



2017-11-28

公司深度报告

买入/维持

中集集团 (000039)

目标价: 25

昨收盘: 19.06

机械

## 航运走出谷底，公司再度迎来爆发契机

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 2,981/2,981   |
| 总市值/流通(百万元)   | 56,825/56,812 |
| 12 个月最高/最低(元) | 20.91/14.46   |

### 相关研究报告:

中集集团(000039)《海运周期反转，公司业绩拐点凸显》—2017/10/30

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

联系人: 曾博文

电话:

E-MAIL: zengbw@tpyzq.com

执业资格证书编码:

### 报告摘要

**航运周期反转，集装箱业务弹性巨大。**公司自1980年成立以来，主营业务主要就是集装箱，后续逐步拓展了空港设备业务，02年进入了道路运输车辆业务，后续布局物流领域、能源装备、海工领域，布局多项业务均为全球前列。公司为集装箱全球绝对龙头，占据全球市场40%，2017年上半年，随着航运的转暖，标准干货集装箱行业需求回升，订单持续回暖，世界贸易组织(WTO)预测2017年全球商品贸易量增幅为2.4%，相较于2016年的1.3%上升了85%，带动公司集装箱业务爆发(2017年1-9月集装箱业务同比增长130.09%)，预计今、明两年集装箱市场增长50%、16.7%，而公司市场份额稳定，公司在2011年巅峰时集装箱业务曾经实现36亿的净利润(到2016年仅为3.63亿)，随着行业从底部出现量价回升，我们看好周期的巨大惯性，公司今、明集装箱业务进入反转周期。

**公司其余业务稳步发展。**公司业务较多，未来公司将不断梳理自身，逐步打造成为物流装备(集装箱、道路运输车辆、物流业务)与能源装备(天然气装备、海工)的强大集团公司。1、车辆业务、能源装备、物流业务预计都将保持20%-30%增长。2、海工业务将会引入战略投资者，分散风险。3、看好公司融资租赁业务的发展，使金融服务与物理产品形成系统解决方案并共同形成核心竞争力，加大资本金后，有望迎来快速发展。

**隐形资产逐步兑现，储备土地收益进入实质落地阶段。**公司对于土地主要有2个方面的收益：1、太子湾项目已经与招商蛇口签署了搬迁协议，获得将近5亿的补偿款，今年四季度完成支付。2、“工转商”之后带来的土地补偿收入，公司将深圳前海土地收益将于今明两年内确定。未来，公司将与碧桂园合作，共同开发公司“工转商”后的优质土地。

公司作为集装箱龙头的公司，最直接、最充分受益于全球经济周期，我们对于明年的航运复苏持乐观的态度，给予公司“增持”评级，六个月目标价25元。

### ■ 盈利预测和财务指标:

|           | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E     |
|-----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 51111.65 | 69072.29 | 85179.94 | 102173.34 |
| (+/-%)    | -12.91%  | 35.14%   | 23.32%   | 19.95%    |
| 净利润(百万元)  | 539.66   | 2721.78  | 3329.70  | 4130.10   |
| (+/-%)    | -72.66%  | 404.35%  | 22.34%   | 24.04%    |
| 摊薄每股收益(元) | 0.18     | 0.91     | 1.12     | 1.39      |
| 市盈率(PE)   | 105      | 21       | 17       | 14        |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 一、 中集集团公司概览.....                      | 5  |
| (一) 公司发展历程：抓住时代机遇，成为世界级龙头公司.....      | 5  |
| (二) 股权结构及股东背景：大股东实力雄厚.....            | 9  |
| (三) 集装箱业务受全球航运周期影响，近年来业绩波动较大.....     | 10 |
| (四) 未来 5 年的战略：到 2020 年成为千亿营收的企业.....  | 12 |
| 二、 谷底反转，集装箱业务现拐点.....                 | 13 |
| (一) 集装箱行业发展历程.....                    | 13 |
| (二) 多重信号验证行业出现拐点.....                 | 15 |
| (三) 公司世界集装箱霸主，利润弹性巨大.....             | 17 |
| 三、 其他业务看点纷呈，整体环境向好.....               | 20 |
| (一) 道路车辆板块：到 2020 年每年保持 30% 增长.....   | 20 |
| (二) 能源、化工及液态食品业务：天然气装备，中集安瑞科走向爆发..... | 23 |
| (三) 其他业务情况：海工、物流、重卡、空港、金融.....        | 28 |
| 四、 土地“公转商”收益巨大.....                   | 33 |
| 五、 盈利预测及估值.....                       | 35 |
| (一) 盈利预测.....                         | 35 |
| (二) 估值及投资建议.....                      | 35 |
| 六、 风险提示.....                          | 36 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司形成业务板块.....                   | 5  |
| 图表 2: 公司历史发展历程.....                   | 6  |
| 图表 3: 公司逐步实现各领域突破.....                | 7  |
| 图表 4: 始终围绕物流业务发展.....                 | 8  |
| 图表 5: 公司逐步打造供应链优势.....                | 9  |
| 图表 6: 公司股权结构.....                     | 9  |
| 图表 7: 公司股权激励第二个行权期到 2020 年.....       | 10 |
| 图表 8: 近年收入情况.....                     | 11 |
| 图表 9: 近年净利润情况.....                    | 11 |
| 图表 10: 近年来业务结构情况.....                 | 11 |
| 图表 11: 盈利能力分析.....                    | 11 |
| 图表 12: 公司过去 5 年的优势.....               | 12 |
| 图表 13: 集团未来 10 年的远景定位.....            | 12 |
| 图表 14: 集团未来四大核心战略举措.....              | 13 |
| 图表 15: 集装箱市场规模.....                   | 14 |
| 图表 16: 集装箱制造竞争格局.....                 | 14 |
| 图表 17: 集装箱制造产业链.....                  | 15 |
| 图表 18: 航运公司竞争格局.....                  | 16 |
| 图表 19: 租箱公司竞争格局.....                  | 16 |
| 图表 20: 中国出口集装箱运价指数反弹.....             | 16 |
| 图表 21: 国内集装箱吞吐量持续增长.....              | 16 |
| 图表 22: TRITON 的干货箱库存已经到了历史低位.....     | 17 |
| 图表 23: 租箱利用率持续回升.....                 | 17 |
| 图表 24: 集团产品可分为干货箱、冷藏箱、特种箱.....        | 17 |
| 图表 25: 公司在 20 实际 90 年代持续并购.....       | 18 |
| 图表 26: 公司集装箱制造产业链布局.....              | 18 |
| 图表 27: 集装箱业务由小到大、由大到强.....            | 19 |
| 图表 28: 公司集装箱业务 2011 年实现 36 亿净利润.....  | 20 |
| 图表 29: 公司道路车辆产品.....                  | 20 |
| 图表 30: 公司已经为半挂车全球龙头.....              | 21 |
| 图表 31: 2017H1 道路车辆业务中海外业务收入占 45%..... | 22 |
| 图表 32: 半挂车为道路车辆业务主要收入来源.....          | 22 |
| 图表 33: 道路车辆业务近年来收入情况.....             | 22 |
| 图表 34: 道路车辆业务近年来净利润情况.....            | 22 |
| 图表 35: 能源等业务近年来收入情况.....              | 23 |
| 图表 36: 能源等业务近年来净利润情况.....             | 23 |
| 图表 37: 中集安瑞科业务结构.....                 | 24 |
| 图表 38: 中集安瑞科盈利能力.....                 | 24 |
| 图表 39: 中集安瑞科天然气业务全产业链布局.....          | 24 |
| 图表 40: 我国天然气占一次能源比例将快速提升.....         | 25 |
| 图表 41: 我国目前占比远不如国外.....               | 25 |
| 图表 42: 未来发电、集中供热、交通用天然气将引领天然气需求.....  | 26 |
| 图表 43: 中集安瑞科各项天然气业务均占据较高市场份额.....     | 26 |
| 图表 44: 中集安瑞科化工产品.....                 | 26 |
| 图表 45: 标准罐市场竞争格局.....                 | 26 |
| 图表 46: 化工业务收入增长主要与化工行业增速相关.....       | 27 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图表 47：中集安瑞科液态食品罐产品 .....      | 28 |
| 图表 48：液态食品业务发展较为平稳 .....      | 28 |
| 图表 49：公司海工产品 .....            | 28 |
| 图表 50：公司海工板块营业收入 .....        | 29 |
| 图表 51：公司海工板块净利润 .....         | 29 |
| 图表 52：公司物流板块营业收入 .....        | 30 |
| 图表 53：公司物流板块净利润 .....         | 30 |
| 图表 54：公司 LNG 重卡具备全产业链优势 ..... | 31 |
| 图表 55：公司空港板块营业收入 .....        | 32 |
| 图表 56：公司空港板块净利润 .....         | 32 |
| 图表 57：公司金融板块营业收入、净利润情况 .....  | 32 |
| 图表 58：公司各块土地进展情况 .....        | 35 |
| 图表 59：分业务预测 .....             | 35 |

## 一、中集集团公司概览

公司是中国最早的集装箱专业生产厂和最早的中外合资企业之一，公司致力于在如下主要业务领域：集装箱、道路运输车辆、能源化工及食品装备、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，以及提供金融解决方案的融资租赁公司。作为一家为全球市场服务的多元化跨国产业集团，中集在亚洲、北美、欧洲、澳洲等地区拥有 300 余家成员企业及 3 家上市公司，客户和销售网络分布在全球 100 多个国家和地区。

图表 1：公司形成业务板块

### 四大业务板块

集装箱

道路运输车辆

能源化工、液态食品装备

海洋工程装备

### 其他业务板块

机场设备与服务

物流装备与服务

重卡

房地产

金融（财务公司、融资租赁公司）

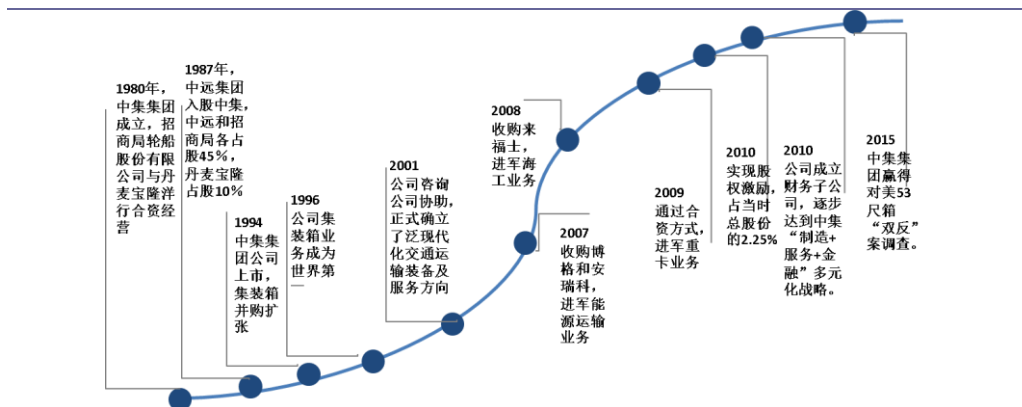
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## （一）公司发展历程：抓住时代机遇，成为世界级龙头公司

公司成立于 1980 年 1 月，1994 年，于深圳证券交易所上市，公司最初由招商局轮船股份有限公司与丹麦宝隆洋行合资经营，雄厚的实力使得中集的起点较高，1986 年由于市场萧条与文化的冲突，丹麦宝隆洋退出管理层，1987 年 1 月，中远集团入股中集，中远和招商局各占股 45%，丹麦宝隆占股 10%。1993 年，麦伯良先生正式担任公司总经理，公司 94 年上市之后，充分利用资本的力量进行对市场的整合扩张，伴随着全球集装箱制造中心向中国转移的趋势日益明显，这种方式无疑取得了巨大的成功，公司相继收购了大连、南通顺达、新会大利等多个集装箱公司，同时引进国外技术，拓展到冷藏箱、特种箱领域，1996 年，中集集团抓住机遇，集装箱销量超越韩国竞争对手，成为全球最大的干货集装箱制造商。2001 年，公司经过全球领先的咨询公司协助，正式确立了未来发展方向与路径，集装箱业务、道路运输车辆业务以及泛现代化交通运输装备及服务，在完成了强大的资本积累后，公司开始不断尝试新型领域的开拓，2007 年公司收购荷兰博格工业公司和安瑞科能源装备控股有限公司，集团第三层面即罐式储运业务范围基本形成。2008 年，公司确定了“精益生产”，构建中集管理模式，“中集精益 ONE 模式”，2008 年，收购了烟台

来福士公司，正式踏足海工业务，2009 年，由中集车辆集团、芜湖泰瑞投资、深圳九思投资三方合资的集瑞联合重工注册成立，标志着中集车辆重卡项目正式进入实质性启动阶段，同年，公司实施了股权激励，向包括麦总的 187 名高管进行股票认购权的激励，占当时总股份的 2.25%。2010 年，公司成立财务子公司，逐步达到中集“制造+服务+金融”多元化战略。2014 年，中集集团及旗下深圳中集天达空港设备有限公司在新加坡证券交易所举行了对新加坡德利国际的反向收购仪式，并成为中集旗下第二家上市公司。2015 年，中集集团赢得对美 53 尺箱“双反”案调查。

图表 2：公司历史发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

中集从单一的集装箱小厂发展成为全球最大的集装箱生产集团，业务延伸到道路运输车辆、能源化工和食品装备、海洋工程等多个业务领域，相继取得了集装箱、车辆、登机桥等多个领域的世界第一，公司成为国内外拥有 100 多家分支机构的跨国集团。

- 在集装箱领域：主要分为干货箱、冷藏箱、特种箱。干货箱业务：1982 年，中集首台 20' 干货集装箱于深圳蛇口的集装箱工厂正式下线；1996 年，中集的集装箱产量成为全球第一；2002 年及以后市场份额基本稳定在 50% 以上。现有 11 个生产基地、200 万 TEU 年产能。冷藏箱业务：1996 年工厂投产进入行业；2001 年以后产量成为全球第一；2004 年开始中集市场份额一直保持在 55% 以上。现有 2 个生产基地、9 万台年产能；竞争力较强。特种箱业务：1997 年中集开始生产折叠箱，随着南通特箱、新会特箱相继成立；标志着中集特箱规模化生产。公司 2014 年干货箱、冷藏箱、特种箱市场占有率分别为 47%、57%、58%。
- 在道路车辆领域：中国物流半挂业务：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。中国物流半挂业务一直处于中国市场第一。美国物流半挂业务：公司在北美有数十年之久，现已形成厢式车、骨架车和冷藏车三大产品组合，目前在美国的重要生产基地有 Vanguard、CRTI、IE 等。新兴市场半挂业务：我

们业务覆盖澳洲、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。**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，2015年美国市场占有率排名位居第五。**

- 能源化工及食品装备：公司目前主要以中集安瑞科为主要载体，能源装备：以清洁能源CNG、LNG储运装备作为重点产品，逐步延伸到CNG、LNG的加气站配套设备、城市气化、商业非管网供气的工程服务和整体解决方案，能源储运皆为世界第一。化工装备：以符合国际多式联运标准的集装化、标准化罐式储运装备作为化学品转运中标准化的运输工具，可实现为客户提供现代化的粉末、液态、气态化学品物流整体解决方案。液态食品装备：提供啤酒、果汁和牛奶等液态食品行业的酿造和储运装备工程设计、罐体制造和系统安装的整个工艺流程，可向全球市场特别是亚太地区酿酒及食品饮料行业提供专业的交钥匙工程服务。拥有Holvrieka和Ziemann两大世界领先的啤酒酿造交钥匙工程国际品牌。**能源装备为CNG(压缩天然气)、LNG(液化天然气)、LPG(液化石油气)三大能源储运装备领域产销量全国第一，化工装备占50%以上市场份额，食品为1%左右。**
- 海工业务：拥有瑞典、上海和烟台三个研发中心和烟台、海阳、龙口三个建造基地，主要产品是深水半潜式平台、自升式平台和其它高端海工特种船舶，**已交付深水半潜式平台9座，占国内78%市场份额，订单还有5座，占全球23%。自升式平台11座。**
- 物流业务：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。总体规模来说，相较于顺丰等800亿收入规模，还处于百亿规模左右，体量不大。
- 空港业务：是全球最大的旅客登机桥供应商，产品已遍布全球200多个民航机场。旅客登机桥产品综合实力全球行业第一，航空货物处理系统业绩稳居全球前三位，机场摆渡车销量全球第二，旗下成员企业德国齐格勒集团为全球领先的消防救援车辆供应商。

图表3：公司逐步实现各领域突破

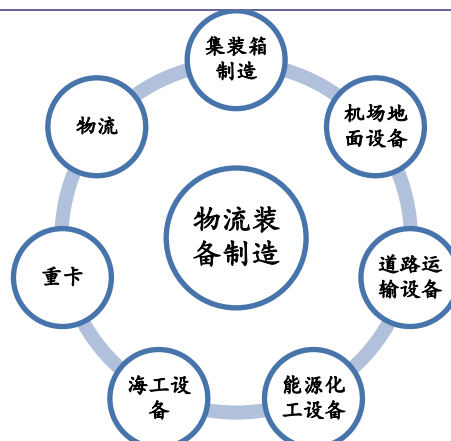


资料来源：公开资料，太平洋证券整理

公司极尽辉煌的发展历程，像教科书一般展示出了制造业公司如何将自身业务做大做强，充分利用股东、客户资源，引入先进的管理方式方法，擅用资本的力量，用资金实力、客户资源构建起足够宽的竞争壁垒。

自 2001 年，引入咨询机构确定发展泛物流方向后，公司一直围绕着 “为现代化交通运输提供装备和服务” 这一主旨，进行同心多元化的拓展。

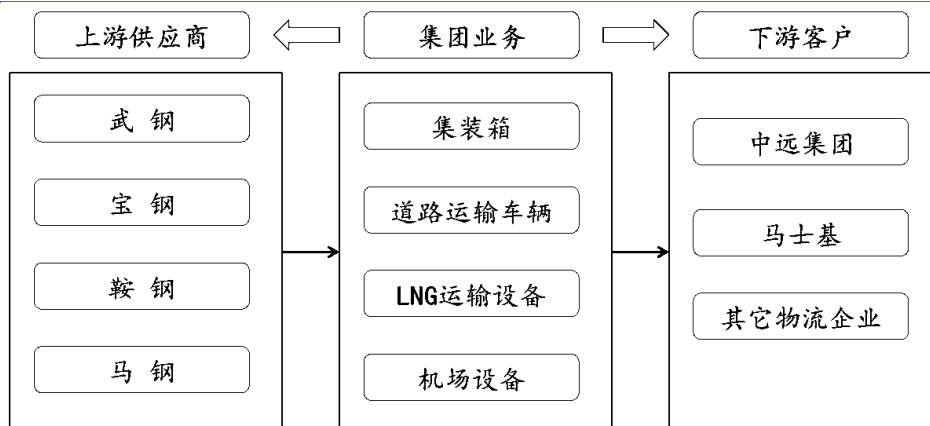
图表 4：始终围绕物流业务发展



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

在拓展业务的协同性上，保持供应链高度的一致性，利用规模优势，不断向上游议价，降低固定的材料成本，利用市场份额，向下游议价，保持较好的毛利水平。

图表 5：公司逐步打造供应链优势



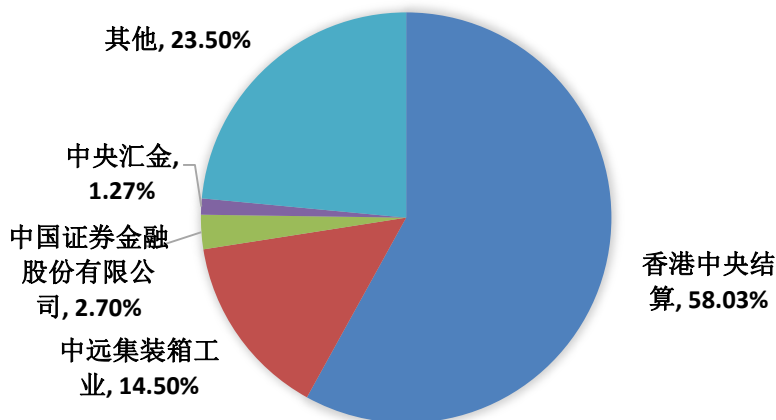
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 股权结构及股东背景：大股东实力雄厚

公司的大股东为招商局、中远集团，两大股东的持股比例为 24.53%、22.76%，其余为 A 股与港股股东。招商局、中远集团均为央企，其中，中远集团为排名前五的全球航运龙头。

公司的大股东为招商局、中远集团，均持股 24.5%、21.9%（在港股股权结构中可以看出），从管理上来说，两个大股东各有 2 个董事，基本的管理由职业经理人团队管理，并且虽然是有国资背景的股东，但是基本的公司章程、决议并不需要经过国资委的审核，并不纳入国资体系中。

图表 6：公司股权结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

股权激励：公司于 2010 年 9 月设立股权激励计划，向包括麦总在内的集团领导、子公司领导共计 181 人，授予 6,000 万份股票期权，将 6000 万期权分为首次授予 5400 万，600 万的预留（第二批股票期权），首次授予（2010 年 9 月授予日）、预留部分（2011 年 11 月授予日）均分两批行权：1）第一个行权期为自授权日起 24 个月后的首个交易日至授权日起 48 个月内的最后一个交易日，可以行权不超过获授期权总量 25%。2）第二个行权期为自授权日起 48 个月后的首个交易日至本计划的最后一个交易日，可以行权不超过获授期权总量 75%的股票期权。2015 年 5 月，第一批股票期权第二个行权期及第二批股票期权第一个行权期达到行权条件，第一批股票期权第二个行权期的实际行权期为 2015 年 6 月 2 日至 2020 年 9 月 27 日，2015 年 10 月，第二批股票期权第二个行权期达到行权条件。第二批股票期权第二个行权期的实际行权期为 2015 年 10 月 24 日至 2020 年 9 月 27 日。经调整后，首次授予、预留的授权价格分别为 10.55 元、16.08 元，距离行业结束目前还有 3 年的时间。

图表 7：公司股权激励第二个行权期到 2020 年

|            | 授权期权 | 授权价格  | 行权期                            |
|------------|------|-------|--------------------------------|
| 首次授予第一个行权期 | 1350 | 11.35 | 2014年1月14日开始行权，2014年9月26日行权期结束 |
| 首次授予第二个行权期 | 4050 | 10.55 | 2015年6月2日至2020年9月27日           |
| 预留部分第一个行权期 | 150  | 16.61 | 2015年6月2日至2015年9月21日           |
| 预留部分第二个行权期 | 450  | 16.08 | 2015年10月24日至2020年9月27日         |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司于 2013 年 12 月公告，拟向中远集装箱、Broad Ride、Promoter Holdings 三家机构分别增发 6,510 万份、7,795 万份、14,305 万股 H 股股票，发行价均为 13.48 港元，其中 Promoter Holdings 公司总裁麦伯良、董事吴树雄、若干高级经理及雇员持有其约 17.69%、2.65%、79.66% 股份。

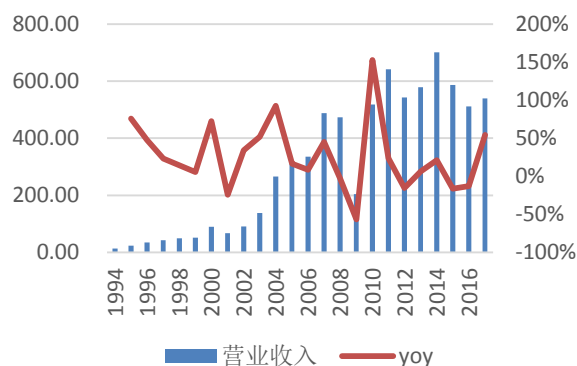
子版块中集车辆公司在 2006 年有做了一个信托计划，子公司 20%的股份给了管理层和核心员工，机场设备子公司的 30%股份给了管理层（未来寻求香港上市或者国内出政策之后能够拆分掉）。在这方面，未来将要推进的：1、引入战略投资者，增强子公司竞争力。2、子公司员工持股。

### （三）集装箱业务受全球航运周期影响，近年来业绩波动较大

公司作为集装箱的龙头公司，受到全球航运周期影响剧烈（虽然公司发展的同心多元化业务，但是集装箱一直为公司最为主要的利润来源），2001、2009 年、2016 年出现明显的低点，皆为宏观周期所致。2017 年 1-9 月，随着全球经济温和复苏，国际贸易恢复增长，美国和欧元区经济普遍回暖，新兴经济体的局部区域市场增长回升，从 2016 年全面萎缩的市场中，公司今年前三季度

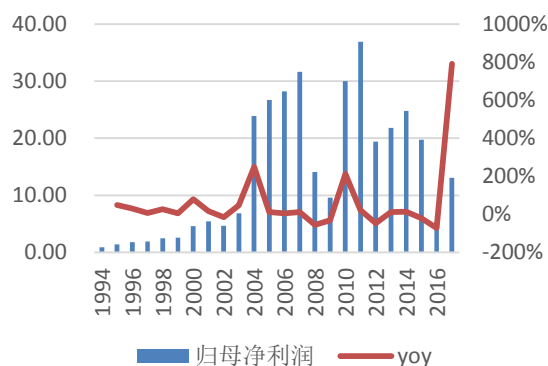
集装箱业务出现了强劲的反弹，营业收入达到 539.63 亿元，同比增长 54.26%，归母净利润为 13.09 亿元，同比增长 790%。

图表 8：近年收入情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

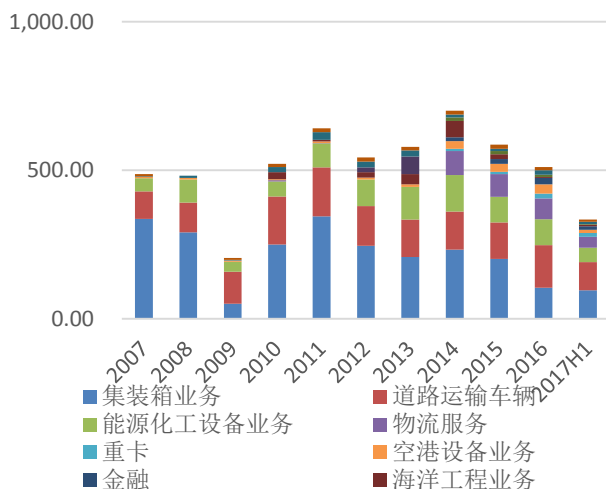
图表 9：近年净利润情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

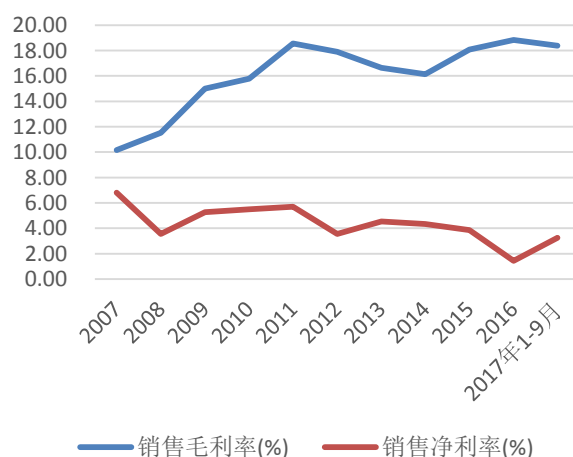
公司自 2002 年开始不断拓展新的业务领域，目前已经稳定贡献利润的板块为集装箱、道路运输车辆、能源化工设备(中集安瑞科)、物流服务等。由于某些板块还未贡献利润，同时有财务费用增长迅速，减值损失的确认，因此公司的净利润率、毛利率的走势并不一致。

图表 10：近年来业务结构情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 11：盈利能力分析



资料来源：WIND，太平洋证券整理

#### (四) 未来 5 年的战略：到 2020 年成为千亿营收的企业

在接下来的一个 5 年计划中，公司将从追求经济规模 and 成本优势，转变为强调注重增长质量、利润创造空间及综合竞争力。

公司过去 5 年以来，中集集团坚守的优势领域，业务拓展基于核心的制造业，总体而言，取得了良好的效果，但是集装箱领域的波动，仍然使得公司没有实现连续的正向增长，尤其是 2015 年的收入下滑。公司在这么多年的发展中，依靠着法人治理结构及股东资源、全球化运营管理、前瞻布局、供应链管理、大量优质忠诚客户资源 5 项优势，发展成为一个全球具备竞争力的公司，但是随着外部环境的变化，这些优势也在逐步消弱，想要进一步的发展，必须要重新定位，重新进行规划。

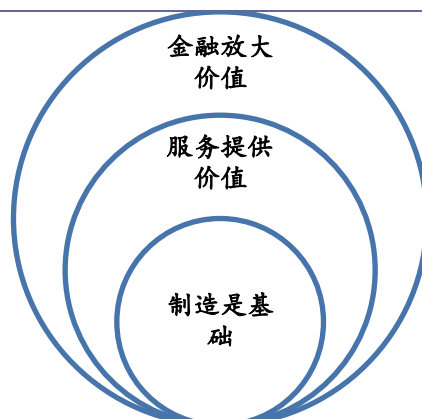
图表 12：公司过去 5 年的优势



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

在上述的基础之上，中集集团将未来 10 年的发展远景规划定为：以“制造+服务+金融”为核心定位，推动制造业转型升级，逐步由产业制造向制造服务全面解决方案升级，未来将瞄准与工业互联网、大数据的运营服务升级，不断向客户提供更高的商业价值。

图表 13：集团未来 10 年的远景定位



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

未来的五年战略，以“有质量的增长”为工作原则，通过四大核心战略举措，优化业务组合、转型升级、构建六大核心能力，力争 2020 年集团收入达到 880-1030 亿元，提高资产收益率和人均产值、人均利润。

图表 14：集团未来四大核心战略举措



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## 二、谷底反转，集装箱业务现拐点

### (一) 集装箱行业发展历程

港口集装箱过去的 40 多年里，经历三个时期：

1) 起步阶段：我国港口集装箱运输始于 1973 年，较国外晚 17 年；1973—1979 年为酝酿阶段，箱量很少；1979—1988 年为起步阶段，我国港口集装箱吞吐量从 3.29 万 TEU 增长到 94.69 万 TEU。

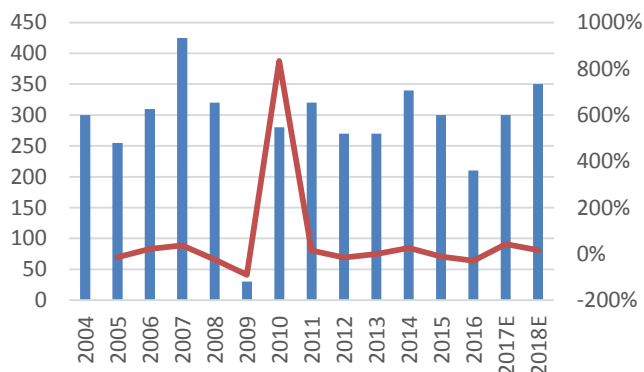
2) 1989—2006 年，我国港口集装箱运输处于发展阶段，港口集装箱吞吐量从 117 万 TEU 增长到 9361 万 TEU。其中，2002 年我国港口集装箱吞吐量首次以 3721 万 TEU 超过连续 46 年保持世界首位的美国。在此期间，我国港口集装箱码头迎来两次重大发展机遇：第一次是 1989 年我国港口业实行改革开放政策，港口集装箱码头通过对外招商引资吸收国际先进的管理技术和经验；第二次是 2000 年我国推进港口政企分开，港口下放地方管理，城以港兴、港为城用的发展理念成为地方政府的共识，港口建设再度掀起高潮。

3) 成熟阶段。2007 年至今，我国港口集装箱运输进入成熟阶段。2011 年，我国港口完成集装箱吞吐量 1.62 亿 TEU，比上年增长 11.4%，其中：沿海港口完成 1.46 亿 TEU，比上年增长 11.3%；内河港口完成 1600 万 TEU，比上年增长 18.3%。集装箱吞吐量超过 100 万 TEU 的港口由 2010 年的 18 个增加到 2011 年的 19 个，其中：沿海港口 15 个，内河港口 4 个。2011 年上海港完成集

装箱吞吐量 3 173.93 万 TEU，成为世界首个集装箱吞吐量突破 3 000 万 TEU 的港口。我国港口集装箱运输在硬件和软件方面均已达到世界一流水平。

**市场空间：**根据数据统计，目前来看，集装箱行业全年需求在 250-300 万 TEU 是比较正常的。2016 全年产量约为 210 万 TEU（包括冷箱和特箱），2017 年产量预计将接近 300 万 TEU，增长来源于集装箱贸易量增速超预期，2018 年我们预计也在 350 万 TEU 左右，同比增长 16.7%。还有一个补库存周期逻辑，就是从集装箱自身行业情况来看，目前来说，集装箱的寿命为 10-12 年，但是由于产能过剩，需求不足，现在都会延长至 12-15 年，这就会导致过去几年替换需求的累加，出现补库存周期的现象，但是总的来看，全球经济的复苏才是集装箱爆发的原因。

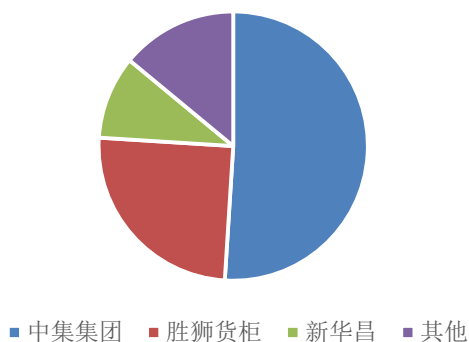
图表 15：集装箱市场规模



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**竞争格局：**根据集装箱行业协会，集装箱制造技术自上世纪 80 年代末逐步转移到中国起，中集集团和胜狮货柜随即迅速占领市场，在中国大陆兴建工厂。两大集团生产的集装箱占据了全球市场份额的 75%以上，其中中集集团约占 50%，胜狮货柜 25%。行业内其他企业，新华昌约 12%，其余则不到 15%。

图表 16：集装箱制造竞争格局



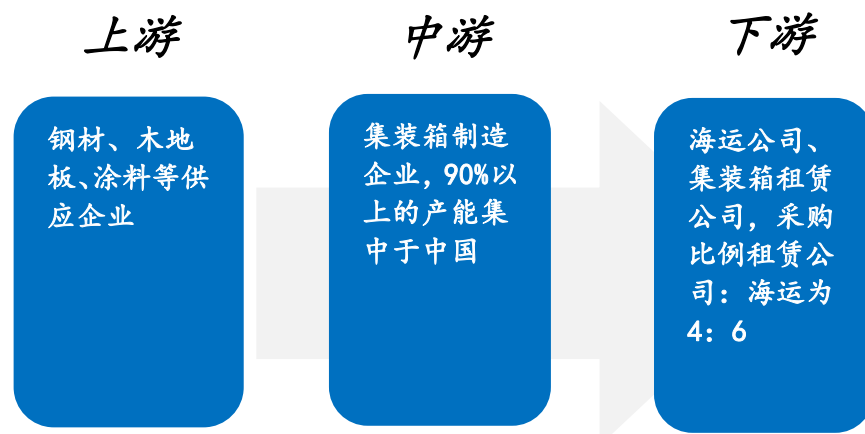
资料来源：产业信息网，太平洋证券整理

## (二) 多重信号验证行业出现拐点

从集装箱行业上下游来看，集装箱主要有两大买家，一个是租赁公司，一个是集运公司。集运是指集中运输行业，目前以水上运输行业为主，集装箱租赁是指集装箱租赁公司与承租人，一般为海运班轮公司，铁路、公路运输公司等，签订协议，用长期或短期的方式把集装箱租赁给承租人的一种租赁方式。

当集运公司需要大规模增加集装箱配备数量时，一般不会全部采用自购箱，也不会全部采用租箱。因为前者需要筹集巨额资金，而且在航运市场不景气时还需要支付大量的闲置费用，在货运量激增时无法及时补充货源；后者比较灵活，短期操作非常有利，但平均成本较高（约为自备箱的 1.5~2.5 倍），且在缺箱时完全依赖集装箱租赁公司，比较被动，并容易受到集装箱租赁公司服务范围的制约。二者均显得很经济。通常，每个班轮公司的集装箱设备均有大部分的自购箱、一定数量的长期租箱和一小部分的灵活租箱构成。因此，根据 Textainer 最新数据显示，租赁公司与集运公司集装箱采购比例为 4:6。

图表 17：集装箱制造产业链



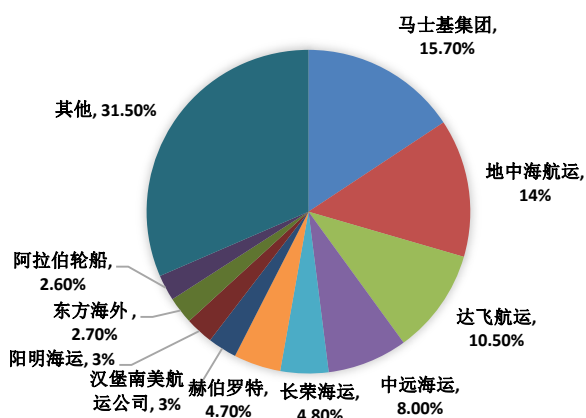
资料来源：《集装箱产业链分析》，太平洋证券整理

1) 航运公司：航运公司目前来说，从航运业本身发展来看，严重的运力过剩是导致航运市场低迷的根本原因。由于 2002~2008 年航运市场持续繁荣，船东造船热情高涨，大量新船投入市场。据克拉克森统计，2006~2011 年国际集装箱船队平均增速达到了 11.6%，而货物增长仅为 6.4%，而近期发生的大量事件也是针对于行业过剩产能的逐步出清，2015 年底，法国达飞轮船宣布 24 亿美元收购全球第十三大班轮公司东方海皇；2016 年，中国远洋集运与中海集运合并，中国远洋海运集团有限公司在上海成立；马士基航运宣布收购德国集装箱航运公司汉堡南美船务集团，集运

行业前 20 大公司经历了 6 次重大的整合重组以及韩进海运的破产。若并购项目顺利完成，15 年行业前 20 大集装箱船队将被整合到 12 家，世界前十大船队将运营行业 80%左右的运力，集中度显著提升。

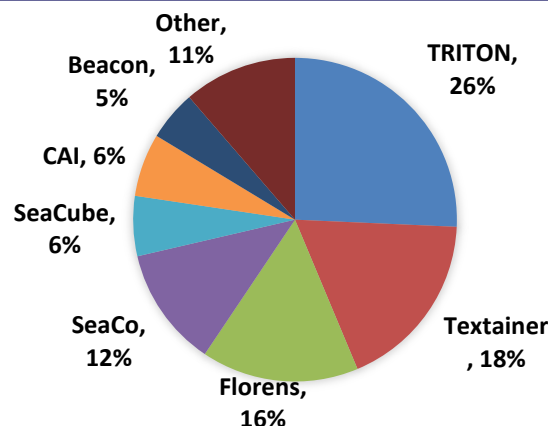
2) 租箱公司：集装箱租赁行业是在 2000 年以后才逐渐发展起来的，目前来看，集装箱租赁竞争较为充分，集中度已经非常高，前七大占到全部的 90%，由于租赁行业需要的资金实力雄厚，目前形成的市场格局稳定。

图表 18：航运公司竞争格局



资料来源：Textainer 年报，太平洋证券整理

图表 19：租箱公司竞争格局

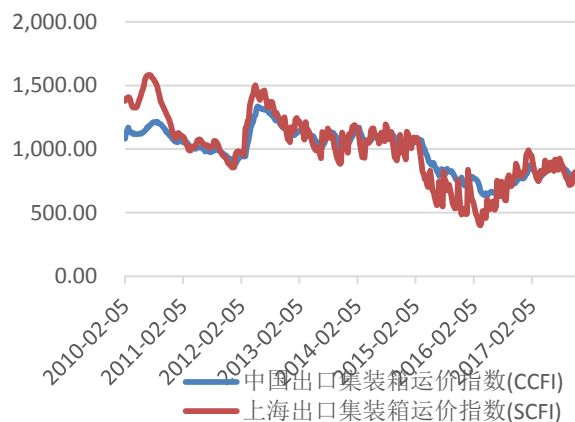


资料来源：Textainer 年报，太平洋证券整理

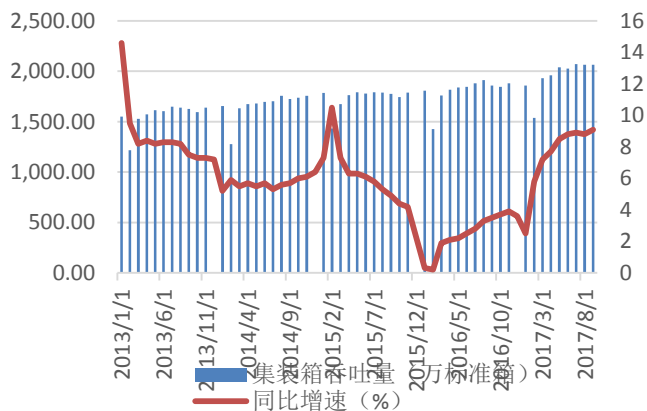
从下游的信号来看，集装箱行业正处于向上拐点。

(1) 集运行业：中国进出口运价指数在 2016 年 4 月跌至 650 点以下，一年多以来呈现单边上涨态势；从集装箱吞吐量和贸易量增速来看，今年贸易量增速（4%-5%）可能会高于预期水平（2%-3%）；预计今年集运利润会超过 50 亿美元，并且景气度可以持续到 2018 年；

图表 20：中国出口集装箱运价指数反弹



图表 21：国内集装箱吞吐量持续增长

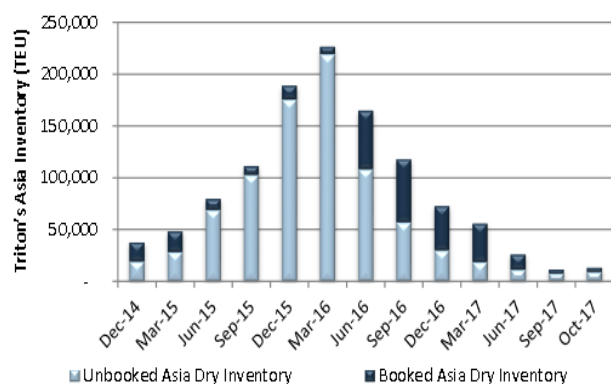


资料来源：WIND，太平洋证券整理

资料来源：WIND，太平洋证券整理

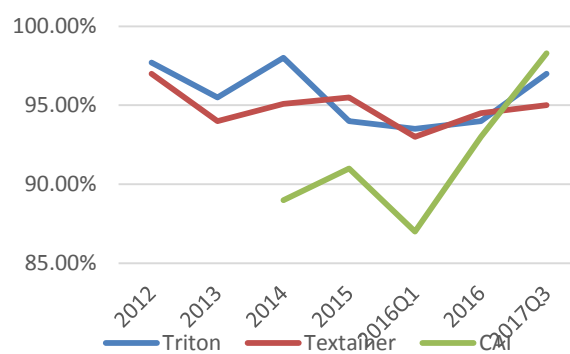
(2) 租箱市场：2016 年初新箱租金 0.2 美元，目前已经涨至 0.70 美元至 0.8 美元，租金迅速反弹，租箱公司将增强买箱意愿。另外，从租赁商的库存情况，以及租箱利用率情况来讲，均可以判断，行业已经处于回升的势头。

图表 22: Triton 的干货箱库存已经到了历史低位



资料来源：Triton 年报，太平洋证券整理

图表 23: 租箱利用率持续回升



资料来源：WIND，太平洋证券整理

### (三) 公司世界集装箱霸主，利润弹性巨大

#### 中集集团集装箱发展历程：

中集集团主要提供的产品包括干货箱、冷藏箱、特种箱，从结构上来看，根据 2016 年的数据，从量上来看，干货箱的量占据 80%，冷藏箱占据 13%，特种箱占据 7%，从销售额来看，干货箱的量占据 54%，冷藏箱占据 25%，特种箱占据 21%。

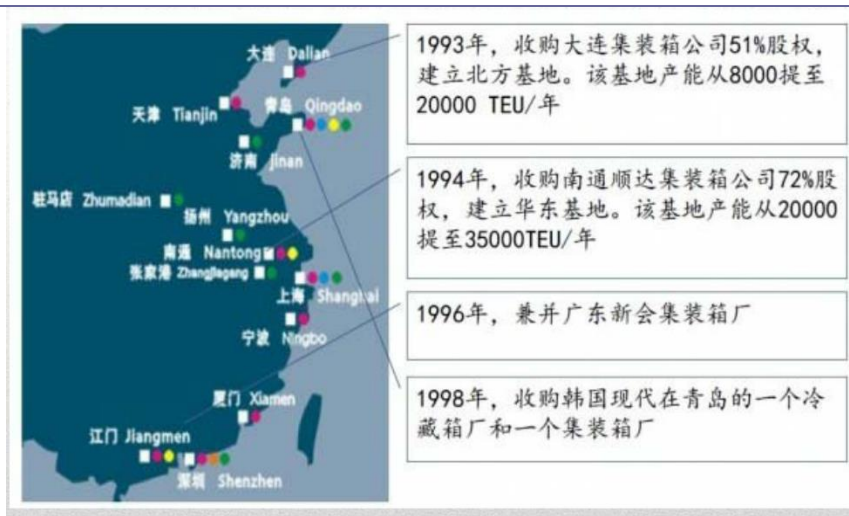
图表 24: 集团产品可分为干货箱、冷藏箱、特种箱



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

中集集团集装箱业务发展历程：背景来说，在 20 世纪 90 年代，随着我国进出口贸易的崛起，当时集装箱整体产业发展势头迅猛，但是基于也陷入了低水平重复建设，导致了低端领域的竞争剧烈，在供求严重不匹配过程中，全球的需求量远小于国内拥有的产能，因此，也是导致某些厂家根本无法接到订单，国家层面看到资源的严重消耗，明确了此领域的进入门槛，而这也给中集集团带来了扩张的机遇。而从公司具备的条件而言，由于集团本身拥有强大的市场优势(当时的中远公司为全球航运的第三名，)，并且已经上市，具备融资的优势，在内、外条件成熟的情况下，公司从 1993-1998 连续进行收购，迅速将自身规模做大，目前已经占到全球产能 50%，全球霸主地位。

图表 25：公司在 20 实际 90 年代持续并购



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

公司通过迅速并购做大之后，开始逐步投入技术研发，保持技术上的领先优势，通过市场、技术上的双重优势积累优质的客户，并且对于上下游都拥有很好的议价的能力。

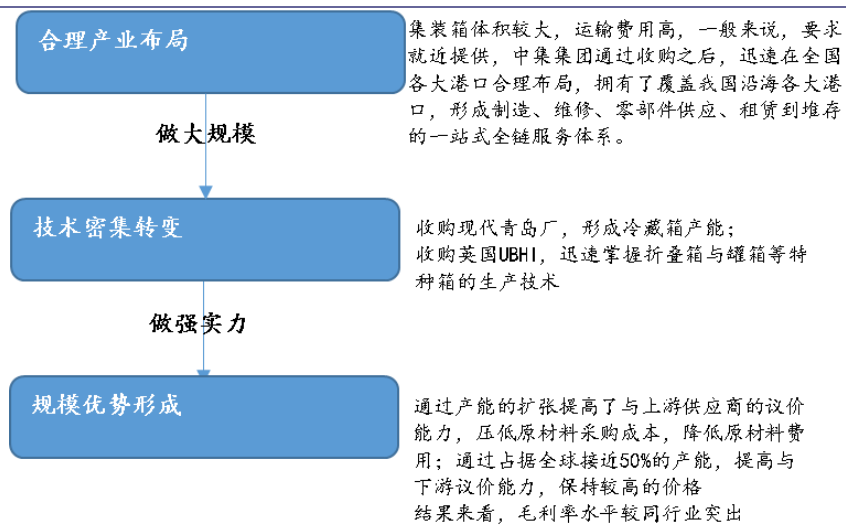
图表 26：公司集装箱制造产业链布局

## 产业布局



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

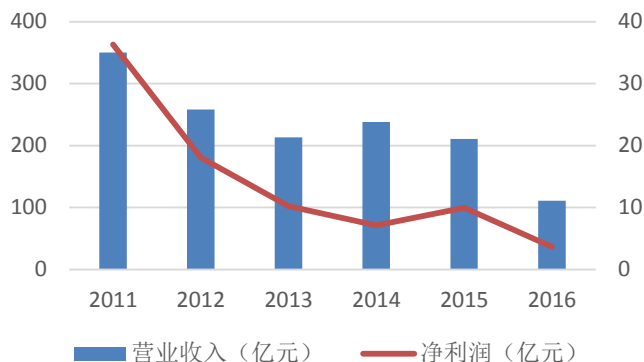
图表 27：集装箱业务由小到大、由大到强



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

公司在 2011 年集装箱业务曾经达到了 350.4 亿元营业收入，净利润达到 36.3 亿元，而目前来看，公司 2017 年上半年集装箱业务出现强劲反弹，实现 100.49 亿元营业收入，同比增长 105.14%，预计有望实现 120 万 TEU 的销量，全年实现 12-15 亿元的净利润。

图表 28：公司集装箱业务 2011 年实现 36 亿净利润



资料来源：WIND，太平洋证券整理

### 三、其他业务看点纷呈，整体环境向好

除了集装箱业务之外，公司早年实行的多元化布局，如今也都开花结果，为了实现有质量的增长，公司开始调整自身业务结构，将业务归纳为 2 个板块，一块是物流装备，包括了道路车辆运输、物流装备业务，一块为能源业务，中集安瑞科、海工业务，业务归类更加明晰，瞄准的方向更为精确。同时，公司将会进一步针对于不盈利的板块进行调整，逐步将业务方向、资源集中化。

#### (一) 道路车辆板块：到 2020 年每年保持 30% 增长

业务简况：中集车辆（集团）有限公司成立于 2002 年，是世界最大的集装箱制造集团——中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司的一级子公司，是中集集团立足于专用汽车行业的集团式企业。公司具备生产流程、供应链优势，主打产品：物流类车辆、罐式车辆、混凝土搅拌车、环卫车等。

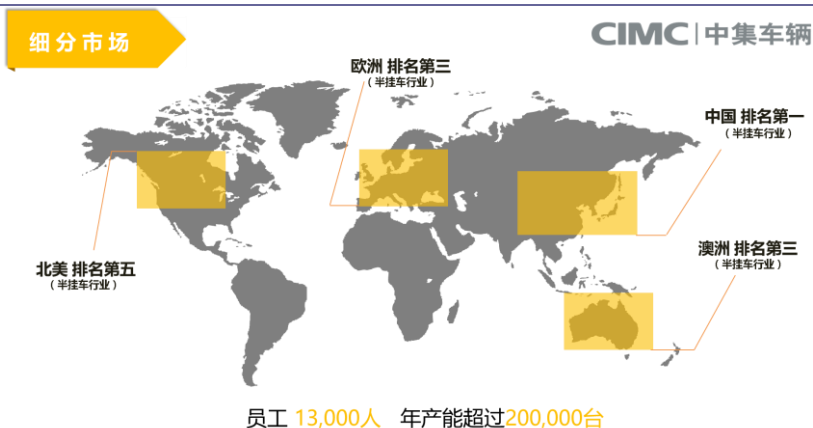
图表 29：公司道路车辆产品



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

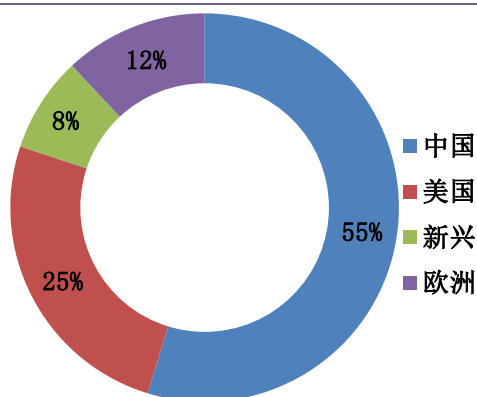
2002 年 4 月 16 日，中集集团在深圳蛇口明华国际会议中心举办“中集集团半挂车产品发布会”。麦伯良总裁宣布：中集第二层面发展战略业务——专用车项目正式启动。2003 年，公司成功收购国内 2 家龙头企业——中集通华、中集华骏；投资建设中集深圳专用车基地。成立北美全资子公司 Vanguard，收购曾排名美国第八的 HPA Monon 半挂车公司。成功拿下世界最大的集装箱船运输公司——马士基 13000 台半挂车订单。2010 年，中集车辆集团全年共销售各类专用车 15.53 万台，首次突破 15 万台，成为自 2004 年以来专用车销量最高的一年。2015 年，北美知名咨询机构——ACT Research 研报以及全球挂车行业最具影响力媒体《Global Trailer》的年度排名，中集车辆集团以半挂车年销量 10.03 万台，全球市场份额 11.4% 的经营业绩，首居半挂车行业世界第一。2016 年 6 月，中集车辆集团以 9170 万英镑的价格完成对英国 Retlan 集团的全资收购。中集车辆在欧洲市场占有率迅速攀升至第三位。目前，公司已有员工 13000 人，年产能超过 20 万台，市场方面（主要为半挂车业务）：北美排名第五，中国排名第一、澳洲排名第三、欧洲排名第三。

图表 30：公司已经为半挂车全球龙头



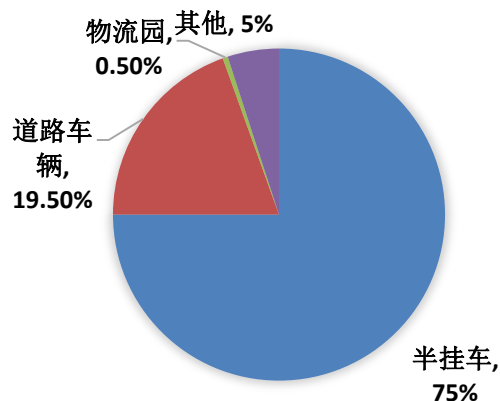
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 31：2017H1 道路车辆业务中海外业务收入占



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

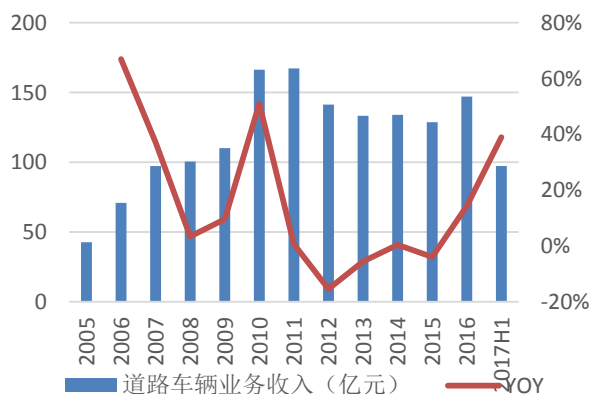
图表 32：半挂车为道路车辆业务主要收入来源



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

未来来看，受惠于国家 2016 年出台的强制性标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》（以下简称“GB1589-2016”）的政策影响延续，国内治超政策持续严格，道路运输车辆轻量化产品替换趋势明显（这个主要是由于超载，国家规定 3 轴的底盘满重量不能超过 25 吨，4 轴不能超过 31 吨，这个影响非常大）；同时，国内基础建设开工项目增加，拉动城市智能渣土车增长行情。海外市场方面，北美市场货运表现仍保持强劲，但半挂车市场周期性需求已然回落；欧洲随着经济复苏市场逐步回暖，新兴市场的局部地区市场需求活跃。欧美已经成为主要的利润贡献地，占 50% 的利润贡献，而国内竞争较为激烈，我们认为公司领先的全球化布局，结合海外竞争情况较为友好的外部条件，道路车辆这块业务仍有望保持在 30% 增长。

图表 33：道路车辆业务近年来收入情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 34：道路车辆业务近年来净利润情况



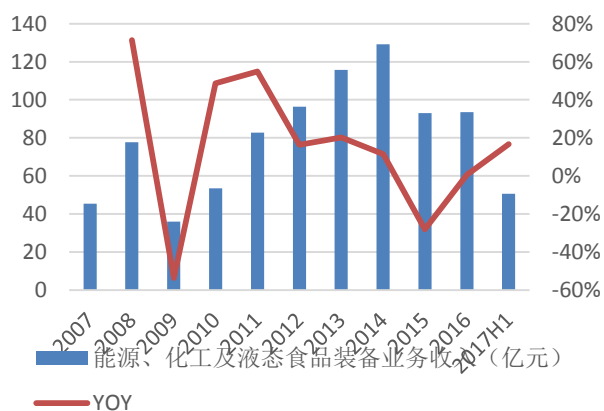
资料来源：WIND，太平洋证券整理

## (二) 能源、化工及液态食品业务：天然气装备，中集安瑞科走向爆发

此块业务主要由集团下属的控股子公司中集安瑞科（持股比例为 58.84%）作为主体经营，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。其能源、化工装备产品及服务遍布全国，并出口至东南亚、欧洲及北美洲和南美洲；液态食品装备产品的生产基地设于欧洲及中国，其产品及服务供应全球。中集安瑞科已形成以中欧互动为基础的“地方智慧、全球营运”业务格局。

公司在近两年的净利润出现大幅亏损，主要由于并购引起：2016 年 6 月 1 日，由于卖方（SOEG PTE LTD、江苏太平洋造船集团股份有限公司、春和集团有限公司）未能满足相关协议的部分先决条件或获豁免，中集安瑞科终止向卖方收购南通太平洋全部股权以及向南通太平洋提供的财务资助，并要求卖方退还预付代价款及南通太平洋退还已提供的贷款和银行贷款担保。在全面审慎评估应收款项的减值风险和收回可能性后，中集安瑞科在 2016 年半年度对应收卖方及应收南通太平洋的款项计提减值拨备人民币 12.15 亿元，并在 2016 年末进一步计提使全年相关计提总额达人民币 13.63 亿元。受此影响，中集安瑞科 2016 年半年度和 2016 年度均出现净亏损，本公司 2016 半年度出现净亏损、2016 年度净利润大幅下滑，今年上半年再次计提 1.9 亿的减值损失，根据今年 8 月公告，公司于 2017 年 8 月 16 日接获中集安瑞科通知，根据《重整投资协议》及重整计划，南通太平洋已成为中集安瑞科的间接全资子公司。

图表 35：能源等业务近年来收入情况



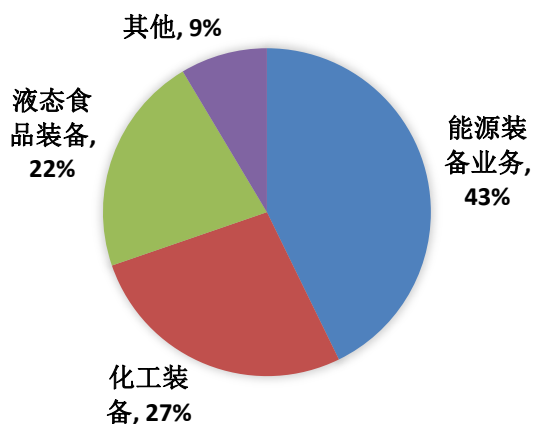
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 36：能源等业务近年来净利润情况



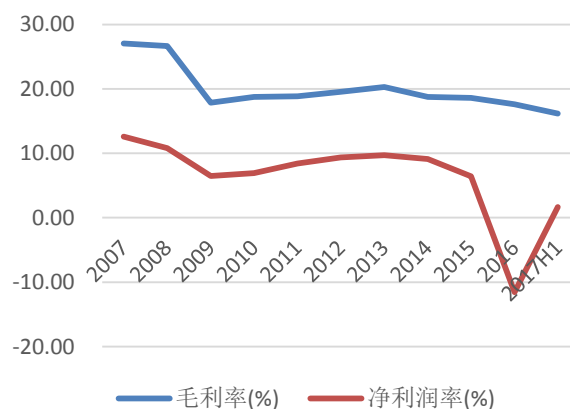
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 37：中集安瑞科业务结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 38：中集安瑞科盈利能力

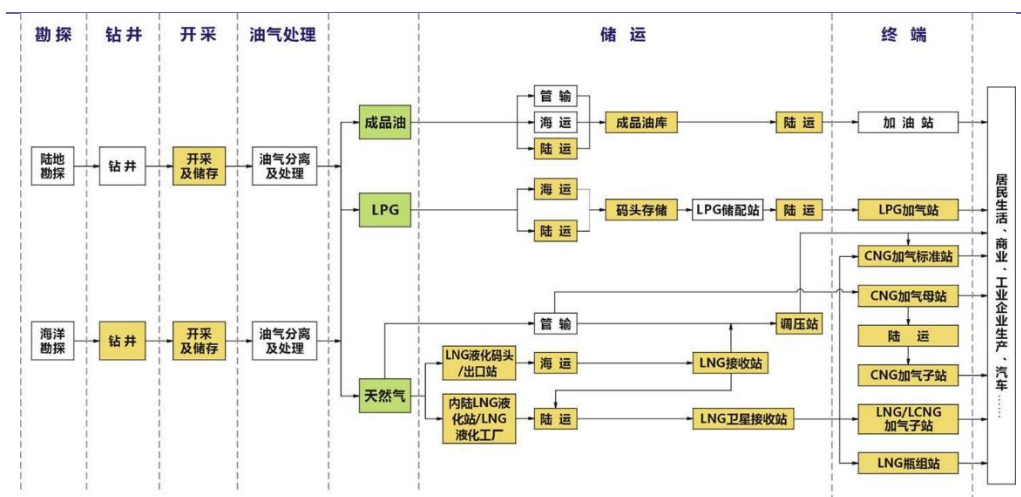


资料来源：WIND，太平洋证券整理

能源装备业务：能源业务涵盖了上游能源开采与加工（主要为天然气、煤层气、焦炉气液化装置、井口气回收装置成套、LNG 接收站）、中游能源储存与运输（高压气体运输车、CNG 储气瓶组、低温液体运输车、LNG 运输储罐）、下游能源应用（CNG 液压式子站、CNG 压缩式加气子站、CNG 气瓶、LNG/L-CNG 加气站），目前，已经可以具备 EPC 工程总包能力，为加气站投资运营商提供个性化、系统化、模块化的全方位一站式服务和整体解决方案。

公司今年 8 月并购的 SOE，南通太平洋营运的液化乙烯气体（LEG）/ 液化石油气（LPG）/ 液化天然气（LNG）运输船业务具有良好的行业前景，目前已在手有 10 条 LNG/LPG 运输船的订单，每年 15 亿元收入，净利润 1 个亿左右，收入、盈利比较确定，且主营业务具备稀缺性的公司。

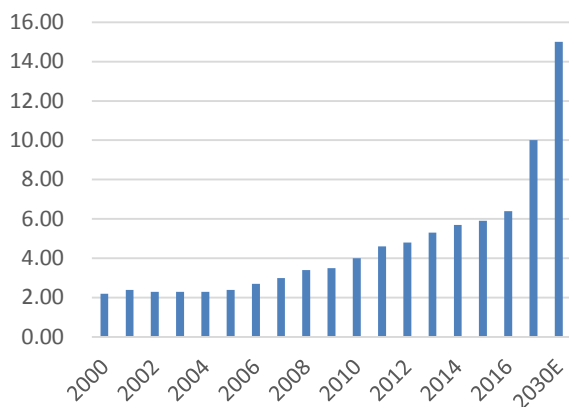
图表 39：中集安瑞科天然气业务全产业链布局



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

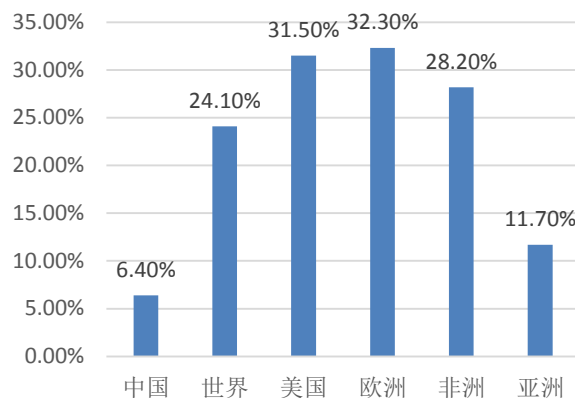
近日国家发改委等十三个部委联合印发《加快推进天然气利用的意见》，提出要逐步将天然气培育成我国现代清洁能源体系的主体能源之一（天然气），力争到 2020 年使天然气在一次能源消费结构中的占比达到 10%左右，到 2030 年使天然气在一次能源消费结构中的占比提高到 15%左右。未来将实施城镇燃气工程、天然气发电工程、工业燃料升级工程、交通燃料升级工程四大重点任务。

图表 40：我国天然气占一次能源比例将快速提升



资料来源：国家能源局，太平洋证券整理

图表 41：我国目前占比远不如国外

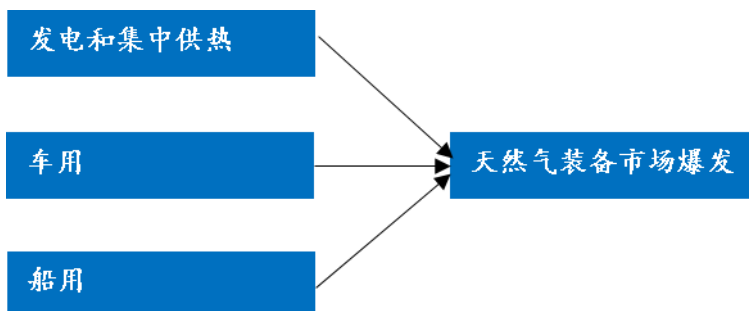


资料来源：BP，太平洋证券整理

电力和交通领域成为拉动增长新的增长极。1、环保政策趋严，天然气经济型凸显，“煤改气”进程将加快，国家污染物排放重点控制的京津冀、长三角、珠三角地区燃气电厂和燃气锅炉将得到加快发展。2、能源十三五规划，2020 年气化各类车辆 1000 万辆，配套加气站 1.2 万座，船用加气站 200 座。同时，今年 1-10 月，国内重卡市场累计销售 96.66 万辆，比 2016 年同期的 56.58 万辆大幅增长 71%，而 LNG 重卡销量远快于行业增速，10 月国内天然气重卡产量为 7671 辆，同比依然大幅增长为 372%，2017 年 1-10 月 LNG 重卡销量达 74665 辆，同比增长 543%。

Douglas-Westwood 预计 LNG 设施的全球资本性支出总额将于 2017 年至 2022 年达到 416 亿美元（2011 年至 2015 年：114 亿美元），因此海外有巨大空间。

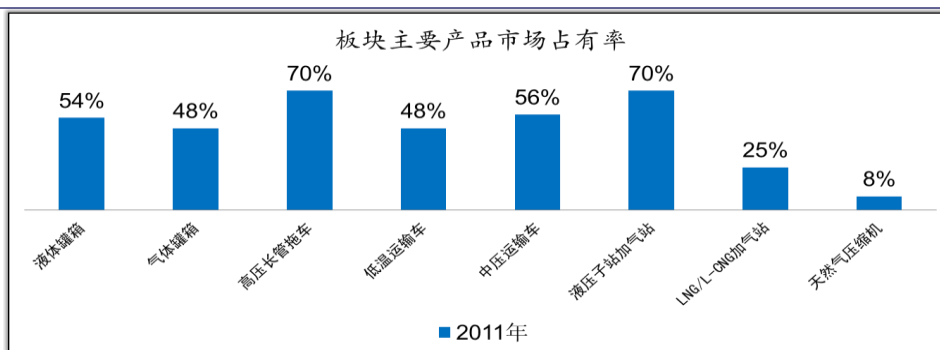
图表 42：未来发电、集中供热、交通用天然气将引领天然气需求



资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

公司多项业务市场份额较高，为业内领先的设备制造商。高压运输车销量全球第一、低温运输车及低温储罐市场国内第一，LNG 接收站、LNG 模块化产品、CNG 加气站在国内市场占有率位居前三。公司在中游环节的竞争对手主要为富瑞特装、下游竞争对手主要为厚普股份、杰瑞股份等。

图表 43：中集安瑞科各项天然气业务均占据较高市场份额



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

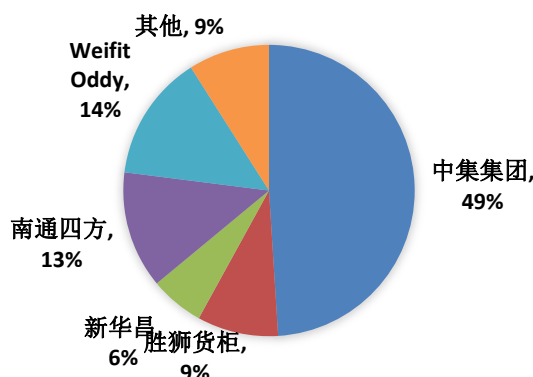
化工板块：化工装备主要是储运化学液体、液化气体及低温液体的罐式集装箱，其中标准罐箱的需求与全球经济相关性高，有较强的周期性，全球市场占有率超过 50%。特种罐箱需求稳定增长，主要为运输标准罐：特种罐箱比例分为 66%、34%。

图表 44：中集安瑞科化工产品

图表 45：标准罐市场竞争格局



资料来源：公司资料，太平洋证券整理



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

从历史来看，尽管每年需求数量有一定的波动，但是总体而言，相对平稳，随着预计在全球经济转暖的情况，全球化工业务仍将维持稳定增长，而罐箱相对于其他物流工具拥有更加好的发展前景（针对于传统化工行业运输工具的替代，罐式集装箱具有安全、环保、经济性、灵活高效、多式联运、“门到门”交付等优点，从欧美进入我国不到二十年时间，已在化工物流领域获得广泛应用，已呈取代桶装或其他小包装、槽车甚至铁路罐车运输之势。在欧美液体货物运输中，罐箱已占据了液体运输市场 65% 的市场份额，在亚洲地区方兴未艾）。今年来看，化工装备分部的收入在标准罐式集装箱的强劲需求拉动下同比实现增长，预计在全球经济转暖的情况，化工装备有望保持 10% 的增速。

图表 46：化工业务收入增长主要与化工行业增速相关

|                      | 2009 | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017H1 |
|----------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 化工装备营业收入 (亿元)        | 7.9  | 12.79  | 30.27  | 28.46  | 30.94  | 33.14  | 27.1   | 24.72  | 13.64  |
| YOY (%)              |      | 62%    | 137%   | -6%    | 9%     | 7%     | -18%   | -9%    | 9.26%  |
| 毛利率 (%)              |      | 12.00% | 14.80% | 17.50% | 18.90% | 16.60% | 15.90% | 18.70% | 17.50% |
| 化工原料及化学制品制造业收入增速 (%) |      | 33.15% | 33.34% | 12.34% | 12.88% | 8.52%  | 2.30%  | 5.60%  | 14.70% |

资料来源：WIND，太平洋证券整理

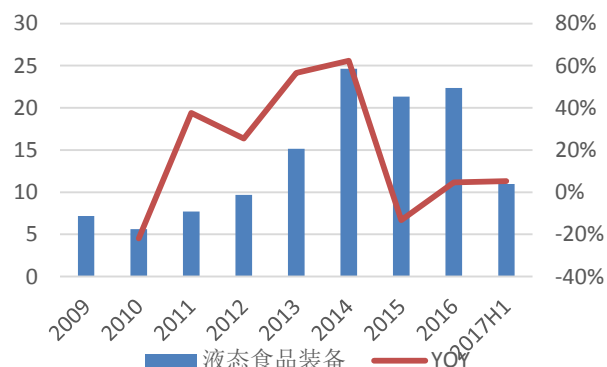
液态食品装备分部的收入受去年 6 月收购 Briggs Group Limited 所带来的并购增长的影响，收入实现少量增长。液态食品装备产品包括果汁（橙汁）的储罐、储罐码头、船用储罐、啤酒生产成套装置、相关运输车辆及项目工程服务，如加工及配送啤酒及果汁的全包项目。该业务的产销主要集中在欧洲子公司 Holvrieka，也有部分生产在中国南通进行。Holvrieka 是不锈钢静态储罐的行业领导者，业务遍布荷兰、比利时和丹麦，HOLVRIEKA 占据了欧洲绝大部分的市场份额。

图表 47：中集安瑞科液态食品罐产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 48：液态食品业务发展较为平稳



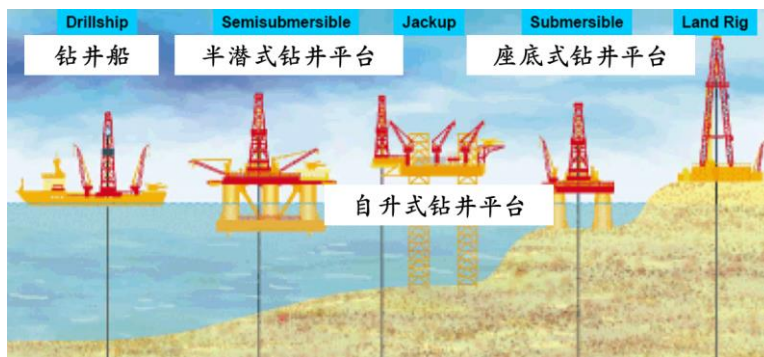
资料来源：WIND，太平洋证券整理

截至 2017 年 6 月，公司三个部门在手订单达到 78-79 亿元。能源装备 28 亿元，其中 LNG 装备订单 15 亿元，CNG/LPG 装备订单 8 亿元，3-4 个月可确认收入；工程项目订单 8 亿元，1-2 年确认收入。化工装备订单 11 亿元，食品装备 39 亿元，2-3 年可确认收入。

### (三) 其他业务情况：海工、物流、重卡、空港、金融

**海工板块：**2010 年 1 月，公司通过收购烟台来福士 50.01% 的股权进入海工业务，烟台来福士海洋工程有限公司是全球领先的海洋工程装备制造制造商之一，始终在国际海洋工程市场中参与全球竞争。公司主要专注于移动式钻井平台及其配套船舶，包括自升式钻井平台（Jack up）、半潜式钻井平台（Semi-submersible）、FPSO、FSO 等浮式储油装置、平台供应船、铺管船、豪华游艇及其他船舶建造。

图表 49：公司海工产品

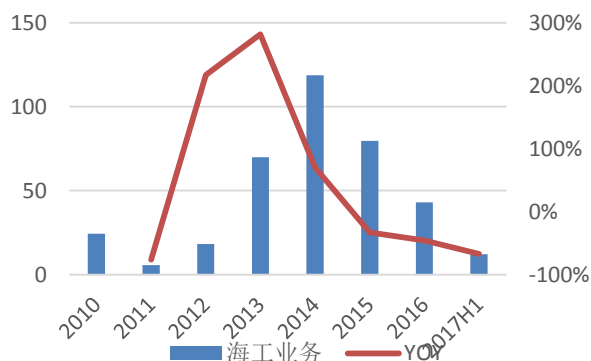


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**中集装备助力可燃冰开采。**中集来福士自主设计建造的目前全球作业水深、钻井深度最大的半潜式钻井平台——蓝鲸 1 号的可燃冰项目租约于今年 2 月起租，3 月 28 日开钻，5 月 18 日试采成功，标志着我国海域可燃冰勘探开发实现世界领跑，并获得了国务院贺电。

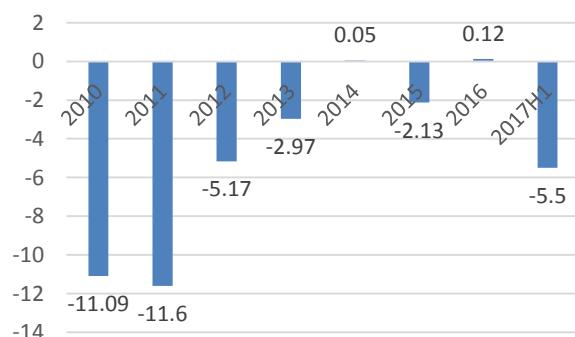
**引入战略投资者，分散风险。**公司海工业务 2017 年上半年实现 12.14 亿元收入，同比下滑 67.21%，净利润实现-5.5 亿元（去年同期为-399 万元），由于海工行业迟迟不能回暖，且需要大量的资源投入，因此公司全资子公司中集海工以增资扩股方式引进战略投资者国投先进制造产业投资基金（有限合伙），基金以 10 亿元获得中集海工 15%的股权，后续仍将会持续推进此项工作进度。

图表 50：公司海工板块营业收入



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 51：公司海工板块净利润



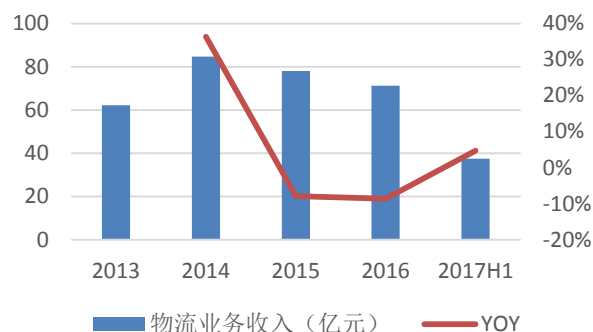
资料来源：WIND，太平洋证券整理

**物流板块：**本集团的物流服务业务践行“装备改变物流”的发展思路，充分发挥物流装备核心优势，瞄准集装箱全球运营管理、海运及项目物流服务、多式联运、装备物流和合同物流五大重点业务发展方向，形成集装箱服务、海运项目及物流、铁水联运和装备物流四大业务线，聚焦和打造专业技术和业务垂直能力的核心竞争力。

2017 年上半年，全球经济温和复苏，进出口形势虽回稳向好，但政策不确定性因素仍较多。国内物流行业竞争激烈，供过于求，运价持续低迷，企业效益未见明显好转。此外，国内环保政策趋严等因素也影响了物流板块的器具制造业务。

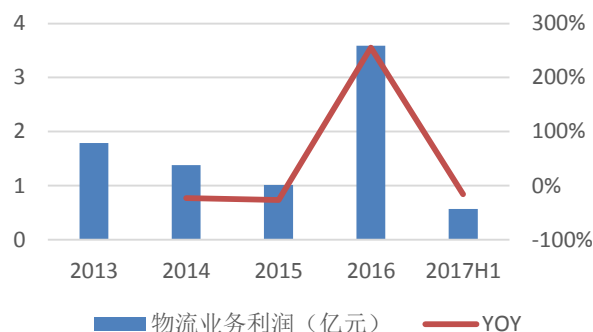
2016 年度，净利润大幅增长，主要是由于出售子公司股权产生收益所致。2017H1 实现销售收入人民币 37.51 亿元，同比上升 16.55%；实现净利润人民币 5734 万元，同比下降 16.21%。受蒙古业务线调整影响，该业务板块的毛利率出现下滑，并导致净利润同比下降。

图表 52：公司物流板块营业收入



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 53：公司物流板块净利润



资料来源：WIND，太平洋证券整理

**出售深圳中集电商物流科技有限公司，年内有望确认损益。**2017 年 9 月，公司中集投资、深圳港湾睿仕股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“港湾睿仕”，与中集投资合称“出售方”）与丰巢科技（亦称“收购方”）签订了《关于深圳中集电商物流科技有限公司之股权收购协议》。其中，丰巢科技向中集投资收购中集电商 78.236% 股权的交易对价为人民币 6.34 亿元，并将以现金方式支付。本次出售完成后，公司不再持有中集电商的股权，这部分的收益在年内有望确认。

**一带一路与多式联运，同时，公司将有可能进一步整合一带一路的能源资源项目。**2016 年 3 月，中集集团正式成立中集多式联运发展有限公司（以下简称：中集多式联运）。凭借 30 多年来中集在全球物流领域积累的装备制造与服务能力，中集多式联运将集聚中集的优势资源，积极推进中集在多式联运领域的创新战略，为中国及“一带一路”沿线国家的物流模式变革提供专业服务。未来将以铁路为核心，围绕“上装备、开班列、进场站、搭平台”的发展战略，满足未来中国市场的多式联运需求。中集旗下的中世运已经多次承接了境内外大型物流服务项目，包括中石油中缅天然气管道项目、坦桑尼亚天然气综合利用项目及俄罗斯钻机和修井机运输项目等。预计，中集多式联运将在未来 3-5 年达到 100 亿元人民币的产业规模。

**重卡板块：**本集团子公司联合重工（中集集团持股 66%）经营重型卡车业务。联合重工的产品定位于国际市场中高端、国内市场高端的重型卡车市场，以“国内技术领先、国外技术追随”的产品发展策略和“制造高端产品、提供优质服务、创立一流品牌”为发展战略，主要产品包括柴油、天然气两大类，牵引车、搅拌车、自卸车、载货和专用车四大系列。

2017 年上半年，受惠于 GB1589-2016 新国标实施、超限超载治理、黄标车淘汰等因素及国家积极财政政策的影响，国内重卡市场持续表现突出。今年初重卡市场传统销售旺季加上各地基建项目的开展，重卡采购需求增多，带动重卡销量大幅增长。

**后发优势，联合重卡突飞猛进。**联合卡车上半年实际销售 4438 台，较 2016 年同期增长 48%，

全年要达到 8500 台销量任务，力争全年实现销量破万。

图表 54：公司 LNG 重卡具备全产业链优势



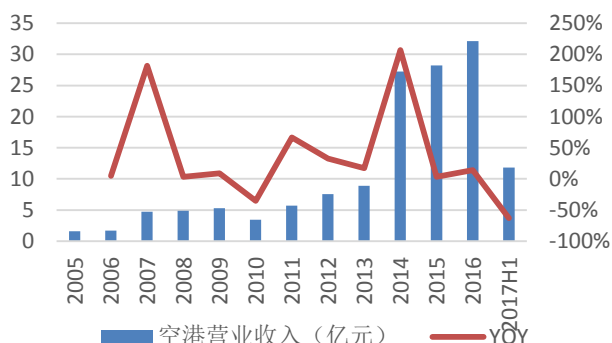
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**空港板块：**本集团空港装备业务主要由德利国际、中集天达及德国齐格勒及其子公司经营，并与联营公司中国消防进行优势资源整合与协同。主营业务包括登机桥业务、自动化物流系统业务（收购了 Pteris 77.72% 股份，机场物流自动化系统）、地面支持设备（GSE）业务（含摆渡车、升降平台车等）、消防及救援车辆业务（Ziegler，2013 年 11 月，中集集团与德国 Albert Ziegler GmbH & Co KG 在德国德累斯顿正式签署了收购 Ziegler 的资产买卖协议，中集集团以约 5,500 万欧元购买了 Ziegler 的所有资产）及智能停车业务。

1) 2017 年上半年，全球航空业持续健康发展，中国大力发展航空产业，美国机场更新速度加快，空港装备需求继续稳步增长。2) 消防与救援设备受欧洲政府削减预算影响，欧洲增长将受到一定影响；但受中国加大基础设施建设的拉动，在中国市场增长较为可观。3) 国内电商快递的进一步发展给自动物流设备带来良好机遇。4) 2015 年，国家日趋重视城市停车难问题，自国家发展改革委、财政部、国土资源部、住房和城乡建设部、交通运输部、公安部、银监会联合发布《关于加强城市停车设施建设的指导意见》之后，各地鼓励停车产业发展政策陆续出台，对于智能停车装备行业产生持续正面影响。

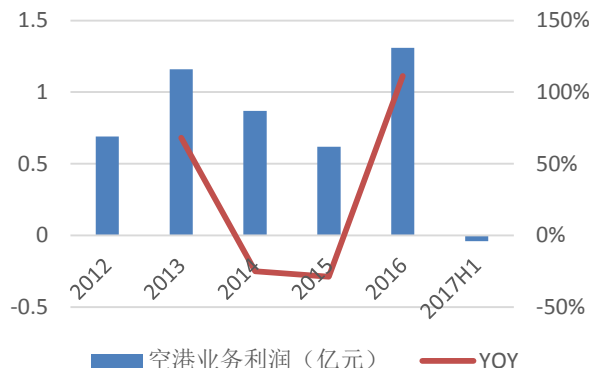
本集团空港装备业务实现销售收入人民币 11.81 亿元，同比上升 4.65%；净亏损人民币-417 万元（去年同期：盈利人民币 1071 万元），同比出现亏损，主要由于报告期部分项目延迟确认收入以及技术研发支出增加所致。

图表 55：公司空港板块营业收入



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 56：公司空港板块净利润

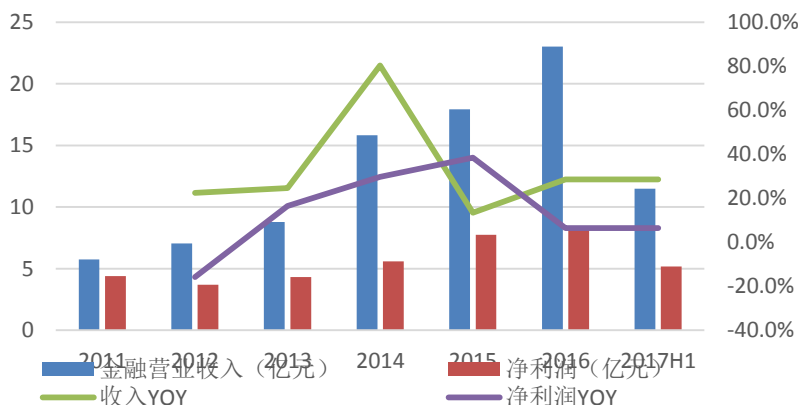


资料来源：WIND，太平洋证券整理

**金融：**本集团金融业务致力于构建与本集团全球领先制造业战略定位相匹配的金融服务体系，提高集团内部资金运用效率和效益，以多元化的金融服务手段，助力本集团战略延伸、商业模式创新、产业结构优化和整体竞争力提升。主要经营主体为中集融资租赁公司（针对于本集团业务，已成功完成物流车辆与设备融资租赁项目、国内首只 14000m<sup>3</sup>LNG 运输船舶融资租赁项目等）和中集财务公司。

2017 年上半年，国内宏观经济环境延续了去年下半年以来的企稳向好态势，本集团相关产业景气度明显提升。面对市场机遇，中集融资租赁公司继续沿着“广度、深度、机制”三个维度深化产融协同，加大交通物流等市场领域的投放力度，着力优化资产结构，提升客群质量，实现健康可持续增长。在降本增效、审慎稳健、有质增长的经营方针指导下，今年上半年资产规模稳步扩大，资产质量进一步提升，运营效率持续优化。报告期，本集团金融业务实现营业收入人民币 11.48 亿元，同比上升 3.02%；实现净利润人民币 5.16 亿元，同比上升 13.75%，净利润上升主要由于报告期该业务板块通过提升运营效率降低了期间费用所致。

图表 57：公司金融板块营业收入、净利润情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

公司已于 2013 年与 MSC 下属公司签署了期限为 204 个月的集装箱船融资租赁合同，将 7 艘 8800 标箱的船舶租赁给 MSC (MSC 为世界第二大航运公司)，这 8 艘船均为中集自身出资以 8800 万美元/艘购入。由于中集集团自身资本实力雄厚、且多项业务位居市场前列 (优质客户非常多)，我们非常看好这种模式，通过融资租赁服务以及服务链延伸，使金融服务与物理产品形成系统解决方案并共同形成核心竞争力，这一集“融物”与“融资”功能为一身的特殊形式正在逐步展现集团在吸引订单方面的巨大优势。公司 2017 年公布定增预案，总计募集资金 60 亿元，投入中集融资租赁有限公司增资项目 (20 亿)、中集凤岗物流装备制造项目一期 (5.93 亿)、青岛中集特种冷藏设备有限公司搬迁项目一期 (1.17 亿)、多式联运公司项目 (0.78 亿)、松山湖智荟园项目一、二、三期 (4.5 亿)、松山湖智谷项目二、三、四期 (9.62 亿)、补充流动资金 (18 亿)，融资租赁行业作为资金密集型行业，业务规模与资本实力密切相关，中集租赁注册资本金仅为人民币 4.41 亿元 (而目前国内排名前列的远东、工银、国银分别为 114.45、110、95 亿元，主要是由于融资租赁企业的风险资产不得超过净资产总额的 10 倍)，此次增资后，业务有望迅速发展，公司主营均为大型、大规模设备，融资租赁项目方面非常充足。

#### 四、土地“公转商”收益巨大

公司土地工转商项目已进入实质性操作阶段，根据《招标投标挂牌出让国有建设用地使用权规定》：首先向国土部申请交回土地，并由评估机构确定补偿价格，对原土地使用者进行补偿。2、国土部门根据规划部门出具的原地块调整后的用途及规划条件，经规划、国土、财政、监察部门集体会审确定土地出让起始价，并由土地交易机构依法组织招拍挂出让。3、经招拍挂出让后产生

新的土地使用者，新的土地使用者与土地交易机构签订成交确认书，并缴纳土地出让价款。4、土地使用者按土地出让合同缴清全部土地出让价款，办理土地使用证。

目前中集集团拥有近 30 平方公里土地储备。其中，深圳前海（52.4 万平米）、深圳太子湾（6.4 万平米）、深圳坪山（82.0 万平米）、上海宝山（17.8 万平米）等核心地块正在推进土地工转商。前海土地的工转商正在评估价值，完成补偿款的确定，宝山地块和太子湾地块的搬迁补偿协议已经在 2016 年 12 月和 2017 年 8 月签订。

- 1、深圳前海：次完成的是前海地块的框架协议。根据公司前期规划，深圳前海项目：计划建成以海洋产业服务、金融、科技产业等为核心的商业中心区，也就是从过去的工业用地转为商用用地。2017 年 10 月 9 日，公司发布公告，全资子公司全资南方中集与深圳规土委、前海管理局就位于深圳前海的 T102-0152、T102-0153、T102-0154 宗地的土地整备问题签署了《土地整备框架协议书》，三宗土地合计 52.4 万平方米，假设建筑容积率为 3，则建筑面积约为 157.2 万平方米，2 万元/平米的楼面价计算，中集可获得 314.4 亿的开发权益，按照分成比例（40%），价值可达 125.6 亿元，由于前海地块的初始成本约为 2 亿元，升值部分将计入当期损益，扣除掉 30%所得税后，升值部分将计入当期损益，约为 87.92%，目前还在做价值评估工作，推动的是首期 30 多万平方米的店面落地，最快将会是今年年底前能够确认。
- 2、深圳太子湾：太子湾地块的搬迁补偿协议 2017 年 8 月签订。中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司全资子公司深圳南方中集集装箱制造有限公司因太子湾项目整体开发而收回土地导致的搬迁损失在评估基准日 2017 年 6 月 30 日的评估价值为 4.95 亿元。
- 3、宝山地块：项目包括住宅、办公楼、酒店等。宝山的土地预计年内完成土地招拍挂。
- 4、深圳坪山：用作生命健康产业园开发，包括办公、住宅、产业等。目前还未有实质性进展。

公司将着力盘活土地存量，已经引入强大的房地产开发商碧桂园，以合资公司的形式，对于地块进行联合开发。主要是方式，是 2017 年 7 月，中集集团旗下中集产城业务板块（负责房地产开发业务）签署增资协议，以约 9.3 亿人民币引入碧桂园地产集团有限公司（简称碧桂园地产，碧桂园集团旗下全资子公司）作为战略投资者，增资完成后，碧桂园地产持有中集产城 25%股权。增资合作有助于中集产城吸收和利用行业龙头企业碧桂园地产的资金、人才、专业经验等资源，增强中集产城的资本实力和业务发展能力；且能够更好盘活和利用本集团现有土地资源，实现价值最大化，使产城业务成为本集团未来业绩增长的新动力。

图表 58：公司各块土地进展情况

| 地块   | 面积    | 阶段                                     |
|------|-------|----------------------------------------|
| 上海宝山 | 17.8万 | 上海宝山土地规划已经大致明确，预计将开发一个综合体，预计在年底完成土地招拍挂 |
| 深圳太子 | 6.4万  | 太子湾项目已经与招商蛇口签署了搬迁协议，获得将近5亿的补偿款         |
| 深圳前海 | 52.4万 | 目前已经将方案提交深圳市政府进行审核                     |
| 深圳坪山 | 80万   | 还未有明确方案                                |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 五、盈利预测及估值

### (一) 盈利预测

#### ● 分业务收入预测

预计公司从 2015 年起网络购物渠道开始发力，2015/2016 年逐年翻倍，网络购物收入占比也从 2013 年的 7.78% 增长到 2016 年的 40%，并带动整体营业收入大幅度增长。

- 1、预计全球经济复苏，集装箱业务保持 20% 增长
- 2、车辆业务保持 30% 增长，中集安瑞科保持 20% 增长
- 3、物流服务保持 30% 增长；4、其余业务皆平稳增长。

图表 59：分业务预测

|          | 2016A  |      |      |      | 2017E   |      |     |      | 2018E    |      |     |       | 2019E     |      |     |      |
|----------|--------|------|------|------|---------|------|-----|------|----------|------|-----|-------|-----------|------|-----|------|
| 按照产品     | 收入金额   | 收入占比 | 毛利率  | YOY  | 收入金额    | 收入占比 | 毛利率 | YOY  | 收入金额     | 收入占比 | 毛利率 | YOY   | 收入金额      | 收入占比 | 毛利率 | YOY  |
| 集装箱业务    | 104.86 | 21%  | 9%   | -48% | 201.19  | 29%  | 17% | 92%  | 261.547  | 30%  | 19% | 30%   | 261.547   | 24%  | 19% | 0%   |
| 道路运输车辆   | 142.62 | 28%  | 18%  | 15%  | 189.12  | 27%  | 17% | 33%  | 245.856  | 28%  | 17% | 30%   | 319.6128  | 30%  | 17% | 30%  |
| 能源化工设备业务 | 88.08  | 17%  | 19%  | 2%   | 101.292 | 15%  | 17% | 15%  | 131.6796 | 15%  | 17% | 30%   | 171.18348 | 16%  | 17% | 30%  |
| 物流服务     | 69.8   | 14%  | 11%  | -9%  | 83.76   | 12%  | 13% | 20%  | 100.512  | 11%  | 13% | 20%   | 120.6144  | 11%  | 13% | 20%  |
| 重卡       | 16.26  | 3%   | 2%   | 121% | 24.78   | 4%   | 6%  | 52%  | 32.214   | 4%   | 7%  | 30%   | 41.8782   | 4%   | 8%  | 30%  |
| 空港设备业务   | 30.73  | 6%   | 19%  | 15%  | 30.73   | 4%   | 19% | 0%   | 30.73    | 3%   | 19% | 0%    | 30.73     | 3%   | 19% | 0%   |
| 金融       | 22.35  | 4%   | 70%  | 33%  | 22.9    | 3%   | 60% | 2%   | 45.8     | 5%   | 60% | 100%  | 91.6      | 9%   | 60% | 100% |
| 海洋工程业务   | 2.68   | 1%   | 115% | -83% | 6       | 1%   | 8%  | 124% | 0        | 0%   | -   | -100% | 0         | 0%   | -   | -    |
| 房地产      | 8.16   | 2%   | 49%  | -21% | 5.36    | 1%   | 55% | -34% | 8.04     | 1%   | 55% | 50%   | 12.06     | 1%   | 55% | 50%  |
| 其他主营业务   | 14.07  | 3%   | 8%   | 71%  | 14.07   | 2%   | 8%  | 0%   | 14.07    | 2%   | 8%  | 0%    | 14.07     | 1%   | 8%  | 0%   |
| 其他业务     | 11.52  | 2%   | 60%  | -19% | 11.52   | 2%   | 60% | 0%   | 11.52    | 1%   | 60% | 0%    | 11.52     | 1%   | 60% | 0%   |

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

### (二) 估值及投资建议

截止至 2017 年 11 月 24 日，公司的收盘价为 19.06 元，总市值为 568 亿元，根据我们对于明年的预测为 27.2 亿、33.3 亿、41.3 亿元，对应的 2017 年-2019 年市盈率分别为 21 倍、17 倍、

14 倍。

我们认为公司作为集装箱龙头的公司，最直接、最充分受益于全球经济周期，我们对于明年的复苏持乐观的态度，给予“增持”评级，六个月目标价 25 元。

## 六、风险提示

全球经济衰退；房地产业务进展不及预期；海工业务迟迟无法回暖

| 利润表（百万元）   | 2016A    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 51111.65 | 69072.2 | 85179.9 | 102173. |
| 营业成本       | 41482.0  | 56086.7 | 69029.8 | 82116.7 |
| 营业税金及附加    | 503.10   | 576.06  | 739.43  | 895.13  |
| 销售费用       | 2156.98  | 2624.75 | 3151.66 | 3780.41 |
| 管理费用       | 4208.60  | 4835.06 | 5792.24 | 7152.13 |
| 财务费用       | 719.11   | 752.58  | 696.26  | 813.04  |
| 资产减值损失     | 2089.63  | 300.00  | 400.00  | 500.00  |
| 投资收益       | 234.41   | 500.00  | 500.00  | 600.00  |
| 公允价值变动损益   | 613.91   | 613.91  | 613.91  | 613.91  |
| 其他经营损益     | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 营业利润       | 800.54   | 5011.06 | 6484.44 | 8129.82 |
| 其他非经营损益    | 901.51   | 583.72  | 636.13  | 662.89  |
| 利润总额       | 1702.05  | 5594.78 | 7120.58 | 8792.71 |
| 所得税        | 967.07   | 2273.00 | 3140.88 | 3962.61 |
| 净利润        | 734.98   | 3321.78 | 3979.70 | 4830.10 |
| 少数股东损益     | 195.32   | 600.00  | 650.00  | 700.00  |
| 归属母公司股东净利润 | 539.66   | 2721.78 | 3329.70 | 4130.10 |
|            |          |         |         |         |
| 资产负债表（百万元） | 2016A    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| 货币资金       | 6326.00  | 6907.23 | 8517.99 | 10217.3 |
| 应收和预付款项    | 24576.1  | 27463.2 | 35190.3 | 42889.8 |
| 存货         | 17409.5  | 23631.1 | 29165.9 | 34760.7 |
| 其他流动资产     | 5040.38  | 1159.69 | 1397.21 | 1647.80 |
| 长期股权投资     | 2162.22  | 2162.22 | 2162.22 | 2162.22 |
| 投资性房地产     | 1752.61  | 1752.61 | 1752.61 | 1752.61 |
| 固定资产和在建工程  | 44806.4  | 42151.2 | 39496.0 | 36840.9 |
| 无形资产和开发支出  | 6832.64  | 6126.53 | 5420.43 | 4714.32 |
| 其他非流动资产    | 15708.8  | 15684.1 | 15659.4 | 15634.8 |
| 资产总计       | 124614.  | 127038. | 138762. | 150620. |
| 短期借款       | 15729.7  | 13598.3 | 12959.4 | 11609.5 |
| 应付和预收款项    | 18700.3  | 23137.8 | 28977.9 | 34784.5 |
| 长期借款       | 27023.2  | 27023.2 | 27023.2 | 27023.2 |
| 其他负债       | 24026.5  | 23228.5 | 25771.8 | 28343.4 |
| 负债合计       | 85479.9  | 86987.9 | 94732.4 | 101760. |
| 股本         | 2978.58  | 2981.40 | 2981.40 | 2981.40 |
| 资本公积       | 3126.59  | 3123.77 | 3123.77 | 3123.77 |
| 留存收益       | 20774.4  | 23496.2 | 26825.9 | 30956.0 |
| 归属母公司股东权益  | 29285.9  | 29601.3 | 32931.0 | 37061.1 |
| 少数股东权益     | 9848.82  | 10448.8 | 11098.8 | 11798.8 |
| 股东权益合计     | 39134.7  | 40050.1 | 44029.8 | 48860.0 |
| 负债和股东权益合计  | 124614.  | 127038. | 138762. | 150620. |
|            |          |         |         |         |
| 业绩和估值指标    | 2016A    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| EBITDA     | 3711.48  | 9149.58 | 10566.6 | 12328.8 |
| PE         | 105.30   | 20.88   | 17.07   | 13.76   |
| PB         | 1.45     | 1.42    | 1.29    | 1.16    |
| PS         | 1.11     | 0.82    | 0.67    | 0.56    |
| EV/EBITDA  | 22.63    | 8.49    | 7.14    | 5.87    |

资料来源：WIND，太平洋证券

| 现金流量表（百万元）  | 2016A   | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|---------|----------|----------|----------|
| 净利润         | 734.98  | 3321.78  | 3979.70  | 4830.10  |
| 折旧与摊销       | 2191.83 | 3385.94  | 3385.94  | 3385.94  |
| 财务费用        | 719.11  | 752.58   | 696.26   | 813.04   |
| 资产减值损失      | 2089.63 | 300.00   | 400.00   | 500.00   |
| 经营营运资本变动    | -5268.3 | -1215.00 | -5750.82 | -5740.87 |
| 其他          | 1874.38 | -2061.41 | -879.09  | -1139.82 |
| 经营活动现金流净额   | 2341.62 | 4483.89  | 1832.00  | 2648.41  |
| 资本支出        | -7164.9 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他          | 310.26  | 5055.60  | 1113.91  | 1213.91  |
| 投资活动现金流净额   | -6854.6 | 5055.60  | 1113.91  | 1213.91  |
| 短期借款        | -2179.2 | -2131.43 | -638.89  | -1349.94 |
| 长期借款        | 3338.38 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 股权融资        | -54.52  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 支付股利        | -654.82 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他          | 7061.24 | -6826.83 | -696.26  | -813.04  |
| 筹资活动现金流净额   | 7511.05 | -8958.26 | -1335.15 | -2162.98 |
| 现金流量净额      | 3079.54 | 581.23   | 1610.77  | 1699.34  |
|             |         |          |          |          |
| 财务分析指标      | 2016A   | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
| 成长能力        |         |          |          |          |
| 销售收入增长率     | -12.91% | 35.14%   | 23.32%   | 19.95%   |
| 营业利润增长率     | -72.81% | 525.96%  | 29.40%   | 25.37%   |
| 净利润增长率      | -67.65% | 351.95%  | 19.81%   | 21.37%   |
| EBITDA 增长率  | -31.02% | 146.52%  | 15.49%   | 16.68%   |
| 获利能力        |         |          |          |          |
| 毛利率         | 18.84%  | 18.80%   | 18.96%   | 19.63%   |
| 三费率         | 13.86%  | 11.89%   | 11.32%   | 11.50%   |
| 净利率         | 1.44%   | 4.81%    | 4.67%    | 4.73%    |
| ROE         | 1.88%   | 8.29%    | 9.04%    | 9.89%    |
| ROA         | 0.59%   | 2.61%    | 2.87%    | 3.21%    |
| ROIC        | 1.00%   | 4.96%    | 5.66%    | 6.61%    |
| EBITDA/销售收入 | 7.26%   | 13.25%   | 12.41%   | 12.07%   |
| 营运能力        |         |          |          |          |
| 总资产周转率      | 0.44    | 0.55     | 0.64     | 0.71     |
| 固定资产周转率     | 2.33    | 3.34     | 4.72     | 6.63     |
| 应收账款周转率     | 4.39    | 5.18     | 5.17     | 5.03     |
| 存货周转率       | 2.40    | 2.69     | 2.58     | 2.54     |
| 销售商品提供劳务收   | 97.16%  | —        | —        | —        |
| 资本结构        |         |          |          |          |
| 资产负债率       | 68.60%  | 68.47%   | 68.27%   | 67.56%   |
| 带息债务/总负债    | 59.36%  | 55.88%   | 50.64%   | 45.81%   |
| 流动比率        | 1.15    | 1.24     | 1.34     | 1.43     |
| 速动比率        | 0.78    | 0.74     | 0.81     | 0.88     |
| 每股指标        |         |          |          |          |
| 每股收益        | 0.18    | 0.91     | 1.12     | 1.39     |
| 每股净资产       | 13.13   | 13.43    | 14.77    | 16.39    |
| 每股经营现金      | 0.79    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                   |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责人   | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com     |
| 北京销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 北京销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com    |
| 北京销售    | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 张小永 | 18511833248 | zxy_lmm@126.com      |
| 北京销售    | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com    |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com     |
| 上海销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售    | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com    |
| 上海销售    | 洪绚  | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com   |
| 上海销售    | 沈颖  | 13636356209 | shenyling@tpyzq.com  |
| 上海销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com    |
| 广深销售副总监 | 杨帆  | 13925264660 | yangf@tpyzq.com      |
| 深圳销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhafanglong@126.com  |
| 深圳销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com    |
| 深圳销售    | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com     |
| 深圳销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com       |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。