

目 录

商者无域.....	5
公司简介.....	5
内生与外延式发展的双料楷模.....	6
把握集装箱业务高弹性的时间节点.....	7
逆向投资之门已半开.....	7
弦已绷紧，一触即发.....	8
需求是否爆发还看集运贸易增速.....	9
从基钦周期看集运贸易增速.....	10
12年集装箱需求仍较可观.....	13
反弹只是时间问题.....	14
车辆业务：平淡之中见奇崛.....	15
2012：调整、整固、再上路.....	16
两大驱动因素保证长期成长性.....	18
天然气装备将成明星业务.....	20
能源化工食品板块介绍.....	20
中国天然气市场进入爆发期.....	21
天然气价格改革已是大势所趋.....	24
天然气储运装备龙头尽享行业盛宴.....	27
化工食品业务回归平稳发展.....	30
海工业务：等待订单溢出.....	31
新一轮订单周期已启动.....	31
11 本该是丰收年.....	36
盈利预测与估值.....	38
核心假设.....	38
估值与投资建议.....	39
风险提示.....	39

图表目录

图 1:	中集集团已成长作为一家国际化公司	5
图 2:	中集集团业务板块	5
图 3:	2010 年中集各业务收入构成	6
图 4:	2010 年中集各业务净资产构成	6
图 5:	中集集团业务发展脉络	6
图 6:	外延式发展并未降低中集杰出的净资产收益率	7
图 7:	中集集装箱业务毛利（百万元）VS 股价 6 个月相对沪深 300 超额收益 ...	8
图 8:	租箱公司集装箱保有量占比有所提高	8
图 9:	Textainer 集装箱利用率已无提升空间	9
图 10:	箱位比基本达到极限	9
图 11:	贸易增速才是集装箱需求的决定因素	10
图 12:	闲置集装箱船运力	10
图 13:	贸易增速与经济息息相关	11
图 14:	不同地区集运贸易量占比	11
图 15:	美国制造业 PMI 显示较明显的平均约三年的基钦周期	12
图 16:	中美欧制造业 PMI	12
图 17:	集装箱保有量（百万 TEU）	13
图 18:	集装箱新增需求受贸易影响波动较大（万 TEU）	13
图 19:	集装箱更新提供较稳定的需求（万 TEU）	14
图 20:	10 月开始中国集装箱出口量（万个）明显下降	14
图 21:	1994 年集装箱市场占有率	15
图 22:	2010 年集装箱市场占有率	15
图 23:	中集 Vs 胜狮货柜营业利润率	15
图 24:	半挂牵引车销量 Vs 公路货运周转量增速	16
图 25:	半挂车销量增长仍将快于半挂牵引车	18
图 26:	2010 年挂车市场份额	19
图 27:	车辆业务营业费用率较高	19
图 28:	安瑞科为能源化工食品业务整合平台	20
图 29:	中集安瑞科各业务销售收入（万元）	21
图 30:	中集安瑞科各业务毛利率	21
图 31:	2010 年能源消费结构	21
图 32:	2015 年 EIA 预测能源消费结构	21
图 33:	非常规天然气产量（十亿立方英尺）	22
图 34:	天然气产量（十亿立方英尺）	22
图 35:	中国页岩气技术可采储量世界第一（万亿立方英尺）	22
图 36:	中国即将进入大量进口天然气时代	23
图 37:	2009 年天然气探明储量（万亿立方英尺）	23
图 38:	中国 LNG 进口量进入爆发增长期	24
图 39:	LNG 价格基本与油价同步（\$/百万英热）	26
图 40:	世界 LNG 贸易增长将逐步促进天然气价格的统一	26
图 41:	中集安瑞科提供天然气储运全业务链装备与服务	27

图 42: 安瑞科主要相关产品	27
图 43: 天然气储运产业链	28
图 44: 天然气下游用户结构 (2010 年)	29
图 45: 中国天然气汽车保有量	29
图 46: 各国天然气汽车保有量占全部汽车比例 (2010)	29
图 47: 罐式集装箱销量 (个)	31
图 48: 海工钻机订单量与油价相关性很强	32
图 49: 海工钻机历年交付量 (座)	32
图 50: 海工钻机利用率	33
图 51: 海工钻机利用率 (分类型)	33
图 52: 自升式平台交付日程	34
图 53: 半潜式平台交付日程	34
图 54: 钻井船交付日程	34
图 55: 海工钻机日费率 (\$/天)	35
图 56: 被冻结海工钻机	35
图 57: 海工钻机年龄结构	36
图 58: 自升式平台订单分布	36
图 59: 半潜式平台订单分布	37
图 60: 钻井船订单分布	37
图 61: 中集莱佛士 Vs 胜科海事毛利率	38
表格 1: 中集道路运输车辆业务发展轨迹	16
表格 2: 2012 年半挂牵引车销量预测	17
表格 3: 中集安瑞科业务框架	20
表格 4: 2010 年上调后天然气井口价(元/千立方米)	25
表格 5: 中国天然气管道建设计划	30
表格 6: 中国天然气产地与消费地错位 (十亿立方米)	30
表格 7: 关键假设表 (万元)	38

商者无域

公司简介

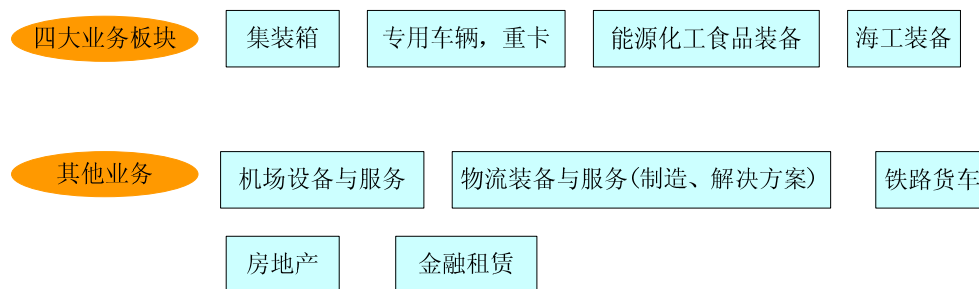
中集集团是全球最大的集装箱供应商、中国规模最大的道路运输车辆制造商，中国领先的能源（天然气）、化工、液态食品罐式装备制造、服务商，国内综合实力较强的海洋石油装备建造商，中国领先的机场地面设备供应商。

图 1： 中集集团已成长为一家人际化公司



资料来源：中集集团, 华泰联合证券研究所

图 2： 中集集团业务板块



资料来源：华泰联合证券研究所

图 3: 2010 年中集各业务收入构成

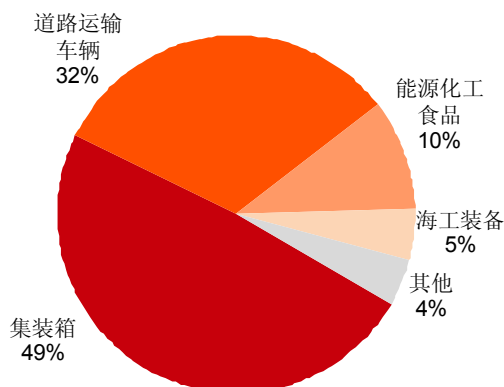
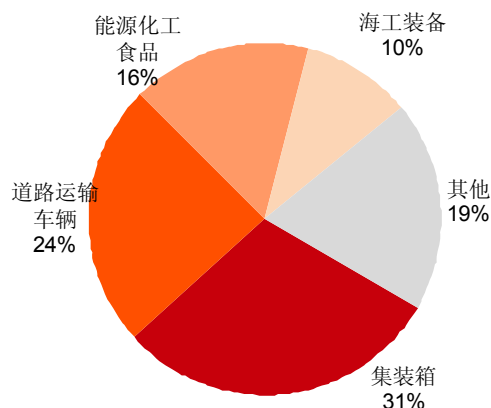


图 4: 2010 年中集各业务净资产构成

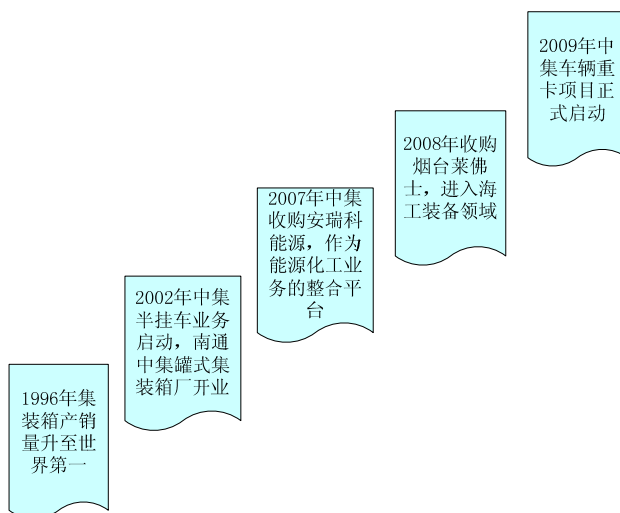


资料来源: 公司财报, 华泰联合证券研究所

内生与外延式发展的双料楷模

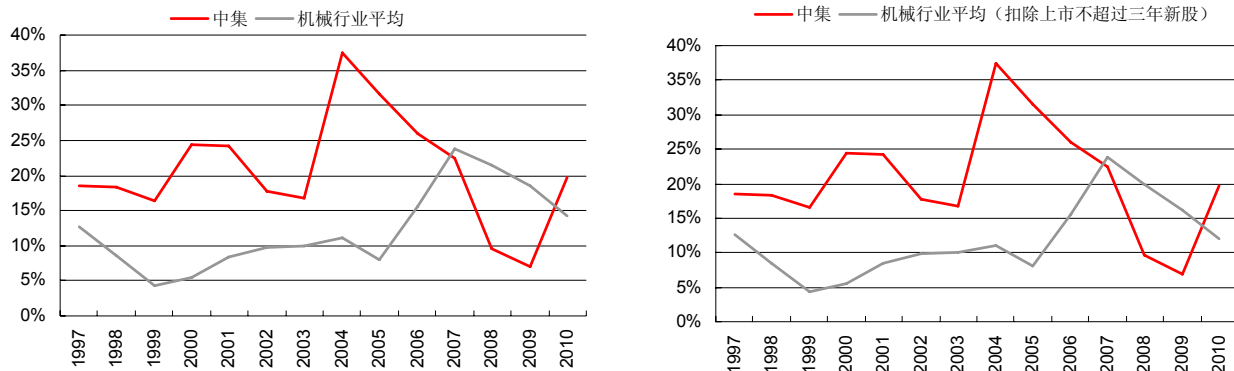
我们认为, 评价中集的长期前景不应完全拘泥于具体业务的分析。中集是一种内生加外延的发展模式, 以集装箱业务的丰厚利润为基础, 主要采取收购的方式进入各类型运输设备领域。我们观察到中集有很好的并购技巧, 往往能以很低的价格进行收购。在收购后移植中集优秀的管理体制, 提高被收购企业的盈利能力, 并形成协同效应。尽管短期的盈利受到集装箱业务的影响波动很大, 我们认为从长期看中集的盈利增速很可能接近过往 20% 的净资产收益率水平, 并且这种发展模式没有天花板。

图 5: 中集集团业务发展脉络



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 6： 外延式发展并未降低中集杰出的净资产收益率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

把握集装箱业务高弹性的时间节点

尽管从 2002 年开始的多元化使得中集除集装箱外的其他业务占比逐步提高，但集装箱业务的盈利情况对公司业绩仍是主导因素，我们认为至少在未来三年内仍将如此。

我们认为集装箱业务的需求反弹已经一触即发，但基于对 2012 年集运贸易增速不确定性较大的考虑，预计 2012 年全球集装箱需求约 255 万 TEU，我们倾向于认为集装箱业务在 2013 年反弹。

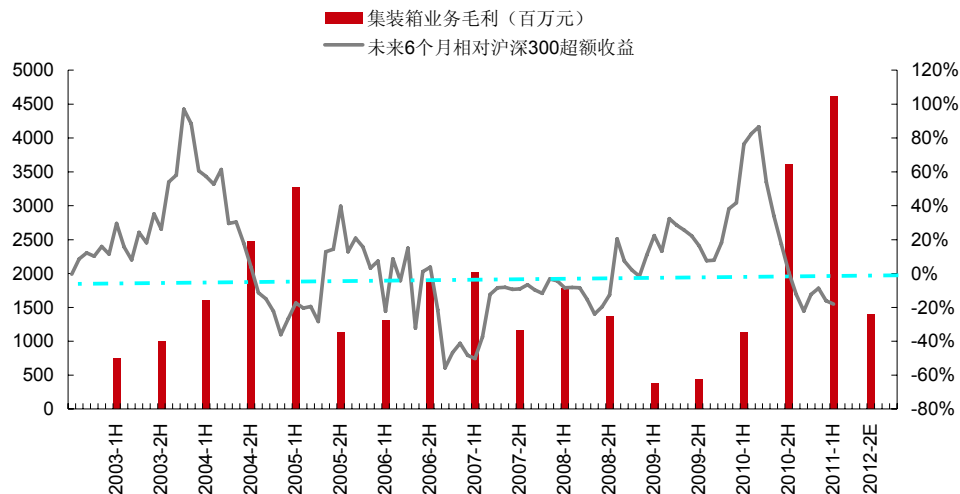
逆向投资之门已半开

集装箱行业需求具有很大的波动性，并且波动的周期很短且没有明显规律。这种需求的高弹性是由集装箱这种产品的特点决定的。首先集装箱生产周期很短，不超过一周；其次集装箱单位货值的体积很大，且由于运输成本的考虑集装箱工厂都要建在港口，在港口土地紧张的背景下，堆积大量集装箱成本很高，所以整个市场的集装箱即使有过剩，量也比较少，船公司或租箱公司一般都在需要用箱的时间再下单；最后集装箱除了靠更新提供一个较稳定的需求外，更主要跟年度全球海运贸易量增速相关，而贸易增速在年度间变化很大。

而集装箱行业盈利的波动程度更大于需求波动，往往呈现量价齐升或量价齐跌的局面。

从股价的表现看，当盈利在一个阶段性的低点时，未来 6 个月相对市场倾向于有超额收益，最好的投资时点在于业绩处于冰点时。我们认为，从长期看，11 年下半年集装箱业务的盈利已经超跌，但鉴于世界经济前景的不确定性，尤其是 2012 年上半年欧债危机演变难以预测，我们暂时相对谨慎。

图 7： 中集集装箱业务毛利（百万元）VS 股价 6 个月相对沪深 300 超额收益



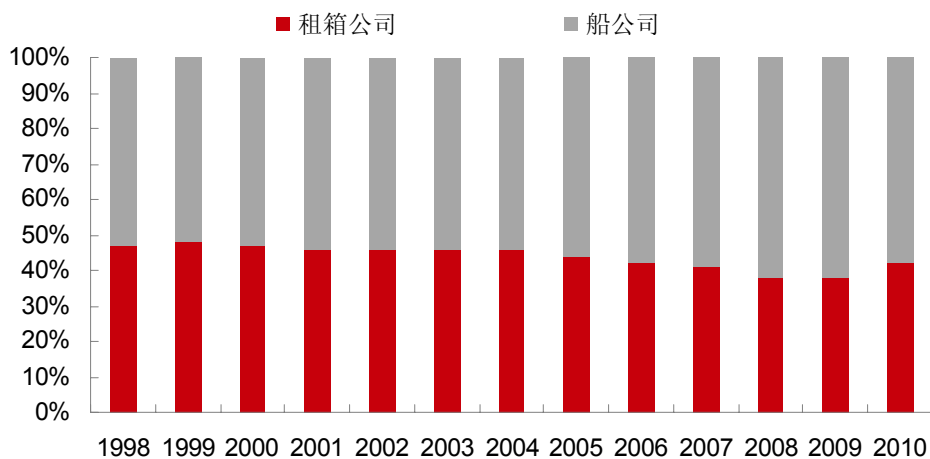
资料来源: Wind, 公司财报, 华泰联合证券研究所

弦已绷紧，一触即发

尽管 11 年下半年集装箱需求明显放缓，但目前无论从短期还是长期看，集装箱的需求都处于一个很紧的平衡中，需求的爆发一触即发。

行业短期的供求情况可以观察租箱公司的利用率。船公司所需的集装箱部分是自有的，不足的部分由租箱公司提供。08 年金融危机以来，集运行业大部分时间盈利状况不佳，缺乏现金流，而租箱公司的盈利波动相对较小，行业内需求的集装箱更多转由租箱公司补充。

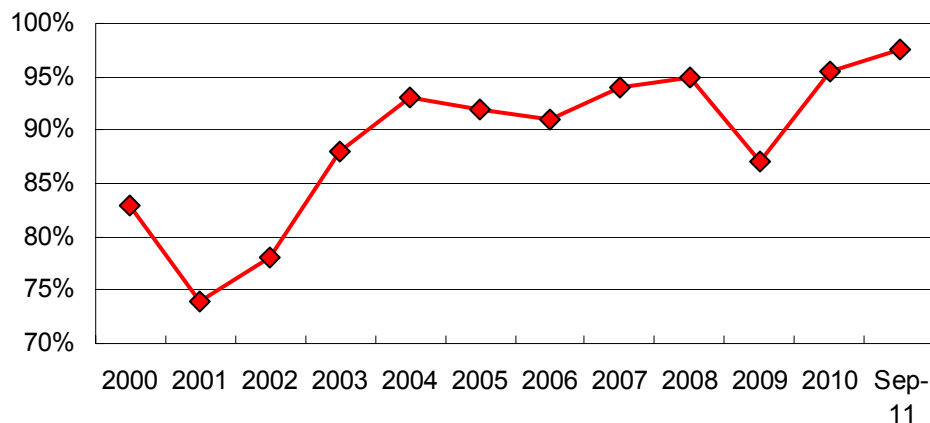
图 8： 租箱公司集装箱保有量占比有所提高



资料来源: Containerisation International, 华泰联合证券研究所

租箱公司的集装箱利用率已经达到历史高点，基本没有提升空间，行业内的需求已经绷的很紧。

图 9: Textainer 集装箱利用率已无提升空间

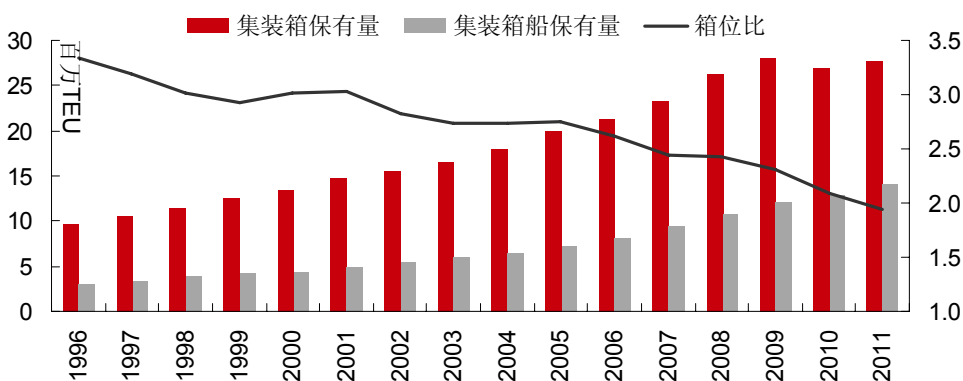


资料来源: Textainer 公司数据, 华泰联合证券研究所

注: Textainer (全美租箱公司), 世界最大的集装箱出租商, 占有集装箱租赁市场 18% 的市场份额。

从长期看, 箱位比 (集装箱保有量与集装箱船运力保有量之比) 近 15 年持续的下降, 这主要归功于信息化技术运用等造成的管理效率的提高, 使得单位集装箱船运力需要配备的集装箱逐步减少。但目前低于 2 的箱位比我们认为基本达到极限。集装箱在陆地的多式联运、港口堆积、维修等对多余集装箱的需求是刚性的, 没有办法通过管理效率提升减少。

图 10: 箱位比基本达到极限



资料来源: Containerisation International, Clarkson, 华泰联合证券研究所

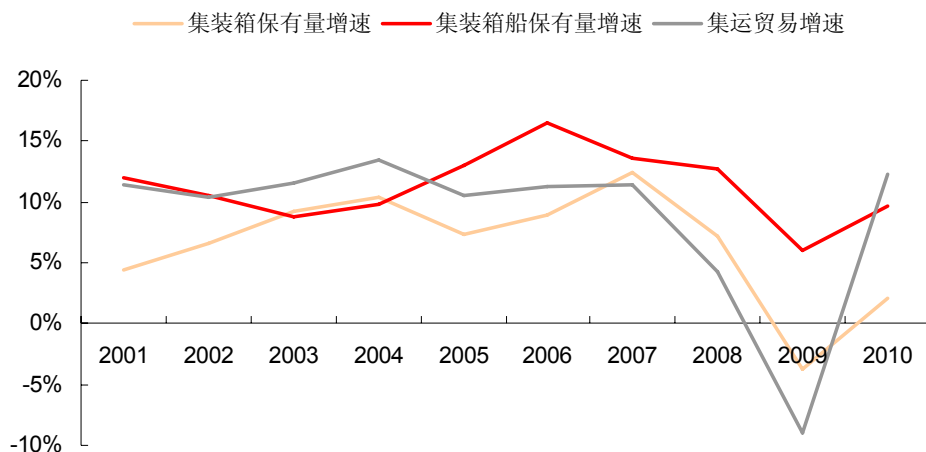
需求是否爆发还看集运贸易增速

根据 2012 年集装箱船下水的日程, 我们预计 2012 年集装箱船保有量的增速将达到 8%~9%。尽管最终交船量的多少一定程度上取决于有多少订单被延期, 但偏差不会很大。

市场有一种预期认为随着 12 年大量的新船下水, 船公司会产生为新船配箱的需求, 因此 12 年集装箱需求可以保持较高的量。我们对此持保留态度。我们认为, 大量新船下水或许能要求部分船公司配新箱, 但就整体而言, 如果集运贸易量不足, 会导致

单位运力配备更少的集装箱，贸易增速才是集装箱需求的决定因素。09 年的市场清晰的表明了这一点。

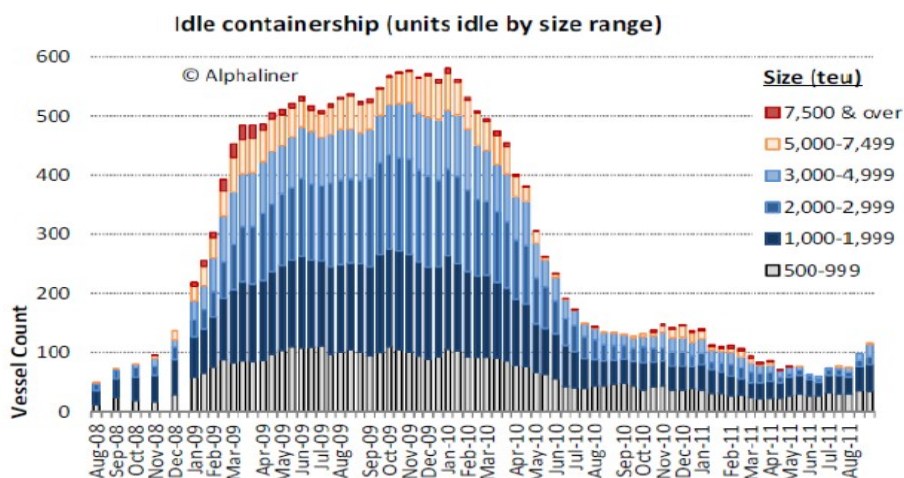
图 11: 贸易增速才是集装箱需求的决定因素



资料来源: Containerisation International, Clarkson, 华泰联合证券研究所

尽管 12 年有大量新船下水，但如果贸易增速不及船队增速，闲置运力可能增加。

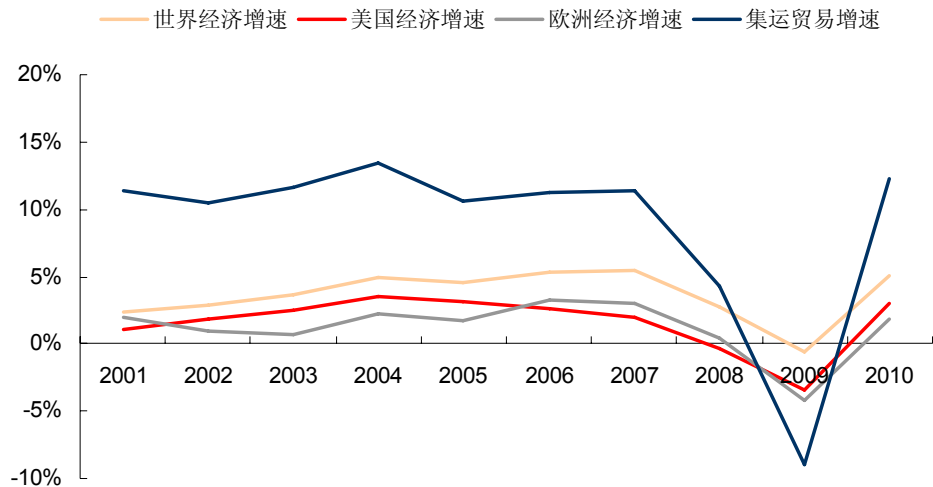
图 12: 闲置集装箱船运力



资料来源: Alphaliner, 华泰联合证券研究所

从基钦周期看集运贸易增速

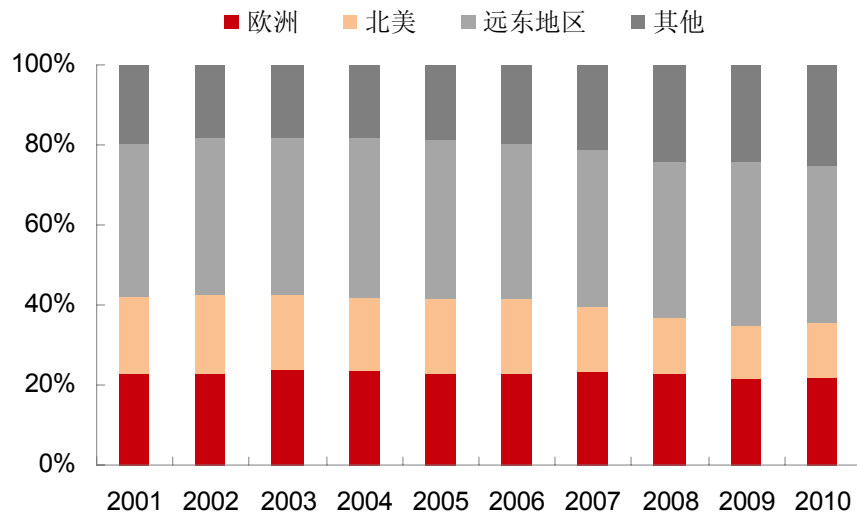
图 13: 贸易增速与经济息息相关



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

尽管新兴市场国家在全球贸易中的比重逐步提高,金融危机后提高的速度加快。但我们认为欧美仍是决定集运贸易的关键,因为欧美是很多商品的最终消费地,而以中国为代表的新兴市场国家相当数量的集运贸易量是半成品进口再加工组装后出口,本质上是欧美需求的衍生。

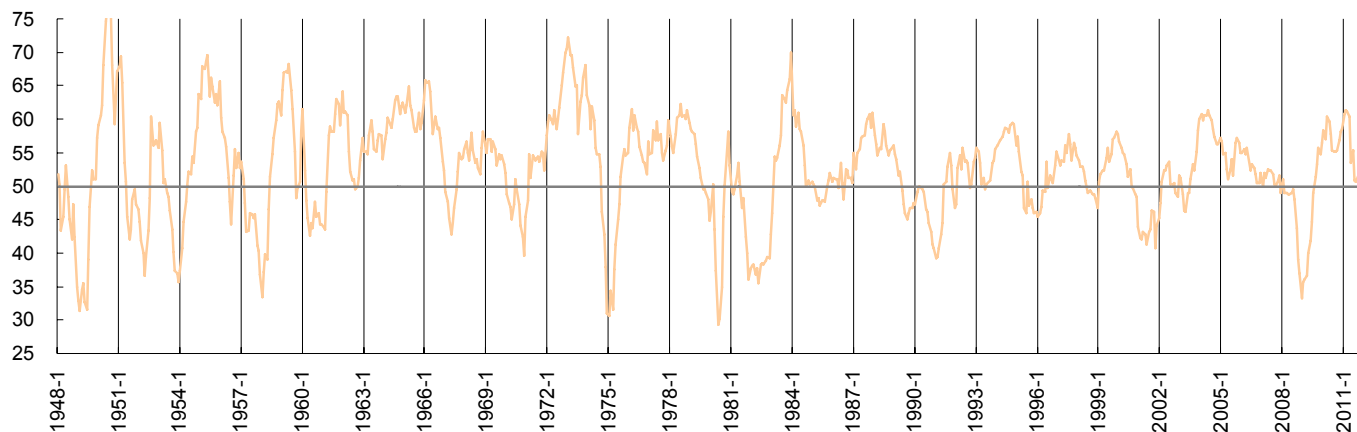
图 14: 不同地区集运贸易量占比



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

基钦周期,又称库存周期,是美国经济学家约瑟夫·基钦在 1923 年提出的 40 个月一循环的周期理论,随着科技进步,一般认为目前周期缩短为 36 个月,分四个阶段:去库存---复苏---繁荣---过热。

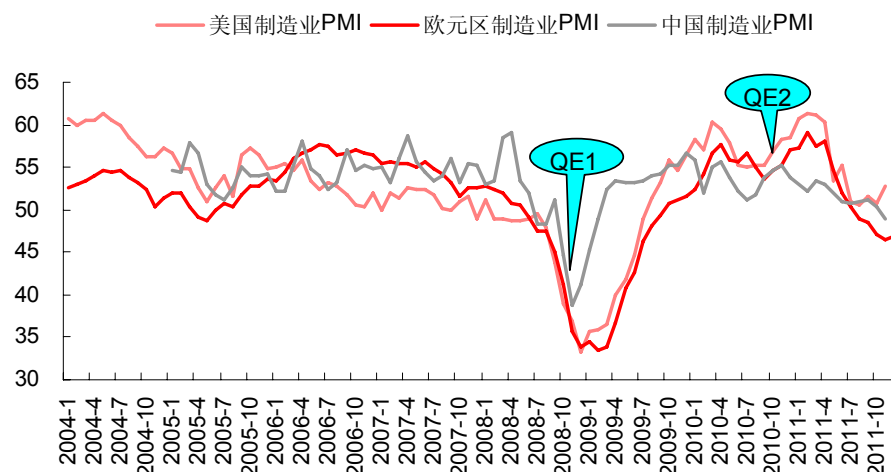
图 15: 美国制造业 PMI 显示较明显的平均约三年的基钦周期



资料来源: 美国供应管理协会, 华泰联合证券研究所

08 年第四季度的去库存到目前, 经济似乎走了一个标准的基钦周期。经济从 11 年第四季度开始调整, 按照基钦周期理论, 是一种内生性的需要。

图 16: 中美欧制造业 PMI



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

正常来说, 经济应该在 2012 年第三季度左右复苏, 但这次情况我们认为可能有所不同。

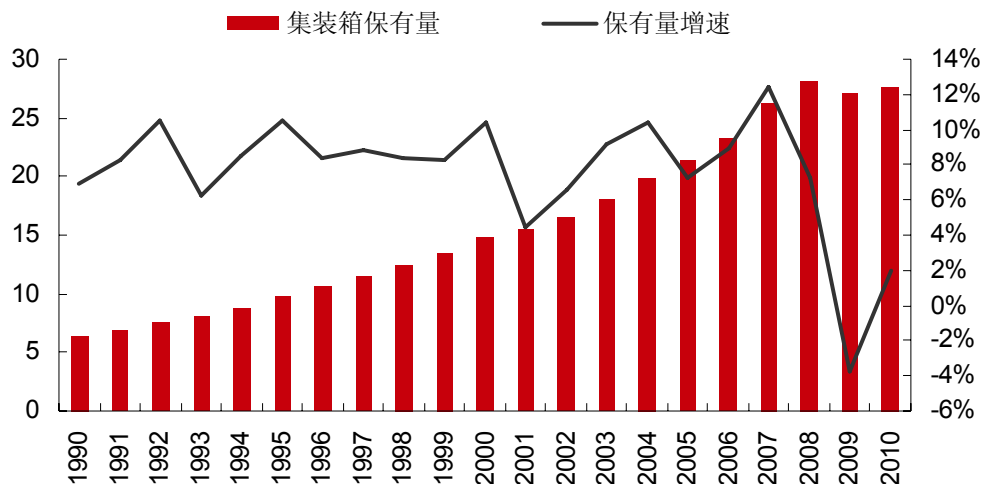
一般来说, 政策应该是逆周期的, 比如 08 年第四季度的 QE1, 然而 10 年末的 QE2 却违背了这个原理, 当时经济正处于繁荣与过热的交界。另一方面, 欧洲高企的国债收益率使得再次的刺激政策出台的空间很小, 美国国债尽管收益率目前非常低, 但美债也已经被降级, 同时美国经济表现相对好, 我们倾向于认为难以再次出台所谓的 QE3。这将可能一定程度上加剧去库存调整的程度和时间。

集运业每年的二、三季度是旺季, 我们期望但不确定经济能否在 12 年第三季度的旺季复苏。Drewery 预测 2012 全球集装箱运量增长 3.9%, J.P. Morgan 预测 2012 全球集装箱运量增长 4.5%。我们预计 2012 年集装箱运量增长 3.5%。

12 年集装箱需求仍较可观

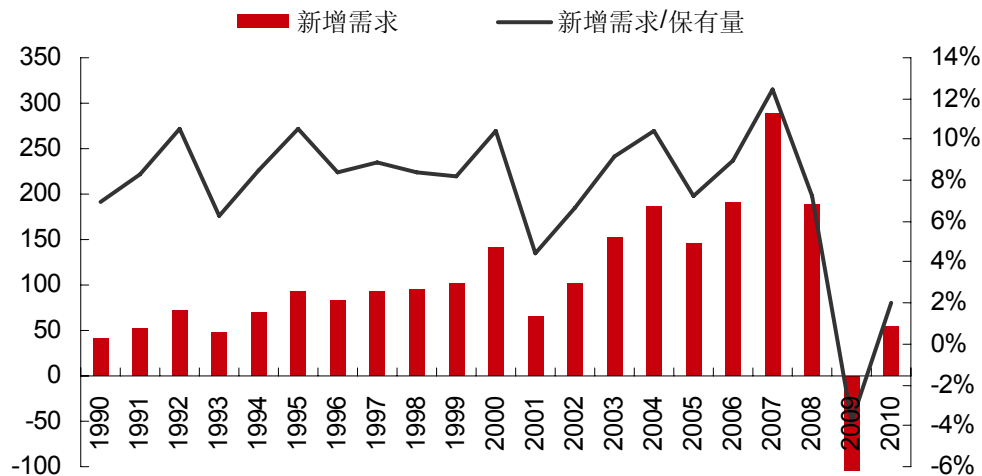
尽管我们预计 2012 年集装箱运量增长 3.5%，远低于长期约 8% 的增速，但仍能保证较可观的集装箱需求，12 年全年的情况预计类似于 11 年第四季度。

图 17： 集装箱保有量（百万 TEU）



资料来源：Containerisation International，华泰联合证券研究所

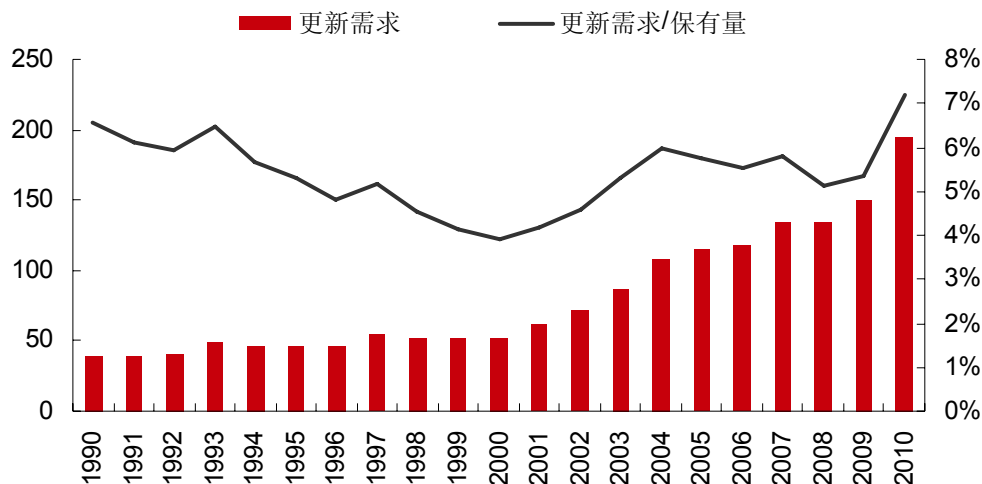
图 18： 集装箱新增需求受贸易影响波动较大（万 TEU）



资料来源：Containerisation International，华泰联合证券研究所

集装箱的寿命约 10~12 年，更新需求较稳定。

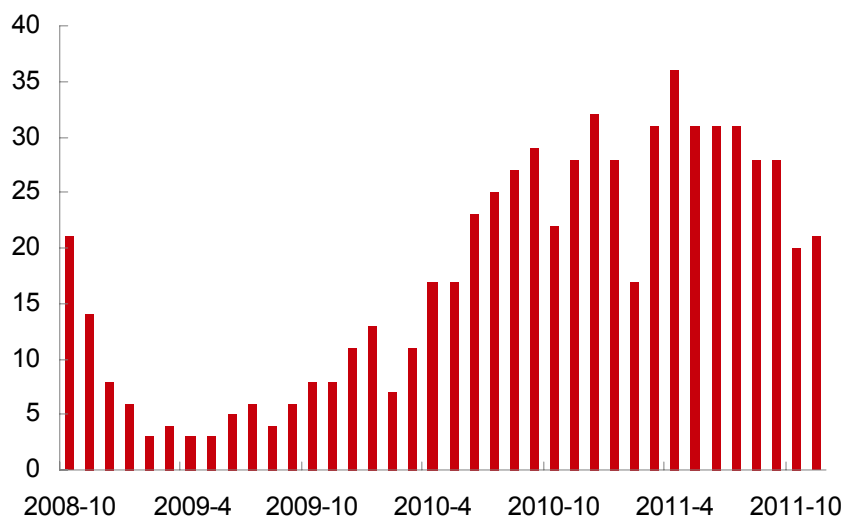
图 19： 集装箱更新提供较稳定的需求（万 TEU）



资料来源：Containerisation International，华泰联合证券研究所

目前集装箱保有量接近 3000 万 TEU，按照 3.5% 的新增需求，5% 的更新需求，2012 年全球集装箱需求约 255 万 TEU。而 10 和 11 月份的约 20 万个的出口量，换算成整年约 250 万 TEU 的产量。所以我们认为，2012 年的需求量跟 11 年第四季度类似。这种需求水平不足以支持较高的毛利率。

图 20： 10 月开始中国集装箱出口量（万个）明显下降



资料来源：海关总署，华泰联合证券研究所

反弹只是时间问题

经过十多年的整合，集装箱行业已形成寡头垄断竞争的格局。尽管集装箱的技术含量不高，但规模、环保、港口土地等壁垒已经很高，中集行业龙头地位稳固。

图 21: 1994 年集装箱市场占有率

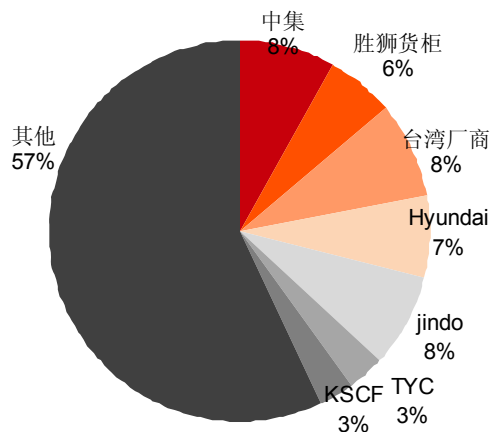
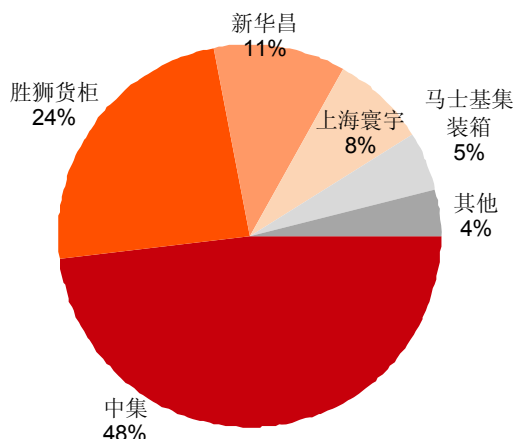


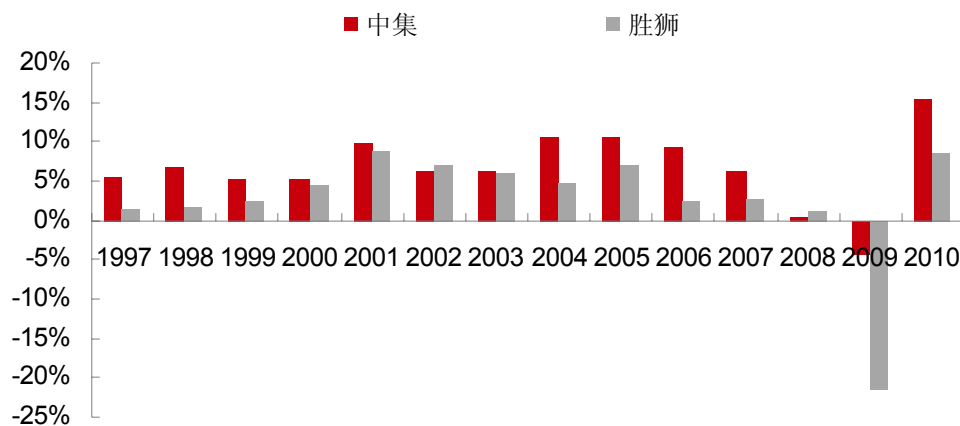
图 22: 2010 年集装箱市场占有率



资料来源: 公司数据整理, Containerisation International, 华泰联合证券研究所

中集的盈利能力明显强于行业第二的胜狮货柜。我们认为初期主要归功于中集出色的管理水平, 在中集取得行业第一的位置后, 规模优势也起到了作用。出众的盈利能力使得中集能在同行亏损的情况下保持利润, 更保证了市场占有率的稳固。

图 23: 中集 Vs 胜狮货柜营业利润率



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券研究所

按照 8% 的年新增需求, 5% 的年更新需求, 正常全球年集装箱需求约 350~400 万 TEU, 远高于 12 年 255 万的年需求, 我们不确定集装箱需求会否在 12 年三季度反弹, 但认为 2013 年的反弹是大概率事件。

车辆业务: 平淡之中见奇崛

自 2002 年进入道路运输车辆行业, 2004 年中集车辆集团已成为中国最大的道路运输车辆生产商, 目前在中国相关车型市场份额接近 20%, 年产能力接近 20 万台。产

品主要包括各类半挂车，以及某些种类的改装车。拥有 25 个 4S 店和超过 400 家的服务站。

表格 1：中集道路运输车辆业务发展轨迹

时间	收购对象	简介
2002 年	扬州通华专用车公司	具备单班年产 3500 辆各类专用车和半挂车的生产能力，能够生产 8 大系列 80 余种型号、200 多种规格的专用车和半挂车
2002 年	青岛宇宙集装箱公司	改造为车辆生产基地
2003 年	济南考格尔特种汽车公司	主要生产冷藏保温汽车、罐式车、厢式车、快换集装箱运输车和压缩式垃圾箱
2003 年	HPA MONON CORPORATION 的半挂车生产相关资产和零部件配售中心相关资产	美国排名第五的道路运输车辆制造企业
2004 年	张家港圣达因化工机械有限公司	低温液体贮槽及罐车制造技术在国内居于领先地位
2007 年	荷兰博格公司	1937 年成立，主要从事道路运输车辆、槽罐车和静态储罐的生产制造

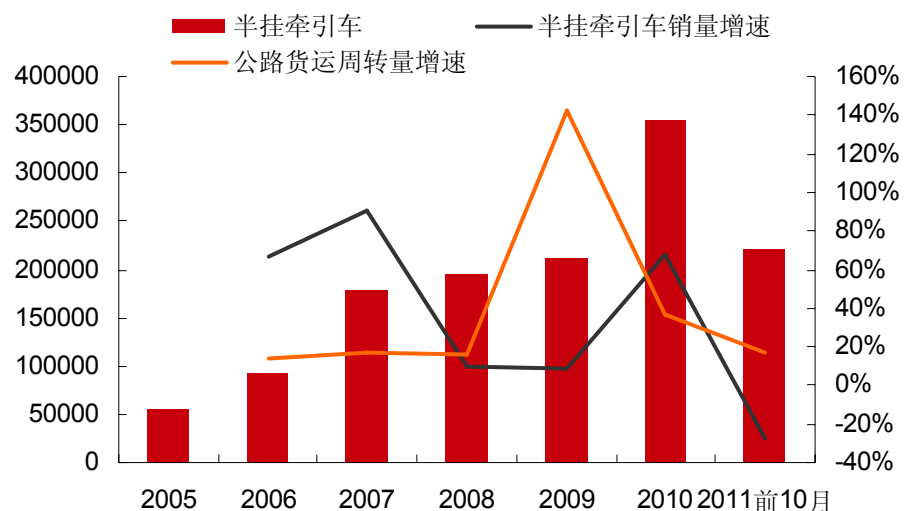
资料来源：中集集团，华泰联合证券研究所

高销量基数带来调整需要，我们预计 2012 年车辆业务将实现 5% 的低增速，之后三年将实现约 15% 的中速增长。有两大驱动因素能保证其长期成长性：一是甩挂运输是大趋势，半挂车的增长空间大于半挂牵引车；二是随着公司内部整合，以及行业集中度的提高，盈利能力提高是大概率事件。

2012：调整、整固、再上路

半挂车的销售依附于半挂牵引车，2011 年半挂牵引车前 10 月累计销售 22.1 万辆，同比下滑 27.69%。相应的半挂车的销售也出现明显下滑。

图 24：半挂牵引车销量 Vs 公路货运周转量增速



资料来源: Wind, CAAM, 华泰联合证券研究所

半挂牵引车是一种资本品, 车主用来盈利。实质上我们认为对于这种资本品来说, 半挂牵引车销量 Vs 公路货运周转量增速很难看出明确的关系, 而保有量与周转量可能成一定的线性关系。

严格来讲, 所有物流类运输车辆保有量跟公路货运周转量更可能成线性关系, 但以重卡为例, 包含整车、非完整车辆、半挂牵引车, 而整车部分用于物流, 部分用于工程, 难以区分。所以我们用公路货运周转量/半挂牵引车保有量近似代替, 我们认为误差不会很大。

另外我们缺乏半挂牵引车保有量的数据, 我们做了估计。05 年之前半挂牵引车销量很少, 我们假设 04 年底半挂牵引车保有量为 50000 辆。另外我们假设没有报废, 因为半挂牵引车 10 年左右的寿命, 目前还不到大规模报废期, 这样会使我们对 12 年销量的预测略保守。

09 年之前公路货运周转量/半挂牵引车保有量不太稳定, 可能因为半挂牵引车处于高速发展期, 我们认为 09 年之后 3.5~4 的比值可能较稳定。根据 2011 年前 10 个月半挂牵引车的销量, 我们预计全年销量 265578 辆, 使得公路货运周转量/半挂牵引车保有量与 10 年基本相当, 所以我们认为用保有量能解释 11 年半挂牵引车销量的下滑。

我们假设 12 年公路货运周转量增长同比 18%, 公路货运周转量/半挂牵引车保有量仍为 3.6, 则预计 12 年半挂牵引车销量为 252541, 同比下滑约 5%。

表格 2: 2012 年半挂牵引车销量预测

年份	半挂牵引车销量	半挂牵引车保有量	公路货运周转量 (百万吨公里)	公路货运周转量/半挂牵引车保有量
2004		50000	762132	15.2
2005	56022	106022	847581	8.0
2006	93165	199187	964700	4.8
2007	177739	376926	1125760	3.0
2008	194385	571311	1299853	2.3
2009	211276	782587	3156335	4.0
2010	354842	1137429	4300542	3.8
2011E	265578	1403007	5027260	3.6
2012E	252541	1655548	5932166	3.6

资料来源: Wind, CAAM, 华泰联合证券研究所

对此我们认为原因在于销量的高基数。经过 2012 年的休整后, 随着公路货运量增速的回升, 半挂牵引车销量将进入平稳增长期。

两大驱动因素保证长期成长性

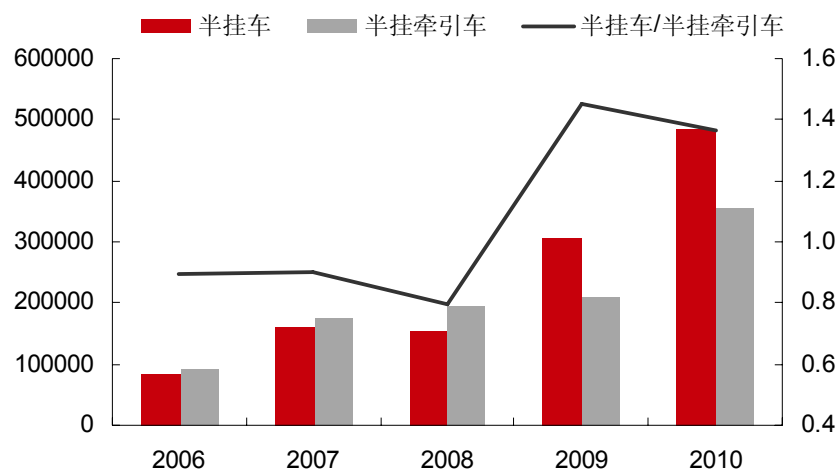
驱动因素之一：甩挂运输

在欧美半挂车运输已经非常成熟，如美国公路货物运输量占总货运量的比例为 70%，挂车货物运量占总货运量的 56%，公路货运中绝大部分采用的是甩挂运输的方式，牵引车跟半挂车的比例约为 1:2.5。而中国目前仅约 1: 1.1。

甩挂运输作为一种先进的运输模式，可以减少司机的等待时间以及空车行驶里程，据估算可以节省约 30% 的燃料成本。2010 年 01 月 15 日，交通部下发《关于促进甩挂运输发展的通知》，修改了一些阻碍甩挂运输实行的半挂车交通管理规定，并要求加大对相关物流场站建设的投资力度。10 年 11 月，试点工作在全国展开。

从长期看，半挂车销量有望达到半挂牵引车的 2~3 倍，仍有很大提升空间。

图 25： 半挂车销量增长仍将快于半挂牵引车



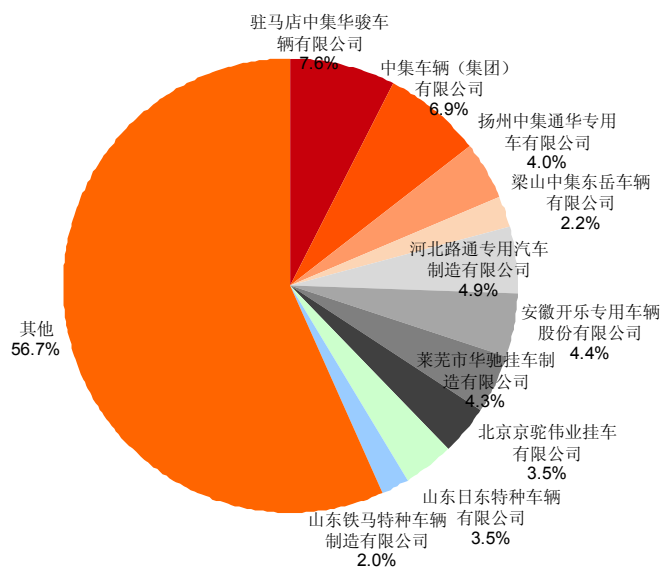
资料来源：中国汽车技术研究中心，CAAM，华泰联合证券研究所

驱动因素之二：整合提升盈利能力

我们认为从行业和公司内部，中集车辆业务都有很大的通过整合提升盈利能力的空间。

半挂车行业的市场集中度不高，除中集外，基本是一些小型公司。尽管半挂车行业进入壁垒低，但存在钢材、零部件、销售渠道、品牌等的规模效应。中集半挂车的质量在行业内出类拔萃。但目前半挂车的客户主要是个体运输者，对价格很敏感，较忽视质量。但国内物流行业的大趋势是专业化的物流公司逐步取代个体运输者，这类购买者更关注性价比，技术实力很弱的小公司生存空间会越来越小。

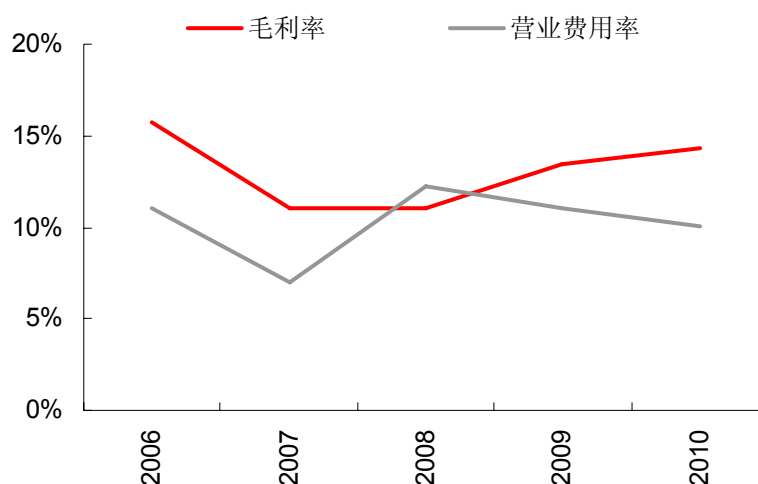
图 26： 2010 年挂车市场份额



资料来源：中国汽车技术研究中心，华泰联合证券研究所

公司内部的整合增效，除了将中集行之有效的管理体系移植到新收购的公司外，我们认为最大的一块提升空间来自销售渠道。中集拥有 25 个 4S 店和超过 400 家的服务站，而国内其他专用车厂家很少建立销售渠道。强大的略显超前的销售渠道能促进中集扩大市场占有率，也表现了公司对车辆业务规模的野心远超过目前，但暂时会增加营业费用。

图 27： 车辆业务营业费用率较高



资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

渠道初期建设时单位营业费用高我们认为是正常现象，这正是潜力所在，相信随着规模的扩大，以及集瑞联合卡车业务的加入，将稀释渠道成本。

天然气装备将成明星业务

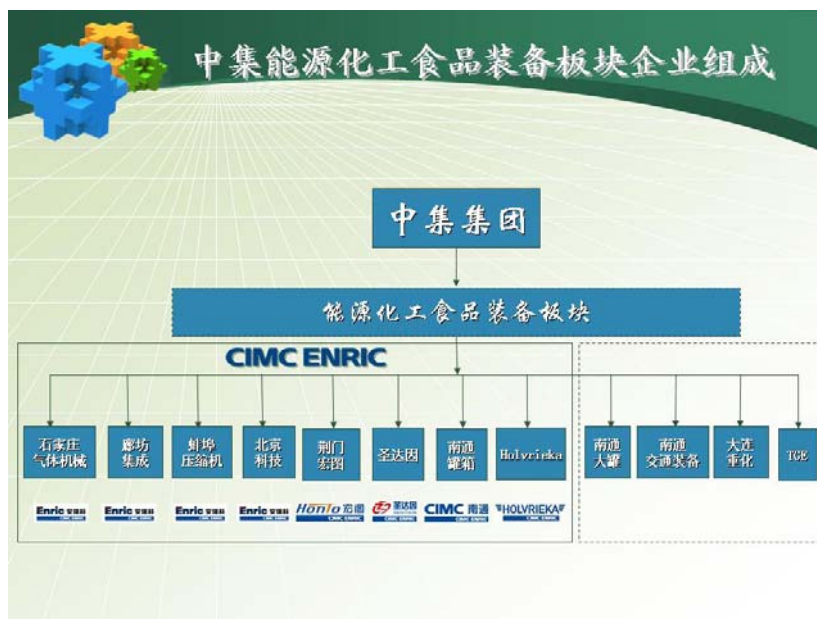
能源化工业务我们预计未来三年将实现 25% 的收入增速，主要贡献来自于天然气装备。其中 LNG 相关设备将实现 40% 以上的增速，归功于：1. LNG 进口量的迅速增长；2. 天然气价格改革将在中短期内刺激天然气汽车的发展；3. 非常规天然气的价格政策将使之更倾向于转化为 LNG 的方式销售。CNG 增速为 30%，主要归功于气量的增加和天然气汽车保有量的增加。

能源化工食品板块介绍

中集能源、化工、食品装备业务板块主要产品和服务包括：静态储罐、罐式运输装备、工艺过程装备、工程承包技术服务。主要控股企业包括中集安瑞科控股有限公司、TGE GAS、南通中集大型储罐制造有限公司、大连中集重化工装备制造有限公司。

2007 年 8 月中集集团收购了安瑞科 42.18% 股份。2009 年 8 月，中集集团将相关资产注入安瑞科，注资完成后，中集持有安瑞科的普通股股份占到 54.27%，加上可转化优先股，其占总股本的比例达到 84.17%。未来集团将以安瑞科为平台继续整合能源化工食品业务。

图 28： 安瑞科为能源化工食品业务整合平台



资料来源：中集集团，华泰联合证券研究所

表格 3：中集安瑞科业务框架

业务	业务内容	主要品牌
能源装备	CNG 压力容器，CNG 拖车，LNG 拖车及储罐，CNG、LNG、CLNG 加气站；LPG 储罐车及储罐；天然气压缩机；项目工程服务	安瑞科，圣达因，宏图
化工	化学液体，液化气体及低温液体的不锈钢罐式集装箱	南通中集
液态食品	不锈钢加工罐及储罐；项目工程服务	Holvrieka

资料来源：中集集团，华泰联合证券研究所

图 29： 中集安瑞科各业务销售收入（万元）

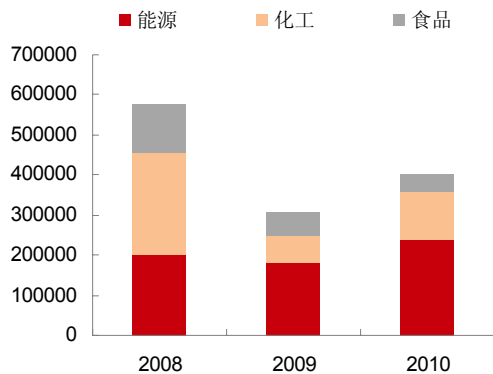
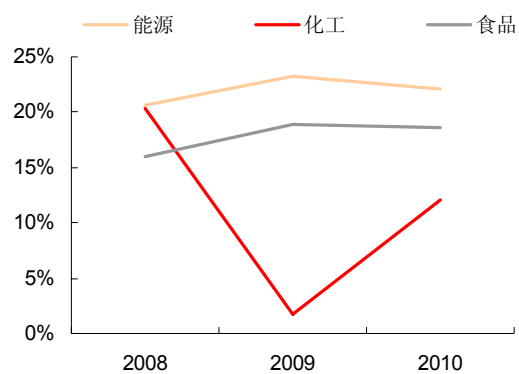


图 30： 中集安瑞科各业务毛利率



资料来源：中集安瑞科，华泰联合证券研究所

中国天然气市场进入爆发期

天然气在中国能源消费结构中的比重远低于世界平均水平。中国推行政策增加天然气在主要能源消耗总量的比例，由现在的约4%增至2015年的9%及2020年的15%。根据中央政府的新能源产业发展规划，天然气消耗量在2015年升至近3倍至2,600亿立方米，相当于年增长率18.8%。

EIA的预测较中国政府的规划保守，但仍较现在的消耗比例有大幅增加。我们认为长期看支持中国增加天然气消耗比例的理由有两条：一是分散能源结构，提高能源供给安全；二是环境保护。短期的促进因素是世界天然气市场进入了为期三到五年的过剩期，天然气价格较可比能源有一定的优势。

图 31： 2010 年能源消费结构

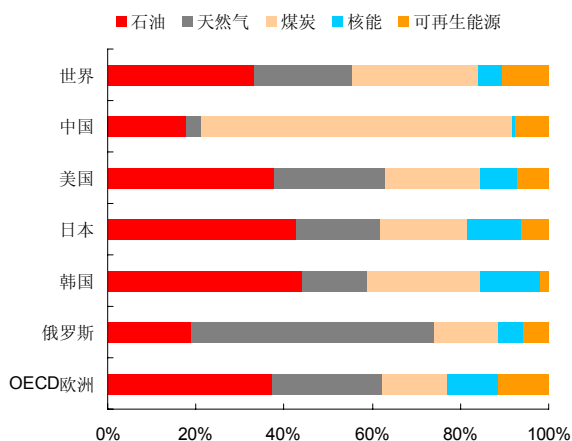
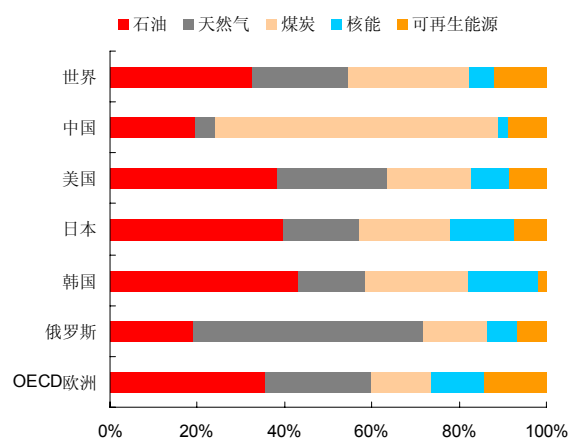


图 32： 2015 年 EIA 预测能源消费结构



资料来源:Annual Energy Outlook 2011 (EIA)，华泰联合证券研究所

世界天然气市场短期的过剩除了受到经济危机影响外，另一主要原因是美国以页岩气为主的非常规天然气开采技术的突破，目前美国非常规天然气产量已占到美国天然气产量的约一半，世界天然气产量的约十分之一。

图 33: 非常规天然气产量 (十亿立方英尺)

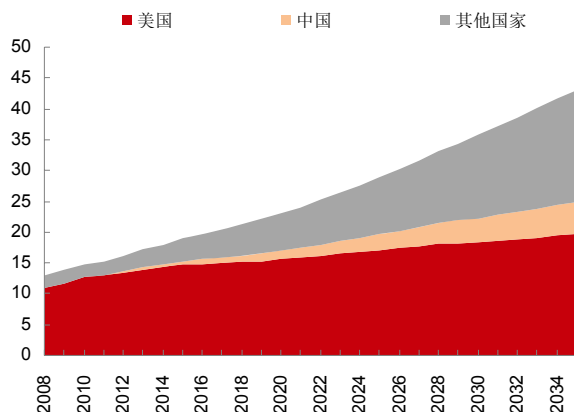
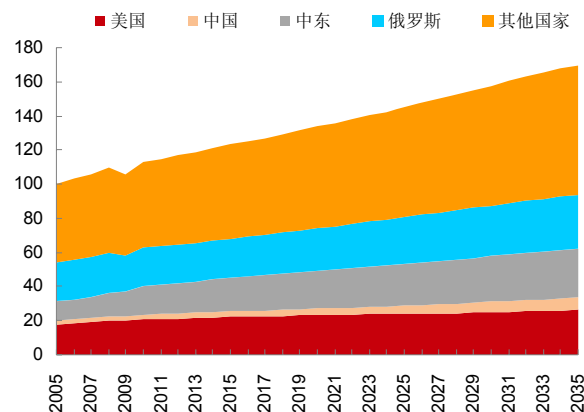


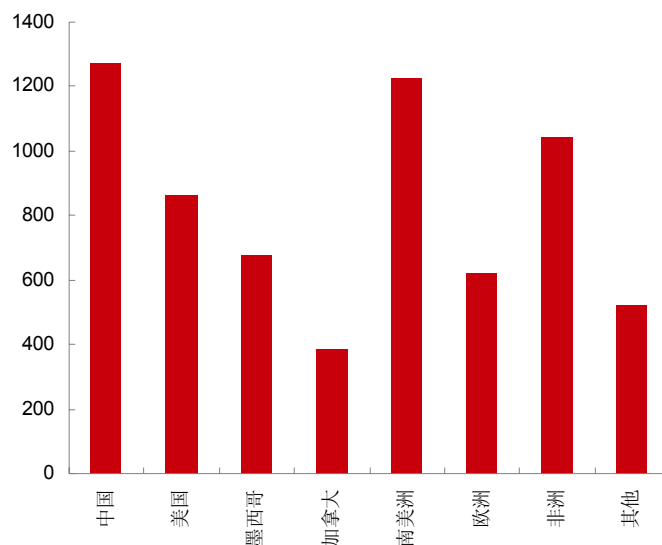
图 34: 天然气产量 (十亿立方英尺)



资料来源: Annual Energy Outlook 2011 (EIA), 华泰联合证券研究所

根据 EIA 的数据, 中国页岩气技术可采储量超过美国, 排名世界第一, 从长期看页岩气的开采将一定程度上满足中国日益增长的能源需求, 但由于技术的原因, 这需要时间。

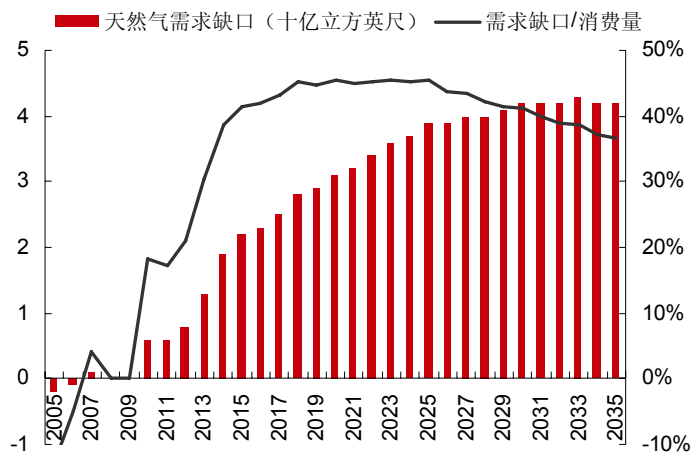
图 35: 中国页岩气技术可采储量世界第一 (万亿立方英尺)



资料来源: EIA, World Shale Gas Resources 2011, 华泰联合证券研究所

未来中国天然气产量的增长将落后于消费的增长, 天然气大量进口的时代刚刚开始。

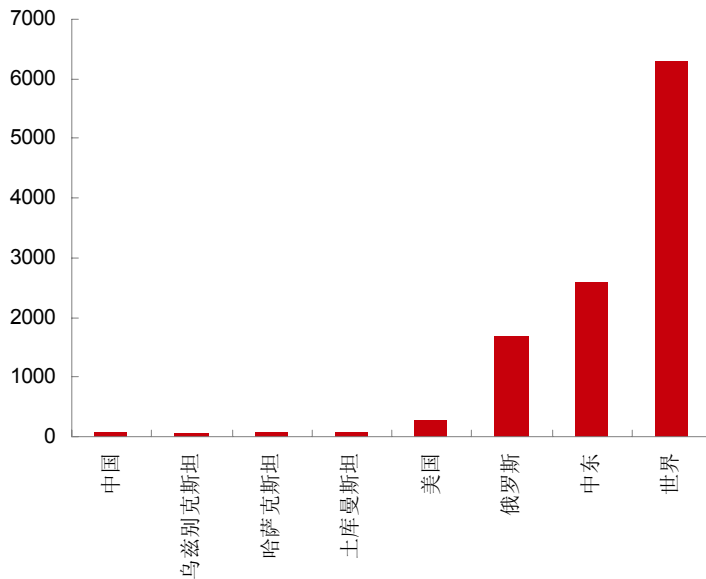
图 36： 中国即将进入大量进口天然气时代



资料来源：EIA，华泰联合证券研究所

需求缺口一方面将主要依赖俄罗斯和中亚几个天然气储量相对丰富的国家提供的管道天然气。

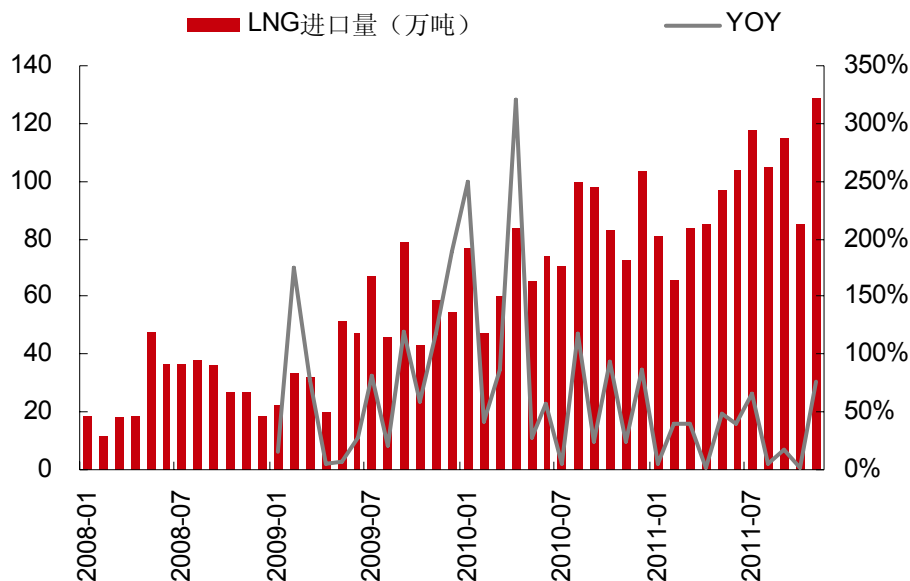
图 37： 2009 年天然气探明储量（万亿立方英尺）



资料来源：EIA，华泰联合证券研究所

另一方面将主要依赖 LNG 进口。

图 38： 中国 LNG 进口量进入爆发增长期



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

天然气价格改革已是大势所趋

2011 年 12 月 26 日，国家发改委颁布了《国家发展改革委关于在广东省、广西自治区开展天然气价格形成机制试点的通知》。

新的定价机制形成办法主要包括四点：

一：将现行以“成本加成”为主的定价方法改为按“市场净回值”方法定价。选取计价基准点和可替代能源品种，建立天然气与可替代能源价格挂钩机制。

二：以计价基准点价格为基础，考虑天然气市场资源主体流向和管输费用，确定各省（区、市）天然气门站价格。

三：天然气门站价格实行动态调整机制，根据可替代能源价格变化情况每年调整一次，并逐步过渡到每半年或者按季度调整。

四：放开页岩气、煤层气、煤制气等非常规天然气出厂价格，实行市场调节。

具体操作办法：

1、确定计价基准点（中心市场）。综合考虑我国天然气市场资源流向、消费和管道分布现状，选取上海市场（中心市场）作为计价基准点。

2、建立中心市场门站价格与可替代能源价格挂钩机制。中心市场天然气门站价格按

照略低于等热值可替代能源价格的原则确定。可替代能源品种选择燃料油和液化石油

气（LPG），权重分别为 60%和 40%。等热值可替代能源价格按照燃料油和液化石油

气（LPG）单位热值价格加权平均计算。同时，为保持天然气与可替代能源的竞争优势，鼓励用户合理使用天然气，天然气价格暂按可替代能源价格的 90% 测算。中心市场门站价格计算公式为：

$$P_{\text{天然气}} = K \times \left(\alpha \times P_{\text{燃料油}} \times \frac{H_{\text{天然气}}}{H_{\text{燃料油}}} + \beta \times P_{\text{LPG}} \times \frac{H_{\text{天然气}}}{H_{\text{LPG}}} \right) \times (1 + R)$$

$P_{\text{天然气}}$ ——中心市场门站价格（含税），元/立方米；

K ——折价系数，暂定 0.9；

α 、 β ——燃料油和液化石油气的权重，分别为 60% 和 40%；

$P_{\text{燃料油}}$ 、 P_{LPG} ——计价周期内海关统计进口燃料油和液化石油气的价格，元/千克；

$H_{\text{燃料油}}$ 、 H_{LPG} 、 $H_{\text{天然气}}$ ——燃料油、液化石油气和天然气的净热值（低位热值），分别取 10000 千卡/千克、12000 千卡/千克和 8000 千卡/立方米。

R ——天然气增值税税率，目前为 13%。

中国天然气一直实行政府指导定价，远低于国际价格。2010 年 5 月，发改委再次上调天然气出厂价。按平均 1300 元/千立方米的价格，单位热值价格仅相当于目前布伦特原油的 30%，仍有很大上涨空间。

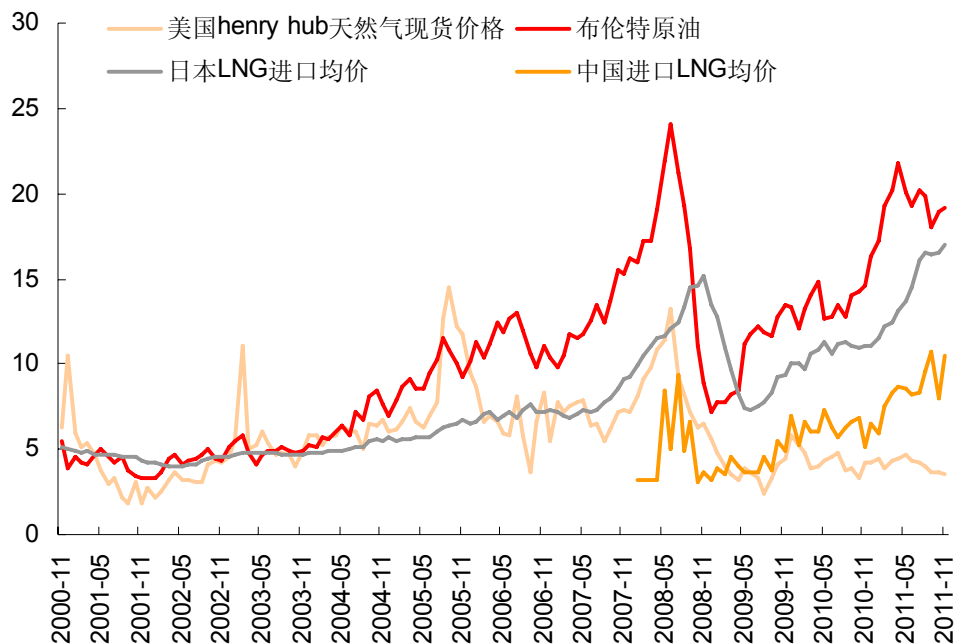
表格 4：2010 年上调后天然气井口价(元/千立方米)

气田	化肥	直供工业	城市燃气（工业）	城市燃气（除工业）
川渝气田	920	1505	1550	1150
长庆油田	940	1355	1400	1000
青海油田	890	1290	1290	890
新疆各油田	790	1215	1190	790
大港、辽河、中原油田	940	1570	1570	1170
其它油田	1210	1610	1610	1210
西气东输	790	1190	1190	790
忠武线	1141	1541	1541	1141
陕京线	1060	1460	1460	1060
川气东送			1510	

资料来源：发改委，华泰联合证券研究所

由于地理位置相近，未来中国 LNG 进口价格将与日本趋同，中国目前进口 LNG 价格较低是由于之前签订的低价长期合同，未来随着大量进口的开始价格必然上升。

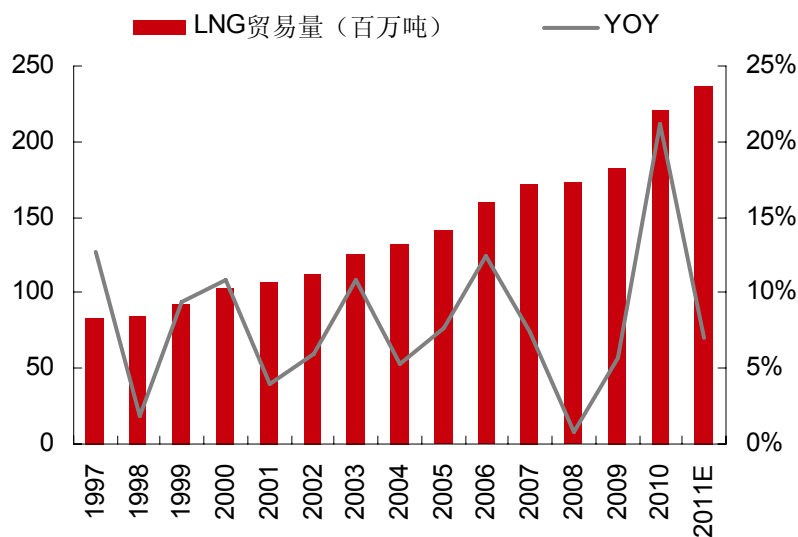
图 39: LNG 价格基本与油价同步 (\$/百万英热)



资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰联合证券研究所

注: 布伦特原油价格按 5.8 百万英热/桶换算, 中国进口 LNG 按每吨 LNG51.8 百万英热换算。

图 40: 世界 LNG 贸易增长将逐步促进天然气价格的统一

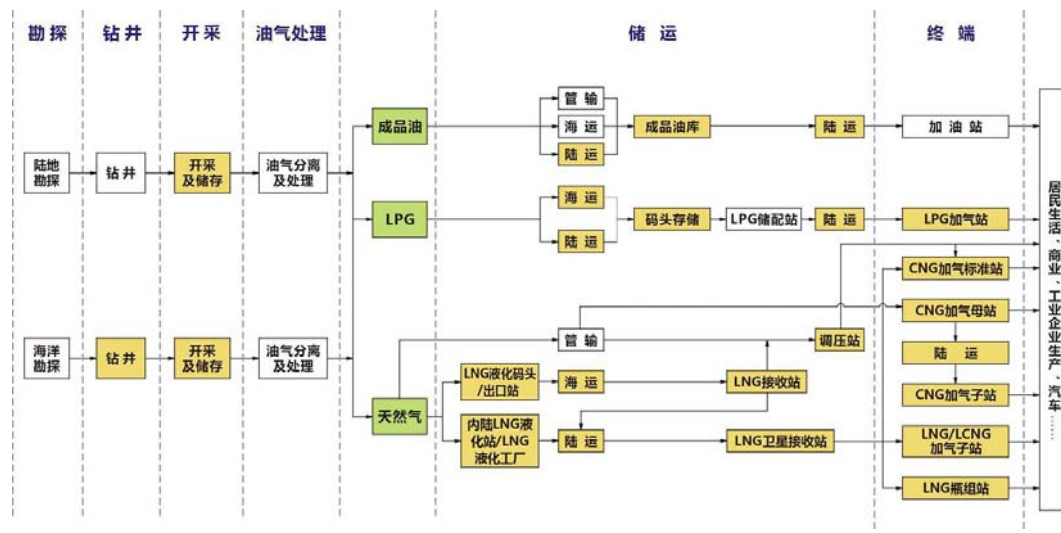


资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

之前中国基本靠国产天然气即可满足需求, 国产天然气较低的成本使得国内天然气能够享受低于国际的价格。但随着大规模天然气进口的开始, 继续维持低价将使进口天然气承受很大的亏损, 国内天然气价格改革已是大势所趋, 换句话说, 价格将向可比能源靠拢, 但国家出于鼓励天然气使用的目的, 仍将通过政策使天然气具有一定价格优势, 如在试点办法中天然气价格暂按可替代能源价格的 90% 测算。

天然气储运装备龙头尽享行业盛宴

图 41： 中集安瑞科提供天然气储运全业务链装备与服务



资料来源：中集安瑞科，华泰联合证券研究所

注：黄色标注为中集涉及业务

安瑞科是国内天然气储运设备的龙头企业，其中 LNG 拖车占 50-60%市场份额，CNG 占 70%市场份额。

图 42： 安瑞科主要相关产品

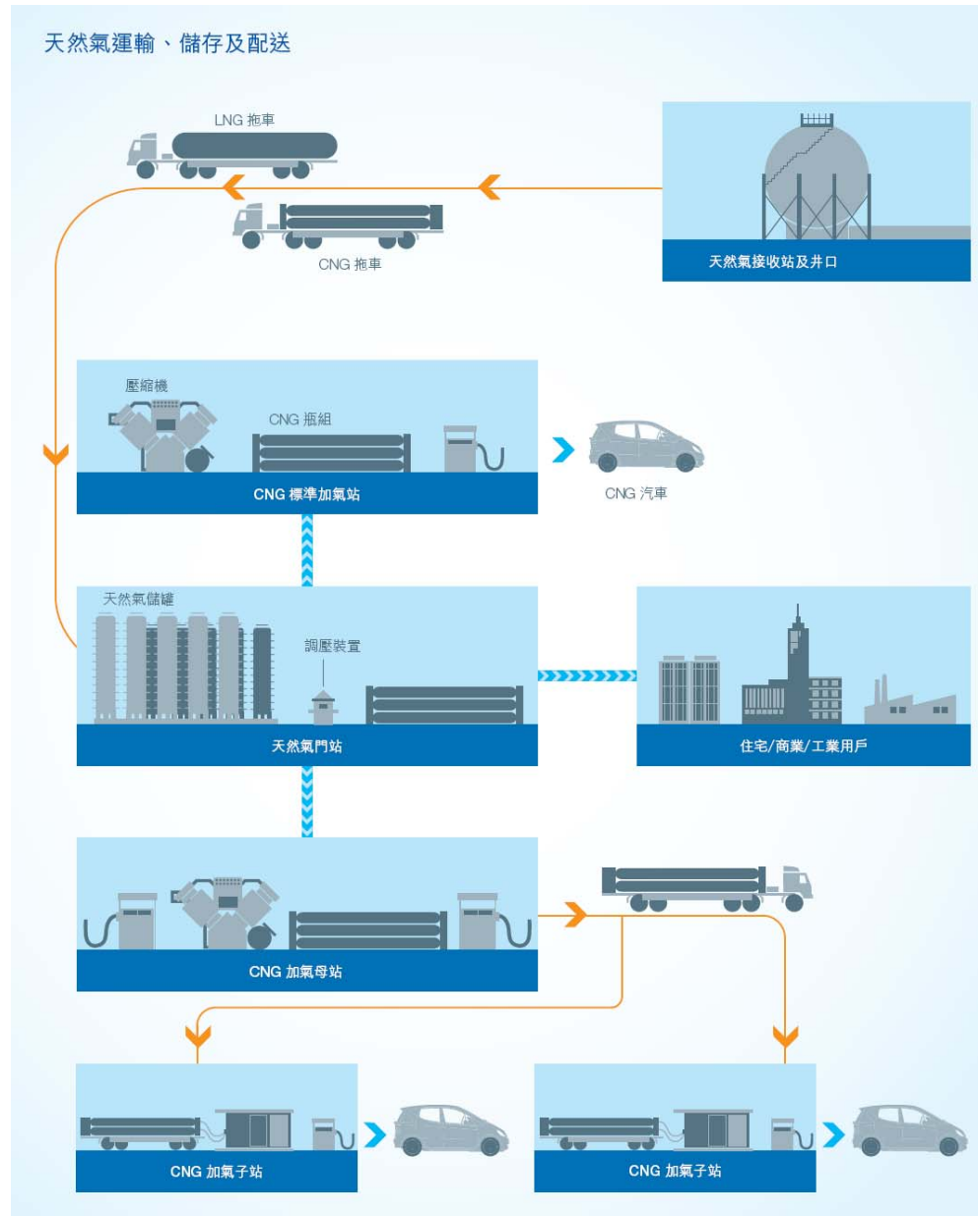


资料来源：中集安瑞科，华泰联合证券研究所

未来三年，我们认为 CNG 增速为 30%，主要归功于气量的增加和天然气汽车保有量的增加。

LNG 相关设备将实现 40% 以上的增速。主要有三个驱动因素：一是中国 LNG 进口量进入爆发增长期。

图 43： 天然气储运产业链

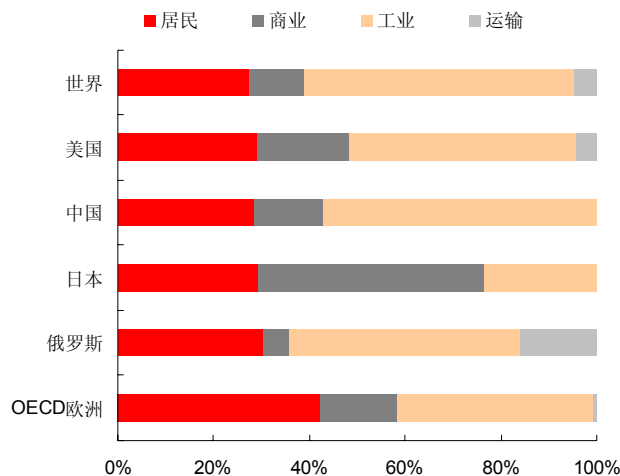


资料来源：中集安瑞科，华泰联合证券研究所

第二，由于低价，中国天然气市场目前处于供给决定需求的阶段。在未来天然气价格提高的背景下，气源将更多的分配给价格承受能力较强的运输、居民和商业用户，尤其是运输用户。这将促进加气站系统、相关储运设备、车用 LNG 气瓶的销量。

近一年多以来国际市场油价大幅上涨，而国内天然气价格调整缓慢，LNG 重卡目前具有很强的成本优势，未来两到三年 LNG 重卡和 LNG 加气站的建设很可能爆发式增长。

图 44： 天然气下游用户结构（2010 年）

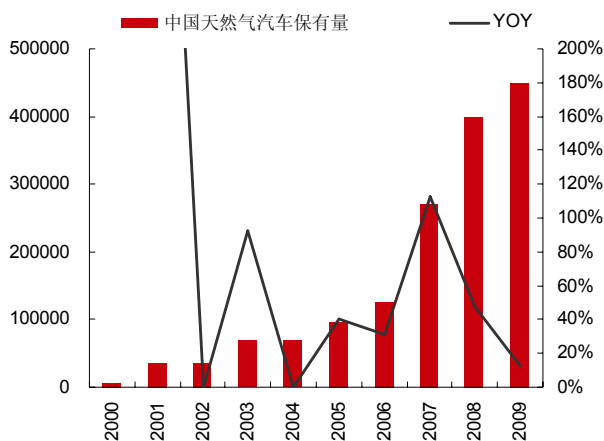


资料来源：EIA，华泰联合证券研究所

以新疆广汇为例，11 年半年报显示，LNG 平均销售单价 2.1 元/立方米，净利率达 16%。气源来自中石油吐哈油田，这个价格相对于柴油车有非常强的竞争力。

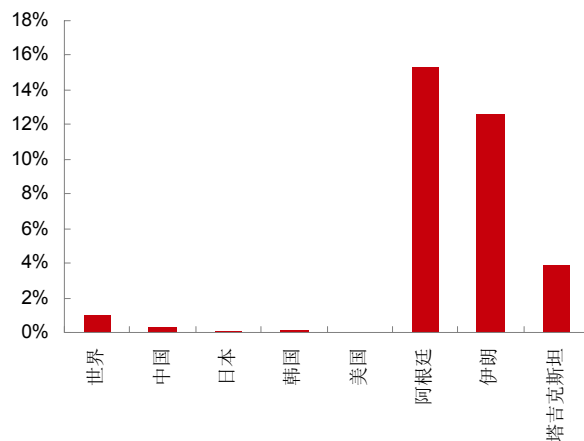
当然，硬币的另一面是，随着价格的提高，供给决定需求的阶段将过去。在世界范围看，大量发展天然气汽车的主要是天然气资源丰富，具有价格优势的国家。天然气汽车发展的蜜月期是天然气价格逐步向可比能源靠拢的过度阶段，这个时间窗口我们预计为三年左右。

图 45： 中国天然气汽车保有量



资料来源：langv，华泰联合证券研究所

图 46： 各国天然气汽车保有量占全部汽车比例（2010）



最后，天然气价格改革对页岩气、煤层气、煤制气等非常规天然气的开采是重大利好。根据试点办法，不进入长输管道的页岩气、煤层气、煤制气等非常规天然气价格放开，将提高开采的经济性。对于天然气储运设备来讲，是更大的利好，因为不进入长输管道意味着这部分气源很可能先液化成 LNG，将极大促进 LNG 储运设备市场的增长。

从更长的时期看，天然气管道建设对运输设备市场构成竞争关系。但目前中国管道密度很低，建成如美国式的遍布全国的管网需要很长时间。天然气储运设备在较长时间内都会有很大的市场空间。而在目前的市场阶段，管网建设对运输设备市场我们认为有促进作用，新的主干管网的建成意味着以此为新的运输设备市场。

表格 5：中国天然气管道建设计划

管道	长度（千米）	容量（十亿方）	建成日期	注释
陕京三线	896	15	2011	榆林到北京
西气东输二线	8794	30	2011	新疆霍城到广州
中贵线		15	2012	宁夏中卫到贵州
中缅线	2520	12	2013	缅甸到广西南宁
西气东输三线	N/A	30	2014	新疆霍城到广东韶关
新粤浙管道	7373	30	2014	新疆煤制气到浙江广东
忠武线复线	N/A	7.5	2015	陕西到北京
中俄线	6000	30	2015	西西伯利亚到新疆
合计		169.5		

资料来源：发改委，华泰联合证券研究所

中国大部分天然气产地远离消费地，要求中国建设更长的管道。

表格 6：中国天然气产地与消费地错位（十亿立方米）

	预期储量	地质储量	探明储量
塔里木盆地	11300	8900	5900
鄂尔多斯盆地	10700	4700	2900
四川盆地	7200	5400	3400
东海	5100	3600	2500
柴达木盆地	2600	1600	900
莺歌海	2300	1300	800
渤海湾	2100	1100	600
琼西南	1900	1100	700
松辽	1800	1400	800
其他	10800	6000	3600
总数	55900	35000	22100

资料来源：IEA，华泰联合证券研究所

化工食品业务回归平稳发展

化工业务的主要产品罐式集装箱全球保有量 20 多万个，公司占全球约 55% 的市场份额，11 年公司的罐式集装箱销量预计约 15000~16000 个，11 年销量大幅增长有补充 09、10 两年供应不足的原因，12 年预计将小幅调整后平稳发展。

图 47： 罐式集装箱销量（个）



资料来源：中集安瑞科，华泰联合证券研究所

食品业务主要面向欧洲市场，受金融危机影响，该业务连续下滑，预计短期内受欧洲债务危机影响仍难以起色。

海工业务：等待订单溢出

中集通过收购烟台莱佛士进入海洋工程领域，目前占有莱佛士 54.69% 的股份。烟台莱佛士是国际较领先的船舶及海洋工程设施建造公司。1996 年原烟台船厂与新加坡合资成立了烟台莱佛士海洋工程有限公司，创始人章立人先生具有 30 年海工行业国际经验。

莱佛士主要产品包括半潜式、自升式钻井平台、FPSO、FSO、平台供应船、铺管船、豪华游艇及其他船舶。公司拥有世界一流基础设施，包括-18 米深水码头、亚洲第二大干船坞、封闭式干船坞、半潜式 15,000 吨下水驳船；拥有全球最大的 20,000 吨级龙门起重机。

在国内海洋工程领域，我们最看好中集莱佛士，原因是海洋工程门槛极高，过往的交付记录是取得新订单的最重要因素，中集莱佛士在近一年内连续交付 5 座深水半潜式钻井平台，从而成为国内首家具有深水半潜式钻井平台批量交付能力的企业。

我们预计未来三年年均浮式平台（半潜式和钻井船）需求为 25 座，自升式平台为 20 座。浮式平台订单中钻井船与半潜式平台相当，或略高于后者。未来三年半潜式平台的需求有望超过 11 年的水平，随着中集共 6 台深水半潜式平台的交付并良好运行，客户对莱佛士的信心将增强，我们认为未来 3 年中集有望年均获得两座半潜式平台的订单。

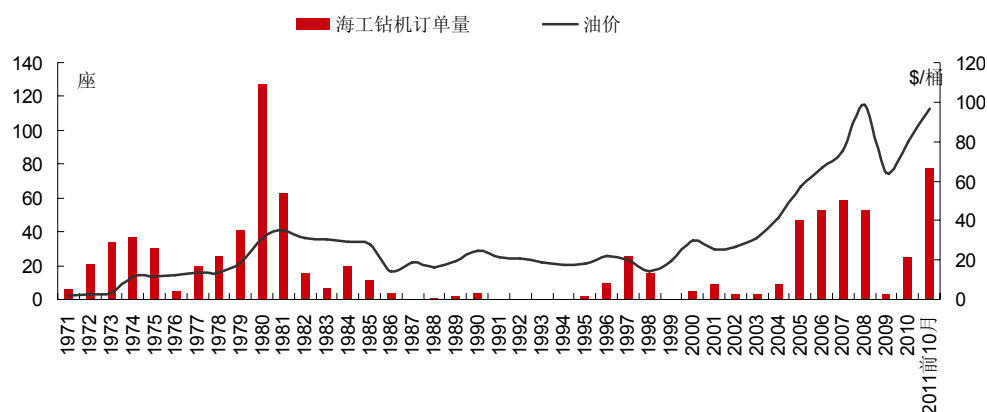
新一轮订单周期已启动

海洋工程装备包括勘探、钻井、生产等所需设备。从莱佛士过往交付记录看，用于钻井阶段的自升式与半潜式平台将是决定中短期公司业绩的关键。

海工钻机订单量与油价相关性很强，08 年油价受金融危机影响大幅下挫，同时钻机订单在 09 年几乎消失，10 年小幅回升。随着油价连续稳定在 90 美元以上，11 年世界海工钻机订单大量涌现，大幅超过 05~08 年的峰值。

我们认为 90 美元的油价是石油公司进行勘探投资决定的分水岭。短期看我们预计尽管 2012 年世界经济将受到欧债危机影响，石油需求受到抑制，但供给层面则受到中东动荡的支撑，油价难以较长时间低于 90 美元。从长期看，陆地石油供给已进入见顶回落阶段，只有海洋石油尤其是深海石油才能满足需求的不断增长。海工订单进入新一轮上升周期较确定。

图 48： 海工钻机订单量与油价相关性很强

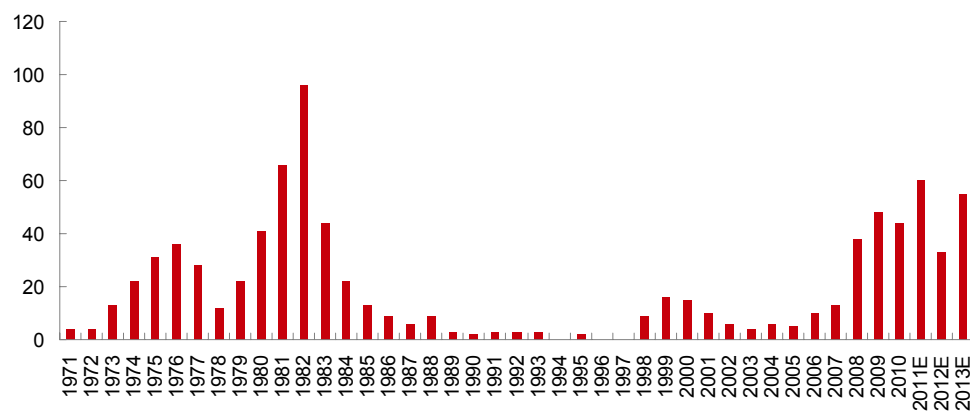


资料来源: Rigzone, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

注: 海工钻机订单量包括自升式、半潜式平台和钻井船。

但我们认为未来三年的年度订单量会在 11 年的基础上有一定程度的调整，因为目前钻机仍有过剩，主要原因是上轮周期的大量订单逐步交付，而需求的回暖速度不够快。

图 49： 海工钻机历年交付量（座）

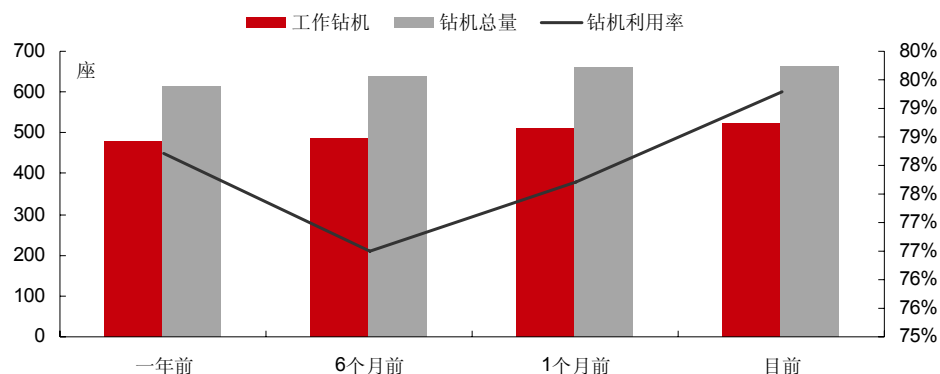


资料来源: Rigzone, 华泰联合证券研究所

注: 海工钻机订单量包括自升式、半潜式平台和钻井船。

目前钻机利用率接近 80%，反映了市场需求不是特别强劲，需要一定的时间消化过剩的钻机。

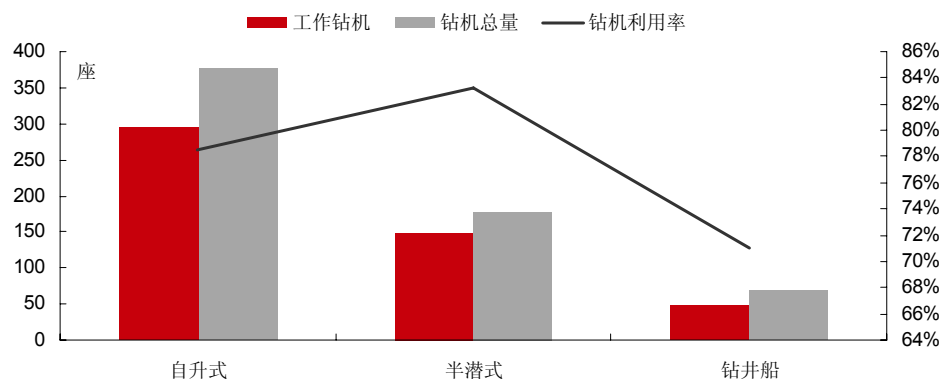
图 50： 海工钻机利用率



资料来源：Rigzone, 华泰联合证券研究所

分类别看，我们不看好用于浅水的自升式平台的前景，因为浅水区钻机已经基本饱和，未来需求难以大幅增长，需求将主要来自老旧平台的更新。用于深水区的半潜式平台和钻井船虽然利用率也不甚理想，但我们从长期看持乐观态度，尤其是对其中的超深水钻机，因市场远未饱和，向超深水区域进行勘探是行业发展的方向。

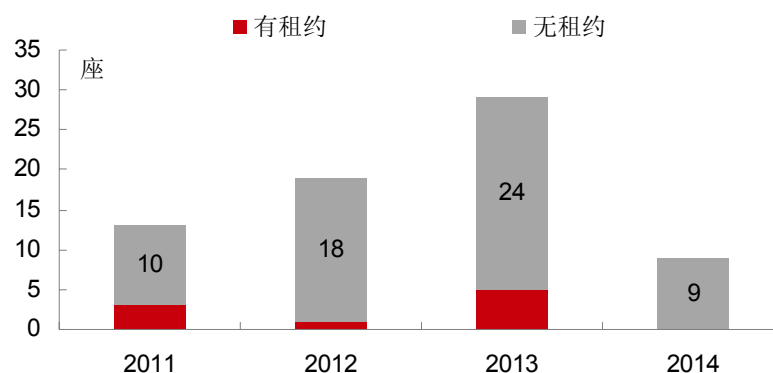
图 51： 海工钻机利用率（分类型）



资料来源：Rigzone, 华泰联合证券研究所

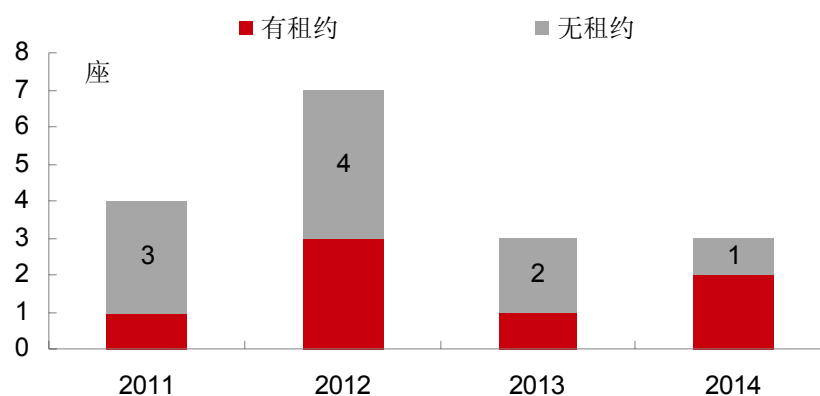
未交付钻机仍有大比例没有取得租约，从另一个角度说明目前行业的需求不是特别旺盛。

图 52： 自升式平台交付日程



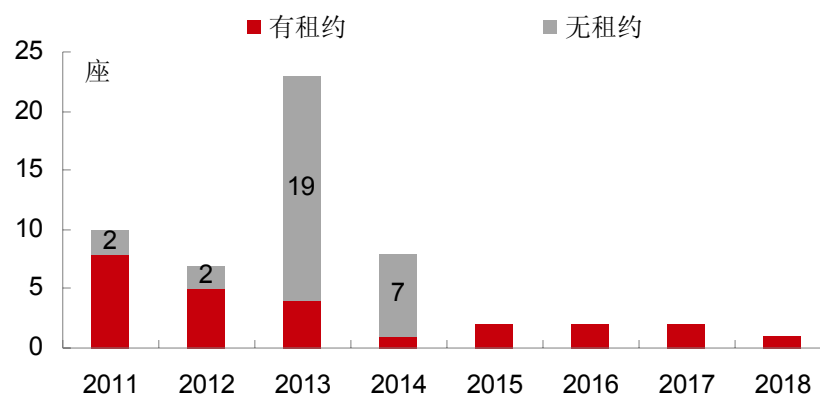
资料来源: Rigzone, 华泰联合证券研究所

图 53： 半潜式平台交付日程



资料来源: Rigzone, 华泰联合证券研究所

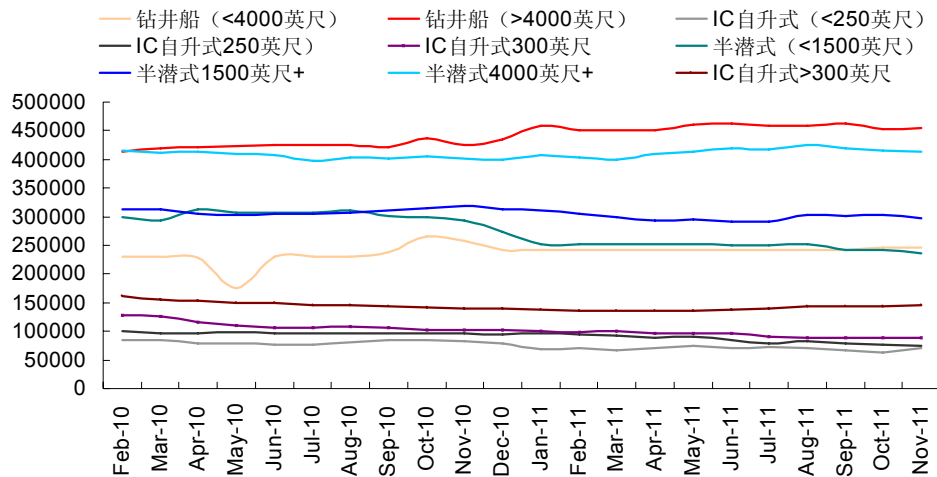
图 54： 钻井船交付日程



资料来源: Rigzone, 华泰联合证券研究所

未交付订单较低的签约率同时也说明用户对未来日费率持谨慎态度，不愿提前锁定在高价位。

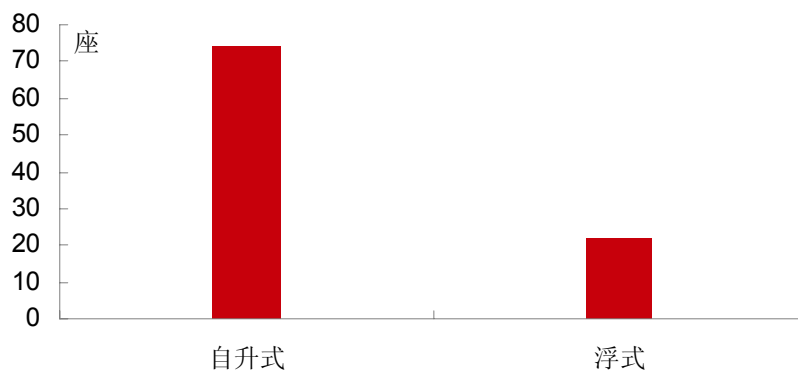
图 55： 海工钻机日费率 (\$/天)



资料来源: Rigzone, 华泰联合证券研究所

短期另一不利因素是油价大幅下跌后被有较多钻机被冻结，这部分钻机在计算利用率时没有被统计。自升式平台目前处于冻结状态的约占目前在运行钻机的 20%。一旦市场好转，被冻结钻机将重新进入市场，延缓新造市场的复苏。浮式平台则占约 9%，其中浮式平台 >7500 英尺的钻机没有被冻结的。这也是我们相对看好浮式尤其是超深水浮式钻机的一个原因。

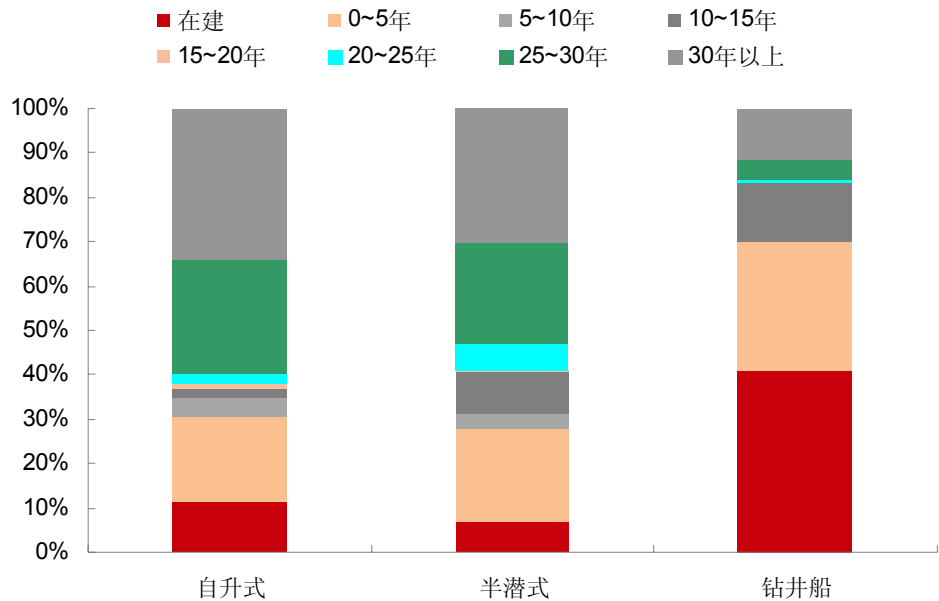
图 56： 被冻结海工钻机



资料来源: Rigzone, 华泰联合证券研究所

然而从中长期看有利因素为现有钻机将逐步进入更新期。按照一般 30 年的使用寿命看，自升式平台以及浮式钻机中的半潜式平台超期服役比例已很高，25~30 年的也占很大比例，这将给行业带来持续的更新需求。

图 57： 海工钻机年龄结构



资料来源：Rigzone, 华泰联合证券研究所

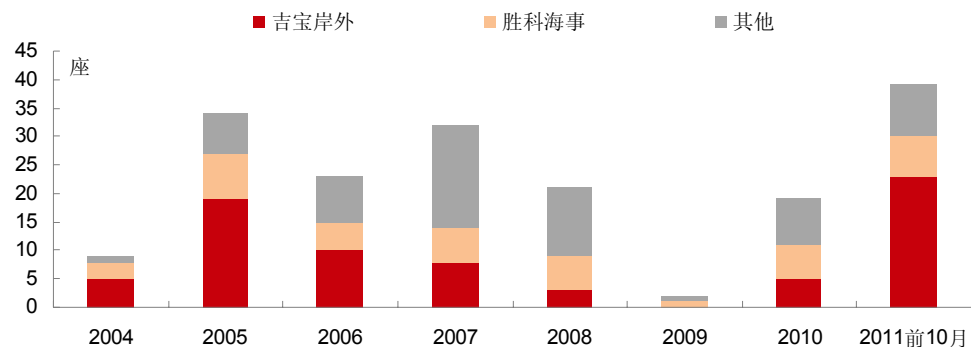
11 本该是丰收年

11 年行业订单大量涌现，在自升式平台方面，新加坡的吉宝岸外和胜科海事仍占有绝对优势，而自升式平台因为技术含量较低，竞争相对激烈。

中集莱佛士在近一年内连续交付 5 座深水半潜式平台。我们认为，中集莱佛士已经具有在浮式钻机这个非常保守的仅能容纳少数几个玩家的行业内竞争的资格，但竞争力弱于新加坡的两家传统优势企业吉宝岸外和胜科海事，也略弱于近年崛起的韩国大宇，在对手订单已较饱满的背景下，中集的半潜式平台订单值得期待。

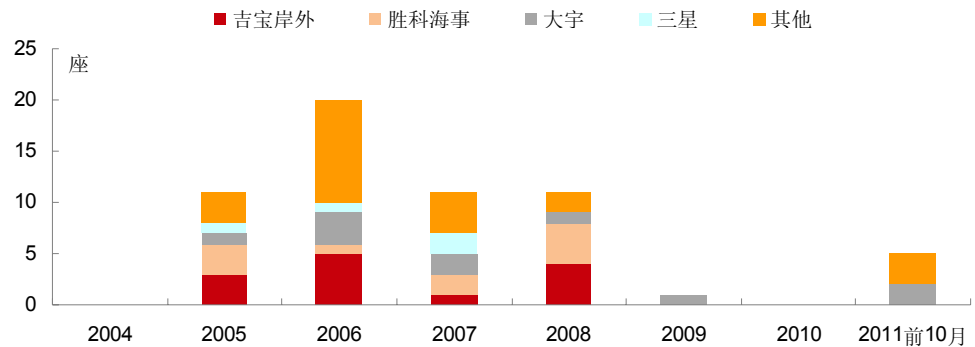
按照 11 年浮式钻机的订单量，中集莱佛士获得 2~3 台半潜式订单是完全可能的，但实际上仅仅在 12 月与中海油服签订一台半潜式平台订单。原因是 11 年浮式钻机的订单基本都投向了钻井船，而钻井船是韩国企业的强势领域，中集莱佛士目前难以取得订单。

图 58： 自升式平台订单分布



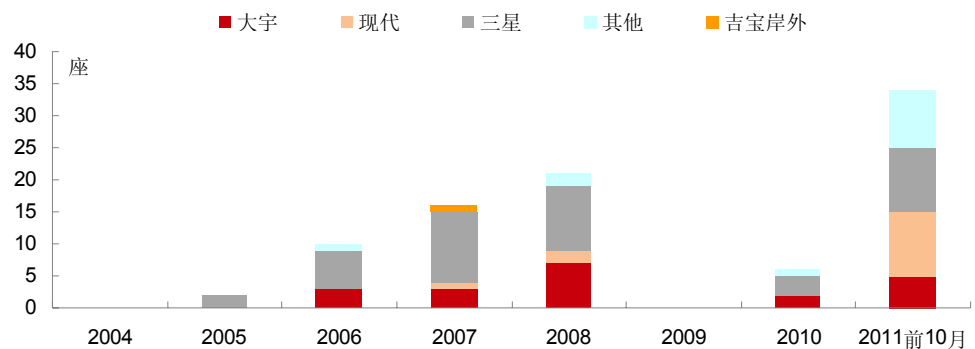
资料来源：Rigzone, 华泰联合证券研究所

图 59： 半潜式平台订单分布



资料来源：Rigzone, 华泰联合证券研究所

图 60： 钻井船订单分布



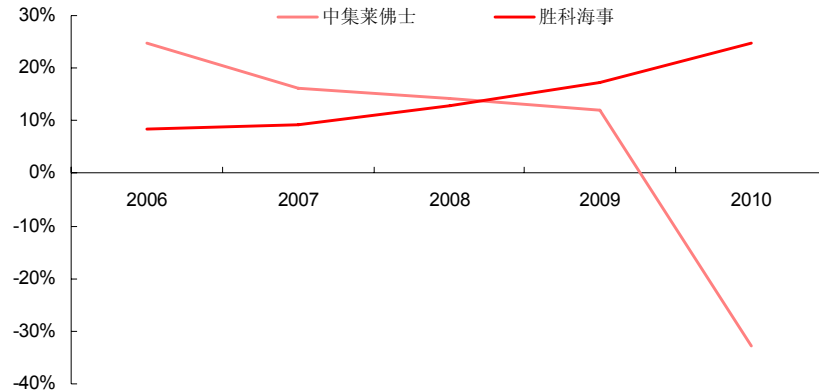
资料来源：Rigzone, 华泰联合证券研究所

我们不认为 11 年钻井船订单压倒性的超过半潜式平台将在未来成为常态。05~08 年半潜式平台与钻井船订单没有明显的区别。我们理解钻井船在现阶段相对受欢迎是因为目前在海工市场上最活跃的巴西国家石油公司更倾向于使用钻井船。从两种浮式钻机的特性看，半潜式平台因为稳定性好，适用于海况比较复杂的区域，钻井船移动速度快，但稳定性差，适用于海况条件好的区域。两类钻机并不能完全的替代。

我们预计未来三年年均浮式平台（半潜式和钻井船）需求为 25 座，自升式平台为 20 座。浮式平台订单中钻井船与半潜式平台相当，或略高于后者。未来三年半潜式平台的需求有望超过 11 年的水平，随着中集共 6 台深水半潜式平台的交付并良好运行，客户对莱佛士的信心将增强，我们认为未来 3 年中集有望年均获得两座半潜式平台的订单（每座半潜式平台总价 5~7 亿美元，扣除第三方提供的钻井包等设备，可记入公司收入的金额约 2~3 亿美元）。

公司 10 和 11 年的亏损主要源于首制船的经验不足，以及收购前莱佛士完工百分比法会计估计的乐观。随着半潜式平台基本交付完毕，亏损将大幅减少。但目前主要在手订单只有两台半潜式平台（其中一台将在 12 年上半年交付）及少量辅助平台，另外无订单生产 4 座自升式平台。12 年预计仍难以盈利，之后将随着订单的饱满业绩逐步改善。

图 61: 中集莱佛士 Vs 胜科海事毛利率



资料来源: 公司财报, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

核心假设

表格 7: 关键假设表 (万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
集装箱						
营业收入	2,909,858	508,133	2,543,997	3,160,000	2,300,000	3,000,000
营收增速		-82.5%	400.7%	24.2%	-27.2%	30.4%
毛利率	10.8%	13.2%	19.5%	18.9%	13.0%	16.0%
道路运输车辆						
营业收入	1,005,045	1,069,844	1,663,155	1,780,000	1,869,000	2,149,350
营收增速		6.4%	55.5%	7.0%	5.0%	15.0%
毛利率	11.0%	12.7%	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%
能源、化工、食品装备						
营业收入	777,087	340,005	535,080	690,000	862,500	1,078,125
营收增速		-56.2%	57.4%	29.0%	25.0%	25.0%
毛利率	15.7%	17.1%	17.6%	19.0%	19.0%	19.0%
海工装备						
营业收入			244,403	60,000	55,000	90,000
营收增速				-75.5%	-8.3%	63.6%
毛利率			-32.8%	-41.7%	-10.0%	10.0%
其他						
营业收入	40,738	129,569	190,196	209,216	230,137	253,151
营收增速		218.1%	46.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	-5.2%	35.5%	36.8%	33.9%	33.0%	33.0%
总计						
营业收入	4,732,728	2,047,551	5,176,831	5,899,216	5,316,637	6,570,625

营收增速		-56.7%	152.8%	14.0%	-9.9%	23.6%
毛利率	11.5%	15.0%	15.8%	17.5%	15.1%	16.6%

资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

估值与投资建议

我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为：589.9 亿元，531.7 亿元，657.0 亿元，归属上市公司净利润分别为 35.7 亿元，15.1 亿元和 33.7 亿元，2011-2013 年 EPS 分别为 1.34 元，0.57 元和 1.27 元，对应 PE 分别为 9.8X，23.2X 和 10.4X。

我们欣赏中集集团优秀的管理能力，认为其外延式发展没有天花板，长期可能实现接近 20% 的盈利增速，目前的估值水平已经具有一定吸引力。

在短期，11 年第四季度对公司盈利影响最大的集装箱生产处于阶段性的低点，公司利润反弹回正常水平只是时间问题，但出于对 12 年集运贸易增速不确定性较大的考虑，我们倾向于认为集装箱需求更可能在 13 年反弹。首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示

1. 集运贸易增速低于预期；
2. 油价大幅下跌。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	33792	36246	34101	40320	营业收入	51768	58992	53166	65706
现金	4656	4500	4590	4730	营业成本	43598	48681	45123	54816
应收账款	8130	9081	8267	10166	营业税金及附加	77	88	80	99
其他应收	2236	2606	2323	2887	营业费用	1250	1357	1595	1840
预付账款	2433	2717	2519	3060	管理费用	2734	3038	3376	3351
存货	13424	14989	13893	16878	财务费用	670	937	934	958
其他流动	2913	2353	2510	2600	资产减值损失	275	0	0	0
非流动资产	20339	21679	23341	24307	公允价值变动	235	0	0	0
长期投资	1548	1548	1548	1548	投资净收益	39	0	0	0
固定资产	10006	12373	14213	15357	营业利润	3438	4891	2058	4643
无形资产	3219	3303	3461	3583	营业外收入	292	0	0	0
其他非流	5566	4454	4118	3819	营业外支出	56	0	0	0
资产总计	54131	57925	57442	64627	利润总额	3675	4891	2058	4643
流动负债	29971	31209	31177	36138	所得税	824	1076	443	1040
短期借款	8309	7890	9361	10630	净利润	2851	3815	1616	3603
应付账款	9118	11332	9970	12436	少数股东损益	-151	245	103	232
其他流动	12545	11988	11846	13072	归属母公司净	3002	3570	1513	3371
非流动负	4953	4513	3606	2680	EBITDA	5492	6985	4407	7237
长期借款	3912	3729	2789	1849	EPS (元)	1.13	1.34	0.57	1.27
其他非流	1040	784	817	831	主要财务比率				
负债合计	34924	35722	34783	38817	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东	2984	3228	3331	3563	成长能力				
股本	2662	2662	2662	2662	营业收入	152.8	14.0%	-9.9%	23.6%
资本公积	1349	1349	1349	1349	营业利润	160.4	42.2%	-57.9%	125.6%
留存收益	14267	16905	17315	20205	归属母公司净	213.0	18.9%	-57.6%	122.8%
归属母公	16223	18975	19327	22246	获利能力				
负债和股	54131	57925	57442	64627	毛利率(%)	15.8%	17.5%	15.1%	16.6%
现金流量					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%
单位: 百万元					ROE(%)	18.5%	18.8%	7.8%	15.2%
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	ROIC(%)	12.3%	16.4%	8.1%	13.5%
经营活动	1483	5789	4188	4136	偿债能力				
净利润	2851	3815	1616	3603	资产负债率(%)	64.5%	61.7%	60.6%	60.1%
折旧摊销	1385	1157	1415	1636	净负债比率(%)	43.14	37.14	41.39	37.17%
财务费用	670	937	934	958	流动比率	1.13	1.16	1.09	1.12
投资损失	-39	0	0	0	速动比率	0.68	0.68	0.65	0.65
营运资金	-3279	-331	385	-2247	营运能力				
其他经营	-104	211	-161	187	总资产周转率	1.13	1.05	0.92	1.08
投资活动	-2730	-2360	-3186	-2590	应收账款周转	8	7	6	7
资本支出	2117	2450	2600	2340	应付账款周转	6.42	4.76	4.24	4.89
长期投资	-477	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资	-1090	90	-586	-250	每股收益(最新)	1.13	1.34	0.57	1.27
筹资活动	477	-3586	-912	-1406	每股经营现金	0.56	2.17	1.57	1.55
短期借款	4152	-420	1471	1270	每股净资产(最	6.09	7.13	7.26	8.36
长期借款	-1696	-183	-940	-940	估值比率				
普通股增	0	0	0	0	P/E	11.68	9.82	23.18	10.40
资本公积	-208	0	0	0	P/B	2.16	1.85	1.81	1.58
其他筹资	-1770	-2983	-1443	-1736	EV/EBITDA	8	7	10	6
现金净增	-599	-156	90	140					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 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顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。