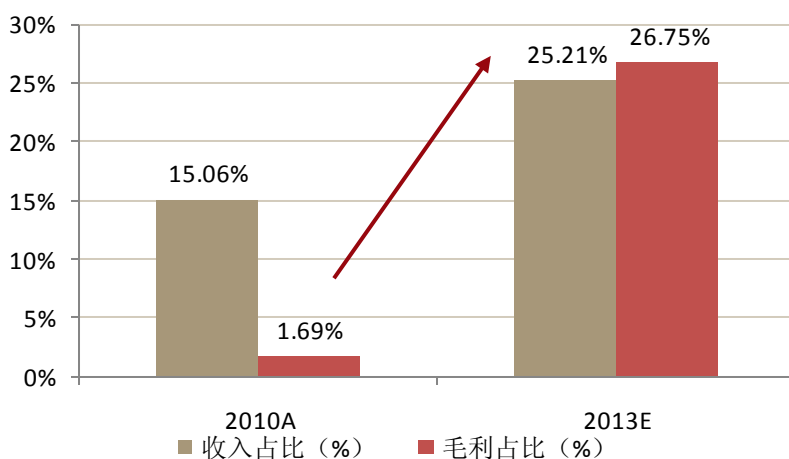
业务类型	发展优势	未来展望
海工装备	1、全球海工装备建造中心向中国转移是大势所趋； 2、公司是全球第三大深水钻采装备建造商，是国内最大的海工装备建造企业；	全球海工装备建造龙头
能化食品装备	1、我国的天然气消费将持续增长，天然气管道、储运及零售装备需求旺盛； 2、设备技术门槛高，目前主要依赖进口，进口替代空间广阔； 3、公司具备深厚的技术基础，目前已完成了天然气上游钻采装备、中游运输存储装备和下游零售服务的全产业链布局；	能化食品装备进口替代龙头

资料来源：方正证券研究所

随着公司深水装备的批量建造交付以及内部管理架构的调整，海工业务将迈上新的台阶，同时，能化食品装备业务的整合效应也将逐渐释放。

预计到 2013 年，海工也能化食品装备业务的收入及毛利占比将分别达到 25.21%和 26.75%，且将保持持续提升的态势，逐渐发展成为公司增长的主动力，抵御集装箱业务的周期性风险。

图表 11：海工与能化食品装备业务收入及毛利占比将逐渐提升



资料来源：方正证券研究所

二、集装箱景气有望持续，盈利能力高位运行

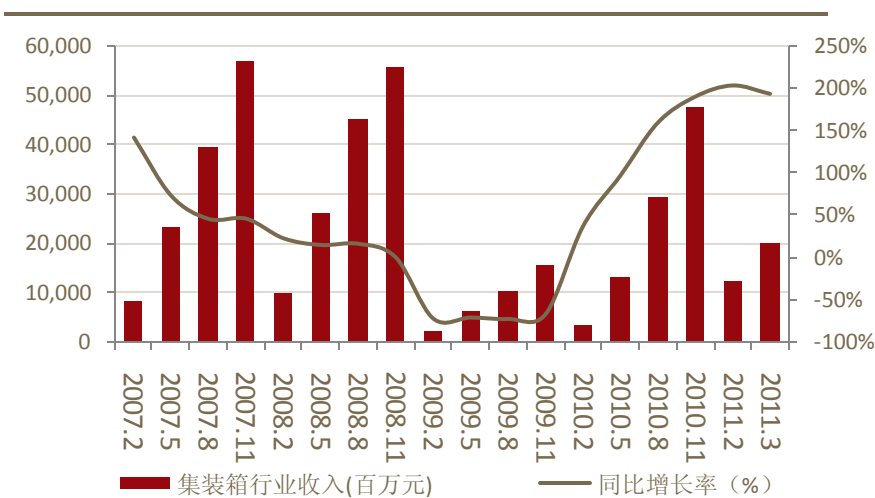
受益于全球经济的复苏、新经济体的发展，航运业将继续高景气，且低航速运行将在未来较长一段时间内保持，集装箱更新需求也将逐渐释放，未来 3 年公司集装箱业务年复合增速将超过 25%；而且，行业集中度高、竞争环境改善，盈利能力有望继续保持较高水平。

2.1、集装箱需求旺盛，景气有望持续

2.1.1、集装箱行业触底复苏，连续 3 季度高景气

受益全球经济复苏，集装箱行业迎来跨年度行情，自 2010 年下半年开始连续 3 个季度高速增长，2011 年 1 季度增长高达 192.45%。受全球金融危机影响，我国集装箱行业自 2007 年下半年开始增速大幅下滑，2009 年达到最低谷。而从 2010 年上半年开始，受益于全球经济的逐渐复苏，集装箱行业逐渐走出金融危机低谷期，行业销售收入企稳回升，尤其是自 2010 年下半年开始，进入快速增长轨道，2010 年 2 月、5 月、8 月、11 月行业累计收入增速分别为 35.9%、95.84%、158.27%和 189.05%，2011 年继续延续了 2010 年的高速增长态势，2011 年 2 月、3 月行业累计收入增长分别为 202.33%和 192.45%。

图表 12：我国集装箱行业收入连续 3 季度高速增长



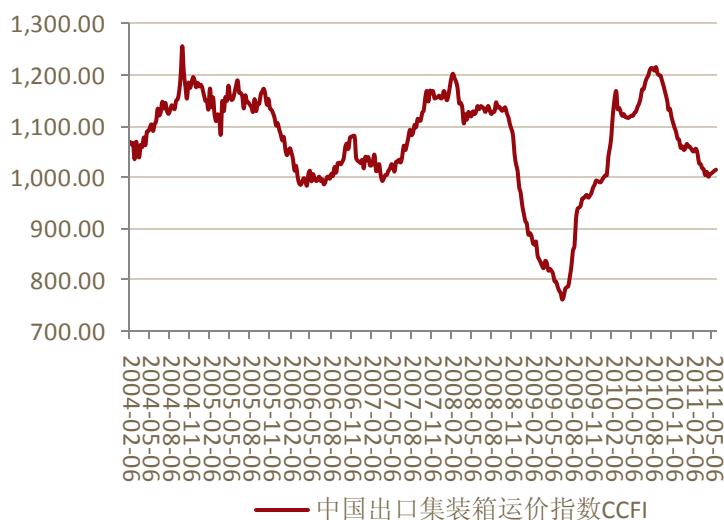
资料来源：Wind 方正证券研究所

2.1.2、国内集装箱运价指数高位运行

我国出口集装箱运价指数 CCFI 在 2010 年 3 季度达到金融危机后的最高位 1214.7 点，随后便逐渐回调，但目前仍保持在 1000 点以上的较高水平，且自 5 月开始企稳向上。运价指数反映下游航运业的景气度，受金融危机影响，中国出口集装箱运价指数 CCFI

在 2009 年 2 季度降至近 10 年以来的最低位 763.31 点。自 2009 年底开始运价指数企稳回升，2010 年 3 季度达到金融危机后的最高位 1214.7 点。随后便逐渐回调，但目前仍保持在 1000 点以上的较高水平，且自 5 月开始企稳向上，表明集装箱下游航运业景气依然高涨。

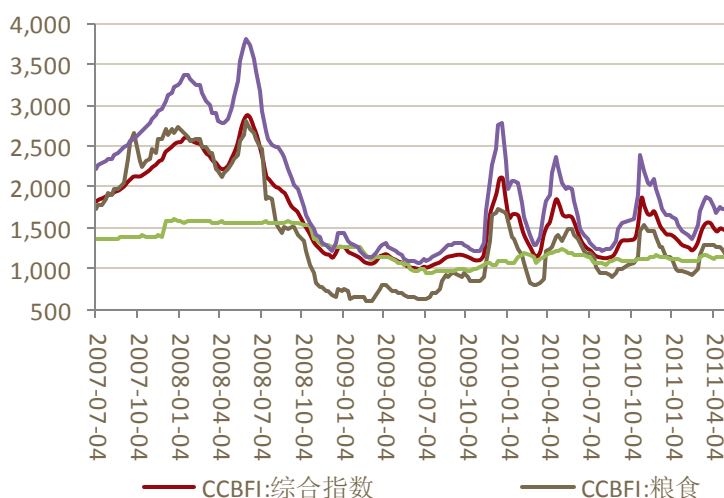
图表 13：出口集装箱运价指数保持 1000 点以上，5 月开始企稳向上



资料来源：Wind 方正证券研究所

从分类集运货物的运价情况来看，主要用集装箱运输的大宗货物如粮食、金属矿石、煤炭等，运价指数从 2010 年开始震荡回升，2011 年 1 季度继续保持升势。

图表 14：我国沿海散货运价指数 CCBFI 自 2010 年开始震荡回升



资料来源：Wind 方正证券研究所

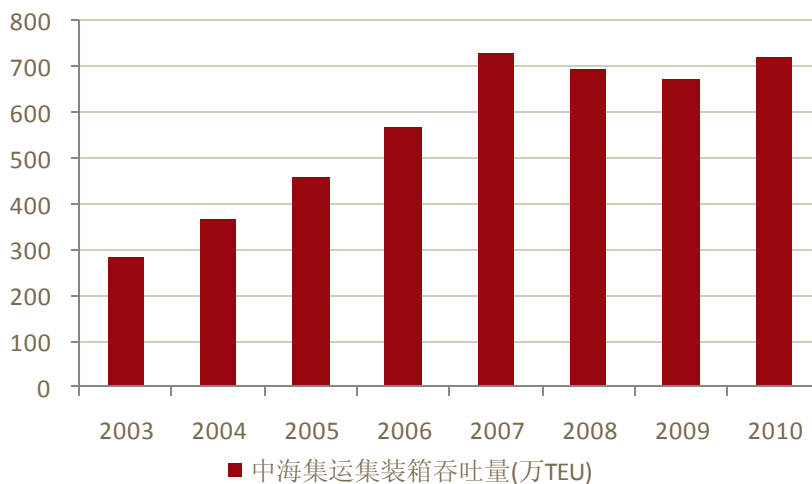
2.1.3、国内各大航运公司运力投放需求保持强劲

受金融危机影响，中海集运、中海发展、中国远洋、中外运、

珠江船务等国内各大航运公司集装箱运输业务出现下滑，2009 年达到最低谷，而随着全球经济的逐渐复苏，各大航运公司集装箱运输业务逐渐恢复，2010 年实现较快增长，目前运力投放需求依然较强。

中海集运集装箱吞吐量 2010 年开始反弹，达到 720.81 万 TEU。

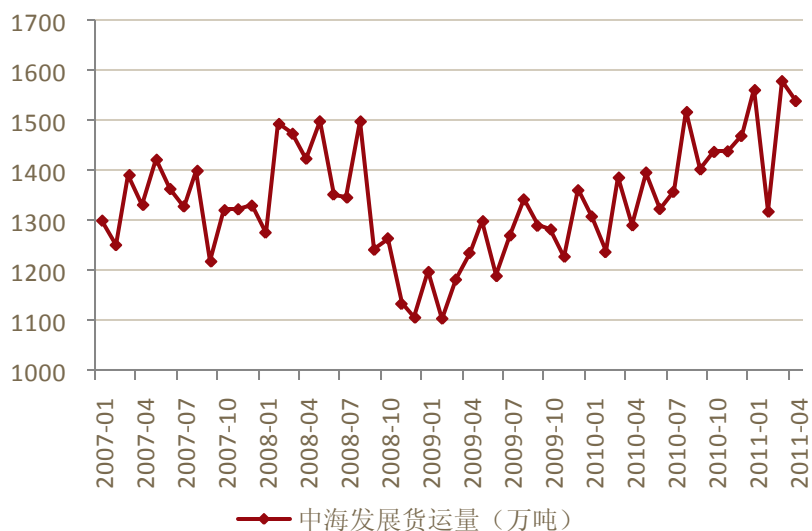
图表 15：中海集运集装箱吞吐量 2010 年开始反弹至 720 万 TEU



资料来源：Wind 方正证券研究所

中海发展货运量 2009 年 2 月达到金融危机后的单月最低量 1104.6 万吨，随后便逐渐回升，2011 年 3 月达到近 10 年以来的单月货运量最高点 1580.7 万吨。

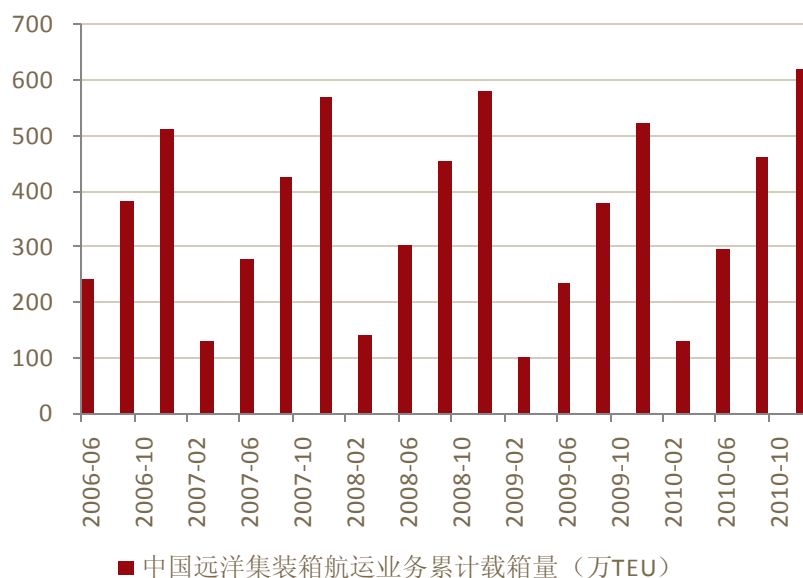
图表 16：中海发展货运量 2009 年初触底回升后不断创新高



资料来源：Wind 方正证券研究所

中国远洋集装箱航运业务累计载箱量在 2010 年已逐渐恢复到金融危机前的水平。

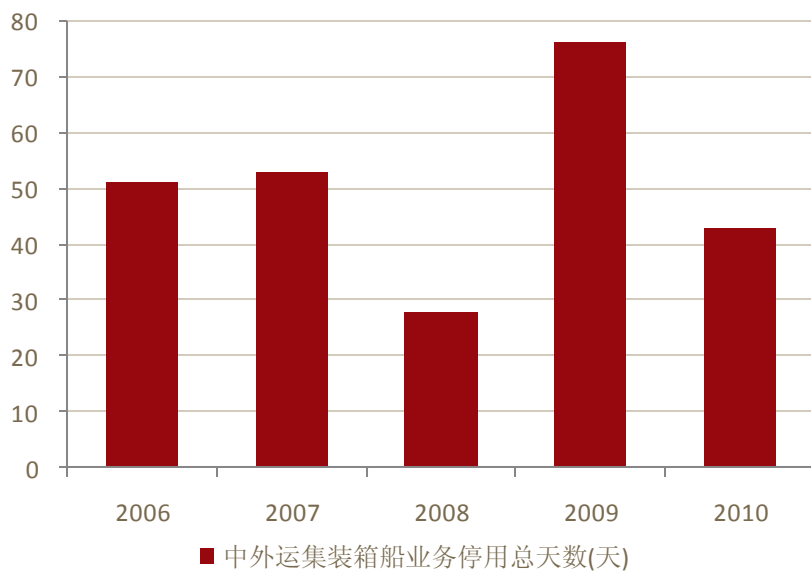
图表 17：中国远洋集装箱航运业务累计载箱量恢复到金融危机前水平



资料来源：Wind 方正证券研究所

中外运集装箱船业务的停用总天数 2009 年高达 76 天，而 2010 年下降到 43 天，逐渐恢复到 2006-2007 年的水平。

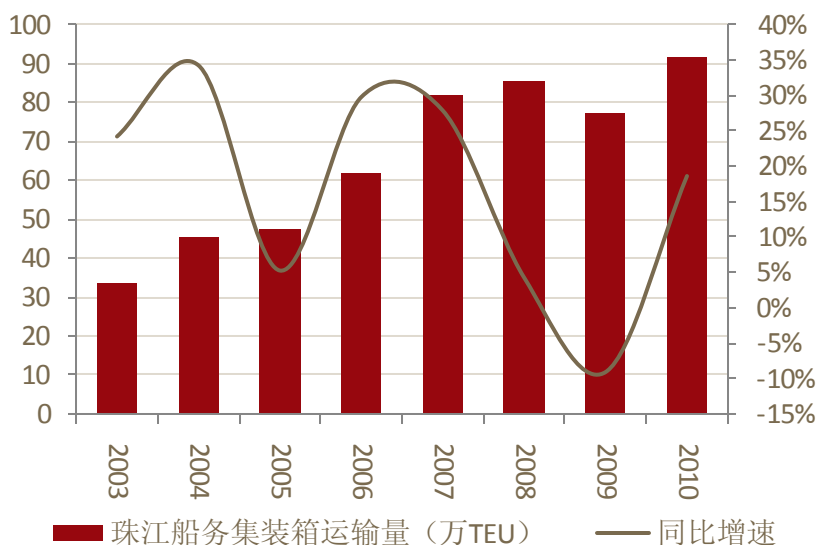
图表 18：中外运集装箱船业务停用总天数恢复至 2006-2007 年水平



资料来源：Wind 方正证券研究所

珠江船务集装箱运输量 2009 年受金融危机影响同比出现下滑，而 2010 年逐渐恢复，集装箱运输量达到 91.91 万 TEU，同比增长 18.6%，超过金融危机前的水平。

图表 19: 珠江船务集装箱运输量 2010 年大幅回升超过金融危机前水平



资料来源: Wind 方正证券研究所

2.1.4、油价攀升导致低航速运行将继续，拉动集装箱需求

油耗约占航运成本的 40%，航运成本对于油价非常敏感，一般而言，航速降低 10%，船用燃料油消耗能减少 25% 以上。随着油价的一路攀升，航运公司纷纷降低航速。近期国际原油价格最高已达 109 美元/桶左右，而船用燃料油价格接近 700 美元/吨，较 2010 年平均水平高 47%。我们预计油价将继续保持高位，航运公司低航速策略将在较长一段时间内被航运公司采纳，集装箱周转率下降，从而导致航运公司为完成相同运量不得不加大运力投入，拉动对集装箱的需求。

图表 20: 国际原油价格攀升至 110 美元/桶



资料来源: Wind 方正证券研究所

2.1.5、年均旧箱更新需求将超过 120 万 TEU

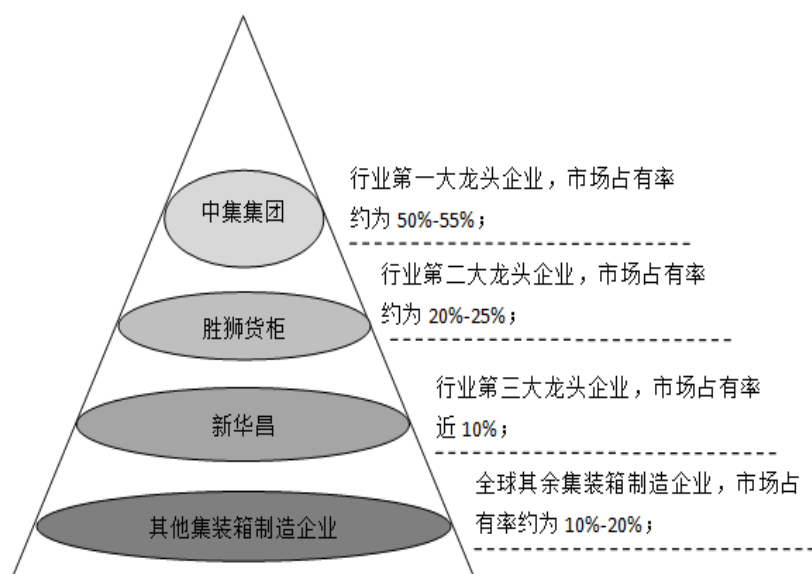
一般集装箱的使用寿命约为 10-12 年，目前全球集装箱保有量约为 2500 万 TEU，各大航运公司在 1999 年之前购置的集装箱将面临更新，每年的更新需求大约为 120-150 万 TEU，并且更新需求还将逐渐扩大。

2.2、行业竞争环境优化，盈利能力高位运行

2.2.1、行业集中度高，前 3 大龙头市场占有率超过 80%

中国是全球集装箱制造中心，全球 90% 以上的集装箱都产自中国。而且集装箱行业集中度非常高，目前已形成了以中集集团、胜狮货柜、新华昌 3 大企业为龙头的竞争格局。其中，中集集团的市场占有率约为 50%-55%；胜狮货柜的市场占有率约为 20%-25%；新华昌的市场占有率接近 10%。行业前 3 大龙头企业的市场占有率高达 80%-90%，行业集中度非常高。

图表 21：全球集装箱行业呈金字塔竞争格局

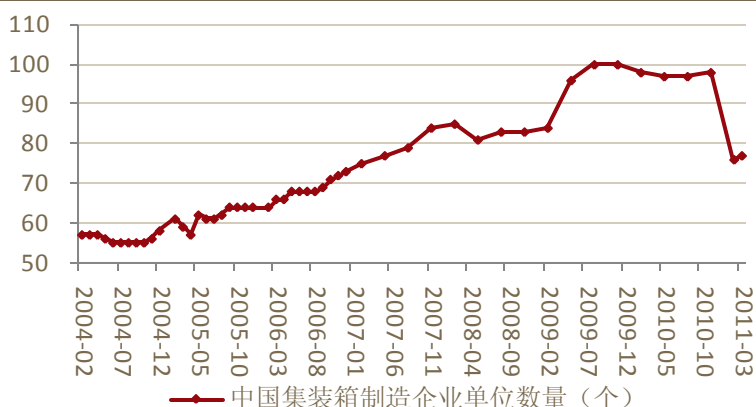


资料来源：方正证券研究所

2.2.2、行业新进入者逐渐减少、产能扩张进度放慢

随着全球集装箱制造中心向中国转移，我国集装箱制造企业数量不断增加，2009 年底达到 100 家。但受金融危机影响，行业需求极度萎缩，大量资金实力薄弱的中小型集装箱制造企业纷纷倒闭，行业经历了一轮洗牌，截止 2011 年 3 月，集装箱制造企业数量已降低至 77 家。

图表 22：金融危机后国内集装箱制造单位数量已降至 77 家



资料来源：Wind 方正证券研究所

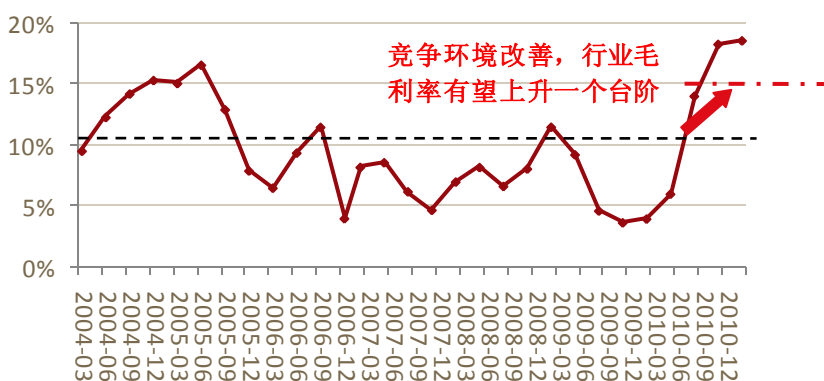
目前，经历金融危机洗牌之后，行业集中度进一步提高，前 3 大龙头企业的龙头地位进一步巩固，新进入者的市场拓展难度进一步增大。而且，集装箱制造对沿海地带场地面积的需求较大，受沿海可用场地面积限制，以及用工荒的影响，行业进入门槛进一步提高。预计在未来较长时间内都将保持较高的集中度，行业竞争格局保持稳定。

在产能投放方面，2006-2007 年，全球经济繁荣，各大集装箱制造企业纷纷扩张产能，行业供给大幅增长。但金融危机后，行业竞争环境优化，各龙头企业的产能扩张趋于理性，扩张步伐放慢，供给端集中度不断提高，行业竞争环境逐渐优化。

2.2.3、行业盈利能力逐渐改善，毛利率有望继续保持高位

受金融危机影响，2009 年集装箱行业几乎全行业停产，毛利率大幅下滑，2009 年毛利率下滑至 3.63%。随着全球经济的复苏和行业竞争环境的逐渐改善，从 2010 年开始，行业盈利状况逐渐改善，毛利率企稳回升，2010 年下半年，下游需求旺盛，产品售价上涨，2010 年底，行业毛利率达到近 10 年来的最高位 18.25%。

图表 23：国内集装箱行业毛利率达到近 10 年来的最高位 18.25%



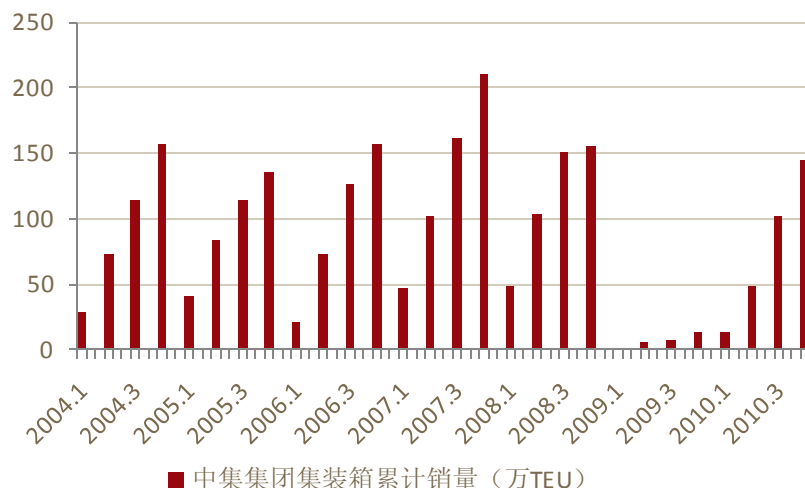
资料来源：Wind 方正证券研究所

随着全球经济的进一步复苏，以及行业竞争环境的改善，行业盈利能力有望继续保持高位。

2.3、中集作为全球集装箱巨头，未来3年复合增速超20%

公司集装箱业务自2010年开始触底回升，2010年底，公司集装箱总销量达到144.37万TEU，虽然较2009年大幅回升，距金融危机前2007年全年210.67万TEU的销量仍有较大的差距。

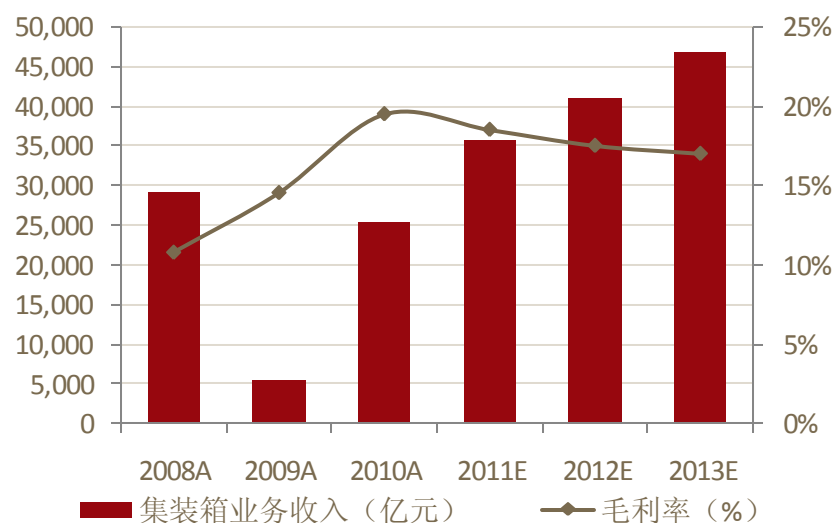
图表24：中集2010年集装箱累计销量大幅回升至144万TEU



资料来源：Wind 方正证券研究所

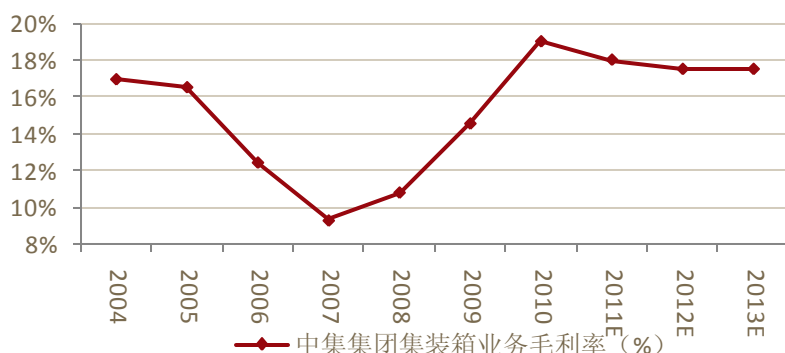
公司作为行业龙头，将与行业同增长。预计2011-2013年公司集装箱业务收入将分别达到381.6亿元、435.02亿元和487.23亿元，年复合增速24.19%。同时，毛利率也将保持在17.5%左右的较高水平。

图表25：中集未来3年集装箱业务收入年复合增速24%



资料来源：方正证券研究所

图表 26：中集未来 3 年集装箱业务毛利率将保持 17.5%左右



资料来源：方正证券研究所

三、海洋工程业务蓄势，即将迈上新台阶

3.1、借力莱佛士，打造世界一流海工装备制造商

3.1.1、控股全球领先、国内最大的海工装备企业烟台莱佛士

收购烟台莱佛士 50.01%股权，大举进军海工领域。2008 年底，公司成功收购烟台莱佛士 10%股份，正式进军海工领域。截止目前，公司持有烟台莱佛士股权比例已上升至 50.01%，成为其控股股东。

烟台莱佛士——国际领先的海工装备制造公司。1994 年，全球海洋工程巨头章立人收购烟台造船厂，成立烟台莱佛士海洋工程有限公司，注册地为新加坡，2006 年 5 月成功在挪威奥斯陆证券交易所场外交易市场 (OTC) 挂牌上市。

公司在建造各种海洋和离岸项目方面拥有丰富的专业建造经验，主营产品包括自升式钻井平台、半潜式钻井平台、浮式生产储油卸油船 (FPSO)、浮式储油船 (FSO)、半潜式驳船、起重船、铺管船、海上供应船、海上钢结构、全回转拖轮、豪华游艇等。

近 10 年，烟台来福士交付了 100 余艘各种类型的特种船舶及海工装备，在国际船舶海洋工程市场具有较高的知名度和美誉度。

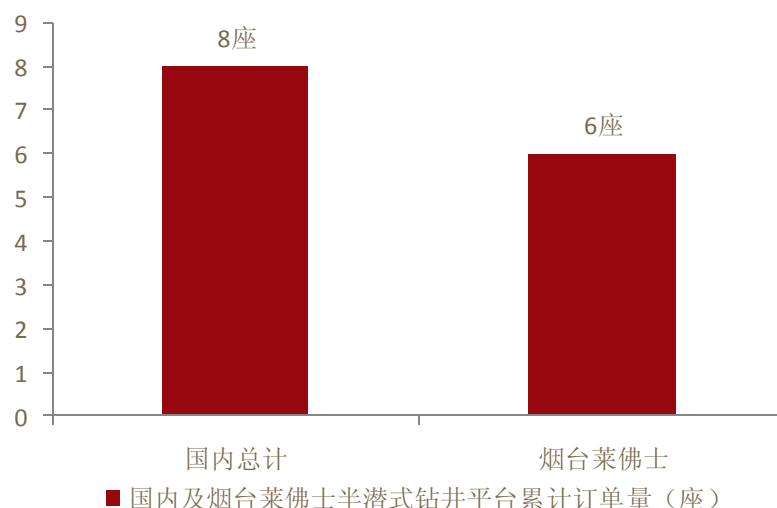
图表 27：烟台莱佛士历年交付业绩优异

产品类别	备注
特种船舶	海上铺管船 当时亚洲最大的 3800 吨起重能力海上铺管船；
	储油加工船 世界第一艘 30 万桶圆形储油加工船；
	PSV 多功能平台 当时世界最大拖力且技术含量最高的 260 吨/86 米 PSV 多功能平台服务船；
	服务船
海工装备	COSLPioneer1# 中国总包建成的首台深水半潜平台；
	SS Pantanal 国内首座第 5 代深水半潜平台；
	Frigstad D90 国内首座第 6 代深水半潜平台；

资料来源：方正证券研究所

烟台莱佛士是国内最大、手持订单最多的半潜式钻井平台建造商，也是国内少数几家在国际海工市场中参与全球竞争的海工装备制造企业。目前国内已交付及在手的深水钻采装备共 8 座，而烟台莱佛士占 6 座。

图表 28：国内已交付及在建的深水钻采装备共 8 座，莱佛士占 6 座



资料来源：方正证券研究所

3.1.2、收购龙口莱佛士，培育自升式钻井平台模块建造基地

控股子公司烟台莱佛士收购龙口莱佛士 100% 股权，主要从事自升式钻井平台模块建造。2010 年 4 月 30 日，子公司中集烟台来福士以支付现金人民币 2.84 亿元作为合并成本，购买了龙口三联公司 100% 股权，更名为龙口中集来福士，将主要从事自升式钻井平台模块建造。

2011 年项目建成后将形成年产 4 艘自升式钻井平台的产能，成为公司自升式钻井平台模块化建造基地。龙口莱佛士之前身——龙口三联公司 2007 年 8 月成立于山东省龙口市，主要从事石油钻井平台及相关海上设施的设计、制造、安装及修理，承包境内外船舶行业工程及工程所需设备等。目前龙口来福士基础设施建设项目仍处于建设当中，预计 2011 年可形成年产 4 艘自升式钻井平台的能力，将成为公司自升式钻井平台模块化建造基地。

3.1.3、设立海阳莱佛士，打造半潜式钻井平台模块建造基地

控股子公司烟台莱佛士设立独资子公司海阳莱佛士，专注于半潜式钻井平台模块建造。2008 年 4 月，烟台莱佛士在海阳成立了独资船厂——海阳莱佛士，注册资本 2 亿元，目前总投资 7 亿元，主要从事半潜式钻井平台模块建造。

已形成半潜式钻井平台 2 艘、钢结构 40,000 吨的年产能，且受益于莱佛士配股募资，产能将进一步扩张。目前，海阳莱佛士年产钢结构 40,000 吨、半潜式钻井平台 2 艘的规划产能已经达成，成为公

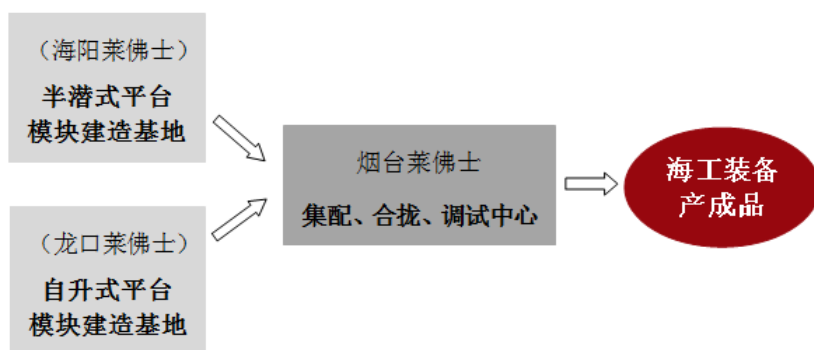
司的半潜式钻井平台模块化建造基地。而且，烟台莱佛士通过配股募集资金后，计划在海阳莱佛士兴建更多的工房，使建造工作更多地在室内进行，以尽量减少不利天气对生产的影响。

3.2、建造设施世界一流，技术水平国内领先

3.2.1、三基地——海工建造设施世界一流

烟台、海阳、龙口三大生产基地，模块建造+总成调试。公司海工建造基地分布于山东烟台、海阳、龙口。其中，烟台基地以集配、合拢、调试为主，海阳基地主要是半潜式钻井平台模块建造，龙口基地主要是自升式钻井平台建造，在海阳及龙口基地完成模块建造后，再由烟台基地进行总成和调试。

图表 29：公司拥有烟台、海阳、龙口三大海工生产基地



资料来源：方正证券研究所

世界一流的半潜式钻井平台创新型建造模式，每个半潜式钻井平台建造时间将节省 6 个月，将缩短建造周期 15% 以上，成为海洋工程发展史上一个重要的里程碑。公司拥有世界一流的海工建造基础设施，包括 18 米深水码头、亚洲第二大的 30 万吨级干船坞、封闭式干船坞、半潜式 15,000 吨下水驳船、全球最大的 2 万吨级龙门起重机、2 千吨克令式起重机及 2 万吨液压机等。

图表 30：公司拥有世界一流的海工建造设施

设施类别	公司主要的海工建造设施
基础设施	18 米深水码头；
	亚洲第二大的 30 万吨级干船坞；
起重安装设备	20,000 吨液压机；
	2,000 吨克令式起重机；
	半潜式 15,000 吨下水驳船；
	全球最大的 20,000 吨级龙门起重机；

资料来源：方正证券研究所

公司形成了全面陆地建造、大型驳船下水、20,000 吨吊车坞内合拢、18 米深水码头水下安装推进器等一系列半潜式钻井平台的创新

型建造工艺。公司改变了海洋石油钻井平台传统的建造方式，实现了半潜式平台上下装并行建造，并通过 20,000 吨龙门起重机一步合拢，每个半潜式钻井平台的建造时间将节省 6 个月，一般半潜式钻井平台的建造周期为 3 年左右，这一建造模式将缩短建造周期 15% 以上，提高了建造质量、生产效率和施工安全性，成为海洋工程发展史上一个重要的里程碑。

3.2.2、三中心——设计及技术研发国内领先

成立烟台及上海海工研究中心，承接国家能源海洋石油钻井平台研发（试验）中心，大力强化海工设计及技术实力，确立国内领先地位。公司自 2009 年开始在海工技术研发领域进行战略布局，先后设立了中集海洋工程研究院、上海中集海工研究中心，并承接了国家能源海洋石油钻井平台研发（试验）中心，大力强化了公司海工设计及技术研发实力，确定了在国内海工行业的领先地位与竞争优势。

图表 31：公司海工设计及技术研发水平国内领先

海工研究机构	备注
烟台中集海工研究院	1、定位为公司海洋工程业务的技术平台及产业孵化器； 2、主要从事船舶与海洋工程基础研究、试验、设计、EPC、工程咨询、项目管理、技术咨询、技术服务、技术培训、会展服务及贸易等业务内容。
上海中集海工研究中心	1、主要从事船舶与海工基础研究、试验、设计等业务内容；
中集国家能源海洋石油钻井平台研发中心	1、唯一 2 家国家能源海洋石油钻井平台研发中心之一； 2、标志着公司在海工科研领域具备了国家级的行业地位； 3、强化了供公司在国内海洋工程行业的领先优势； 4、获得了承担国家重要海工装备研发、试验和制造任务的资质；

资料来源：方正证券研究所

凝聚了一批 800 余人拥有丰富世界海工建造经验的国际化专家团队，构建了贯穿海工装备基础设计、详细设计和生产设计全过程的研发设计平台，且通过批量订单的交付积累了大量设计经验。目前，公司共拥有技术研发人员 800 余人，拥有丰富的国际化海工装备建造经验，构建了贯穿海洋工程装备基础设计、详细设计和生产设计全过程的研发设计平台。同时，公司采用世界先进的 3D 产品设计软件和 ERP 管理平台，为复杂的海工装备项目设计和建造提供了强有力的技术、系统支持。

公司是国内少数几家能自行承担详细设计的海工装备制造企业，且通过批量订单交付，积累了丰富的自升式钻井平台、半潜式钻井平台、海工特种船舶的详细设计和生产设计经验。

海工装备设计包括基础设计、详细设计和生产设计三大环节，其中，基础设计和详细设计由欧美等国海工巨头垄断，而其他海工装备制造企业则主要负责生产设计环节，少数领先的海工装备制造企业自称承担部分详细设计。

公司是国内少数几家能开展大型海工装备详细设计的海工制造企业,已交付和在建的 6 座半潜式钻井平台详细设计环节都由公司自行承担,公司通过订单的批量建造和交付积累了丰富的设计经验,未来有望继续向技术含量更高的基础设计拓展。

公司作为国内最大、世界领先的海工装备制造龙头,研发设计实力雄厚。目前已交付的 4 座半潜式钻井平台 COSL Pioneer 1#、SS Pantanal、SS Amazonia 和 Frigstad D90,以及目前在建的 2 座半潜式钻井平台 COSL Pioneer 2#、COSL Pioneer 3#,其基础设备由 F&G 等国际领先的海工设计企业承担,而所有的详细设计和生产设计环节都由公司自行负责。

通过批量历史订单的建造和交付,在自升式平台、半潜式平台、海工特种船舶详细设计和生产设计环节积累了丰富的经验。凭借较强的研发设计实力,公司未来有望继续拓展产业链,往技术含量更高的海工基础设计拓展。

3.3、海工项目批量交付,积累经验、为未来蓄势

3.3.1、半潜式平台已交付 4 座,成功交付率不断提高

2010 年 4 季度至今,公司已成功交付 4 座半潜式钻井平台,成为国内首个成功交付半潜式钻井平台的海工装备制造企业,开始打破新加坡、韩国企业对高端海工产品的垄断。2010 年 10 月至 2011 年 4 月期间,公司先后交付了 Frigstad D90、COSL Pioneer 1#、SS Pantanal、SS Amazonia 等 4 个半潜式钻井平台。公司是国内首个成功交付半潜式钻井平台的海工装备制造企业,标志着公司在国内率先拥有批量化、产业化建造高端海工产品的能力,开始打破新加坡、韩国企业对高端海工产品的垄断。

图表 32: 公司截止目前已交付 4 座半潜式钻井平台

装备名称	交付时间	船东	成功交付率	装备类型
Frigstad D90	2010.10	意大利 Saipem 集团 石油天然气公司	90%	第 6 代
COSL Pioneer 1#	2010.10	中海油服	100%	第 4 代
SS Pantanal	2010.11	巴西 Schahin 公司	100%	第 5 代
SS Amazonia	2011.04	巴西 Schahin 公司	100%	第 5 代

资料来源:方正证券研究所

随着设计、建造和管理经验的积累,成功交付率不断提高。在已交付的半潜式钻井平台中,除了为意大利 Saipem 集团石油天然气公司建造的第 6 代半潜式钻井平台未完工、90%交付外,后续交付的 3 座半潜式钻井平台均 100%成功交付。

已交付的半潜式钻井平台涵盖了第 4 代、第 5 代和第 6 代等世界

主流的平台种类，工作水深和钻井水深分别达到 3,657 米、15,240 米的超高水深，处于全球领先水平。公司已交付的 4 座半潜式钻井平台分别为第 6 代、第 4 代、第 5 代、第 5 代半潜式钻井平台，涵盖了世界主流的平台种类；使用海域包括地中海、北海和巴西海域，适应多种不同气候；作业水深从 750 米至 3,657 米超深水；钻井深度从 7,500 米至 15,240 米的超水深，在全球处于领先水平。

图表 33：公司已交付的半潜式钻井平台在全球处于领先水平

装备名称	作业水深 (米)	钻井深度 (米)	备注
Frigstad D90	3657	15240	1、国内首座第 6 代深水半潜式钻井平台； 2、首个由国内海工企业完全自主承担详细设计的深水半潜式钻井平台；
COSL Pioneer 1#	750	7500	1、中国总包建成的首台深水半潜式钻井平台，标志着中国已开始打破新加坡、韩国企业对高端海工产品的垄断； 2、中国迄今为止所建造的最先进的半潜式钻井平台之一；
SS Pantanal	2000	7500	1、国内向巴西交付的首个半潜式钻井平台； 2、钻井架顶端驱动是目前自重最轻但承载最重的顶端驱动系统；
SS Amazonia	2400	7500	1、生产效率在同类平台中达到国际领先水平； 2、适合在世界上大多数油田工作；

资料来源：方正证券研究所

3.3.2、在建 2 座半潜式平台通过最严格审查，将成功交付

在建的 2 座 COSL 系列第 4 代半潜式钻井平台项目进度分别超过 82% 和 63%，有望在 2011 年完工交付。目前，公司在建的 2 座半潜式钻井平台是为中海油服建造的 COSL 系列第 4 代半潜式钻井平台。截止目前，COSL Pioneer 2# 的项目进度超过 82%，COSL Pioneer 3# 的项目进度超过 63%。其中，COSL Pioneer 2# 将在 2011 年完工交付，若进展顺利，COSL Pioneer 3# 也有望在今年内交付、最晚在 2012 年交付。

COSL 系列半潜式钻井平台通过全球最严格的挪威 PSA 审查，第 1 座已 100% 成功交付，在建的 2 座成功交付有保障。

PSA 审查是全球海洋工程建造领域要求最高、难度最大的审查之一。由于公司为中海油服建造的 COSL 系列钻井平台将服务于条件恶劣的挪威北海海域，除了必须遵守挪威海事局（NMD）、挪威船级社（DNV）等颁布的海事法规规范，还必须同时符合 PSA 所颁布的石油工业法规规范。

公司 COSL 钻井平台顺利通过全球最严格的 PSA 审查，获得 AOC 认证。2010 年 2 月，挪威 PSA 对中集来福士承建的 COSL 系列钻井平台，进行了包括“技术方案、管理团队、质量体系、机械完工和调试流程、材料处理及工作环境”等全方位的审查，经过严格审查

后确认该系列钻井平台完全符合挪威海域作业标准，获得了 AOC 认证。目前全球有 41 个海洋工程项目取得了该认证，公司是国内第 1 个成功获得挪威 AOC 认证的钻井平台。

COSL 系列第 1 座半潜式钻井平台已于 2010 年 10 月 100% 交付，在建的 2 座 COSL 系列钻井平台成功交付有保障。

3.3.3、批量交付积累经验，为未来蓄势

随着深水半潜式钻井平台的连续交付，一方面，成功交付率不断提高，另一方面，同一系列的 SS Amazonia 平台在关键建造环节比 SS Pantanal 平台取得了明显的进步，标志着公司高端海工装备建造能力不断提升，为迎接海洋工程黄金十年积累丰富的经验、奠定坚实基础。

SS Amazonia 平台在海工装备建造的关键领域比 SS Pantanal 平台取得了明显的进步。试航过程中，SS Amazonia 仅用 12 天便完成了推进器、动力定位等三十余项系统调试和报验工作，比 SS Pantanal 所用时间大幅缩短。

通过 6 个半潜式钻井平台的建造，公司与多家国际知名的设计公司、船东、船级社、主要钻井设备供应商开展了频繁的业务往来，在高端海工装备总包集成能力方面取得了突破性的进展。公司将在深水半潜式钻井平台批量成功交付的基础上，逐步完善模块化总装建造工艺，不断提高设计和管理水平，培育在全球海工领域的核心竞争力，为迎接海洋工程黄金十年积累经验、奠定坚实的基础。

3.4、董事长亲政莱佛士，加大支持、强化管理、迈上新台阶

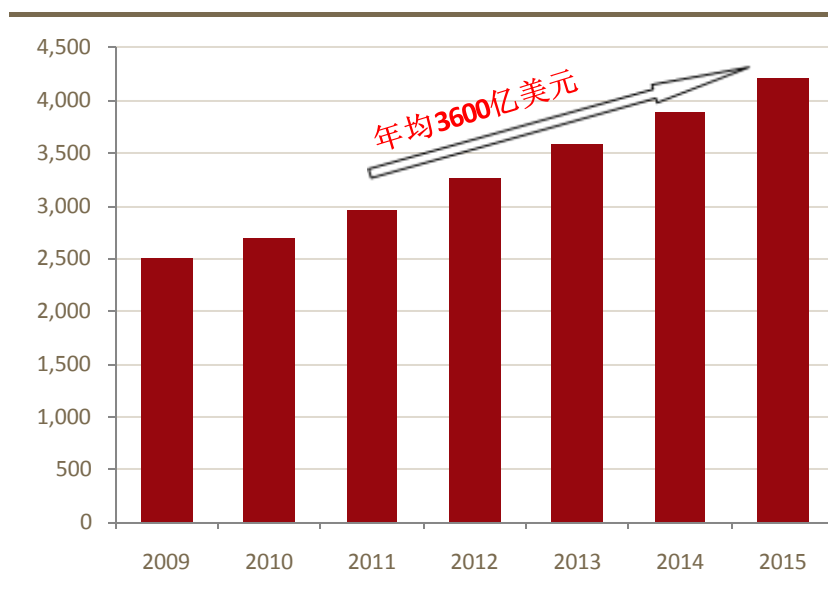
公司决定对中集莱佛士的人事进行调整。中集集团总裁麦伯良先生将出任中集莱佛士的首席执行官（CEO），集团副总裁于亚先生将担任中集莱佛士总裁，协助 CEO 负责莱佛士的日常运营管理。

总裁亲自任 CEO，一方面意味着公司对海工业务的高度重视，未来有望给予海工业务更大的支持；另一方面，也将有助于理顺中集莱佛士内部管理机制，提高管理效率，突破在项目管理、生产流程管理等方面的瓶颈。公司海工业务能力将显著提高，迈上新的台阶。

3.5、海工装备未来 5 年年均市场容量 810 亿美元，前景广阔

2011-2015 年，全球海洋油气开发年均投资额约为 3600 亿美元。随着全球经济的复苏，油气需求将继续保持增长态势，油价维持高位运行，将激发海洋油气的开发热情。根据 ODS 等机构预测，未来 5 年期间，全球海洋油气开发年均投资额约为 3600 亿美元。

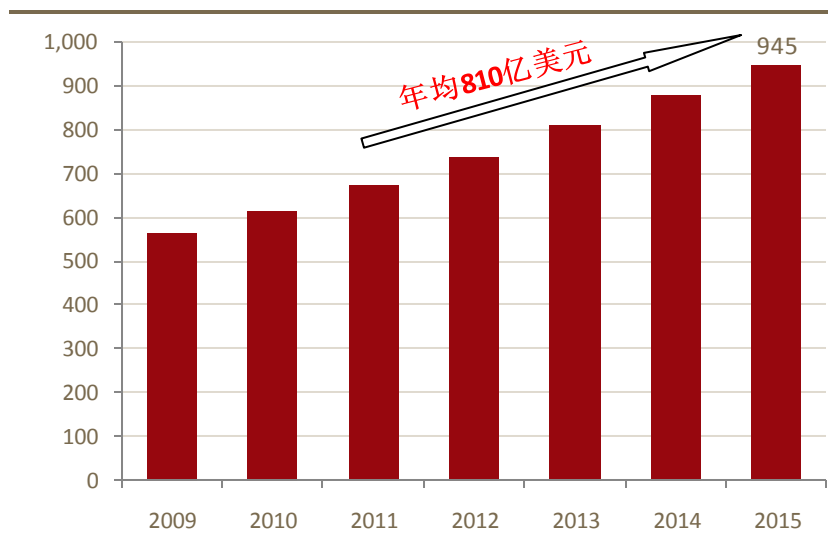
图表 34：2011-2015 年全球海洋油气开发投资年均 3600 亿美元



资料来源：ODS 方正证券研究所

2011-2015 年全球海工装备年均市场容量 810 亿美元，市场前景广阔。在海洋油气开发投资中，海工装备占比约为 20%-25%，按 22.5% 计算，预计未来 5 年，全球海工装备年均市场容量为 810 亿美元。

图表 35：2011-2015 年全球海工装备市场容量年均 810 亿美元



资料来源：ODS 方正证券研究所

随着全球经济复苏和原油价格的高位运行，海工装备下游需求旺盛，新加坡、韩国等国的世界海工装备龙头企业，目前已排产至 2013-2014 年。

3.6、在手订单 10 亿美元，2011 减亏、2012 年有望贡献利润

在手订单超过 10 亿美元，2011 年将交付 2-3 座半潜式平台、4

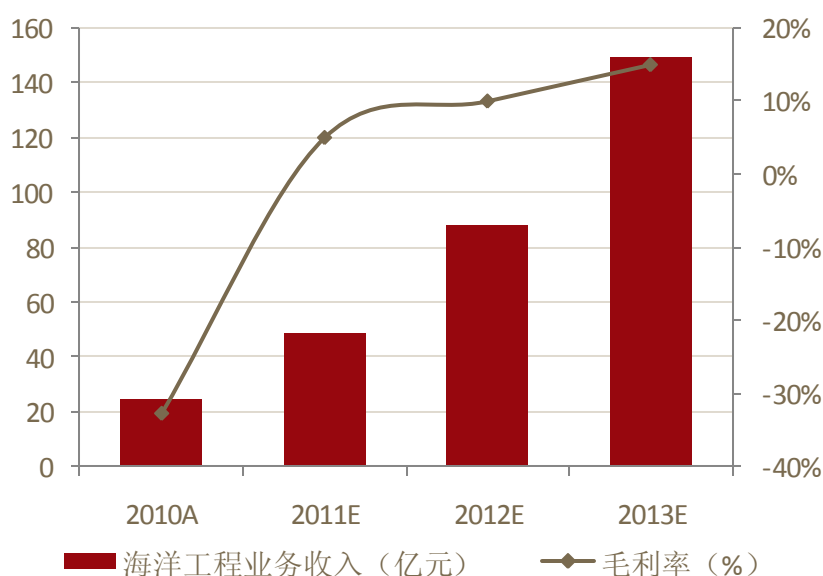
座自升式平台、1艘铺石船和1艘铺管船等特种船。目前，公司海工业务在手订单超过10亿美元，2011年交付的主要有2-3台半潜式钻井平台，其中为巴西Schahin公司建造的第2座半潜式钻井平台已于2011年4月成功交付，目前在建的2个半潜式钻井平台都是为中海油服建造的COSL系列第4代半潜式钻井平台。另外，还有4个自升式平台，以及1艘铺石船和1艘铺管船等特种船将于2011年交付。

2011年，受首制且逾期的深水平台交付影响，海工业务将继续亏损，但受益于经验积累和管理效率的提升，亏损有望大幅减少；2012年后，公司挺过最艰难的起步阶段、进入收获期，收入增速预计在70%-80%之间，2013年收入有望达到150亿元，毛利率有望达到10%以上，开始贡献利润。

2010年，公司大批首制深水钻井平台逾期交付，亏损11.09亿元。2011年，将继续交付剩余的首制深水钻井平台，收入有望达到50亿元，但由于交付的深水平台属于首制且逾期，整体仍将处于亏损状态，但受益于公司技术、管理经验的积累，以及内部管理调整后效率的提升，亏损将大幅减少。

经过近几年一大批首制深水钻采装备的建造和交付，公司已挺过了最艰难的起步期，预计在2012年后进入收获期，收入增速预计在70%-80%之间，2013年收入规模有望达到150亿元；韩国、新加坡等海工装备制造龙头企业的毛利率一般超过30%，考虑到公司海工业务处于发展初期，盈利能力相抵较低，预计2012年后毛利率有望达到10%以上，开始贡献利润。

图表 36：2010-2013 年公司海工业务收入及毛利率预测



资料来源：方正证券研究所

四、道路运输车辆业务再添新增长动力

4.1、道路运输车辆业务全球第一，2010 年大幅增长 51%

道路运输车辆业务年产能力超过 20 万台，居世界第一位，11 大系列、1000 多种产品畅销美国和日本等主流市场。道路运输车辆业务是公司的第 2 大主营业务，旗下包括 80 多家控股子公司，产品覆盖集装箱骨架车、平板车、栏板车、罐式车、自卸车，冷藏保温车，普通厢式车、侧帘车，搅拌车、泵车，轿运车、消防车、垃圾处理车等 11 大系列、1000 多个品种。公司年产能超过 20 万台，居世界第一位，并且已经建立起 22 个生产基地、24 个销售服务公司、400 余家服务站，生产销售网络辐射北美、泰国及中国华中、华东、华南、华北、西北、东北等区域，产品畅销美国和日本等主流市场。

受益基础设施投资高涨和积极的财政政策，2010 年道路运输车辆业务大幅增长 51.02%，达到历史最好水平。2010 年，受益于国内经济、基建投资的持续景气，以及积极财政政策的拉动，公司道路运输车辆业务超预期大幅增长，同比增速高达 51.02%，毛利率保持在 14.3%的较高水平。

4.2、五强联手进军重卡，将贡献可观的投资收益

五强联手，打造完整的重卡产业链。2009 年，公司正式进军重卡领域，与奇瑞汽车、玉柴集团等合资成立了集瑞联合卡车有限公司和玉柴联合动力有限公司，并与变速箱行业龙头法士特集团、国内最大的车桥供应商富华重工建立了战略合作关系，打造出了一条覆盖所有核心零部件的完整的重卡产业链。

图表 37：公司与 4 大汽车及零配件龙头联手进军重卡领域

重卡业务合作方	备注
中集集团	国内最大的物流装备和专用车制造企业
奇瑞汽车	国内最大的自主品牌汽车制造企业
玉柴集团	国内最大的柴油发动机制造企业
法士特	国内最大的重卡变速箱制造企业
富华重工	国内最大的车桥制造企业

资料来源：方正证券研究所

年产 3 万辆重卡、20 万台重型车用发动机，配套自身专用车需求；凭借欧洲品质、中国成本，以中高端市场为切入口，打入国内重卡市场，培育新的增长点，贡献可观投资收益。公司进军重卡市场，一方面，是为了满足自身每年 20 多万辆道路运输车辆的发动机配套需求；另一方面，是看好未来国内对中高端重型卡车的需求前景。目前，公司的联合卡车项目一期工程建成完成，具备 3 万辆重卡的年产能；而玉柴联合动力项目也于 2009 年底启动，分三期建设，达产后将形成 20 万台重型车用发动机的年产能。

图表 38：公司重卡项目内容及进度

重卡业务项目	项目内容	当前进展
联合卡车项目	1、重卡整车制造，包括冲压、焊装、涂装、车架、总装等五大工艺；2、一期总投资 32 亿元人民币；3、年产能 3 万辆重卡；	2009 年 5 月开工，已于 2010 年底完成一期建设；
玉柴联合动力项目	1、主要生产、销售重型车用发动机及零部件；2、总投资约 25 亿元，分三期建设；3、年产能 20 万台重型车用发动机；	2009 年 11 月开工，目前仍处于建设当中；

资料来源：方正证券研究所

公司定位中高端重卡市场，结合中集、奇瑞、玉柴、法士特和富华重工在整车设计制造、柴油发动机、重卡变速箱、车桥等领域的深厚技术积累，生产国际化水平的重卡产品，同时享有国内原材料、劳动力成本低的优势，打造高性价比的世界级重卡。

口碑营销、服务为王，以灵活的营销和服务政策抢占市场。在重卡市场，口碑营销是重要的营销手段之一，而良好的口碑来自于优质的服务。作为重卡市场的新进入者，公司不仅凭借高质的中高端产品切入市场，同时，在营销和服务上也摆脱了传统模式，率先将服务放在营销的前面，用服务去推动营销、营销推动生产。而且，公司产品上市起就推出了“30 个月+3 万公里”的超长质保期限，以及全免三包的服务套餐，通过口碑营销，打开市场空间。

重卡业务进展顺利，2010 年底首批重卡整车下线，2011 年开始量产，2013 年有望实现收入 170 亿元以上。2009 年 1 月，公司正式宣布重卡投资计划，进入重卡市场。2010 年 10 月 25 日，联合卡车第一辆全工序车 U340 的正式下线。自 2010 年 11 月 15 日起接受市场预订，并于 2010 年 12 月 18 日正式公布联合卡车营销策略和产品价格。

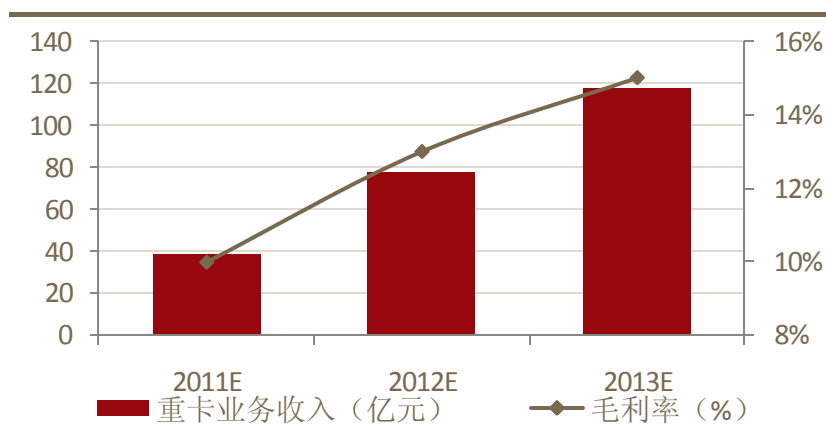
图表 39：公司重卡业务进展顺利

时间	事件
2009 年 1 月	公司正式宣布重卡投资计划；
2009 年 5 月	联合卡车项目一期在安徽芜湖开始建设；
2009 年 11 月	玉柴联合动力项目在安徽省芜湖启动
2010 年 10 月	联合卡车第一辆全工序车 U340 的正式下线；
2010 年 11 月	联合卡车开始接受市场预订
2010 年 12 月	联合卡车营销策略和产品价格正式公布

资料来源：方正证券研究所

预计 2011 年将有 21 款、600 多种产品批量推向市场，销量有望达到 8000 辆，价格在 18-80 万元间。随着公司联合卡车项目和玉柴联合动力项目逐渐建成投产，预计 2012 年重卡业务开始放量，2013 年收入规模有望超过 110 亿元。

图表 40：2011-2013 年公司重卡业务收入及毛利率预测

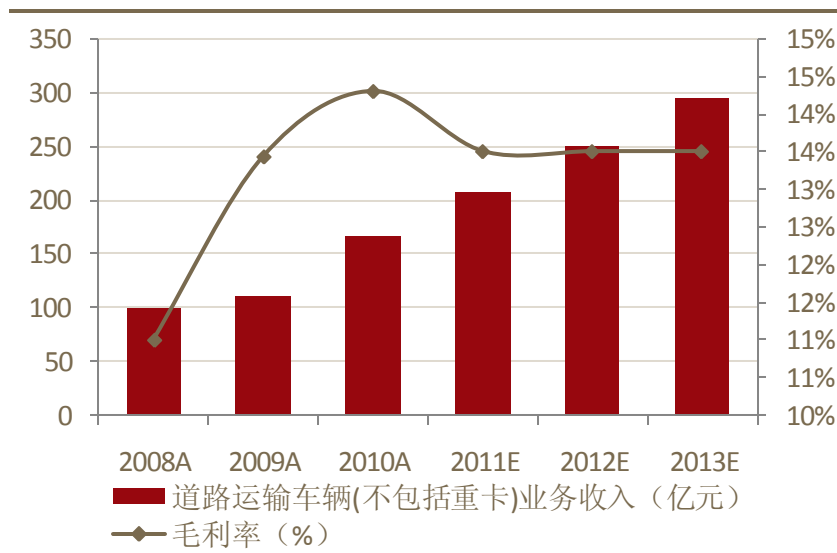


资料来源：方正证券研究所

4.3、道路运输车辆业务未来 3 年有望保持 20%的复合增速

不考虑重卡业务的贡献, 预计未来 3 年道路运输车辆业务年复合增速有望保持在 20%左右, 毛利率为 13.5%左右。不考虑重卡业务的业绩贡献, 随着国内经济的持续增长, 保障房、铁路、水利等基础设施建设的推进, 公司道路运输车辆业务将继续保持稳健增长态势, 未来 3 年收入年复合增速有望达到 20.96%。在盈利能力方面, 公司经过多年的外延式扩张后, 将倾力提升盈利能力, 向前端零部件领域拓展, 产品盈利能力得以提升, 道路运输车辆业务毛利率将继续保持在 13.5%左右。

图表 41：2011-2013 年公司道路运输车辆业务收入及毛利率预测



资料来源：方正证券研究所

五、能化食品装备搭建全球化营运平台，空间广阔

5.1、收购安瑞科、整合能化食品装备，搭建全球化营运平台

先后收购安瑞科和 TGE SA，以安瑞科为平台完成能化食品装备资产整合。2007 年，收购了安瑞科能源装备控股有限公司；2008 年，收购了 TGE GASINVESTMENT SA 公司 60% 的股权，迅速壮大了能化食品装备业务。

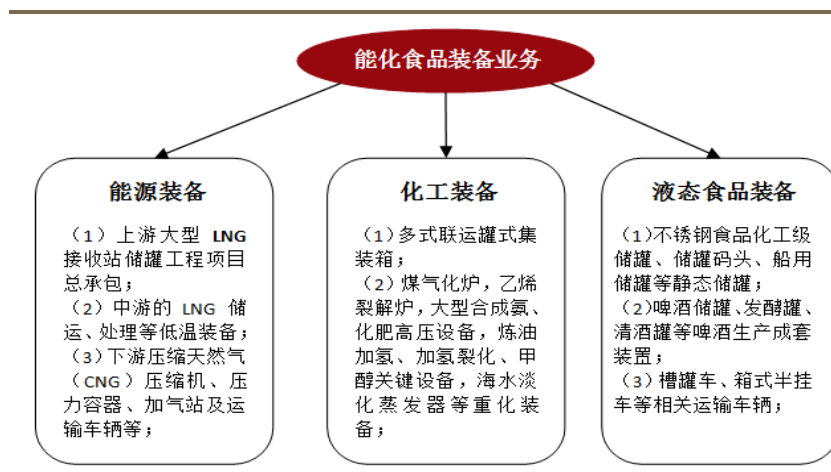
图表 42：公司先后收购 2 家能化食品装备制造企业

收购公司名称	备注
安瑞科	1、中国燃气装备行业具有领先地位的集成业务服务商与关键设备制造商； 2、业务基地分布在中国廊坊、石家庄、蚌埠、荆门、北京、南通、张家港；欧洲荷兰、比利时、丹麦；
TGE GAS	1、拥有低温液化气体存储站 25 年工程总承包经验；

资料来源：方正证券研究所

2009 年，公司以安瑞科为平台，向其注入低温设备、化工罐式装备、液态食品装备等资产，完成了能源、化工、液态食品装备业务平台的搭建，形成了能源装备、化工装备、液态食品装备三足鼎立的业务格局。

图表 43：公司能化食品装备业务结构



资料来源：方正证券研究所

“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”的创新商业模式，搭建全球化营运平台。目前，公司已成为中国 CNG（压缩天然气）、LNG（液化天然气）等能源装备制造与集成业务领域具有领先地位的供应商。公司凭借深厚的技术研发经验积累，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；可为海内外客户提供 CNG 城镇气化、LNG 城镇气化、CNG 汽车加气

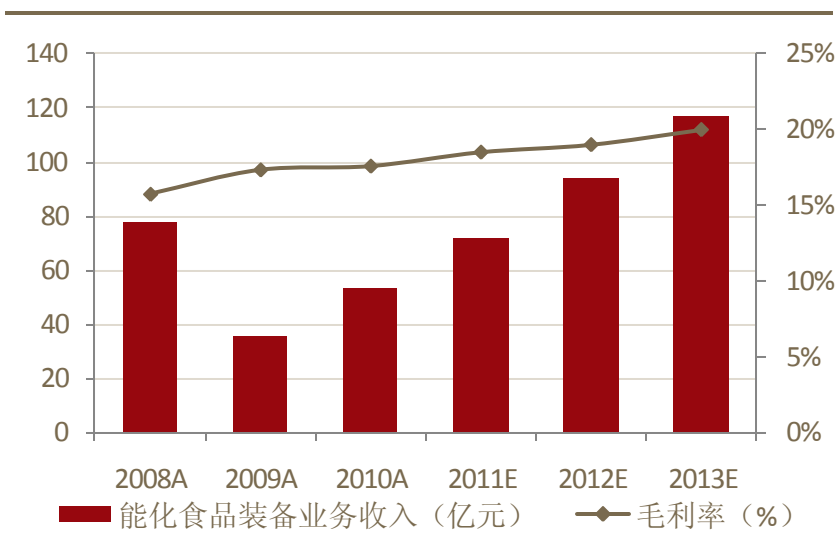
标准站与子/母站，特别是液压式 CNG 加气子站等各类个性化、全方位燃气装备解决方案。公司凭借创新的销售模式，且生产、销售和服务网络覆盖中国廊坊、石家庄、蚌埠、荆门、北京、南通、张家港，以及欧洲荷兰、比利时、丹麦、芬兰和波兰等大部分国家和地区，逐渐形成了全球化的营运平台。

5.2、整合效益逐渐显现，2012 年收入将超 90 亿元

整合效应逐渐显现，且在延伸的系统服务方面取得重大进展和突破。公司经过 2009 年的整合，能化食品装备业务全球化营运平台逐渐形成。在延伸的系统服务方面，安瑞科成功开发出 LNG 和 CNG 城镇汽化系统集成技术，在距气源地 1000 公里覆盖半径内，实现规模化、点对点能源物流经济运行模式，面向城镇居民、工业用户及车用市场高效供应天然气。

受益经济复苏、国内需求升级以及业务整合效应释放，2012 年收入有望超过 90 亿元，毛利率达到 19%以上。2010 年，公司能化食品装备业务收入同比增速达到 48.62%。未来 3 年内，受经济复苏、国内需求升级以及业务整合效应释放等推动，公司能化食品装备业务将继续保持较快增长，预计 2012 年收入有望超过 90 亿元，而毛利率将有望达到 19%以上。

图表 44：2011-2013 年公司能化食品装备业务收入及毛利率预测



资料来源：方正证券研究所

六、维持“买入”评级

6.1、关键假设

全球经济逐渐复苏；集装箱行业未来 3 年保持 20%左右复合增速。

6.2、合理价值为 31.22 元，维持“买入”评级

我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 718.18 亿元、875.32 亿元、1059.1 亿元；归属母公司的净利润分别为 48.17 亿元、59.85 亿元、76.21 亿元，年复合增速 36.42%；EPS 分别为 1.81 元、2.25 元、2.86 元；目前股价对应的综合 PE 为 11.15 倍、8.97 倍和 7.05 倍。

由于公司现有的业务所处行业差异较大，我们按分业务的利润贡献分别进行估值。考虑到各项业务的成长性，我们分别给予 2012 年集装箱业务 10 倍、道路运输车辆业务 15 倍、能化食品装备业务 20 倍、海洋工程业务 30 倍、空港业务 18 倍、其他业务 15 倍的估值水平，得出公司的合理价值为 31.22 元，维持公司“买入”的投资评级。

图表 45：2011-2013 年分项业务预测

单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
集装箱	29098.58	5573.58	25439.97	38159.96	43502.35	48722.63
增长率		-80.85%	356.44%	50.00%	14.00%	12.00%
毛利率	10.82%	14.55%	19.48%	18.50%	17.50%	17.00%
道路运输车辆	10050.45	11012.55	16631.55	20789.44	24947.33	29437.84
增长率		9.57%	51.02%	25.00%	20.00%	18.00%
毛利率	10.99%	13.43%	14.30%	13.50%	13.50%	13.50%
能化食品装备	7770.87	3600.24	5350.80	7223.58	9390.65	11738.32
增长率		-53.67%	48.62%	35.00%	30.00%	25.00%
毛利率	15.70%	17.32%	17.57%	18.50%	19.00%	20.00%
海洋工程			2444.03	4888.06	8798.51	14957.46
增长率				100.00%	80.00%	70.00%
毛利率			-32.83%	5.00%	10.00%	15.00%
空港设备业务	488.04	531.30	342.61	445.39	534.47	641.37
增长率		34.91%	-35.51%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	32.04%	25.38%	29.09%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	-80.66	-242.16	1559.36	311.87	358.65	412.45
增长率		-	-	-80.00%	15.00%	15.00%
毛利率	218.09%	-10.49%	38.42%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入合计	47327.28	20475.51	51768.32	71818.30	87531.96	105910.07
增长率		-56.74%	152.83%	38.73%	21.88%	21.00%
综合毛利率	11.52%	15.01%	15.78%	16.26%	15.89%	16.21%

资料来源：方正证券研究所

图表 46：分项业务估值

	分业务 EPS 贡献				2012 年分 业务估值	估值 (元)
	2010A	2011E	2012E	2013E		
集装箱	0.68	1.09	1.23	1.38	10	12.30
道路运输车辆	0.33	0.43	0.54	0.66	15	8.16
能化食品装备	0.13	0.21	0.29	0.39	20	5.77
海洋工程	-0.11	0.04	0.14	0.37	30	4.27
空港设备业务	0.01	0.02	0.03	0.03	18	0.47
其他	0.08	0.01	0.02	0.02	15	0.26
合计	1.13	1.81	2.25	2.86		31.22

资料来源：方正证券研究所

七、风险提示

全球宏观经济波动风险；原材料成本上涨风险；海工业务发展低于预期风险；重卡业务市场拓展风险；

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	33791.51	41233.85	51194.92	56215.98	经营活动现金流	-2588.49	4298.18	7305.25	6535.00
现金	4655.70	6463.65	6127.24	7413.70	净利润	2850.86	5292.93	6650.28	8562.88
应收账款	8129.84	9824.74	13832.55	14410.14	折旧摊销	1384.53	1470.05	1635.81	1830.44
其它应收款	2236.27	2169.76	2832.07	2742.15	财务费用	669.78	125.82	-133.09	-114.14
预付账款	2433.45	2696.43	3555.85	4289.34	投资损失	-38.64	-225.00	-351.00	-522.00
存货	13423.75	16424.48	22322.44	22050.41	营运资金变动	-5073.05	-2530.89	-432.01	-3146.92
其他	2912.51	3654.79	2524.78	5310.25	其它	-2381.97	165.27	-64.73	-75.26
非流动资产	20339.14	22487.25	23441.85	24639.63	投资活动现金流	-4915.87	-3558.36	-2185.53	-2423.85
长期投资	1548.33	1723.33	2004.33	2426.33	资本支出	3676.33	2256.34	642.64	753.44
固定资产	10006.47	12949.01	13157.85	13476.14	长期投资	382.48	-175.00	-281.00	-422.00
无形资产	3218.57	4042.23	4498.08	4941.86	其他	-857.06	-1477.02	-1823.90	-2092.41
其他	5565.77	3772.68	3781.58	3795.30	筹资活动现金流	3328.94	-3410.71	-2140.22	-2629.36
资产总计	54130.65	63721.10	74636.77	80855.61	短期借款	4151.83	190.69	500.00	500.00
流动负债	29971.34	36370.38	43473.19	44426.84	长期借款	-1696.41	-971.10	-1364.01	-1401.18
短期借款	8309.31	12978.84	10162.93	10467.61	其他	873.52	-2630.31	-1276.21	-1728.18
应付账款	9117.50	12362.57	17085.09	20679.03	现金净增加额	-4175.42	-2670.89	2979.50	1481.79
其他	12544.53	11028.97	16225.16	13280.20					
非流动负债	4952.61	3782.99	2434.64	1037.76	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	3912.15	2941.05	1577.04	175.86	成长能力				
其他	1040.47	841.94	857.60	861.90	营业收入	152.83%	38.73%	21.88%	21.00%
负债合计	34923.95	40153.37	45907.83	45464.61	营业利润	160.37%	92.12%	26.24%	29.24%
少数股东权益	2983.64	3460.01	4125.03	5066.95	归属母公司净利润	213.03%	60.45%	24.26%	27.33%
归属母公司股东权益	16223.06	20107.73	24603.90	30324.05	获利能力				
负债和股东权益	54130.65	63721.10	74636.77	80855.61	毛利率	15.78%	16.26%	15.89%	16.21%
					净利率	5.51%	7.37%	7.60%	8.09%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	14.84%	22.46%	23.15%	24.20%
营业收入	51768.32	71818.30	87531.96	105910.07	ROIC	10.80%	15.73%	19.09%	21.17%
营业成本	43597.82	60144.19	73619.15	88745.69	偿债能力				
营业税金及附加	76.89	110.11	161.68	171.77	资产负债率	64.52%	63.01%	61.51%	56.23%
营业费用	1250.24	1723.64	2144.53	2541.84	净负债比率	43.14%	43.31%	28.89%	26.90%
管理费用	2734.36	2872.73	3326.21	3812.76	流动比率	1.13	1.13	1.18	1.27
财务费用	669.78	125.82	-133.09	-114.14	速动比率	0.68	0.68	0.66	0.77
资产减值损失	274.61	380.97	464.32	561.81	营运能力				
公允价值变动收益	234.92	-80.50	38.58	64.33	总资产周转率	1.13	1.22	1.27	1.36
投资净收益	38.64	225.00	351.00	522.00	应收帐款周转率	8.63	8.00	7.40	7.50
营业利润	3438.17	6605.34	8338.73	10776.66	应付帐款周转率	6.42	5.60	5.00	4.70
营业外收入	292.02	223.27	229.28	248.19	每股指标(元)				
营业外支出	55.58	42.80	42.01	46.80	每股收益	1.13	1.81	2.25	2.86
利润总额	3674.61	6785.81	8526.00	10978.06	每股经营现金	-0.97	1.61	2.74	2.45
所得税	823.75	1492.88	1875.72	2415.17	每股净资产	6.09	7.55	9.24	11.39
净利润	2850.86	5292.93	6650.28	8562.88	估值比率				
少数股东损益	-150.99	476.36	665.03	941.92	P/E	17.89	11.15	8.97	7.05
归属母公司净利润	3001.85	4816.57	5985.25	7620.97	P/B	2.42	2.72	2.23	1.81
EBITDA	5782.70	9087.67	10975.62	13459.98	EV/EBITDA	9.08	7.46	5.90	4.71
EPS (元)	1.13	1.81	2.25	2.86					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com