

集装箱业务平稳，能源化工设备加速

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

30.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 30.00 元

现价（2011 年 07 月 15 日）： 22.33 元

报告日期：

2011-07-18

报告关键点：

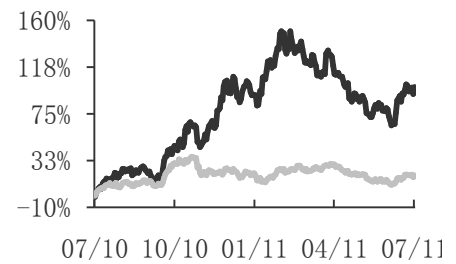
- 集装箱业务在强劲复苏后步入平稳发展期
- 天然气与非常规天然气需求上升将有效拉动能源化工设备业务加速发展
- 合理价格为30元，维持“买入-A”投资评级

报告摘要：

- 公司集装箱业务在经历了去年以及今年上半年的强劲复苏性增长后，我们估计三季度将逐步步入平稳阶段，预计上半年的干箱销量在95万TEU左右，下半年估计为70万TEU左右，全年约为160万TEU。箱价也将呈前高后低走势，估计全年平均大致在2400-2600美元/TEU。
- 公司冷藏箱和特种箱的业务基本和我们的预期相符，大致增速在25%左右，全年销售收入有望达到45-50亿元，季度经营情况比较均衡。
- 得益于国内固定资产投资对基建及物流的强烈拉动，公司道路运输车辆第一季度累计销售3.91万台，同比上升30%。随着国内投资增速的放缓，预计二季度销量有所下降，我们维持全年销量约15万台的预测，相应收入为188亿元。重卡项目呈稳健发展的态势，公司重在扎实基础树立品牌，不刻意追求规模。
- 能源化工装备业务预计在未来2年可望保持较高的25-30%的增速。事实上从2005年开始该业务平均每年就有20%以上的增长。考虑到国内清洁能源气体LNG、CNG的需求扩大趋势，以及煤层气、页岩气开采急剧升温，无疑公司该项业务有着良好的前景。预计2011年该项业务收入为66亿元，毛利率也可以稳定在17-18%左右。
- 海工业务今年还处在整理消化阶段，在手订单陆续交付，由于油价高企，新单意向也较多。我们认为中集莱佛士具有优越的生产基地和创新的建造模式，以及专业化的研发和管理团队，特别是首制项目的批量交付积累了宝贵的经验，预计公司该项业务2012年开始将会有较大的发展。
- 我们预计公司2011—2013年主营业务分别为634、746、898亿元，归属母公司净利润分别为39.9、53.7、63.4亿元，相应每股收益1.5、2.02、2.38元，按照2011年20倍PE估值，合理价格为30元，维持“买入-A”投资评级。
- 风险提示：宏观及行业因素影响导致盈利预测未达预期。

总市值(百万元)	59,983.78
流通市值(百万元)	27,741.13
总股本(百万股)	2,662.40
流通股本(百万股)	1,231.30
12个月最低/最高	11.21/29.62 元
十大流通股东(%)	54.47%
股东户数	164,161

12个月股价表现



— 中集集团 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.49	(1.25)	80.37
绝对收益	11.32	(8.77)	99.45

 张仲杰
 021-68767839
 执业证书编号

 高级行业分析师
 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20,475.5	51,768.3	63,385.9	74,646.6	89,758.3
Growth(%)	-56.7%	152.8%	22.4%	17.8%	20.2%
净利润	959.0	3,001.9	3,994.5	5,367.5	6,345.1
Growth(%)	-31.8%	213.0%	33.1%	34.4%	18.2%
毛利率(%)	15.0%	15.8%	16.9%	16.9%	16.6%
净利润率(%)	4.7%	5.8%	6.3%	7.2%	7.1%
每股收益(元)	0.36	1.13	1.50	2.02	2.38
每股净资产(元)	5.33	6.09	8.22	10.03	12.06
市盈率	62.3	19.9	15.0	11.1	9.4
市净率	4.2	3.7	2.7	2.2	1.9
净资产收益率(%)	6.8%	14.8%	16.5%	18.8%	19.0%
ROIC(%)	6.6%	19.5%	17.1%	20.3%	21.8%
EV/EBITDA	17.0	12.9	11.6	8.5	7.1
股息收益率	0.7%	0.5%	0.7%	0.9%	1.6%

前期研究成果

中集集团：三大业务齐头并进

2011-04-26

中集集团：高油价有助于能源和海工业务发展

2011-03-29

中集集团：业绩超预期，上调盈利预测

2011-01-21

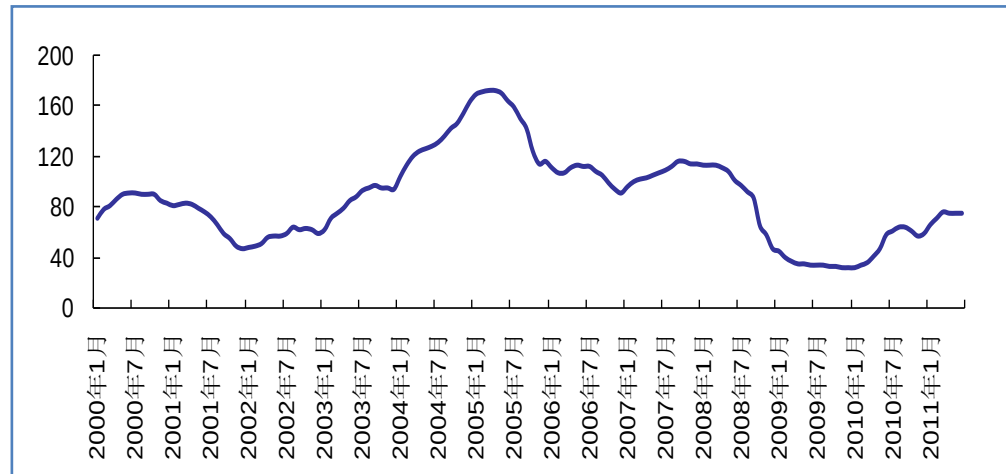
1. 全球集装箱市场总体较为稳定

从全球集装箱航运市场的期租率，以及集装箱船的订单、交付、价格来看，数据上基本稳定，而作为全球集装箱第一的制造业大国，出口量最近也趋于平稳，因此我们总体上判断全球集装箱行业进入稳步发展阶段。

1.1. 集装箱期租率相对稳定

全球集装箱期租率指数从4月份一直到6月份均为75点，相对稳定。

图 1 全球集装箱期租率指数稳定在 75 点左右

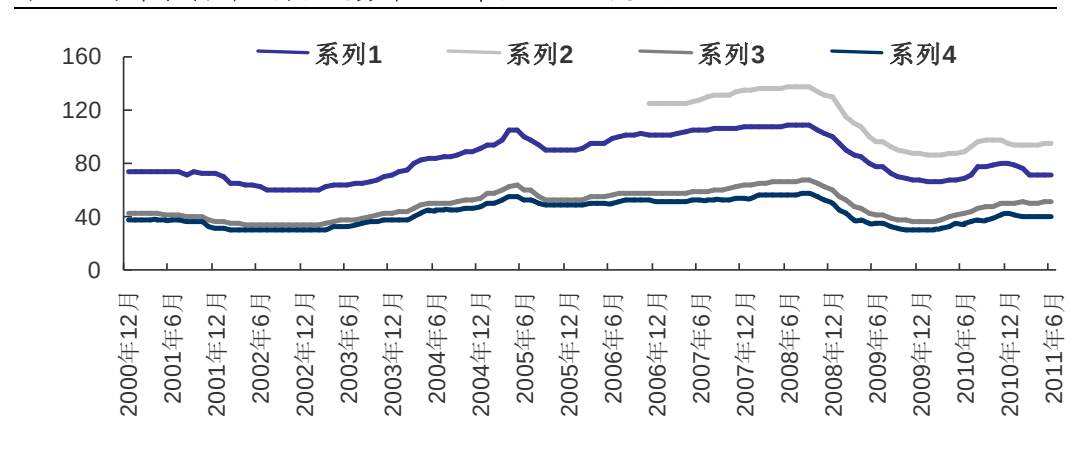


数据来源：Clarkson，安信证券研究中心

1.2. 集装箱新船价格环比略升

2011年4月份集装箱船2600、3500、6500、8000标箱四大船型的价格为39.5、50、70.5、93百万美元，与上月持平。5月份集装箱船这四大船型的价格分别为39.5、51、71、94.5百万美元，后两种略高于上月水平。

图 2 全球集装箱新船价格走势平稳（单位：百万美元）

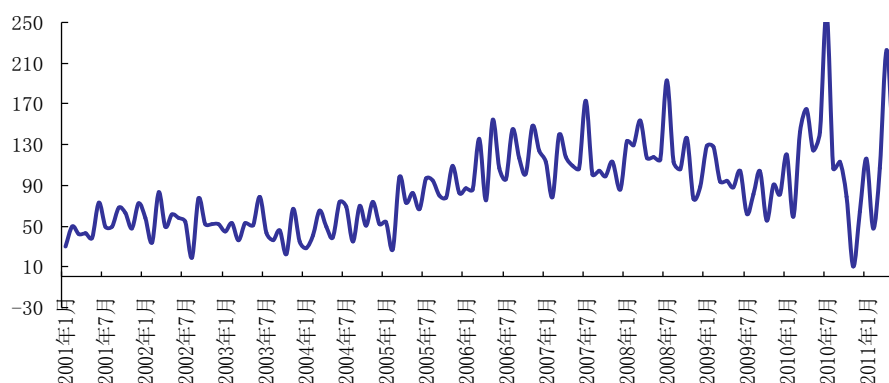


数据来源：Clarkson，安信证券研究中心

1.3. 全球集装箱新船交付量同比略升

□ 集装箱船2010年每月平均交付量为11.5万标箱，2011年1-5月份平均交付量为12.4万标箱。尽管月度之间有波动，但总体上还是有所增加。

图 3 全球集装箱新船月度订单（单位：百万载重吨）

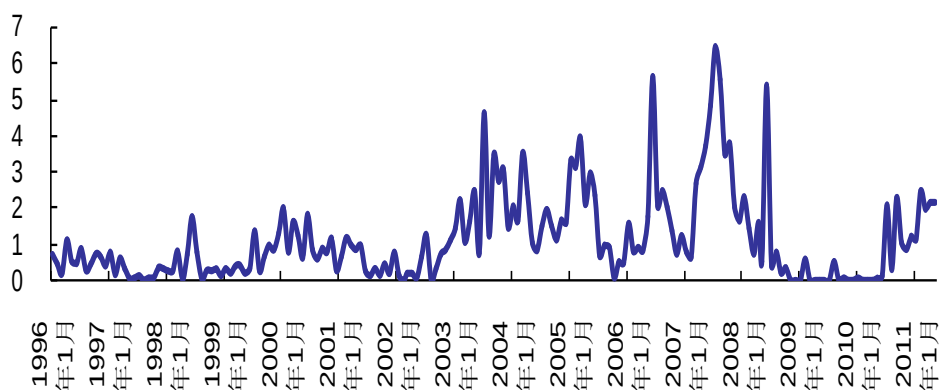


数据来源：Clarkson，安信证券研究中心

1.4. 集装箱新船订单保持在 200 万载重吨

从今年 2 月份到 5 月份，全球集装箱新船每月订单分别为 244、197、231、217 万载重吨，平均在 200 万载重吨左右，没有太明显的起落。

图 4 全球集装箱新船月度订单平均在 200 万载重吨（单位：百万载重吨）



数据来源：Clarkson，安信证券研究中心

1.5. 国内集装箱行业盈利状况较好

国内集装箱制造业的毛利率（当季值）：从 2010 年的 8、11 月到 2011 年的 2、5 月，分别为 14%、18.25%、18.54%、17%，略有回落。

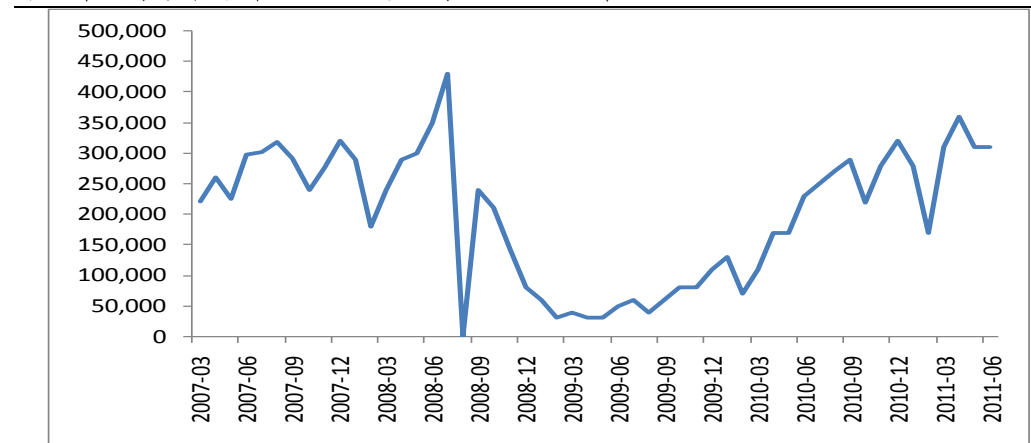
国内集装箱行业在 2009 年全行业亏损以后，2010 年进入逐步复苏阶段，行业销售利润率 2010 年 5、8、11 月份（季度值）分别为 1.57%、5.99%、9.1%，2011 年 2-5 月份分别为 13.74%、14.03%、13.35%、13.59%。

总体上国内集装箱行业目前的盈利状况处于历史上相对较好的状况。

1.6. 中国集装箱出口量稳定

我国 1-6 月份集装箱出口量分别为 28、17、31、36、31、31 万只，总量稳定。鉴于中国集装箱产量占全球比例在 95% 左右，稳定的出口量也预示着全球需求量基本处于相对稳定状态。

图 5 中国集装箱今年月度出口量约在 30 万只 (单位: 万只)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

1.7. 公司集装箱业务预测

□ 公司集装箱业务在经历了去年以及今年上半年的强劲复苏性增长后, 我们估计三季度将逐步步入平稳阶段, 预计上半年的干箱销量在 95 万 TEU 左右, 下半年估计为 70 万 TEU 左右, 全年约为 160 万 TEU。箱价也将呈前高后低走势, 估计全年平均大致在 2400-2600 美元/TUE。预计 2011 年干箱业务收入约为 249 亿元, 毛利率大治在 18% 的水平。

□ 公司冷藏箱和特种箱的业务基本和我们的预期相符, 大致增速在 25% 左右, 全年销售收入分别有望达到 46、44 亿元, 季度经营情况比较均衡, 毛利率估计分别为 20%、22%。

2. 能源化工设备业务前景光明

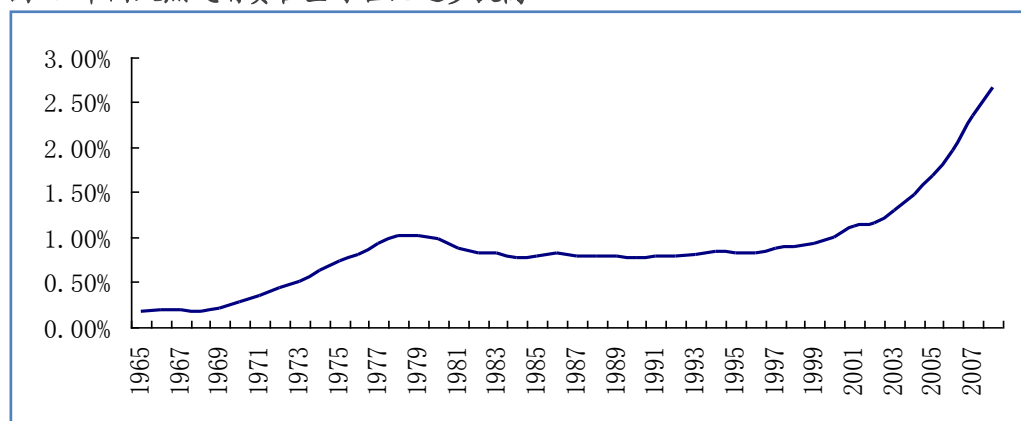
2.1. 我国天然气消耗量复合增速为 18.8%

中国 2009 年天然气消耗量上升 9.4% 至 887 亿立方米, 是全球天然气消耗量增长最快国家之一。根据 BP 的报告, 预测到 2030 年, 天然气将成为全球增长最快的化石燃料。中国将推动亚太地区的消耗量增长, 占其中的一半增幅, 年增长率为 7.6%, 2030 年天然气使用量可与欧盟目前的水平看齐。

中国天然气消费在全球占比呈递增态势, 2000 年只有 1.01%, 2008 年已经达到 2.66%, 政府亦致力增加天然气在主要能源消耗总量的比例, 由目前 4% 增至 2015 年的 9%, 2020 年将达到 15%, 天然气在中国发展前景光明。

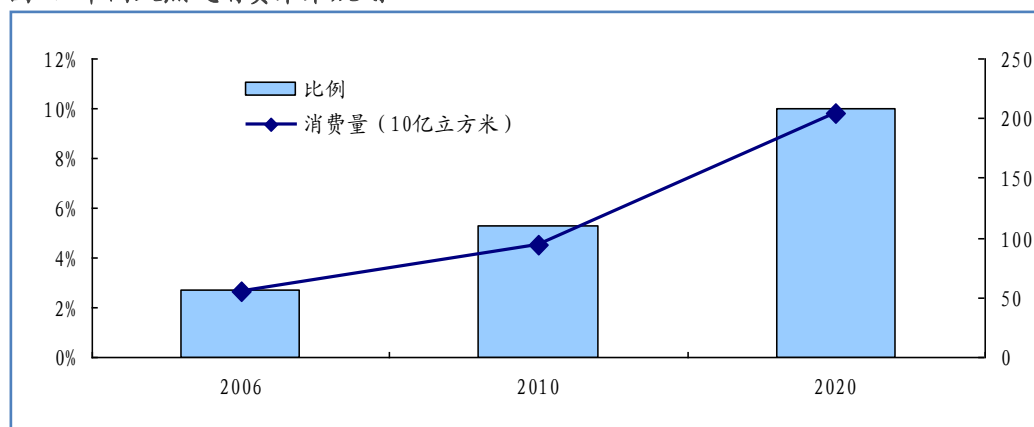
根据政府的新兴能源产业发展规划, 天然气消耗量在 2015 年上升近 3 倍至 2,600 亿立方米, 相当于年复合增长率为 18.8%, 而由 2011 年至 2020 年之间天然气投资规模预期将达到万亿元人民币。其中投资大部分将投入建设及发展天然气基建项目, 如天然气管道、LNG 接收站及天然气液化工厂。

图 6 中国天然气消费在全球占比逐步提高



数据来源：BP 报告 安信证券研究中心

图 7 中国天然气消费未来规划



数据来源：天然气网 安信证券研究中心

2.2. 安瑞科天然气业务架构完善，产品系列齐全

公司的一体化运作的能源化工设备产业链趋于成熟。经过一系列收购整合后，中集集团打造了以安瑞科为平台的能源化工业务，产品包括专用燃气装备制造及集成服务、低温设备、罐式集装箱制造、液态食品罐式储运装备。安瑞科已经成为颇具规模的能源化工设备供应和系统集成商。

安瑞科旗下 6 家企业各具特色，也从地域上开始构筑全国性的网络。安瑞科建立了统一的运营管理平台，在市场销售、采购、技术研发、管理等方面开始实现协同效益，也避免出现同业竞争、实现资源共享和良性互动。同时，也为中集能源化工装备业务未来发展新业务、拓展新的盈利模式打下良好基础。

2.3. 能源装备和化工装备是公司业绩的主要驱动

2010 年公司能源装备、化工装备、液态食品装备在销售总额中的占比分别为 59.8%、30%、10.2%。其中化工装备在其中占比提升了 9.7 个百分点，液态食品装备则下降了 9.2 个百分点。相对于 09 年，能源装备、化工装备、液态食品装备的收入增速分别为 32%、83.8%、-31.3%，能源装备表现较佳，化工装备有基数较低的因素，液态食品装备的复苏尚需等待。

能源化工业务的订单比去年增加 20%以上，LNG 业务销售态势良好，下属企业圣达因从去年以来的满产率高达 90%，预计毛利率仍可维持在 20-22%这样的水平，2010 年收入 23.9 亿元，估计今年的销售收入增长仍然在 30%以上。

全球化工生产指数去年开始谷底回升，安瑞科化工装备主要是罐箱，2009 年生产 3000 个，2010 年大幅回升到 7300 个，今年订单为 12000 个，由于规模的扩大，单位固定成本下降，估计毛利率也将有所上升，去年为 12%，今年估计将达到 14% 左右，产品售价目前基本和 2010 年底相近，大约 2.3-2.4 万美元/个。2010 年收入 11.9 亿元，估计 2011 年收入增速在 60% 左右。

液态食品装备的发展较为滞后，2009 年基本稳定，2010 年则下降，实现销售收入 4 亿元，预计 2011 年销售收入有所恢复，基本稳定在去年水平或略有增长，毛利率基本稳定在 18-19%。大致判断该项业务目前处于底部回升阶段。

2.4. 在非常规天然气领域将大有作为

安瑞科提出了在煤层气的回收、储运、CNG 化利用、LNG 化利用等撬装化模块的多方面解决方案，以及生物沼气的 CNG 化利用撬装化模块方案，在山西晋城煤层气盆地，尤其特别是易高、新奥的煤层气液化工厂内，CNG 长管运输车、LNG 运输槽车、压缩机、储罐，绝大部分都是中集安瑞科的产品，我们认为安瑞科在非常规天然气如煤层气、页岩气领域亦将大有作为。

2.5. 能源化工液态食品装备业务预测

2010 年能源化工液态食品装备收入接近 40 亿元。随着公司继续在国内天然气应用的下游装备和服务领域进行进一步拓展，我们预计该项业务 2011 将保持 30% 左右的增速，收入可望达到 66 亿元，毛利率水平预计 18% 左右。2012-2013 年的增速估计亦将在 25%-30% 左右。总体上我们认为公司该项业务将处在一个快速发展的阶段。

3. 车辆业务追求稳健发展

公司车辆业务和国内宏观经济形势的发展密切相关，预计 2011—2012 年 GDP 的增速大致在 8-9% 左右，总体上我们认为车辆业务的盈利能力稳中有升要强于规模的持续扩张，公司对重卡项目持稳健发展的态势，重在扎实基础树立品牌，不刻意追求规模。

得益于去年固定资产投资对基建及物流的强烈拉动，公司道路运输车辆第一季度累计销售 3.91 万台，同比上升 30%。随着国内投资增速的放缓，预计二季度销量有所下降，我们预计 2011 年销量约 17 万台的预测。

预计 2011—2013 年公司车辆业务销量增速约为 10%，销售收入分别为 170、188、207 亿元，毛利率维持在 12% 左右。

4. 海工业务关注新增订单情况

海工业务今年还处在整理消化阶段，在手订单陆续交付，由于油价高企，新单意向也较多。我们认为中集莱佛士具有优越的生产基地和创新的建造模式，拥有专业化的技术和管理团队。特别是首制项目的批量交付积累了宝贵的经验，我们认为公司该项业务 2012 年开始将会有较大的发展。

考虑到公司在手订单和潜在的新增需求，预计 2011-2013 年的销售收入分别为 34、51、92 亿元，毛利率维持在 12%、14%、20% 左右，今年主要还是消化历史压力，明后 2 年将步入快速发展轨道，我们将继续关注新增订单情况。

5. 业绩预测与估值

我们预计公司 2011—2013 年主营业务分别为 634、746、898 亿元，归属母公司

净利润分别为 39.9、53.7、63.4 亿元，相应每股收益 1.5、2.02、2.38 元，按照 2011 年 20 倍 PE 估值，合理价格为 30 元，维持“买入—A”投资评级。

6. 风险提示

宏观及行业因素影响导致盈利预测未达预期。

表 1：分项业务预测（单位：百万元）

	历史年份				预测年份			
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
产品总收入	47,975.5	46,679.0	19,828.3	52,886.3	63,385.9	74,646.6	89,758.3	109,052.7
产品总成本	37,014.4	39,022.8	16,706.7	44,169.0	52,648.3	62,061.9	74,876.1	89,959.0
综合毛利率	22.85%	16.4%	15.74%	16.5%				
干货箱收入	26,345.1	21,071.0	1,164.9	19,533.6	24,883.2	28,615.7	32,908.0	37,844.2
收入增速		-20.0%	-94.5%	1576.8%	27.4%	15.0%	15.0%	15.0%
收入占比	54.9%	45.1%	5.9%	36.9%	39.3%	38.3%	36.7%	34.7%
成本	24,400.9	19,516.0	1,153.3	16,017.5	20,404.2	23,464.9	27,642.7	31,789.2
成本增速		-20.0%	-94.1%	1288.9%	27.4%	15.0%	17.8%	15.0%
成本占比	65.9%	50.0%	6.9%	36.3%	38.8%	37.8%	36.9%	35.3%
产品毛利率	7.4%	7.4%	1.0%	18.0%	18.0%	18.0%	16.0%	16.0%
冷藏箱收入	4,255.0	4,128.3	1,651.3	3,659.0	4,573.8	5,580.0	6,696.0	8,035.2
收入增速		-3.0%	-60.0%	121.6%	25.0%	22.0%	20.0%	20.0%
收入占比	8.9%	8.8%	8.3%	6.9%	7.2%	7.5%	7.5%	7.4%
成本	3,749.9	3,550.4	1,420.1	3,110.2	3,659.0	4,575.6	5,624.6	6,749.5
成本增速		-5.3%	-60.0%	119.0%	17.6%	25.1%	22.9%	20.0%
成本占比	10.1%	9.1%	8.5%	7.0%	6.9%	7.4%	7.5%	7.5%
产品毛利率	11.9%	14.0%	14.0%	15.0%	20.0%	18.0%	16.0%	16.0%
特种箱收入	3,445.0	3,883.0	3,883.0	3,514.0	4,392.5	5,358.9	6,430.6	7,716.7
收入增速		12.7%	0.0%	-9.5%	25.0%	22.0%	20.0%	20.0%
收入占比	7.2%	8.3%	19.6%	6.6%	6.9%	7.2%	7.2%	7.1%
成本	2,725.0	3,028.7	3,028.7	2,740.9	3,426.2	4,179.9	5,015.9	6,019.1
成本增速		11.1%	0.0%	-9.5%	25.0%	22.0%	20.0%	20.0%
成本占比	7.4%	7.8%	18.1%	6.2%	6.5%	6.7%	6.7%	6.7%
产品毛利率	20.9%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
车辆收入	8,978.9	9,404.7	9,063.8	16,632.6	17,083.0	18,791.3	20,670.4	21,704.0
收入增速		4.7%	-3.6%	83.5%	2.7%	10.0%	10.0%	5.0%
收入占比	18.7%	20.1%	45.7%	31.4%	27.0%	25.2%	23.0%	19.9%
成本	5,946.9	8,646.6	7,846.5	14,345.6	15,033.0	16,536.3	18,190.0	19,099.5
成本增速		45.4%	-9.3%	82.8%	4.8%	10.0%	10.0%	5.0%
成本占比	16.1%	22.2%	47.0%	32.5%	28.6%	26.6%	24.3%	21.2%
产品毛利率	33.8%	8.1%	13.4%	13.8%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
机场设备收入	473.2	488.0	531.0	343.0	411.6	493.9	592.7	740.9
收入增速		3.1%	8.8%	-35.4%	20.0%	20.0%	20.0%	25.0%
收入占比	1.0%	1.0%	2.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
成本	108.9	316.7	331.6	256.1	288.1	345.7	414.9	518.6
成本增速		190.9%	4.7%	-22.8%	12.5%	20.0%	20.0%	25.0%
成本占比	0.3%	0.8%	2.0%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
产品毛利率	77.0%	35.1%	37.5%	25.3%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
能源化工设备收入	4,536.3	7,770.0	3,600.3	5,081.2	6,605.5	8,256.9	10,321.2	12,901.5
收入增速		71.3%	-53.7%	41.1%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%
收入占比	9.5%	16.6%	18.2%	9.6%	10.4%	11.1%	11.5%	11.8%
成本	1,353.8	3,850.4	2,977.4	4,226.0	5,416.5	6,853.3	8,566.6	10,708.2
成本增速		184.4%	-22.7%	41.9%	28.2%	26.5%	25.0%	25.0%
成本占比	3.7%	9.9%	17.8%	9.6%	10.3%	11.0%	11.4%	11.9%
产品毛利率	70.2%	50.4%	17.3%	16.8%	18.0%	17.0%	17.0%	17.0%
其他收入	-58.0	-66.0	-66.0	1,678.9	2,014.7	2,417.6	2,901.1	3,481.3
收入增速		13.8%	0.0%	-2643.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
收入占比	-0.1%	-0.1%	-0.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
成本	-1,271.0	114.0	-51.0	51.0	1,410.3	1,692.3	2,030.8	2,436.9
成本增速		-109.0%	-144.7%	-200.0%	2665.2%	20.0%	20.0%	20.0%
成本占比	-3.4%	0.3%	-0.3%	0.1%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
产品毛利率	-2091.4%	272.7%	22.7%	97.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
海洋工程设备收入	-	-	-	2,444.0	3,421.6	5,132.4	9,238.3	16,629.0
收入增速					40.0%	50.0%	80.0%	80.0%
收入占比	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	5.4%	6.9%	10.3%	15.2%
成本	-	-	-	3,421.6	3,011.0	4,413.9	7,390.7	12,638.0
成本增速					-12.0%	46.6%	67.4%	71.0%
成本占比	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	5.7%	7.1%	9.9%	14.0%
产品毛利率				-40.0%	12.0%	14.0%	20.0%	24.0%

资料来源：WIND 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-7-14		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	20,475.5	51,768.3	63,385.9	74,646.6	89,758.3	营业收入增长率	-56.7%	152.8%	22.4%	17.8%	20.2%	
减: 营业成本	17,401.8	43,597.8	52,648.3	62,061.9	74,876.1	营业利润增长率	-25.3%	160.4%	49.3%	24.8%	21.5%	
营业税费	51.7	76.9	95.1	74.6	71.8	净利润增长率	-31.8%	213.0%	47.6%	21.1%	18.2%	
销售费用	727.7	1,250.2	1,521.3	1,791.5	1,974.7	EBITDA 增长率	-14.4%	140.2%	15.7%	23.5%	20.5%	
管理费用	1,976.1	2,734.4	3,296.1	3,732.3	4,308.4	EBIT 增长率	-26.0%	183.0%	32.8%	24.8%	21.6%	
财务费用	131.0	669.8	323.4	399.8	493.4	NOPLAT 增长率	-35.6%	190.5%	37.6%	23.7%	20.9%	
资产减值损失	396.1	274.6	1,032.5	238.3	318.3	投资资本增长率	-2.4%	42.6%	14.7%	12.8%	17.7%	
加: 公允价值变动收益	-38.7	234.9	624.0	-	-	净资产增长率	6.0%	21.4%	30.1%	20.5%	19.5%	
投资和汇兑收益	1,568.0	38.6	40.0	60.0	70.0							
营业利润	1,320.5	3,438.2	4,603.7	6,408.1	7,785.7	利润率						
加: 营业外净收支	144.9	236.4	241.0	239.0	241.0	毛利率	15.0%	15.8%	16.9%	16.9%	16.6%	
利润总额	1,465.4	3,674.6	4,844.7	6,647.1	8,026.7	营业利润率	6.4%	6.6%	7.3%	8.6%	8.7%	
减: 所得税	384.7	823.7	726.7	997.1	1,204.0	净利润率	4.7%	5.8%	6.3%	7.2%	7.1%	
净利润	959.0	3,001.9	3,994.5	5,367.5	6,345.1	EBITDA/营业收入	11.1%	10.6%	9.1%	10.5%	10.5%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	7.1%	7.9%	7.8%	9.1%	9.2%	
货币资金	5,269.2	4,655.7	5,244.2	8,968.2	13,814.9	运营效率						
交易性金融资产	91.8	525.7	520.0	520.0	520.0	固定资产周转天数	131	62	62	60	55	
应收账款	4,986.1	10,366.1	13,024.5	13,293.2	15,984.4	流动营业资本周转天数	83	45	56	61	67	
应收票据	1,690.8	508.6	868.3	2,045.1	2,459.1	流动资产周转天数	346	189	210	218	229	
预付账款	1,073.6	2,433.4	4,012.9	5,874.8	8,121.0	应收账款周转天数	73	42	53	50	45	
存货	6,753.6	13,423.7	14,597.3	17,207.3	20,760.2	存货周转天数	141	73	84	83	83	
其他流动资产	670.3	1,878.3	2,023.8	2,170.2	2,366.6	总资产周转天数	632	318	330	325	322	
可供出售金融资产	1,175.8	768.5	770.0	770.0	770.0	投资资本周转天数	321	152	157	151	145	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	1,930.8	1,548.3	1,497.0	1,497.0	1,497.0	ROE	6.8%	14.8%	16.5%	18.8%	19.0%	
投资性房地产	75.6	77.4	75.0	75.0	75.0	ROA	2.9%	5.3%	6.7%	7.8%	7.8%	
固定资产	7,695.0	10,006.5	11,817.3	13,196.0	14,341.4	ROIC	6.6%	19.5%	17.1%	20.3%	21.8%	
在建工程	573.3	1,697.7	1,258.6	995.2	837.1	费用率						
无形资产	2,777.6	3,218.6	3,026.5	2,972.5	2,924.2	销售费用率	3.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.2%	
其他非流动资产	2,594.9	3,022.3	3,188.0	3,301.0	3,452.3	管理费用率	9.7%	5.3%	5.2%	5.0%	4.8%	
资产总额	37,358.4	54,130.6	61,923.5	72,885.4	87,923.3	财务费用率	0.6%	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%	
短期债务	4,157.5	8,309.3	7,000.0	8,000.0	9,500.0	三费/营业收入	13.8%	9.0%	8.1%	7.9%	7.5%	
应付账款	5,939.2	11,505.9	13,703.0	15,643.0	18,462.6	偿债能力						
应付票据	1,226.1	2,538.6	2,884.8	3,400.6	4,102.8	资产负债率	57.6%	64.5%	59.7%	58.7%	59.1%	
其他流动负债	2,862.1	4,094.2	4,753.6	5,500.1	5,948.8	负债权益比	136.0%	181.8%	147.9%	142.2%	144.5%	
长期借款	5,608.6	3,912.1	3,912.1	5,412.1	8,912.1	流动比率	1.35	1.13	1.26	1.38	1.54	
其他非流动负债	725.8	1,040.5	1,112.2	1,213.5	1,349.5	速动比率	0.86	0.67	0.77	0.87	0.99	
负债总额	21,531.8	34,923.9	36,941.0	42,789.6	51,956.7	利息保障倍数	11.08	6.13	15.24	17.03	16.78	
少数股东权益	1,628.4	2,983.6	3,107.2	3,389.7	3,867.3	分红指标						
股本	2,662.4	2,662.4	2,662.4	2,662.4	2,662.4	DPS(元)	0.15	0.12	0.15	0.20	0.36	
留存收益	13,364.8	15,616.3	19,212.9	24,043.7	29,437.0	分红比率	41.6%	10.6%	10.0%	10.0%	15.0%	
股东权益	15,826.6	19,206.7	24,982.5	30,095.8	35,966.7	股息收益率	0.7%	0.5%	0.7%	0.9%	1.6%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	1,080.7	2,850.9	3,994.5	5,367.5	6,345.1	EPS(元)	0.36	1.13	1.50	2.02	2.38	
加: 折旧和摊销	846.0	1,384.5	869.0	1,001.8	1,128.4	BVPS(元)	5.33	6.09	8.22	10.03	12.06	
资产减值准备	396.1	274.6	1,032.5	238.3	318.3	PE(X)	62.3	19.9	15.0	11.1	9.4	
公允价值变动损失	38.7	-234.9	94.5	-	-	PB(X)	4.2	3.7	2.7	2.2	1.9	
财务费用	534.2	92.1	390.5	323.4	399.8	P/FCF	23.0	351.6	-55.0	14.6	10.9	
投资收益	-1,568.0	-38.6	-40.0	-60.0	-70.0	P/S	2.9	1.2	0.9	0.8	0.7	
少数股东损益	121.7	-151.0	123.5	282.5	477.6	EV/EBITDA	17.0	12.9	11.6	8.5	7.1	
营运资金的变动	-248.9	-3,656.9	-3,849.7	-3,054.7	-5,393.8	CAGR(%)	73.6%	33.8%	31.2%	28.3%	36.3%	
经营活动产生现金流量	969.7	1,482.9	2,547.7	4,175.3	3,299.0	PEG	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3	
投资活动产生现金流量	2.8	-2,730.3	-2,099.8	-2,141.0	-2,131.0	ROIC/WACC	0.7	2.2	1.9	2.3	2.4	
融资活动产生现金流量	520.8	477.4	-2,025.1	1,563.4	3,554.8	REP	2.9	1.3	1.2	0.9	0.7	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034