



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7月26日

机械

研究部

罗炜¹

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

审慎推荐

中集集团 (000039.SZ/200039.SZ)

上半年业绩良好, 下半年集运量或存风险

A 股主要财务信息

(Rmb mn)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
Revenue	47,327	20,476	51,768	64,949	74,914	86,345
(+/-%)	-2.9%	-56.7%	152.8%	25.5%	15.3%	15.3%
Gross profit	5,426	3,022	8,094	10,737	12,576	14,658
(+/-%)	10.7%	-44.3%	167.8%	32.7%	17.1%	16.6%
Net profit to holders of parent	1,407	959	3,002	4,154	4,916	5,673
(+/-%)	-55.6%	-31.8%	213.0%	38.4%	18.3%	15.4%
FD EPS (RMB)	0.53	0.36	1.13	1.56	1.85	2.13
Op.cash flow per share (Rmb)	1.26	0.36	0.56	2.12	1.93	2.36
PE (x)-A	40.3	59.1	18.9	13.6	11.5	10.0
PB (x)-A	4.2	4.0	3.5	2.9	2.4	2.0
Price/Op. cash flow (x)	16.8	58.4	38.2	10.0	11.0	9.0
EV/EBITDA (x)	22.7	25.9	12.3	9.4	7.9	6.6
ROE (%)	10.5%	6.8%	18.5%	21.2%	20.9%	20.1%
ROCE (%)	6.3%	4.3%	12.4%	15.0%	15.4%	15.3%

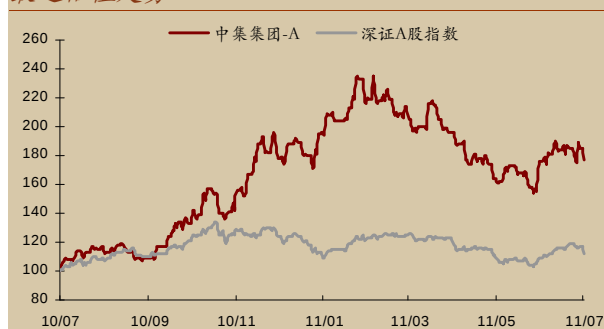
B 股主要财务信息

(RMB Mn)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
Revenue	47,327	20,476	51,768	64,949	74,914	86,345
(+/-%)	-3%	-57%	153%	25%	15%	15%
Gross profit	5,426	3,022	8,094	10,737	12,576	14,658
(+/-%)	11%	-44%	168%	33%	17%	17%
Net profit to holders of parent	1,407	959	3,002	4,154	4,916	5,673
(+/-%)	-56%	-32%	213%	38%	18%	15%
FD EPS (RMB)	0.53	0.36	1.13	1.56	1.85	2.13
Op.cash flow per share (Rmb)	1.26	0.36	0.56	2.12	1.93	2.36
PE (x)	20.2	29.6	9.5	6.8	5.8	5.0
PB (x)	2.1	2.0	1.8	1.5	1.2	1.0
Price/Op. cash flow (x)	9.0	31.2	20.4	5.4	5.9	4.8
EV/EBITDA (x)	12.9	14.5	7.1	5.4	4.4	3.6
ROE (%)	10.5%	6.8%	18.5%	21.2%	20.9%	20.1%
ROCE (%)	6.3%	4.3%	12.4%	15.0%	15.4%	15.3%

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
000039.CH	-6.21	+13.60	-11.88	-6.51
200039.CH	-3.85	+6.79	-25.94	-26.97
深证A指	+0.39	+13.68	-4.82	-5.49
深证B指	-0.02	+9.73	-10.80	-9.22

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:

中集集团与7月20日发布2011年1H业绩预告修正公告, 公司2011上半年实现净利润人民币25.55-30.11亿元, 较去年同期增长180%-230%。对应2011年1H的EPS为0.9597-1.1311元; 我们预计公司上半年EPS在1.05-1.10元, 同比增长200%以上。

展望:

公司上半年业绩良好, 但需要关注的是全球集运贸易量增速降低, 给公司下半年集装箱销量和价格水平带来消极影响的风险: 2011年1H全球集装箱贸易量同比增长8.2%, 根据中金公司航运行业分析员的预测, 2011年全年和2012年全球集运量增速分别为8.0%和7.7%, 低于此前市场10%左右的预期; 市场原先对于2011年全球集装箱需求量的预测为350-360万箱, 但目前看来仅能达到320万箱, 这意味着中集集团下半年的集装箱销量可能会有30%-40%的环比降幅, 箱价也有可能受到影响。

短期来看, 目前集装箱干箱价格在2700-2750美元/TEU, 与上月相比稳中略有降低, 目前的集装箱堆场库存接近2个月的产量; 我们预计7、8月份月均销量在10万箱左右, 箱价在短时间也难以找到显著上涨的理由。

盈利预测与估值:

我们小幅下调中集集团的盈利预测, 预计公司2011-2013年EPS为1.560、1.846、2.131元, 对应A股11-13年P/E分别为13.6X、11.5X、10.0X, B股11-13年P/E分别为6.8X、5.8X、5.0X。

当然, 我们仍然看好中集集团中长期的成长前景和价值: 公司拥有优秀的战略和管理能力; 能化食品装备、海洋工程中长期都具备较明确的成长空间; 集装箱业务虽然在行业内的份额难以扩大, 但是2000年后集运贸易第一轮高速增长时采购的箱子已经进入的淘汰更新期, 中期增长趋势明确; 在金融危机之后集装箱行业集中度的提升使龙头厂商对于产能和价格的控制力也大大增强, 中集集团中长期看仍然是一个成长性大于周期性的企业。

我们维持对公司“审慎推荐”的评级。

¹ 报告贡献人: 张锦 (zhangjin@cicc.com.cn)

图表 1：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 2: 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	64,949	74,914	86,345
营业成本	-43,804	-41,874	-17,402	-43,598	-54,115	-62,227	-71,559
毛利	4,902	5,426	3,022	8,094	10,737	12,576	14,658
销售费用	-1,153	-1,080	-728	-1,250	-1,591	-1,835	-2,115
管理费用	-1,598	-1,661	-1,976	-2,734	-3,144	-3,590	-4,096
财务费用	-372	-196	-131	-670	-569	-586	-616
投资收益	1,466	418	1,568	39	41	44	47
营业利润	3,457	1,767	1,320	3,438	5,186	6,320	7,590
利润总额	3,500	1,927	1,465	3,675	5,261	6,403	7,680
所得税	-175	-242	-385	-824	-1,157	-1,421	-1,581
净利润	3,326	1,685	1,081	2,851	4,104	4,981	6,100
归属于母公司股东的净利润	3,165	1,407	959	3,002	4,154	4,916	5,673
现金流量表(百万元)							
经营活动现金流净额	-1,086	3,367	970	1,483	5,641	5,148	6,287
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	-2,668	-2,518	-2,481
货币资金增加额	1,364	-119	1,493	-770	1,380	576	1,455
资产负债表(百万元)							
货币资金	3,054	3,101	5,269	4,656	5,177	5,753	7,209
应收票据	758	853	1,691	509	2,669	3,079	3,548
应收账款	8,900	4,194	3,863	8,130	9,609	11,083	12,774
预付账款	1,694	1,014	1,074	2,433	2,669	3,079	3,548
其他应收款	1,147	884	1,123	2,236	1,424	1,642	1,892
存货	7,715	7,833	6,754	13,424	10,677	12,315	14,194
流动资产合计	25,150	18,818	20,535	33,792	34,631	39,364	45,586
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	1,589	1,633	1,680
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	20,613	21,250	22,102
资产总计	41,049	34,558	37,358	54,131	55,244	60,614	67,688
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	1,779	2,046	2,353
应付账款	6,980	4,391	4,462	9,118	9,192	10,570	12,155
预收账款	530	688	1,271	1,936	1,779	2,046	2,353
应付职工薪酬	937	757	813	1,366	964	1,108	1,274
应交税费	418	422	623	789	975	1,121	1,289
其他应付款	1,396	1,583	1,477	2,388	1,927	2,046	2,353
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	27,579	28,700	30,539
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	32,732	34,052	36,092
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	16,916	20,900	25,508
归属于母公司股东所有者权益合计	15,914	13,429	14,198	16,223	19,578	23,563	28,170
少数股东权益	1,629	1,506	1,628	2,984	2,933	2,999	3,426
所有者权益合计	17,542	14,934	15,827	19,207	22,512	26,561	31,596
负债和权益	41,049	34,558	37,358	54,131	55,244	60,614	67,688
财务指标							
毛利率	10.1%	11.5%	14.8%	15.6%	16.5%	16.8%	17.0%
息税前利润率	7.9%	4.5%	7.8%	8.4%	9.0%	9.3%	9.6%
营业利润率	7.1%	3.7%	6.4%	6.6%	8.0%	8.4%	8.8%
净利率	6.5%	3.0%	4.7%	5.8%	6.4%	6.6%	6.6%
总资产回报率	7.7%	4.1%	2.6%	5.5%	7.5%	8.1%	8.4%
净资产回报率	19.9%	10.5%	6.8%	18.5%	21.2%	20.9%	20.1%
资产负债率	57.3%	56.8%	57.6%	64.5%	59.2%	56.2%	53.3%

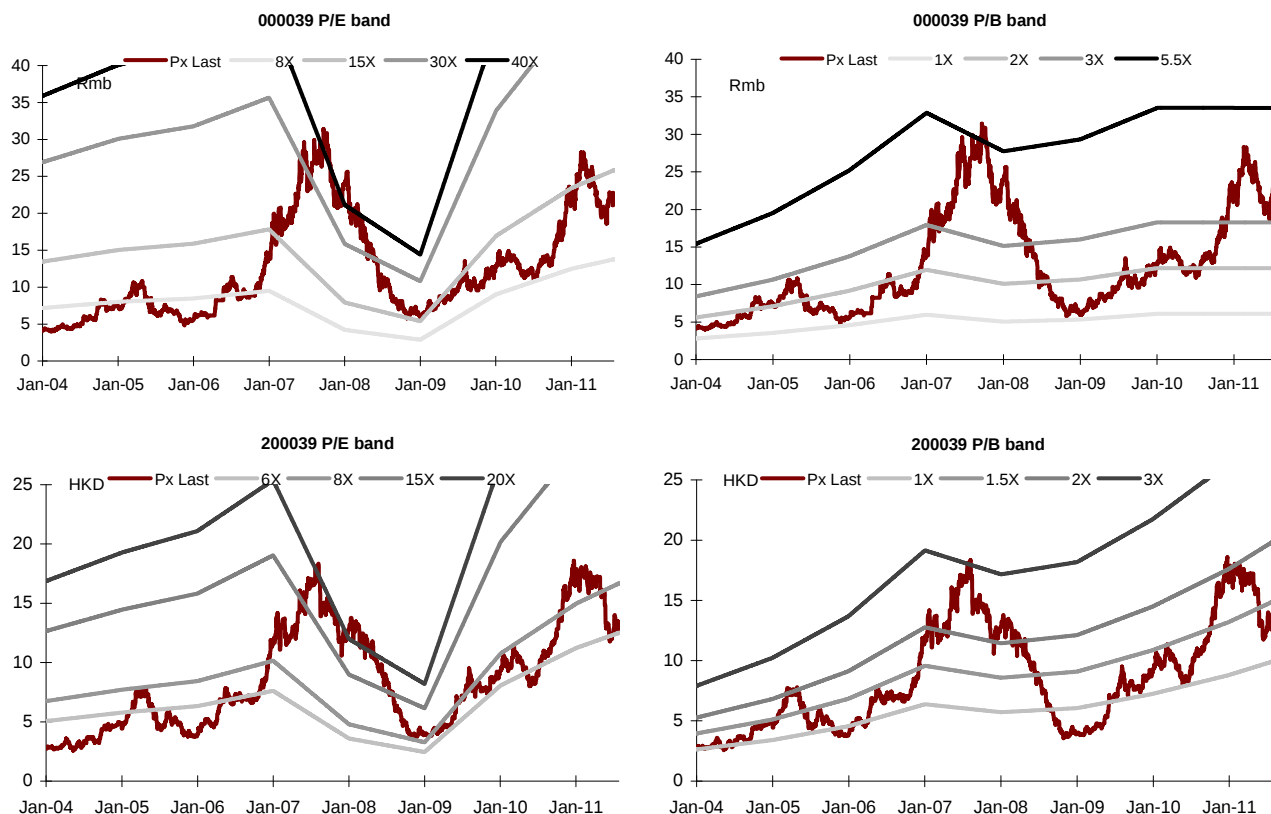
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 3: 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 11-7-25	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	13.13	18,677	28.54	22.83	20.76	18.87	3.96	n.a.	n.a.	n.a.
中国船舶	600150 CH Equity	CNY	47.19	7,762	11.98	10.31	9.34	8.73	1.96	1.64	1.41	1.26
广船国际A	600685 CH Equity	CNY	22.67	1,824	21.78	15.30	14.15	13.93	3.40	2.67	2.39	2.12
广船国际B	317 HK Equity	HKD	10.74	1,824	8.53	5.99	5.55	5.46	1.33	1.05	0.94	0.83
中集集团A	000039 CH Equity	CNY	21.28	6,436	18.87	13.64	11.52	9.99	3.49	2.89	2.40	2.01
中集集团B	200039 CH Equity	HKD	12.90	6,436	9.46	6.84	5.78	5.01	1.75	1.45	1.21	1.01
振华重工A	600320 CH Equity	CNY	6.31	3,541	n.a.	96.88	21.10	12.86	1.81	1.78	1.66	1.50
振华重工B	900947 CH Equity	USD	0.51	3,541	n.a.	50.66	11.03	6.73	0.95	0.93	0.87	0.78
熔盛重工	1101 HK Equity	HKD	5.09	4,573	14.03	6.97	5.95	5.47	2.13	1.61	1.33	1.15
扬子江船业	YZJ SP Equity	SGD	1.42	4,498	9.46	9.17	8.72	8.55	2.92	2.40	2.01	1.70
胜狮货柜	716 HK Equity	HKD	3.09	958	12.88	7.85	9.16	9.70	2.59	2.06	1.69	1.38
中远新加坡	COS SP Equity	SGD	1.80	3,339	16.20	14.63	13.24	13.14	3.36	2.88	2.51	2.30
平均值					15.17	21.76	11.36	9.87	2.47	1.94	1.67	1.46
中位值					13.46	11.97	10.19	9.21	2.36	1.78	1.66	1.38
国外可比上市公司												
Hyundai Heavy Industries	009540 KS Equity	KRW	404000	29,069	10.20	6.96	6.74	n.a.	2.50	2.00	1.65	n.a.
Samsung Heavy Industries	010140 KS Equity	KRW	43400	9,486	13.41	12.83	14.43	n.a.	3.30	2.79	2.46	n.a.
Daewoo Shipbuilding & Marine	042660 KS Equity	KRW	38350	6,949	9.50	9.85	11.46	9.64	1.79	1.59	1.45	1.31
Keppel Corp Ltd	KEP SP Equity	SGD	11.23	16,577	11.15	13.71	12.79	11.80	2.68	2.48	2.26	2.11
Sembcorp Marine Ltd	SMM SP Equity	SGD	5.33	9,207	12.87	16.25	16.15	15.27	4.26	4.07	3.60	3.12
Mitsui Engineer & Shipbuild	7003 JP Equity	JPY	169	1,340	7.12	9.04	7.56	9.89	0.87	0.86	0.80	0.74
平均值					10.71	11.44	11.52	11.65	2.57	2.30	2.04	1.82
中位值					10.68	11.34	12.12	10.84	2.59	2.24	1.95	1.71
平均值-汇总					13.50	18.32	11.41	10.31	2.50	2.07	1.80	1.56
中位值-汇总					12.42	11.57	11.24	9.79	2.55	2.00	1.66	1.38

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 4: 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

