

中集集团 (000039.SZ) 金属制品行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

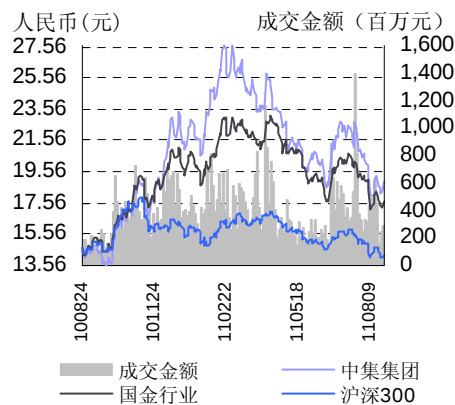
市价(人民币): 18.87 元

集装箱业务出现量价调整

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,231.30
总市值(百万元)	50,239.41
年内股价最高最低(元)	27.63/13.56
沪深 300 指数	2821.00
深证成指	11243.42



相关报告

1. 《集装箱全年需求旺, 季度分布有调整》, 2011.4.26
2. 《集装箱业务景气持续》, 2011.3.23
3. 《精于制造, 更精于战略和管理》, 2011.3.10

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

罗立波 联系人
 (8621)61038326
 luolib@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.360	1.127	1.420	1.687	1.906
每股净资产(元)	5.33	6.09	7.94	9.00	10.56
每股经营性现金流(元)	0.36	0.56	2.80	2.36	2.69
市盈率(倍)	36.37	20.39	13.29	11.19	9.90
行业优化市盈率(倍)	21.70	31.01	24.64	24.64	24.64
净利润增长率(%)	-31.84%	213.03%	25.94%	18.78%	12.99%
净资产收益率(%)	6.75%	18.50%	17.89%	18.73%	18.05%
总股本(百万股)	2,662.40	2,662.40	2,662.40	2,662.40	2,662.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

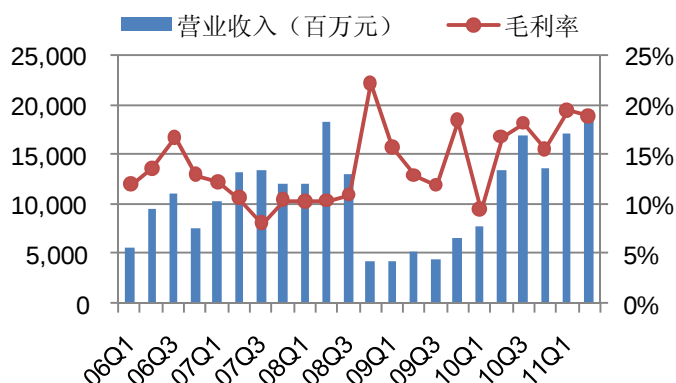
- 公司上半年实现营业收入 36,478 百万元, 同比增长 71.76%; 归属母公司股东的净利润 2,808 百万元, 同比增长 207.67%, EPS 为 1.05 元。

经营分析

- **集装箱业务上半年达到景气高峰, 2 季度以来出现量价调整:**
 - ◆ **销量:** 上半年集装箱业务实现收入 21,927 百万元, 同比增长 176.0%。其中, 干货箱累计销售 97.72 万 TEU, 同比增长 129.8%; 冷藏箱累计销售 8.85 万 TEU, 同比增长 168.5%; 特种箱累计销售 4.26 万台, 同比增长 74.3%。由于箱价上升幅度高于成本(钢材等)升幅, 上半年集装箱业务的净利润达到 2,916 百万元, 同比增长 473.5%。
 - ◆ **价格:** 1 季度箱价呈现攀升的态势, 干箱价格最高达到 \$2900/TEU。2 季度以来, 随着欧美经济复苏势头减缓, 集运市场景气下行, 集装箱价格也逐渐下调, 到 8 月份已回落到 \$2500/TEU。目前集装箱干箱的单月产量预计已降至 10 万 TEU 以下, \$2500/TEU 对应的毛利率应已回调至 12% 左右。
 - ◆ **展望:** 以往 2-3 季度为传统旺季, 但今年呈现旺季不旺的特点。伴随着全球经济的不确定性、航运市场货量增速不及预期, 客户前期采购新箱的提箱速度放缓明显, 目前处于消化存箱量的过程。基于全球经济仍保持增长(尽管增速放慢)、旧箱淘汰的推迟, 公司认为未来 1-2 年箱装箱市场需求依然保持向上增长的总体趋势。
- **道路运输业车辆:** 由于国内货币紧缩政策的影响, 道路运输车辆的需求也呈现出先扬后抑的态势。上半年, 公司道路运输车辆累计销量达到 8.88 万台(套), 同比上升 11%, 但比 1 季度 30% 的增速下降明显。1-6 月, 道路运输车辆业务实现销售收入 9,692 百万元, 同比增长 6.1%; 而净利润为 344 百万元, 同比下降 12.6%, 考虑到毛利率(14.3%)比去年同期还提升了 2.4 个百分点, 净利润的下降应主要与销售渠道建设等费用增加有关。公司的重卡投资业务经过前期生产线、供应链流程的调试和磨合, 上半年联合卡车接获订单超过 1000 台, 但受限于大环境, 万台目标需往后推延。

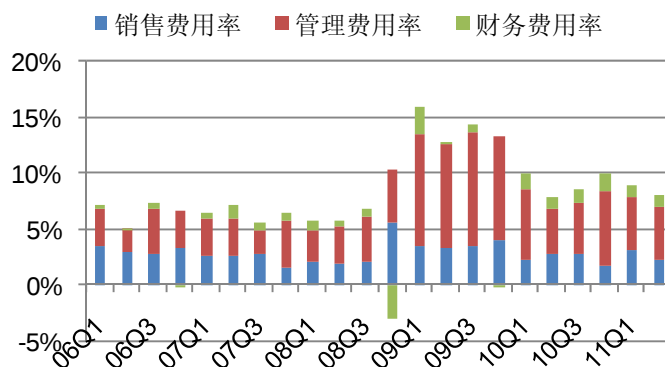
- **能源、化工、食品装备及服务业务：**上半年该项业务实现营业收入 3,732 百万元，同比增长 92.5%，净利润为 247 百万元，增幅巨大。其中，主要控股公司中集安瑞科的能源（天然气）装备业务实现收入 1,479 百万元，同比增长 48.2%。化工装备业务上半年实现收入 1,297 百万元，同比增长 200.2%。由于政府已规划将天然气占一次能源消费比重从目前的 4% 提高到 2015 年的 9% 和 2020 年的 15%，未来天然气需求增长空间巨大，中集安瑞科也加大了相应的投入，上半年资本性支出超过 2 亿元，新产品和技术开发的投入也超过 3 亿元。
- **海洋工程业务：**由于交付订单数量减少，设施利用率下降等，上半年该项业务仅实现销售收入 2.3 亿元，同比下降 87.0%，亏损 5.83 亿元。上半年公司共交付 2 个项目，目前剩余在建项目 9 个（2 个半潜式钻井平台，5 个自升式平台，2 个半潜式起重平台）。上半年公司自建的自升式平台已签订销售协议 3 个，有望提升下半年业绩。今年 4 月，公司对来福士的领导班子做了调整，公司总裁麦伯良出任来福士首席执行官，章立人先生继续担任副董事长，上半年公司着力于改善机制、提升管理，而争取后续的海工订单将是公司下半年需重点突破的方面。

图表1：公司单季度的营业收入和毛利率

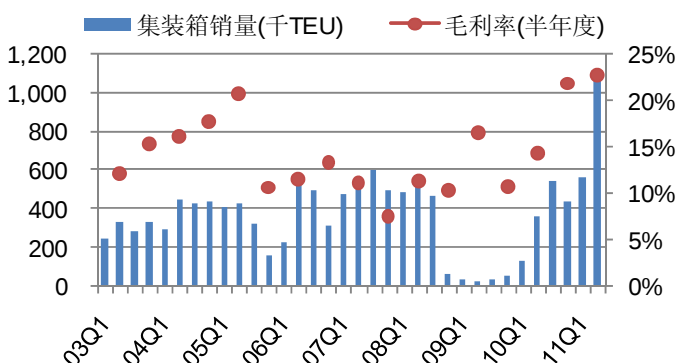


来源：国金证券研究所

图表2：公司单季度的三项费用率

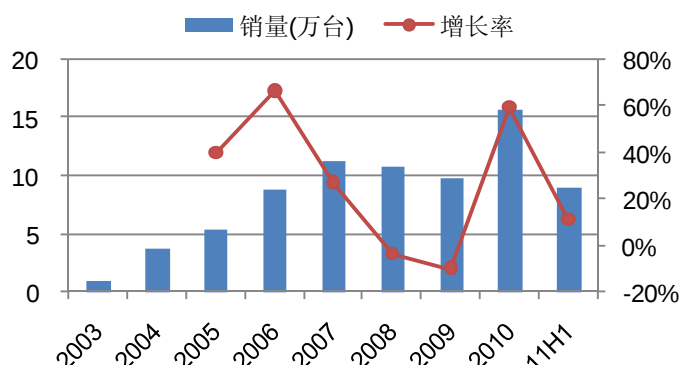


图表3：公司集装箱各季度销量及毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司道路运输车辆销量及同比增长率



- **现金流状况：**公司上半年经营活动现金净流出 4,161 百万元人民币，较去年同期净流出额增长 49.81%，这主要是受经营规模扩大、资本及费用开支上升的影响，应收帐款、原材料采购支出明显回升，使营运资金占用规模显著上升。因为融资租赁业务规模上升，期末公司应收账款是 3,647 百万元，比上年同期增加 2,311 百万元。上半年公司资产减值损失为 73 百万元，较去年 29 百万元也有大幅增加，主要是今年上半年应收账款大幅增加所致。公司 5 月 20 日在银行间债券市场发行了中期票据，注册金额为 60 亿元，第一次为发行金额为 40 亿元。考虑下半年集装箱业务利润减少对于造血能力的影响、海工业务仍处于投入期，公司未来对资金的需求处于偏紧张的状况。

盈利预测和投资建议

- 基于目前集装箱量价调整的情况，我们下调了公司的盈利预测，调整后的 2011-2013 年营业收入分别为 61,283, 68,947 和 76,344 百万元，净利润分别为 3,780, 4,490 和 5,074 百万元，EPS 分别为 1.420, 1.687 和 1.906 元。目前股价对应 11 年 13.3 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 公司的集装箱业务的量价波动较大，尤其是价格对利润的影响非常直接。由于全球经济的不明朗，集装箱的需求以及价格存在较大的不确定性。我们此次更新的盈利预测基于今年下半年干货箱销量为 50 万 TEU，平均价格为\$2500/TEU 的假设。
- 今年公司的海洋工程业务仍出现较大幅度的亏损，未来其减亏和扭亏为盈的进度，要视流程管理、配件供应等各种方面的优化，以及争取新订单的进展。更新的盈利预测是基于明年海工业务基本实现盈亏平衡的假设。

图表5：分项业务预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
集装箱						
销售收入（百万元）	29,098.58	5,573.58	25,439.97	33,071.96	36,379.16	39,289.49
增长率（YOY）		-80.85%	356.44%	30.00%	10.00%	8.00%
毛利率	10.82%	14.55%	19.48%	19.00%	16.50%	15.80%
销售成本（百万元）	25,948.72	4,762.46	20,485.49	26,788.29	30,376.60	33,081.75
增长率（YOY）		-81.65%	330.15%	30.77%	13.40%	8.91%
毛利（百万元）	3,149.86	811.12	4,954.48	6,283.67	6,002.56	6,207.74
增长率（YOY）		-74.25%	510.82%	26.83%	-4.47%	3.42%
占总销售额比重	61.48%	27.22%	49.14%	53.97%	52.76%	51.46%
占主营业务利润比重	57.76%	26.39%	60.64%	61.56%	52.77%	49.85%
道路运输车辆						
销售收入（百万元）	10,050.45	11,012.55	16,631.55	16,298.92	18,417.78	20,627.91
增长率（YOY）		9.57%	51.02%	-2.00%	13.00%	12.00%
毛利率	10.99%	13.43%	14.30%	13.80%	14.00%	14.10%
销售成本（百万元）	8,945.41	9,533.78	14,253.06	14,049.67	15,839.29	17,719.38
增长率（YOY）		6.58%	49.50%	-1.43%	12.74%	11.87%
毛利（百万元）	1,105.04	1,478.77	2,378.49	2,249.25	2,578.49	2,908.54
增长率（YOY）		33.82%	60.84%	-5.43%	14.64%	12.80%
占总销售额比重	21.24%	53.78%	32.13%	26.60%	26.71%	27.02%
占主营业务利润比重	20.26%	48.11%	29.11%	22.03%	22.67%	23.35%
能源化工设备						
销售收入（百万元）	7,770.87	3,600.24	5,350.80	7,758.66	9,698.33	11,637.99
增长率（YOY）		-53.67%	48.62%	45.00%	25.00%	20.00%
毛利率	15.70%	17.32%	17.57%	19.00%	20.00%	20.00%
销售成本（百万元）	6,550.91	2,976.77	4,410.50	6,284.51	7,758.66	9,310.39
增长率（YOY）		-54.56%	48.16%	42.49%	23.46%	20.00%
毛利（百万元）	1,219.96	623.47	940.30	1,474.15	1,939.67	2,327.60
增长率（YOY）		-48.89%	50.82%	56.77%	31.58%	20.00%
占总销售额比重	16.42%	17.58%	10.34%	12.66%	14.07%	15.24%
占主营业务利润比重	22.37%	20.28%	11.51%	14.44%	17.05%	18.69%
海洋工程						
销售收入（百万元）			2,444.03	2,200.00	2,420.00	2,662.00
增长率（YOY）				-9.98%	10.00%	10.00%
毛利率			-32.83%	-20.00%	8.00%	12.00%
销售成本（百万元）			3,246.41	2,640.00	2,226.40	2,342.56
增长率（YOY）					-15.67%	5.22%
毛利（百万元）			-802.38	-440.00	193.60	319.44
增长率（YOY）					-144.00%	65.00%
占总销售额比重			4.72%	3.59%	3.51%	3.49%
占主营业务利润比重			-9.82%	-4.31%	1.70%	2.57%
机场地面设备						
销售收入（百万元）	488.04	531.30	342.61	394.00	472.80	567.36
增长率（YOY）		8.86%	-35.51%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	32.04%	34.91%	29.09%	32.00%	31.00%	31.00%
销售成本（百万元）	331.66	345.80	242.95	267.92	326.23	391.48
增长率（YOY）		4.26%	-29.74%	10.28%	21.76%	20.00%
毛利（百万元）	156.38	185.50	99.66	126.08	146.57	175.88
增长率（YOY）		18.62%	-46.27%	26.51%	16.25%	20.00%
占总销售额比重	1.03%	2.59%	0.66%	0.64%	0.69%	0.74%
占主营业务利润比重	0.37%	1.07%	0.23%	0.25%	0.25%	0.28%
其他及内部抵消						
销售收入（百万元）	-80.66	-242.16	1,559.35	1,559.35	1,559.35	1,559.35
增长率（YOY）		200.22%	-743.93%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	220.37%	10.37%	38.47%	33.00%	33.00%	33.00%
销售成本（百万元）	97.09	-217.05	959.41	1,044.76	1,044.76	1,044.76
增长率（YOY）		-323.56%	-542.02%	8.90%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	-177.75	-25.11	599.94	514.59	514.59	514.59
增长率（YOY）		-85.87%	-2489.25%	-14.23%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	-0.17%	-1.18%	3.01%	2.54%	2.26%	2.04%
占主营业务利润比重	-3.26%	-0.82%	7.34%	5.04%	4.52%	4.13%
销售总收入（百万元）	47,327.28	20,475.51	51,768.31	61,282.89	68,947.41	76,344.10
销售总成本（百万元）	41,873.79	17,401.76	43,597.82	51,075.16	57,571.94	63,890.32
毛利（百万元）	5,453.49	3,073.75	8,170.49	10,207.73	11,375.47	12,453.78
平均毛利率	11.52%	15.01%	15.78%	16.66%	16.50%	16.31%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	3	5	24
买入	0	2	6	7	16
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.73	1.65	1.49

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-27	买入	13.28	18.20 ~ 18.20
2 2010-05-11	买入	12.67	18.36 ~ 18.36
3 2010-08-11	买入	13.87	N/A
4 2010-08-24	买入	14.71	N/A
5 2010-10-27	买入	16.99	N/A
6 2011-03-10	买入	26.68	31.64 ~ 31.64
7 2011-03-23	买入	25.32	N/A
8 2011-04-26	买入	23.35	N/A

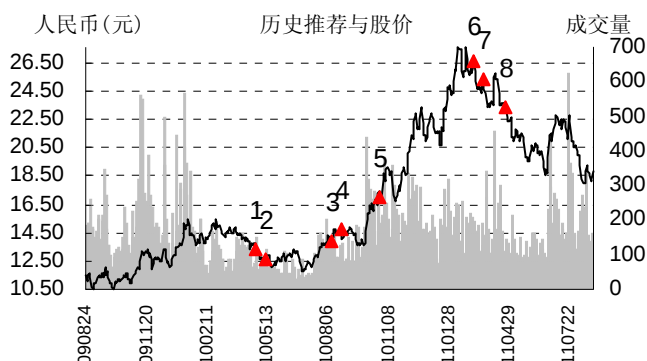
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33089915

传真: 0755-27527129

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B