



2018年02月08日

买入(首次评级)

当前价: 18.36 元
目标价: 27 元

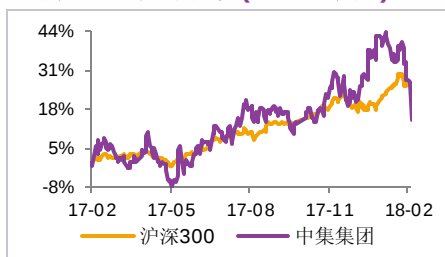
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
电话:
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 刘智

电话: 021-51782232
邮箱: liuzhi_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	51,11	71,076	81,443	90,212
(+/-) %	-12.9	39.06%	14.59%	10.77%
归母净利润	540	2,622	3,426	3,746
(+/-) %	-72.6	385.80	30.70%	9.33%
EPS(元)	0.14	0.88	1.15	1.26
P/E	131.1	20.90	15.99	14.63

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

中集集团(000039.SZ)

【联讯机械公司深度】中集集团(000039): 全球经济回暖, 装备龙头崛起

投资要点

✧ 中集集团是世界物流、能源装备龙头企业, 中国制造优质的核心资产

中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司, 是世界领先的物流装备和能源装备供应商, 公司致力于集装箱、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, 在上述诸多领域做到市场第一。

✧ 全球经济复苏驱动集装箱需求回暖, 集装箱业务量价齐增业绩弹性较大

全球经济回暖, 国际贸易复苏, 集装箱需求提振。欧美经济从 2016 年开始复苏, 新兴市场局部地区经济保持活跃。根据 IMF 预测 2017 年全球贸易量增速将达到 4%, 同比增长 1.6 个百分点, 2018-2019 年全球贸易增速预计在 4-5% 之间。全球经济的复苏显著带动航运运力增速回暖, 带动集装箱新增和更新需求复苏。同时, 在钢价上涨的周期, 集装箱也会随之提价, 从而实现毛利率上行, 集装箱业务形成量价齐增, 业绩弹性巨大。

✧ 欧美经济复苏叠加国内治超政策趋严, 中集道路车辆再造一个全球龙头

2017 年下半年, 美国半挂车市场周期性需求回落, 欧洲经济仍保持复苏态势, 新兴市场市场经济碎片化明显而局部区域市场需求活跃。中国市场延续经济稳中向好的态势, 与此同时, 对道路交通中严重超速、超员、超限超载治理的推进、整治生产一致性、黄标换绿标、城市环境治理、车辆排放标准的提升等政策性措施的实施, 将加快国内产业转型升级和产品更新换代的步伐。

我们认为, 受益于国内周期复苏需求回暖, 治超政策的严格执行, 以及欧美经济复苏等海外需求带动, 中集车辆业务强势复苏, 中长期受益市场集中度提升, 有望再造一个全球龙头。未来几年仍有望保持 20% 以上高速增长。

✧ 天然气产业进入政策推进加速期, 中集作为龙头受益天然气高景气度

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(2016 年约 6%), 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。发改委公布我国 2017 年天然气消费量 2373 亿立方, 同比增长 15.3%。受益天然气等清洁能源大规模推广应用, 国内天然气产业链迎来重大发展机遇。

我们认为煤改气作为治污防污染的重要举措, 政策上仍然会继续持续推进, 带动天然气消费量继续高速增长, 中集安瑞科作为天然气设备全产业链参与者, 在国内天然气设备领域市占率极高(大部分领域市占率都在 40-50% 以上), 有望充分受益天然气产业高景气度。

✧ 金融地产物流等第三产业发展稳健, 平滑业绩波动

公司在物流装备领域的基础上, 拓展了基于物流为核心的第三产业, 经过多年发展已经形成较大规模, 目前中集集团以金融、地产、物流为三家马车的



第三产业板块已经成为中集集团稳定赢利点，有效支撑公司业绩。尤其是以融资租赁为核心的金融业务，近年来表现稳健增长，盈利能力很强，已经成为中集集团重要盈利点

✧ 巨额存量土地正在商业化途中，土地价值重估极大提升中集集团内在价值

中集集团在全国各地都有较大的港口码头土地资源，其中，深圳前海（52.4 万平方米）、深圳太子湾（6.4 万平方米）、深圳坪山（82.0 万平方米）、上海宝山（17.8 万平方米）等核心地块土地资源已经开启工转商规划，除此之外，中集集团在东莞(3000亩)、广东阳江(1300亩)、青岛(550亩)、天津、扬州、镇江等多地均有大量土地储备，正在或有望转为商业开发用地。中集集团与深圳规土委、深前海管理局经协商后，就位于深圳前海的三块土地问题签署了《土地整备框架协议》，开启一线土地资产的价值开发之路。2017年9月引入战略投资者碧桂园地产集团有限公司（参股中集产城25%）。通过引入战略投资者国内地产开发巨头碧桂园，公司巨额土地资产价值有望获得重估，预计对公司资产产生重大增值。

✧ 盈利预测与投资建议

基于对中集集团各子行业形势的预判，我们测算了各子行业增速情况如下：

集装箱：基于航运进入景气周期，假设2017-19年集运运力增速分别为4%/4.8%/5%，下游复苏将驱动干货箱新增率和更新率均相应增加，预计2017-19年干货箱更新率分别为4%/4.5%/4.5%。假设中集集团市占率不变，根据测算，2017-19年全行业干货箱销量可达到234/278/293万TEU，且箱价提升使2017-2019年中集集团干货箱收入增速为131%/24%/8%，毛利率随着集装箱价格趋势维持稳中有升。

道路车辆：随着国内治超载继续补需求，以及公司车辆业务在美国和欧洲的持续拓展，预计未来3年增速依次为25%、20%、15%。

能源化工装备：随着“煤改气”政策不断加码、天然气“十三五”规划预计到2020年将天然气占能源消费占比由当前5%提升至10%，我们认为国内天然气消费将进入高速增长（2016-2020年天然气消费量CAGR约17%），带动LNG产业链装备需求增长。预计2017-19年中集安瑞科LNG装备收入增速将达到17%/20%/18%。

金融地产物流等三大第三产业总体上保持稳健增长，我们预计金融板块增速预计会随着定增资金到位因资本金充足而加速，预计17-19年增速为10%，10%，10%。地产物流维持稳健增长（5%）。

预计公司2017—2019年归母净利润分别为26.22亿元、34.26亿元和37.46亿元，EPS分别为0.88元、1.15元、1.26元，对应的P/E分别为20.9X、16.0X、14.63X。首次覆盖，给予买入评级，目标价27元，约2018年23倍PE、2.3倍PB。

✧ 风险提示

全球贸易复苏不及预期；天然气产业拓展不及预期。



投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2017—2019 年归母净利润分别为 26.22 亿元、34.26 亿元和 37.46 亿元，EPS 分别为 0.88 元、1.15 元、1.26 元，对应的 P/E 分别为 20.9X、16.0X、14.63X。首次覆盖，给予买入评级，目标价 27 元，约 2018 年 23 倍 PE、2.3 倍 PB。

关键假设点

基于对中集集团各子行业形势的预判，我们测算了各子行业增速情况如下：

集装箱：基于航运进入景气周期，假设 2017-19 年集运运力增速分别为 4%/4.8%/5%，下游复苏将驱动干货箱新增率和更新率均相应增加，预计 2017-19 年干货箱更新率分别为 4%/4.5%/4.5%。假设中集集团市占率不变，根据测算，2017-19 年全行业干货箱销量可达到 234/278/293 万 TEU，且箱价提升使 2017-2019 年中集集团干货箱收入增速为 131%/24%/8%，毛利率随着集装箱价格趋势维持稳中有升。

道路车辆：随着国内治超载继续补需求，以及公司车辆业务在美国和欧洲的持续拓展，预计未来 3 年增速依次为 25%、20%、15%。

能源化工装备：随着“煤改气”政策不断加码、天然气“十三五”规划预计到 2020 年将天然气占能源消费占比由当前 5%提升至 10%，我们认为国内天然气消费将进入高速增长（2016-2020 年天然气消费量 CAGR 约 17%），带动 LNG 产业链装备需求增长。预计 2017-19 年中集安瑞科 LNG 装备收入增速将达到 17%/20%/18%。

金融地产物流等三大第三产业总体上保持稳健增长，我们预计金融板块增速预计会随着定增资金到位因资本金充足而加速，预计 17-19 年增速为 10%，10%，10%。地产物流维持稳健增长（5%）。

有别于大众认识

市场可能认为公司是个集装箱公司，产品盈利波动大，周期性强，有一定风险。我们认为：公司通过多年布局已经形成装备、物流、金融等全产业链的上市公司。第二第三主业已经逐步赶上集装箱主业，同时培育的第三产业金融、地产、物流已经形成稳定盈利规模，平滑业绩波动。公司是中国制造里面由装备向全产业链衍生的典范企业，是中国制造最优质核心资产之一，具有很强的稀缺性。

公司存量土地价值被大众低估，但我们非常看好土地价值重估对公司市值的作用。我们认为公司在深圳、上海的土地已经开启工转商，引入碧桂园作为战略投资者，开启土地开发。我们看好公司内在土地价值被市场充分挖掘。

股市表现的催化剂

1) 全球航运继续回暖；2) 天然气、煤改气政策继续推进 3) 土地商业化应用新进展 4) 油价上行

核心假设风险

- (1) 全球贸易复苏证伪；
- (2) 油价继续下行，天然气应用景气度下行



目 录

一、公司是物流装备和能源装备供应商龙头.....	6
(一) 公司简介与发展历程	6
(二) 公司主营业务简介.....	6
1、集装箱.....	6
2、道路运输车辆.....	7
3、能源化工及食品装备.....	7
4、海洋工程	7
5、物流服务	8
6、空港设备	8
7、金融.....	8
8、地产	8
(三) 公司主营业务构成.....	9
(四) 公司管理层及股权结构.....	10
二、集装箱受益航运周期复苏，业绩修复	11
(一) 集装箱行业发展历程	11
(二) 中集集团集装箱业务情况	11
(三) 集装箱行业拐点已到，进入复苏周期.....	13
1、全球经济复苏带动航运周期回暖.....	13
2、钢价上涨带动集装箱涨价，集装箱毛利率上行.....	15
三、道路车辆业务增长迅速，有望再造一个世界龙头.....	15
四、能源化工装备受益天然气需求旺盛有望迎来大年.....	17
五、第三产业稳定盈利，有效支撑公司基本业绩.....	19
六、海工装备、重卡等新型业务仍处于亏损状态.....	20
七、土地价值重估提升中集集团内在价值	21
八、盈利预测与估值.....	21
九、风险提示	23

图表目录

图表 1： 中集集团上市及大事件.....	6
图表 2： 公司主要业务介绍	8
图表 3： 公司主营构成（2017H1）	9
图表 4： 2012-2017 年营业收入及增速（单位：亿元）	9
图表 5： 2012-2017 年归母净利润及增速（单位:亿元）	9
图表 6： 2013-2017 年集装箱业务收入及毛利率	9
图表 7： 2013-2017 年公司毛利率与净利率	9
图表 8： 公司股权结构	10
图表 9： 公司高管持股情况	10
图表 10： 中集集团集装箱	11



图表 11: 全球集装箱市场竞争格局.....	12
图表 12: 中集集团集装箱业务营收和净利润.....	12
图表 13: 集装箱营业收入情况(亿元).....	13
图表 14: 集装箱毛利率变化情况(亿元).....	13
图表 15: 中国出口集装箱运价指数 CCFI.....	13
图表 16: 上海出口集装箱运价指数 SCFI.....	14
图表 17: 波罗的海干散货指数 BDI.....	14
图表 18: 全球:集装箱船运力(艘).....	14
图表 19: 全球:集装箱船运力(TEU/TDW).....	15
图表 20: 钢价与集装箱出口均价相关性.....	15
图表 21: 中集集团道路车辆产品图.....	16
图表 22: 中集集团道路车辆销量与均价.....	16
图表 23: 道路运输车辆业务收入变化情况(单位: 亿元).....	16
图表 24: 道路运输车辆毛利率变化情况(单位: 亿元).....	16
图表 25: 中集集团道路车辆营收、净利润情况.....	17
图表 26: 中集集团能源化工装备产品.....	17
图表 27: 中集集团能源化工装备营收、净利润情况.....	18
图表 28: 能源化工设备收入变化情况(单位: 亿元).....	18
图表 29: 能源化工设备毛利率变化情况(单位: 亿元).....	18
图表 30: 中国天然气消费量(亿立方米).....	19
图表 31: 中集集团物流业务营业收入和净利润情况(亿).....	19
图表 32: 中集集团金融业务营业收入和净利润情况(亿).....	20
图表 33: 中集集团地产业务营业收入和净利润情况(亿).....	20
图表 34: 中集集团深圳上海土地工转商价值测算.....	21
图表 35: 全球集装箱需求测算.....	22
图表 36: 中集集团可比公司估值情况.....	22
附录 1: PE/PB-Band.....	24
图表 37: 中集集团 PE-Band.....	24
图表 38: 中集集团 PB-Band.....	24
附录 2: 公司财务预测表(百万元).....	25



一、公司是物流装备和能源装备供应商龙头

（一）公司简介与发展历程

中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司，是世界领先的物流装备和能源装备供应商，公司致力于集装箱、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。中集集团于 1980 年 1 月创立于深圳，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，目前是 A+H 股公众上市公司，主要股东为招商局集团、中国远洋海运集团等。诞生时即深深植入的国际化基因，出类拔萃的公司治理结构，长期以来对于技术创新和管理效率的不懈追求，使得中集快速成长为在多个行业具有全球领先地位的企业。

图表1： 中集集团上市及大事件

1982	1982年9月22日 “中国国际海运集装箱股份有限公司”（简称中集公司）正式投产。
1994	中集股票在深圳证券交易所上市交易。
1996	干货集装箱产量跃居世界第一。
2007	中集集团收购荷兰博格工业公司、安瑞科能源装备控股有限公司和烟台来福士公司。
2010	中集赢得必和必拓西澳铁矿项目部的5年营地房的独家战略供应合同。
2012	中集集团H股在香港联合交易所挂牌上市。

资料来源：公开资料

（二）公司主营业务简介

中集集团是世界领先的物流装备和能源装备供应商。公司从最初的集装箱业务逐步发展为集装箱、道路运输车辆、能源化工及食品装备、海洋工程设备、空港设备、物流服务、金融、地产等多业务融合的综合型龙头企业。

1、集装箱

集装箱产业是集团历史最悠久、规模最大的业务，也是全球唯一能够提供全系列集装箱产品，并拥有完全自主知识产权的供应商。中集集团集装箱业务主要产品有干货箱、冷藏箱、特种箱、模块化建筑、地板等。自 1996 年以来，中集集装箱产销量一直保持世界领先地位，市占率接近 50%，成为全球集装箱三家寡头企业里面的绝对龙头。2007 年中集集团成为全球集装箱行业首家年产量突破 200 万 TEU 的企业。

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：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：1997 年开始生产折叠箱，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。现有 4 个生产基地、超过 50 个品类；大部分产品均全球占有率第一。

2、道路运输车辆

全球领先的道路运输车辆制造集团，为全球客户提供品种多样的专用汽车产品、专用汽车关键零部件及销售服务等，产品年销量超过 11 万台。

中国物流半挂业务：中国物流半挂业务一直处于中国市场第一的领军地位，规模、品牌及技术均处于行业领先。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。

美国物流半挂业务：现已形成厢式车、骨架车和冷藏车三大产品组合，2015 年美国市场占有率排名位居第五。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：在全球新兴市场整体份额处于领军地位，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，盈利贡献良好。

3、能源化工及食品装备

在中国及德国、荷兰、丹麦、比利时等国家拥有 22 个制造基地和国际领先的研发中心，形成了中欧互动、分布合理、互为支持的产业格局。

能源装备：LNG 低温罐箱、低温液体运输半挂车、中压气体罐车国内市场占有率稳居第一；高压长管拖车产销量从 2002 年起至今连续全球产量第一；拥有目前全球低温储罐设计执行人数最多的团队，稳占中国低温工程储罐设计 70%以上的市场份额；大型 LNG 接收站和存储站成为世界知名品牌。

化工装备：ISO 罐箱产销量从 2004 年起至今稳居世界第一；核电领域的先锋。

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。

4、海洋工程

目前交付的半潜式钻井平台已服务于北海、南海、墨西哥湾、巴西海域等全球主流海洋油气产区。

半潜式平台设计建造：拥有独创的深水半潜式平台建造模式，已交付 9 座深水半潜式平台在挪威北海、巴西、西非和南海作业。

自升式平台设计建造：已交付 11 座自升式平台。

平台维修改造业务：为中石化、中石油改造过多座自升式平台。



5、物流服务

积极融合物流装备制造和物流服务优势，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、外贸综合服务等等。

6、空港设备

业务覆盖机场地面设备各领域，并且是全球最大的旅客登机桥供应商，产品遍布全球 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。

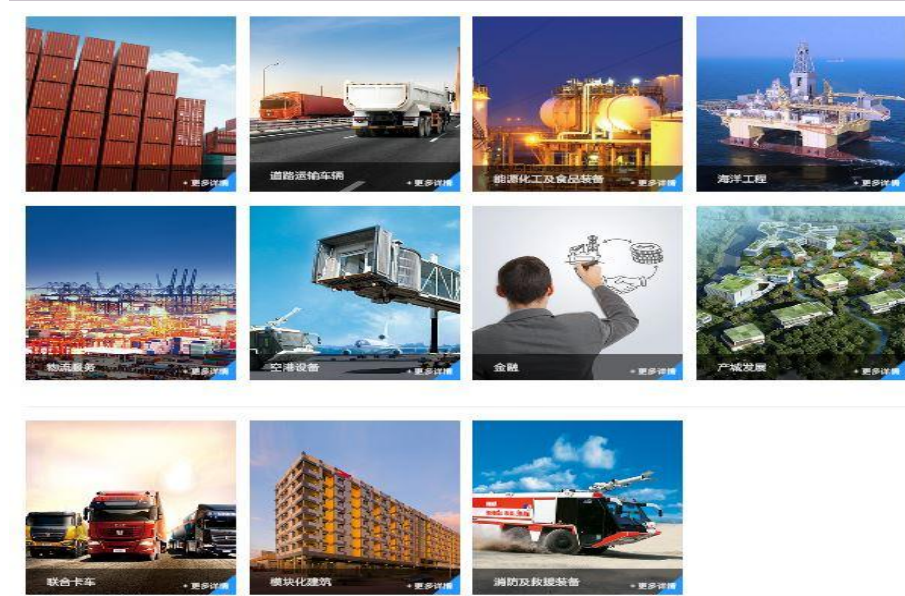
7、金融

设立了由中集集团财务有限公司、中集融资租赁有限公司两家公司组成的金融板块，在海洋工程、道路运输车辆、能源化工及食品装备等领域为客户提供融资租赁、经营租赁及其他多样化的创新金融解决方案。

8、地产

目前业务涉及产业园区开发和运营、传统地产开发、商业运营、物业服务等诸多领域，已形成业务覆盖珠三角、长三角和环渤海近 10 个城市的产业园区、商业及住宅综合开发集团，开发项目面积逾 200 万平米，土地储备面积近千万平方米。

图表2： 公司主要业务介绍

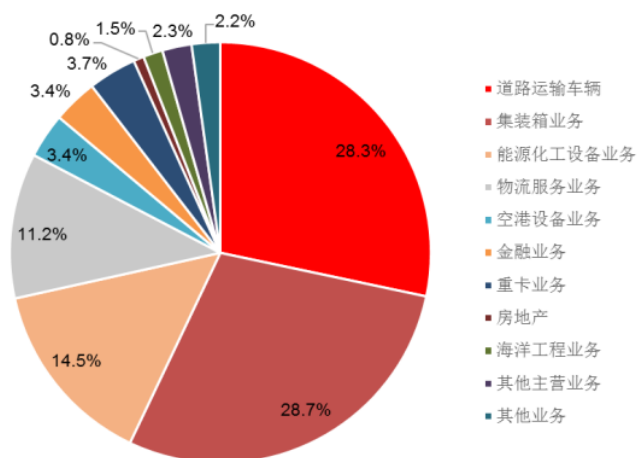


资料来源：公司官网，联讯证券研究院



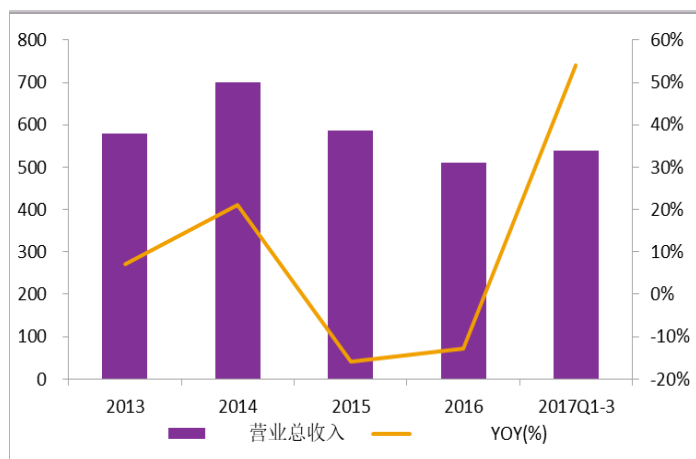
(三) 公司主营业务构成

图表3: 公司主营构成 (2017H1)



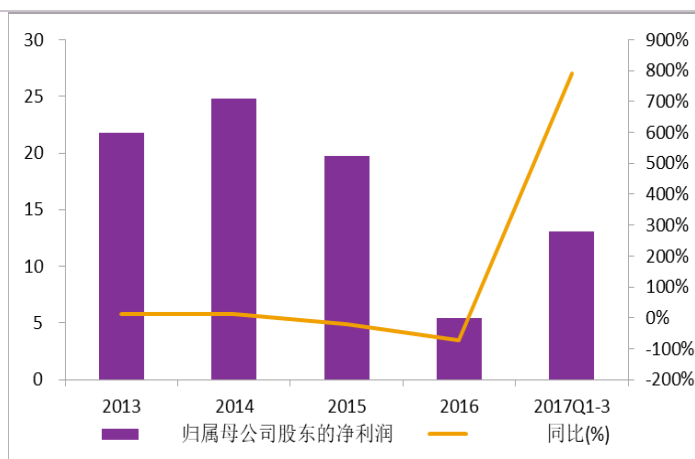
资料来源: 公司官网, 联讯证券研究院

图表4: 2012-2017 年营业收入及增速 (单位: 亿元)



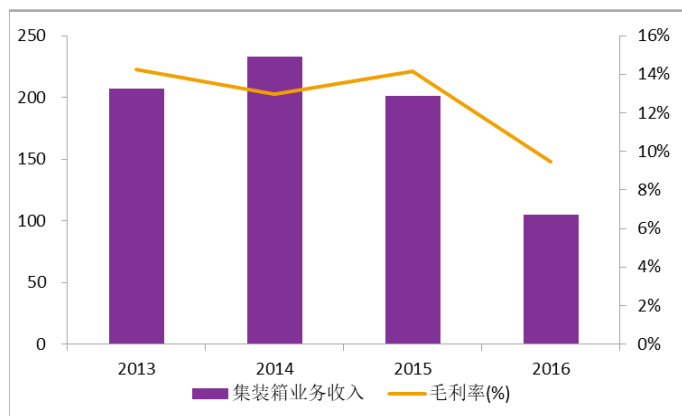
资料来源: Wind, 联讯证券

图表5: 2012-2017 年归母净利润及增速 (单位: 亿元)



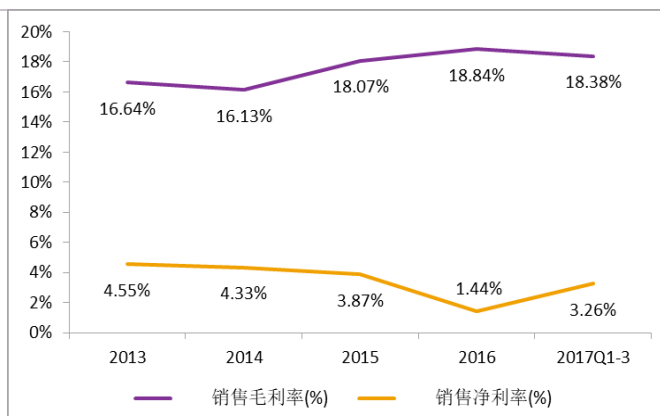
资料来源: Wind, 联讯证券

图表6: 2013-2017 年集装箱业务收入及毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表7: 2013-2017 年公司毛利率与净利率



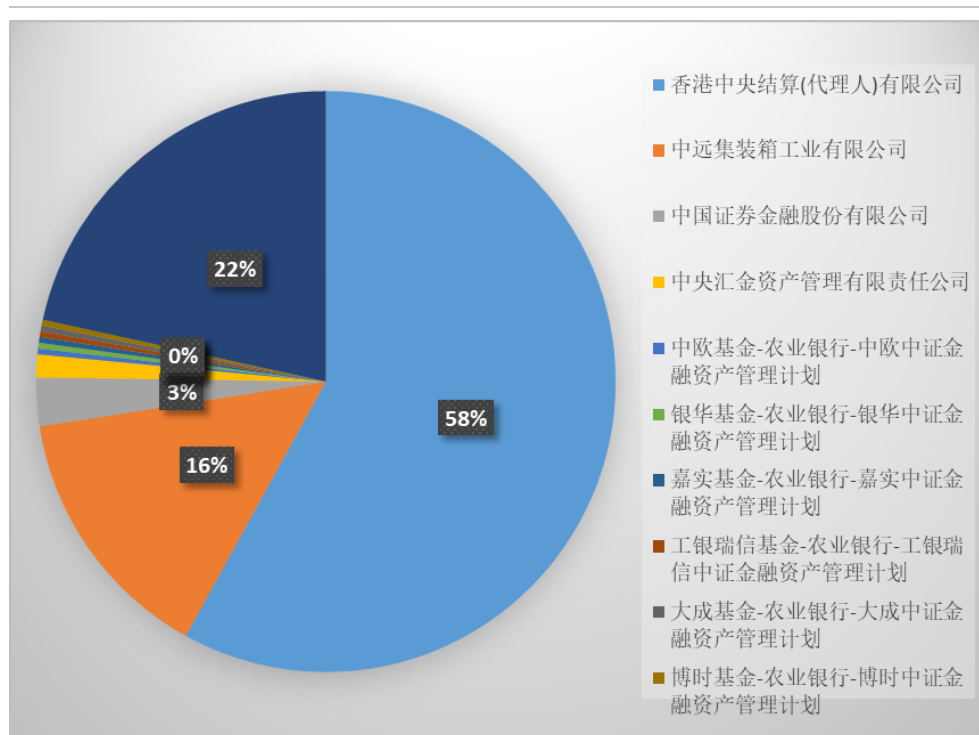
资料来源: Wind, 联讯证券



(四) 公司管理层及股权结构

中集集团是国有控股的公众上市公司。经过三十多年的发展，中集集团已经成为根植于中国本土、在全球多个行业具有领先地位的企业。公司的大股东为招商局投资有限公司、中远集装箱工业有限公司。招商局投资有限公司持股比例为 24.53%，中远集装箱有限公司持股为 29.76%。公司治理结构较为合理，持股均为央企，公司高管年龄普遍较高，整体学历水平偏高，大部分为本科及硕士学历。

图表8： 公司股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券

图表9： 公司高管持股情况

姓名	职务	任职状态	期末持股数 (股)	持股市值(元)
麦伯良	党委副书记，董事，总经理	现任	494,702	7,232,543
金建隆	党委委员，副总经理，董事	现任	210,000	3,070,200
刘学斌	党委副书记，董事长	现任	96,000	1,403,520
于亚	党委委员，副总经理	现任	100,000	1,462,000
总计			900,702	13,168,263

资料来源：公司2016年年报，联讯证券



二、集装箱受益航运周期复苏，业绩修复

（一）集装箱行业发展历程

我国集装箱的发展大致经历了三段历程：

1) 上世纪 70 年代中期，起步和培训阶段。1990 年全国港口集装箱吞吐量仅为 156 万 TEU，平均每年增长不到 10 万 TEU。

2) 90 年代后，我国集装箱运输进入快速成长期。随着我国改革开放步伐的加快，国际贸易领域和规模不断扩大，我集装箱港口进入了布局调整和快速发展阶段，2000 年集装箱吞吐量实现 2340 万 TEU，平均每年增长超过 200 万 TEU。2002 年，我国大陆港口集装箱吞吐量实现 3721 万 TEU，位居世界第一。

3) 2006 年后，我国集装箱进入成熟阶段。2006 年实现 9361 万 TEU，2007 年跨越一亿 TEU，中国港口集装箱吞吐量占全球 22%，高居世界第一，平均每年增长超过 1100 万 TEU。我国集装箱水路发展和港口结构布局更加合理，基本形成了以大连、天津、青岛、上海、宁波、苏州、门、深圳、广州等 9 大干线港为主，相应发展沿海支线和喂给港的集装箱港口运输规划布局系统。

图表10： 中集集团集装箱



资料来源：公司公告，联讯证券

（二）中集集团集装箱业务情况

集装箱业务具有很强的周期性，受全球航运景气度影响较大，集装箱业务又是公司最重要的主业、主要的利润来源，因此公司集装箱业务历史上出现过较大的波动。集装

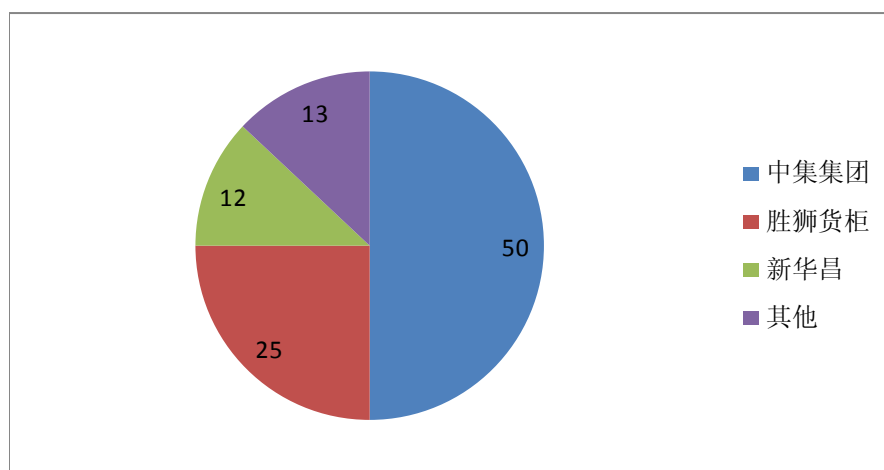


箱行业经过长期的发展，逐步形成了较稳定的市场格局，目前行业主要竞争对手有中集集团、胜狮货柜、新华昌等三大寡头，以及一些中小玩家。

集装箱总体市场规模大致是每年 250 万-300 万 TEU 不等。主要需求方包括两大类，一类是全球航运公司，另一类是租赁公司，这两大需求方经过长期市场竞争，目前市场集中度都非常高，总体市场竞争比较稳定。

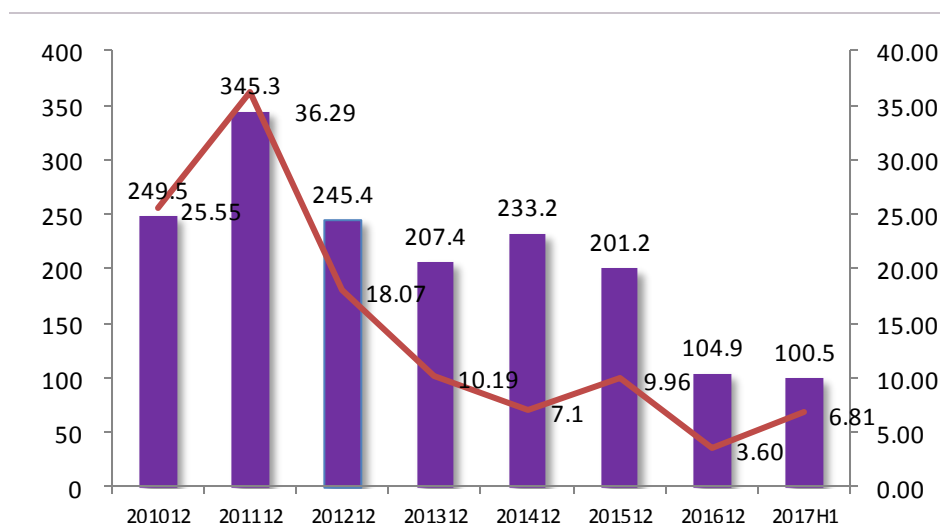
公司集装箱业务在 2009 年、2016 年均遭遇了罕见的低潮上一轮行业周期高峰大约在 2011 年，中集集团集装箱业务实现销量 166.76 万 TEU，营收 345 亿，净利润 36.29 亿，毛利率高达 19.31%，净利润高达 10.51%。随着全球航运持续低迷，公司集装箱业务迎来了长达五年的下行周期，2016 年集装箱业务仅销售 66.7 万 TEU，实现营收仅 104.86 亿，净利润仅 3.6 亿，仅相当于行业周期高峰的 10%，毛利率和净利率也下滑到 9.47%、3.43%。2017 年随着全球经济温和复苏，国际贸易恢复增长，集装箱业务迎来显著复苏。

图表11： 全球集装箱市场竞争格局



资料来源：公司公告，联讯证券

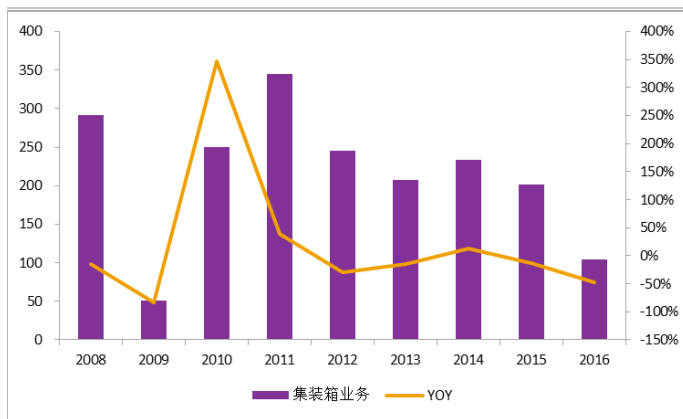
图表12： 中集集团集装箱业务营收和净利润



资料来源：公司公告，联讯证券

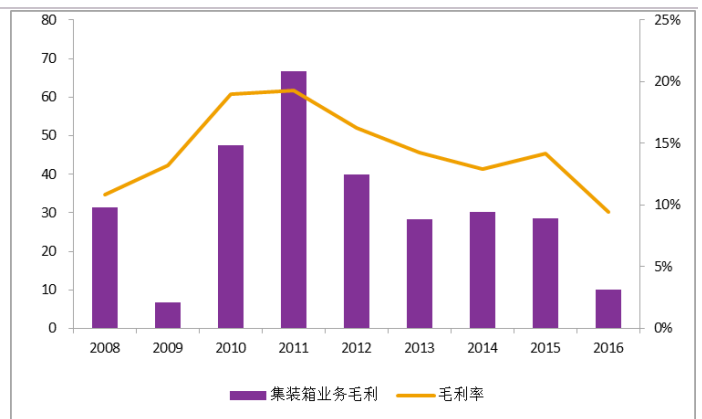


图表13: 集装箱营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表14: 集装箱毛利率变化情况 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

(三) 集装箱行业拐点已到, 进入复苏周期

经历 2011-2016 年五年低谷, 从 2017 年开始, 伴随全球航运市场进入景气周期, 集装箱行业迎来了显著的复苏。中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 从 632.36 上升到 877.33, 增长幅度达 38.74%。波罗的海干散货指数也 2016 年开始大幅反弹。

1、全球经济复苏带动航运周期回暖

全球经济回暖, 国际贸易复苏, 集装箱需求提振。欧美经济从 2016 年开始复苏, 新兴市场局部地区经济保持活跃。根据 IMF 预测, 2017 年全球经济增长速度将加快, 全球实际 GDP 增速将达到 2.7%, 同比增长 0.4 个百分点。全球经济回暖推动国际贸易走向复苏, 预计 2017 年全球贸易量增速将达到 4%, 同比增长 1.6 个百分点, 2018-2019 年全球贸易增速预计在 4-5% 之间。全球经济的复苏显著带动航运运力增速回暖, 带动集装箱新增和更新需求复苏。

图表15: 中国出口集装箱运价指数 CCFI



资料来源: Wind, 联讯证券

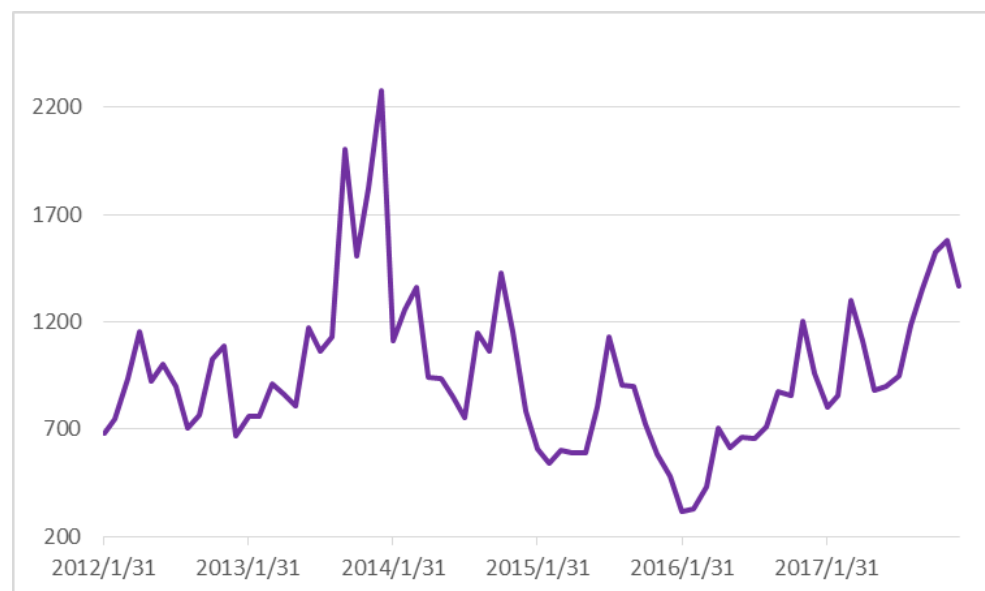


图表16: 上海出口集装箱运价指数 SCFI



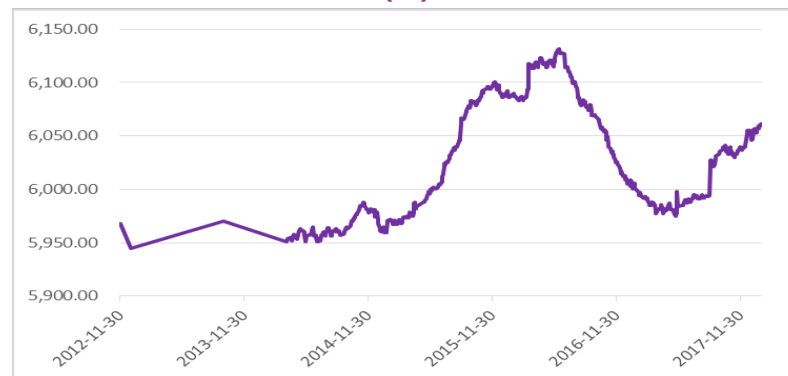
资料来源: Wind, 联讯证券

图表17: 波罗的海干散货指数 BDI



资料来源: Wind, 联讯证券

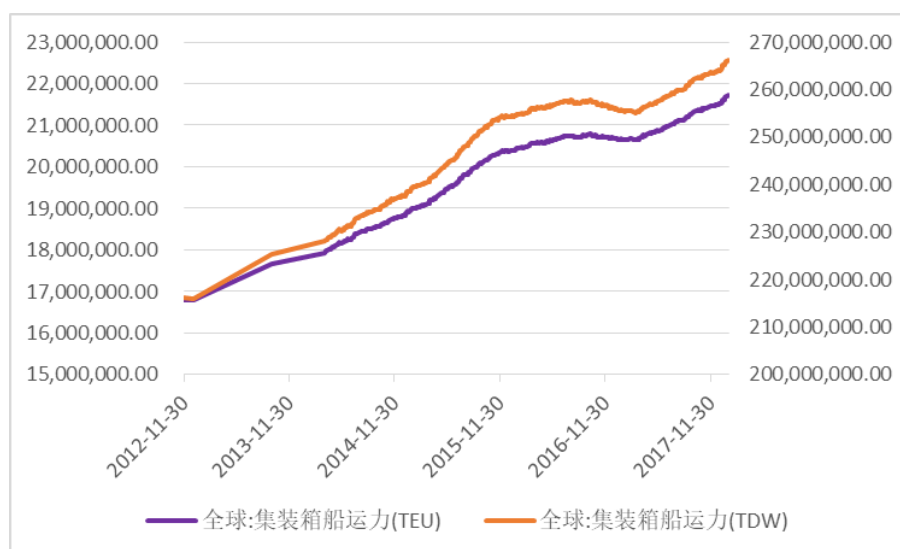
图表18: 全球:集装箱船运力(艘)



资料来源: 公司公告, 联讯证券



图表19: 全球:集装箱船运力(TU/TDW)

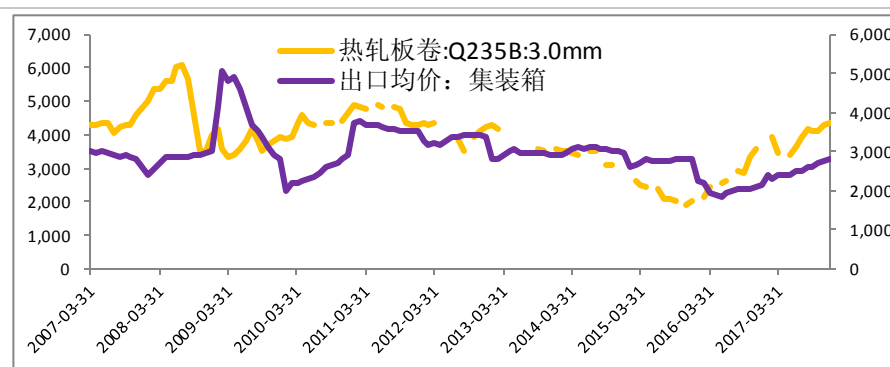


资料来源: 公司公告, 联讯证券

2、钢价上涨带动集装箱涨价, 集装箱毛利率上行

2016 年开始, 由于供给侧改革, 钢价出现较大幅度上涨, 集装箱作为钢材成本占主要的金属制品加工行业, 对钢价较为敏感, 钢价上涨必然带动集装箱价格上涨。集装箱价格从 2016 年谷底的 1500 美元已经涨到 2200 美元/箱, 带动集装箱业务毛利率显著回升。2017H1, 中集集团集装箱业务毛利率回升到 17.32%, 对比 2016 年年报 9.47% 提高了近 8 个点。我们认为在钢价上涨的周期, 集装箱也会随之提价, 从而实现毛利率上行, 集装箱业务形成量价齐增, 业绩弹性巨大。

图表20: 钢价与集装箱出口均价相关性



资料来源: Wind, 联讯证券

三、道路车辆业务增长迅速, 有望再造一个世界龙头

公司道路车辆业务包括集装箱骨架车、平板车、栏板车、罐式车、自卸车、冷藏保温车、普通厢式车、侧帘车、搅拌车、泵车、轿运车、消防车、垃圾处理车等。年产能力超过 20 万台, 位居世界领导地位。2016 年道路车辆销量达 12 万辆, 全球市场份额约 11%, 排名世界第一。中集集团目前已经建立起辐射北美、泰国及中国华中、华东、华



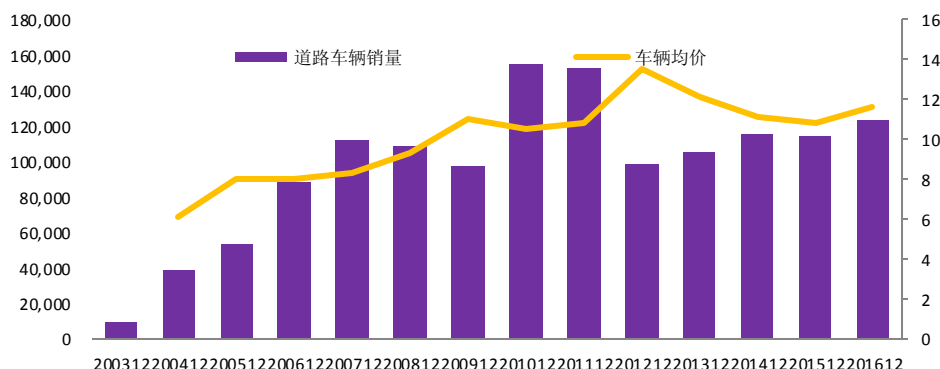
南、华北、西北、东北等区域的 22 个生产基地和 24 个销售服务公司，还有超过 400 家的服务站，形成中美互动、中欧互动，分布合理、互为支持的产业格局，产品畅销美国和日本等主流市场。道路车辆已经成为公司第二大业务板块，收入一直稳步向上。2016 年实现营业收入 142 亿元，同比增长 15.46%。2017 年道路车辆板块实现营收 94.56 亿，同比增长 38.9%。

图表21： 中集集团道路车辆产品图



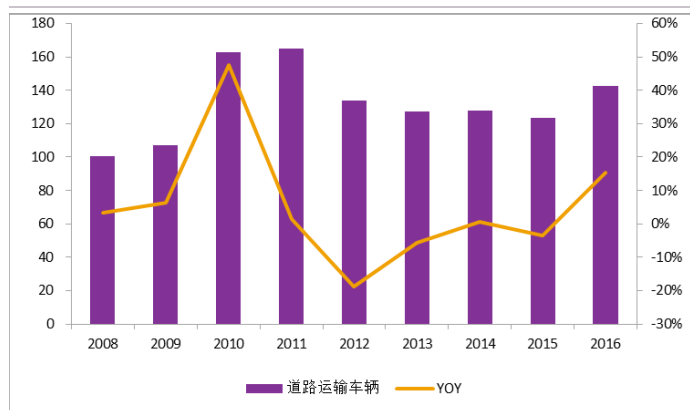
资料来源: Wind, 联讯证券

图表22： 中集集团道路车辆销量与均价



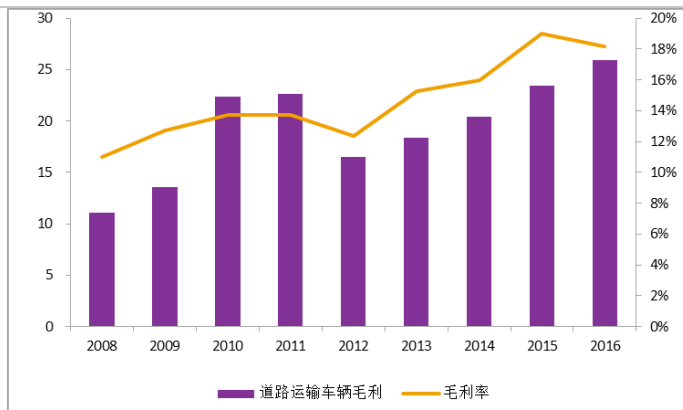
资料来源: Wind, 联讯证券

图表23： 道路运输车辆业务收入变化情况（单位：亿元）



资料来源: Wind, 联讯证券

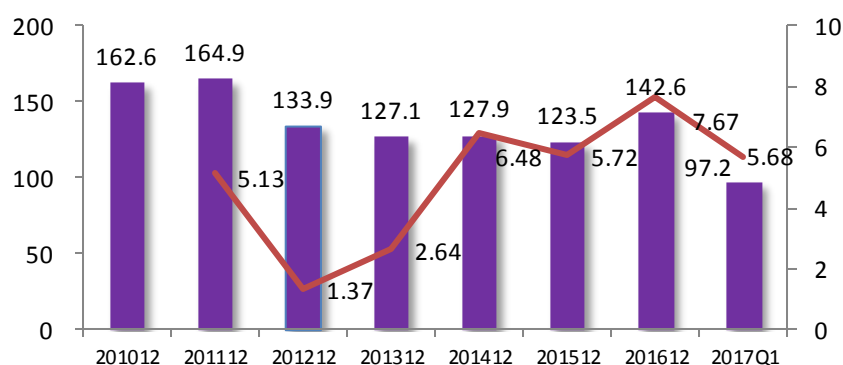
图表24： 道路运输车辆毛利率变化情况（单位：亿元）



资料来源: Wind, 联讯证券



图表25： 中集集团道路车辆营收、净利润情况



资料来源: Wind, 联讯证券

2017 年下半年，美国半挂车市场周期性需求回落，欧洲经济仍保持复苏态势，新兴市场市场经济碎片化明显而局部区域市场需求活跃。中国市场延续经济稳中向好的态势，与此同时，对道路交通中严重超速、超员、超限超载治理的推进、整治生产一致性、黄标换绿标、城市环境治理、车辆排放标准的提升等政策性措施的实施，将加快国内产业转型升级和产品更新换代的步伐。

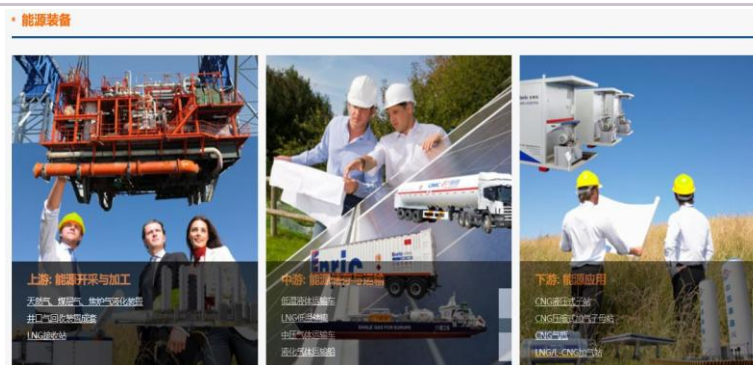
我们认为，受益于国内周期复苏需求回暖，治超政策的严格执行，以及欧美经济复苏等海外需求带动，中集车辆业务强势复苏，中长期受益市场集中度提升，有望再造一个全球龙头。未来几年仍有望保持 20%以上高速增长。

四、能源化工装备受益天然气需求旺盛有望迎来大年

中集集团能源装备板块主体是集团下属的控股子公司中集安瑞科（持股比例为 70.71%），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。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。

中集安瑞科覆盖了天然气全产业链，设备覆盖天然气上游开采加工、中游储存运输、下游加压、应用等所有环节，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。

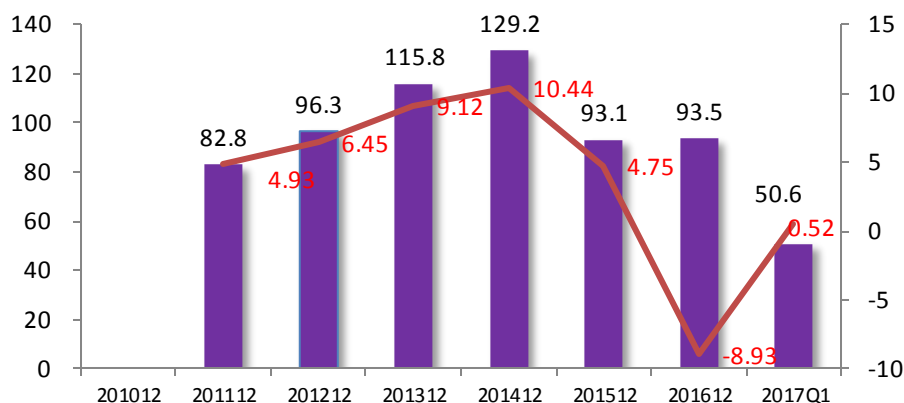
图表26： 中集集团能源化工装备产品



资料来源: 公司官网, 联讯证券

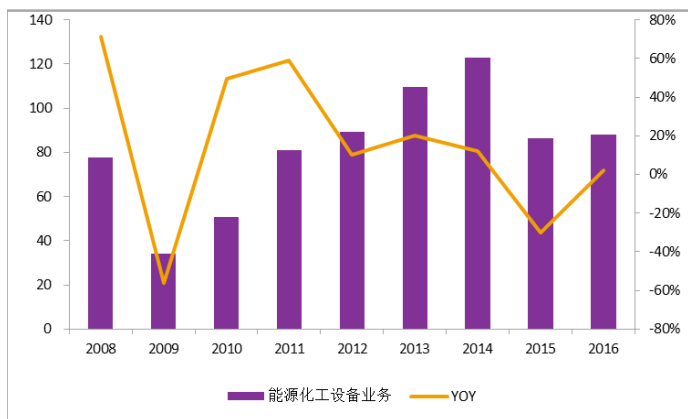


图表27： 中集集团能源化工装备营收、净利润情况



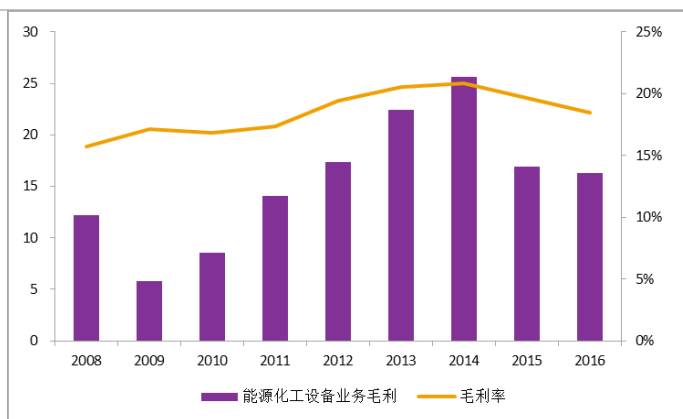
资料来源: Wind, 联讯证券

图表28： 能源化工设备收入变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表29： 能源化工设备毛利率变化情况 (单位: 亿元)



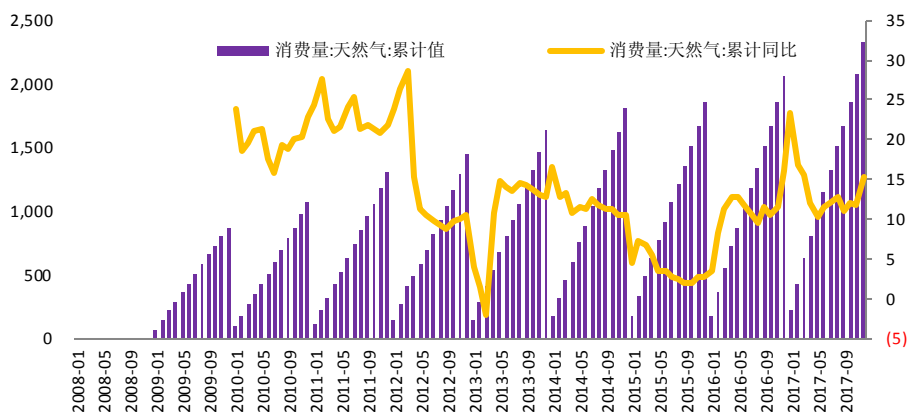
资料来源: Wind, 联讯证券

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（2016 年约 6%），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。受益天然气等清洁能源大规模推广应用，国内天然气产业链迎来重大发展机遇。发改委公布我国 2017 年天然气消费量 2373 亿立方，同比增长 15.3%。

2018 年国家制定了打赢蓝天保卫战三年作战计划，重点治理区域是京津冀及周边、长三角、汾渭平原，将加快产业结构、能源结构和运输结构调整，狠抓秋冬季重污染天气应对。煤改气实施以来，2017 年全国共完成煤改气、煤改电 578 万户，其中仅京津冀及周边地区 28 个城市就完成 394 万户。2018 年北方地区清洁能源改造工作预计将完成煤改气、煤改电 400 万户，加快淘汰 10 蒸吨及以下燃煤小锅炉，全面启动城市建成区 35 蒸吨及以下燃煤锅炉淘汰工作。我们认为煤改气作为治污防污染的重要举措，政策上仍然会继续持续推进，带动天然气消费量继续高速增长，中集安瑞科作为天然气设备全产业链参与者，在国内天然气设备领域市占率极高（大部分领域市占率都在 40-50%以上），有望充分受益天然气产业高景气度。



图表30： 中国天然气消费量（亿立方米）



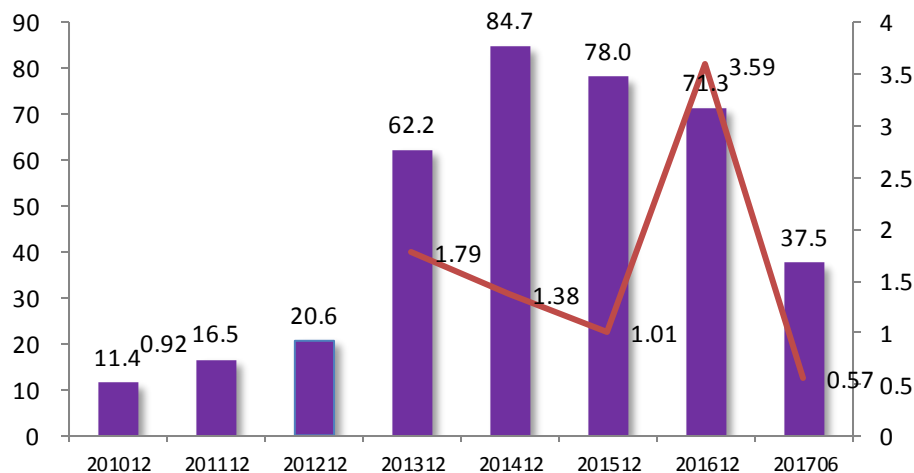
资料来源: Wind, 联讯证券

五、第三产业稳定盈利，有效支撑公司基本业绩

公司在物流装备领域的基础上，拓展了基于物流为核心的第三产业，经过多年发展已经形成较大规模，目前中集集团以金融、地产、物流为三家马车的第三产业板块已经成为中集集团稳定赢利点，有效支撑公司业绩。尤其是以融资租赁为核心的金融业务，近年来表现稳健增长，盈利能力很强，已经成为中集集团重要赢利点。

中集集团金融板块经营主体为中集融资租赁公司和中集财务公司。2017 年 H1，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%。中集租赁注册资本金仅为人民币 4.41 亿元，2017 年中集集团公布定增预案，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）、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。本次定增做完后，中集融资租赁业务资本金极大增强，有助于进一步拓展融资租赁业务，实现公司设备与金融结合的战略目标。

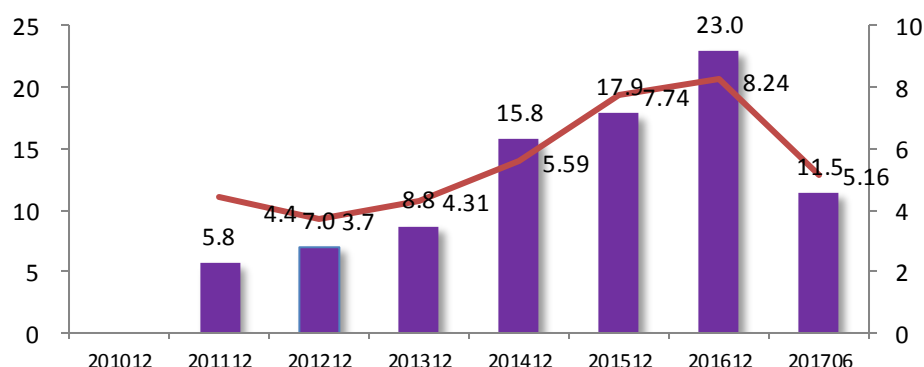
图表31： 中集集团物流业务营业收入和净利润情况（亿）



资料来源: Wind, 联讯证券

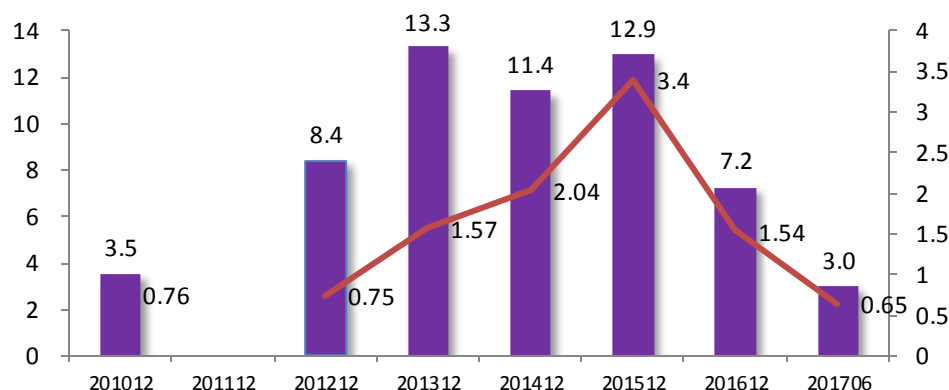


图表32： 中集集团金融业务营业收入和净利润情况（亿）



资料来源: Wind, 联讯证券

图表33： 中集集团地产业务营业收入和净利润情况（亿）



资料来源: Wind, 联讯证券

六、海工装备、重卡等新型业务仍处于亏损状态

公司新型业务主要包括空港设备、海工设备、重卡等业务，目前基本仍处于重点培育阶段，过去几年，海工和重卡业务都是集团公司亏损大户。

中集集团海工装备业务主体是烟台中集来福士海洋工程有限公司。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。由于油价始终在海油开采成本以下徘徊，因此短期海洋工程业务仍然看不到复苏迹象，预计海工装备业务仍将继续成为亏损大户。2017 年 H1 中集集团海工业务营收 12.14 亿，净利润实现亏损-5.5 亿。

中集集团重卡业务主体是中集控股成员企业集瑞联合重工有限公司（简称：联合卡车）位于安徽省芜湖市三山经济开发区，是集研发、生产、销售、服务和零部件生产一体化的大型重型卡车企业。联合卡车拥有国内一流的冲焊、涂装、车架、总装、调试五大生产线，主要生产设备、检测试验设备均达到了国内先进水平，主要重卡车型包括牵引车、搅拌车、自卸车、粉罐车和 LNG 车等。近年来，凭借出色的产品品质及安全、舒适、节油的品牌形象，联合卡车多次在中国市场获得殊荣（2013、2014 年中国国际卡车



节油大赛冠军、2015 年度中国年度牵引车、年度节油牵引车)，备受客户的赞誉。中集集团重卡仍处于培植阶段，营收对比同行仍然较小，短期仍处于亏损。2017H1 重卡板块营收 12.83 亿，实现净利润-4.28 亿。

中集集团空港装备、消防装备等业务也都是国内相关行业市场领跑者。2017 年 H1，中集集团空港板块实现营收 11.81 亿，净利润微亏 400 万。

七、土地价值重估提升中集集团内在价值

中集集团在全国各地都有较大的港口码头土地资源，其中，深圳前海(52.4 万平方米)、深圳太子湾(6.4 万平方米)、深圳坪山(82.0 万平方米)、上海宝山(17.8 万平方米)等核心地块土地资源已经开启工转商规划，具有巨大的商用价值和土地开发潜力，有望带来较大的土地升值。除此之外，中集集团在东莞(3000 亩)、广东阳江(1300 亩)、青岛(550 亩)、天津、扬州、镇江等多地均有大量土地储备，正在或有望转为商业开发用地。

前海地块整备达成框架协议，“工转商”进程迈出重要一步。2017 年 10 月 9 日，中集集团子公司南方中集与深圳规土委、深前海管理局经协商后，就位于深圳前海的三块土地问题签署了《土地整备框架协议书》。新规划条件下的土地增值由前海管理局、南方中集分享，土地增值收益在扣除政策性刚性支出外，按照前海管理局 60%，南方中集 40% 比例共享。此举标志着公司前海的“工转商”迈出重要一步，推动公司潜在的土地资产价值收益释放。

2017 年 7 月 18 日，公司通过全资子公司中集申发持有中集产城 82% 股权拟以增资扩股的方式引入战略投资者碧桂园地产集团有限公司。增资完成后，中集申发、碧桂园地产、东方天宇分别持有中集产城 61.5%、25%、7.5% 的股权。通过引入战略投资者国内地产开发巨头碧桂园，公司巨额土地资产价值有望获得重估，预计对公司资产产生重大增值。

图表34： 中集集团深圳上海土地工转商价值测算

地区	面积	建筑面积	单价(万)	总价值(亿)	分成比例	中集权益(亿)
深圳太子湾	6.4 万平方	20 万平方	3.5	70	40%	28
深圳前海	52 万平方	156 万平方	4	624	40%	250
上海宝山	18 万平方	53 万平方	4	210	40%	84
深圳坪山	80 万平方	240 万平方	3	720	40%	288
						650

资料来源：联讯证券研究院

八、盈利预测与估值

集装箱：基于航运进入景气周期，假设 2017-19 年集运运力增速分别为 4%/4.8%/5%，下游复苏将驱动干货箱新增率和更新率均相应增加，预计 2017-19 年干货箱更新率分别为 4%/4.5%/4.5%。假设中集集团市占率不变，根据测算，2017-19 年全行业干货箱销量可达到 234/278/293 万 TEU，且箱价提升使 2017-2019 年中集集团干货箱收入增速为 131%/24%/8%，毛利率随着集装箱价格趋势维持稳中有升。



道路车辆：随着国内治超载继续补需求，以及公司车辆业务在美国和欧洲的持续拓展，预计未来3年增速依次为30%、20%、15%。

能源化工装备：随着“煤改气”政策不断加码、天然气“十三五”规划预计到2020年将天然气占能源消费占比由当前5%提升至10%，我们认为国内天然气消费将进入高速增长（2016-2020年天然气消费量CAGR约17%），带动LNG产业链装备需求增长。预计2017-19年中集安瑞科LNG装备收入增速将达到17%/20%/18%。

金融地产物流等三大第三产业总体上保持稳健增长，我们预计金融板块增速预计会随着定增资金到位因资本金充足而加速，预计17-19年增速为10%，10%，10%。地产物流维持稳健增长（5%）。

图表35：全球集装箱需求测算

时间	2016	2017E	2018E	2019E
集装箱运力（万TEU）	2069	2152	2255	2368
运力增速	1.57%	4%	4.80%	5%
新增需求（万TEU）	32	83	103	113
集装箱保有量（万TEU）	3700	3783	3886	4000
更新率	3	4	4.5	4.5
更新需求（万TEU）	111	151	175	180
全球总需求量（万TEU）	143	234	278	293
单价（美元/TEU）	1700	2100	2200	2250
营收增速		131%	24%	8%

资料来源：联讯证券研究院

预计公司2017—2019年归母净利润分别为26.22亿元、34.26亿元和37.46亿元，EPS分别为0.88元、1.15元、1.26元，对应的P/E分别为20.9X、16.0X、14.63X。首次覆盖，给予买入评级，目标价27元，约2018年23倍PE，2.3倍PB。

图表36：中集集团可比公司估值情况

公司代码	上市公司	总市值 (亿)	EPS (元)			PE			行业
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	
000039.SZ	中集集团	534.58	0.88	1.16	1.39	20.81	15.83	13.16	综合
2039.HK	中集集团	534.58	0.88	1.14	1.36	16.32	12.67	10.59	综合
0716.HK	胜狮货柜	35.77	0.02	0.03	0.04	79.69	51.69	40.91	集装箱
000951.SZ	中国重汽	108.78	1.35	1.46	1.62	12.43	11.43	10.32	道路车辆、重卡
000338.SZ	潍柴动力	646.10	0.78	0.82	0.87	11.07	10.51	9.94	柴油发动机
3899.HK	中集安瑞科	134.64	0.21	0.40	0.48	34.44	17.67	14.94	能源化工装备
300471.SZ	厚普股份	30.58	0.48	0.73	0.94	17.09	11.32	8.79	天然气装备
300228.SZ	富瑞特装	44.17	0.24	0.46	0.71	39.41	20.22	13.08	LNG储罐
002111.SZ	威海广泰	43.60	0.55	0.73	0.92	21.10	15.97	12.62	空港、消防设备
000415.SZ	渤海金控	361.18	0.45	0.59	0.77	12.87	9.95	7.63	金融租赁



公司代码	上市公司	总市值 (亿)	EPS (元)			PE			行业
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	
000002.SZ	万科 A	3,575.04	2.40	3.01	3.69	14.90	11.89	9.70	地产
002352.SZ	顺丰控股	2,027.15	1.05	1.17	1.38	44.53	39.79	33.79	物流

资料来源: wind、联讯证券 (盈利预测采用 wind 一致预期)

九、风险提示

(1) 全球贸易复苏证伪

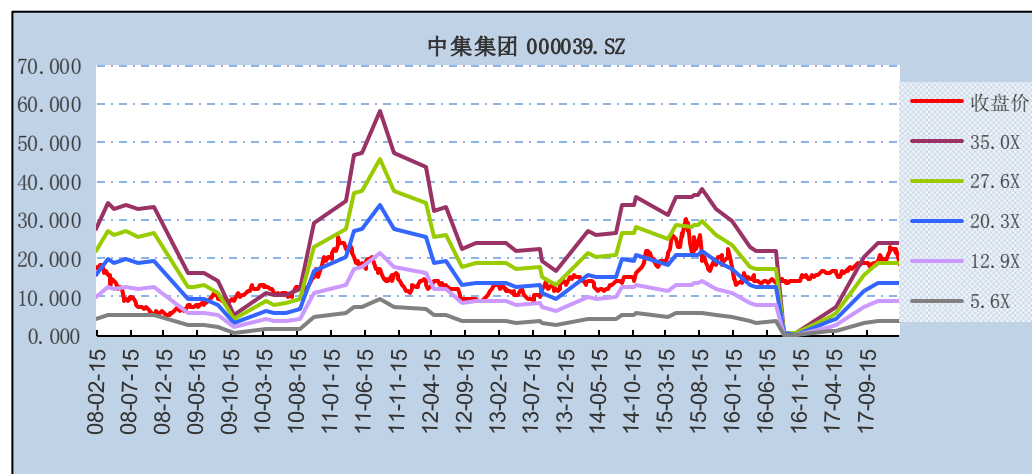
集装箱主业受全球经济周期影响很大,如果全球贸易复苏证伪,集装箱业务可能又重新下滑。同样道路车辆欧美市场拓展也会受到影响。

(2) 油价继续下行,天然气应用景气度下行



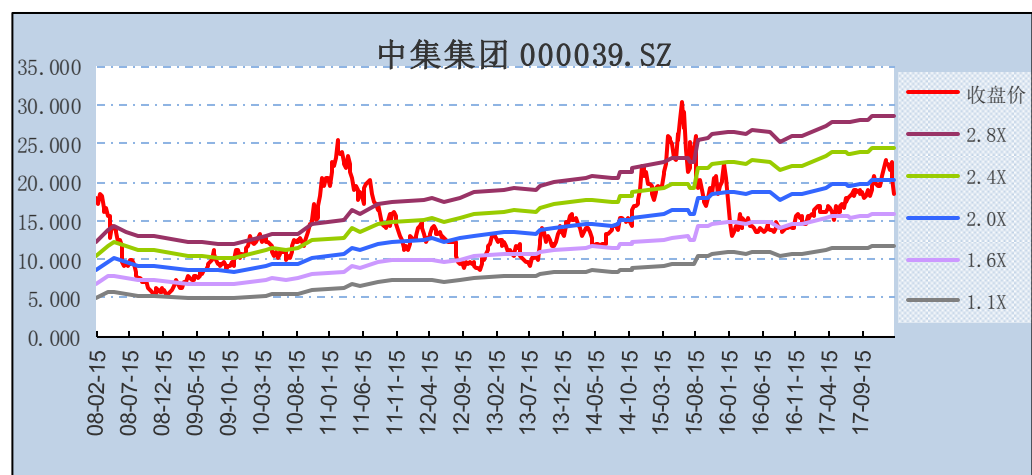
附录 1: PE/PB-Band

图表37: 中集集团 PE-Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表38: 中集集团 PB-Band



资料来源:Wind, 联讯证券



附录 2：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	53,352	59,754	63,937	69,052	经营活动现金流	2,342	3,512	4,215	4,636
货币资金	6,326	8,373	8,801	12,537	净利润	735	3,190	4,159	4,648
应收账款	11,526	12,909	13,813	14,503	折旧摊销	2,192	2,411	2,532	2,658
其它应收款	9,348	10,283	11,002	11,553	财务费用	719	1,279	1,466	1,624
预付账款	2,166	2,426	2,596	2,725	投资损失	-234	-246	-295	-354
存货	17,410	19,499	20,864	21,907	营运资金变动	9,494	2,702	1,685	2,493
非流动资产	71,263	76,964	81,582	85,661	投资活动现金流	-6,855	-8,226	-9,871	-7,897
长期股权投资	2,162	2,270	2,384	2,503	资本支出	7,240	9,050	10,407	11,448
固定资产	22,037	23,139	24,296	25,511	长期投资	2,162	2,270	2,384	2,503
其他	42,408	46,667	49,770	52,258	筹资活动现金流	7,511	6,760	6,084	6,997
资产总计	124,615	136,718	145,519	154,713	短期借款	15,730	18,089	15,919	17,510
流动负债	46,249	49,949	52,447	55,069	其他	-35,242	-40,514	-40,479	-42,690
短期借款	15,730	18,089	15,919	17,510	现金净增加额	2,998	2,047	428	3,736
应付账款	10,161	11,685	13,087	14,658	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
其他	20,358	20,175	23,441	22,901	成长能力				
非流动负债	39,231	43,154	46,606	49,402	营业收入	-12.91%	39.06%	14.59%	10.77%
其他	12,208	13,969	15,962	17,226	营业利润	-72.81%	395.93%	27.54%	9.62%
负债合计	85,480	93,103	99,053	104,471	归母公司净利润	-72.66%	385.80%	30.70%	9.33%
少数股东权益	9,849	11,129	12,020	12,741	获利能力				
归母公司股东权益	29,286	32,486	34,446	37,501	毛利率	18.84%	18.62%	19.01%	18.84%
负债和股东权益	124,615	136,718	145,519	154,713	净利率	1.06%	3.69%	4.21%	4.15%
利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	1.97%	7.71%	9.23%	9.61%
营业收入	51,112	71,076	81,443	90,212	ROIC	0.99%	3.82%	4.60%	4.91%
营业成本	41,482	57,840	65,963	73,215	偿债能力				
营业税金及附加	503	640	652	722	资产负债率	68.60%	68.10%	68.07%	67.53%
销售费用	2,157	2,701	3,095	3,428	流动比率	1.15	1.20	1.22	1.25
管理费用	4,209	4,975	5,701	6,315	速动比率	0.78	0.81	0.82	0.86
财务费用	719	1,279	1,466	1,624	营运能力				
资产减值损失	2,090	462	407	361	总资产周转率	0.44	0.54	0.58	0.60
投资净收益	234	578	660	732	应收帐款周转率	4.61	5.82	6.10	6.37
营业利润	801	3,970	5,063	5,551	应付帐款周转率	4.35	5.30	5.33	5.28
营业外收入	1,213	606	673	774	每股指标(元)				
营业外支出	311	249	274	233	每股收益	0.14	0.88	1.15	1.26
利润总额	1,702	4,327	5,463	6,092	每股经营现金	0.79	1.18	1.41	1.55
所得税	967	1,137	1,303	1,443	每股净资产	9.83	10.88	11.54	12.57
净利润	735	3,190	4,159	4,648	估值比率				
少数股东损益	195	569	733	902	P/E	131.14	20.90	15.99	14.63
归属母公司净利润	540	2,622	3,426	3,746	P/B	1.87	1.69	1.59	1.46
EBITDA	4,852	6,381	7,595	8,209	EV/EBITDA	27.58	21.87	19.10	17.87

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 21 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	18964671533	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com