

【广发机械&海外】中集集团 (000039.SZ/02039.HK) 跟踪研究
集装箱市场环境改善, 更新需求或将逐步释放
核心观点:

供给保持紧张, 存量消化良好: 当前集运贸易保持向好态势, 集装箱供给处于较紧张状态, 主要集装箱制造企业 3 季度排产饱满。以租箱公司情况来看, 2017 年上半年仅 TRITON 一家新箱购置就占据供给租赁企业部分的 56.2%, 少数几家具备规模优势的龙头企业抢占了更大份额的投资机会。而从集装箱存量情况来看, 租箱公司出租率持续提升, 在厂堆存也处于低位。即使是在进行了积极的新箱投资后, TRITON 等几家大型国际租箱公司在 2017Q2 的出租率均较前一季度进一步提升 1~2 个百分点。从 16Q4 以来, 租箱公司开始逐步扭转亏损状态, 未来随着盈利改善逐步传导开来, 新箱投资需求空间将进一步扩展。

在役集装箱老龄化, 更新需求或将逐步释放: 租赁企业早年将集装箱更新年限设为 10~12 年, 而近年来由于贸易低迷、效益不佳, 更新年限往 15~16 年延长, 租赁企业在役集装箱呈现老龄化。以 Textainer 公司为例, 其干箱平均保有年限达到 9.4 年, 其中保有年限达到 10 年的集装箱共 143.3 万 TEU, 占干箱总量的 52.2%; 超过 15 年的干箱则达到 50.6 万 TEU。旧箱处置作为租赁公司对集装箱生命周期管理的重要环节, 在当期旧箱处置扭亏为盈、同时长租将在 2018-2019 年迎来较集中到期的背景下, 租箱公司正积极对旧箱进行处置, 更新需求有望逐步得到释放。

盈利预测和投资建议: 我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.924、1.148 和 1.367 元。基于公司主要业务从需求底部回升, 同时公司资产具有重估弹性, 我们给予中集集团 A 股和 H 股均为“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; 油价低迷对于海工装备业务的影响风险。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	58,685.80	51,111.65	70,642.36	82,338.94	90,736.56
增长率 (%)	-16.25%	-12.91%	38.21%	16.56%	10.20%
EBITDA (百万元)	5,258.79	4,952.78	6,811.87	8,037.22	8,858.66
净利润 (百万元)	1,974.01	539.65	2,752.58	3,417.88	4,072.15
增长率 (%)	-20.30%	-72.70%	410.10%	24.20%	19.10%
EPS (元/股)	0.663	0.181	0.924	1.148	1.367
市盈率 (P/E)	31.67	80.77	19.77	15.91	13.37
市净率 (P/B)	2.19	1.50	1.72	1.58	1.43
EV/EBITDA	19.90	18.53	14.11	11.63	10.18

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	18.27 元
前次评级	买入
报告日期	2017-08-13

相对市场表现

分析师: 罗立波 S0260513050002


021-60750636

luolibob@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发机械&海外】中集集团 (000039.SZ/02039.HK) 公告点评: 补偿款影响积极, 集装箱弹性充分 2017-08-04
- 【广发机械&海外】中集集团 (000039.SZ/02039.HK) 公告点评: 经营业绩向好, 资产盘活有望加快 2017-07-18
- 中集集团跟踪研究: 集装箱保持景气, 量价向上带来盈利弹性 2017-07-03

联系人: 周静 zhoujing@gf.com.cn

目录索引

供给保持紧张，存量消化良好	4
集运贸易保持向好态势	4
新箱供给受限，龙头企业抢占投资机会	5
存量消化良好，租赁企业出租率持续提升	6
新箱价格维持较高水平，旧箱处置扭亏为盈	7
压抑的更新需求或将逐步释放	10
更新需求被压抑，在役集装箱老龄化	10
旧箱市场环境改善，迎来结构调整期	12
中集集团：集装箱业务改善明显	16
盈利预测、投资建议和风险提示	17

图表索引

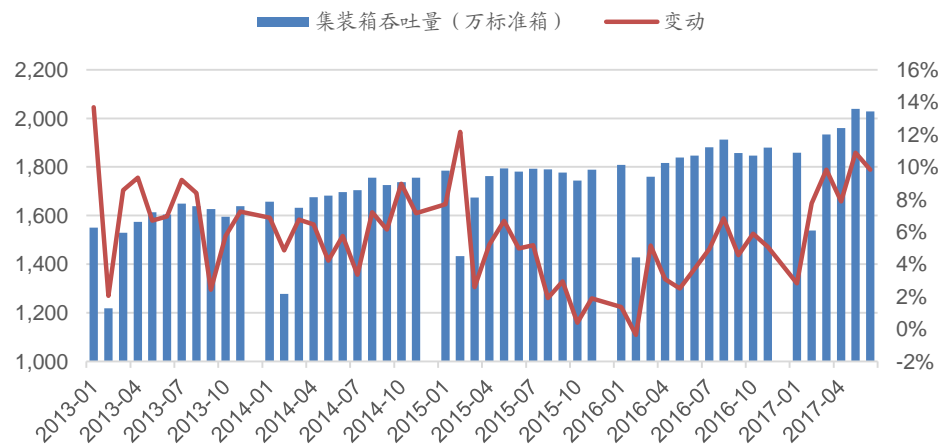
图 1: 中国主要港口集装箱吞吐量及其同比增速	4
图 2: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数	4
图 3: 几家主要租箱公司新箱购置情况 (万 TEU)	5
图 4: TRITON 公司干箱添置与报废数	5
图 5: 全球集装箱新采购情况 (万 TEU)	6
图 6: TRITON、CAI 公司集装箱出租率	6
图 7: 集运企业与租赁企业在工厂的干货箱堆存	7
图 8: TRITON 公司在亚洲地区干箱预定情况 (万 TEU)	7
图 9: 钢铁价格 (元/吨) 与 20ft 干箱平均价格 (美元/CEU)	8
图 10: CAI 旧箱销售价格 (左) 和平均收益 (右)	8
图 11: Triton 公司等 GAAP 净利润 (百万美元)	9
图 12: 全球集装箱贸易与集装箱产出	10
图 13: 集装箱租赁企业新箱购置 (万 TEU)	10
图 14: Textainer 集装箱年龄分布	11
图 15: Textainer 集装箱结构	11
图 16: Textainer 达到更新年限的干箱情况	12
图 17: Textainer 不同租赁方式的集装箱占比 (按 TEU 计算)	12
图 18: Textainer 集装箱生命周期管理	13
图 19: CAI 公司集装箱租赁到期情况	14
图 20: CAI 公司当期集装箱出租情况	14
图 21: Textainer 集装箱新添与报废情况 (万 TEU)	15
图 22: CAI 公司旧箱出售量	15
图 23: 中集集团集装箱业务收入与毛利率	16
图 24: 中集集团集装箱业务的净利润贡献和净利润率	16
表 1: 集装箱产业链情况	9
表 2: 分项业务的预测情况 (金额单位: 百万元)	18

供给保持紧张，存量消化良好

集运贸易保持向好态势

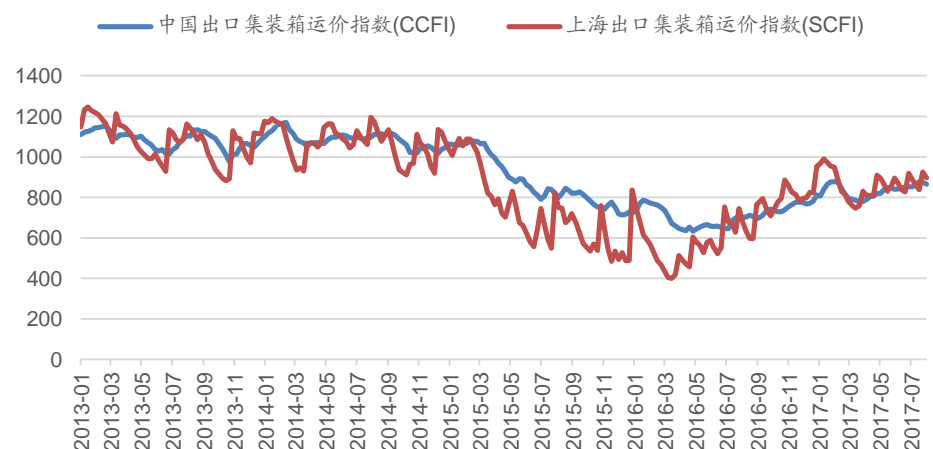
全球集运贸易从2016年底开始回暖，当前仍保持良好增长态势。集运企业闲置船只已由2016Q4的7.5%下降至2017Q2的2.3%，而集装箱吞吐量和运价均保持了较高水平。2017年5月，中国主要港口集装箱吞吐量达2,038万标准箱，创下单月最高纪录。6月吞吐量保持2,028万标准箱的高水平，同比增长9.83%，连续5个月维持7%以上的同比增速。从运价来看，中国出口集装箱运价指数在2016年3月最低跌至300点，此后向上反弹，2017年3月经历小幅回调后保持温和向上。2017年7月至今，中国出口集装箱运价指数在800~900点水平。

图1：中国主要港口集装箱吞吐量及其同比增速



数据来源：交通部，广发证券发展研究中心

图2：中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数

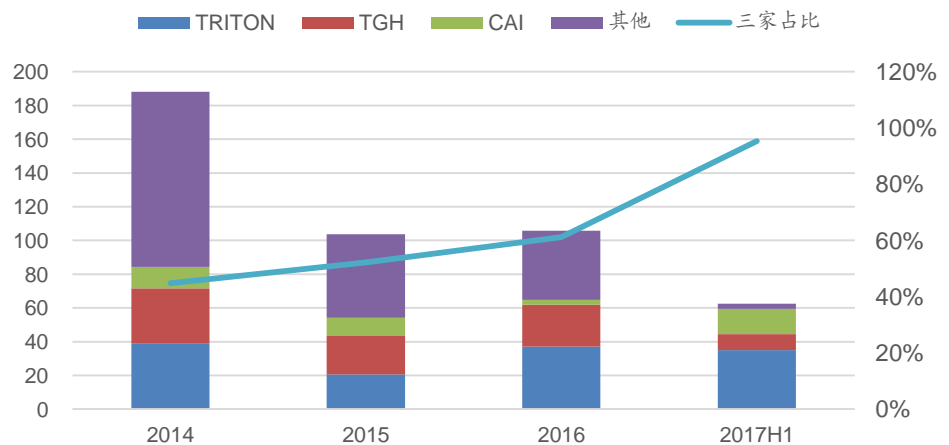


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

新箱供给受限，龙头企业抢占投资机会

随着集运贸易回暖，集装箱制造的需求上升，但受集装箱产能限制，新箱投放增速放缓，主要集装箱制造企业3季度排产饱满。从租箱公司的新箱采购情况看，2017年以来需求提升造成的供给紧张，那些具备规模优势的龙头企业抢占了更大份额的投资机会。2017年上半年TRITON、TGH、CAI三家公司新箱购置达到59.48万TEU，占全球集装箱供给租赁企业部分的95.3%，仅TRITON一家公司新箱购置就占据全部供给的56.2%。而在2014年，三家公司仅占据所有租赁企业需求的44.8%。

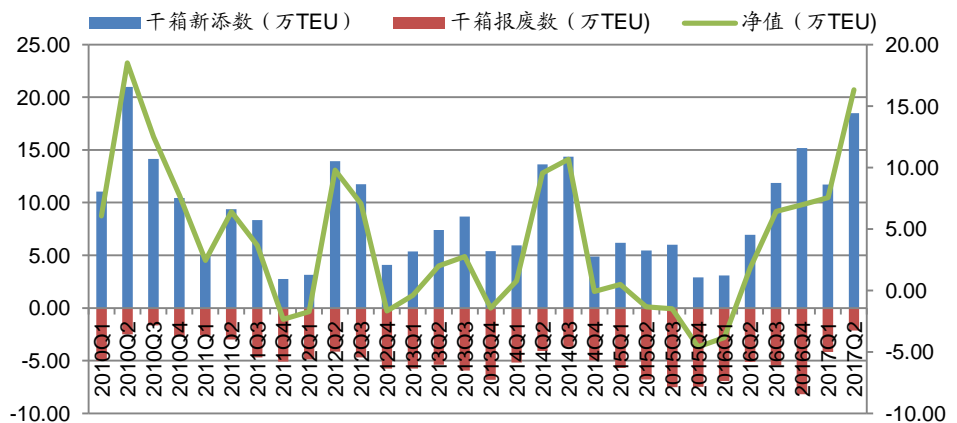
图3：几家主要租箱公司新箱购置情况（万TEU）



数据来源：TRITON、TGH、CAI，广发证券发展研究中心

TRITON公司目前拥有集装箱493万TEU，占全球租箱公司集装箱保有量的26%，市场份额领先第二名约10%。在集运贸易处于最底部的2015年及2016年上半年，TRITON公司缩减投资，新添千箱与千箱报废的缺口一度达到单季度4.59万TEU，在2015Q4-2016Q1连续两个季度持续减库存。而从2016Q2开始，公司新箱购置开始快速提升。2016年全年新采购千箱371万TEU，较2015年增长80.7%。2017H1公司已添置新箱30.2万TEU，占据全部租箱企业采购的56.2%。

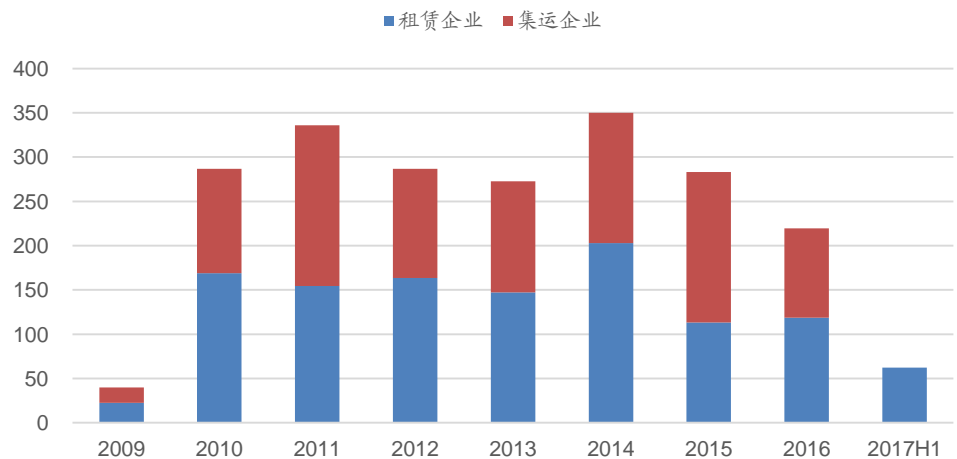
图4：TRITON公司千箱添置与报废数



数据来源：TRITON，广发证券发展研究中心

一方面,受集装箱制造企业产能限制,新箱供给总量仅能优先满足部分优势企业需求,这部分企业在资金、信用等方面具备优势;另一方面,行业的龙头企业往往领先于其他企业享受行业回暖红利,更快的从低谷中复苏,因而更早具备投资意愿与能力。虽然当前TRITON、TGH、CAI三家公司成为租赁企业中少数几家实施了积极的新箱投资的企业,但三家企业的需求已经支撑了总需求的上升。2017年上半年租赁企业总共购置新箱62.4万TEU,较上年同期上升67.8%,是去年全年的59.0%。而随着出租率上升、租金及旧箱价格上涨,企业盈利修复将逐渐释放其投资需求。

图5: 全球集装箱新采购情况 (万TEU)

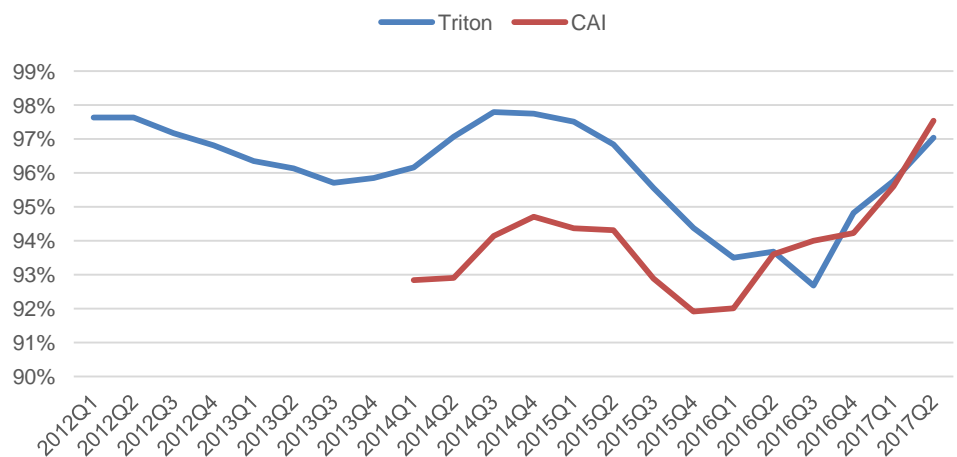


数据来源: TGH, 广发证券发展研究中心

存量消化良好, 租赁企业出租率持续提升

即使是在进行了积极的新箱投资后, TRITON等几家大型国际租箱公司的出租率保持持续提升, 2017Q2几家公司的出租率均较前一季度提升1~2个百分点。当前, Triton、Textainer的出租率分别达到97.0%、96.5%, 而CAI的出租率则达到了98%。

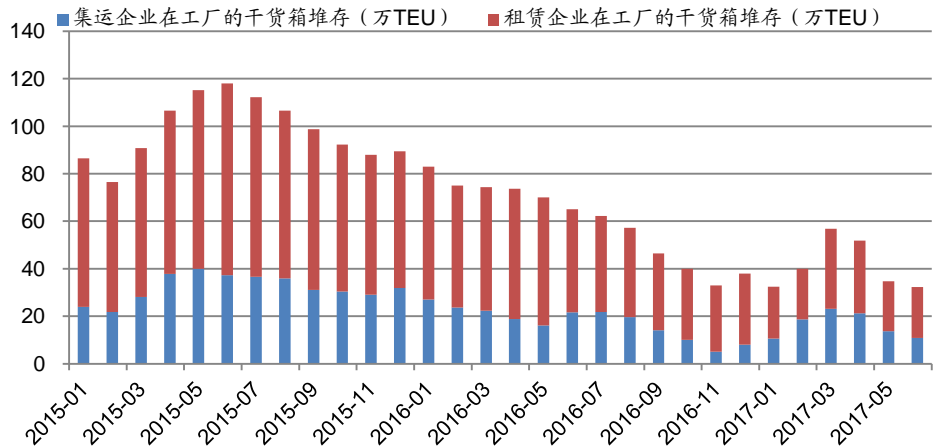
图6: TRITON、CAI公司集装箱出租率



数据来源: TRITON、CAI, 广发证券发展研究中心

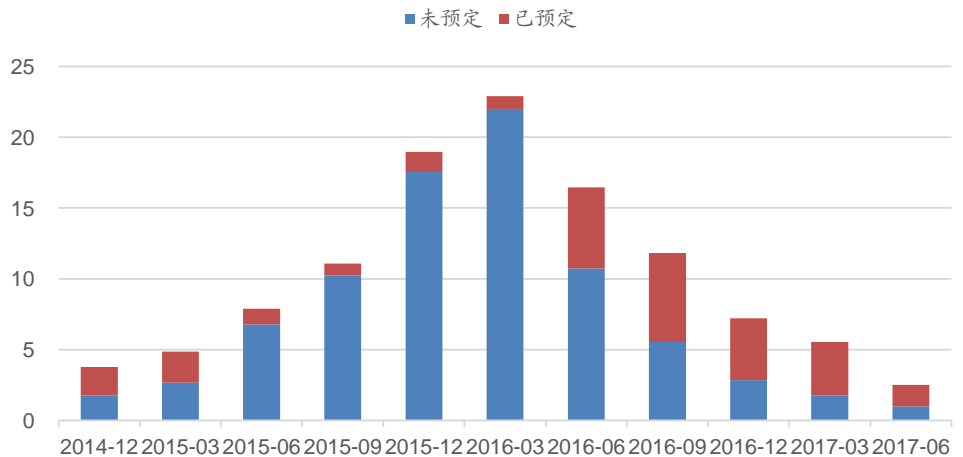
集装箱运输企业和租赁企业在工厂的新箱堆存保持低位。2017年6月，集运企业在工厂的新箱堆存量仅11万TEU，较上月减少3万TEU，仅为2015年6月高点的29.3%；租赁企业在工厂的堆存量21万TEU，与上月持平，仅为2015年6月高点的26.5%。Triton公司在亚洲地区干箱堆存共2.51万TEU，较上月减少一半，堆存量已处于非常低的水平，其中还包括60%已被预订。

图7：集运企业与租赁企业在工厂的干货箱堆存



数据来源：TRITON，广发证券发展研究中心

图8：TRITON公司在亚洲地区干箱预定情况 (万TEU)

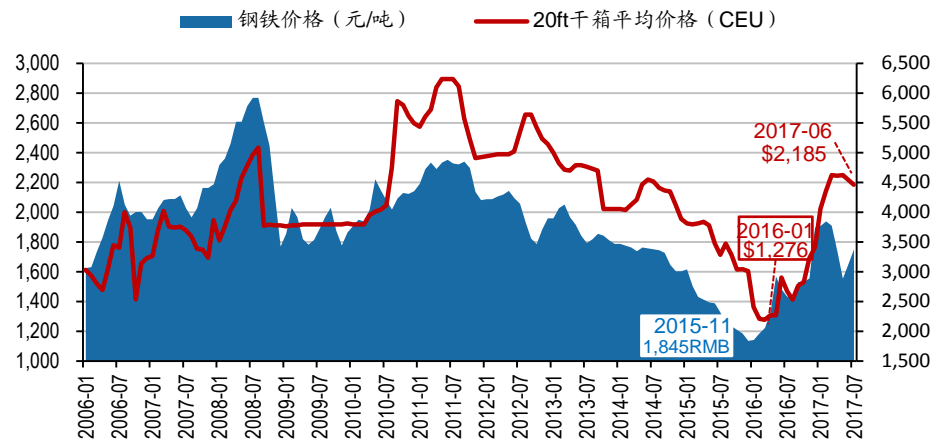


数据来源：TRITON，广发证券发展研究中心

新箱价格维持较高水平，旧箱处置扭亏为盈

受钢铁价格上涨以及供需格局改善影响，集装箱价格从2016年的最底部的1,276美元/CEU持续高涨至2017年3月的2,250美元/CEU。而在5月钢铁板材价格出现较大幅度回调期间，集装箱价格也基本稳定在2,200美元/CEU左右，显示了当前集装箱供给端较强的议价能力。

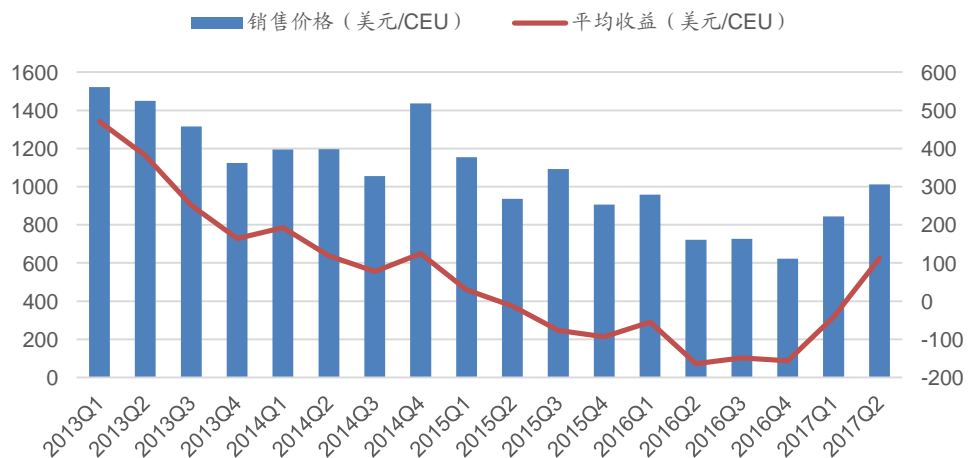
图9：钢铁价格（元/吨）与20ft干箱平均价格（美元/CEU）



数据来源：CAI，广发证券发展研究中心

除了新箱价格大幅回升外，旧箱处置价格也有较大程度改善。以CAI旧箱处置为例，2017Q2公司旧箱单位销售价格1,012美元/CEU，较2016Q4最低点提升62.7%。由于前期相对的低成本，旧箱处置收益率大幅提升。2017Q2公司旧箱平均收益为112美元/CEU，结束了连续8个季度以来的亏损状态，其中2016Q2平均单位亏损达到164美元，当前旧箱处置收益水平已经回到2014年水平。

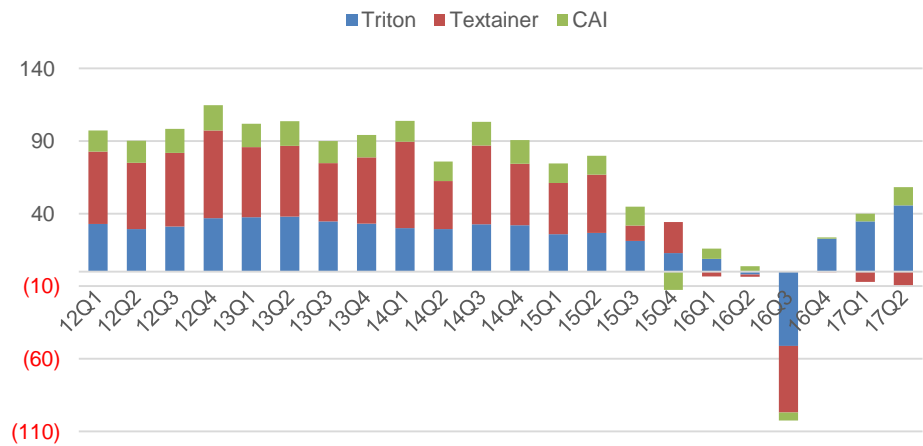
图10：CAI旧箱销售价格（左）和平均收益（右）



数据来源：CAI，广发证券发展研究中心

一方面，租箱公司的出租率大幅回升，同时日租金提升，出租收益大幅改善；另一方面，旧箱处置扭转亏损状态，公司能借此机会在盈利前提下改善存量结构。租箱公司盈利正从多方面得到改善，而盈利改善将逐步从顶级国际企业传导至其他企业，进一步刺激企业的投资意愿。目前Triton等几家大型企业占据了绝大部分的新增需求，按集装箱保有量计算，Triton、Textainer、CAI三家的市场份额合计48.4%，仍然有一半市场份额需求空间待扩展。

图11: Triton公司等GAAP净利润(百万美元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表1: 集装箱产业链情况

		2016Q4	2017Q1	2017Q2
租箱公司	融资途径	↓	↓	↑
	出租率			↑
	现金收益率	↑	↑	↑
	销售价格			↑
集装箱制造企业	新箱价格	1600	2200+	↑
	工厂库存	↓	↑	↓
	交货期	↔	↔	↔
	租箱公司和集运企业比例	70%/30%	55%/45%	60%/40%
集运企业	运价	↔	↑	↑
	闲置船只	7.50%	5.60%	2.30%
	集装箱贸易	↔	↔	↑

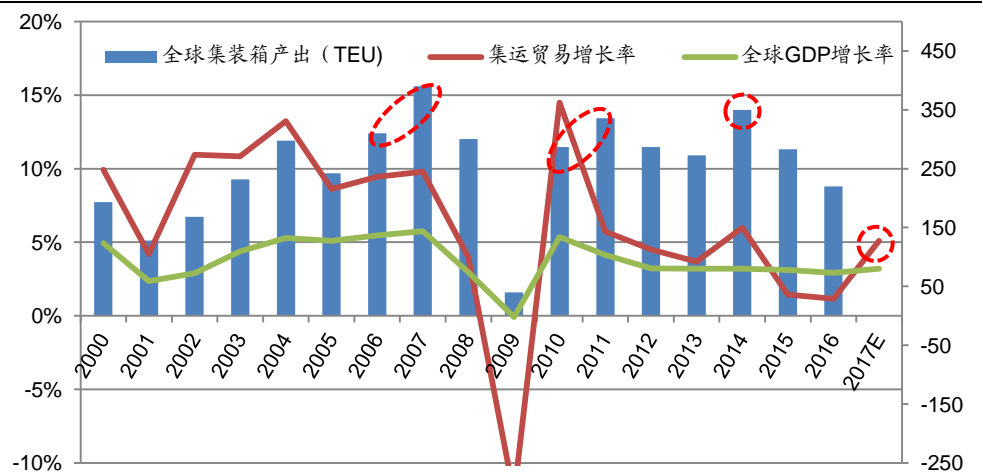
数据来源: TGH, 广发证券发展研究中心

压抑的更新需求或将逐步释放

更新需求被压抑，在役集装箱老龄化

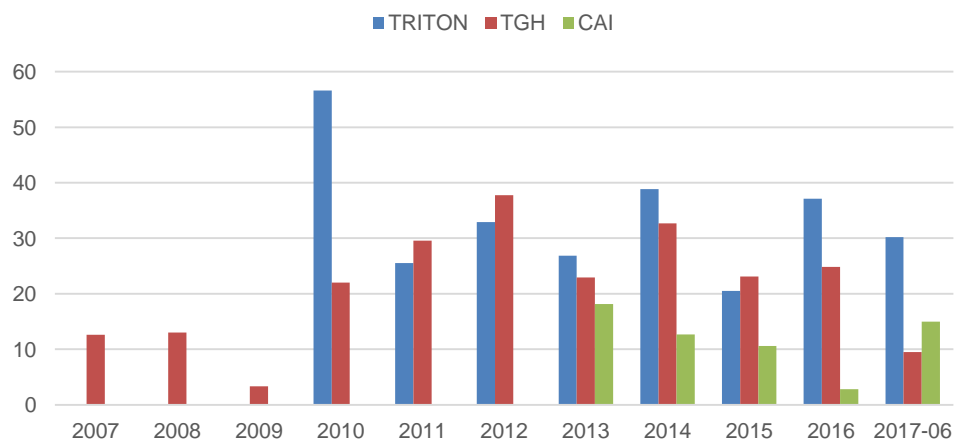
全球集运贸易深刻影响着集装箱需求，集装箱需求的拐点与集运贸易增速拐点一致，而集装箱需求在经历过度压制后，随着贸易回暖，其具备较好的反弹空间。从2008年以来，集运贸易向上拐点出现3次：（1）2008年经济危机后，集运贸易在2009年迎来强劲的反弹。对应的，被过度压制的集装箱需求在2010、2011年得到补偿。2010年全球集装箱产出287万TEU，是上年的7.2倍；2011年在集运贸易增速仍处于较低水平时，全球集装箱产出仍保持17.2%的较高增长。（2）2014年集运贸易增速达6%，结束连续3年增速持续下滑态势。对应的，全球集装箱产出在2012-2013年出现下滑后，2014年实现增长28%。（3）2015-2016年全球集运贸易增速处于近20年的最低位（除2008年），而从2016年年底到目前，集运贸易出现了超预期的持续回暖，增速预期将出现明显的向上拐点。

图12：全球集装箱贸易与集装箱产出



数据来源：世界银行，IMF，TGH，广发证券发展研究中心

图13：集装箱租赁企业新箱购置（万TEU）

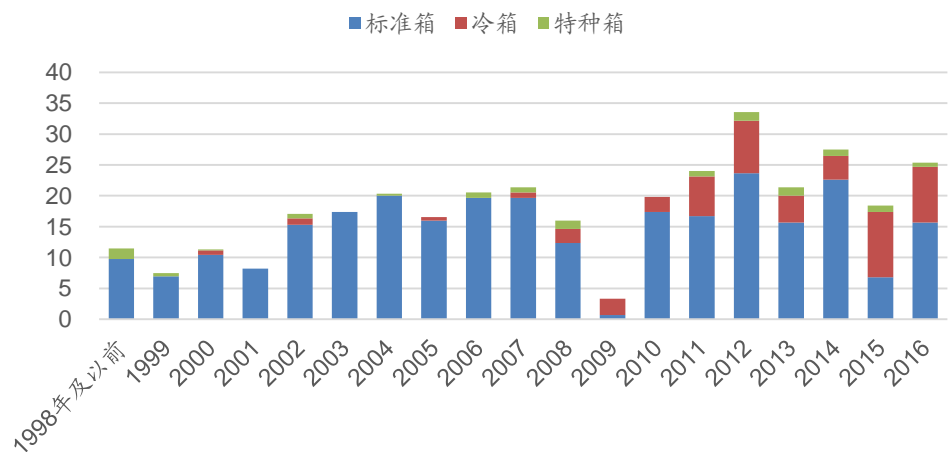


数据来源：Triton、TGH、CAI，广发证券发展研究中心

通常集装箱的使用年限在10~12年，而在集运贸易处于长时间相对低迷的背景下，集运企业普遍延后了更新需求，集装箱使用年限被延长至15年甚至更长，当前全球集装箱租赁企业集装箱折旧年限在13年左右（CAI数据）。

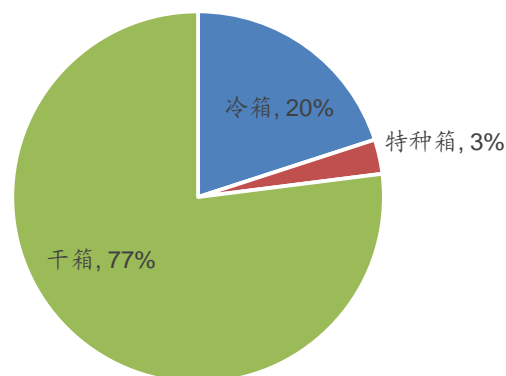
截止2017年5月，Textainer干箱与冷箱的保有量分别占比77%、20%。从其在役集装箱的情况来看，总体集装箱的平均年限达到7.3年；由于2011年之后冷箱采购量大幅提升，仅看干箱的情况，2017年Textainer仍在使用的干箱的平均使用年限达到9.4年，整体老龄化较为严重。

图14: Textainer集装箱年龄分布



数据来源: Textainer, 广发证券发展研究中心

图15: Textainer集装箱结构



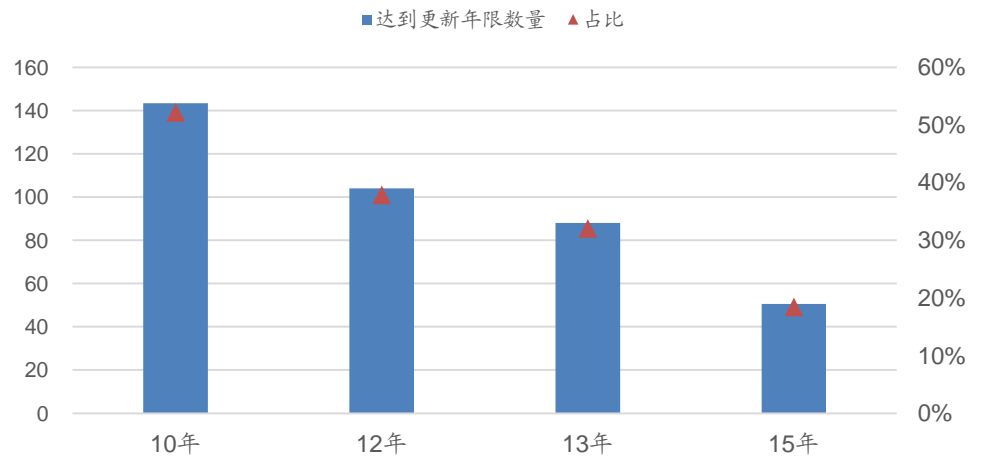
数据来源: Textainer, 广发证券发展研究中心

Textainer目前还保有2002年及以前的集装箱共55.48万TEU，这部分集装箱到2017年使用年限已经超过15年；仅看干箱情况，保有年限超过15年的共50.61万TEU，占干箱总量的18.4%。而达到10年的干箱共143.3万TEU，占干箱总量的52.2%。在前

几年集运贸易相对低迷背景下，公司集装箱更新需求被压抑。目前Textainer在役集装箱老化较为严重，具备潜在更新需求的集装箱达到一半以上（使用年限10年），同时刚性更新需求也具备一定规模（使用年限15年以上）。

随着集运贸易的持续回暖，集装箱租赁企业的租箱出租率保持高位，集运企业的盈利能力正在逐步恢复，其新箱投资意愿正在改善。而前期被压抑的更新需求提供了相当充分的弹性空间。

图16: Textainer达到更新年限的干箱情况

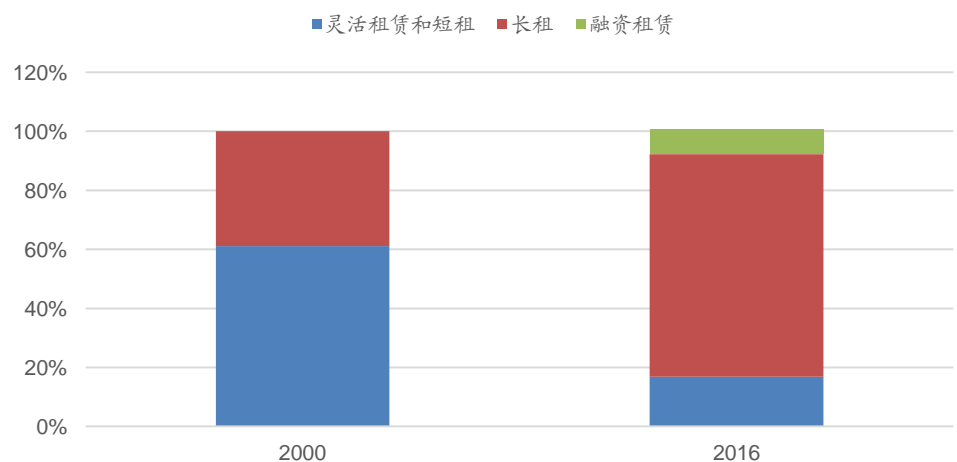


数据来源: Textainer, 广发证券发展研究中心

旧箱市场环境改善，迎来结构调整期

集装箱租赁企业提供的租赁方式主要包括长租、灵活租赁与短租、融资租赁，目前长期租赁是租赁企业的主要出租方式。从Textainer情况来看，2000年公司长租的集装箱占比仅占39%，而到2016年长租占比达75.3%。而Triton长租占比也达到67.9%。

图17: Textainer不同租赁方式的集装箱占比（按TEU计算）



数据来源: Textainer, 广发证券发展研究中心

在以长租为主要租赁方式的背景下（长租通常指5年及以上租赁期），集装箱租赁企业对集装箱生命周期的管理划分为首次出租、中期管理、处置三个阶段：（1）首次出租，通常在5~7年，这一阶段租赁企业注重租金及退货条款；（2）中期管理。集装箱使用寿命长达10年甚至更久，同时国际化业务推动下，中期管理也占据重要位置，其中包括回收、修理、租赁延期、再租赁给其他客户等；（3）旧箱处置。在集装箱使用达到一定年限后，租赁企业会把集装箱出售，出售的这部分集装箱将被用于静态存储或者单程货物运输。

以Textainer为例，其管理目标是首次出租收益占比35%、租赁延期或再出租的收益占比到35%，而旧箱处置的收益目标是占总体的30%。集装箱每个生命阶段的管理对租赁企业的收益都有重要影响，每个环节互为联系，只有在集装箱生命周期的所有环节都顺利推进，才能最大化收益率。

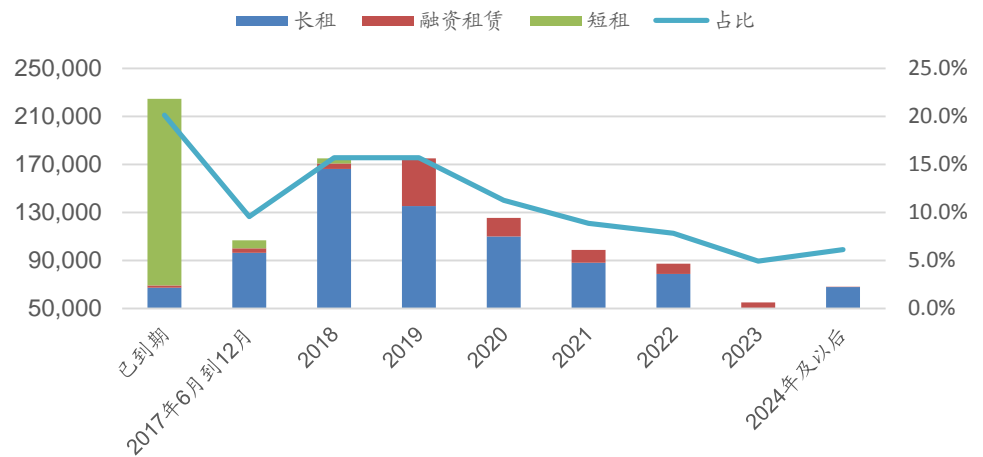
图18: Textainer集装箱生命周期管理



数据来源: Textainer, 广发证券发展研究中心

全球集运贸易在2008年经济危机后，增速中枢实现由10%到每年5%增速的换挡。2011年至今，全球集运贸易增速最高在6.0%，而在2015-2016年，增速连续两年低至1.5%、1.2%。由于前几年集运贸易的低迷，集装箱租赁企业出租率下滑，当前租赁企业的长租大部分集中在2012-2014年，对应的在2017-2019年有相当一部分长租到期。以CAI公司为例，2017年公司租箱到期的比例占总体的29.7%，而2018-2019年每年到期的集装箱有17.5万，占总体的15.7%。而仅从长租情况来看，2017-2019年到期的集装箱占长租集装箱的比例合计达54.1%。

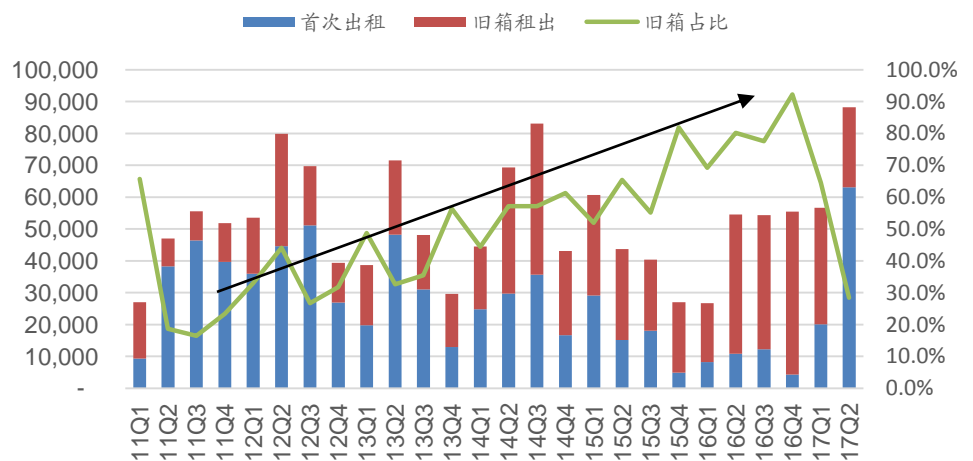
图19: CAI公司集装箱租赁到期情况



数据来源: CAI, 广发证券发展研究中心

随着集运贸易从16年下半年开始回暖, 由于前期新箱购置大幅缩水, 新箱储备减少, 更多的旧箱被出租, 旧箱出租比例提升, 也反映了当前租箱公司在役集装箱的使用年限被拉长。以CAI公司为例, 2011Q3公司当期出租集装箱中有83.6%为首次出租, 仅16.4%为旧箱; 而到了2016Q4, 公司当期出租集装箱中有92.2%均为旧箱。旧箱出租占比持续攀升。

图20: CAI公司当期集装箱出租情况



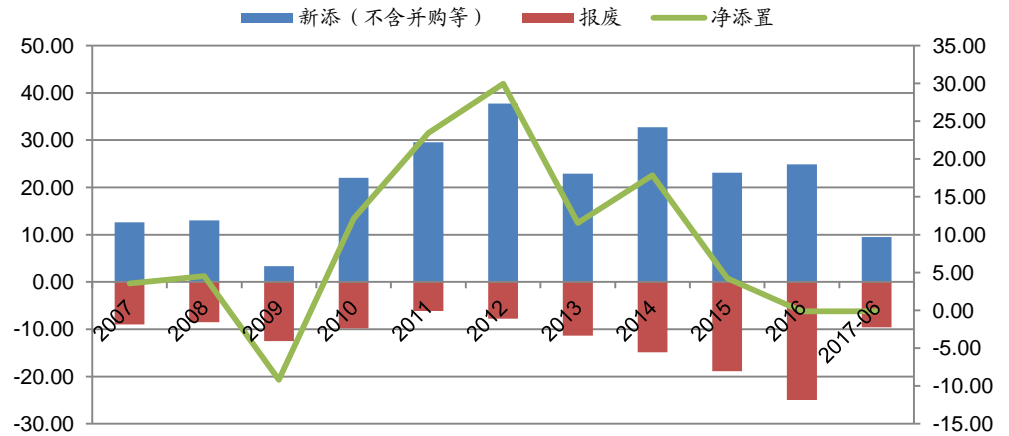
数据来源: CAI, 广发证券发展研究中心

由于集装箱需求提升, 旧箱市场环境不断改善, 不仅是旧箱出租情况良好, 旧箱处置收益率也大幅改善。以CAI旧箱处置为例, 2017Q2公司旧箱平均收益为112美元/CEU, 结束了连续8个季度以来的亏损状态, 其中2016Q2平均单位亏损达到164美元, 当前旧箱处置收益水平已经回到2014年水平。旧箱市场环境改善, 给租箱公司提供了调整结构的良好时期。

Textainer公司2016年处置旧箱25.0万TEU, 同比提升32.3%, 公司2015年仅净添置4万TEU集装箱, 而2016年及2017H1则处于“去库存”状态。而从CAI公司情况看从

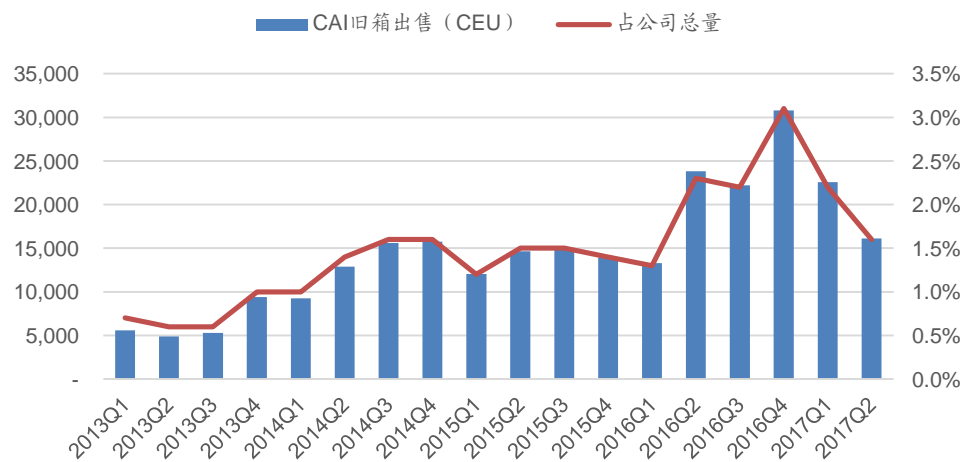
2016Q2到2017Q2，公司总共处置旧箱11.6万TEU，占总量的11.4%。租赁企业旧箱处置将进一步优化公司存量结构，进一步释放新箱购置需求。

图21: Textainer集装箱新添与报废情况 (万TEU)



数据来源: TGH, 广发证券发展研究中心

图22: CAI公司旧箱出售量

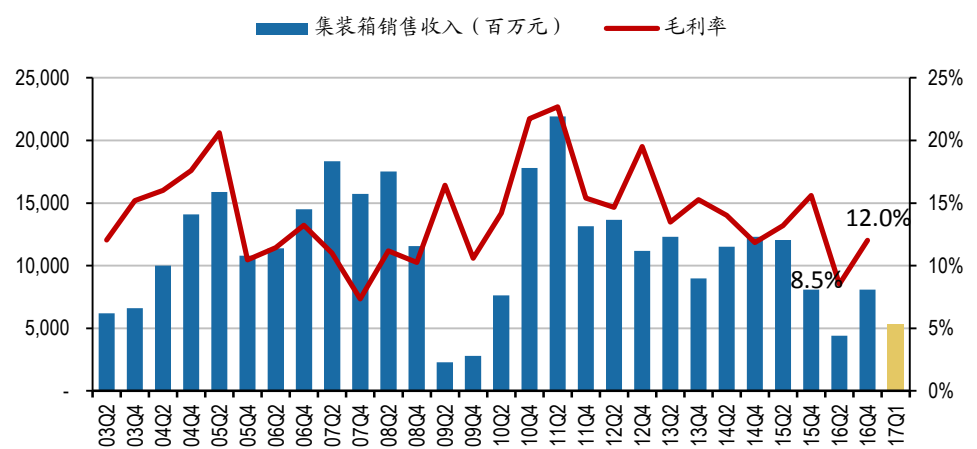


数据来源: CAI, 广发证券发展研究中心

中集集团：集装箱业务改善明显

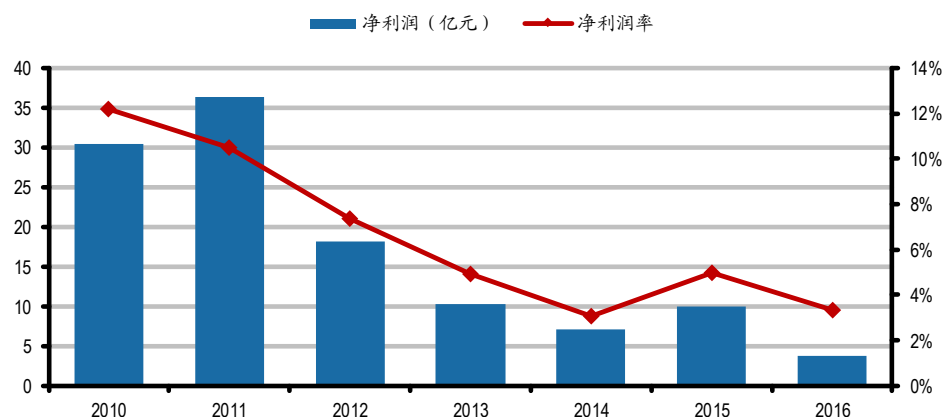
随着集装箱行业需求回暖、供需格局改善，中集集团集装箱业务从2016年底开始从底部回升，收入与毛利率逐渐恢复。2016年下半年中集集团集装箱毛利率10.6%，较上半年提升2.11个百分点，2016年全年集装箱业务贡献净利润3.67亿元。2017年Q1公司干货集装箱销量29.19万TEU，同比增长265.8%；冷藏箱销量1.44万TEU，同比下降5.3%。2017Q1公司集装箱制造业务实现销售收入5,304百万元，同比增长148.8%。2017年公司集装箱业务开局良好，随着下游的集运逐渐进入2-3季度的旺季，集装箱业务有望持续改善。

图23：中集集团集装箱业务收入与毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图24：中集集团集装箱业务的净利润贡献和净利润率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

盈利预测、投资建议和风险提示

盈利预测和投资建议：基于分项业务经营情况和预测（参见下页），我们预测公司2017-2019年实现营业收入分别为70,642、82,339和90,737百万元，归属于母公司股东的净利润分别为2,753、3,418和4,072百万元，相应的EPS分别为0.924、1.148和1.367元。基于公司主要业务从需求底部回升，同时公司资产具有重估弹性，我们给予中集集团A股和H股均为“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；油价低迷对于海工装备业务的影响风险。

表2: 分项业务的预测情况 (金额单位: 百万元)

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产品销售收入								
单位: 人民币百万元								
集装箱								
销售收入	24,536.88	20,742.62	23,319.28	20,118.77	10,485.76	23,068.67	29,181.87	32,100.06
增长率 (YOY)	N/A	-15.46%	12.42%	-13.72%	-47.88%	120.00%	26.50%	10.00%
毛利率	16.28%	13.64%	12.95%	14.17%	9.47%	15.80%	16.80%	17.00%
销售成本	20,542.28	17,913.33	20,299.43	17,267.94	9,492.76	19,423.82	24,279.32	26,643.05
增长率 (YOY)	N/A	-12.80%	13.32%	-14.93%	-45.03%	104.62%	25.00%	9.74%
毛利	3,994.60	2,829.29	3,019.85	2,850.83	993.00	3,644.85	4,902.55	5,457.01
增长率 (YOY)	N/A	-29.17%	6.74%	-5.60%	-65.17%	267.05%	34.51%	11.31%
占总销售额比重	45.16%	35.84%	33.28%	34.28%	20.52%	32.66%	35.44%	35.38%
占主营业务利润比重	41.04%	29.37%	26.72%	26.89%	10.31%	27.81%	31.66%	31.83%
道路运输车辆								
销售收入	13,391.37	12,710.93	12,794.52	12,352.55	14,261.87	17,114.24	19,167.95	20,701.39
增长率 (YOY)	N/A	-5.08%	0.66%	-3.45%	15.46%	20.00%	12.00%	8.00%
毛利率	12.35%	14.42%	15.95%	18.97%	18.19%	19.00%	19.00%	19.00%
销售成本	11,737.54	10,878.01	10,753.79	10,009.27	11,667.64	13,862.53	15,526.04	16,768.13
增长率 (YOY)	N/A	-7.32%	-1.14%	-6.92%	16.57%	18.81%	12.00%	8.00%
毛利	1,653.83	1,832.92	2,040.73	2,343.28	2,594.23	3,251.71	3,641.91	3,933.26
增长率 (YOY)	N/A	10.83%	11.34%	14.83%	10.71%	25.34%	12.00%	8.00%
占总销售额比重	24.65%	21.96%	18.26%	21.05%	27.90%	24.23%	23.28%	22.81%
占主营业务利润比重	16.99%	19.03%	18.06%	22.10%	26.94%	24.81%	23.52%	22.95%
能源化工设备								
销售收入	8,922.89	10,977.97	12,298.17	8,618.95	8,808.02	11,010.03	12,111.03	13,322.13
增长率 (YOY)	N/A	23.03%	12.03%	-29.92%	2.19%	25.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.40%	20.43%	20.80%	19.64%	18.50%	19.00%	19.00%	19.00%
销售成本	7,191.85	8,735.17	9,740.15	6,926.19	7,178.54	8,918.12	9,809.93	10,790.93
增长率 (YOY)	N/A	21.46%	11.50%	-28.89%	3.64%	24.23%	10.00%	10.00%
毛利	1,731.04	2,242.80	2,558.02	1,692.76	1,629.48	2,091.91	2,301.10	2,531.20
增长率 (YOY)	N/A	29.56%	14.05%	-33.83%	-3.74%	28.38%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	16.42%	18.97%	17.55%	14.69%	17.23%	15.59%	14.71%	14.68%
占主营业务利润比重	17.79%	23.28%	22.63%	15.97%	16.92%	15.96%	14.86%	14.77%
海洋工程								
销售收入	1,794.13	3,457.64	5,567.59	1,588.36	268.47	563.79	620.17	682.19
增长率 (YOY)	N/A	92.72%	61.02%	-71.47%	-83.10%	110.00%	10.00%	10.00%
毛利率	6.57%	-0.45%	7.38%	19.99%	115.17%	12.00%	14.00%	14.00%
销售成本	1,676.26	3,473.20	5,156.70	1,270.85	-40.73	496.14	533.35	586.68
增长率 (YOY)	N/A	107.20%	48.47%	-75.36%	-103.20%	-1318.12%	7.50%	10.00%
毛利	117.87	-15.56	410.89	317.51	309.20	67.65	86.82	95.51
增长率 (YOY)	N/A	-113.20%	-2740.68%	-22.73%	-2.62%	-78.12%	28.34%	10.01%
占总销售额比重	3.30%	5.97%	7.95%	2.71%	0.53%	0.80%	0.75%	0.75%
占主营业务利润比重	1.21%	-0.16%	3.64%	2.99%	3.21%	0.52%	0.56%	0.56%
空港设备								
销售收入	682.23	836.69	2,623.89	2,675.95	3,072.81	3,533.73	4,063.79	4,673.36
增长率 (YOY)	N/A	22.64%	213.60%	1.98%	14.83%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	25.17%	29.63%	19.12%	18.84%	18.76%	19.00%	19.00%	19.00%
销售成本	510.51	588.78	2,122.20	2,171.80	2,496.35	2,862.32	3,291.67	3,785.42
增长率 (YOY)	N/A	15.33%	260.44%	2.34%	14.94%	14.66%	15.00%	15.00%
毛利	171.72	247.91	501.69	504.15	576.46	671.41	772.12	887.94
增长率 (YOY)	N/A	44.37%	102.37%	0.49%	14.34%	16.47%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	1.26%	1.45%	3.74%	4.56%	6.01%	5.00%	4.94%	5.15%
占主营业务利润比重	1.76%	2.57%	4.44%	4.75%	5.99%	5.12%	4.99%	5.18%
其他及内部抵消								
销售收入	5,006.56	9,148.56	13,467.42	13,331.23	14,214.72	15,351.90	17,194.13	19,257.43
增长率 (YOY)	N/A	82.73%	47.21%	-1.01%	6.63%	8.00%	12.00%	12.00%
毛利率	41.22%	27.28%	20.58%	21.71%	24.81%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本	2,942.86	6,652.83	10,695.82	10,437.02	10,688.05	11,974.48	13,411.42	15,020.80
增长率 (YOY)	N/A	126.07%	60.77%	-2.42%	2.41%	12.04%	12.00%	12.00%
毛利	2,063.70	2,495.73	2,771.60	2,894.21	3,526.67	3,377.42	3,782.71	4,236.63
增长率 (YOY)	N/A	20.93%	11.05%	4.42%	21.85%	-4.23%	12.00%	12.00%
占总销售额比重	9.21%	15.81%	19.22%	22.72%	27.81%	21.73%	20.88%	21.22%
占主营业务利润比重	21.20%	25.91%	24.52%	27.30%	36.63%	25.77%	24.42%	24.72%
销售收入小计	54,334.06	57,874.41	70,070.87	58,685.81	51,111.65	70,642.36	82,338.94	90,736.56
销售成本小计	44,601.30	48,241.32	58,768.09	48,083.07	41,482.61	57,537.41	66,851.73	73,595.01
毛利	9,732.76	9,633.09	11,302.78	10,602.74	9,629.04	13,104.95	15,487.21	17,141.55
平均毛利率	17.91%	16.64%	16.13%	18.07%	18.84%	18.55%	18.81%	18.89%

数据来源: 中集集团年报, 广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	43530	53148	52811	60948	66771
货币资金	4487	6326	8860	10165	10853
应收及预付	18581	24576	23317	26832	29565
存货	16417	17410	20493	23810	26212
其他流动资产	4045	4836	141	141	141
非流动资产	63233	71263	65096	63495	62243
长期股权投资	2036	2162	2162	2162	2162
固定资产	21948	22167	21042	19791	18492
在建工程	17040	22769	21769	21369	21369
无形资产	6934	7079	4707	4757	4804
其他长期资产	15275	17086	15416	15416	15416
资产总计	106763	124412	117907	124443	129015
流动负债	45921	46249	40907	44018	44393
短期借款	17909	15730	15550	14164	11590
应付及预收	21904	23871	25357	29854	32803
其他流动负债	6108	6648	0	0	0
非流动负债	25347	39231	35010	35010	35010
长期借款	23685	27023	27023	27023	27023
应付债券	0	7987	7987	7987	7987
其他非流动负债	1662	4221	0	0	0
负债合计	71268	85480	75917	79027	79403
股本	2978	2979	2979	2979	2979
资本公积	3182	3127	3127	3127	3127
留存收益	20867	20774	23348	26170	29647
归属母公司股东权益	28541	29084	31656	34477	37958
少数股东权益	6954	9849	10335	10938	11656
负债和股东权益	106763	124412	117907	124443	129015

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-3610	2342	7525	4061	5340
净利润	2272	735	3238	4021	4791
折旧摊销	1809	2192	2043	2101	2152
营运资金变动	-8577	-3781	737	-3216	-2594
其它	886	3196	1507	1155	991
投资活动现金流	-12585	-6855	3916	200	-150
资本支出	-11571	-6335	3566	-150	-500
投资变动	-1056	-967	350	350	350
其他	42	447	0	0	0
筹资活动现金流	16519	7593	-8907	-2956	-4502
银行借款	58970	54549	-180	-1386	-2574
债券融资	0	7987	0	0	0
股权融资	3732	1769	0	0	0
其他	-46183	-56712	-8727	-1570	-1928
现金净增加额	324	3080	2534	1305	688
期初现金余额	3667	4487	6326	8860	10165
期末现金余额	3991	7567	8860	10165	10853

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-16.3	-12.9	38.2	16.6	10.2
营业利润增长	-10.7	-72.8	318.2	39.7	19.5
归属母公司净利润增长	-20.3	-72.7	410.1	24.2	19.1
获利能力(%)					
毛利率	18.1	18.8	18.6	18.8	18.9
净利率	3.9	1.4	4.6	4.9	5.3
ROE	6.9	1.9	8.7	9.9	10.7
ROIC	3.9	1.7	5.8	7.1	7.9
偿债能力					
资产负债率(%)	66.8	68.7	64.4	63.5	61.5
净负债比率	1.2	1.2	1.0	0.9	0.7
流动比率	0.95	1.15	1.29	1.38	1.50
速动比率	0.52	0.73	0.71	0.77	0.83
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.44	0.58	0.68	0.72
应收账款周转率	5.30	4.61	4.56	4.56	4.56
存货周转率	2.90	2.45	2.81	2.81	2.81
每股指标(元)					
每股收益	0.66	0.18	0.92	1.15	1.37
每股经营现金流	-1.21	0.79	2.53	1.36	1.79
每股净资产	9.59	9.76	10.63	11.58	12.74
估值比率					
P/E	31.8	81.2	19.9	15.9	13.3
P/B	2.2	1.5	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	19.9	18.5	14.1	11.6	10.2

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	58686	51112	70642	82339	90737
营业成本	48081	41482	57537	66852	73595
营业税金及附加	433	503	565	659	726
销售费用	2575	2157	2826	3294	3629
管理费用	4147	4209	4945	5599	6079
财务费用	628	719	1152	1146	1060
资产减值损失	551	2090	619	463	409
公允价值变动收益	-103	614	0	0	0
投资净收益	776	234	350	350	350
营业利润	2944	801	3348	4676	5588
营业外收入	436	1213	800	450	500
营业外支出	174	311	100	100	100
利润总额	3206	1702	4048	5026	5988
所得税	934	967	810	1005	1198
净利润	2272	735	3238	4021	4791
少数股东损益	298	195	486	603	719
归属母公司净利润	1974	540	2753	3418	4072
EBITDA	5259	4953	6812	8037	8859
EPS(元)	0.66	0.18	0.92	1.15	1.37

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。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017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层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。