

2017年03月19日

中集集团 (000039.SZ)

集装箱/LNG 装备周期景气回升，多元化产业提升核心竞争力

■集装箱需求回暖，2017 年业绩将从底部弹起。2017 年集装箱将实现量价齐升。主要逻辑有三点：

- (1) 全球航运业回暖，带动集装箱需求；
- (2) 韩进破产导致运力不足，运费价格上扬增加集装箱租赁需求；
- (3) 国家强制要求集装箱使用水性涂料，从而增加集装箱价格上涨预期。2017 年预计整个行业将有 200 万箱的集装箱需求，预计带来 88 万箱到 110 万箱的公司订单。未来，集装箱价格有望维持在 2000 到 2200 美元。

■道路车辆发展平稳，重卡业务表现抢眼。公司车辆业务遍布全国，发展平稳。作为重型卡车行业的新军，公司重卡销量行业排名第十一位；其中 LNG 重型卡车市场份额达到 5%，行业排名第五。作为全球半挂车领军企业，公司收购英国半挂车领先公司 Retlan 集团，加快全球化进程。预计 2017 年，半挂车业务将有 10%-15% 的涨幅。

■原油价格上涨利好海工业务，2017 年业绩有望回暖。随着 OPEC 的减产，国际油价出现波动上涨。未来一两年内，油价有望达到 60 美元以上，甚至有望突破 70 美元。另外，公司还和发改委、财政部牵头设立先进制造产业基金签订协议，基金注资 10 亿，占公司总股本的 15%。这一举措将帮助公司在高端化工装备研发设计中扩大市场份额，助力公司在发展高端海工装备中拔得头筹。

■投资建议：我们预计公司 2016 年-2018 年的净利润分别为 9.12 亿元、20.35 亿元、27.99 亿元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 19.80 元。

■风险提示：航运业恢复不达预期，公司业绩亏损

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	70,070.9	58,685.8	50,438.6	58,863.9	69,059.6
净利润	2,477.8	1,974.0	911.7	2,035.2	2,798.8
每股收益(元)	0.83	0.66	0.27	0.60	0.82
每股净资产(元)	7.48	9.58	8.21	8.66	9.23

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	19.4	24.3	60.1	26.9	19.6
市净率(倍)	2.2	1.7	2.0	1.9	1.7
净利润率	3.5%	3.4%	1.8%	3.5%	4.1%
净资产收益率	11.1%	6.9%	3.3%	6.9%	8.9%
股息收益率	1.7%	1.4%	0.5%	1.1%	1.5%
ROIC	8.7%	5.5%	2.9%	4.8%	6.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

起重运输设备

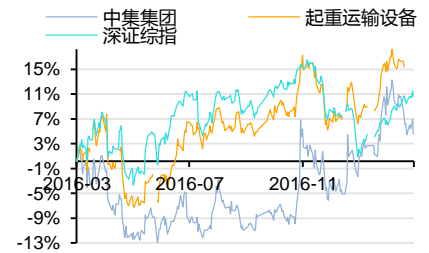
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**19.80 元**
股价 (2017-03-17) **16.11 元**

交易数据

总市值(百万元)	47,981.37
流通市值(百万元)	20,313.03
总股本(百万股)	2,978.36
流通股本(百万股)	1,260.90
12 个月价格区间	13.53/17.45 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.19	6.06	-1.41
绝对收益	-2.83	7.98	13.1

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004

wangsw@essence.com.cn

021-35082037

相关报告

中集集团：主营业务下滑，前海地块提供价值重估
2016-03-31

内容目录

1. 全球集装箱龙头，实事求是促发展	5
1.1. 公司是中国集装箱产业龙头	5
1.2. 构建横跨物流、能源领域的“制造+服务+金融”格局	6
1.3. 股权结构清晰、均衡，决策效率高	7
1.4. 集装箱/油气行业周期新一轮开启，业绩有望触底反弹	8
2. 航运驱动集装箱周期复苏，海工装备迎新一轮景气	10
2.1. 集运行业量价回升，复苏趋势已然形成	10
2.1.1. 集装箱需求从底部回升，温和回暖	10
2.1.2. 集装箱价格上涨信号频现	13
2.1.3. 公司是世界集装箱行业龙头，加强成本控制与增强研发能力并进	15
2.2. 天然气装备需求旺盛，上中下游产业链齐全成亮点	17
2.3. 国内陆路物流行业需求巨大，道路运输车辆销路可观	18
2.3.1. 国内物流行业的战略机遇期，物流车需求旺盛	18
2.3.2. 政策助力冷链物流，冷藏车市场不冷	21
2.3.3. 城市化进程加快，环卫车市场不容忽视	23
2.4. 航空业发展迅猛，空港设备需求旺盛	23
2.4.1. 乘航空客运发展的东风，空港设备市场春意盎然	23
2.4.2. 航空货运稳中有升，集团自动化物流系统前景广阔	25
2.4.3. 城镇化推动消防车和救援设备的需求攀升	26
2.5. 盘活优质低成本土地储备，发展产业园及物流地产	28
2.6. 海工装备获政策扶持，油价助推产业周期复苏	29
3. 竞争优势显著，助推业绩进一步提升	31
3.1. 集装箱业务方面具有完全的自主知识产权	31
3.2. 全球最大的旅客机登机桥供应商，产品遍布世界机场	32
3.3. 能源装备业务覆盖上中下产业链，提供一条龙式服务	32
3.4. 多元化业务平台，“制造+服务+金融”产业生态体系	34
4. 盈利预测与估值水平	35
5. 风险提示	35

图表目录

图 1: 公司集装箱业务	5
图 2: 干货集装箱	6
图 3: 冷藏集装箱	6
图 4: 特种集装箱	6
图 5: 模块化房箱	6
图 6: 公司业务构成	7
图 7: 横跨多元领域的“制造+服务+金融”格局	7
图 8: 公司股权结构	8
图 9: 公司近年来营业收入及增速	9
图 10: 公司近年来归母净利润及增速	9
图 11: 公司主营产品毛利率水平	9

图 12: 公司主营业务毛利构成 (分产品)	9
图 13: 公 2015 年司主营业务构成 (万元)	9
图 14: 公司三大现金流量净额占比	9
图 15: 公司主营业务毛利构成 (分地区) (亿元)	10
图 16: 公司资产收益率	10
图 17: 中国集装箱出口量	11
图 18: 中国集装箱出口金额	11
图 19: 集装箱运输企业景气和信心指数	11
图 20: 韩进海运破产进程	12
图 21: 中国运输船舶集装箱箱位	13
图 22: 全国新承接全集装箱船订单量	13
图 23: 大宗商品价格指数	13
图 24: 热轧卷板价格走势	14
图 25: 铁矿石价格指数	14
图 26: 集装箱出口均价	14
图 27: 中国集装箱出口价格走势	15
图 28: 公司近年来三种集装箱销售情况	16
图 29: 公司近年来三种集装箱销售收入情况	16
图 30: 公司近年来集装箱营业收入	16
图 31: 中集集团能源化工设备业务收入成本 (万元)	17
图 32: 中集集团能源化工设备业务毛利 (万元)	17
图 33: 天然气消费量	17
图 34: 天然气直接需求测算	17
图 35: 中国物流行业景气度	18
图 36: 全国快递件数情况	19
图 37: 各类物流车型及其应用场合	19
图 38: 中集集团道路运输车辆销量	20
图 39: 中集集团道路运输车辆业务盈利情况	20
图 40: 中集车辆售后网点分布图	21
图 41: 2015 年中国与发达国家农产品冷链流通率对比 (%)	22
图 42: 2015 年农产品冷藏运输率对比 (%)	22
图 43: 我国速冻食品产量 (万吨)	22
图 44: 我国冷公路冷链运输车产量与保有量	22
图 45: 中国城市环卫专用车辆总数	23
图 46: 全球航空客运发展情况	24
图 47: 中集集团空港设备业务盈利情况	25
图 48: 2015 年航空货运货邮运输量 (万吨)	26
图 49: 2015 年航空货运运输总周转量 (亿吨公里)	26
图 50: 航空货运与物流行业指数	26
图 51: 中国城镇化率	27
图 52: 消防设备的景气指数和规模指数	27
图 53: 消防设备的信心指数和环境指数	27
图 54: 深圳上海商业用地与工业用地的价差 (万元/平方米)	28
图 55: 上海市国有建设用地供应面积情况 (公顷)	28
图 56: 深圳市国有建设用地供应面积情况 (公顷)	28

图 57: OPEC 一揽子原油价格 (美元/桶)	30
图 58: 世界原油需求量 (百万桶/天)	30
图 59: 中集集团海洋工程业务收入成本 (万元)	30
图 60: 中集集团海洋工程业务毛利 (万元)	30
图 61: 公司集装箱销量及单价.....	31
图 62: 公司空港业务销售收入对比 (亿元)	32
图 63: 中集能源装备产业链	33
图 64: 中集安瑞科旗下能源装备.....	33
图 65: 公司金融板块业务营业收入对比 (亿元)	34
图 66: 公司物流服务业务营业收入对比 (万元)	34
表 1: 中国排名前三的集装箱公司对比	15
表 2: 集装箱种类.....	15
表 3: 中集集团道路车辆业务产品	21
表 4: 全球航空客运市场 2016 年载客率同比变化率	24
表 5: 中集集团部分一线城市核心土地储备.....	29

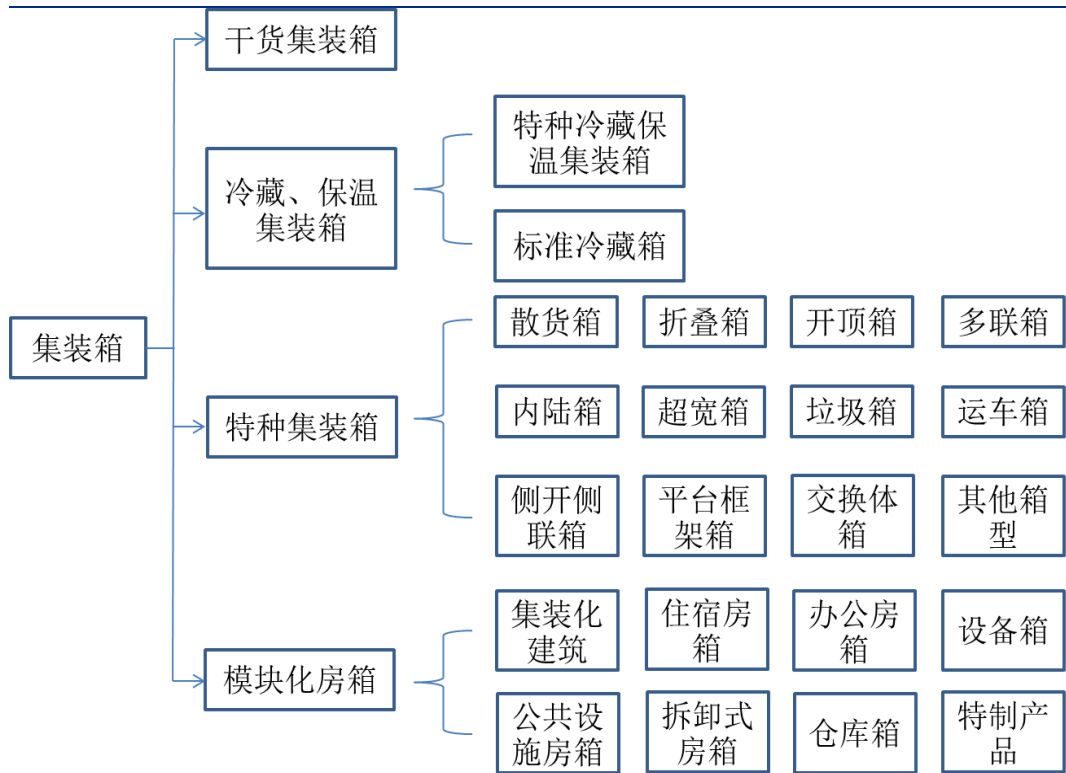
1. 全球集装箱龙头，实事求是促发展

1.1. 公司是中国集装箱产业龙头

公司是一家为全球市场服务的跨国经营集团。中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司，是世界领先的物流装备和能源装备供应商，总部位于中国深圳。公司致力于在如下主要的业务领域：集装箱、道路运输车辆、能源和化工装备、海洋工程、物流服务、空港设备等，提供高品质与可信赖的装备和服务。支持这些业务蓬勃发展的有：提供专业资金管理的财务公司，以及融资服务的融资租赁公司。就市场占有率而言，中集有 10 多个产品持续多年保持全球第一。作为一家为全球市场服务的跨国经营集团，中集在亚洲、北美、欧洲、澳洲等地区拥有 200 余家成员企业，客户和销售网络分布在全球 100 多个国家和地区。

公司是中国集装箱产业龙头。集团是全球唯一能够提供干货集装箱，冷藏集装箱，罐式集装箱及其它各类特种箱等全系列集装箱产品，并拥有完全自主知识产权的集装箱制造和服务企业。公司保持产销量世界第一的行业地位，可生产拥有自主知识产权的全系列集装箱产品。产品和服务包括 ISO 干货箱，ISO 冷藏箱，特种冷藏箱，其他各类特种箱，托盘箱，模块化房箱等，以及集装箱木地板及集装箱服务。具备了年产超过 200 万 TEU 的生产能力，在遍布华南，华东，华北以及重庆等全国各地发展壮大 18 个集装箱制造产业园，包括分布于中国沿海和重庆的十多个干货箱基地，分布于上海，扬州和青岛的冷藏箱制造基地，分布于南通，扬州，新会，青岛的特种箱生产基地。集装箱木地板业务已拥有深圳，江门，徐州，嘉善等多个国内生产基地，集装箱堆场业务，已拥有多家集装箱服务企业，已形成了覆盖国内沿海主要干线港口的服务网络。

图 1：公司集装箱业务



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 2：干货集装箱



资料来源：公司官网

图 3：冷藏集装箱



资料来源：公司官网

图 4：特种集装箱



资料来源：公司官网

图 5：模块化房箱



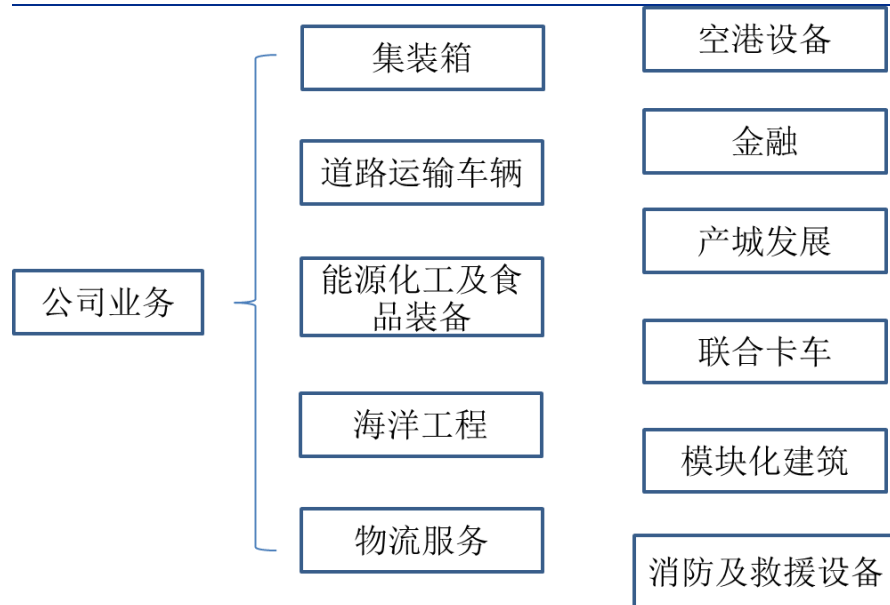
资料来源：公司官网

1.2. 构建横跨物流、能源领域的“制造+服务+金融”格局

公司资产规模庞大，集团历史悠久。中集集团于 1980 年 1 月创立于深圳，由招商局与丹麦宝隆洋行合资成立，注册资本高达 30 亿人民币，初期由宝隆洋行派员管理。1994 年公司在深圳证券交易所上市，目前主要股东为中远集团和招商局集团，是国有控股的公众上市公司。诞生时即深深植入的国际化基因，出类拔萃的公司治理结构，长期以来对于技术创新和管理效率的不懈追求，使得中集快速成长为在全球多个行业具有领先地位的企业。

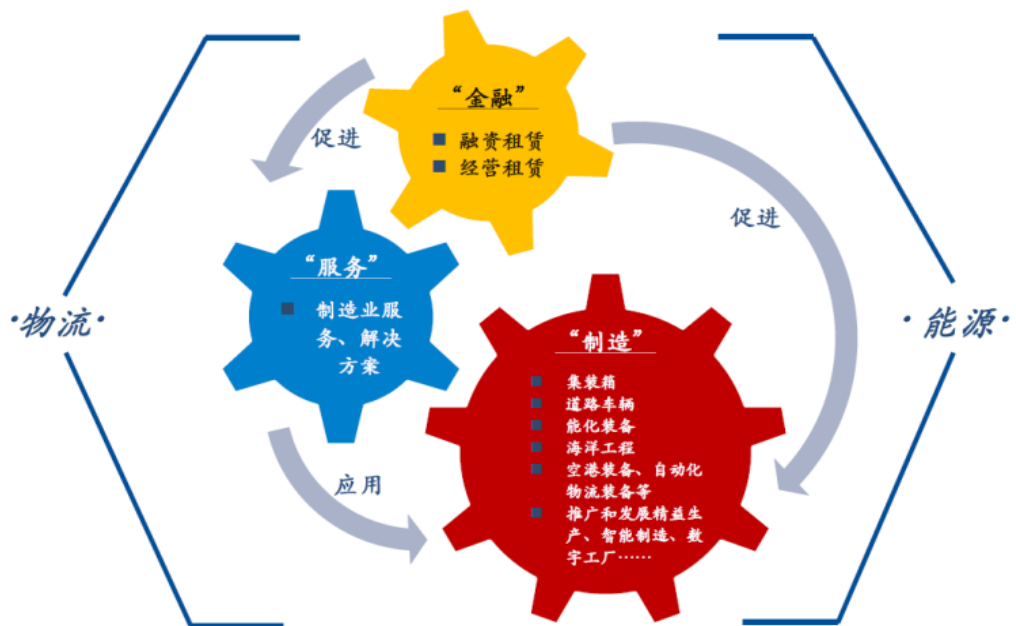
公司注重多元化发展，业务涉及范围广阔。集团主要从事现代化交通运输装备、能源、化工、液态食品装备、海洋工程装备、空港设备的制造及服务业务，包括国际标准干货集装箱、冷藏集装箱、地区专用集装箱、罐式集装箱、集装箱木地板、公路罐式运输车、天然气装备和静态储罐、道路运输车辆、重型卡车、自升式钻井平台、半潜式钻井平台、特种船舶和空港装备的设计、制造及服务。除此之外，集团还从事物流服务业务、房地产开发、金融等业务。集团的标准干货集装箱、冷藏箱和罐式集装箱的产销量保持全球第一，集团也是中国最大的道路运输车辆的生产商。

图 6：公司业务构成



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 7：横跨多元领域的“制造+服务+金融”格局

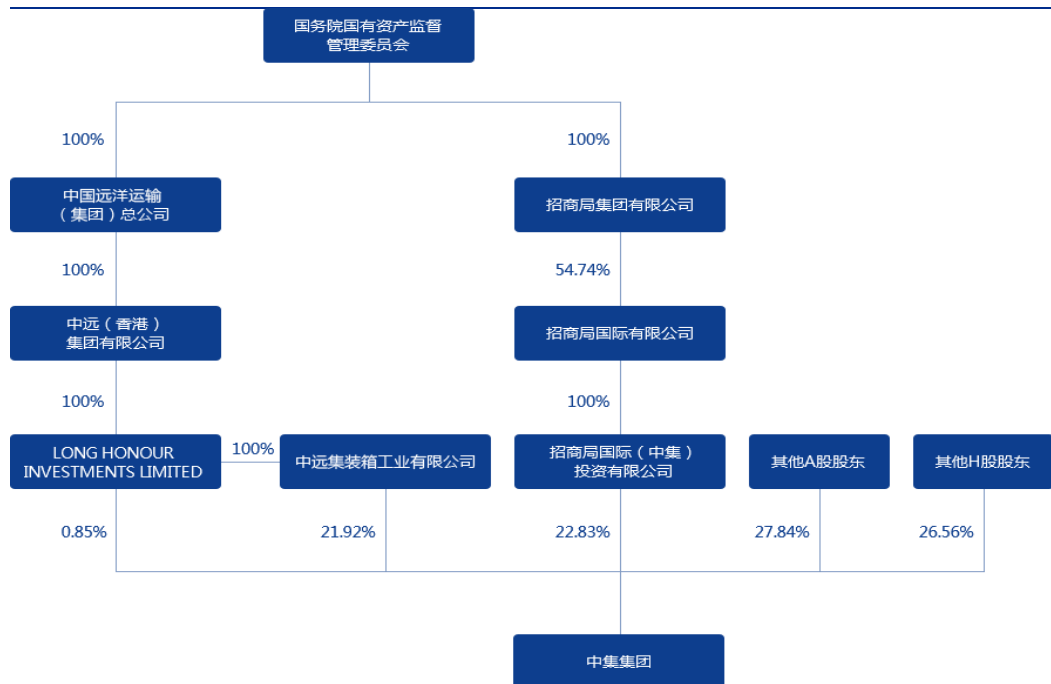


资料来源：公司官网

1.3. 股权结构清晰、均衡，决策效率高

公司股权集中，方便决策。公司主要股东为中远集团和招商局集团，是国有控股的公众上市公司，在交通运输、基础设施建设、金融服务等行业具有雄厚的实力和丰富的经验。目前公司总股本 29.7 亿，其中 A 股股本 12.62 亿，股东具有国企背景，由于运输业涉及范围广，市场需求大，同时承担着重要的社会责任及国家战略责任，股权的相对集中，有利于决策统一，便于实施。2012 年，引入战略投资者联想集团旗下弘毅投资，可以协助中集提高经营管理水平，进行国际化拓展，强化资本运作能力。

图 8：公司股权结构



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.4. 集装箱/油气行业周期新一轮开启，业绩有望触底反弹

公司集装箱业务以及海工装备业务受行业低谷影响。 集装箱业务方面，2016 年上半年，由于全球经济不景气及中国出口的持续低迷，集运贸易增长乏力，班轮公司经营业绩继续恶化，市场前景相对悲观。这些因素均使得客户普遍延缓了资本投资及对新造集装箱的采购需求。需求的降低和产能的相对过剩加剧了集装箱制造行业的竞争，使得集装箱箱价整体处于低位。而去年同期订单量处于相对高位，同比基数较高，集团的集装箱销量及营业收入同比均出现锐减。海工装备业务方面，受国际原油价格低迷的持续影响，2016 年上半年，全球海洋工程装备市场继续大幅下滑。全球主流海洋石油钻探公司推迟了在建平台交付，未下订单。2015 年，全球共成交各类海洋工程装备 257 艘/座，同比减少超过六成。2016 年 1-6 月全球累计成交海洋工程装备订单仅 36 艘/座，在 2015 年低迷形势下继续大幅下滑。

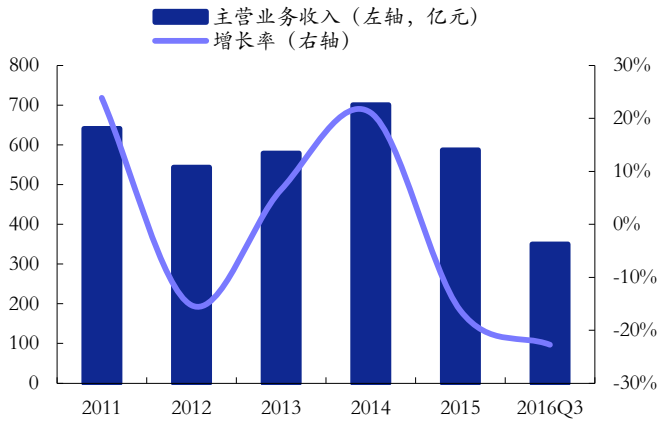
道路运输车辆业务稳定发展，物流服务业务拓展迅猛。 2016 上半年，集团道路运输车辆业务继续稳健推进全球运营管理，努力提升各业务单元资产营运效率和企业盈利能力，并侧重于各业务单元增量业务和创新业务方面的投资与培育，实现有质量的增长。2016 年上半年，国内物流服务行业运行总体平稳、结构分化趋势明显，国际物流需求规模有所回暖。采矿和高耗能等传统行业物流需求规模增速继续回落，装备制造业增速回升。

公司主营业务构成复杂，主营业务毛利稳定。 公司主营多项业务，共包括 7 个业务类别，其中，据 2015 年公司公告，道路运输车辆业务占比 15.05%，集装箱业务占比 13.33%，物流占比 4.67%，能源化工设备占比 2.93%，金融占比 2.77%，海洋工程占比 1.44%，空港设备占比 1.28%。公司主营业务毛利方面，集装箱业务毛利较为稳定，2013 至 2015 年，毛利分别为 28.29，30.19，28.51 亿元，道路运输车辆业务保持连续增长，2013 至 2015 年，毛利分别为 18.33，20.41，23.44 亿元。

公司营业收入出现下滑，增速较慢。 公司近年来营业收入有所下滑，2014 年营业收入 700.71 亿元，增速较上年同期为 21%，2015 年营业收入 586.86 亿元，增速较上年同期为 -16%。

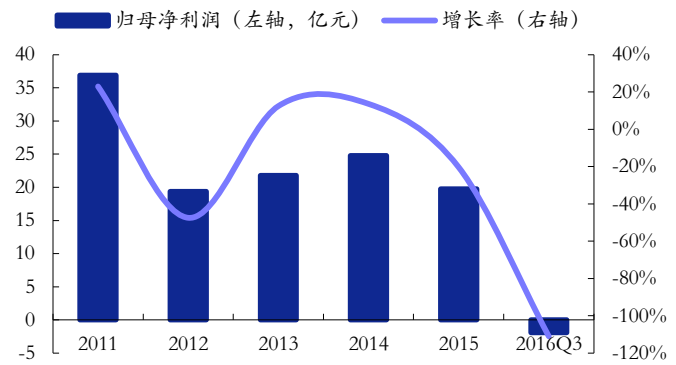
2015年,公司现金流量中筹资数目占比较大,为5313%。公司归属母公司净利润有所下滑,2014年,归母净利润为24.78亿元,增速较上年同期为14%,2015年,归母净利润为19.74亿元,增速较上年同期为-20%。

图 9: 公司近年来营业收入及增速



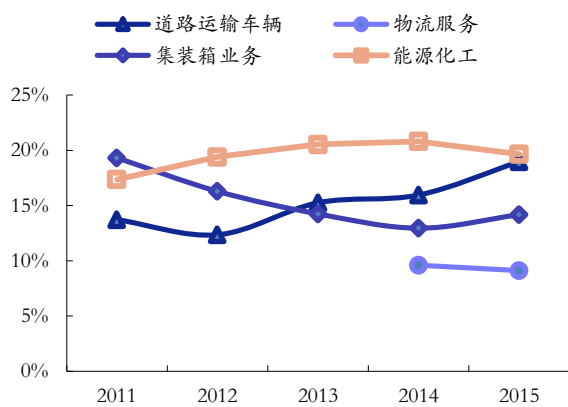
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 10: 公司近年来归母净利润及增速



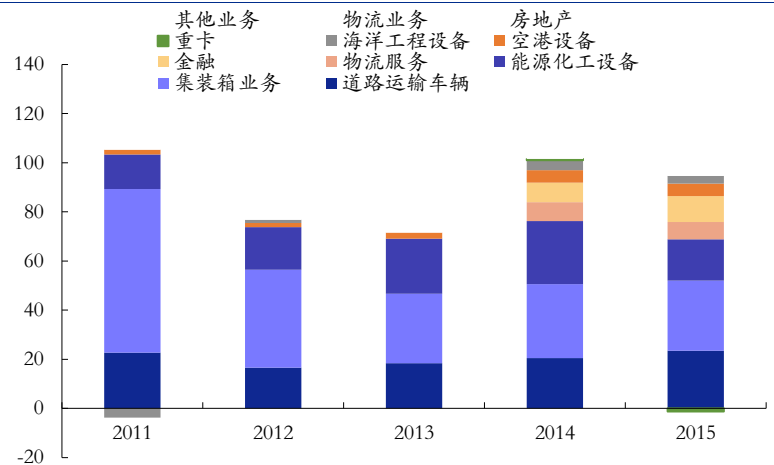
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 11: 公司主营产品毛利率水平



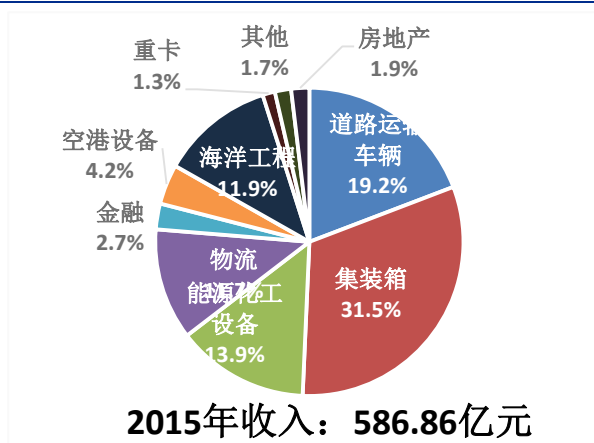
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 12: 公司主营业务毛利构成 (分产品)



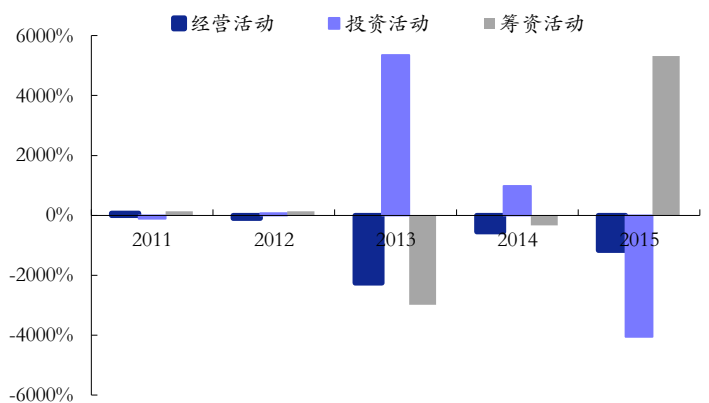
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 公 2015 年公司主营业务构成 (万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

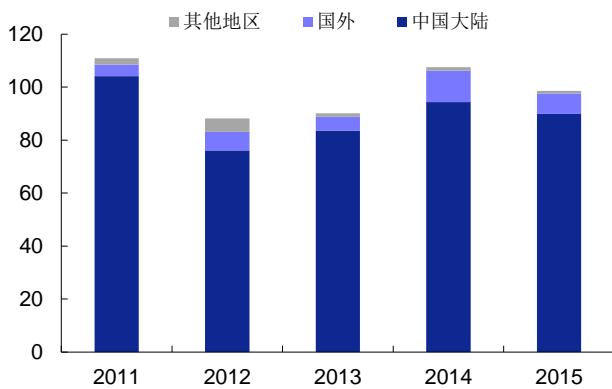
图 14: 公司三大现金流量净额占比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

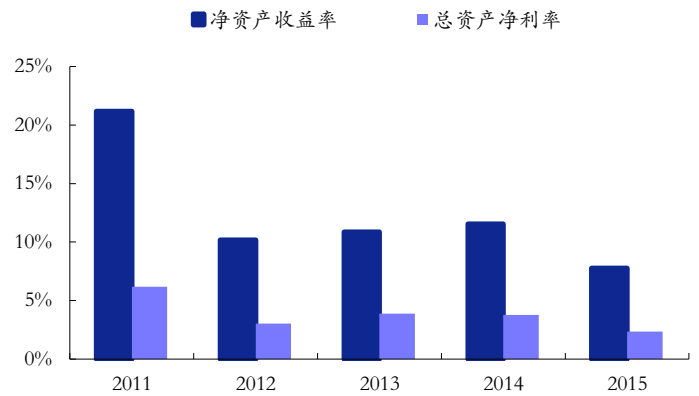
多元化业务结构减缓周期波动，公司发展具备成长价值。集团长期专注核心业务，加快产业升级的步伐，提升产业竞争力，在巩固传统集装箱产业优势，重点发展天然气装备、海洋工程装备等战略性新兴业务的同时，着手发展金融、物流服务等现代服务业务。目前，集团已拥有多元化业务组合，形成“制造+服务+金融”的产业生态体系。集装箱产业继续保持行业领先地位，海洋工程业务、道路运输车辆、能源化工液态食品等业务在国内形成了较强的竞争力。

图 15：公司主营业务毛利构成（分地区）（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：公司资产收益率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

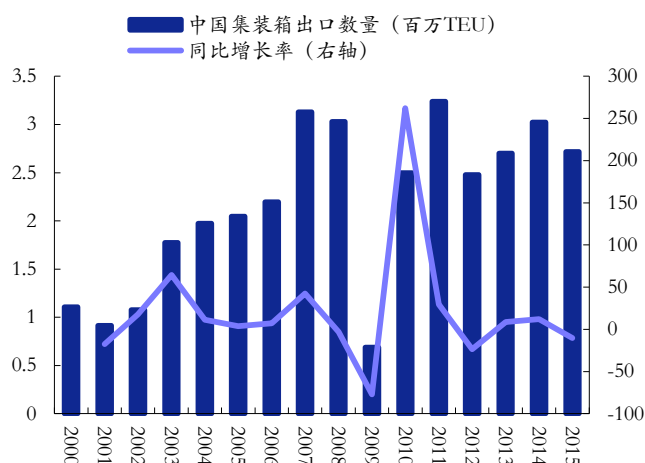
2. 航运驱动集装箱周期复苏，海工装备迎新一轮景气

2.1. 集运行业量价回升，复苏趋势已然形成

2.1.1. 集装箱需求从底部回升，温和回暖

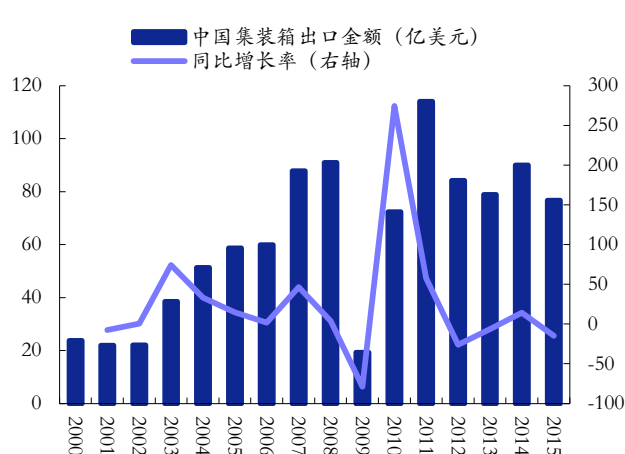
集装箱需求周期性回暖。2000 年以来受全球经济发展的影响，由全球贸易引发的集装箱需求大致可以分为三个周期。分别是 2000 年至 2008 年，这一时期为亚洲金融危机后全球经济的复苏阶段，以中国为代表的发展中国家经济发展速度飞快，全球国际贸易繁荣发展，集装箱需求也不断攀升。2009 年至 2012 年，这一时期世界各国受金融危机的负面影响加之欧洲深陷欧债危机，世界各国经济发展缓慢，全球贸易萎缩，集装箱需求锐减旧箱淘汰率增加。2013 年至今，这一时期世界各国经历数年的“休养生息”逐渐走出金融危机阴影。中国的“一带一路”战略自提出到不断探索贯彻执行，加深了世界各国尤其是中国与东亚、西亚和欧洲各国的贸易往来。展望 2017 年，世界经济与贸易的增速加快将推动全球集运需求增幅继续扩大。克拉克森预测今年全球集运需求增长 4.0%，增速较去年加快 0.8 个百分点。德鲁里预测今年全球集运需求增长 2.4%，增速较去年加快 1.1 个百分点。考虑到世界经济的复苏基础依然薄弱，运输需求大幅回升的可能性不大，该报告预计今年全球集运需求增速在 3%左右。

图 17: 中国集装箱出口量



资料来源: 我的钢铁网, 安信证券研究中心

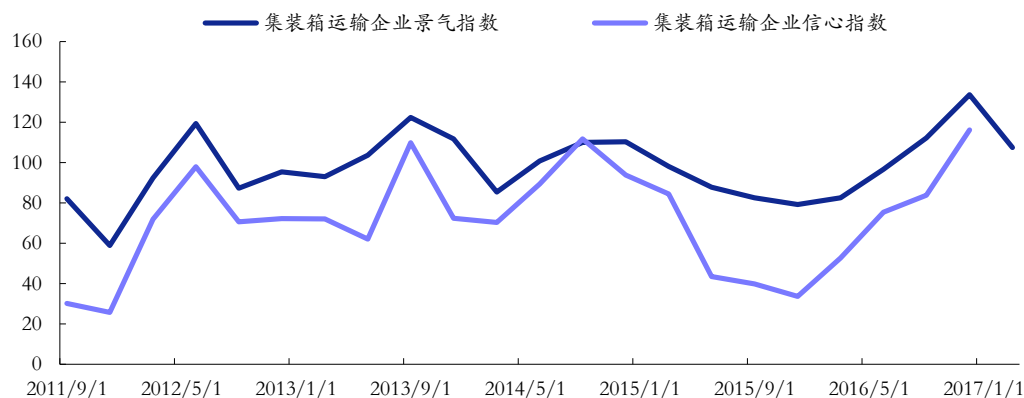
图 18: 中国集装箱出口金额



资料来源: wind, 安信证券研究中心

全球经济不断复苏, 国际货运有望回暖, 集装箱新增需求增加。2016 年全球商品进出口同比增长 1.2%, 增速低于 2015 年的 2%, 为 2009 年进出口大幅下降以来的最低增速。不过, 有迹象显示全球进出口可能正在复苏, 2016 年第四季度进出口环比增长 1.1%, 为第三季度增速的近两倍。联合国也预计 2017 年全球经济增速将从 2016 年的 2.2% 上升至 2.7%, 2018 年经济增速预估则为 2.9%。随着全球经济的不断复苏, 世界各国之间的贸易也必将迎来新一轮的回暖。根据克拉克森统计的订单情况, 2017 年全球新船交付量约为 168.6 万 TEU。若这些运力全部如期交付, 截止 2017 年底全球集装箱船队运力将达到 2167.0 万 TEU, 同比增长 8.4%, 增幅较去年扩张 7.2 个百分点, 这将带来集装箱新增需求的增加。

图 19: 集装箱运输企业景气度和信心指数



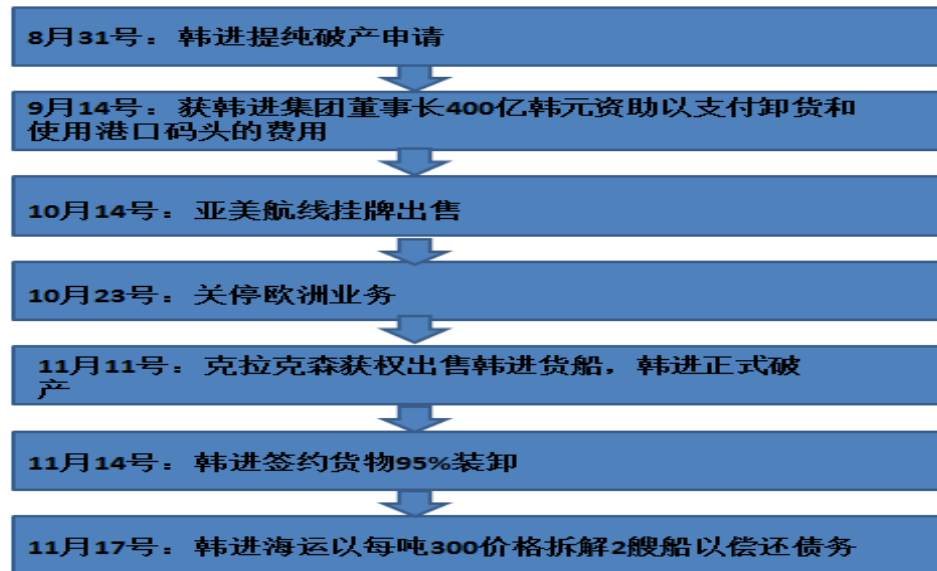
资料来源: wind, 安信证券研究中心

钢价上涨集中释放集装箱更新需求。从更新需求来看, 国际铁矿石的上涨将带动钢材价格上涨, 从而带来集装箱价格上涨预期。为减少购买成本, 各航运租赁公司将进行提前购买, 从而增加集装箱的需求。2017 年整个行业预计有 200 万箱的需求量。将会为公司带来 88 万箱到 110 万箱的订单。目前公司集装箱单价在 1800 到 2000 美元之间。随着水性涂料价格的上升, 集装箱的价格将有望上升至 2000 到 2200 美元之间。

韩进破产导致运力不足, 运费上扬增加集装箱租赁需求。2016 年 9 月 13 日, 韩进海运破产, 使得美国公路上运输海运集装箱的业者运力不足, 从而对自亚洲工厂进口产品的美国进口商产生连带影响。韩进海运拥有 50 多万个集装箱, 其中许多目前被困在港口和卡车围场, 使

得被占用的拖车无法再运送其它货物。韩进海运是世界前十大海运公司，其破产意味着市场3%的运力暂时退出市场。受此事件影响，中国出口运价指数在第三季度迅速上升，2016年12月30日，上海航交所发布的中国出口集装箱运价指数为811.1点，同比上升12.2%。运价的上涨提高了航运公司的营业收入，从而增加航运公司对集装箱的需求。

图 20：韩进海运破产进程



资料来源：百度新闻整理，安信证券研究中心

国际航运公司剧烈洗牌。集装箱班轮公司全球前20大公司里，有6家公司在2016年消失的，这种情况即使是集装箱革命60年来都从来没有出现过。2016年，航运企业之间的整合结盟愈演愈烈，五起整合并购（中远中海合并、达飞收购东方海皇、赫伯罗特和阿拉伯轮船合并、马士基收购汉堡南美、日本三大船企合并集运业务）及航运联盟的整合重组，班轮行业通过五场“婚礼”步入了“巨兽”时代元年。2017年集装箱市场面对新的市场竞争局面是否可以推动运费提升，对全球的集装箱市场提出严峻考验。

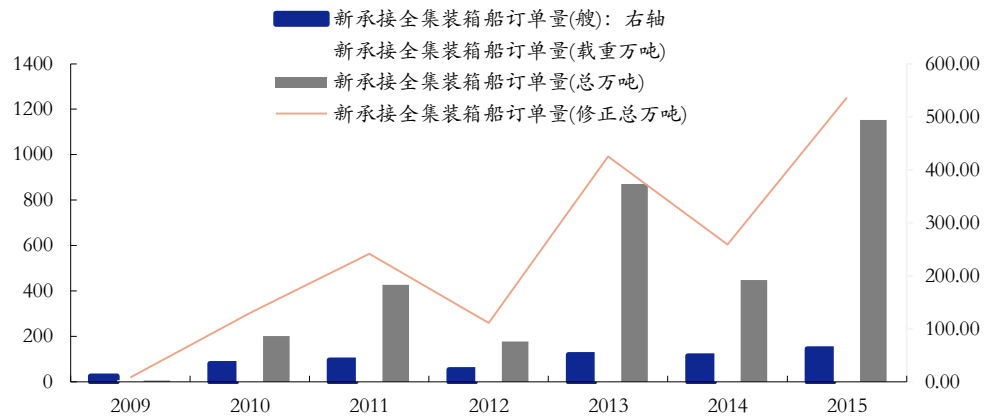
国内进出口贸易逐季回稳，新船交付潮预期集装箱需求量回升。据海关统计，2016年中国外贸进出口总值约为36849.3亿美元，同比下降6.8%。其中，出口20974.4亿美元，下降7.7%，进口15874.8亿美元，下降5.5%。值得关注的是，去年第四季度进出口、出口、进口值分别增长3.8%、0.3%和8.7%。这是2016年以来，唯一一个进口值、出口值同时实现正增长的季度。此外由于去年集运市场的疲软导致许多航运公司将在建新船的交付时间推迟至今年以后，2017年将迎来新船交付潮。预计新船的投入使用也将带来集装箱需求的增加。

图 21: 中国运输船舶集装箱箱位



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 22: 全国新承接全集装箱船订单量

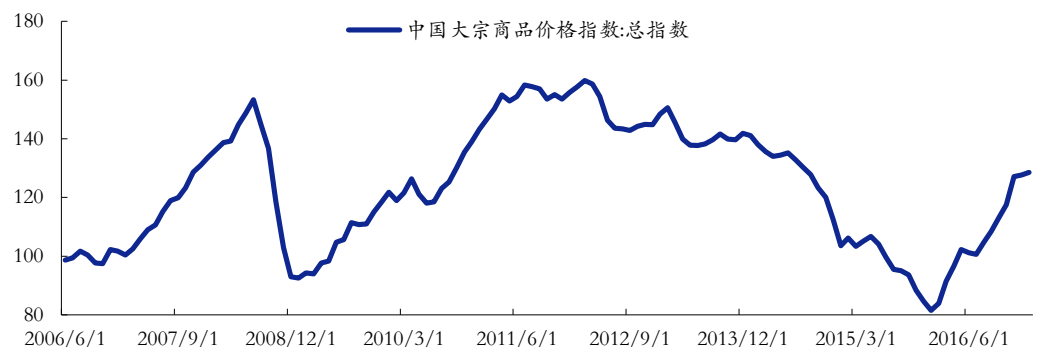


资料来源: wind, 安信证券研究中心

2.1.2. 集装箱价格上涨信号频现

全球大宗商品持续增长。2016 年上半年，由于全球经济不景气及中国出口的持续低迷，集装箱市场前景相对悲观。公司 2016 年上半年的干货箱、冷藏箱销量比去年同期减少 67.63% 和 74.34%。2017 年年初，全球大宗商品价格出现持续增长趋势，煤、石油增长尤其突出。这意味着大宗商品市场正在回暖，也意味着将会间接带动集装箱价格的上升。

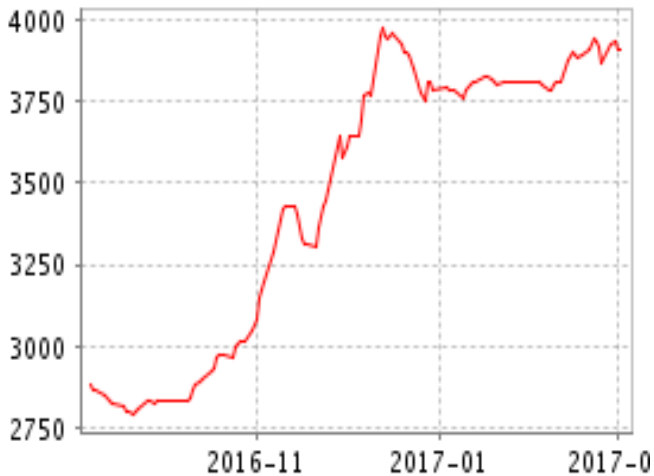
图 23: 大宗商品价格指数



资料来源: wind, 安信证券研究中心

钢材价格上涨增加集装箱价格上涨预期，增加航运公司提前购买动机。2016年，全国钢材价格出现较大幅度上涨。2017年钢材市场继续演绎向上行情，预估全国钢材价格普遍涨幅达到或接近1成。热轧卷板是制造集装箱的主要材料，受铁矿石价格上涨影响，热轧卷板价格持续波动上升，目前维持在3500元/吨左右。集装箱价格指数从16年年初的67011点上涨到现在的79499点。受钢材行情的影响，预期集装箱的价格将会上涨。

图 24：热轧卷板价格走势



资料来源：我的钢铁网，安信证券研究中心

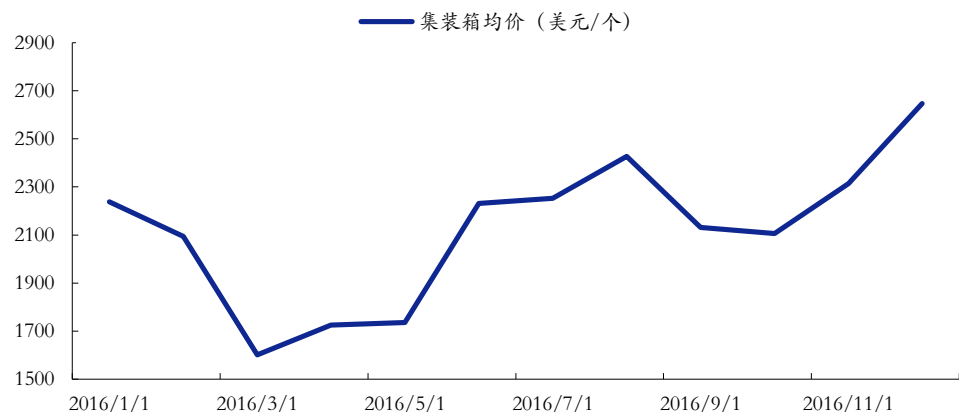
图 25：铁矿石价格指数



资料来源：wind，安信证券研究中心

政策推行水性涂料，带动集装箱价格上涨预期。我国集装箱行业协会发布《宣言》配合国家环保新政策，统一推行新型水性环保涂料，确保全行业在2017年底实现有机废气(VOCs)的大幅减排。水性涂料的特点是：采用水作为分散体，而非传统的芳烃类溶剂。具有施工安全，低VOC等优点。集装箱行业将于2017年4月1日起统一“禁油推水”，即统一使用水性涂料。水性涂料价格比传统的油性涂料价格高200美元每TEU。集装箱选择水性涂料作为生产材料，将带动集装箱价格预期。

图 26：集装箱出口均价



资料来源：中国集装箱行业协会，安信证券研究中心

图 27: 中国集装箱出口价格走势



资料来源: 中国港口, 安信证券研究中心

2.1.3. 公司是世界集装箱行业龙头, 加强成本控制与增强研发能力并进

公司是集装箱行业龙头企业。目前世界 95% 以上的集装箱来自中国, 其中在中国排名前三的是中集集团, 胜狮货柜和新华昌, 而中集集团产销量均为世界第一, 据中国集装箱行业协会发布的报告中显示, 2015 年公司集装箱的市场份额大概达到 50%, 且其生产拥有自主知识产权的全系列集装箱产品。从集装箱细分种类看, 公司生产的集装箱主要可分为三种: 干货集装箱、冷藏集装箱和特种集装箱, 分别服务于不同的产品。目前干货集装箱的销售量比较稳定, 保持在 120 万 TEU 水平附近, 且冷藏集装箱销售逐年增长。

表 1: 中国排名前三的集装箱公司对比

公司	所在地	生产能力	净利润 (2015)	主营业务	市场份额
中集集团	中国	190 万 TEU	+9.96 亿元	集装箱、道路车辆领域、能源化工业务和海洋工程业务	44%-55%
胜狮货柜	香港	100 万 TEU	-273 万美元	集装箱、物流	18%-25%
新华昌	中国	80 万 TEU		集装箱	8%-12%

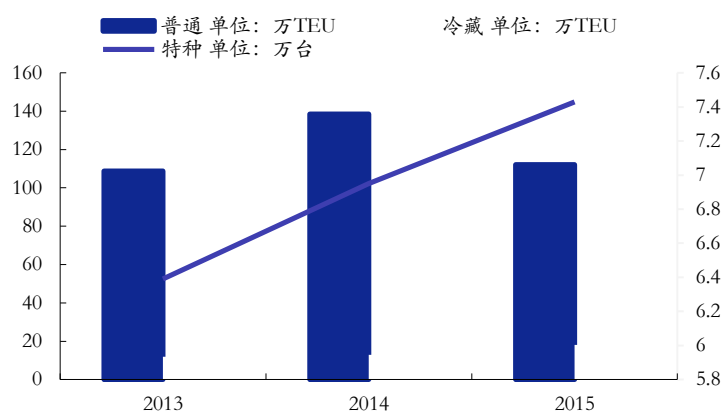
资料来源: 公司网站, 安信证券研究中心

表 2: 集装箱种类

种类	用途
干货集装箱	一般货物运输
冷藏集装箱	用于食品、海鲜等易变质产品的运输
特种集装箱	不遵循集装箱国际标准, 尺寸形状根据用途来确定, 如工程箱、石油平台用箱、消防箱等

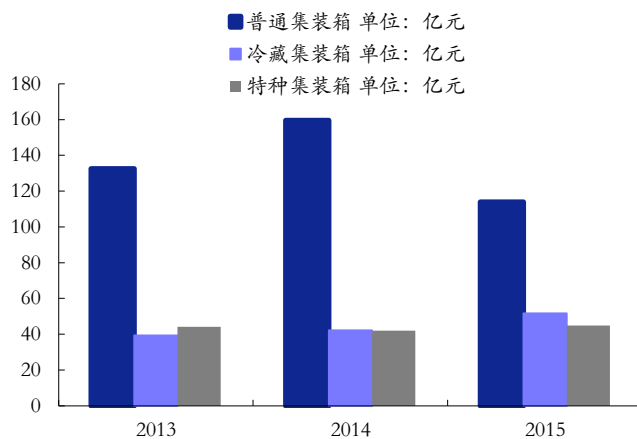
资料来源: 百度整理, 安信证券研究中心

图 28：公司近年来三种集装箱销售情况



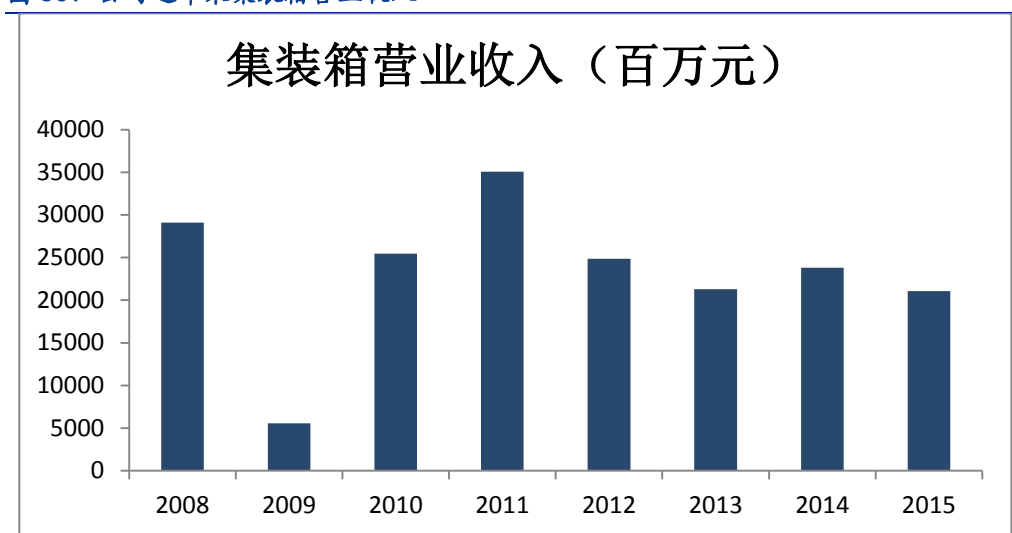
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 29：公司近年来三种集装箱销售收入情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 30：公司近年来集装箱营业收入



资料来源：wind，安信证券研究中心

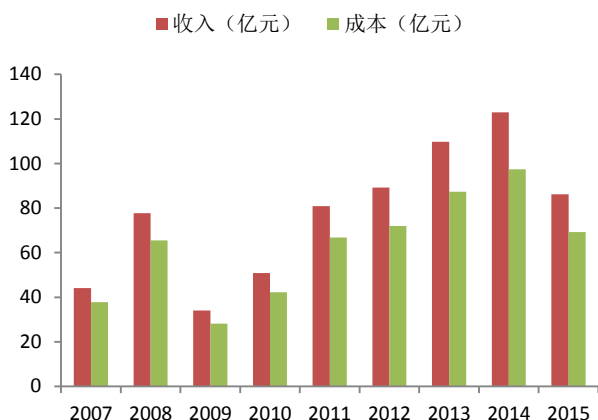
集团收缩产能打造产业园区，加强成本控制，提高产能利用率和利润率。集团拥有丰富的集装箱生产经验，可生产拥有自主知识产权的全系列集装箱产品。集团面对集装箱业务需求疲软、产能利用率较低的情况，采取合并生产基地等措施，主动收缩产能，以利于提高产能利用率和利润率。东莞凤岗的集装箱迁建项目仍在有序推进中，预计项目一期生产线将于明年上半年建成投产；青岛冷链产业园的产能迁建项目已经建成并顺利投产，可满足近年稳步增长的特种冷藏集装箱市场需求。

公司加强研发能力，着力提高产品竞争力。中集集团自 1995 年开始实行集团化运营以来，一直着力于集团研发体系的构建和完善。集团技术中心设立技术委员会、技术管理部等。技术研究院和实验室负责承担集团发展密切相关的前瞻性技术储备、新进入产品领域和关键制造技术研究，以及为各技术分中心提供技术支持，例如集装箱化研究院负责开发“安全、绿色、智能、轻量”的标准集装箱；产品预研中心、新材料实验室负责新产品、新技术、新材料、新工艺研发等基础研究和产业化的推进工作；工艺装备技术中心负责整合跨企业的集团通用关键制造技术研发等。各具体产品及业务职能则由企业技术分中心承担实行扁平化管理，减少集团过多地干涉企业的具体业务运营。同时由于企业技术分中心与制造企业同处一地，突出当地市场导向，适应当地环境、提高市场敏感度，贴近当地市场进行产品开发，更好地响应市场的需求。

2.2. 天然气装备需求旺盛，上中下游产业链齐全成亮点

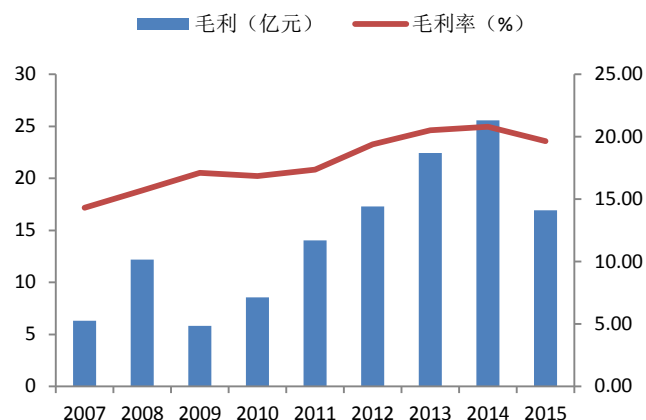
受国际油价的影响，集团下属的中集安瑞科收入受影响。集团下属的中集安瑞科主要从事广泛用于能源、化工及液态食品三个行业的各类型运输、储存及加工装备的设计、开发、制造、工程及销售，并提供有关技术保养服务。2016年上半年，由于国际油价持续疲弱，令天然气相比石油的价格优势缩窄引致中国油改气项目步伐减慢及以天然气作为替代燃料的吸引力下降，导致中集安瑞科的天然气装备，尤其是CNG拖车、LNG车载瓶及LNG加气站的销量与去年同期相比均呈不同幅度的下滑；化工装备的特种罐式集装箱收入虽有上升，但标准罐式集装箱需求疲弱，使得化工装备的收入下降。据中集集团2016上半年报，本集团能源、化工及液态食品装备业务同比下降9.14%，其中，中集安瑞科旗下能源装备业务营业收入同比下降13.40%；化工装备业务营业收入同比下降17.62%。

图 31：中集集团能源化工设备业务收入成本（万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

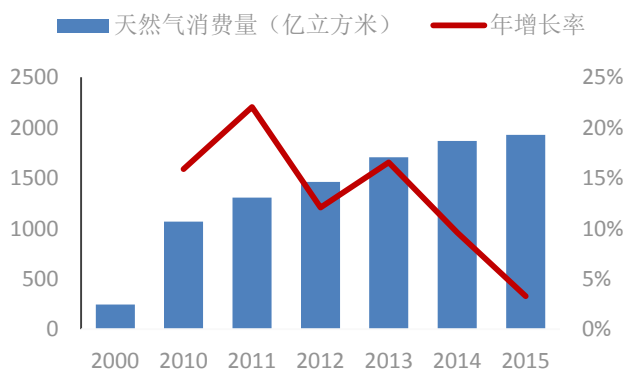
图 32：中集集团能源化工设备业务毛利（万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

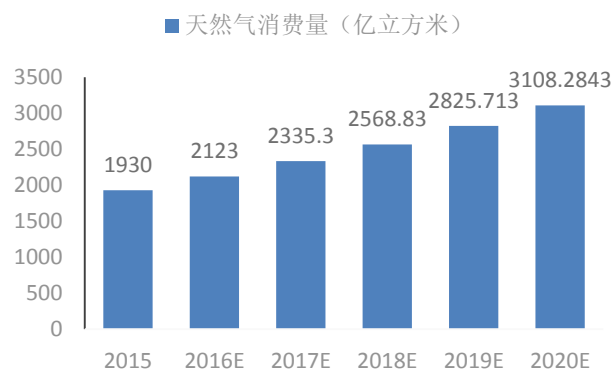
天然气未来需求潜力巨大。按能源总需求量与天然气占比测算。根据《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》预计，到2020年，我国一次能源消费总量控制在48亿吨标准煤左右。根据《天然气发展“十三五”规划》的发展目标，2020年天然气占一次能源消费比例达10%，即消费总量为4.8亿吨标准煤，合约3957亿立方米。以2015年1930亿立方米天然气消费量起算，未来五年年均增长率保持在15.4%左右方能达到2020年目标。按天然气需求量直接测算。“十三五”期间，按年均增速10%保守估计，未来五年的天然气消费需求将增至3108亿立方米。

图 33：天然气消费量



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 34：天然气直接需求测算



资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

集团下属的中集安瑞科着力发展天然气装备。中集安瑞科作为国内最早开发生产天然气装备及工程的厂商之一，中集安瑞科生产的 CNG 高压长管拖车、LNG 低温运输车的市场占有率一直保持在行业领先水平。2016 年，中集安瑞科的各大业务分部坚持为客户提供优质产品与服务，并继续加强新产品和项目研发，以满足客户不断变化的需求。

(1) 能源装备分部进行了 LNG 船用液货舱、LNG 全容罐、LNG 加气站、新系列低温罐及核电站除污系统的研发，部分新产品已推出市场并带来收益贡献。在油价低迷的环境下，研发团队着力开发多种 LPG 装备，如：符合国际标准的 LPG 球罐、LPG 发电供电系统。

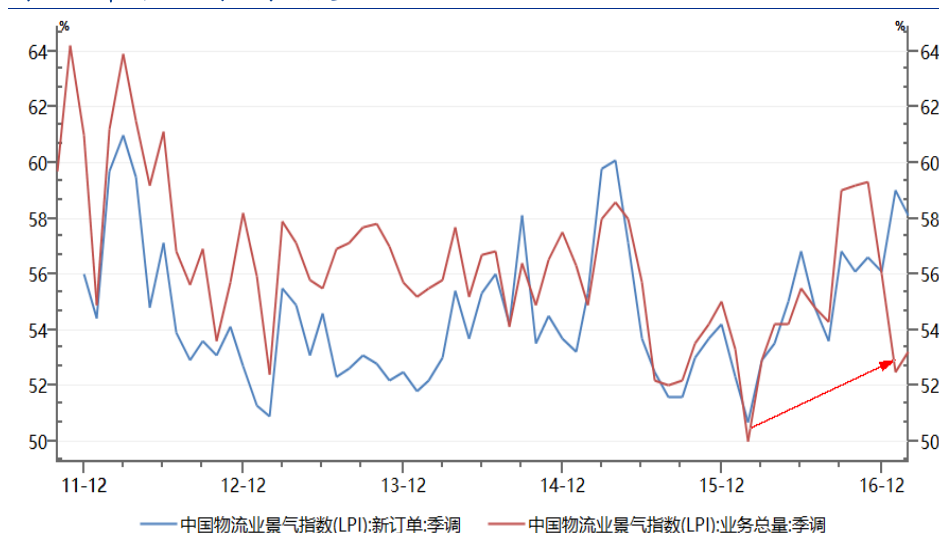
(2) 化工装备分部致力于为客户提供新的物流解决方案，并根据客户需要研发不同种类的罐式集装箱，如：新型高性能 40 英尺国际化 LNG 罐式集装箱、20 英尺国际通用低温罐式集装箱、满足国际长途运输用的低温罐式集装箱、适合欧洲客户要求的轻量化特种罐式集装箱。

2.3. 国内陆路物流行业需求巨大，道路运输车辆销路可观

2.3.1. 国内物流行业的战略机遇期，物流车需求旺盛

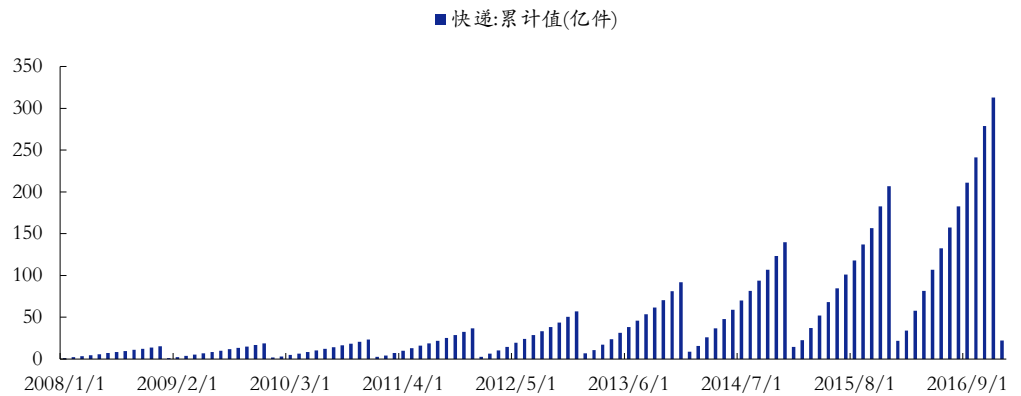
“物流业奇迹”拉动物流车需求。中集现代物流已成为中国 5A 级物流企业，且近年来产品市场份额不断提升。过去的十年，整个中国的物流行业发生了天翻地覆的变化。马云更是表示“和电子商务创造的相比，物流行业才是真正中国过去十年诞生的最了不起的奇迹”。2016 年 1 至 11 月，中国物流业总收入 7 万亿元，同比增长 5.3%，物流市场规模稳步扩大。国家邮政局数据还显示，我国每年快递物流的复合增长率在 25% 以上，但是我国物流业整体增速为 10%，快递业的增速远远高于物流业。而在未来五年中快递行业依旧将保持高速增长，且网购依旧将占主导地位。据预测“十三五”快递行业复合增长占 20% 左右，网购复合增长在 80%。以快递为主的物流业的迅猛发展必定会引发对各类物流运输车辆如卡车的需求的上涨。

图 35：中国物流行业景气度



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 36: 全国快递件数情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 37: 各类物流车型及其应用场合

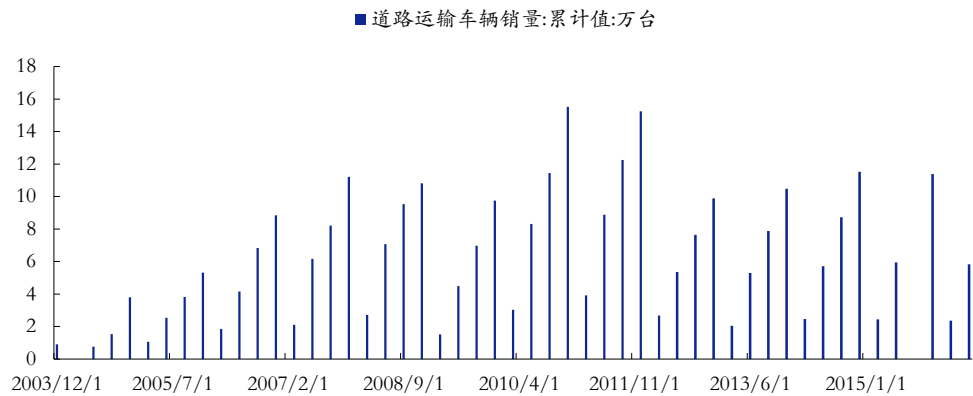


资料来源: 搜狐

入股银隆，取长补短。根据中集 2016 年三季度报告显示，中集的重型卡车业务增长显著，前三季度实现销售收入人民币 11.10 亿元，同比上升 80.78%；完成销量 3839 台，同比上升 64.98%。占集团 21.57%（2015 年年报）的道路运输车辆业务实现销售收入人民币 104.67 亿元，同比上升 7.83%。与珠海银隆将在新能源商用车领域、集装箱模块化移动充电、储能系统等方面深入探讨合作。

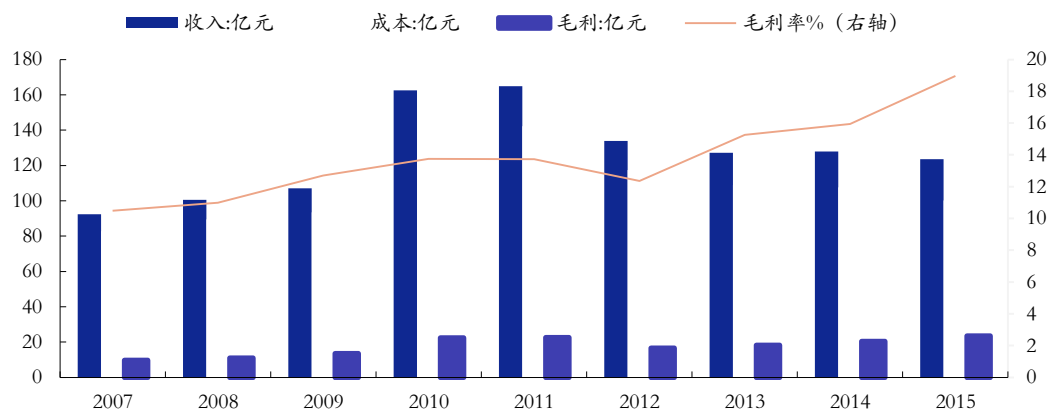
新能源助力，重卡销量有望再攀高峰。公司为重型卡车行业新军，销量排名行业第十一位；其中 LNG 重型卡车约占市场份额的 5%，行业排名第五。在中集与珠海银隆的合作中，更是首次涉及联合重卡。双方合作将首先体现在新能源商用车领域，包括银隆与中集旗下的“联合重卡”品牌合作集装箱牵引车、市政作业车、轻型卡车、城市配送物流车等多品类。2016 年 1-9 月，公司重型卡车业务实现销售收入 11.1 亿元，同比上升 80.8%；完成销量 3,839 台，同比上升 65.0%。相信在物流业迅速发展以及联合国内固定资产及基础建设投资逐渐回暖的东风下，集团的重卡等相关车辆业务将会实现进一步增长。

图 38: 中集集团道路运输车辆销量



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 39: 中集集团道路运输车辆业务盈利情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

中集车辆坐稳半挂车行业第一。据第一产经网消息,中集集团 2015 年度再次以 10% 的全球市场占有率,稳居半挂车行业世界第一。中集在中国地区拥有 13 家工厂,工厂布局合理均衡,基本形成全国 500 公里半径产能覆盖。2015 年中国市场占有率半挂车业务和建筑车辆业务分别达到 20% 和 14.8%,均名列榜首。同时售后增值服务网点遍布全国,业务车辆的销售业绩的增长埋下伏笔。

图 40：中集车辆售后网点分布图



资料来源：公司官网

半挂业务海外市场前景广阔。公司是中国最大的半挂车制造商，其半挂车份额稳居中国第一，2015年美国市场占有率排名位居第五。目前在美国的重要生产基地有 Vanguard、CRTI、IE 等。中集在全球新兴市场整体份额处于领军地位，业务覆盖澳洲、日本、中东、南美、非洲及东南亚等区域，在区域竞争中已形成产品成本和产品多样性的明显优势，盈利贡献良好。2016年6月中集车辆完成了对英国 SDC（英国最大的半挂车生产商）100%的股权收购，使中集车辆全球营运布局中的欧洲市场短板得到了有效提升，也使中集车辆在欧洲区域的年销量，从2015年的1800台(LAG)迅速扩展至11000台的规模。这家古老而家底殷实的英国企业，未来将为中集车辆集团布局北欧市场提供强力支点。

表 3：中集集团道路车辆业务产品

道路运输车辆产品种类	产品名称
集平车	平板车、骨架车
普通半挂	仓栅式半挂车、低平板半挂车、栏板半挂车
粉罐车	粉粒物料运输车
混凝土搅拌运输车	搅拌车
液罐车	化工罐运输车、油罐车、其他液罐车
自卸车	自卸单车、自卸半挂车
厢式车	青岛冷藏车、翼开启厢式车、冷藏、保温车、普通厢式运输车
环卫车	压缩车、勾臂车、铲雪车、高压冲洗车、扫路车、餐厨垃圾车
其他	泵车、车辆运输车

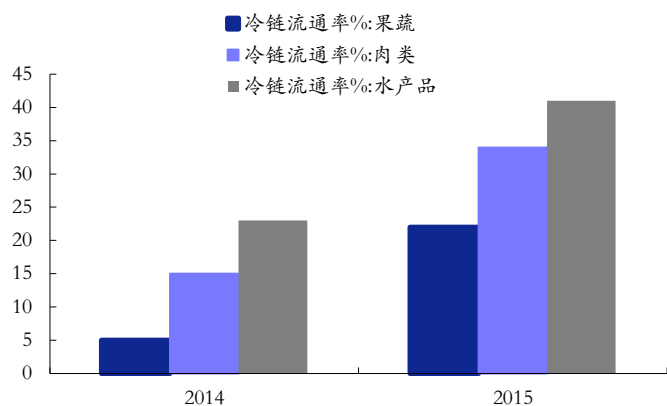
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.3.2. 政策助力冷链物流，冷藏车市场不冷

冷链物流市场潜力巨大，刺激冷藏保温车市场。2016年6月，山东、河南等十个省市将获得数亿元中央财政资金支持冷链物流发展。有了政府的财政支持，我国冷链物流行业发展如虎添翼，特别是相对于南方地区来说比较滞后的中西部冷链物流市场来说如沐春风。有资料显示，目前国内冷藏保温车的保有量约有4万辆，每年产量为6000-7000辆，我国易腐货物的冷藏运输率仅为15%-20%，而发达国家为80%-90%。美国冷藏、保温车的保有量为16

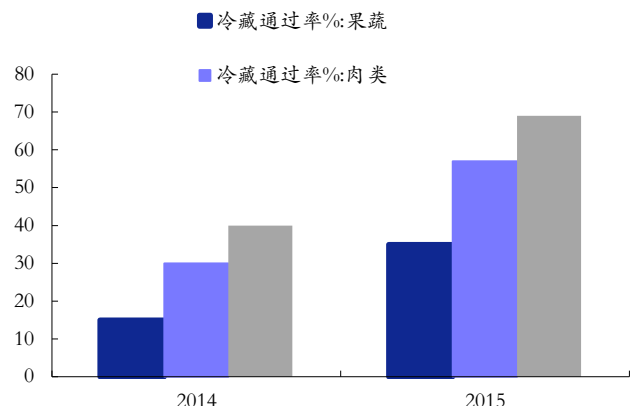
万辆，日本为 12 万辆，我国与美国、日本等发达国家相比，明显不足。目前国内大量需要冷藏运输的货物还是靠普通车辆运输，冷藏保温车市场发展前景广阔。

图 41：2015 年中国与发达国家农产品冷链流通率对比 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

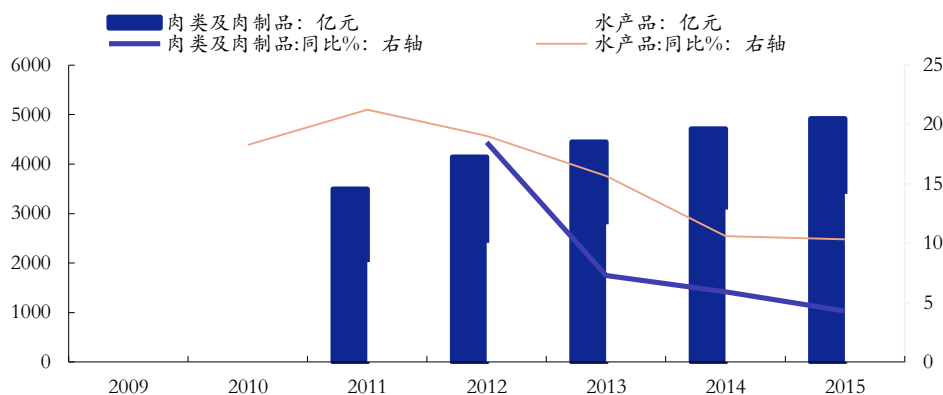
图 42：2015 年农产品冷藏运输率对比 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

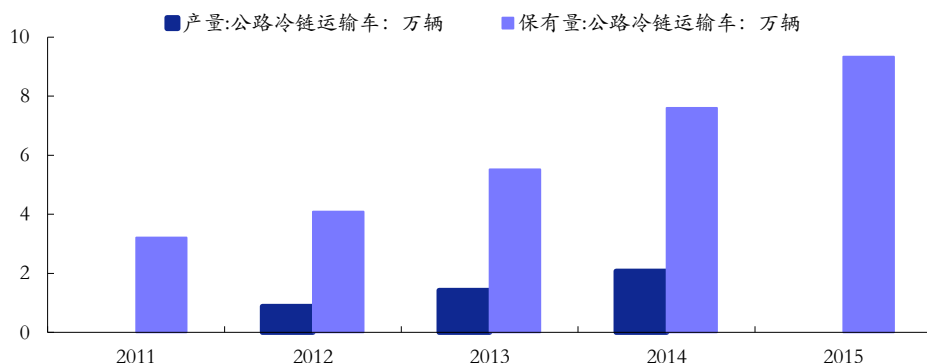
冷冻食品消费增长，冷藏车需求增加。近年来，人们对冷冻冷藏食品的消费越来越多，冷藏冷冻食品每年增产约 10%。预制食品销售额占冷冻食品销售总额 42.44%，在我国的发达城市，冷冻肉已占到人均年消费肉量的 10%-15%，而尽管目前冷藏蔬菜的消费总量仍较小，但随着保鲜技术和产品质量的提高，消费也呈上升趋势。所以，冷藏车行业的需求量，必定会随着国民生活水平的提高而增加。

图 43：我国速冻食品产量 (万吨)



资料来源: 卡车之家, 安信证券研究中心

图 44：我国冷公路冷链运输车产量与保有量

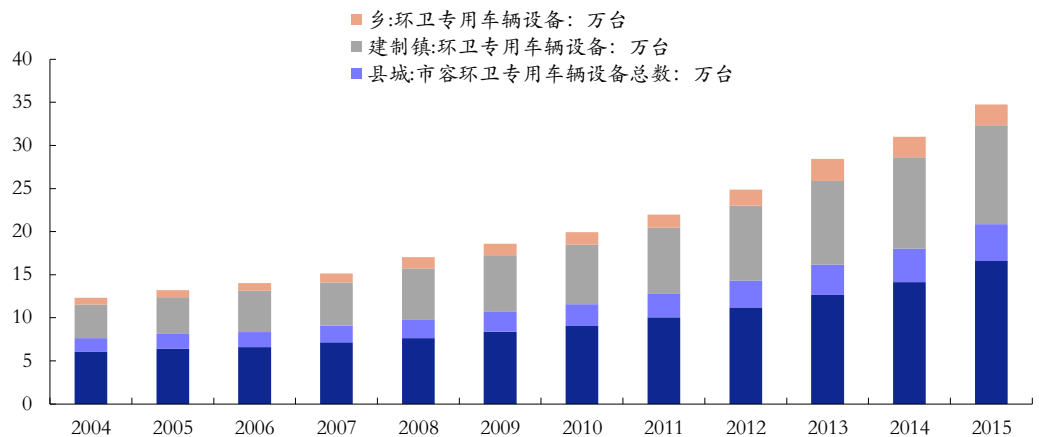


资料来源: wind, 安信证券研究中心

2.3.3. 城市化进程加快，环卫车市场不容忽视

环卫车采购新能源化。随着我国城市化进程的加快，城市垃圾处理需求增长迅猛，带动了垃圾处理机械相关产业的快速发展，环卫车就是重要组成部分。目前国内大多数大中城市的环卫机械化程度已经很高，而县级城镇目前还停留在较低水平，未来市场发展前景巨大。随着城镇化的不断深入，各县级城镇政府越来越重视环卫车的应用，纷纷加入到环卫车采购大军当中。此外，受政策影响，新能源市政环卫车将成为今后几年环卫车发展趋势。继北京、上海等城市要求环卫车政府采购额度达到一定比例之后，国内其他城市的环卫车采购也将呈现新能源化。

图 45：中国城市环卫专用车辆总数



资料来源：wind，安信证券研究中心

环卫车个性化需求将成为发展亮点。当前各地环卫车采购的标准尚不明确，包括环卫车采购的资金来源标准，环卫车采购主体的标准以及省一级城市、市一级城市、当前我国环卫车市场竞争逐渐加剧，且环卫车使用环境千差万别，统一模式的产品在未来市场竞争中将处于弱势。环卫车各车型未来市场将趋于产品细分，即个性化的需求是今后环卫车的一大亮点，比如城市新型渣土车、餐厨垃圾车、雾霾喷雾车、吸污净化车等，虽属小众和新品，但有需求也必会得到发展。

中集环卫车辆产品种类丰富，技术先进。早在 2007 年中集集团与住友、富士重工以及上海住友共同投资成立青岛中集环境保护设备有限公司，它标志着中集环卫车辆生产基地诞生。公司引进富士重工的日本第一的垃圾收集车研制技术和高端车型；中集凌宇环卫设备自 2009 年进入市场以来，不断完善产品系列，目前公司环卫产品已形成系列产品，是国内少数几家站车一体的终端公司。2016 年 9 月，中集凌宇数十辆小型环卫车下线，奔赴革命圣地——延安，为当地的环卫事业作出贡献；中集入股银泰，集团进军新能源领域，与环卫车的新能源化趋势相契合，相信未来集团环卫车的业绩也将迎来新的春天。

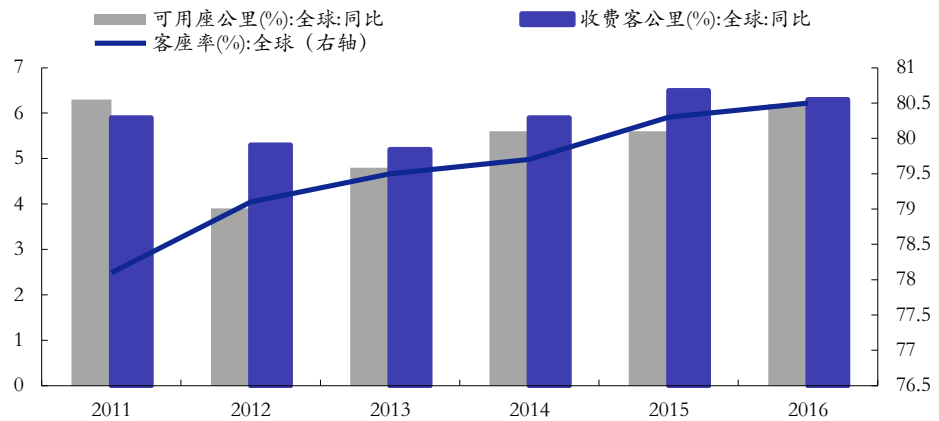
2.4. 航空业发展迅猛，空港设备需求旺盛

2.4.1. 乘航空客运发展的东风，空港设备市场春意盎然

国际航空客运蓬勃发展，年均载客率水平创历史新高。随着全球化进程以及各国间经贸往来的不断加深，航空运输业在全球经济发展与全世界人民生活水平提高中扮演着越来越重要的角色。根据国际航空运输协会（IATA）发布 2016 年全球航空定期运输数据显示：全球航空

客运需求（按照总收入客公里计算）与 2015 年相比增长 6.3%（经闰年调整后增长 6.0%）。增势远超十年来 5.5% 的年均增长率。运力（未经调整）与 2015 年相比增长 6.2%，载客率上升 0.1 个百分点，年均载客率水平创历史新高，达到 80.5%。全球航空运输业 2017 年盈利预期，预计全球航空业净利润将达到 298 亿美元。总收入预计将达 7360 亿美元，净利润率 4.1%。这将是连续第三年（也是航空史上的第三个年度）各航空公司的投资资本回报率（7.9%）高于加权平均资本成本率（6.9%）。

图 46：全球航空客运发展情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

全球航班频率提升已成趋势，登机桥需求增加可预见。2016 年国内航空客运增长 5.7%。运力增长 5.1%，载客率为 82.2%，与 2015 年相比上升了 0.5 个百分点。除巴西外，所有重要市场均实现增长，印度和中国表现突出收入客公里增长率分别为 23.3% 和 11.7%。这些市场的增长主要得益于新增航线和航班频率的提升，航班频率的提升将继续成为 2017 年的趋势。相信这一趋势，必定会带动登机桥、机场摆渡车等相关产品的需求增加。

表 4：全球航空客运市场 2016 年载客率同比变化率

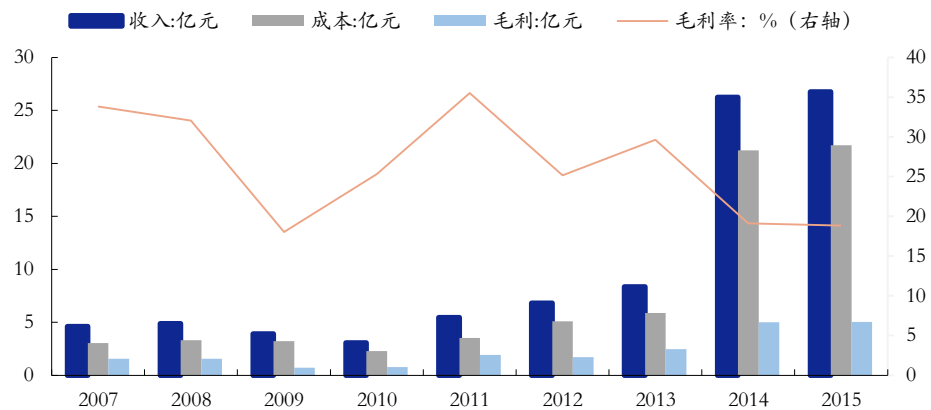
区域	全球市场份额	收入客公里	可利用座公里	载客率同比变化率	载客率水平
整体市场	100.0%	8.8%	6.6%	1.6%	80.6%
非洲	2.2%	5.8%	5.3%	0.3%	71.6%
亚太	32.9%	11.2%	8.0%	2.3%	80.8%
欧洲	26.4%	10.7%	7.2%	2.5%	80.6%
拉丁美洲	5.2%	5.0%	2.8%	1.7	81.2%
中东	9.6%	12.9%	11.6%	0.9%	77.4%
北美	23.6%	3.1%	3.0%	0.1%	83.0%
国内市场	36.3%	7.1%	5.8%	1.0%	81.5%
澳大利亚	1.0%	0.9%	0.2%	0.5%	78.6%
巴	1.2%	-1.9%	-4.3%	1.9%	81.7%
中国	8.7%	16.9%	13.1%	2.7%	81.4%
印度	1.3%	23.7%	21.4%	1.7%	88.6%
日本	1.1%	4.7%	-1.6%	4.1%	67.6%
俄联邦	1.3%	13.4%	11.2%	1.5%	75.0%
美国	14.9%	2.4%	2.7%	-0.3%	8.9%

资料来源：国际航协，安信证券研究中心

集团空港设备业务种类丰富，大有扩张之势。据金融投资报消息，中集集团是国内最早开发

生产登机桥的厂商之一，以超过 30% 的市场份额，位居全球第一，以 90% 的市场份额保持国内行业第一。集团的研发设计能力在同行业内处于领先地位，拥有众多的专利技术，其中包括多项在欧美获得授权的发明专利。2015 年集团的空港装备业务获得“中国专利奖”优秀奖和“广东省专利金奖”。全年累计申请专利 51 项、软件著作权登记 8 项，其中发明与 PCT 申请共 41 项，发明申请占比达 68% 左右。根据中集集团 2015 年报显示，集团空港设备业务占比为 4.67%。2016 年 1-9 月，公司空港装备业务实现销售收入 17.3 亿元，同比上升 6.5%。近年来盈利状况稳定，业务不断扩张，预期未来该项业务占比将进一步扩大。

图 47：中集集团空港设备业务盈利情况



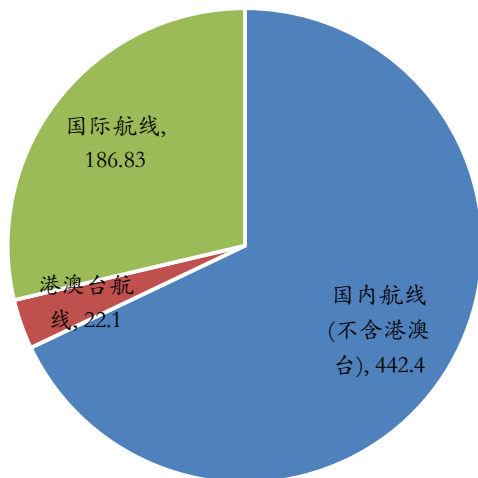
资料来源：wind，安信证券研究中心

2.4.2. 航空货运稳中有升，集团自动化物流系统前景广阔

航空物流业迎来蓬勃发展。航空货运的优势在于契合了产业结构升级，还能有效消化过剩产能，对于拉动就业及消费起着积极作用，是刺激国民经济增长、增强综合实力的新兴产业。经过多年的发展，我国航空货运业增长迅猛。2015 年全行业完成运输总周转量 851.65 亿吨公里，比上年增长 13.8%，完成货邮周转量 208.07 亿吨公里，比上年增长 10.8%。2015 年，国内航线完成运输总周转量 559.04 亿吨公里，比上年增长 10.0%，其中港澳台航线完成 16.22 亿吨公里，比上年增长 0.3%。国际航线完成运输总周转量 292.61 亿吨公里，比上年增长 21.9%。2015 年，全行业完成货邮运输量 629.3 万吨，比上年增长 5.9%。国内航线完成货邮运输量 442.4 万吨，比上年增长 3.9%，其中港澳台航线完成 22.1 万吨，比上年减少 1.0%；国际航线完成货邮运输量 186.83 万吨，比上年增长 10.9%。我国政府对于航空货运发展高度重视，先后在《物流业发展中长期规划(2014-2020 年)》、《关于促进快递业发展的若干意见》等文件中，提出新要求 and 目标。

图 48: 2015 年航空货运货邮运输量 (万吨)

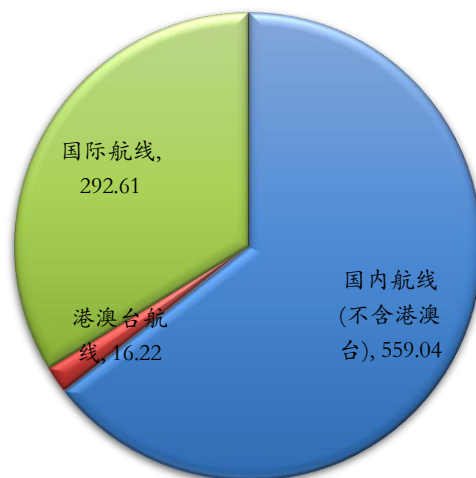
■ 国内航线(不含港澳台) ■ 港澳台航线 ■ 国际航线



资料来源: wind, 安信证券研究中心

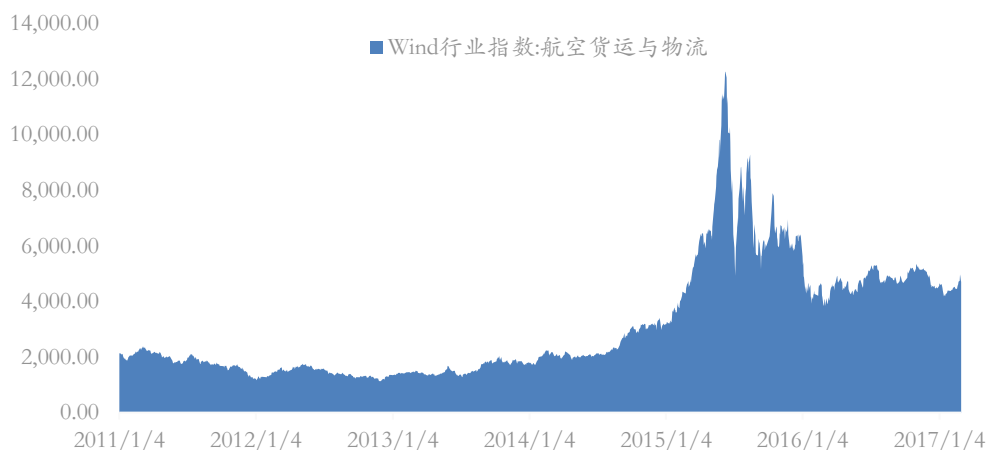
图 49: 2015 年航空货运运输总周转量 (亿吨公里)

■ 国内航线(不含港澳台) ■ 港澳台航线 ■ 国际航线



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 50: 航空货运与物流行业指数



资料来源: wind, 安信证券研究中心

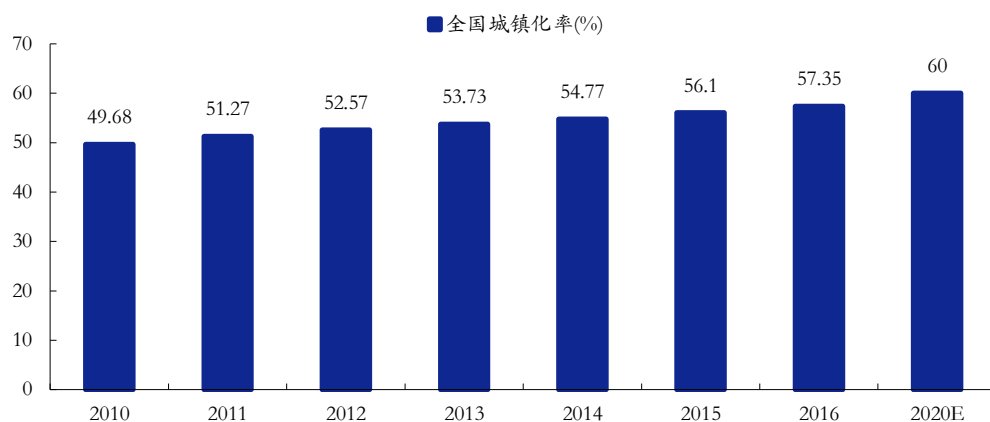
航空物流业的迅速发展也带动了对综合性航空物流系统的需求上行。中集集团为国内外多家航空公司和机场提供了合理周详的系统规划设计方案和成套专业设备, 航空货物处理系统市场占有率稳居全球前列, 国内市场份额逾 65%。近年来, 业务领域拓展至涉密销毁、勘探岩心、装备制造、钢铁、化工、电力、汽车、医药、食品等行业, 已成为国内外知名的物流系统集成商和核心设备供应商。作为致力于提供综合性物流自动化解决方案的全球性集成商, 中集空港旗下的德利国际航空物流业务领域遍布全球 40 多个国家, 目前已成为世界上最大的行李处理系统集成商之一, 同时在航空物流领域外的业务实现了跨越式增长, 已交付二十多个各类大型分拣中心项目, 赢得国内外电商快递行业巨头的高度认可。

2.4.3. 城镇化推动消防车和救援设备的需求攀升

城镇化率逐年上升。城镇化的过程是各个国家在实现工业化、现代化过程中所经历社会变迁的一种反映。推进新型城镇化和农业现代化, 促进城乡区域协调发展, 缩小城乡区域差距, 既是调整经济结构的重点, 也是释放发展潜力的关键。数据显示, 自 2011 年常住人口的城镇化率突破 50%起, 中国常住人口城镇化率明显放缓。2016 年底, 城镇常住人口 79298 万

人，比上年末增加 2182 万人，乡村常住人口 58973 万人，减少 1373 万人。

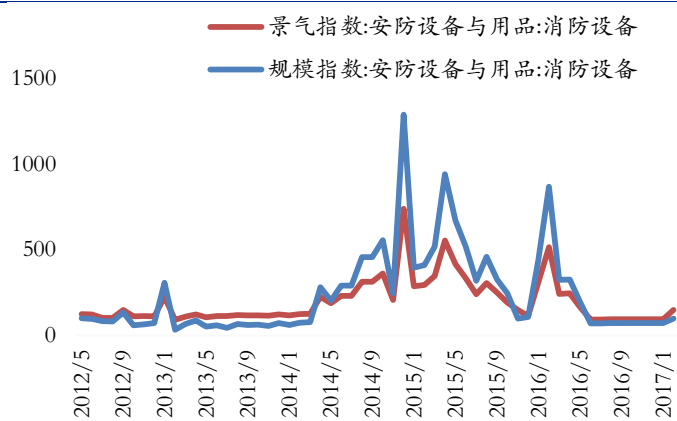
图 51：中国城镇化率



资料来源：wind，安信证券研究中心

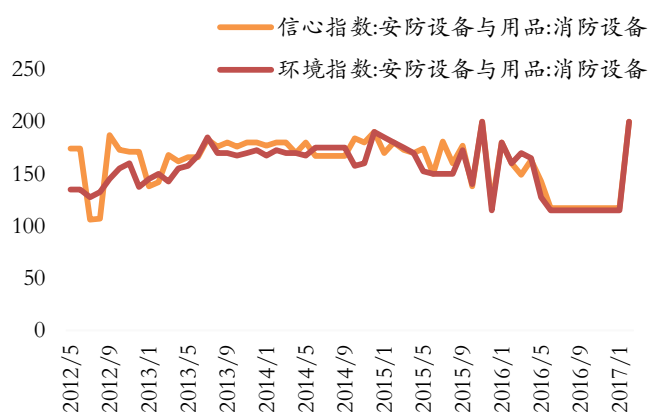
城镇化给消防安全提出巨大挑战，消防设备景气提升。人口逐渐向城镇集聚的同时也对城市的道路、绿化、医疗等公共基础设施带来了巨大的挑战，当然城镇化进程中的消防安全问题也是不容忽视的。据公安部消防局官方微博消息，2016 年，全国共接报火灾 31.2 万起，亡 1582 人，伤 1065 人，直接财产损失 37.2 亿元，与 2015 年相比，四项数字分别下降 10.1%、16.7%、12.2%和 14.6%。从火灾扑救情况看，54.4%的火灾在 30 分钟内被迅速扑灭，只有 7.1%的火灾扑救时间超过 2 个小时。未发生重大和特别重大火灾，新中国成立以来首次全年未发生一次亡 10 人以上的火灾。灭火效率的提升与消防器材和救援设备使用的增加是必不可分的。随着城镇化进一步深化，从消防安全角度对消防车等救援设备的需求也将会不断增加。

图 52：消防设备的景气指数和规模指数



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 53：消防设备的信心指数和环境指数



资料来源：wind，安信证券研究中心

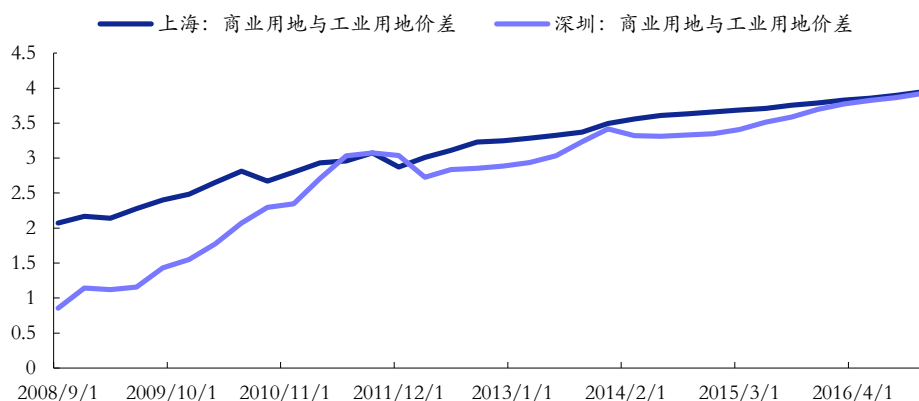
中集收购齐格勒，成功挺进消防领域。2013 年 12 月，中集以约 5 亿港币的价格最终完成了对齐格勒这家德国百年消防车名企的收购，正式步入消防车领域。中集完成对齐格勒的收购后，通过成本结构的改善和管理的优化，已经基本完成业务和管理整合，订单饱满经营形势不断向好。2015 年初，齐格勒公司向广西南宁市公安消防队交付 17 台大型多功能城市主战消防车，并在 2015 年的中国市场新获订单超过 100 台，打破了齐格勒在中国市场上的订单记录。2015 年 7 月，中集通过股权置换获得中国消防 30% 的股权。齐格勒作为德国最大的消防车企业，在德国市场所占份额也超过 30%，眼下中集正在布局美国市场。

进军意大利，中集全球布局进一步加大。2017年2月，中集旗下德国齐格勒消防及救援车辆（集团）有限责任公司正式签署协议，收购意大利著名举高平台生产厂家思蓝公司（CELA Srl）的25%的股份，成为思蓝公司战略性股东。齐格勒集团负责人表示，在世界范围内，不论是在消防举高平台领域，还是举高喷射领域，思蓝公司都具有悠久的历史和丰富的从业经验。齐格勒和思蓝的合作能够创造出协同效应，有益于双方公司发展。中集集团表示，通过入股思蓝公司，公司旗下齐格勒消防车业务全球布局再次扩大，也使得中集消防车产品进一步升级。

2.5. 盘活优质低成本土地储备，发展产业园及物流地产

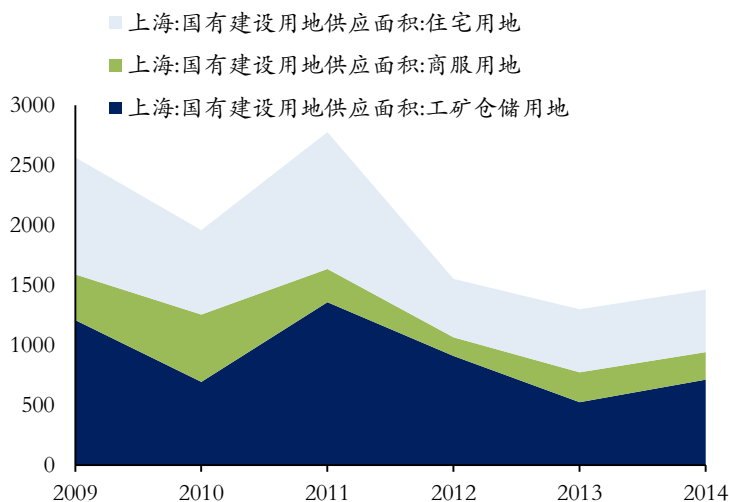
工业用地过剩，转型商业用地，实现利益最大化。在面临行业低谷期，工业用地过剩的情况下，转型商业用地是比较明智的选择，首先，中国积极推进城镇化政策，未来城市用地会持续增加，人口会向二线城市不断流动，居民生活用地、商业用地需求不断增加；其次，中国经济增速进入平稳增长阶段，工业用地产能过剩，外资流入速度放缓，导致土地的利益不能达到最大化，工转商方案的实施，有利于将土地价值提升到一个新的台阶。

图 54：深圳上海商业用地与工业用地的价差（万元/平方米）



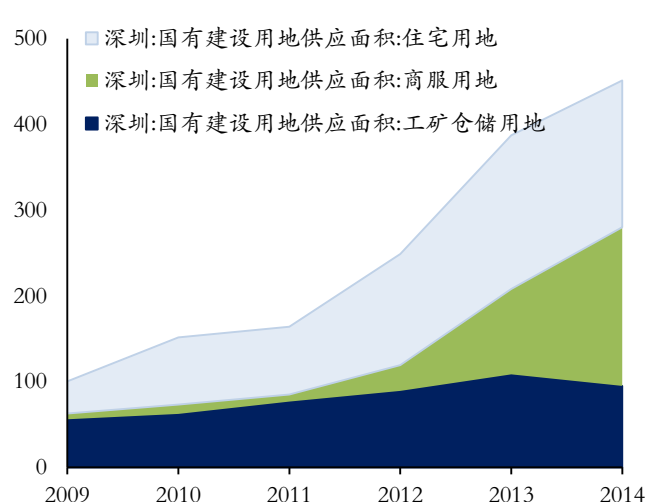
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 55：上海市国有建设用地供应面积情况（公顷）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 56：深圳市国有建设用地供应面积情况（公顷）



资料来源：wind，安信证券研究中心

多个项目竣工开盘，公司房地产业务盈利增加。2015 年公司年报中显示仅房地产业务就占 1.81%，高于重卡业务（1.28%）。2016 年 1-9 月，公司房地产开发业务实现销售收入 4.3 亿元，同比上升 20.9%。2016 年 1-9 月，公司房地产开发业务完成了多个项目，青岛胶州冷链研究院项目的竣工交付；广东阳江中集国际城五期二阶段竣工验收备案，五期三阶段开盘；东莞中集智谷项目二期全面启动，预计年内动工；镇江金山湖 1 号项目也将碧桂园展开合作。随着项目的竣工开盘，必定会进一步增加公司房地产业务的收入。

“工转商”谈判利好不断，公司土地实现增值。作为国内优秀的产业地产开发商，公司的土地储备主要布局在一线城市和部分发达的二线城市。公司目前拥有的深圳前海、上海宝山、深圳蛇口蛇太子港、坪山新区共四块用地，共占 196 万平方米。2016 年 9 月就深圳前海 52 万平方米的土地(原规划为物流用地)的方案框架已经完成。据估算，假设容积率为 3，即可以建成约 150 万平方米面积。进一步假设土地价格 4.5 万元/平方米，且对于可开发的面积后期公司将与政府做 4:6 或 5:5 的利益分割，则对应的资产价值可重估为 280-350 亿元。此外，2016 年年末，公司控股子公司上海中集冷箱与上海市宝山区土地储备中心签订房屋拆迁补偿协议书，上海中集冷箱将收到拆迁补偿款总计 5.7 亿元。先期公司获政府提供的 40% 补偿款项，对于可开发的面积后期公司将与政府做 4:6 的利益分割。深圳坪山新区、深圳蛇口太子港仍在协商中。相信随着项目的解决方案的不断落地，公司的市值也将因此而水涨船高。

表 5：中集集团部分一线城市核心土地储备

项目储备	土地面积 (万平方米)	总建筑面积 (万平方米)
东莞松山湖	35.3	47.8
深圳前海	52.4	150
深圳太子湾	6.4	20
深圳坪山	82	240
上海宝山	17.8	53.1
扬州通华	59	129.8
总计	252.9	640.7

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.6. 海工装备获政策扶持，油价助推产业周期复苏

截至 2016 年上半年，受国际原油价格低迷的持续影响，全球海洋工程装备市场继续大幅下滑。全球主流海洋石油钻探公司推迟了在建平台交付，未下订单。2015 年，全球共成交各类海洋工程装备 257 艘/座，同比减少超过六成。2016 年 1-6 月全球累计成交海洋工程装备订单仅 36 艘/座，在 2015 年低迷形势下继续大幅下滑。截至 2016 年上半年，本集团海洋工程业务实现销售收入人民币 3,703,689 千元（去年同期：人民币 5,043,275 千元），同比下降 26.56%；出现净亏损人民币 3,988 千元（去年同期：盈利人民币 18,658 千元），净利润出现亏损主要由于油价下调过程带来的新增订单缩减及手持订单的延期交付所致。在海工行业寒冬环境下，中集来福士努力克服困难，聚焦战略性产品，获得了中海油能源发展股份有限公司海洋石油 162 自升式采油平台订单；同时积极拓展新业务，2016 年上半年交付了 2 艘半潜式钻井平台的 5 年特检项目。据公司 2016 上半年半年报，中集来福士目前在手订单 14 个，合同金额近 40 亿美元。

OPEC 限产，剩余产能大幅下降，原油价格将呈现坚挺趋势，公司业绩有望好转。虽然美国页岩油产量增加，但是尚不足以对国际油价产生巨大影响。短期内，石油库存量较大，但是减产后将迅速去库存化，国际油价就会大幅走高。受益于一带一路政策的实施，大宗商品进出口贸易不断扩大，石油需求量激增。中国作为世界第二大经济体，现阶段经济发展逐步放

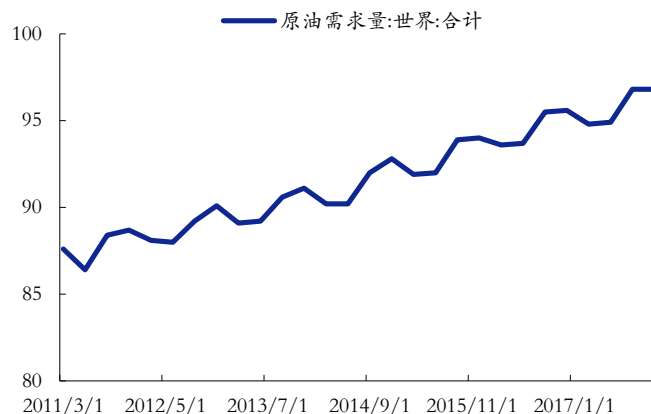
缓，但是金砖四国的综合实力不容小觑，未来将继续引领全球的经济增速。2016 年下半年，公司发展迎来转折，石油价格自 1 月份起连续上涨，最高时达到 50 美元/桶。OPEC 组织将于 11 月 30 日召开会议，商讨重新加入限制石油销售协议，这意味着石油价格上涨明年很可能继续。按照行业规律，一般 70 美元/桶的价格即可保证海工企业盈亏平衡，目前公司在手订单 10 亿美元。

图 57: OPEC 一揽子原油价格 (美元/桶)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

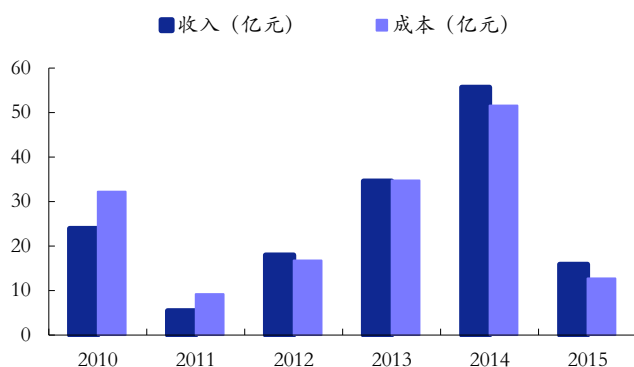
图 58: 世界原油需求量 (百万桶/天)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

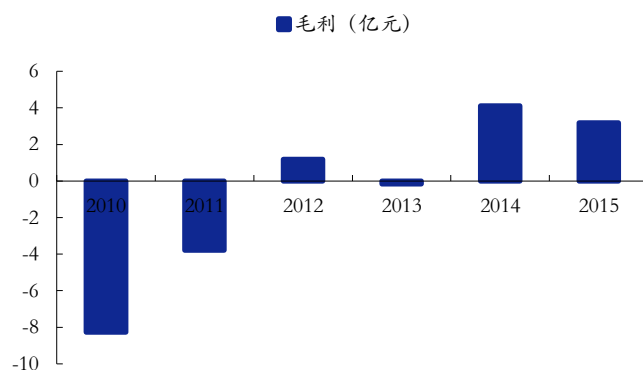
技术过硬支撑核心优势，中集来福士逐步扩大市场。在中国已经交付的 8 座半潜式钻井平台中，有 6 座来自中集来福士。不仅如此，公司在国内率先拥有批量化、产业化建造高端海工产品的能力。日前，公司的海工业务主要由子公司中集来福士开展，中集来福士是中集集团旗下专注设计建造高端海洋工程装备的专业化海工企业，已交付十座深水半潜平台和 11 座自升式平台，在建深水半潜式钻井平台手持订单占全球 25% 市场份额。中集集团下属中集来福士于 2 月 13 日在烟台命名交付建半潜式钻井平台“蓝鲸 1 号”，最大作业水深 3658 米，最大钻井深度 15240 米，是目前全球作业水深、钻井深度最深的半潜式钻井平台，也是中国船厂在海洋工程超深水领域的首个“交钥匙”工程，具有里程碑意义。该平台将由 Blue Whale 联合中国石油集团海洋工程有限公司共同履行服务合同，进行海洋能源勘探。

图 59: 中集集团海洋工程业务收入成本 (万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 60: 中集集团海洋工程业务毛利 (万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

海洋工程装备制造转型升级提高发展质量。在日前举行的中国深远海海洋工程装备技术产业联盟成立大会上，工信部副部长辛国斌表示，“十三五”时期，我国海洋工程装备制造制造业要找准转型升级和现实需求的结合点，提高发展质量的效率。争取到 2020 年，形成一批核

心竞争力强的世界级先进海洋工程装备制造企业；初步建成规模实力雄厚、创新能力强、质量效益好、结构优化的海洋工程装备工业体系，力争步入世界海洋工程装备制造先进国家行列。

中国先进制造产业投资基金在北京成立有望助力集团海工业务发展。2016年6月8日，中国先进制造产业投资基金在北京成立。集团作为海洋工程总装建造领域的优势企业，与中国先进制造产业投资基金管理人—国投签订合作框架协议。在签约的14家企业中，中集海工成为首家海工装备企业。投资基金将注资10亿元并获得中集集团15%股份，这笔资金将帮助中集海工在高端海工装备研发设计和总装建造，以及带动核心装备国产化上实现新的突破，使中集海工落实国家海洋战略和创新发展的动能与能力再度提升。

3. 竞争优势显著，助推业绩进一步提升

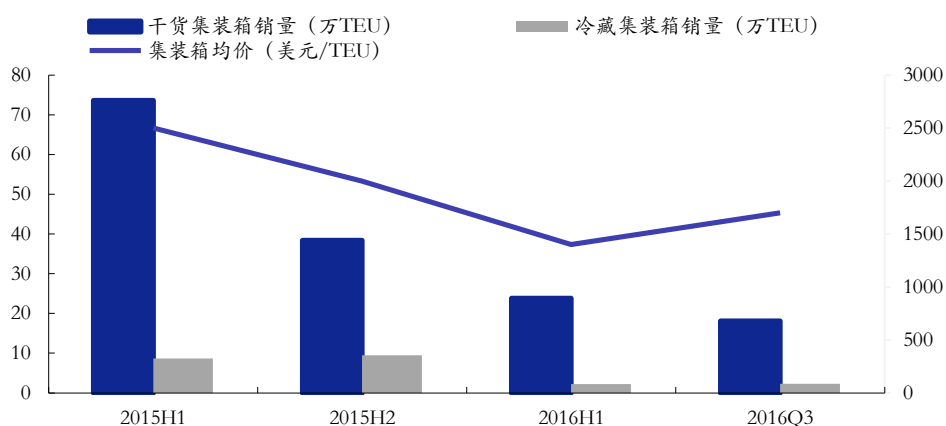
3.1. 集装箱业务方面具有完全的自主知识产权

集装箱业务是中集集团历史最悠久、规模最大的业务。中集集团在中国大陆多处港口设有生产基地，能够为客户提供全系列集装箱产品的公司，并拥有完全自主知识产权。中集集团集装箱业务涉及干货箱、冷藏箱、特箱、模块化建筑、地板五大业务，其产品遍及全球，是国际运输最主要的干线命脉。

往年业绩良好，历史增速明显。1996-2007年，中集集团集装箱产量一直处于递增的增长态势，其产量也是逐年倍增，2007年中集成为全球集装箱行业首家年产量突破200万TEU的企业。到了2016年上半年，全球经济不景气，导致出口持续走弱，集运贸易缺乏增长动力，进而班轮公司经营业绩持续下滑，再加上公司并购和承租业务处于整合期，市场前景表现不佳。2005年销量顶峰期开始，公司集装箱平均价格在慢慢降低，到了2016年上半年，才有了回升的态势。2017年，集装箱需求将从底部弹起，出现量价齐升的态势。

积极应对行业周期波动，力争业绩突破。下半年，集装箱业务仍继续强化一种内涵化的方式，提升行业的领导地位，同时注意市场波动的方向，在行为上继续收缩、调整产能，从而节约开支、提高效率。集团还会继续发展和探索与集装箱相关的新业务，引进新材料。

图 61：公司集装箱销量及单价



资料来源：公司公告,安信证券研究中心

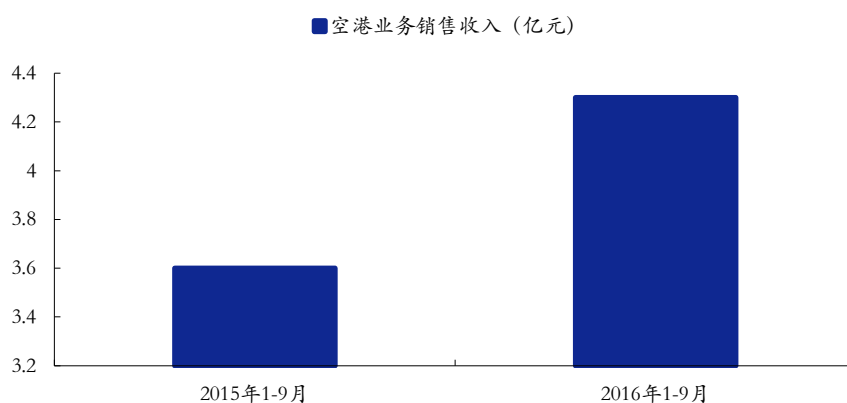
3.2. 全球最大的旅客机登机桥供应商，产品遍布世界机场

公司是全球领先的旅客登机桥供应商，产品已遍布全球 200 多个民航机场。公司拥有超 300 项的专利技术，其中包括多项在欧美获得授权的发明专利，如接驳全球最大客机 A380 的四轮登机桥专利。目前中集空港已为全球近 60 个国家、200 多个机场提供了近 4,000 台登机桥。公司为全球 63 个国家(地区)的 243 个机场已经建造或将建造 4981 条登机桥，占全球登机桥新增市场的 40%份额，其中 108 家机场属于境外机场。

拿下中东最大的机场登机桥订单，打开中东市场。2016 年 8 月 1 日中集集团对外宣布，公司以 1800 万美元的合同金额拿下了中东最大的机场——迪拜国际机场 32 条登机桥的订单。迪拜机场是全球最有代表性的航空中转枢纽机场，全球很多远距离的跨洋飞行航班都会选择迪拜中转，航空业务极为繁荣，近几年的订单总额相当于全球市场的 10%，是美国、欧洲、中国之外的最大市场，拿下迪拜机场就相当于胜利攻入中东市场。

在北京及南美智利同时期斩获过亿订单，继续扩大市场份额。近日，中集集团旗下中集天达斩获南美智利、中国北京过亿订单。其中，签约智利首都圣地亚哥机场 50 多台登机桥的合同，金额超过 1.3 亿元，成为在南美获得的最大订单；签约北京大兴国际机场 100 余座登机桥订单，金额超 1.7 亿元，也是迄今为止为国内单一最大订单。目前，中集登机桥产品已入全球 259 个机场，国外业务占半数，登机桥总量 5441 台，占全球市场份额的 50%左右。产品性能提升，空港业务销售收入同比增长。2016 年 1-9 月，公司空港装备业务实现销售收入 17.3 亿元，同比上升 6.5%，主要由于公司积极整合业务，提升产品性能，寻求核心技术的掌握。

图 62：公司空港业务销售收入对比（亿元）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

3.3. 能源装备业务覆盖上中下产业链，提供一条龙式服务

全资子公司专业负责能源装备业务。能源装备业务是中集集团下属的中集安瑞科主要从事的业务，主要从事能源行业的各类型运输、储存及加工装备的设计、开发、制造、工程及销售，并提供相应的技术保养服务。中集集团的能源装备产品及服务遍布全国，在国内享有盛名，其为中国的航天事业做出了杰出贡献。其能源准备产品曾一度出口至东南亚、欧洲及北美洲和南美洲，并在欧洲设立相关生产基地，全球反响一片大好。

及时进行业务调整，公司眼光长远。自 2016 年以来，国际油价持续下跌，能源产品尤其是天然气装备的销量也呈不同趋势的下滑，这是因为天然气的价格相对于石油而言在市场上处

于劣势。为此，在此期间，中集安瑞科停止了对南通太平洋全部股权的收购行为。2016年上半年，中集安瑞科能源装备业务实现营业收入1,445,660千元，比去年同期下降17.62%。相应的，中集安瑞科急于开发新的产品与强化项目研发的效率，公司对能源装备业务进行了改善：研发了液货舱、LNG全容罐、LNG加气站以及新系列低温罐，甚至还开发多种LPG装备。

公司能源装备业务涉及上、中、下游三种模式。上游主要是能源的开采与加工，所使用的装备有天然气等液化装置、井口气回收装置以及LNG接收站；中游主要是能源储存与运输，所使用的装备有高压气体运输车、CNG储气瓶组、低温液体运输车、LNG低温储罐、中压气体运输车以及液化气体运输船；下游主要是能源的应用，所使用的装备有CNG液站式子站、CNG压缩式加气子母站、CNG气瓶、LNG/L-CNG加气站、LNG卫星站、LNG车用气瓶以及中小型低温供气系统。能源液化装置标准化，首次用MRC和膨胀制冷工艺，大大提高液化工艺效率；能源储存设备采用自动化生产线，并能灵活搭配运输方式；能源运用装置引进美国加气子站技术，采用PLC控制，装置使用灵活自如，可以便捷移动。

图 63：中集能源装备产业链



资料来源：中集安瑞科

图 64：中集安瑞科旗下能源装备



资料来源：中集安瑞科，安信证券研究中心

受制油价运行压力，服务模式再创新。受油价持续低位运行的影响，预计中国天然气行业短期内仍然面对压力，一条龙服务模式又即将要有所更新，因为天然气装备的市场仍处于低迷状态。下半年，总体而言，公司会以内涵优化的模式去降低成本，并加强对新加入企业的整合工作。而能源装备分部将继续降低生产成本，提升创新水平，积极探索海外市场机会，增强中小型 LNG、液化乙烯气体（LEG）及 LPG 运输船付运项目的能力，继续开发小型 LNG 液化系统及设备以及 EPC 服务的商机。公司拥有多元化业务组合，形成“制造+服务+金融”的产业生态体系。

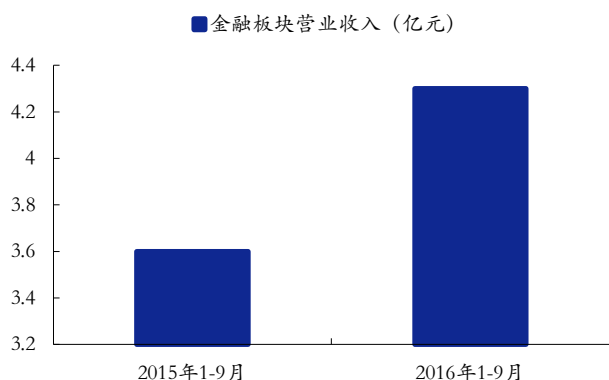
3.4. 多元化业务平台，“制造+服务+金融”产业生态体系

立足于制造业，公司多项业务均世界领先。集装箱产业是公司历史最悠久、规模最大的业务，拥有数十个遍布在中国大陆所有重要港口的生产基地。公司为拥有完全自主知识产权的供应商，涉及干货箱、冷藏箱、特箱、模块化建筑、地板五大业务，产品遍及北美、欧洲、亚洲等全球主要的物流系统。同时在道路运输车辆业务为全球客户提供品种多样的专用汽车产品、专用汽车关键零部件及销售服务等，产品年销量超过 11 万台。此外，公司在能源化工及食品装备，海洋工程，空港设备等领域均处于世界前列。公司在这些领域出色的研发能力是公司发展的稳固根基。

融合物流装备制造，积极发展物流服务。公司积极融合物流装备制造和物流服务优势，深耕跨境物流、集装箱系统服务、多式联运、装备物流四个业务领域，现已成为中国 5A 级物流企业，主要提供的产品和服务包括：物流装备制造及服务、集装箱全生命周期服务、国际船舶代理、产业物流、跨境电商、运输平台、项目物流、国际货运代理、外贸综合服务等。近年来，国内物流行业运行呈现“稳中渐升”的特点。消费对物流需求的贡献持续提升，国际物流需求好转，物流需求结构继续优化。物流费用规模扩张速度有所放缓，物流运行效率有所提升。随着相关行业规划和国家战略的相继出台、传统物流行业改革的深入推进，以及“互联网+”对物流行业的提质增效，我国物流业仍有较大的发展机遇。

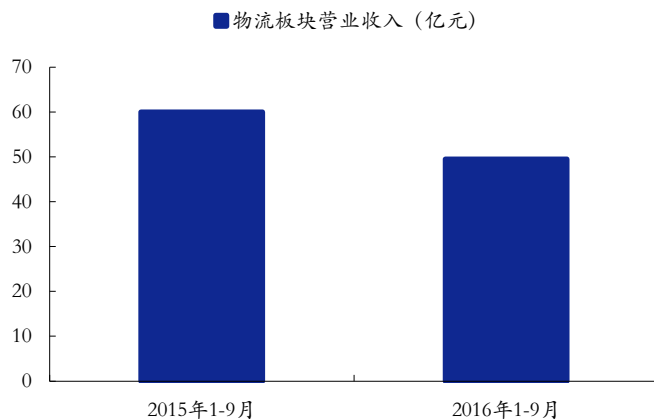
公司依托自身产业经验，为客户提供具有竞争力的融资方案。公司设立了由中集集团财务有限公司、中集融资租赁有限公司两家公司组成的金融板块，在海洋工程、道路运输车辆、能源化工及食品装备等领域为客户提供融资租赁、经营租赁及其他多样化的创新金融解决方案。通过产融结合模式的探索，不断提升产业竞争力，深度满足客户的多样化需求。作为中国租赁行业的领军企业之一，中集融资租赁公司依托中集集团全球化运营网络和多元化产业格局，与集团各产业联合营销，向客户提供装备+金融服务的“一站式”解决方案。作为一家国际化公司，中集融资租赁在中国、美国、香港设立多家子公司，业务遍布美洲、欧洲、澳洲等全球主流市场。

图 65：公司金融板块业务营业收入对比（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 66：公司物流业务营业收入对比（万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

4. 盈利预测与估值水平

我们预计公司 2016 年-2018 年的净利润分别为 9.12 亿元、20.35 亿元、27.99 亿元。公司是全球唯一能够提供全系列集装箱产品的供应商，集装箱业务也是公司规模最大，历史最悠久的业务。随着全球航运业回暖，带动集装箱需求攀升，公司的集装箱业务有望反弹。此外，由于海工装备获政策扶持，油价助推产业周期复苏，公司的海工业务也有望好转。我们看好公司的集装箱和海工业务近两年的发展，建议维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 19.80 元。

5. 风险提示

集装箱需求波动风险，海工业务复苏低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	70,070.9	58,685.8	50,438.6	58,863.9	69,059.6	成长性					
减:营业成本	58,769.0	48,081.2	42,247.2	48,783.0	57,317.4	营业收入增长率	21.1%	-16.2%	-14.1%	16.7%	17.3%
营业税费	403.1	433.0	373.2	435.6	511.0	营业利润增长率	-2.2%	-10.7%	-57.7%	128.7%	40.0%
销售费用	2,348.2	2,574.9	2,219.3	2,354.6	2,417.1	净利润增长率	13.6%	-20.3%	-53.8%	123.2%	37.5%
管理费用	4,656.5	4,147.0	3,530.7	3,826.2	4,488.9	EBITDA 增长率	10.0%	-1.8%	-24.2%	38.5%	18.3%
财务费用	519.2	627.8	1,121.9	1,089.7	986.4	EBIT 增长率	0.2%	-6.4%	-33.7%	66.3%	26.3%
资产减值损失	284.1	551.2	550.0	300.0	100.0	NOPLAT 增长率	15.1%	-22.0%	-33.6%	75.7%	26.3%
加:公允价值变动收益	-228.7	-103.0	74.7	-0.7	-24.4	投资资本增长率	23.4%	27.9%	6.1%	-3.4%	-6.3%
投资和汇兑收益	435.9	776.1	775.0	775.0	775.0	净资产增长率	11.4%	30.1%	-1.3%	5.2%	6.4%
营业利润	3,297.9	2,943.7	1,246.0	2,849.1	3,989.4	利润率					
加:营业外净收支	272.5	262.6	230.0	270.0	300.0	毛利率	16.1%	18.1%	16.2%	17.1%	17.0%
利润总额	3,570.4	3,206.4	1,476.0	3,119.1	4,289.4	营业利润率	4.7%	5.0%	2.5%	4.8%	5.8%
减:所得税	536.5	934.4	428.0	779.8	1,072.3	净利润率	3.5%	3.4%	1.8%	3.5%	4.1%
净利润	2,477.8	1,974.0	911.7	2,035.2	2,798.8	EBITDA/营业收入	7.8%	9.2%	8.1%	9.6%	9.7%
						EBIT/营业收入	5.4%	6.1%	4.7%	6.7%	7.2%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	84	126	151	121	95
货币资金	3,667.4	4,487.2	4,035.1	4,709.1	5,524.8	流动营业资本周转天数	57	71	107	107	85
交易性金融资产	427.7	133.3	340.2	300.4	258.0	流动资产周转天数	222	272	292	274	270
应收账款	14,055.4	13,920.7	10,177.7	17,946.1	15,024.4	应收账款周转天数	69	86	86	86	86
应收票据	1,591.7	1,369.6	1,432.5	1,837.7	1,881.7	存货周转天数	84	102	109	99	100
预付账款	5,223.4	3,290.2	4,220.4	4,452.1	5,737.6	总资产周转天数	412	597	735	642	575
存货	16,773.4	16,416.6	14,095.2	18,426.8	19,784.8	投资资本周转天数	213	320	431	374	303
其他流动资产	3,433.2	3,912.7	3,880.0	3,880.0	3,880.0	投资回报率					
可供出售金融资产	396.0	420.9	274.7	363.9	353.2	ROE	11.1%	6.9%	3.3%	6.9%	8.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.5%	2.1%	1.1%	2.1%	2.9%
长期股权投资	1,165.7	2,036.4	2,036.4	2,036.4	2,036.4	ROIC	8.7%	5.5%	2.9%	4.8%	6.2%
投资性房地产	365.6	438.8	438.8	438.8	438.8	费用率					
固定资产	19,051.1	21,947.6	20,478.0	19,008.4	17,538.8	销售费用率	3.4%	4.4%	4.4%	4.0%	3.5%
在建工程	10,460.9	17,040.4	17,040.4	17,040.4	17,040.4	管理费用率	6.6%	7.1%	7.0%	6.5%	6.5%
无形资产	4,397.5	5,006.5	4,763.9	4,521.3	4,278.7	财务费用率	0.7%	1.1%	2.2%	1.9%	1.4%
其他非流动资产	6,767.1	16,342.3	15,894.7	15,861.6	15,828.4	三费/营业收入	10.7%	12.5%	13.6%	12.4%	11.4%
资产总额	87,776.2	106,763.2	99,108.1	110,823.0	109,605.9	偿债能力					
短期债务	11,239.5	17,909.0	17,305.4	20,116.5	23,153.3	资产负债率	68.9%	66.8%	64.7%	66.7%	64.2%
应付账款	16,651.9	14,178.0	6,945.6	16,090.9	18,936.4	负债权益比	221.7%	200.8%	182.9%	200.7%	179.5%
应付票据	1,684.0	1,749.1	128.6	2,039.6	1,022.9	流动比率	1.04	0.95	1.09	1.01	0.93
其他流动负债	13,764.7	12,085.1	10,664.3	12,729.3	12,722.0	速动比率	0.66	0.59	0.69	0.65	0.58
长期借款	11,110.3	23,684.8	24,230.3	19,377.9	12,126.3	利息保障倍数	7.35	5.69	2.11	3.61	5.04
其他非流动负债	6,043.7	1,662.2	4,800.0	3,616.9	2,426.4	分红指标					
负债总额	60,494.1	71,268.3	64,074.2	73,971.1	70,387.4	DPS(元)	0.28	0.22	0.08	0.18	0.25
少数股东权益	4,991.8	6,953.6	7,089.8	7,393.9	7,812.1	分红比率	33.6%	33.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	2,672.6	2,977.8	3,403.5	3,403.5	3,403.5	股息收益率	1.7%	1.4%	0.5%	1.1%	1.5%
留存收益	20,464.9	24,048.6	24,540.7	26,054.5	28,002.9						
股东权益	27,282.1	35,494.9	35,033.9	36,851.8	39,218.5						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	3,033.9	2,272.0	911.7	2,035.2	2,798.8	EPS(元)	0.83	0.66	0.27	0.60	0.82
加:折旧和摊销	1,661.8	1,809.2	1,712.2	1,712.2	1,712.2	BVPS(元)	7.48	9.58	8.21	8.66	9.23
资产减值准备	284.1	551.2	-	-	-	PE(X)	19.4	24.3	60.1	26.9	19.6
公允价值变动损失	228.7	103.0	74.7	-0.7	-24.4	PB(X)	2.2	1.7	2.0	1.9	1.7
财务费用	479.3	1,002.0	1,121.9	1,089.7	986.4	P/FCF	66.1	10.2	108.6	60.4	47.2
投资损失	-435.9	-776.1	-775.0	-775.0	-775.0	P/S	0.7	0.8	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	556.1	298.0	136.2	304.1	418.2	EV/EBITDA	15.0	17.2	21.8	15.1	11.9
营运资金的变动	1,483.5	-20,069.3	-4,715.3	395.4	2,080.5	CAGR(%)	-8.3%	12.3%	-26.5%	-8.3%	12.3%
经营活动产生现金流量	6,434.5	-3,610.2	-1,533.5	4,760.9	7,196.7	PEG	-2.3	2.0	-2.3	-3.2	1.6
投资活动产生现金流量	-11,553.8	-12,584.8	535.9	765.5	870.6	ROIC/WACC	1.4	0.9	0.5	0.8	1.0
融资活动产生现金流量	3,941.0	16,505.7	545.5	-4,852.4	-7,251.6	REP	1.3	1.8	3.1	1.9	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王书伟声明，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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034