

2017年07月07日

中集集团 (000039.SZ)

重整收购 SOE，完善天然气产业链布局

■ **事件：**7月6日，中集集团发布公告称，公司非全资子公司中集安瑞科重整收购南通太平洋 (SOE) 100%股权，重整投资总额为8亿元。

■ **二次联姻，公司完善天然气产业链布局。**本次收购是中集安瑞科第二次对 SOE 发起收购。2015 年公司曾拟 7 亿收购 SOE 全部股权却因后期财务审核中 SOE 资产存在较大差异而搁浅。此次重整收购协议允许公司根据 SOE 实际价值调整交易总价，最大程度保证公司利益。SOE 主要从事 IMO C 型液货罐、LEG、LPG、LNG 运输船等业务，与安瑞科业务形成较好协同，能够弥补安瑞科的市场缺口。收购完成后，公司进一步完善了天然气上下游产业链布局，安瑞科入主后将协助 SOE 尽快解决债务问题，SOE 将用交易作价的 8 个亿偿还所有债权人的债务 (全体债权人债务总额 31 亿，其中安瑞科 14.8 亿元)。我们认为，SOE 甩掉历史包袱后，将实现轻装上阵，业绩有望迎来较大改善。

■ **未偿财务资助计提充分，对公司未来财务影响有限。**2016 年 6 月公司终止收购 SOE 时，同时终止对 SOE 提供财务资助，并对已提供给 SOE 的第一期代价款、预付代价款、贷款及担保共计 14.8 亿元计提了约 12.1 亿元的资产减值拨备，替春和集团贷款约 1.8 亿元已完全计提。考虑到 14.8 亿的应收款回收率可能不足 20%，公司或将继续计提 1 亿资产减值拨备，而春和计提的 1.8 亿贷款可能通过法律途径冲回。计提充分，公司已完全消化违约风险。此次收购完成后，对公司未来财务影响有限。

■ **集装箱业务复苏韧性强劲，看好公司全年业绩表现。**年初至今我们一直密切关注集装箱业务复苏持续性，依然坚定复苏逻辑不变！全球贸易回暖+设备更新双重利好带来集装箱全年旺盛需求。2017 年 1-5 月公司干货集装箱累计销量 41.2 万 TEU (121.51%)，冷藏箱累计销量 3.07 万 TEU (52.53%)。其中冷藏箱需求在 5 月大幅回暖，销量同比大涨 402%，冷箱需求或迎来复苏拐点。2017Q1 公司预收账款比去年底增长 18%，侧面印证在手订单充裕。我们预计 2017 年全年集装箱行业将有 200 万箱的需求，预计带来 88 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，量价齐升背景下，预计公司业绩将迎来持续性恢复增长。

■ **投资建议：**SOE 在 LEG/LPG/LNG 运输船业务领域过往业绩优秀，能够弥补安瑞科在该市场的产品空缺，形成较好协同。收购完成后，公司进一步完善了在天然气上下游产业链的布局，我们预计公司 2017 年-2019 年收入增速分别为 26.0%、20.0%、15.0%，净利润增速分别为 252.2%、29.5%、26.4%，公司作为集装箱龙头企业，业务多元化发展；维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 22.00 元。

■ **风险提示：**全球贸易复苏不及预期，汇率风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	58,685.8	51,111.7	64,400.7	77,280.8	88,872.9
净利润	1,974.0	539.7	1,900.6	2,461.7	3,111.8
每股收益(元)	0.66	0.18	0.64	0.83	1.04
每股净资产(元)	9.58	9.83	9.51	10.19	11.09

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	26.5	96.9	27.5	21.2	16.8
市净率(倍)	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6
净利润率	3.4%	1.1%	3.0%	3.2%	3.5%
净资产收益率	6.9%	1.8%	6.7%	8.1%	9.4%
股息收益率	1.3%	0.0%	0.8%	0.9%	0.8%
ROIC	5.5%	1.1%	4.4%	5.0%	6.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

起重运输设备

投资评级 **买入-A**

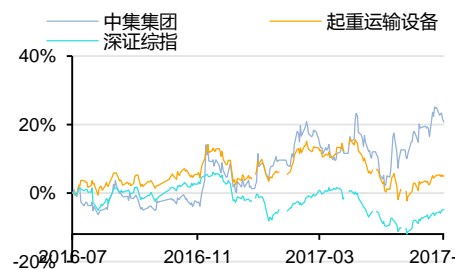
维持评级

6 个月目标价：**22.00 元**
股价 (2017-07-07) **17.42 元**

交易数据

总市值 (百万元)	51,886.81
流通市值 (百万元)	21,971.86
总股本 (百万股)	2,978.58
流通股本 (百万股)	1,261.30
12 个月价格区间	13.53/18.06 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.91	10.29	27.42
绝对收益	3.02	4.81	22.6

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

李倩倩

报告联系人

liqq@essence.com.cn

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

相关报告

中集集团：中集集团公司快报点评/王书伟	2017-06-26
中集集团：集装箱业务强劲反弹，多元化布局助力公司发展/王书伟	2017-06-26
中集集团：一季度业绩回升符合预期，多元布局强化优势/王书伟	2017-04-28
中集集团：中集来福士与挪威签署战略合作协议，公司多项业务迎来增长/王书伟	2017-04-13
中集集团：计提拨备致业绩下滑，集装箱/LNG 周期	2017-03-28

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	58,685.8	51,111.7	64,400.7	77,280.8	88,872.9	成长性					
减:营业成本	48,081.2	41,482.0	52,164.6	62,597.5	71,098.4	营业收入增长率	-16.2%	-12.9%	26.0%	20.0%	15.0%
营业税费	433.0	503.1	493.2	640.9	737.6	营业利润增长率	-10.7%	-72.8%	283.9%	48.0%	40.7%
销售费用	2,574.9	2,157.0	2,254.0	2,163.9	2,310.7	净利润增长率	-20.3%	-72.7%	252.2%	29.5%	26.4%
管理费用	4,147.0	4,208.6	4,701.2	5,177.8	5,954.5	EBITDA 增长率	-1.8%	-33.3%	80.0%	23.8%	22.4%
财务费用	627.8	719.1	1,338.2	1,399.5	1,343.7	EBIT 增长率	-6.4%	-57.5%	190.3%	34.9%	30.2%
资产减值损失	551.2	2,089.6	975.0	1,205.3	1,423.3	NOPLAT 增长率	-22.0%	-74.1%	345.9%	22.2%	22.4%
加:公允价值变动收益	-103.0	613.9	116.5	-44.0	-9.5	投资资本增长率	27.9%	12.4%	8.0%	-1.2%	3.2%
投资和汇兑收益	776.1	234.4	482.1	497.6	404.7	净资产增长率	30.1%	10.3%	-1.3%	6.8%	8.6%
营业利润	2,943.7	800.5	3,073.1	4,549.6	6,399.9	利润率					
加:营业外净收支	262.6	901.5	478.9	547.7	642.7	毛利率	18.1%	18.8%	19.0%	19.0%	20.0%
利润总额	3,206.4	1,702.1	3,552.0	5,097.2	7,042.6	营业利润率	5.0%	1.6%	4.8%	5.9%	7.2%
减:所得税	934.4	967.1	1,195.7	2,032.5	3,060.1	净利润率	3.4%	1.1%	3.0%	3.2%	3.5%
净利润	1,974.0	539.7	1,900.6	2,461.7	3,111.8	EBITDA/营业收入	9.2%	7.0%	10.0%	10.4%	11.0%
						EBIT/营业收入	6.1%	3.0%	6.8%	7.7%	8.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	126	155	119	92	73
						流动资产周转天数	71	100	106	105	104
						流动资产周转天数	272	341	312	300	295
						应收账款周转天数	86	123	122	115	112
						存货周转天数	102	119	100	107	107
						总资产周转天数	597	815	694	606	556
						投资资本周转天数	320	438	383	329	289
						投资回报率					
						ROE	6.9%	1.8%	6.7%	8.1%	9.4%
						ROA	2.1%	0.6%	1.9%	2.2%	2.9%
						ROIC	5.5%	1.1%	4.4%	5.0%	6.2%
						费用率					
						销售费用率	4.4%	4.2%	3.5%	2.8%	2.6%
						管理费用率	7.1%	8.2%	7.3%	6.7%	6.7%
						财务费用率	1.1%	1.4%	2.1%	1.8%	1.5%
						三费/营业收入	12.5%	13.9%	12.9%	11.3%	10.8%
						偿债能力					
						资产负债率	66.8%	68.6%	68.8%	69.7%	67.6%
						负债权益比	200.8%	218.4%	220.1%	230.5%	208.2%
						流动比率	0.95	1.15	1.05	1.05	1.14
						速动比率	0.59	0.78	0.72	0.65	0.75
						利息保障倍数	5.69	2.11	3.30	4.25	5.76
						分红指标					
						DPS(元)	0.22	-	0.14	0.15	0.14
						分红比率	33.2%	0.0%	22.3%	18.5%	13.6%
						股息收益率	1.3%	0.0%	0.8%	0.9%	0.8%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	2,272.0	735.0	1,900.6	2,461.7	3,111.8	EPS(元)	0.66	0.18	0.64	0.83	1.04
加:折旧和摊销	1,809.2	2,191.8	2,050.6	2,050.6	2,050.6	BVPS(元)	9.58	9.83	9.51	10.19	11.09
资产减值准备	551.2	2,089.6	-	-	-	PE(X)	26.5	96.9	27.5	21.2	16.8
公允价值变动损失	103.0	-613.9	116.5	-44.0	-9.5	PB(X)	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6
财务费用	1,002.0	1,798.0	1,338.2	1,399.5	1,343.7	P/FCF	11.1	38.7	-16.9	16.6	183.8
投资损失	-776.1	-234.4	-482.1	-497.6	-404.7	P/S	0.9	1.0	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	298.0	195.3	455.7	603.0	870.7	EV/EBITDA	17.2	22.3	14.7	11.5	9.4
营运资金的变动	-20,069.3	-206.3	-3,750.8	-3,300.9	-4,009.5	CAGR(%)	10.5%	75.6%	-8.1%	10.5%	75.6%
经营活动产生现金流量	-3,610.2	2,341.6	1,628.7	2,672.5	2,953.1	PEG	2.5	1.3	-3.4	2.0	0.2
投资活动产生现金流量	-12,584.8	-6,854.7	1,074.5	352.9	303.7	ROIC/WACC	0.9	0.2	0.7	0.8	1.0
融资活动产生现金流量	16,505.7	7,511.0	-3,877.1	-1,995.0	-2,329.4	REP	1.8	6.8	1.9	1.6	1.3

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
	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
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	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