

# 中集集团专题研究

## 从租箱公司视角看集装箱制造

### 核心观点:

**前言:** 2016 年底以来, 集装箱制造行业呈现需求回暖、价格上涨的态势, 而对于此轮需求变化及其持续性, 有各种不同的解读和预判。我们在此篇专题报告中, 从集装箱制造的购买大户——租箱公司的经营动态, 探讨需求变迁原因。需要强调的是, 租箱公司从根本上也无法准确预见行业未来的需求, 因为需求最终的驱动力是全球经济增长和贸易扩张, 但其经营动态有助于我们判断在全球集装箱贸易变化时, 制造环节的弹性有多大。

**集装箱租赁当前利用率:** 三家重要租箱公司 Triton、Textainer、CAI 的出租率/利用率在 2016 年末普遍达到近几年平均水平之上, 而 2017 年有望实现更高水平。以 CAI 为例, 2017 年 2 月的出租率已升至 95.6% 的高位, 并预计未来几个月的出租率将进一步升至 97~98% 的水平。

**韩进破产的影响如何:** 三家重要租箱公司 Triton、Textainer、CAI 出租给韩进的集装箱在 2016 年 11 月已有半数寻回并陆续返回市场, 而在 2017 年 2 月达到更高水平的, 以 Textainer 为例, 租给韩进的箱子已有 80% 寻回。

**租箱公司关注水性漆改造:** 截止 2017 年初, 集装箱工厂的堆存量仍然处于历史性的低位附近, 仅为 30 万 TEU 左右。租箱公司 CAI 在 2016 年业绩发布时表示, 2017 年 2 季度开始, 多家集装箱工厂将停产改造数周, 以安装设备改用水性漆生产工艺, 将进一步造成短期的集装箱短缺。

**盈利预测和投资建议:** 我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.070、0.600 和 0.770 元 (注: 2017 年预计利润较 2016 年增加较多, 除了业务改善, 还因为 2016 年有大幅计提)。基于集装箱需求处于低位具有恢复潜力, 同时公司资产具有重估弹性, 我们继续给予公司“买入”的投资评级。

**风险提示:** 全球经济状况导致集装箱需求波动的风险; 公司前海土地等转商进度具有不确定性; 子公司重大收购终止后的最终损失具有不确定性。

### 盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	70,070.86	58,685.80	49,785.22	62,794.31	69,081.62
增长率 (%)	21.07%	-16.25%	-15.17%	26.13%	10.01%
EBITDA (百万元)	5,555.85	5,258.79	4,594.73	5,888.96	6,656.81
净利润 (百万元)	2,477.78	1,974.01	215.10	1,779.03	2,295.73
增长率 (%)	13.60%	-20.30%	-89.10%	727.10%	29.00%
EPS (元/股)	0.930	0.660	0.070	0.600	0.770
市盈率 (P/E)	23.59	31.67	236.67	28.49	22.10
市净率 (P/B)	2.62	2.19	1.80	1.73	1.63
EV/EBITDA	15.44	19.90	18.18	13.85	11.81

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

17.04 元

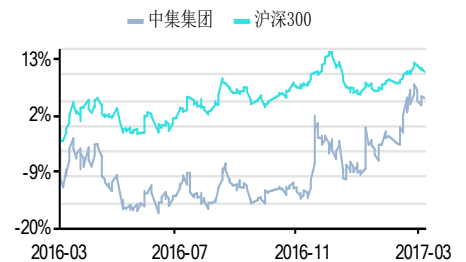
前次评级

买入

报告日期

2017-03-06

### 相对市场表现



分析师:

罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师:

刘芷君 S0260514030001



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

### 相关研究:

中集集团深度研究: 集装箱需求回升, 关注产能和价格弹性 2017-02-11

中集集团公告点评: 需求从底部回升, 2017 年有望迎来复苏 2017-01-24

中集集团跟踪研究: 重视价格对于更新需求释放的催化 2016-11-14

## 目录索引

前言：量价回升，如何解读和预判 .....	4
租箱公司的集装箱利用率如何 .....	5
租箱公司如何看待韩进破产影响 .....	7
租箱公司如何看待水性漆推广 .....	7
盈利预测、投资建议和风险提示 .....	8

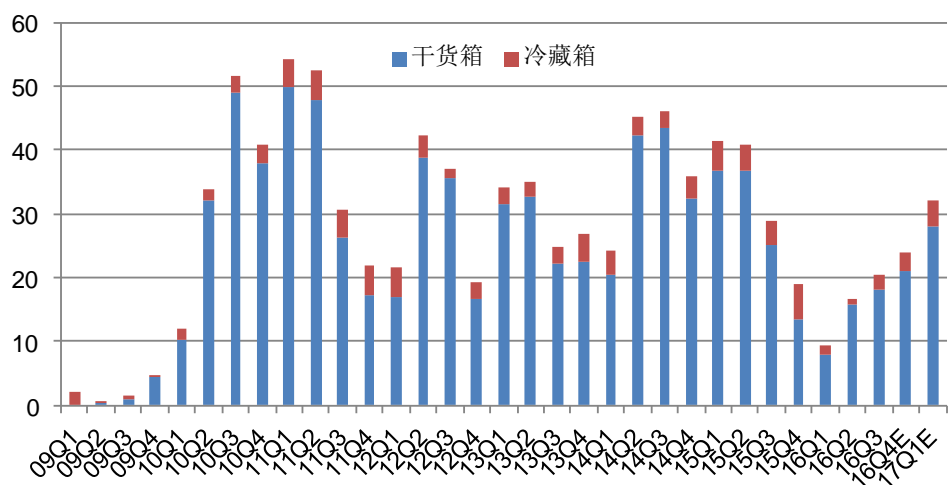
## 图表索引

图 1: 中集集团的干货箱和冷藏箱销量 (万 TEU) .....	4
图 2: 集装箱 20 英尺干货箱价格和钢材成本 .....	4
图 3: 全球主要集装箱租赁企业的保有量 (万 TEU) .....	5
图 4: 租赁企业 Textainer 公司的集装箱出租率 .....	5
图 5: 租赁企业 Triton 公司的终端利用率 .....	6
图 6: 租赁企业 CAI 公司的集装箱出租率 .....	6
图 7: 集装箱采购客户在工厂的集装箱堆存 .....	7
图 8: 中集集团的集装箱业务的净利润贡献和净利润率 .....	8
图 9: 中集集团的道路运输车辆业务的净利润情况 .....	8

## 前言：量价回升，如何解读和预判

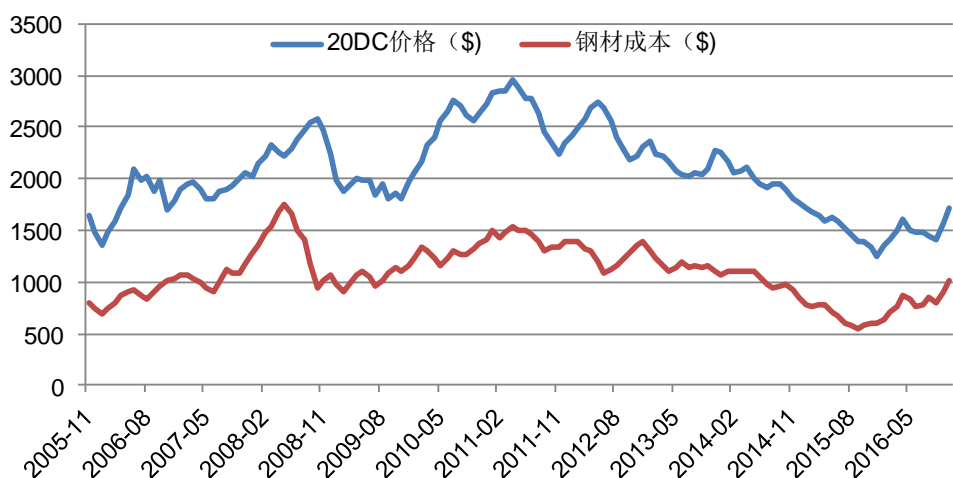
2016年底以来，集装箱制造行业呈现需求回暖、价格上涨的态势。以20英尺的干货集装箱为例，其价格从2016年上半年的最低点1300美元/teu，回升至2017年2月的超过2000美元/teu。对于此轮需求变化及其持续性，市场有各种不同的解读和判断。我们在此篇专题报告中，从集装箱制造的购买大户—租箱公司（租箱公司通常占全行业新箱采购的50-60%，并且长期经营的特点使其采购相对集运企业更为理性）的经营动态，探讨需求变迁原因。需要强调的是，租箱公司从根本上也无法准确预见行业未来的需求，因为需求最终的驱动力是全球经济增长和贸易扩张，但其经营动态有助于我们判断在全球集装箱贸易变化时，制造环节的弹性有多大。

图1：中集集团的干货箱和冷藏箱销量（万TEU）



数据来源：中集集团公告；广发证券发展研究中心

图2：集装箱20英尺干货箱价格和钢材成本

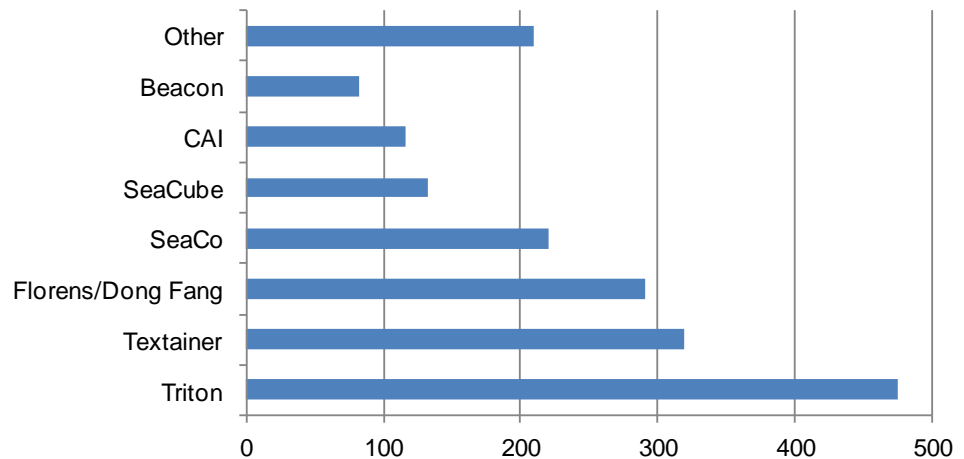


数据来源：Triton公司年报，广发证券发展研究中心

## 租箱公司的集装箱利用率如何

全球集装箱租赁企业目前的集装箱保有量为1,850万TEU，占据全球集装箱保有量的半壁江山，同时也是向集运市场广泛提供“流动性”的蓄水池，因此，其出租率/利用率是对需求最为灵敏的指标之一。

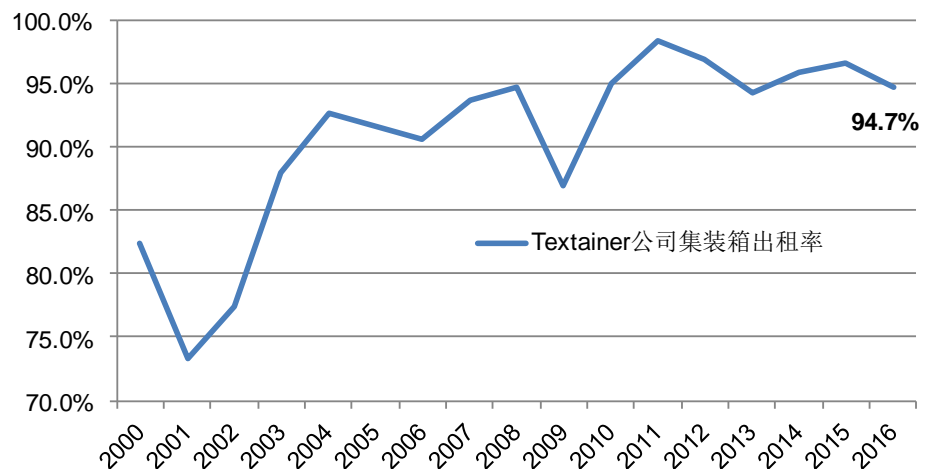
图3：全球主要集装箱租赁企业的保有量（万TEU）



数据来源：Textainer公司年报，广发证券发展研究中心

租箱公司Textainer在2016年全年业绩发布时表示，2016年4季度的平均出租率为94.3%，而2017年2月最新的出租率为94.5%，继续保持在较高水平。需要说明的是，当韩进在2016年8月31日宣布申请破产保护的时候，其从Textainer公司租用的11.4万个集装箱一度处于冻结状态，并在后续陆续寻回重新投入使用。

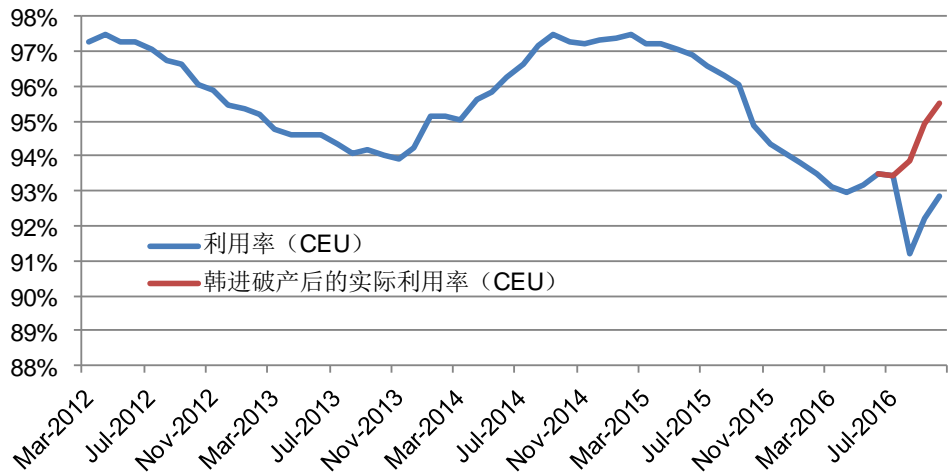
图4：租赁企业Textainer公司的集装箱出租率



数据来源：Textainer公司年报，广发证券发展研究中心

Triton公司是全球最大的集装箱租赁企业，2016年上半年，其集装箱的终端利用率曾一度跌至92%左右，但随着集运市场回暖，特别是韩进宣布破产事件影响，其终端实际利用率在2016年11月已回升至96%的水平。

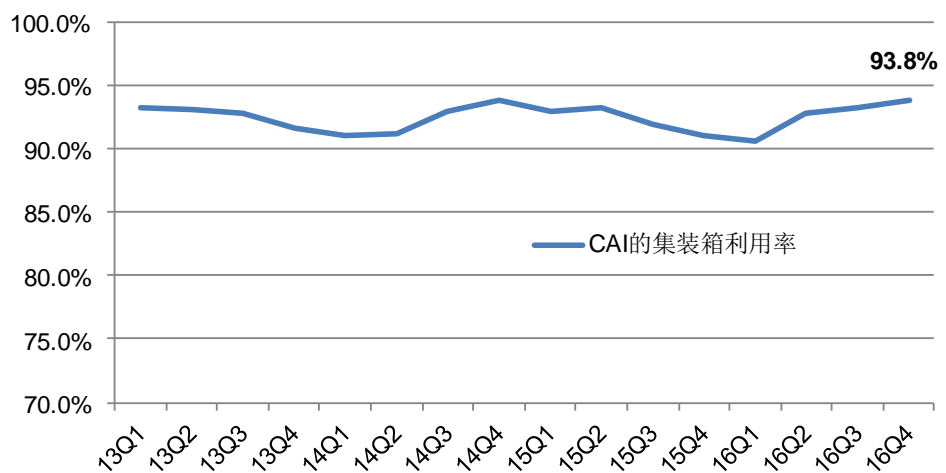
图5：租赁企业Triton公司的终端利用率



数据来源：Triton公司年报，广发证券发展研究中心

租箱公司CAI受到韩进宣布破产的影响更小一些，因此其出租率更贴近实际情况而无需根据此事件修正利用率。2016年Q4季度平均，CAI公司的集装箱出租率为93.8%，为2013年以来的最高水平；2016年12月底，CAI公司的集装箱出租率为94.9%，而在2017年2月进一步提升至95.6%。公司在2016年全年业绩发布时称，预计在未来几个月的出租率将进一步升至97%至98%的高位。综合来看，三家重要租箱公司的利用率在2016年末普遍达到近年来的平均水平之上，而2017年有望实现更高水平。

图6：租赁企业CAI公司的集装箱出租率



数据来源：CAI公司年报，广发证券发展研究中心

## 租箱公司如何看待韩进破产影响

2016年8月31日，全球第七大集运企业—韩进海运宣布申请破产保护。2017年2月17日，韩国首尔中央法院宣布，因韩进海运的大部分资产均已拍卖，正式宣布其破产，终结其已经经营40年的集装箱业务。韩进海运在破产前经营着95艘船，总计装有54万TEU的货物，破产前曾租用约70万TEU集装箱。韩进海运宣布破产后，导致大量的集装箱在2016年9月至2017年初处于冻结状态。

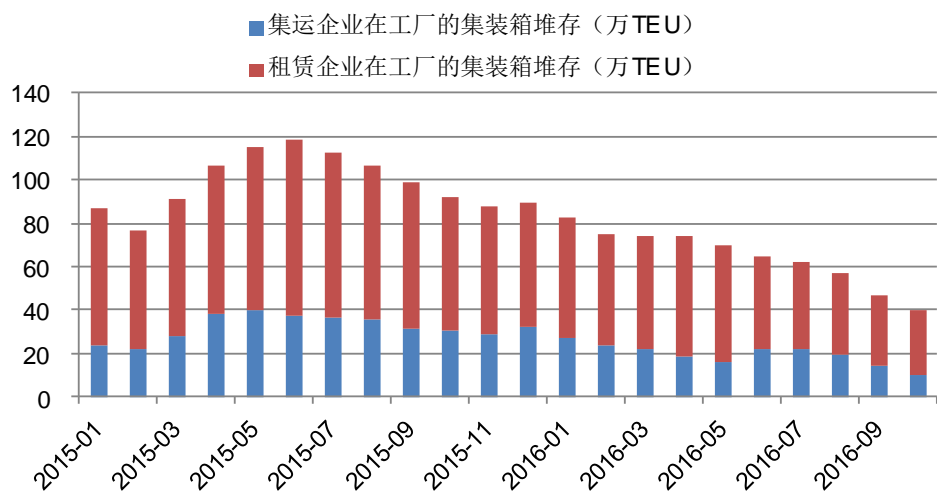
租箱公司Textainer在韩进宣布申请破产保护之时，向后者出租11.4万个集装箱（公司集装箱总量210万个/310万TEU，11.4万个相当于5.4%）。截止2017年2月，其中，租给韩进的集装箱有80%已经寻回并陆续投入使用，而预计最终寻回90%的集装箱。

相比Textainer公司，Triton和CAI所受影响要小一些。租箱公司Triton在韩进宣布申请破产保护之时，后者出租约14万TEU的集装箱，相当于Triton公司集装箱总量的3%左右。截止2016年11月初，Triton公司已从韩进寻回超过55%的出租集装箱。租箱公司CAI在韩进宣布申请破产保护之时，向后者出租1.5万个集装箱，相当于CAI总箱量的2%左右。截止2016年11月1日，CAI已将出租给韩进的44%的集装箱寻回。

## 租箱公司如何看待水性漆推广

集装箱制造工厂通常向客户提供3-4个月的免费堆存期，因此，已经完成销售但是仍然堆存在工厂的集装箱，可以视为行业的“边界库存”。截止2017年初，集装箱工厂的堆存量仍然处于历史性的低位附近，仅为30万TEU左右。Textainer公司的CEO，Brewer先生表示，2016年全球集运企业和租箱企业的新购箱合计仅为180万TEU，比全年拆解处置150万TEU高不了多少，保有量的慢增长仍然是需求景气的有力支持。

图7：集装箱采购客户在工厂的集装箱堆存



数据来源：Triton公司年报，广发证券发展研究中心

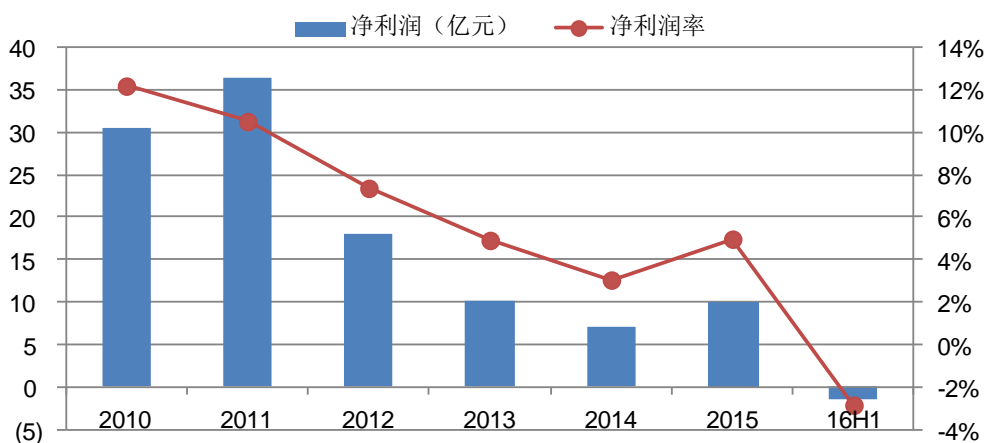
租箱公司CAI在2016年业绩发布时表示，2017年2季度开始，多家集装箱工厂将停产改造数周，以安装设备改用水性漆生产工艺，将进一步造成短期的集装箱短缺。

**水性漆改造背景：**根据中外涂料网的报道，2016年3月，由中国集装箱协会牵头，四家集装箱制造龙头企业（产量约占全球90%）在上海签署自律协议，自主减排VOC（挥发性有机物，是PM2.5的重要来源之一），全面转向水性涂装工艺。根据协议，在广东的集装箱工厂率先在2016年7月完成改造，而广东以外的工厂将在2017年2季度完成改造，其间将停产数周。

## 盈利预测、投资建议和风险提示

集装箱和道路运输车辆是中集集团收入贡献最大的子板块，也是其利润的主要来源。进入2017年，集装箱制造的需求态势向好，道路运输车辆市场保持良好增长，为中集集团的经营业绩改善提供较好的支持。

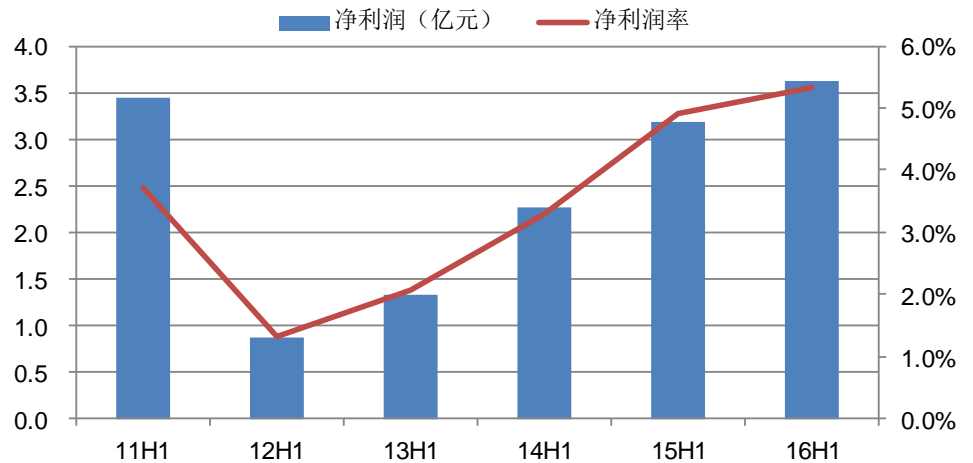
图8：中集集团的集装箱业务的净利润贡献和净利润率



数据来源：中集集团公告，广发证券发展研究中心

图9：中集集团的道路运输车辆业务的净利润情况





数据来源：中集集团公告，广发证券发展研究中心

**盈利预测和投资建议：**基于分项业务情况，我们预测公司2016-2018年营业收入分别为49,785百万元、62,794百万元和69,082百万元，归属于母公司股东的净利润分别为215百万元、1,779百万元和2,296百万元，相应的EPS分别为0.070、0.600和0.770元（注：2017年预计利润较2016年增加较多，除了业务改善，还因为2016年有大幅计提）。基于集装箱需求处于低位具有恢复潜力，同时公司资产具有重估弹性，我们继续给予公司“买入”的投资评级。

**风险提示：**全球经济状况导致集装箱需求波动的风险；公司前海土地等转商进度具有不确定性；子公司重大收购终止后的最终损失具有不确定性。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	45172	43530	35613	41350	44036
货币资金	3667	4487	8659	9222	9575
应收及预付	20870	18581	15537	19311	21228
存货	16773	16417	11284	12684	13100
其他流动资产	3862	4045	133	133	133
<b>非流动资产</b>	42604	63233	57559	55957	54705
长期股权投资	1166	2036	2036	2036	2036
固定资产	19051	21948	20868	19632	18349
在建工程	10461	17040	16040	15640	15640
无形资产	6255	6934	5019	5053	5086
其他长期资产	5671	15275	13596	13596	13594
<b>资产总计</b>	87776	106763	93172	97307	98741
<b>流动负债</b>	43340	45921	34334	36973	36302
短期借款	11240	17909	17729	16343	13769
应付及预收	24545	21904	16605	20629	22532
其他流动负债	7555	6108	0	1	1
<b>非流动负债</b>	17154	25347	23685	23685	23685
长期借款	11110	23685	23685	23685	23685
应付债券	4455	0	0	0	0
其他非流动负债	1589	1662	0	0	0
<b>负债合计</b>	60494	71268	58019	60657	59986
股本	2673	2978	2978	2978	2978
资本公积	687	3182	3182	3182	3182
留存收益	19778	20867	20486	21670	23370
归属母公司股东权益	22290	28541	28161	29344	31045
少数股东权益	4992	6954	6992	7305	7711
<b>负债和股东权益</b>	87776	106763	93172	97307	98741

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	70071	58686	49785	62794	69082
营业成本	58769	48081	41186	51440	56252
营业税金及附加	403	433	324	408	449
销售费用	2348	2575	1991	2512	2763
管理费用	4656	4147	3734	4647	5112
财务费用	519	628	1295	1308	1216
资产减值损失	284	551	1739	712	813
公允价值变动收益	-229	-103	0	0	0
投资净收益	436	776	500	500	500
<b>营业利润</b>	3298	2944	16	2266	2976
营业外收入	390	436	400	450	500
营业外支出	117	174	100	100	100
<b>利润总额</b>	3570	3206	316	2616	3376
所得税	536	934	63	523	675
<b>净利润</b>	3034	2272	253	2093	2701
少数股东损益	556	298	38	314	405
<b>归属母公司净利润</b>	2478	1974	215	1779	2296
EBITDA	5556	5259	4595	5889	6657
EPS (元)	0.93	0.66	0.07	0.60	0.77

**现金流量表**

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	6434	-3610	8836	3704	4954
净利润	3034	2272	253	2093	2701
折旧摊销	1662	1809	2044	2102	2152
营运资金变动	1713	-8577	3420	-1864	-1243
其它	25	886	3119	1373	1344
<b>投资活动现金流</b>	-11554	-12585	3236	350	0
资本支出	-11969	-11571	2736	-150	-500
投资变动	151	-1056	500	500	500
其他	264	42	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	3873	16519	-7900	-3492	-4601
银行借款	33241	58970	-180	-1386	-2574
债券融资	-27120	-43974	-6211	0	0
股权融资	205	3732	0	0	0
其他	-2453	-2209	-1509	-2106	-2027
<b>现金净增加额</b>	-1246	324	4172	563	353
<b>期初现金余额</b>	4771	3667	4487	8659	9222
<b>期末现金余额</b>	3525	3991	8659	9222	9575

**主要财务比率**

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	21.1	-16.3	-15.2	26.1	10.0
营业利润增长	-2.2	-10.7	-99.5	13,786.	31.3
归属母公司净利润增长	13.6	-20.3	-89.1	727.1	29.0
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	16.1	18.1	17.3	18.1	18.6
净利率	4.3	3.9	0.5	3.3	3.9
ROE	11.1	6.9	0.8	6.1	7.4
ROIC	6.8	3.9	3.9	5.9	7.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	68.9	66.8	62.3	62.3	60.8
净负债比率	1.0	1.2	0.9	0.8	0.7
流动比率	1.04	0.95	1.04	1.12	1.21
速动比率	0.53	0.52	0.64	0.71	0.77
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.87	0.60	0.50	0.66	0.71
应收账款周转率	6.51	5.30	4.87	4.87	4.87
存货周转率	3.59	2.90	3.65	4.06	4.29
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.93	0.66	0.07	0.60	0.77
每股经营现金流	2.41	-1.21	2.97	1.24	1.66
每股净资产	8.34	9.59	9.46	9.85	10.43
<b>估值比率</b>					
P/E	23.5	31.8	243.4	28.4	22.1
P/B	2.6	2.2	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	15.4	19.9	18.2	13.9	11.8

## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。