

中集集团 (000039.SZ)

空港业务注入中国消防，重返美国市场步伐提速

投资评级：买入（维持）

2018 年 1 月 25 日

事件：

公司于港交所发布通函，披露业务重组进展，优秀板块独立上市正有力推进。公司拟将旗下主要从事空港业务的公司——德利国际（Pteris）全部股份注入联营港股上市公司中国消防（00445）。交易完成后，中集集团对中国消防总持股比例将由原来的 30% 提升到 50% 以上，达到绝对控股。

投资要点

■ 内部重组整合，全部资产注入中国消防

本次与中国消防的关联交易事件系中集集团对空港业务板块的内部重组整合。公司自 1992 年起单列空港装备业务，成立子公司中集天达。2014 年中集天达反向收购德利国际，德利国际从而持有中集天达 70% 股份。2015 年中集集团用旗下德国齐格勒 40% 股权换取中国消防 30% 股权进一步拓展集团消防领域相关业务。

本次板块整合重组因而分为两大交易部分。一者，以约 38 亿对价分别向中集集团旗下、德利国际的两个母公司 Sharp Vision、丰强公司发行代价股份和可换股债券购买合计达 99.41% 的德利国际股权。二者，以约 6 亿对价向持有中集天达剩下 30% 股权的裕运购买其所持有的中集天达股权。待关联交易全部完成，中集集团空港设备业务将全部注入中国消防，获得完全独立的融资平台。

■ 空港板块持续开拓整合，重返美国市场步伐加速

目前通过一系列并购整合，中集空港板块已从传统登机桥业务逐渐拓展为机场货库处理与行李输送系统（BHS），形成五条业务线：登机桥（PBB）、消防与救援、自动化物流（MHS）、机场地面支持设备（GSE）、立体停车库（APS）。国内市场方面，中集空港板块几乎包揽了全部登机桥新订单；从全球市场来看，美国仍是全球单一最大登机桥市场。此前中集集团受上世纪与 FMC 知识产权诉讼与近年美国相关法案影响，难以渗透入美国市场。而根据此次公函披露，中国消防拟筹集资金的运用项目包含在美国兴建新建 PBB 厂房，这意味着 PBB 业务重返美国市场迈出实质性一步。此外目前借助德利国际的良好国际布局，中集空港在美国机场已斩获多个机场行李处理系统的项目，有望以此作为重返美国市场的突破口。

■ 收购估值合理，中国消防未来发展前景可期

德利国际 2016 年实现净利润约 1.1 亿元，而 2016-17 年订单量大幅提升，预计将带来 2017 年业绩的较快增长。我们预计 44 亿元的收购价格所对应的 2017 年 PE 值将低于 40 倍。相对而言，美国最大的登机桥制造商——JBT 2017 年的 PE 保持在 40 倍左右，本次收购较为合理。收购完成后，德利国际有望凭借其良好的国际布局，与中国消防在多方面形成协同效应，并推动消防车业务的海外市场开拓。

■ 盈利预测与投资建议

随着优秀板块整合重组的稳步推进，获得独立融资平台的空港设备业务将迎来新的发展机遇。叠加持续确认的全球经济复苏，推动公司整体业绩的回暖。预计 2017-2019 年营业收入 636 亿、672 亿、708 亿，归母净利润 29.3 亿、29.7 亿、35.7 亿，对应 EPS 为 0.98、1.00、1.20，对应 2017-2019 年 PE 分别为 23、22、19X，维持“买入”评级。

■ 风险提示

新业务市场拓展低于预期、全球贸易低迷

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

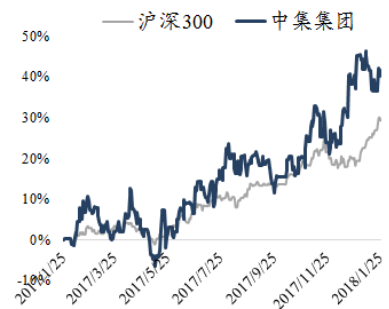
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 倪正洋

nizhy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	22.27
一年最低/最高价	14.38/23.36
市净率（LF）（倍）	2.17
流通 A 股市值(百万元)	28,194

基础数据

每股净资产（元）	9.59
资产负债率（%）	69.49
总股本（百万股）	2,983
流通 A 股（百万股）	1,266

相关研究

中集集团：车辆板块再获平安增资，收购 SDC 强化欧洲布局 2017.12.22

中集集团：集装、道路双轮驱动，能化、地产多点开花 2017.10.29

中集集团：三季报预计盈利 12-13.5 亿元同比大幅扭亏 2017.10.16

中集集团：出售中集电商股权，与顺丰签署战略合作，快递物流业务开花结果 2017.9.15

中集集团半年报点评报告：集装箱、道路业绩超预期，全年有望强劲增长 2017.8.30

中集集团：2017Q1 获拆迁补偿 5 亿元，中期看好集装箱复苏 2017.8.7

财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	53352.0	47299.7	53148.9	66368.6	营业收入	51111.7	63612.4	67233.0	70821.5
现金	6326.0	5271.7	6096.6	14599.9	营业成本	41482.0	51148.6	53999.5	56636.4
应收账款	22410.2	19556.7	22555.2	25528.0	营业税金及附加	503.1	626.1	661.8	697.1
存货	17409.5	17843.0	19979.3	21494.0	营业费用	2157.0	2535.8	2822.5	2928.3
其他	7206.4	4628.4	4517.9	4746.6	管理费用	4592.4	5118.9	5487.4	5827.5
非流动资产	71262.7	69912.5	66412.8	62586.8	财务费用	719.1	979.1	851.3	663.0
长期股权投资	2162.2	2162.2	2162.2	2162.2	投资净收益	234.4	950.0	500.0	500.0
固定资产	44936.5	44051.8	40971.0	37522.1	其他	-1091.9	-708.4	-419.3	-375.9
无形资产	4654.8	4189.3	3770.4	3393.3	营业利润	800.5	3445.5	3491.3	4193.3
其他	19509.2	19509.2	19509.2	19509.2	营业外净收支	901.5	3.0	3.0	3.0
资产总计	124614.7	117212.3	119561.7	128955.4	利润总额	1702.1	3448.5	3494.3	4196.3
流动负债	46249.2	33577.8	30168.4	33002.8	所得税费用	967.1	517.3	524.1	629.4
短期借款	19397.7	6144.9	150.0	150.0	少数股东损益	195.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	11712.5	12373.3	13420.6	14589.4	归属母公司净利润	539.7	2931.2	2970.2	3566.9
其他	15139.0	15059.6	16597.8	18263.4	EBIT	3264.1	5274.6	5342.6	5806.3
非流动负债	39230.7	42301.3	45832.4	49716.7	EBITDA	5335.0	9010.7	10223.1	11147.9
长期借款	27023.2	27023.2	27023.2	27023.2					
其他	12207.5	15278.1	18809.2	22693.5					
负债总计	85480.0	75879.1	76000.9	82719.5	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	9848.8	9848.8	9848.8	9848.8	每股收益(元)	0.18	0.98	1.00	1.20
归属母公司股东权益	29286.0	31484.4	33712.0	36387.1	每股净资产(元)	9.83	10.56	11.31	12.21
负债和股东权益总计	124614.7	117212.3	119561.7	128955.4	发行在外股份(百万股)	2980.6	2980.6	2980.6	2980.6
					ROIC(%)	1.5%	4.7%	5.1%	6.0%
					ROE(%)	1.8%	9.3%	8.8%	9.8%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	18.8%	19.6%	19.7%	20.0%
经营活动现金流	2341.6	10074.7	9443.1	11360.8	EBIT Margin(%)	6.4%	8.3%	7.9%	8.2%
投资活动现金流	-6854.7	2856.5	-1880.8	-1965.7	销售净利率(%)	1.1%	4.6%	4.4%	5.0%
筹资活动现金流	7511.0	-13985.6	-6737.4	-891.7	资产负债率(%)	68.6%	64.7%	63.6%	64.1%
现金净增加额	3079.5	-1054.3	824.9	8503.4	收入增长率(%)	-12.9%	24.5%	5.7%	5.3%
企业自由现金流	-4239.7	9600.6	8633.4	10313.5	净利润增长率(%)	-73%	443%	1%	20%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

