



**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6月27日

机械行业

研究部

罗炜<sup>1</sup>

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)

烟台来福士调研报告: 前景光明, 道路曲折

#### A 股主要财务信息

| (百万元)         | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 47,327 | 20,476 | 51,768 | 72,601 | 84,350 | 95,496 |
| (+/-%)        | -2.9%  | -56.7% | 152.8% | 40.2%  | 16.2%  | 13.2%  |
| 毛利            | 5,426  | 3,022  | 8,094  | 12,586 | 14,400 | 16,178 |
| (+/-%)        | 10.7%  | -44.3% | 167.8% | 55.5%  | 14.4%  | 12.4%  |
| 归属于母公司股东净利润   | 1,407  | 959    | 3,002  | 4,572  | 5,371  | 6,035  |
| (+/-%)        | -55.6% | -31.8% | 213.0% | 52.3%  | 17.5%  | 12.4%  |
| 摊薄每股收益 (元)    | 0.53   | 0.36   | 1.13   | 1.72   | 2.02   | 2.27   |
| 每股经营现金流 (元)   | 1.26   | 0.36   | 0.56   | 1.92   | 2.15   | 2.61   |
| 市盈率 (倍)       | 40.1   | 58.8   | 18.8   | 12.3   | 10.5   | 9.3    |
| 市净率 (倍)       | 4.2    | 4.0    | 3.5    | 2.8    | 2.3    | 1.9    |
| 股价/经营现金流 (倍)  | 16.7   | 58.1   | 38.0   | 10.8   | 9.9    | 8.1    |
| EV/EBITDA (倍) | 22.6   | 25.8   | 12.2   | 7.9    | 6.7    | 5.8    |
| 净资产收益率 (%)    | 10.5%  | 6.8%   | 18.5%  | 22.9%  | 22.0%  | 20.5%  |
| 投入资本回报率 (%)   | 6.3%   | 4.3%   | 12.4%  | 16.1%  | 16.1%  | 15.4%  |

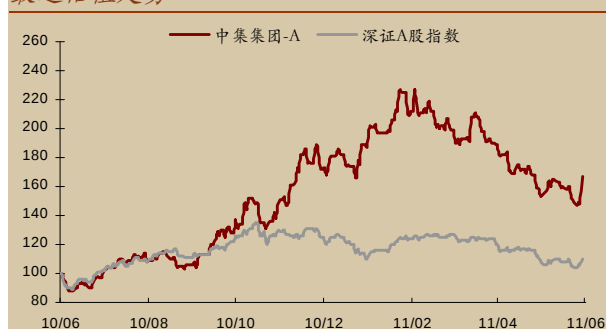
#### B 股主要财务信息

| (百万元)         | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 47,327 | 20,476 | 51,768 | 72,601 | 84,350 | 95,496 |
| (+/-%)        | -3%    | -57%   | 153%   | 40%    | 16%    | 13%    |
| 毛利            | 5,426  | 3,022  | 8,094  | 12,586 | 14,400 | 16,178 |
| (+/-%)        | 11%    | -44%   | 168%   | 56%    | 14%    | 12%    |
| 归属于母公司股东的净利润  | 1,407  | 959    | 3,002  | 4,572  | 5,371  | 6,035  |
| (+/-%)        | -56%   | -32%   | 213%   | 52%    | 17%    | 12%    |
| 摊薄每股收益 (元)    | 0.53   | 0.36   | 1.13   | 1.72   | 2.02   | 2.27   |
| 每股经营现金流 (元)   | 1.26   | 0.36   | 0.56   | 1.92   | 2.15   | 2.61   |
| 市盈率 (倍)       | 20.2   | 30.3   | 9.2    | 6.0    | 5.1    | 4.6    |
| 市净率 (倍)       | 2.1    | 2.0    | 1.7    | 1.4    | 1.1    | 0.9    |
| 股价/经营现金流 (倍)  | 8.6    | 29.9   | 19.6   | 6.1    | 5.1    | 4.2    |
| EV/EBITDA (倍) | 12.5   | 14.0   | 6.9    | 4.9    | 4.1    | 3.4    |
| 净资产收益率 (%)    | 10.5%  | 6.8%   | 18.5%  | 22.9%  | 22.0%  | 20.5%  |
| 投入资本回报率 (%)   | 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 | +10.95 | +5.69 | -15.89 | -7.92  |
| 200039.CH | +3.51  | -8.63 | -28.79 | -31.17 |

#### 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:

我们近期拜访了位于烟台的中集来福士海洋工程设备建造基地, 与中集来福士以及 TSC 海洋集团 (206.HK) 的管理层就海洋工程行业与公司的经营情况进行了沟通。

#### 公司要点:

我们此次调研得到的基本结论是: 来福士海工业务为中集集团产生利润贡献尚需时日, 尤其是近 1-2 年海工业务的订单和收入情况仍有不确定性; 但来福士拥有全球一流的海工设备建造基础条件, 随着设计和交付经验的不断积累, 其受益于未来 10 年海洋工程产业的大发展只是时间问题。

来福士海工业务的竞争优势包括: 1、全球一流的海工设备建造基础条件 (如 2 万吨泰山门吊和-18 米深水码头), 可大大提升建造效率; 2、相对完善的海工设备关键部件配套体系; 3、不断积累的设计和成功交付经验。从中国国内格局来看, 来福士与大连船舶重工、外高桥造船、中远船务同属于海工建造的第一梯队。

来福士目前在建的海工设备共有 10 座/艘, 我们预计 2011 年公司将完工交付共计 9-10 座/艘海工设备, 2012 年将交付 1-2 座 (在不考虑新接订单的情况下), 2011 年来福士有望实现 36-38 亿元人民币的营业收入, 仍然难以实现盈利, 但亏损额有望在 2010 年 11.09 亿元的基数上大幅减少。

来福士在 2011 年上半年尚未签订新的订单, 公司全年的接单目标调整为 10 亿美元以上, 如果这一目标得以实现, 公司 2012 年有望实现 30 亿元以上的营业收入, 但不排除较 2011 年同比降低的可能; 由于公司自 2010 年以来已经对潜在的亏损进行了较为充分的计提, 因而 2012 年有望进一步减亏, 但是考虑到目前来福士并不充裕的订单状况, 期望海工业务为中集集团产生较为显著的利润贡献尚需一定时日。

#### 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 12.3X、10.5X、9.3X, B 股 11-13 年 P/E 分别为 6.0X、5.1X、4.6X, 维持“审慎推荐”评级。

<sup>1</sup> 报告贡献人: 张锦 (zhangjin@cicc.com.cn)

## 未来 10 年全球海工设备年均市场规模有望达 500-600 亿美元

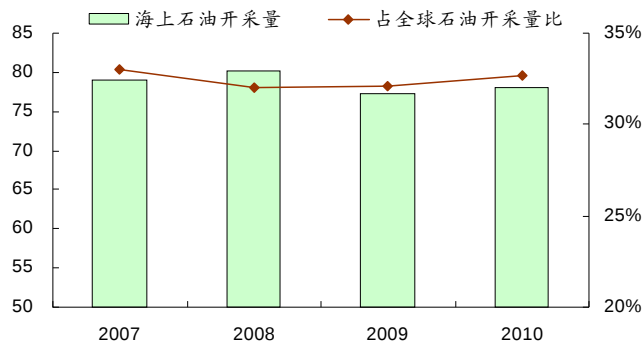
海洋工程设备一度在资本市场上被津津乐道，我们这里无意赘述海洋石油开发和海工设备的广阔前景，但希望就未来 10 年中海工设备的市场规模做出测算。

我们首先需要测算的是未来海洋石油开采活动的增长水平，进而推算海工设备总的市场容量：

► 按照 1.5% 和 2.5% 的 CAGR 计算，2020 年全球石油和天然气消费量将为分别 2010 年的 1.16 倍（约 98.8mb/d）和 1.28 倍（约 3896bcm），我们至 2020 年全球油气开采活动量约为 2010 年的 1.2 倍。

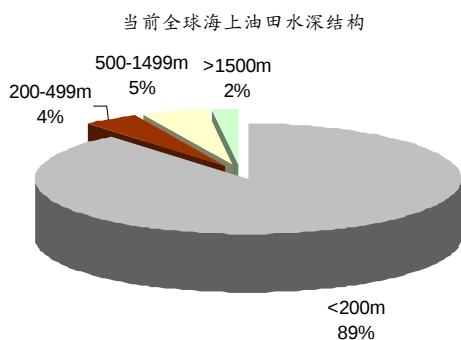
► 当前全球原油开采量中，有 32%-33% 来自于海上；而在现有海上油气田中，仅有 11% 是水深 200 米以上的深海油气田。IEA 报告指出截至 2007 年底全球已探明但未开发的油气田有 50% 位于海上，而 USGS 则预测未来待探明的油气资源中，将有 63% 来自于海上，其中深海占 27%。我们预计 2020 年的全球油气开采活动中，陆上、浅海、深海的占比将分别为 50%、35%、15%，以此计算至 2020 年全球浅海和深海油气开采活动量将分别增长到目前的 1.5 倍和 5 倍。

图表 1：当前海洋石油开采量占比约为 32%-33%



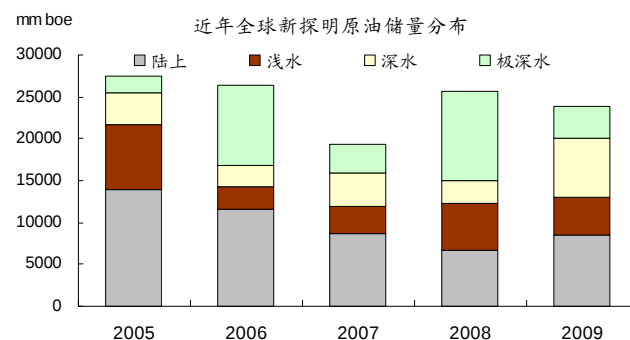
资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 2：当前海上油田中大部分仍位于浅海



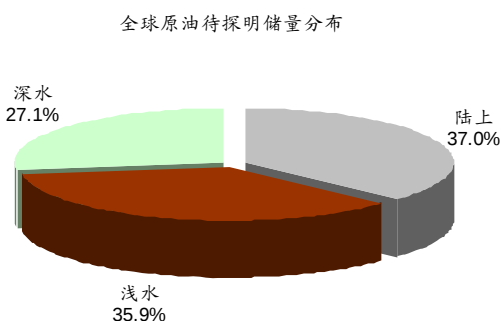
资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 3：近期新探明原油储量中大部分来自海上



资料来源：IHS，中金公司研究部

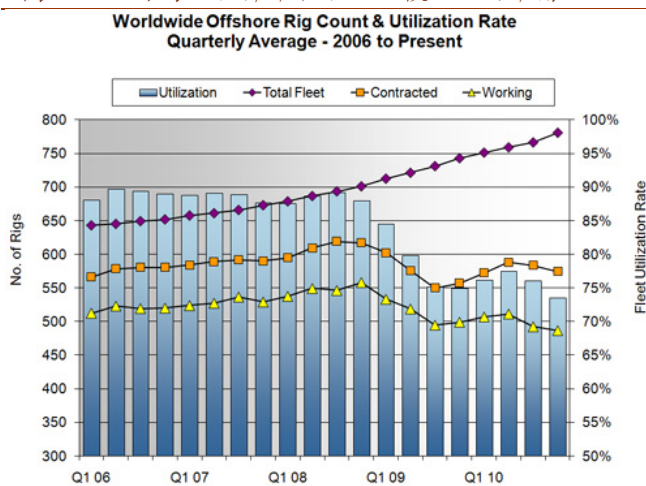
图表 4：未来待探明原油储量中大部分位于海上



资料来源：USGS，中金公司研究部

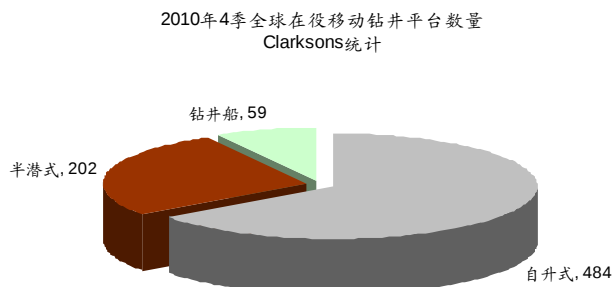
► ODS 统计当前全球移动式钻井平台（包括自升式、半潜式、钻井船）总数为 803 座/艘，签约率在 75%-80% 之间，如果我们认为长期看钻井平台行业健康的签约率水平在 85%-90% 之前，根据上述所有假设计算 2020 年全球总的自升式钻井平台（适于浅海）需求数为约 805 座，半潜式/钻井船（适于深海）总需求数约为 1286 座。

图表 5：全球海上钻井平台船队规模及签约率情况



资料来源：ODS，中金公司研究部

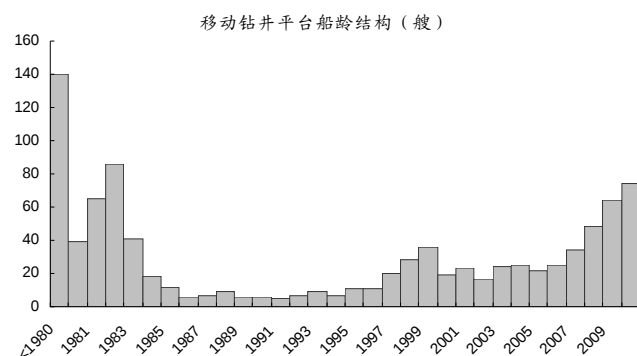
图表 6：当前全球海上钻井平台船队结构



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

- 当前全球在役钻井平台船龄结构中，有 46% 船龄在 20 年以上，有 15% 船龄在 30 年以上，我们预计未来 10 年中累计退役的平台将占到当前全球钻井平台总数的 30%。

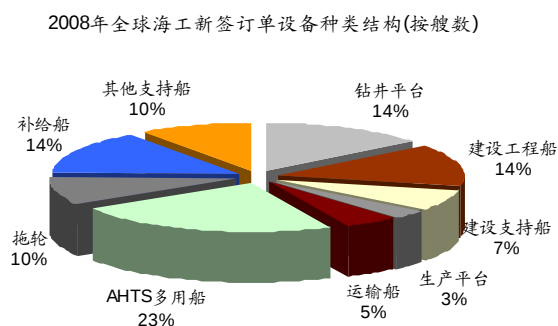
图表 7：未来 10 年中现役钻井平台中 30% 将退役



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

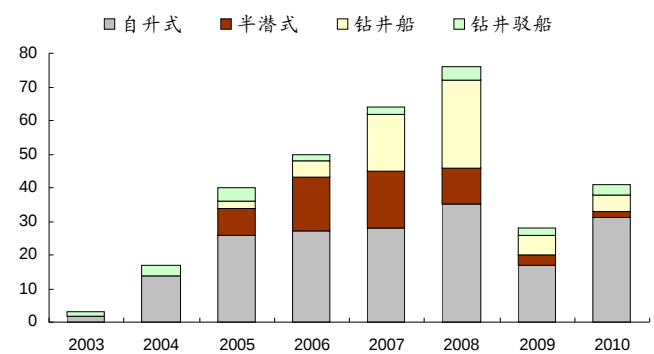
- 综合以上信息，我们预计未来 10 年中自升式平台总需求量为 440 座，半潜式/钻井船总需求量为 1089 座/艘，年均分别为 44 座和 109 座/艘。

图表 8：海工设备市场产品类型结构



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 9：近年海工设备市场新签订单情况（按艘数）



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

按照自升式平台和半潜式/钻井船平均价格分别为 1.8 亿美元和 5 亿美元（但是造船厂一般能够获得的收入仅为 1 个海工设备的 50%，除非采用 EPC 总包模式）计算，未来 10 年中全球钻井平台建造年均市场容量为 312 亿美元。一般而言，钻井平台的价值量占到整个海工设备市场价值量的 50%-60%，因此，**未来 10 年中全球海工设备建造年均市场容量将为 500-600 亿美元，而在过去 10 年中，这一数字的年均值在 100-120 亿美元（按新接订单量和造价估算）。**

### 竞争优势显著，来福士海工业务长期前景值得期待

我们认为，中集烟台来福士在海洋工程设备建造领域的竞争优势主要包括：

#### 优势 1：全球一流的海工设备建造基础条件

来福士目前拥有烟台、海阳、龙口 3 个生产基地，远离台风地带，全年由于天气原因而导致的停工不超过 15 天，总占地面积 2000 亩（其中烟台基地 700 亩），三个基地的分工是：

- 海阳基地负责大型分段的加工建造。
- 龙口基地负责自升式平台模块总成的建造。
- 烟台基地负责总装（包括自升式/半潜式平台及其他各类海洋工程船）。

三大基地之间的海上航程不超过一天，可以使用来福士自有的大型驳船（其中最大的 1 艘德浮二号为 2 万 DWT）进行灵活的运输。

来福士海工设备建造基地的最大亮点在于 2 万吨的“泰山”巨型门吊：

- 来福士烟台基地建于烟台芝罘岛的花岗岩地质之上，因而能建造全球独一无二的 2 万吨“泰山”巨型门吊，该门吊于 2008 年 4 月建成（由大连重工、起重集团承建），至今已成功进行 6 次商业吊装。

► “泰山”门吊对钻井平台（主要是半潜式）建造流程起到了革命性的变化，能够施行全球独一无二的“平台上下部分别建造，最后一次吊装合拢”的流程，这一流程使得工期最多能够缩短到 1-2 周。

► 而在传统的钻井平台建造流程下，合拢工期至少要 4 个月以上，这意味着“泰山”门吊能够节省建造时间 200 万工时（4-5 个月），仅人工成本就能够节省约 4000 万元人民币。

来福士烟台基地的另一亮点在于-18 米的深水安装码头：

► 安装调试水下推进器（一个平台大约 8 个）是半潜式平台建造过程中的重要步骤，其他船厂限于码头水深一般需要拖至外海安装，耗时 1-2 个月。

► 而来福士烟台基地的-18 米深水安装码头使得其能够在港内完成水下推进器的安装调试，耗时仅为 2 周左右，成本也能够相应节省；烟台基地深水码头全部建成后能够容纳 9 座平台同时施工。

## 优势 2：相对完善的海工设备关键部件配套体系

来福士近年来一直致力于完善海工设备关键部件的配套体系：在 2007 年时，来福士海工平台建造中 50%-60% 的部件（主要是平台体部件，不包括平台上的钻井设备）需要外包，而目前已经基本能够实现自给（目前来福士仅在顶驱系统、防喷器等少数部件上尚不具备成熟的自给能力）。

以自升式钻井平台的支撑腿这一关键部件为例，来福士是目前国内少数具备该部件自主制造能力的厂家之一，在龙口基地建成后，来福士拥有年产 3-4 座自升式平台所需支撑腿能力。

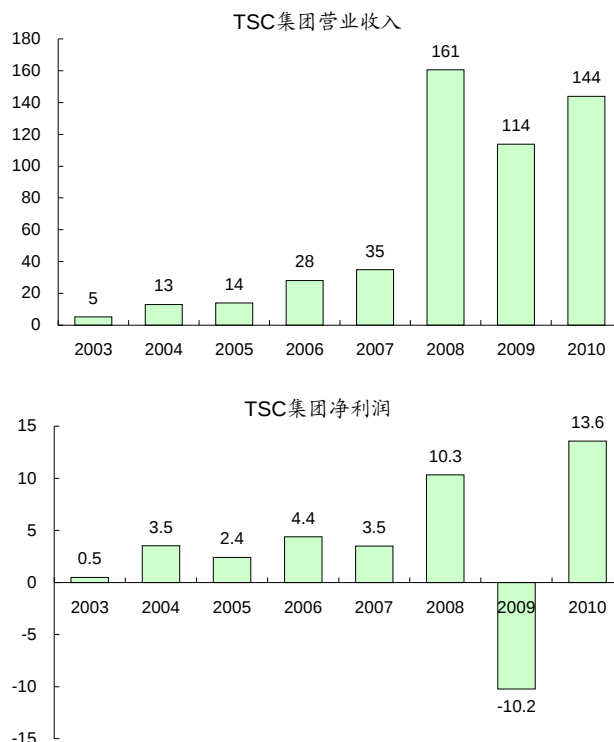
而中集集团合计持股 13.63% 的 TSC 海洋集团则进一步完善了中集集团和烟台来福士在海工设备关键部件上的配套体系，TSC（206.HK）是全球知名的陆上和海上油气钻探设备制造商和服务提供商，其业务主要包括：

► 油气钻探设备制造：钻井设备、升沉补偿和张力系统、机械排管吊装设备、固控设备及系统、电控和驱动系统、升降装置及桩腿材料、起升和系船设备、钻井设备配件消耗件、海洋甲板吊机等；

► 海上钻探设备相关服务：平台钻井设备保养和维修服务、专业咨询服务、钻机顶驱系统维护保养及租赁服务等；

► 海工设备一站式工程总包：为半潜式/自升式平台、钻井船及平台模块钻机等提供钻井包交钥匙解决方案、钻井供应链解决方案、升级与维补解决方案，以及满足客户特定要求的定制化解决方案。

图表 10：TSC 海洋集团收入及净利润变化（USD mm）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

目前，中集来福士所生产的自升式钻井平台的平台上设备模块中，除来福士自给的部件外，已绝大部分由 TSC 配套；TSC 目前还不具备半潜式平台总包能力，但是能供给半潜式上的子系统，一套价值 2000-3000 万美元。

2011 年 5 月底，TSC 集团发布公告称，中集集团通过其子公司以 2.28 港元（超过当时交易价 14%）增持 TSC 集团 4280 万股，增持后其间接持有的股份达 TSC 的总股本的 13.63%，增持行为很大程度上表明了 TSC 对于中集集团和来福士海工业务的重要性。

## 优势 3：不断积累中的研发和成功交付经验

首先需要强调的是，虽然 2010 年至今部分半潜式平台的延期交付给中集来福士在全球海工市场中的声誉造成一定消极影响，但来福士依然是中国国内为数不多拥有半潜式钻井平台成功交付经验的厂商。

图表 11：中国国内厂商半潜式平台交付记录

| 海工制造商  | 半潜式平台交付经验                                                                 |
|--------|---------------------------------------------------------------------------|
| 大连船舶重工 | 4 座第 5 代挪威 BINGO-9000、1 座第 6 代美国 NDB                                      |
| 中集来福士  | 3 座第 6 代中海油 COSL（其中 2 座有望下半年交付）、2 座第 5 代巴西 Schahin、1 座意大利第 6 代 D90（未完工交付） |
| 中远船务   | 1 座第 6 代挪威 GM4000（有望下半年交付）                                                |
| 外高桥船厂  | 1 座第 6 代中海油海洋石油 981                                                       |

资料来源：各公司资料，中金公司研究部

中集来福士 2010 年以来交付的 4 座半潜式平台出现不同程度的延期，以至造成业绩上的亏损，其原因包括：

- ▶ 1、首制平台，设计经验不足，导致部分工序有返工甚至重新设计的情况，导致较大的成本增加和财务亏损，这在中海油 COSL 平台上较为明显；
- ▶ 2、多座平台同时建造的流程管理经验不足；
- ▶ 3、金融危机给船东造成的财务和现金流方面的压力也是工程延期的部分原因。

事实上，在首制平台中出现延期甚至亏损的是非常正常的情况，从外高桥船厂的海油工程 981 和中远船务的 GM4000 等 2 座首制半潜式平台来看，其最终的建造周期和盈利状况都具有较大的不确定性。而在首制平台建造过程中积累的经验本身就有很大的价值。

此外，中集集团在海工设备的研发设计能力方面目前也正在积极的积累过程中：

- ▶ 目前烟台来福士本身即拥有一个 700 多人的设计队伍，这在国内船厂中已经是最具规模转移海工设计团队之一；来福士本身的设计团队主要负责详细设计和生产设计，基本设计目前仍交由外部设计机构完成；
- ▶ 尽管 2010 年未能成功收购美国 F&G 设计公司，但中集集团已着手建立自有的海工设计团队；公司先后建立了烟台中集海工研究院、上海中集海洋工程研发中心，国家能源海洋石油钻井平台研发中心也落户中集（以上 3 个设计机构都不在来福士旗下，而直属于中集集团），核心团队来自于国内外知名设计机构；我们预计中集最终有望建成 3000 人以上的专业海工设备研发设计团队。

### 海工业务产生利润贡献尚需时日

烟台来福士目前在建的海工设备 10 座/艘，其中 5 座自升式平台（已有 3-4 座获得合同）将在 2011 年 10 月底之前陆续完工，2 座半潜式平台（中海油 COSL）有望在 2011 年 4 季度-2012 年 1 季度交付，其他在建产品包括特种投石船、半潜式起重平台等。

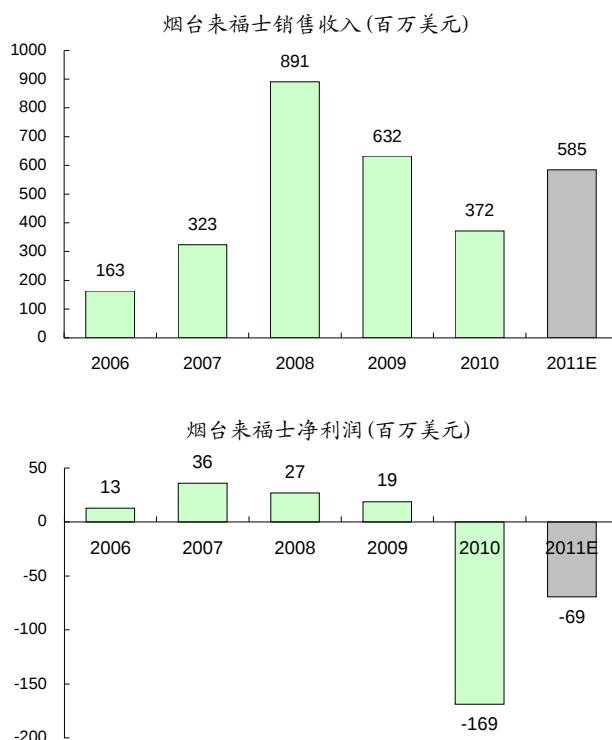
预计来福士 2011 年将总计交付 9-10 座/艘海工设备，2012 年在不考虑新接订单的情况下将交付 1-2 座；预计来福士（即中集集团的海工业务项目）2011 年营业收入为 36-38 亿元人民币，虽仍难以实现盈利，但亏损额将在 2010 年 11.09 亿元人民币的基数上大幅减少。

来福士在 2011 年上半年尚没有接到确定的新订单（如果不包括 3 个自升式平台采购合同），但是考虑到近期较为活跃的 global 海工设备市场，我们认为公司在下半年仍有望取得突破；公司对 2011 年全年接到的目标调整为 10 亿美元以上，如果这一目标得以完成，预计 2012 年来福士营业收入有望达到 30 亿元人民币以上，不排除同比下

降的可能性。

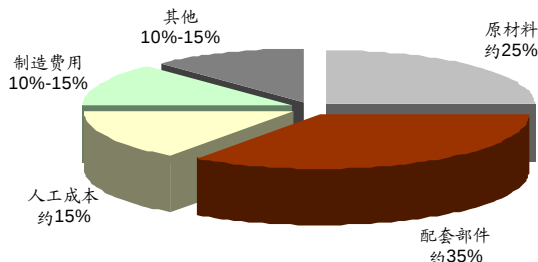
由于来福士自 2010 年以来对海工业务的潜在亏损进行了较为充分的计提，所以我们认为 2012 年公司有望在 2011 年的基础上进一步减亏；但是，考虑到来福士当前并不充裕在手订单情况，海工业务为中集集团产生较为显著的利润贡献，仍需一定时日。

图表 12：中集来福士收入及净利润变化（USD mm）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 13：海工设备建造成本分析



资料来源：行业资料，中金公司研究部

图表 14：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 15：中集集团三张报表预测摘要**

| <b>损益表 (百万元)</b>   | <b>2007A</b> | <b>2008A</b> | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 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        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |              |              |              |              |              |              |              |
| 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        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |              |              |              |              |              |              |              |
| 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       |
| <b>财务指标</b>        |              |              |              |              |              |              |              |
| 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%        |

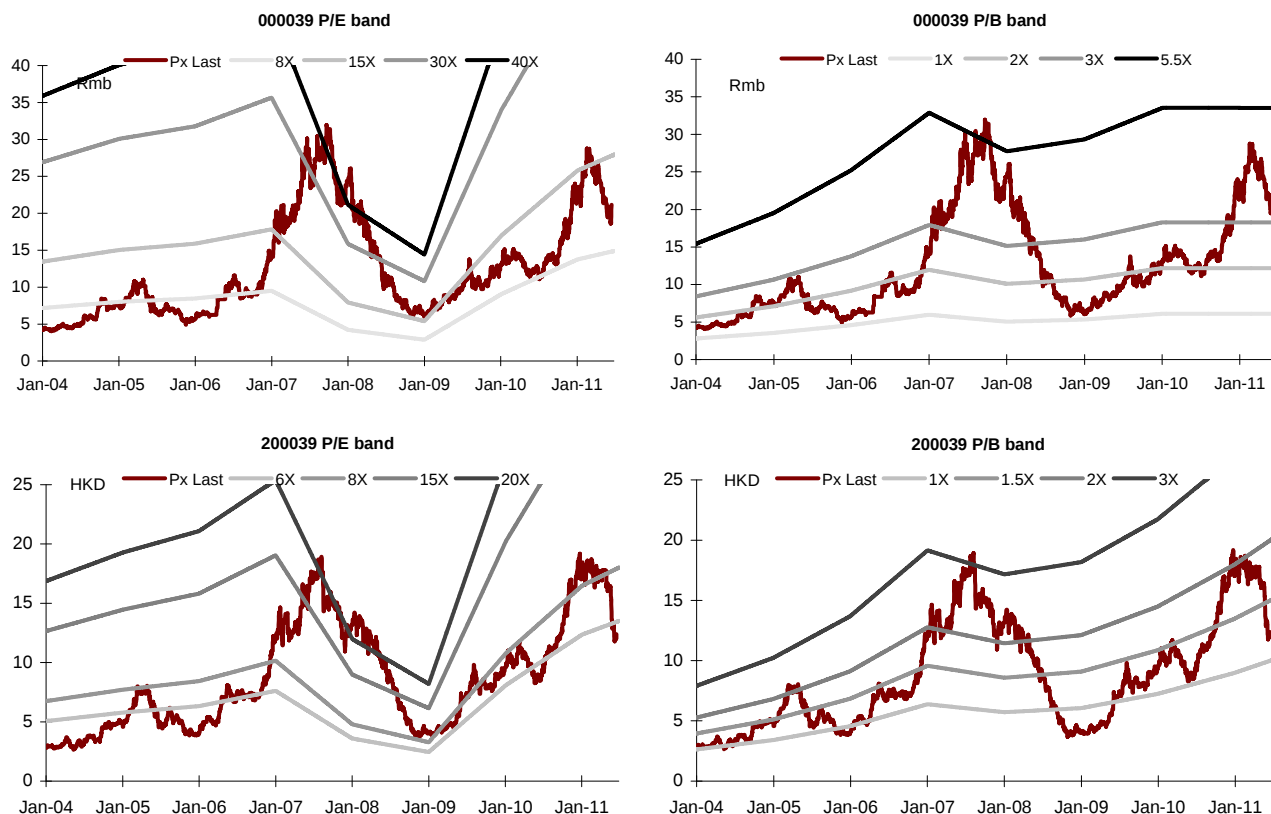
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 16: 中集集团可比公司相对估值水平

| Companies                    | Tickers          | Currency | Price  | Mkt Cap | P/E     |        |       |       | P/B   |       |       |       |       |       |
|------------------------------|------------------|----------|--------|---------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                              |                  |          |        |         | 11-6-24 | USD mn | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| Domestic Comparables         |                  |          |        |         |         |        |       |       |       |       |       |       |       |       |
| CSIC                         | 601989 CH Equity | CNY      | 12.72  | 16,901  | 27.65   | 22.12  | 20.11 | 18.28 | 3.84  | n.a.  | n.a.  | n.a.  |       |       |
| CSSC                         | 600150 CH Equity | CNY      | 73.47  | 6,761   | 18.65   | 16.04  | 14.55 | 13.59 | 3.05  | 2.56  | 2.20  | 1.96  |       |       |
| GSI-A                        | 600685 CH Equity | CNY      | 29.09  | 1,832   | 27.94   | 19.63  | 18.16 | 17.87 | 4.36  | 3.42  | 3.07  | 2.72  |       |       |
| GSI-H                        | 317 HK Equity    | HKD      | 12.64  | 1,832   | 10.13   | 7.11   | 6.58  | 6.47  | 1.58  | 1.24  | 1.11  | 0.98  |       |       |
| CIMC-A                       | 000039 CH Equity | CNY      | 21.17  | 6,303   | 18.78   | 12.33  | 10.50 | 9.34  | 3.47  | 2.86  | 2.34  | 1.94  |       |       |
| CIMC-B                       | 200039 CH Equity | HKD      | 12.39  | 6,303   | 9.16    | 6.02   | 5.12  | 4.56  | 1.70  | 1.40  | 1.14  | 0.95  |       |       |
| ZPMC-A                       | 600320 CH Equity | CNY      | 6.61   | 3,694   | n.a.    | 101.49 | 22.10 | 13.47 | 1.90  | 1.87  | 1.74  | 1.57  |       |       |
| ZPMC-B                       | 900947 CH Equity | USD      | 0.54   | 3,694   | n.a.    | 53.33  | 11.62 | 7.08  | 1.00  | 0.98  | 0.91  | 0.82  |       |       |
| Rongsheng H.I.               | 1101 HK Equity   | HKD      | 4.11   | 3,695   | 11.42   | 5.67   | 4.85  | 4.45  | 1.73  | 1.31  | 1.08  | 0.93  |       |       |
| Yangzijiang S.Y.             | YZJ SP Equity    | SGD      | 1.46   | 4,493   | 9.52    | 9.23   | 8.78  | 8.60  | 2.94  | 2.42  | 2.02  | 1.71  |       |       |
| Singamas Containers          | 716 HK Equity    | HKD      | 2.90   | 899     | 12.09   | 7.37   | 8.60  | 9.11  | 2.43  | 1.93  | 1.59  | 1.30  |       |       |
| COSCO Singapore              | COS SP Equity    | SGD      | 1.94   | 3,484   | 17.46   | 15.77  | 14.26 | 14.16 | 3.62  | 3.10  | 2.71  | 2.48  |       |       |
| Average                      |                  |          |        |         | 16.28   | 23.01  | 12.10 | 10.58 | 2.64  | 2.10  | 1.81  | 1.58  |       |       |
| Median                       |                  |          |        |         | 14.78   | 14.05  | 11.06 | 9.22  | 2.69  | 1.93  | 1.74  | 1.57  |       |       |
| foreign Comparables          |                  |          |        |         |         |        |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Hyundai Heavy Industries     | 009540 KS Equity | KRW      | 438500 | 30,619  | 11.07   | 7.55   | 7.31  | n.a.  | 2.71  | 2.17  | 1.80  | n.a.  |       |       |
| Samsung Heavy Industries     | 010140 KS Equity | KRW      | 46400  | 9,843   | 14.33   | 13.71  | 15.43 | n.a.  | 3.52  | 2.99  | 2.63  | n.a.  |       |       |
| Daewoo Shipbuilding & Marine | 042660 KS Equity | KRW      | 44800  | 7,878   | 11.10   | 11.51  | 13.38 | 11.27 | 2.10  | 1.86  | 1.69  | 1.53  |       |       |
| Keppel Corp Ltd              | KEP SP Equity    | SGD      | 8.65   | 12,356  | 8.59    | 10.56  | 9.85  | 9.09  | 2.06  | 1.91  | 1.74  | 1.63  |       |       |
| Sembcorp Marine Ltd          | SMM SP Equity    | SGD      | 5.32   | 8,897   | 12.84   | 16.22  | 16.12 | 15.24 | 4.25  | 4.07  | 3.59  | 3.12  |       |       |
| Mitsui Engineer & Shipbuild  | 7003 JP Equity   | JPY      | 172.00 | 1,430   | 7.25    | 9.20   | 7.70  | 10.06 | 0.89  | 0.88  | 0.82  | 0.76  |       |       |
| Average                      |                  |          |        |         | 10.87   | 11.46  | 11.63 | 11.42 | 2.59  | 2.31  | 2.04  | 1.76  |       |       |
| Median                       |                  |          |        |         | 11.09   | 11.04  | 11.62 | 10.67 | 2.40  | 2.04  | 1.77  | 1.58  |       |       |
| Average-sum                  |                  |          |        |         | 14.25   | 19.16  | 11.95 | 10.79 | 2.62  | 2.17  | 1.89  | 1.63  |       |       |
| Median-sum                   |                  |          |        |         | 11.76   | 11.92  | 11.06 | 9.70  | 2.57  | 1.93  | 1.74  | 1.57  |       |       |

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 17: 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

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 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

### 长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号  
骏豪花园A6栋1层  
邮编: 410003  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8878-7090

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568

