

继承蛇口精神砥砺前行，看好权重板块业绩弹性

——中集集团（000039）深度报告

2018 年 01 月 19 日

强烈推荐/首次

中集集团

深度报告

报告摘要：

公司继承蛇口精神，受益周期复苏。中集集团是我国改革开放后成立的第一批制造业企业，随着 2017 年周期反转，公司除海工板块外，各权重板块业绩均有不错业绩表现。集装箱业务大幅回暖，道路车辆业务增速明显。随着 SOE 减值拨备计提完毕，以及原材料涨价因素压制减弱，我们认为公司 2018-2019 年将迎来较大业绩弹性。

集装箱将迎来置换高峰，看好未来 2-3 年高景气度持续。2016 年下半年以来集运市场触底反弹，主要经济体商品贸易步入上行通道，供需结构持续改善。以马士基为代表的班轮公司和 Triton 为代表的租箱公司 2017 年以来盈利性显著好转，集装箱利用率显著回升。2017 年四季度作为淡季闲置运力仅为 2%，显示下游具备强劲需求。随着需求回暖和旧箱价格回升，我们认为 2017 年-2019 年将是班轮公司和租箱公司处置超期服役集装箱的窗口期。根据我们测算，目前主流租箱公司箱龄超过 15 年的干货箱比重约为 15%。按此推算，全球将有超过 500 万 TEU 的集装箱亟待更换，未来 2-3 年的集装箱市场具备强支撑。

能化装备成本及费用压制减弱，业绩弹性巨大。优化能源结构、提升天然气在一次能源结构中的占比是长期趋势，近期气荒彰显了我国天然气储运能力的短板。中集安瑞科作为国内能源装备龙头，可以为客户提供天然气和液化石油气全产业链的整体解决方案，有望显著受益行业复苏。SOE 减值拨备和原材料上涨一定程度压制了公司能化板块 2016 年-2017 年的业绩表现，随着非经常损益因素减弱，以及原材料价格涨幅趋缓，终端产品定价机制理顺，中集安瑞科 2018 年将迎来较大业绩弹性。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2017 年-2019 年实现营业收入分别为 719.74 亿元、823.13 亿元和 900.70 亿元；归母净利润分别为 24.57 亿元、33.28 亿元和 39.67 亿元；EPS 分别为 0.82 元、1.12 元和 1.33 元，对应 PE 分别为 20.10X、14.84X 和 12.45X。我们按照 2018 年集装箱、道路车辆及能化装备板块分别 15X、20X、20X 分部估值，对应目标市值达到 616 亿元，仍有 23% 左右上涨空间。对应 A 股目标价 27.10 元，H 股目标价 19.29 港币。若考虑集团土地增值保守估计 200 亿元，公司市值仍有 63% 增长空间。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：1、原材料及能源价格大幅波动；2、全球贸易及海运需求复苏不及预期；3、贸易保护主义抬头；4、海工业务不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	58,685.8	51,111.6	71,973.6	82,312.6	90,070.4
增长率（%）	-16.25%	-12.91%	40.82%	14.36%	9.42%
归母净利润（百万元）	1,974.01	539.66	2,457.62	3,328.24	3,967.05
增长率（%）	-25.11%	-67.65%	355.40%	35.43%	19.19%
净资产收益率（%）	6.92%	1.84%	8.59%	10.76%	11.77%
每股收益（元）	0.72	0.14	0.82	1.12	1.33
PE	25.03	91.54	20.10	14.84	12.45
PB	2.20	1.72	1.77	1.63	1.50

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

任天辉

010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

执业证书编号：

S1480517090003

研究助理：樊艳阳

010-66554089

fanyanyang1990@126.com

交易数据

52 周股价区间（元）	21.91-15.55
总市值（亿元）	490
流通市值（亿元）	272
总股本/流通 A 股（万股）	298289/126561
流通 B 股/H 股（万股）	/171658
52 周日均换手率	1.2

52 周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 全球物流及能源装备领跑者	5
1.1 兼具蛇口精神及创业基因的先进制造典范	5
1.2 业绩拐点确定，主力板块业绩弹性巨大	7
1.3 各板块龙头地位及协同效应赋予估值溢价	9
2. 集装箱板块未来两年趋势继续向好	11
2.1 供需结构改善助力集装箱强势反弹	11
2.2 集装箱领导者，充分受益集运周期复苏	14
2.3 看好集装箱板块步入3年以上高景气周期	16
3. 道路车辆业务国内外布局双重驱动	16
3.1 全球专用车辆领导者	16
3.2 本土化经营破解半挂车市场碎片化	17
3.3 引进战略投资者，优化内部治理	19
3.4 全球化布局助力车辆板块稳健成长	19
4. 能源、化工装备贡献巨大利润弹性	20
4.1 能化装备产业链条不断延伸	20
4.2 天然气装备具备长期增长逻辑	22
4.3 费用压制减弱，下游高景气度助力业绩复苏	25
5. 盘活存量资产，土地价值重估赋予增值空间	26
6. 盈利预测与投资评级	27
7. 风险提示	29

表格目录

表 1：中集集团主要业务板块、重要子公司及主营业务	6
表 2：中集集团各版块协同效应判断	10
表 3：中集集团集装箱板块业绩推算	16
表 4：中集车辆集团重塑全球半挂车格局	18
表 5：2015 年全球十大挂车制造企业销量排名	18
表 6：中集集团道路车辆板块业绩推算	20
表 7：中集集团能源、化工及食品装备发展历程	20
表 8：中集安瑞科各版块战略及产品线布局（黄色：已进入领域；红色：新进入领域；白色：未进入领域）	21
表 9：中集集团能源、化工及液态食品装备板块业绩推算	26
表 10：中集集团主要“工转商”土地情况	26
表 11：土地“工转商基本步骤”	27
表 12：中集集团各业务板块可比公司估值情况（Wind 一致预期）	28
表 13：公司权重板块盈利估算可比估值	28
表 14：中集集团营业收入与盈利预测表	28
表 15：公司盈利预测表	31

插图目录

图 1: 公司股权结构及主要业务板块	5
图 2: 公司营业收入复苏明显 (单位: 亿元, %)	8
图 3: 公司归母净利反弹明显 (单位: 亿元, %)	8
图 4: 公司近年来各业务板块净利润结构变化 (单位: 亿元)	8
图 5: 公司 2017 上半年各业务板块营收占比	9
图 6: 各版块上半年盈利情况 (单位: 亿元)	9
图 7: 中集集团从集装箱业务衍生出多个重点板块	9
图 8: 公司由劳动密集型向资本、技术密集型产业升级	10
图 9: 公司客户及供应商集中度显著降低 (%)	11
图 10: 公司财务及销售协同效应明显 (%)	11
图 11: BDI 指数及集装箱运价指数总体趋势上行	11
图 12: 全球主要经济体进出口贸易持续上行 (单位: %)	11
图 13: 近年来全球集装箱船数量及运力变化	12
图 14: 全球集装箱航运公司运力排名 (单位: TEU)	12
图 15: 各集装箱航运公司运力份额	12
图 16: 全球集装箱租箱公司市场份额	13
图 17: 航运公司及租赁商集装箱保有份额变化	13
图 18: Triton 近期集装箱利用率显著回升	13
图 19: Triton 实现扭亏为盈 (单位: 万美元)	13
图 20: 班轮公司及租赁公司干货箱库存大幅降低	14
图 21: Triton 集装箱发货量显著提升 (单位: TEU)	14
图 22: 集装箱价格已经回升至 2300 美元/TEU 左右	14
图 23: 旧箱价格触底反弹	14
图 24: 中集近年来集装箱销量结构及变化 (单位: 万 TEU)	15
图 25: 公司集装箱业务业绩反弹明显 (单位: 亿元, %)	15
图 26: Textainer 近年来运营集装箱年限	15
图 27: 公司近年道路车辆销量变化 (单位: 台)	17
图 28: 公司道路车辆业务业绩反弹明显 (单位: 亿元, %)	17
图 29: 公司近年道路车辆均价总体稳定 (单位: 万元)	19
图 30: 公司道路车辆业务净利率明显回升 (单位: %)	19
图 31: 公司能化装备收入显著复苏 (单位: 亿元, %)	22
图 32: 公司能化装备扭亏为盈 (单位: 亿元, %)	22
图 33: 2014-2017 天然气下游消费结构及同比增速	22
图 34: 2016 年全球能源消费结构	23
图 35: 2016 年我国能源消费结构	23

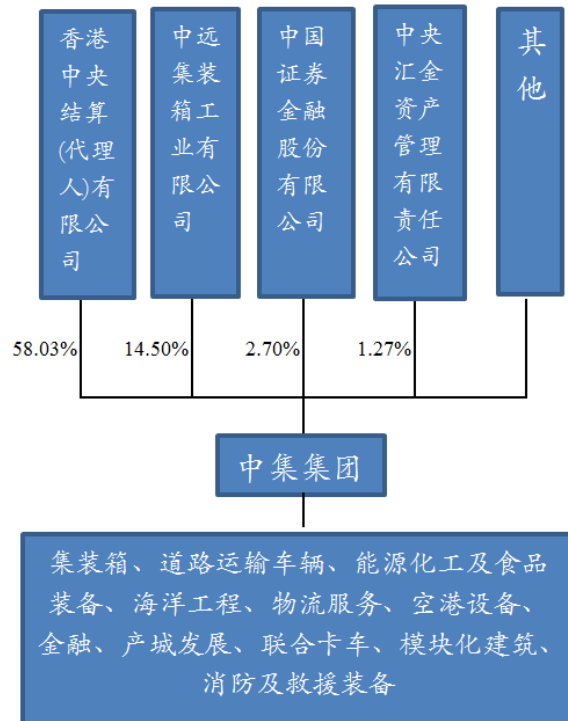
图 36: 我国天然气进口占比逐年提升.....	24
图 37: 中集安瑞科产品涵盖天然气产业链的上中下游.....	24
图 38: 中集集团能化板块盈利能力有望恢复正常水平.....	26
图 39: 费用计提及原材料涨价拖累板块业绩（亿元，%）	26

1. 全球物流及能源装备领跑者

1.1 兼具蛇口精神及创业基因的先进制造典范

中集集团 1980 年 1 月创立于深圳蛇口，是我国改革开放后成立的第一批制造业企业。由招商局与丹麦宝隆洋行合资成立，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，2012 年 12 月在香港联交所上市，目前主要股东为招商局集团、中国远洋海运集团和弘毅投资等。国际化的先进管理经验和制衡的股权结构为公司提供了产权清晰、简明高效的现代化企业管理机制。

图 1：公司股权结构及主要业务板块



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

截止 2017 年 9 月 30 日，公司总股本达到 29.82 亿股（包括 12.65 亿股 A 股以及 17.16 亿股 H 股），香港中央结算（代理人）有限公司持有公司 17.16 亿股 H 股（包括招商局集团有限公司通过若干子公司持有的 7.3 亿股，以及中国远洋海运集团有限公司通过若干子公司持有的 2.46 亿股），并通过深股通持有公司 1364.89 万股 A 股。

经过 30 多年的发展，中集集团从一个 1986 年濒临倒闭的企业，成长为世界领先的物流装备和能源装备供应商，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。

公司是蛇口精神的践行者，兼具极强的创业精神。公司 1996 年成为全球集装箱领域霸主，并在 2002 年后加速产业升级，陆续开拓了道路运输车辆、能源化工装备、海洋工程装备、金融、物流等业务。

表 1：中集集团主要业务板块、重要子公司及主营业务

业务板块	子公司	主营业务
集装箱业务	深圳南方中集东部物流装备制造有限公司	标准集装箱制造与服务
	青岛中集冷藏箱制造有限公司	标准冷藏箱及各类特种冷藏箱（多式联运箱、近海冷箱、深冷箱、交换车体箱、仓储冷箱、军用冷箱、侧开门冷箱、挂肉冷箱等）制造与服务
	青岛中集特种冷藏设备有限公司	
	太仓中集集装箱制造有限公司	标准集装箱制造与服务、集装箱维修业务
道路运输车辆业务	宁波中集物流装备有限公司	标准集装箱制造与服务
	深圳中集专用车有限公司	骨架车、平板车、厢式车、仓栅车、自卸车、栏板车、特种车、混凝土搅拌车、粉罐车、液罐车等制造与服务
	Vanguard National Trailer Corp.	挂车制造与服务
	扬州中集通华专用车有限公司	罐式车、厢式半挂车、车辆运输车、集装箱半挂车、平板半挂车、低平板半挂车、自卸半挂车、混凝土搅拌车和特种半挂车等制造与服务
	驻马店中集华骏车辆有限公司	半挂车、自卸车、罐式车、厢式车、消防车、特种车等制造与服务
	南通中集罐式储运设备制造有限公司	标准液体罐箱、特种液体罐箱
能源、化工及食品装备业务	石家庄安瑞科气体机械有限公司	压缩天然气(CNG)储运系列设备
	Ziemann International GmbH	啤酒整厂交钥匙工程、啤酒储罐及其它液态食物加工储罐
	张家港中集圣达因低温装备有限公司	低温液体贮罐、槽车、罐式集装箱、低温绝热气瓶和车（船）用加注系统等产品的设计、制造、销售和相关的技术服务，并承接各类 LNG 应用项目以及工业气体应用项目的工程总承包建设
	Ocean Challenger Pte. Ltd	
海洋工程业务	BASSOE TECHNOLOGY AB	主要提供包括钻井船、半潜钻井辅助平台、半潜修井平台、半潜钻井平台等海工产品概念设计、基础设计等
	普莱德游艇公司	80 米至 120 米超级游艇的研发、建造和营销
	烟台铁中宝钢铁加工有限公司	提供海洋平台、桩腿等需要的厚板加工服务
	天津港保税区港湾加油服务有限责任公司	汽车加油零售业务加油站，经营品种为汽油、柴油
物流服务业务	天津国润振华能源技术有限公司	LNG 批发零售
	天津港保税区凯昌石油销售有限公司	石油制品销售（含汽油、煤油、柴油），仓储销售，自营和代理各类商品和技术的进出口，危险货物运输（3 类）
	青岛港国际贸易物流有限公司	供应链金融／运输平台／产品销售代理

空港设备业务	德国齐格勒消防及救援车辆（集团）有限责任公司	全系列消防车，消防泵、水炮、水带等消防部件配件，公共安全车和救护车等特种车辆
	深圳中集天达空港设备有限公司	旅客登机桥、旅客登船桥、航空食品车、飞机除冰车、升降平台车、航空货物处理系统、旅客行李处理系统、现代仓储物流系统、自动化立体停车系统等
	中国消防企业集团	生产销售消防车、消防设备及提供工程安装、服务、维修等
	德利国际有限公司	机场行李处理系统、机场航食处理系统、快递输送分拣系统
金融服务	中集集团财务有限公司	资产业务、负债业务、中间业务、定制化金融服务
	中集融资租赁有限公司	融资租赁、经营性租赁、售后回租、杠杆租赁、创新租赁等
产城发展业务	阳江市中集富日房地产开发有限公司	房地产开发经营、房地产策划咨询服务、建筑材料销售、室内外装修装饰工程、酒店投资及管理
	扬州中集天宇投资有限公司	房地产开发、销售租赁、实业投资及自有投资管理、企业管理咨询、企业形象策划、市场营销策划、商务信息咨询、工程技术咨询与服务、项目投资咨询与服务
	东莞中集创新产业园发展有限公司	投资创新产业园，房地产开发和经营，酒店投资和管理
	深圳市中集物业服务有限公司	物业服务、家政服务、清洁服务、自有物业租赁
	中集技术有限公司	激光器及激光集成装备的制造与服务、新技术探索和新业务孵化
	深圳中集电商物流科技有限公司	社区智能物流终端、电子商务物流解决方案、电商公共分拨系统
直管业务单元	宁波西马克贸易有限公司	MRO 产品（维护、维修、运行设备的物料）供应和服务（包括 PPE 系列（个人防护）、手工具、动力工具及耗材、电气及电机、设备/工具及耗材、照明工具、清洁设施及耗材、安防装备、办公及车间辅助用品等）、货物及技术进出口业务自营和代理
	深圳中集智能科技有限公司	能源与化工行业装备及服务、装备的位置服务、运输货物的安全服务、工业自动化与数字化技术及系统集成服务

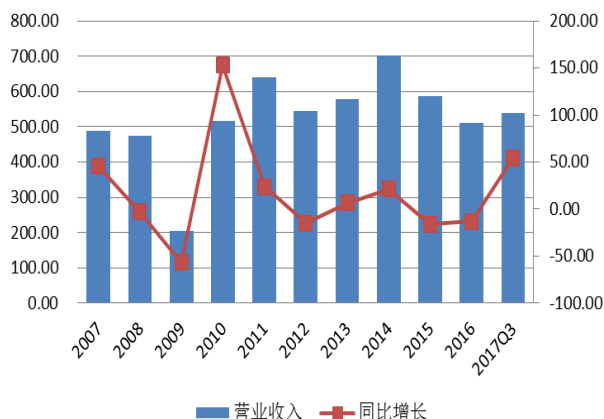
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 业绩拐点确定，主力板块业绩弹性巨大

公司 2016 年受集装箱、海工业务需求不振，以及 SOE（南通太平洋海工）计提大额减值拨备影响，仅实现归母净利润 5.40 亿元。

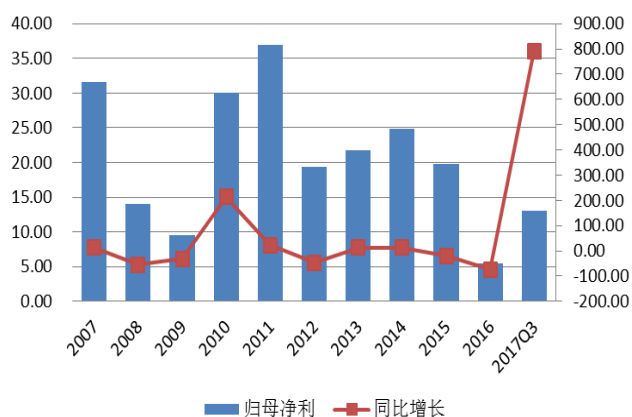
随着 2017 年以来集运复苏，集装箱业务大幅回暖，在治理超载及货运市场复苏带动下，道路车辆业务增速明显。2017 年前三季度，公司实现营业收入 539.63 亿元，同比增长 54.26%，实现归母净利 13.09 亿元，同比增长 790.49%。

图 2：公司营业收入复苏明显（单位：亿元，%）



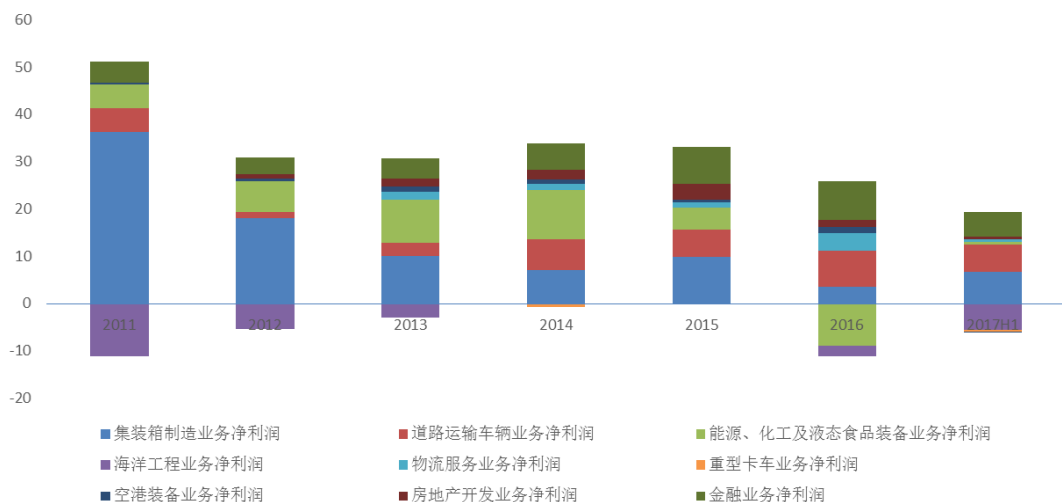
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：公司归母净利反弹明显（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：公司近年来各业务板块净利润结构变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

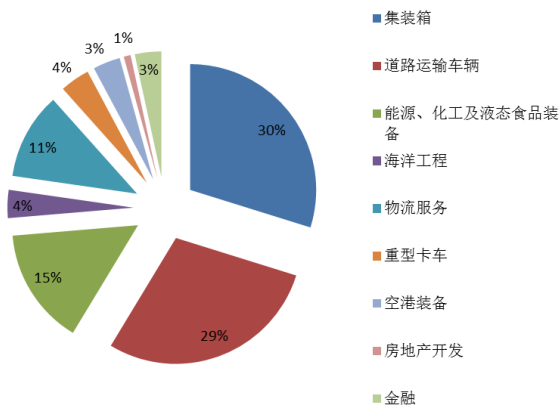
对公司业绩影响比较大的板块主要有集装箱、道路运输车辆、能源化工及液态食品装备、金融、海洋工程。2017 年以来，除海工板块外，各权重板块业绩均有不错业绩表现。

2017 年上半年，集装箱业务实现营业收入 100.49 亿元，同比增长 105.14%，盈利 6.81 亿元，同比大幅扭亏；道路车辆业务实现净利润 5.68 亿元，同比增长 56.95%；

能源、化工及液态食品装备业务实现净利润 5526 万元（去年同期亏损 10.22 亿元），营业收入同比增长 16.65%；金融板块实现净利润 5.16 亿元，同比增长 13.75%。

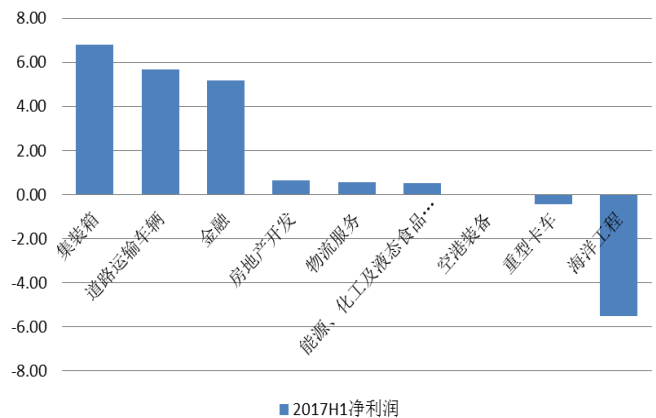
由于前期油气价格低迷，下游投资不振，海工板块 2017 年上半年公司海工业务亏损扩大至 5.5 亿元。随着 2017 年以来油价逐步回暖，海工存量装备租金及利用率有所回升，询价明显增多。

图 5：公司 2017 上半年各业务板块营收占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：各版块上半年盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.3 各板块龙头地位及协同效应赋予估值溢价

我们认为，中集集团不同于一般意义的制造业公司，其物流装备和能源装备的龙头地位，以及在采购、渠道、协同效应可以赋予公司一定估值溢价。

图 7：中集集团从集装箱业务衍生出多个重点板块



资料来源：东兴证券研究所

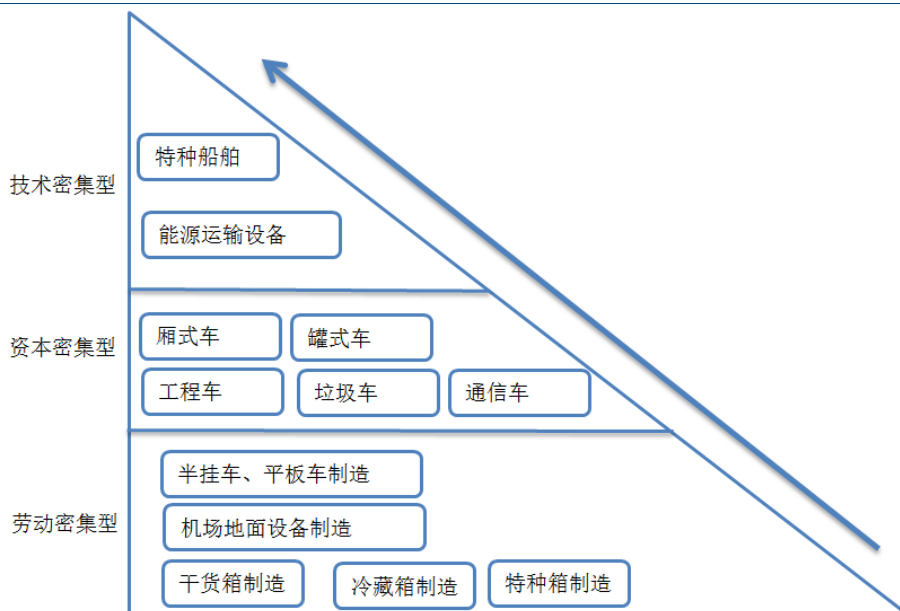
中集集团以集装箱业务为依托，衍生出道路车辆（集装箱运输）、能源、化工及食品装备（衍生自罐式集装箱业务）、物流服务（多式联运）、金融业务（融资租赁服务）等一系列业务板块。

表 2：中集集团各版块协同效应判断

	采购协同	生产协同	品牌协同	渠道协同	服务协同
集装箱	强	强	强	强	强
空港设备	强	强	强	无	无
道路车辆	强	强	强	强	强
能源化工设备	强	强	强	强	强
海洋工程	强	强	强	弱	弱

资料来源：东兴证券研究所

图 8：公司由劳动密集型向资本、技术密集型产业升级

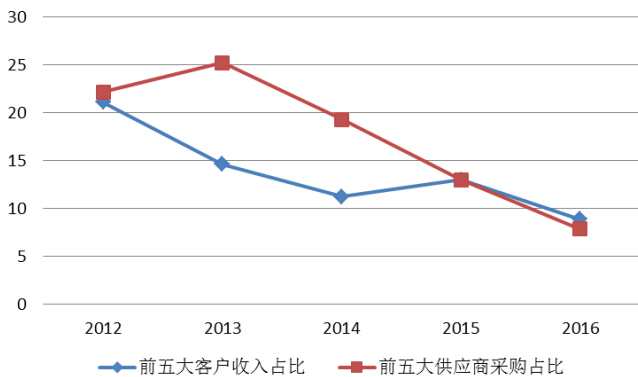


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

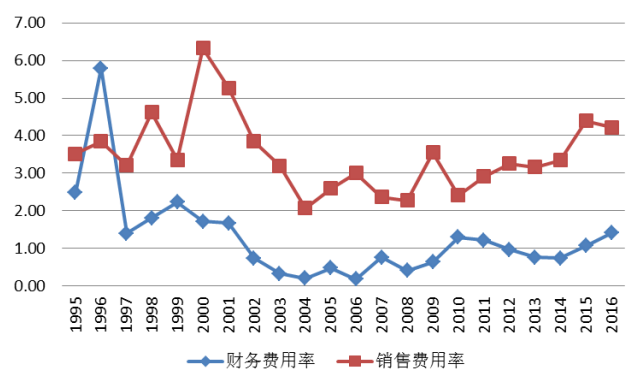
中集集团各产业板块的协同效应一方面体现在规模效应上。中集通过集中采购和全产业链供应，极大的提升了在供应商和客户中话语权，有效降低成本。2012 年到 2016 年，中集集团前五大供应商占采购比重由 22.13%降至 7.86%，前五大客户占收入比重由 21.05%降至 8.87%，规模效应显著显现。

另一方面，中集集团通过集团资金的统筹管理，提高了营运资本效率，降低融资成本，有效降低了集团财务费用率。另一方面，公司诸多业务在销售渠道上协同明显，如半挂车、平板车业务与集装箱制造业务客户重合度极高，渠道协同效应明显。

上市以来，中集集团财务费用率及销售费用率显著降低，彰显了各制造板块深厚的协同基础。

图 9：公司客户及供应商集中度显著降低（%）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：公司财务及销售协同效应明显（%）


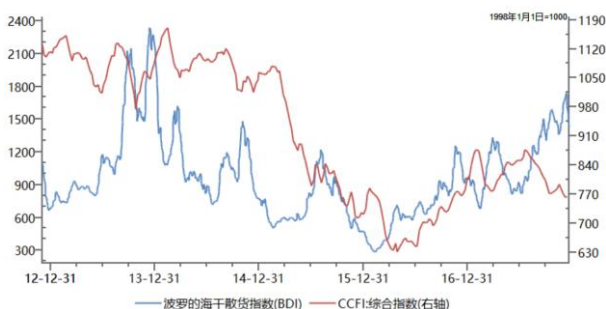
资料来源：Wind，东兴证券研究所

截止目前，中集集团在各系列集装箱、半挂车辆、空港设备等领域市占率均做到世界首位，公司在集装箱、专用车辆、能源化工设备领域全产业链布局，纵向不断延伸。我们认为，中集各板块发展历程可以映射出中国制造的韧性，其长期积累的产能、渠道和供应链优势为其构筑了短期难以逾越护城河，意味着传统机械制造行业仍可以成长出全球竞争力的先进公司。

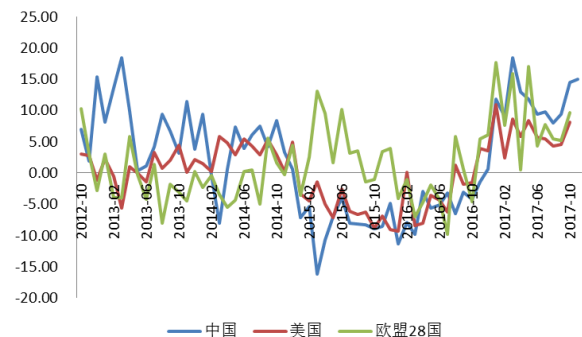
2. 集装箱板块未来两年趋势继续向好

2.1 供需结构改善助力集装箱强势反弹

2017 年以来，全球大宗商品不同程度回暖，欧美经济步入复苏区间，BDI 指数及集装箱运价指数在 2016 年上半年触底后持续反弹。2016 年韩国最大的船运公司韩进海运破产也给全球海运市场带来一定程度冲击，供给收缩叠加需求扩张，去年下半年以来全球航运业逐步回暖。

图 11：BDI 指数及集装箱运价指数总体趋势上行


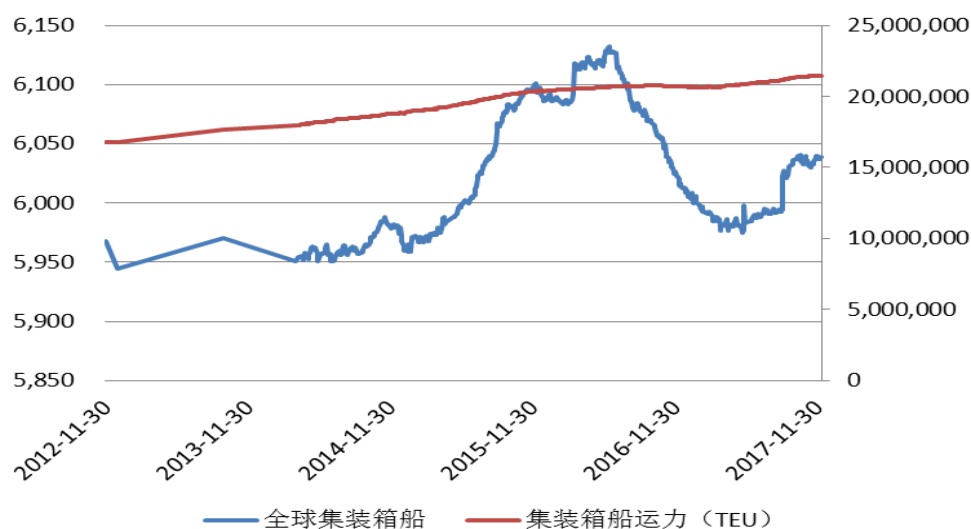
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：全球主要经济体进出口贸易持续上行（单位：%）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

近期全球主要经济体商品贸易明显回暖，中国、美国以及欧盟 28 国商品进出口贸易同比均出现显著复苏。目前全球杂货集装箱运输比例超过 60%，下游需求提振有望进一步助力全球集装箱向上周期。

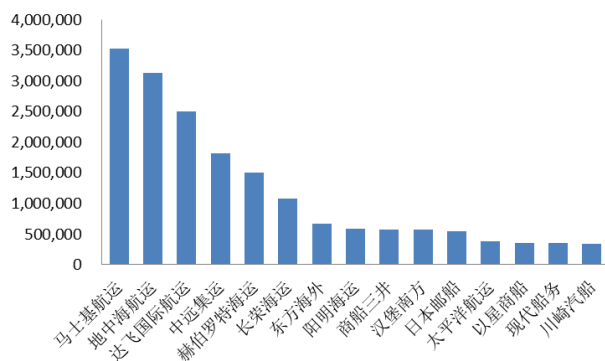
图 13：近年来全球集装箱船数量及运力变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

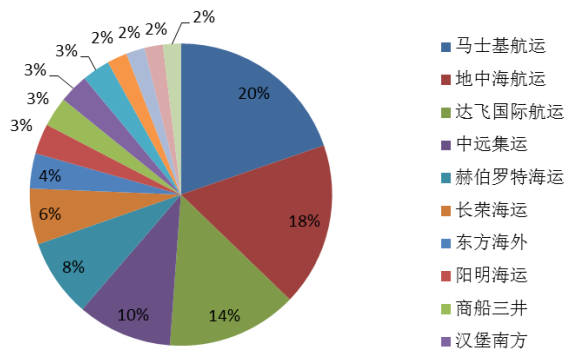
近年来全球集装箱运力增速显著放缓，船舶大型化趋势持续。集装箱运输的参与者主要有实际承运人（轮船公司、铁路公司、公路运输企业、航空集装箱运输公司等）、集装箱租赁公司、集装箱船舶租赁公司、集装箱码头经营者、集装箱货运代理人、集装箱货运站等。

图 14：全球集装箱航运公司运力排名（单位：TEU）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 15：各集装箱航运公司运力份额

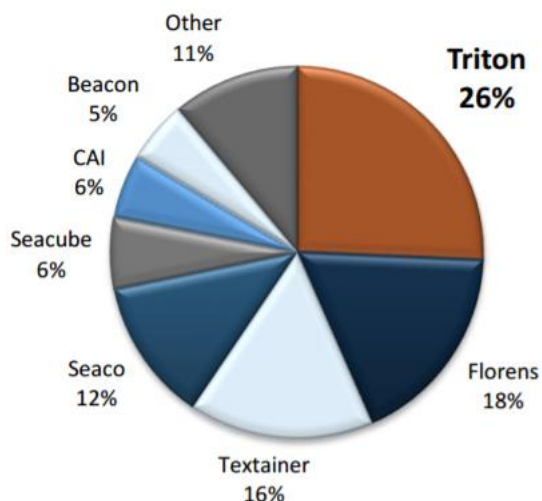


资料来源：Wind，东兴证券研究所

从运力来看，马士基航运（352.79 万 TEU）、地中海航运（312.88 万 TEU）、达飞国际航运（249.49 万 TEU）、中远集运（181.40 万 TEU）、赫伯罗特海运（149.75 万 TEU）为全球集装箱航运公司龙头。

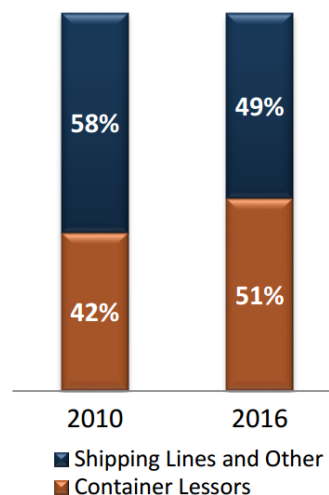
随着近年来集运竞争压力加大, 继 2016 年达飞轮船收购美国总统轮船、中远集团与中海集团合并等行业巨头整合后, 马士基航运于 2016 年 12 月宣布计划收购汉堡南美, 加上此前宣布的赫伯罗特兼并阿拉伯轮船, 日本邮船、商船三井与川崎汽船合并, 以及韩进海运退出市场, 班轮运输业的市场集中度将进一步上升。

图 16: 全球集装箱租箱公司市场份额



资料来源: Triton, 东兴证券研究所

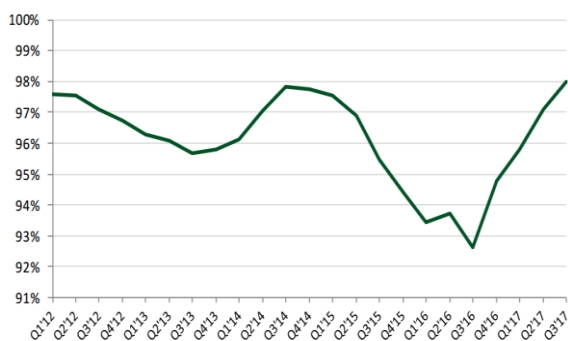
图 17: 航运公司及租赁商集装箱保有份额变化



资料来源: Triton, 东兴证券研究所

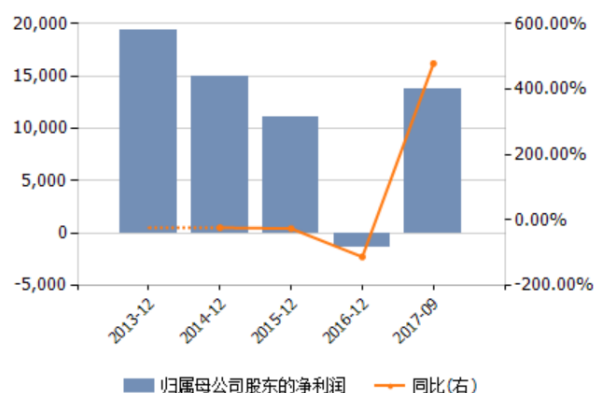
2016 年全球集装箱保有量约 3790 万 TEU, 集装箱航运公司和租赁公司平分秋色, 各占集装箱保有数量的一半左右份额。Triton、Florens、Textainer、Seaco、Seacube 为集装箱租赁市场中份额居前。

图 18: Triton 近期集装箱利用率显著回升



资料来源: Triton, 东兴证券研究所

图 19: Triton 实现扭亏为盈 (单位: 万美元)

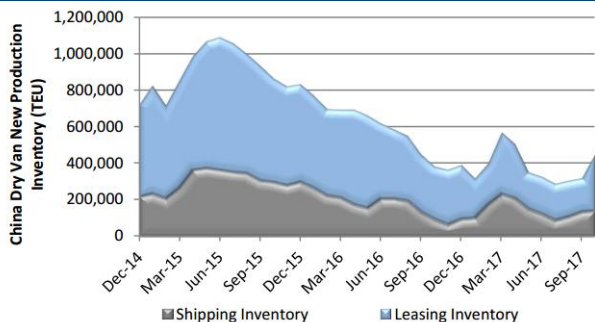


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

我们从租箱公司龙头 Triton 近期经营数据中可以明显看出集运市场近期的强势反弹。2016 年下半年以来, Triton 公司的集装箱利用率从不到 93% 回升到 98% 以上, 公司也实现扭亏为盈, 盈利能力大幅好转。

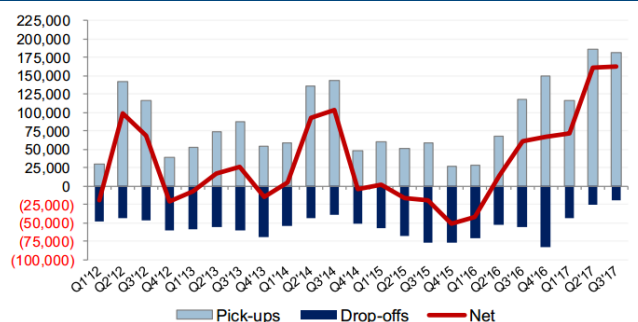
此外, 集装箱班轮公司和租赁公司库存大幅降低, 集装箱发货数量显著提升。目前虽然为集运淡季, 但闲置运力仅有 2.3%, 与旺季水平基本相当, 显示集运长周期复苏正在持续, 2018 年下游需求水平仍将维持高位。

图 20: 班轮公司及租赁公司干货箱库存大幅降低



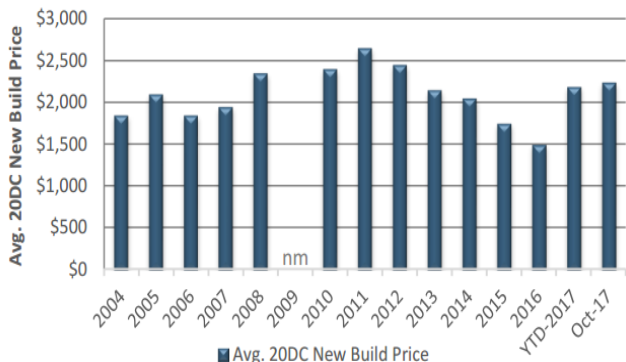
资料来源: Triton, 东兴证券研究所

图 21: Triton 集装箱发货量显著提升 (单位: TEU)



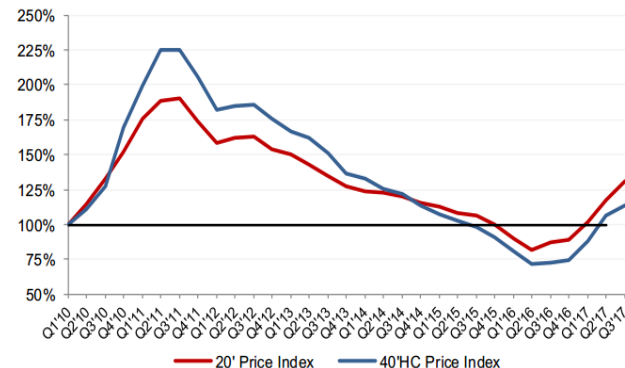
资料来源: Triton, 东兴证券研究所

图 22: 集装箱价格已经回升至 2300 美元/TEU 左右



资料来源: Triton, 东兴证券研究所

图 23: 旧箱价格触底反弹



资料来源: Triton, 东兴证券研究所

2.2 集装箱领导者，充分受益集运周期复苏

集装箱是中集的第一个主打产品，公司卓越的管理能力和全球化视野的战略眼光，使得公司从深圳蛇口的一个小工厂成长为目前集装箱行业的霸主，目前公司干货集装箱、冷藏集装箱和特种集装箱市占率均居世界第一。

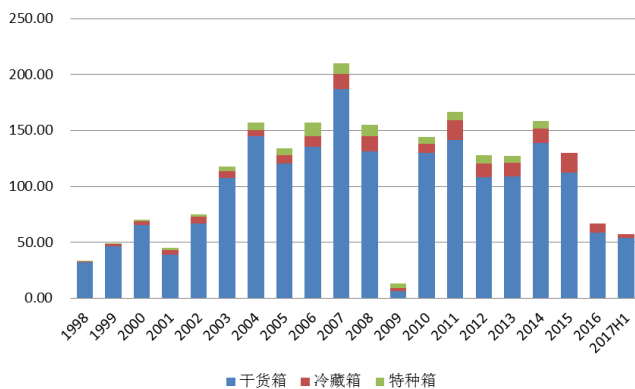
集装箱是高度标准化的产品，干货箱核心竞争力是成本和产能，特种箱核心竞争力是产品和技术。中集高效的标准化、统一采购和优异的成本控制能力是公司在集装箱行业做大做强的基础。

集装箱作为成本敏感性行业，经历了多次的全球迁移，中集抓住了集装箱产业转移的战略机遇，并充分享受全球化红利和中国人口红利，通过不断的并购整合和沿海布局，于 1996 年超过韩国现代和进道，成为全球产销量最大的集装箱企业。

2016 年下半年以来, 全球贸易逐步回暖, 集运货量增长超出预期, 供需失衡的情况相对改善使得运价持续回升。出于对当前用箱持续紧张的局面和对后续形势的看好, 客户普遍加大了对新箱的采购力度。

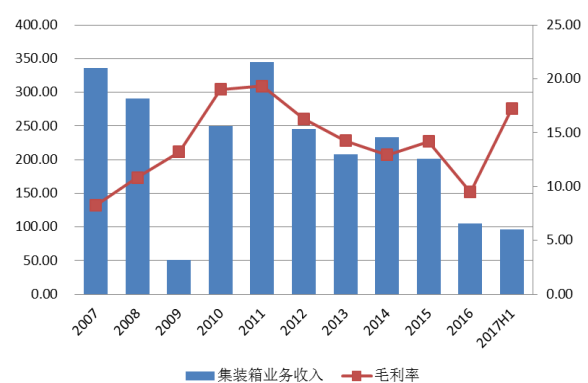
同时, 国内集装箱制造行业大部分工厂在今年上半年根据行业内水性漆环保自律公约实施了生产线水性漆改造, 也使行业有效产能受到影响。

图 24: 中集近年来集装箱销量结构及变化 (单位: 万 TEU)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 25: 公司集装箱业务业绩反弹明显 (单位: 亿元, %)

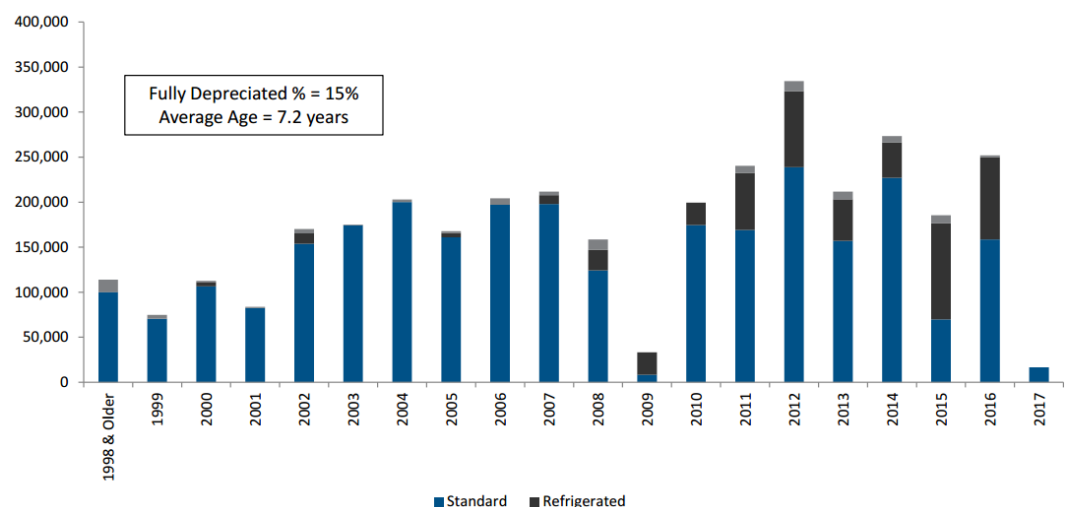


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2017 年上半年, 中集集团集装箱板块实现营业收入 100.49 亿元, 同比增长 105.14%, 盈利 6.81 亿元, 实现扭亏为盈。同时, 集装箱业务毛利率从 2016 年的 9.47% 快速回升至 17.22%, 盈利能力大幅改善。

根据租箱公司 Textainer 分析, 目前全球新箱及库存集装箱短缺较为严重, 去年以来, 旧箱价格接近翻倍, 目前集装箱售价大于账面价值, 租箱公司收益率显著提升, 资本开支意愿增强, 超期服役的旧箱有望集中更换。

图 26: Textainer 近年来运营集装箱年限



资料来源: Textainer, 东兴证券研究所

集装箱在运输行业中的寿命一般为 10 到 15 年，根据 Triton 和 Textainer 的数据，租赁公司在前期行业下行区间内积攒了较多的超期服役的旧箱，干货箱平均使用年限在 10 年左右甚至超过 10 年。

随着下游需求的回暖，班轮公司及租箱公司盈利改善，旧箱价格显著提升，我们认为租箱公司和班轮公司资本开支意愿将显著增强，超期服役的旧箱有望在近两年集中更换，集装箱上行周期将超过 3 年，持续程度有望超预期。

我们认为，2018 年中集集团集装箱板块将继续保持强势，下游需求具备强支撑，原材料涨价趋缓，水性漆改造完成带来的产能恢复是集装箱业务的主要驱动力。

2.3 看好集装箱板块步入 3 年以上高景气周期

全球集装箱需求主要来自于全球贸易驱动的新增需求，以及下游企业盈利驱动的旧箱更换需求。从新增需求来看，中国、美国、欧盟 2016 年中旬以来进出口贸易步入上行周期，集运下游需求具备强支撑。

置换需求方面，根据我们测算，目前全球集装箱保有量中，至少 15% 以上的集装箱箱龄过长，按照全球集装箱保有量 3800 万 TEU 计算，亟待更换的超期服役集装箱数量将近 600 万 TEU。我们认为，贸易需求复苏叠加迫切的更换需求，中集集装箱板块未来 2 年大概率景气度向上。

我们预计 2017 年到 2019 年全球集装箱销量分别为 270 万 TEU、293 万 TEU、310 万 TEU，按照中集集团 45% 左右市场占有率进行估算，中集未来三年集装箱产量预计分别为 121 万 TEU、132 万 TEU、139 万 TEU。

表 3：中集集团集装箱板块业绩推算

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
产量（万 TEU）	130.14	66.70	121	132	139
收入（亿元）	210.7	110.67	223.35	279.18	307.10
毛利率（%）	14.17	9.47	17	18	18
净利率（%）	4.74	3.28	6.27	5.73	5.86
板块净利润（亿元）	9.96	3.63	14	16	18

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

我们预计 2017 年到 2019 年公司集装箱板块收入分别为 223.35 亿元、279.18 亿元、307.10 亿元，预计板块净利润将回归正常水平，预估 2017 年-2019 年板块净利润分别为 14 亿元、16 亿元、18 亿元。

3. 道路车辆业务国内外布局双重驱动

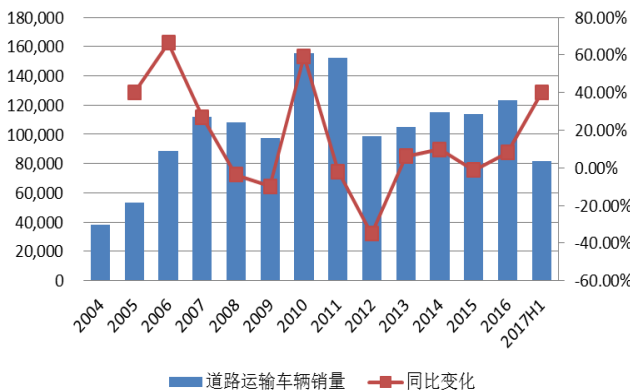
3.1 全球专用车辆领导者

1999 年, 中集集团总裁麦伯良先生在国外考察时发厢式车 (Van Trailer) 在物流运输领域的巨大优势, 像是“装着轮子的集装箱”。中集集团决心发展半挂车产业, 将集装箱行业的成功经验复制到新产业, 推动中国物流车辆的全面升级。

2002 年, 中集集团半挂车业务正式启动。2003 年开始, 中集陆续整合了扬州通华公司、驻马店华骏公司、济南考格尔公司、芜湖瑞江公司、洛阳凌宇公司等一批国内专用车领域的佼佼者, 并于同年并购重组美国 Vanguard, 开启了中集车辆进军海外市场的序幕。

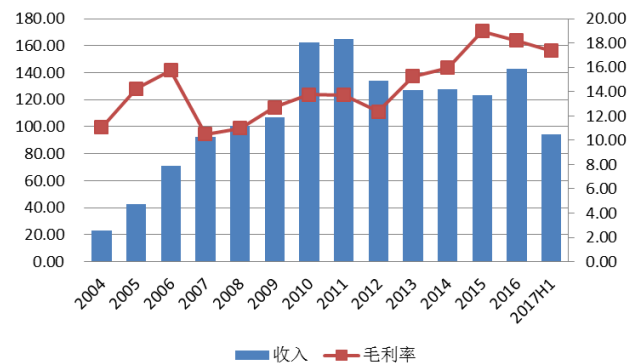
截止 2016 年底, 中集车辆集团拥有海内外生产基地 29 个, 销售据点 600 个, 员工 13000 名, 年产能超过 200, 000 台, 47% 以上的半挂车产品行销美国、英国、欧洲、日本、澳大利亚等国际主流市场, 以及中东、东南亚、南美等新兴市场。

图 27: 公司近年道路车辆销量变化 (单位: 台)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 28: 公司道路车辆业务业绩反弹明显 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

据 ACT Research 的数据, 预计中集车辆半挂车业务全球市场份额在 10.5% 以上, 销量继续蝉联榜首。其中, 中国市场第一, 新兴市场第一, 欧洲市场第三, 北美市场第五, 其综合规模及实力已跻身全球专用车行业前茅。

2017 年以来, 受益于国内周期复苏需求回暖, 治超政策的严格执行, 以及欧洲、新兴市场等海外需求带动, 中集车辆业务强势复苏。上半年车辆集团完成销量 8.15 万台, 同比增长 39.90%, 实现营业收入 97.20 亿元, 同比增长 38.59%, 实现净利润 5.68 亿元, 同比增长 56.96%。

3.2 本土化经营破解半挂车市场碎片化

中集车辆集团董事总经理李贵平近期在演讲中表示, 全球贸易保护主义有抬头迹象, 全球商用车及半挂车市场正在碎片化, 要实现可持续增长, 必须具备在全球主流市场实现本土营运的能力。

近年来中集车辆海外收入占比持续走高, 欧美市场和新兴国家业务的兴起, 使得公司在 2016 年之前国内需求不振的形势下仍然保持了稳健的增长, 专用车年均产销量超过 10 万辆。

表 4：中集车辆集团重塑全球半挂车格局

时间	事件
2003 年	并购整合 HPA Monon，设立 Vanguard，开始生产厢式货车
2007 年	收购澳洲 MLI 和比利时 LAG，获得铝合金罐车制造技术，进军澳洲和欧洲市场
2009 年	成为荷兰 Burg 公司大股东，扩大欧洲市场份额 成立 CRTI，为 Vanguard 提供组件，推广中国制造部件
2011 年	收购美国销量第一的 Direct Chassis，组建 CIE
2014 年	通过 LAG，在波兰设立生产基地，并且投资德国、沙特、越南工厂
2016 年	并购英国最大的半挂车公司 Retlan，成为欧洲第三大挂车厂

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

从 2003 年并购与重组美国 Vanguard 开始，经过十多年的探索与成长，中集车辆已建立起辐射北美、欧洲、澳洲、中东、东南亚以及中国大陆等区域的 25 个生产基地。

目前中集车辆集团已有 50% 以上的半挂车产品行销美国、英国、荷兰、比利时、日本、澳大利亚等国际主流市场，以及中东、东南亚、南美、非洲等新兴市场。并为全球知名的海运公司、租赁公司及物流公司，包括丹麦 MAERSK 马士基船公司、美国 J.B.Hunt、Schneider 施耐德、TRAC Intermodal 和沙特 ZAHID、新加坡 PSA 船运公司等，提供具有世界先进水平的半挂车装备。

表 5：2015 年全球十大挂车制造企业销量排名

企业	国家	销量（辆）	市场份额
中集（CIMC）	中国	100334	10.50%
Wabash National	美国	62950	6.60%
Schmitz Cargobull(施密兹)	德国	53000	5.60%
Great Dane（大丹）	美国	51500	5.40%
Hyundai Translead（现代）	美国	49713	5.20%
Utility Trailer（实用挂车）	美国	49187	5.20%
Krone（克劳耐）	德国	37000	3.90%
Stoughton Trailers(斯托顿)	美国	16000	1.70%
Koegel（考格尔）	德国	16000	1.70%
Welton	波兰	11500	1.20%
其他		505531	53.10%
总计		952715	100%

资料来源：专用车杂志，东兴证券研究所

美国成为中集车辆最大的区域市场。自 2015 年以来，美国经济的复苏带来了半挂车市场的显著增长，令其成为目前中集车辆最大的区域市场。预计 2016 年，中集车辆北美业务将占全球总收入的 40%，营收超过 8 亿美元。

欧美国家半挂车大发展始于上世纪 80 年代。以欧洲为例，发达的高速公路网和现金的物流系统使得陆路运输（主要是公路运输）占货运周转的半壁江山，半挂车以其自重轻、装卸货物便捷、购置成本较低等优势市占率日益上升。

据欧洲知名机构研究，运输半径在 1600km 的范围内，使用半挂车的运输效率和运输成本是最为经济的，比铁路运输和海运效率要高得多。

在业务不断突破的同时，中集车辆在数字化设计与生产方面不断锐意进取，力求打造符合未来领先于行业的先进制造体系。将实现先进零部件“中国制造、全球供应”的局面，以支撑北美、欧洲、新兴市场营运平台的市场需求。

未来，中集车辆集团依托“灯塔项目”的不断技术升级，或将在全球布局数个先进零部件生产中心，将对中集车辆的全球营运提供更强有力地支撑。

3.3 引进战略投资者，优化内部治理

2016 年 1 月 22 日，中国平安信托、深圳南山集团、住友商事株式会社等三大投资者增资完毕，分别占中集车辆集团股本的 16.822%、1.544%、0.929%。

增资完成后，中集车辆集团的股权结构将进一步优化，企业内外部治理机制有望得到完善和提升。

中集集团是中国混合制经济的先行者，公司清醒的认识到一家独大的股权结构无法给予子公司一个完善、高效的企业治理架构。

中集最早由招商局集团和丹麦资本合资成立，1987 年中远投资进入，形成了招商局和中远有制衡关系的股权结构，比较好的实现了所有权和经营权的分离。

分权、分责、制衡的制度建设是中集集团成功的基石，使中集集团形成了简明高效的经营管理机制，既调动了管理层的积极性，又避免了经营管理过程中可能出现的重大失误。

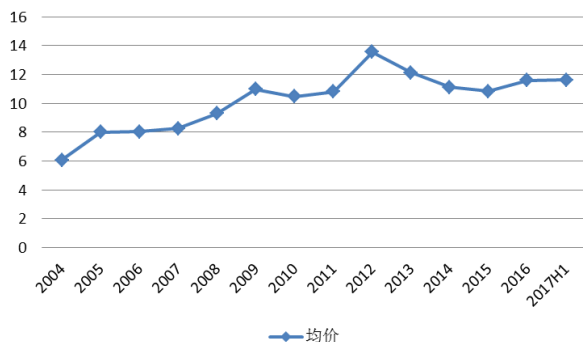
新投资者的进入，将极大地提升中集车辆集团未来全球业务的拓展能力以及对上下游资源的并购整合能力，为中集车辆集团在金融、租赁、投资管理、轻型材料的应用、新一代创新产品的研发以及新兴市场网点布局、海外业务拓展等方面，与新投资者加强合作创造了有利条件。

3.4 全球化布局助力车辆板块稳健成长

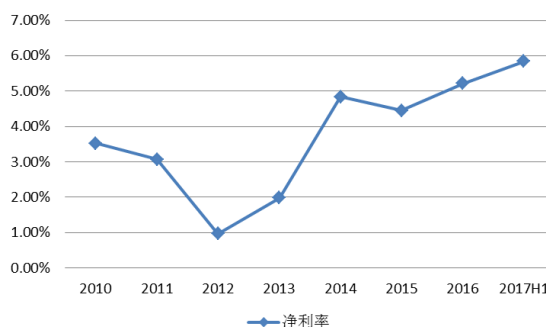
随着全球布局推进以及管理机制和定价机制的理顺，中集车辆板块 2011 年以来销量稳定增长，净利率回升明显。我们预计中集车辆板块未来有望保持稳健增长

图 29：公司近年道路车辆均价总体稳定（单位：万元）

图 30：公司道路车辆业务净利率明显回升(单位：%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

我们假设未来中集车辆板块产品均价在 12 万元左右，预计 2017 至 2019 年产品销量分别为 16.05 万辆、17.78 万辆、19.57 万辆。按照未来三年中性假设的盈利能力计算，该板块 2017-2019 年净利润预估为 9.62 亿元、10.55 亿元、11.64 亿元。

表 6：中集集团道路车辆板块业绩推算

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
产量（万辆）	11.39	12.31	16.05	17.78	19.57
收入（亿元）	123.52	142.61	192.54	211.78	232.97
毛利率（%）	18.97	18.19	17	18	18
净利率（%）	4.45	5.22	5	5	5
板块净利润（亿元）	5.72	7.67	9.62	10.55	11.64

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

4. 能源、化工装备贡献巨大利润弹性

4.1 能化装备产业链条不断延伸

为丰富产品线，中集 2000 年进入罐式集装箱领域，并逐步成长为全球罐式集装箱龙头，开始触及能源化工领域的运输。并以此为延伸，通过不断的并购整合，形成以中集安瑞科为平台的能源、化工及食品装备板块。

表 7：中集集团能源、化工及食品装备发展历程

时间	事件
2000 年	进入罐式集装箱行业，南通中集 ISO 液体罐箱产销量 2004 年跃居世界第一
2004 年	中集控股张家港圣达因，开展低温装备业务，进入 LNG 运输、存储设备制造和小型存储工程领域，并使中集低温装备业务规模持续保持国内领先地位
2007 年	正式收购香港上市公司安瑞科控股有限公司，并以此为平台，着手整合能源、化工及食品装备板块，进入天然气储存、运输及加工装备制造及应用工程领域
2008 年	TGE 气体工程技术有限公司加盟中集安瑞科，使其成为中国唯一掌握大型 LNG 接收站核心技术的企业
	安瑞科本部从河北搬迁至深圳总部，开始了板块的融合与扩张
	收购荆门宏图特种飞行器制造有限公司 80% 的股权，中集由此介入燃气能源 CNG、LNG、LPG 三大能源储运装备领域。

2009 年	南通中集大型储罐有限公司建成投产，大型储罐业务起步 注入 Holvrieka 啤酒发酵罐业务，有力推进罐式装备业务统一运营管理平台的建立 中集能源化工食品装备业务完成架构重组，中集安瑞科控股有限公司成立，成员企业规模扩充为 15 家
2011 年	并购南京扬子石油化工设计工程有限责任公司
2012 年	收购拥有 160 年经营历史的老牌德国啤酒厂交钥匙工程供应商 Ziemann 集团优质资产
2013 年	中集安瑞科设计制造的 ENRIC (安瑞科) 牌 LNG 罐式集装箱，在中国铁道总公司发起的国内首次 LNG 铁路试运行试验中获得成功，填补了国内 LNG 铁路运输的空白。
2014 年	启动国内首批江海直达 LNG 运输船储罐建造项目，建成国内首批内河岸基式 LNG 加气站及 LNG 加气趸船，启动国际首创压缩天然气运输船项目 以 3.37 亿人民币的收购价，向母公司收购南通中集大型储罐有限公司(即 Hovrieka<China>)全部股权
2015 年	收购荷兰 BURG SERVICE B.V.全部股本，辽宁哈深冷加盟中集安瑞科
2017 年	南通太平洋成为中集安瑞科间接全资子公司

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

经过几年的迅猛发展，中集安瑞科已经成为业内具有领先地位的集成业务服务商与关键设备制造商，旗下国内外成员企业 20 余家，在中国及德国、荷兰、丹麦、比利时等国家拥有 20 多个制造基地和国际领先的研发中心，营销网络遍布欧洲、南美、中亚、东南亚及中国、泰国、尼日利亚、巴基斯坦、乌兹别克斯坦等地区和国家，并向北美等其他区域延伸。

表 8：中集安瑞科各版块战略及产品线布局（黄色：已进入领域；红色：新进入领域；白色：未进入领域）

业务板块	发展战略	产业链条
能源板块	致力于清洁能源产业，大力发展天然气装备、工程以及总体解决方案业务 在巩固国内市场优势的同时，通过多种方式拓展国际市场，提升国际化运作能力 寻找并挖掘天然气产业上游领域、水上领域、以及相关新能源领域的市场机会	
化工板块	进一步提升化工物流解决方案能力，为工业气体和液化化工气体用户提供一站式服务	

巩固化工罐箱业务的全球领先地位

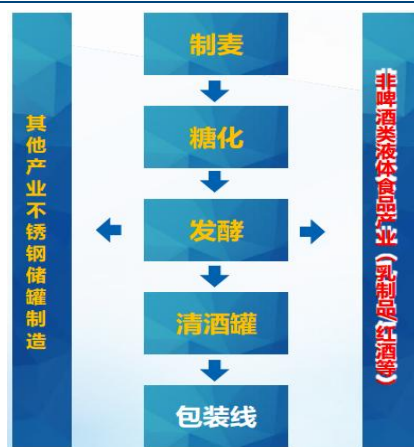
在国内推行市场化以及一带一路国际化的大背景下，寻找新的业务增长点

食品板块

纵向：完善啤酒酿造区总包能力；合适时机考虑进入包装线业务领域，打造全啤酒厂总包能力

横向：积极向啤酒以外其他液体食品行业进行业务拓展

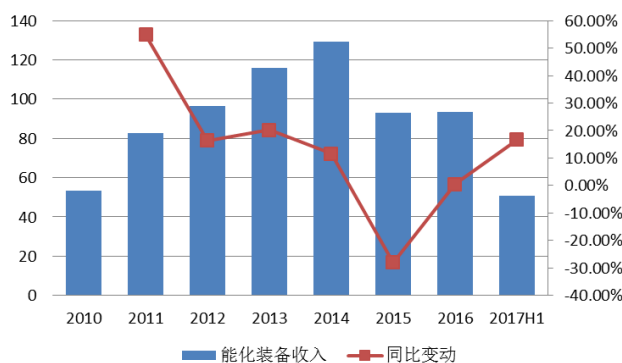
市场拓展：立足中国和欧洲，拓展南美/非洲等全球市场



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

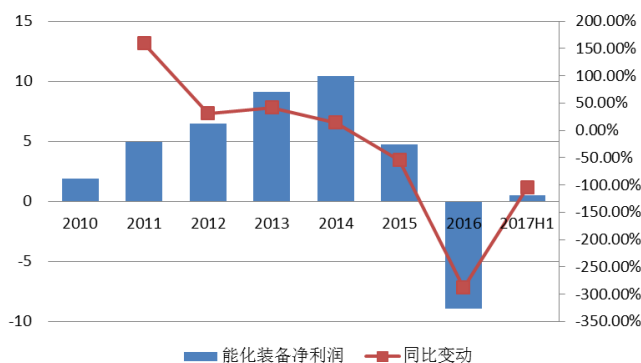
受益于 2016 年下半年以来油价反弹，以及中国政府对于清洁能源的推动政策，中集安瑞科能源装备大幅增长；化工板块在罐式集装箱强劲增长下实现同比增长；液态食品板块受益于 Briggs Group Limited 并表实现稳健增长。

图 31：公司能化装备收入显著复苏（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 32：公司能化装备扭亏为盈(单位：亿元，%)

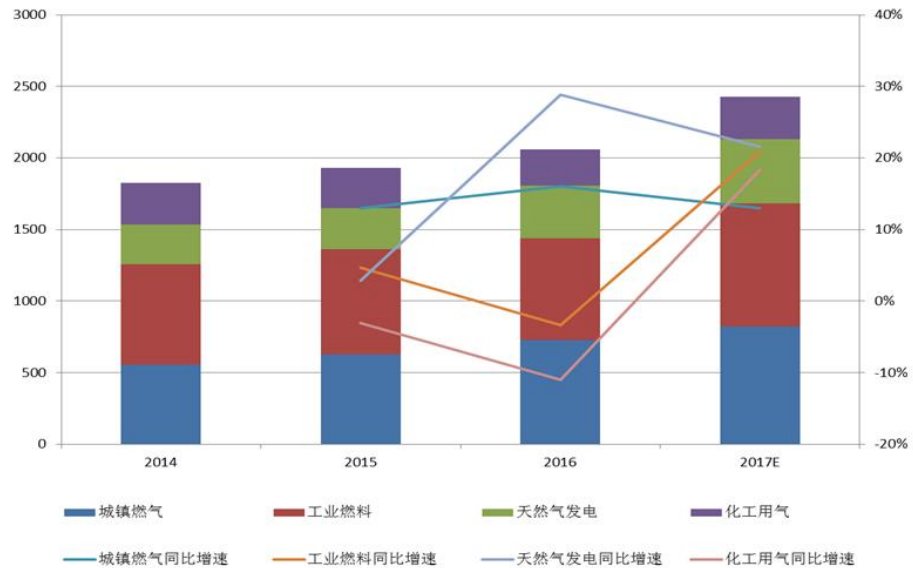


资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.2 天然气装备具备长期增长逻辑

2017 年以来，我国天然气消费量快速增长，截止 10 月底天然气表观消费量增速达到 18.7%，为近 5 年最高水平。

图 33：2014-2017 天然气下游消费结构及同比增速



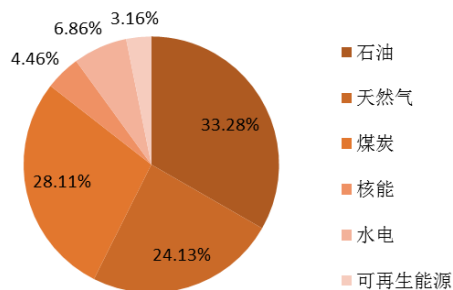
资料来源：中国产业信息网，《中国天然气发展报告》，东兴证券研究所

天然气下游的主要有四大领域：城镇燃气、工业燃料、天然气发电和天然气化工。据中石油相关数据，2017 年城镇燃气、发电行业、化工行业和工业燃料的天然气消费量同比增速分别约为 13%、22%、18%和 21%。

“煤改气”快速推进引发冬季气荒，实质反应了天然气内在需求加大。2017 年为国家《大气污染防治行动计划》的目标年份，各地纷纷加大“煤改气”力度，部分地方政府的煤改气数量超过了量化指标。全国范围内，因“煤改气”带来的天然气消费增量约有近 200 亿方。预计 2017 年全年天然气消费量接近 2400 亿方，需求缺口超过 100 亿方。

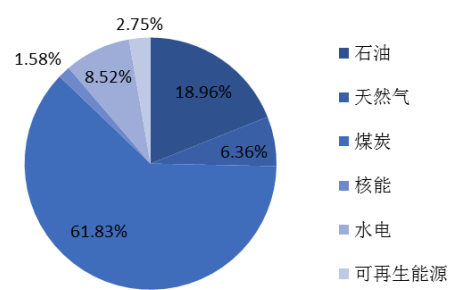
总体来看，优化能源结构、提升天然气在一次能源结构中的占比是长期趋势，此次“气荒”源于我国的供气、储气量不足，但实质是反应了在环保趋严的政策环境下，天然气作为清洁能源的内在需求加大。

图 34: 2016 年全球能源消费结构



资料来源：BP，东兴证券研究所

图 35: 2016 年我国能源消费结构

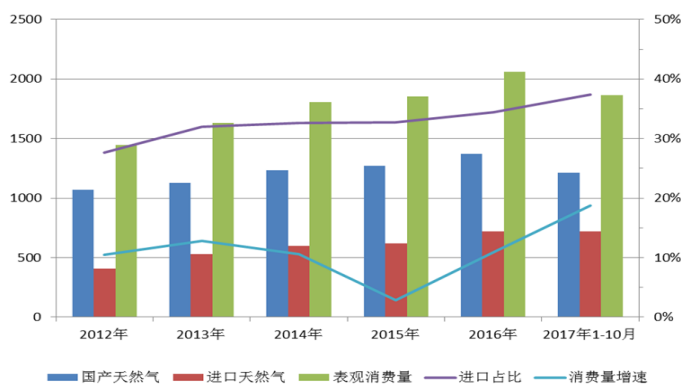


资料来源：BP，东兴证券研究所

加大进口有望缓解天然气供给压力。2017年1-10月，国产天然气1212亿方，同比增长11.2%，进口天然气722亿方，同比增长27.5%；全国天然气表观消费量1865亿方，同比增长18.7%。

2012年至2017年，进口天然气占我国天然气供给的比例由27.7%提升至37.3%。目前，国产天然气的增速明显落后于天然气消费量增速，针对当下天然气的供给不足，进一步加大对天然气的进口将是完善我国天然气供给的重要手段。

图 36：我国天然气进口占比逐年提升



资料来源：Wind，燃气在线，东兴证券研究所

截止2016年底，全国建成投产的天然气管道累计6.8万千米，干线管网总输气能力超过2800亿方/年；累计建成投产的地下储气库18座，总工作气量64亿方/年；已投产的LNG接收站13座，总接收能力5130万吨/年。

管网方面，我国每万平方千米陆地面积的管道里程约70千米，仅相当于12%，地下储气库的工作气量64亿方仅占全年消费量的3.1%，远低于世界10%的平均水平。管网和储气库的不足，也造成了我国天然气保供方面的压力。

中集安瑞科作为国内能源装备龙头，可以为客户提供天然气和液化石油气全产业链的整体解决方案，包括CNG、LNG、天然气水上应用及LPG等系统解决方案等组成。

图 37：中集安瑞科产品涵盖天然气产业链的上中下游



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

我们认为，2017 年冬季以来的气荒显示我国天然气储运设备的短板，中集安瑞科作为国内为数不多的可以提供天然气“一站式”解决方案的公司，有望显著受益行业复苏。

2016 年及 2017 年上半年，中集安瑞科分别计提南通太平洋减值拨备 12.15 亿元和 1.55 亿元，成为拖累公司业绩的重要因素。此外，2016 年下半年以来钢铁等原材料价格暴涨，也一定程度压制了公司的利润表现。

随着非经常损益因素减弱，以及原材料价格涨幅趋缓，终端产品定价机制理顺，中集安瑞科 2018 年将迎来较大业绩弹性。

4.3 费用压制减弱，下游高景气度助力业绩复苏

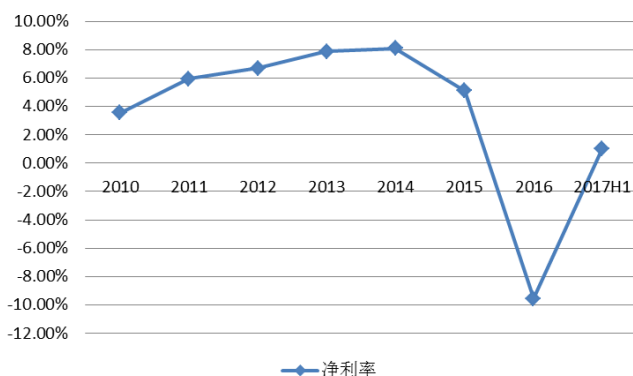
中集安瑞科 2016-2017 年受制于 SOE 费用计提和原材料涨价，净利润比表现受到相当程度压制。

2015 年 8 月，中集安瑞科与 SOEG、江苏太平洋造船集团股份有限公司（及春和集团三名卖家签订了股权转让协议及股东间协议，拟收购南通太平洋 100% 股权。并随后向南通太平洋提供贷款及就其正常运营的融资需求提供担保，总接近 15 亿元（预付代价款 1.79 亿元、贷款 4.82 亿元及银行贷款担保 10 亿元）。

2016 年 6 月，由于卖方违反协议重大条款，中集安瑞科终止收购 SOE 股权，并停止向 SOE 提供财务资助。SOE 进入破产重组程序，导致中集安瑞科 2016 年计提减值拨备 13.62 亿元，并于 2017 年上半年计提 1.05 亿元。

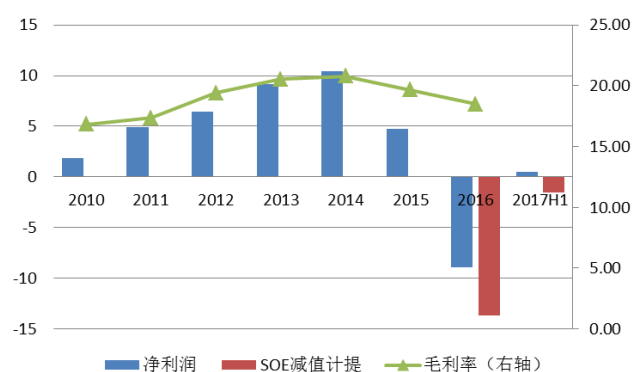
此外，2017 年以来钢铁等原材料价格暴涨，也相当程度压制了公司能化板块的盈利能力。随着 2017 年三季度能化板块主要产品价格调整，定价机制理顺，我们预计中集集团能化板块盈利将回归正常水平。

图 38：中集集团能化板块盈利能力有望恢复正常水平



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 39：费用计提及原材料涨价拖累板块业绩（亿元，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

由于费用压制减弱，以及下游需求的强劲复苏，我们预计公司能源、化工及食品板块在 2018-2019 年盈利能力将恢复到正常水平。预计 2017 年-2019 年板块收入分别为 105.70 亿元、116.27 亿元、127.89 亿元，预计 2017 年-2019 年板块净利润为 3.05 亿元、8.25 亿元、9.23 亿元。

表 9：中集集团能源、化工及液态食品装备板块业绩推算

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入（亿元）	86.19	88.08	105.70	116.27	127.89
毛利率（%）	19.64	18.50	17.00	18.00	19.00
净利率（%）	5.51	-	2.89	7.09	7.22
板块净利润（亿元）	4.75	-8.93	3.05	8.25	9.23

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

5. 盘活存量资产，土地价值重估赋予增值空间

公司作为深圳特区第一批成立的企业，旗下土地在 30 多年的发展进程中增值幅度巨大。目前，公司可梳理的闲置工业及物流仓储土地大概为 5000 亩，主要用于物流地产发展用途。开发模式包括：

- （1）直接出售土地权益；
- （2）引入战略合作者进行项目合作。土地开发资金的渠道，主要包括公司自有资金、融资、引入战略合作者等。

表 10：中集集团主要“工转商”土地情况

	占地面积	建筑面积	用途
深圳前海	52 万平方米	150 万平方米	商用、写字楼、酒店，少部分用作公寓
深圳太子湾	4 万平方米	20 万平方米	高层商住楼
上海宝山	-	53 万平方米	商业、商务、产业园、住宅、办公等综合项目

深圳坪山 80 万平方米 240 万平方米 生命健康产业园，包括办公、住宅、产业用地等

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

改革开放之初，深圳地区的土地几乎没有价格的概念。时任香港招商局常务副董事长的袁庚计划在宝安县蛇口开拓业务时，1979 年提交了《关于我驻港招商局在广东宝安县建立工业区的报告》，获得了中央政府 36 万平方公里的半岛土地的批复，考虑到开发成本，招商局仅要了 2.14 平方公里的蛇口，并以此设立了以中集集团为代表的第一批中外合资企业。

2016 年底以来，中集通过多重措施推动存量资源升值，先后引进碧桂园作为地产子公司新股东、向顺丰出售其持有中集电商股权，与招商局签署蛇口地块的搬迁补偿，以及此次签署前海地块框架协议，盘活存量资产步伐加快。

我们按照 5 万元/平方米商住地均价计算，预估仅深圳前海、太子湾、坪山及上海宝山的土地价值超过 750 亿元，扣除各种税费及地方政府利益分割，我们预估中集集团旗下主要地块可以为其贡献受益 250 亿-300 亿元。

表 11: 土地“工转商基本步骤”

土地“工转商”基本步骤

- 1、原土地使用者向国土部门申请交回土地，并由原土地使用者委托双方共同认可的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新的用途及规划条件，在综合考虑政府公布的土地出让金标准、土地成本、市场教育参考价格和近期相邻宗地交易价格的基础上，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，并与国土部门签订土地出让合同，按合同约定缴纳土地出让价款。
- 4、土地使用者按土地出让合同缴清全部土地出让价款后，办理土地使用权证。

资料来源：国土资源部，东兴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

我们认为，公司集装箱、道路车辆、能源化工设备、金融等权重板块将成为未来 2 到 3 年主要的利润弹性来源。

集装箱方面，2017 年-2019 年将是班轮公司和租箱公司处置超期服役集装箱的窗口期。根据我们测算，目前主流租箱公司箱龄超过 15 年的干货箱比重约为 15%。按此推算，全球将有超过 500 万 TEU 的集装箱亟待更换，未来 2-3 年的集装箱市场具备强支撑。

随着非经常损益因素减弱，以及原材料价格涨幅趋缓，终端产品定价机制理顺，中集安瑞科 2018 年将迎来较大业绩弹性。

我们预计公司 2017 年-2019 年实现营业收入分别为 719.74 亿元、823.13 亿元和 900.70 亿元；归母净利润分别为 24.57 亿元、33.28 亿元和 39.67 亿元；EPS 分别为 0.82 元、1.12 元和 1.33 元，对应 PE 分别为 20.10X、14.84X 和 12.45X。

我们对中集集团业绩贡献较大的集装箱、道路车辆、能化装备等三个权重板块进行分布估值。其余非权重板块如金融、房地产、空港装备、物流板块盈利规模与海工、重卡等板块亏损规模大致相当，考虑进行对冲。

表 12：中集集团各业务板块可比公司估值情况（Wind 一致预期）

股票代码	可比公司	2017 年预期 PE	2018 年预期 PE	可比业务板块
0716.HK	胜狮货柜	10.52	6.74	集装箱
603339.SH	四方冷链	27.56	21.07	罐式集装箱、能化装备
300471.SZ	厚普股份	21.86	14.28	天然气装备
000550.SZ	江铃汽车	17.01	14.24	道路车辆
000425.SZ	徐工机械	33.50	23.16	工程机械、特种车辆
600006.SH	东风汽车	26.60	14.48	道路车辆
300228.SZ	富瑞特装	44.40	22.18	天然气装备

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

我们遴选出中集集团各业务板块可比公司 2017-2018 年预期估值数据，考虑到中集集团各业务板块的龙头地位和协同效应，分别给予中集集团集装箱、道路车辆、能化装备三个权重板块 2018 年 15 倍、20 倍、20 倍估值。

表 13：公司权重板块盈利估算可比估值

权重板块	2017E	2018E	2019E	可比估值	分部估值
集装箱	14 亿元	16 亿元	18 亿元	15X	240 亿元
道路车辆	9.62 亿元	10.55 亿元	11.64 亿元	20X	211 亿元
能化装备板块	3.05 亿元	8.25 亿元	9.23 亿元	20X	165 亿元

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

按此估算，中集集团 2018 年集装箱、道路车辆及能化装备板块对应目标市值达到 616 亿元，仍有 23% 左右上涨空间。对应 A 股目标价 27.10 元，H 股目标价 19.29 港币。若考虑集团土地增值保守估计 200 亿元，公司市值仍有 63% 增长空间。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 14：中集集团营业收入与盈利预测表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
集装箱业务					
收入（百万元）	20,118.76	10,485.76	22,334.67	27,918.34	30,710.17
毛利（百万元）	2,851.18	993.36	3,796.89	4,885.71	5,374.28
毛利率(%)	14.17	9.47	17.00	18.00	18.00
道路运输车辆					
收入（百万元）	12,352.55	14,261.87	19,253.52	21,178.88	23,296.76
毛利（百万元）	2,343.82	2,594.39	3,273.10	3,812.20	4,193.42
毛利率(%)	18.97	18.19	17.00	18.00	18.00
能源化工设备业务					
收入（百万元）	8,618.95	8,808.02	10,569.62	11,626.59	12,789.25

毛利（百万元）	1,693.06	1,629.56	1,796.84	2,092.79	2,366.01
毛利率(%)	19.64	18.50	17.00	18.00	19.00
物流服务					
收入（百万元）	7,632.24	6,980.14	8,027.16	8,829.88	9,712.86
毛利（百万元）	695.40	734.41	882.99	1,015.44	1,165.54
毛利率(%)	9.11	10.52	11.00	12.00	12.00
重卡					
收入（百万元）	734.80	1,625.68	2438.52	2682.37	2950.61
毛利（百万元）	-130.75	24.38	134.12	134.12	147.53
毛利率(%)		1.50	5.50	5.00	5.00
空港设备业务					
收入（百万元）	2,675.95	3,072.81	3226.45	3549.10	3726.55
毛利（百万元）	504.11	576.43	580.76	638.84	670.78
毛利率(%)	18.84	18.76	18.00	18.00	18.00
金融					
收入（百万元）	1,678.65	2,234.69	2301.73	2347.77	2465.15
毛利（百万元）	1,060.17	1,566.97	1381.04	1408.66	1479.09
毛利率(%)	63.16	70.12	60.00	60.00	60.00
海洋工程业务					
收入（百万元）	1,588.36	268.47	187.93	178.53	171.39
毛利（百万元）	317.55	309.20	13.16	10.71	8.57
毛利率(%)	19.99	115.17	7.00	6.00	5.00
房地产					
收入（百万元）	1,035.99	816.02	775.22	930.26	1023.29
毛利（百万元）	392.85	398.58	310.09	372.11	409.32
毛利率(%)	37.92	48.85	40.00	40.00	40.00
其他主营业务					
收入（百万元）	823.38	1,406.56	1476.89	1550.73	1628.27
毛利（百万元）	130.34	113.72	147.69	155.07	162.83
毛利率(%)	15.83	8.08	10.00	10.00	10.00
其他业务					
收入（百万元）	1,426.17	1,151.64	1381.97	1520.16	1596.17
毛利（百万元）	746.83	688.63	746.26	820.89	861.93
毛利率(%)	52.37	59.80	54.00	54.00	54.00

资料来源：公司公告，东兴证券研究所（注：表中数据仍按公司年报披露的营业收入分项目进行预测）

7. 风险提示

- ◆ 原材料及能源价格大幅波动；

- ◆ 全球贸易及海运需求复苏不及预期;
- ◆ 贸易保护主义抬头;
- ◆ 海工业务不及预期。

表 15：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	43530	53352	64411	85480	116655	营业收入	58686	51112	71974	82313	90070
货币资金	4487	6326	10741	10965	20803	营业成本	48081	41482	58911	66966	73231
应收账款	10667	11526	13803	25786	26533	营业税金及附加	433	503	417	477	522
其他应收款	3254	9348	13163	15054	16473	营业费用	2575	2157	2757	3128	3423
预付款项	3290	2166	2755	3425	4157	管理费用	4147	4209	4894	5597	6125
存货	16417	17410	17754	20182	32070	财务费用	628	719	787	686	586
其他流动资产	661	702	702	702	702	资产减值损失	551.17	2089.63	500.00	450.00	250.00
非流动资产合计	63233	71263	68446	65926	63403	公允价值变动收益	-103.03	613.91	-11.00	0.00	0.00
长期股权投资	2036	2162	2162	2162	2162	投资净收益	776.11	234.41	45.00	50.00	50.00
固定资产	21848	22037	19974	17925	15874	营业利润	2944	801	3742	5058	5983
无形资产	4984	4655	4265	3800	3334	营业外收入	436.20	1212.81	500.00	700.00	900.00
其他非流动资产	466	86	0	0	0	营业外支出	173.58	311.29	135.00	196.00	254.00
资产总计	106763	124615	132857	151406	180058	利润总额	3206	1702	4107	5562	6629
流动负债合计	45921	46249	50884	61900	81338	所得税	934	967	760	1029	1226
短期借款	17909	15730	10913	12170	11404	净利润	2272	735	3347	4533	5403
应付账款	8893	10161	11298	12843	14044	少数股东损益	298	195	890	1205	1436
预收款项	2764	3781	18175	34638	52652	归属母公司净利润	1974	540	2458	3328	3967
一年内到期的非	4766	3668	3668	3668	3668	EBITDA	10136	7862	7092	8314	9143
非流动负债合计	25347	39231	39009	43009	48009	BPS（元）	0.72	0.14	0.82	1.12	1.33
长期借款	23685	27023	31023	35023	40023	主要财务比率					
应付债券	0	7987	7986	7986	7986		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	71268	85480	89894	104909	129348	成长能力					
少数股东权益	6954	9849	10738	11943	13379	营业收入增长	-16.25%	-12.91%	40.82%	14.36%	9.42%
实收资本（或股	2978	2979	2983	2983	2983	营业利润增长	-10.74%	-72.81%	367.42%	35.17%	20.28%
资本公积	3182	3127	3127	3127	3127	归属于母公司净利	355.40%	35.43%	355.40%	35.43%	19.19%
未分配利润	17663	17495	18134	18999	20031	获利能力					
归属母公司股东	28541	29286	28604	30934	33711	毛利率（%）	18.07%	18.84%	18.15%	18.64%	18.70%
负债和所有者权	106763	124615	132857	151406	180058	净利率（%）	3.87%	1.44%	4.65%	5.51%	6.00%
现金流量表						总资产净利润（%）	7.50%	1.85%	0.43%	1.85%	2.20%
单位：百万元						ROE（%）	6.92%	1.84%	8.59%	10.76%	11.77%
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		偿债能力					
经营活动现金流	-3610	2342	7263	13088	16404	资产负债率（%）	67%	69%	70%	71%	73%
净利润	2272	735	3347	4533	5403	流动比率					
折旧摊销	6564.85	6341.86	6541	6210	6740	速动比率					
财务费用	628	719	787	686	586	营运能力					
应收账款减少	0	0	-2277	-1983	-748	总资产周转率	0.60	0.44	0.57	0.59	0.56
预收账款增加	0	0	14395	16463	8014	应收账款周转率	5	5	6	6	6
投资活动现金流	-12585	-6855	-242	-478	-450	应付账款周转率	5.79	5.36	6.71	6.82	6.70
公允价值变动收	-103	614	-11	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减	0	0	251	-28	0	每股收益（最新摊	0.72	0.14	0.82	1.12	1.33
投资收益	776	234	45	50	50	每股净现金流（最新	0.10	1.01	1.50	4.64	8.79
筹资活动现金流	16506	7511	-9092	-4977	3524	每股净资产（最新摊	9.58	9.83	9.59	10.37	11.30
应付债券增加	0	0	-1	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	4000	4000	5000	P/E	25.03	91.54	20.10	14.84	12.45
普通股增加	305	1	4	0	0	P/B	2.36	2.30	2.36	2.18	2.00
资本公积增加	2495	-55	0	0	0	EV/EBITDA	10.78	14.70	9.58	10.78	7.65
现金净增加额	311	2998	4470	7634	6218						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

研究助理简介

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。