

2018年09月01日

公司研究●证券研究报告

中集集团 (000039.SZ)

公司快报

营收增势良好，集装箱毛利率下滑拖累利润表现

投资要点

- ◆ **营收实现较快增长，集装箱毛利率下滑明显拖累利润表现：**公司上半年实现营业收入 436 亿元，同比增长 30.47%；实现利润总额 18.30 亿元，同比增长 16.09%。分业务看，集装箱延续回暖态势，公司普通干货集装箱累计销售 80.69 万 TEU，同比增长 50.63%；冷藏集装箱累计销售 7.66 万 TEU，同比增长 118.23%；集装箱业务实现营业收入 160.94 亿元，同比增长 60.16%；实现利润 2.14 亿元，同比下滑 68.64%。由于水性漆集装箱成本高而钢材价格上涨，集装箱业务毛利率下滑 8.84pct。据胜狮货柜 (0716.HK) 财报，今年以来，二十英寸干式集装箱平均售价由 1902 美元上升至 2203 美元，而由于市场竞争，材料成本的增加未能完全转嫁给客户，造成集装箱营收快速增长的同时，毛利率和净利率下滑明显。

- ◆ **道路运输车辆与能化装备保持较快增长并贡献主要利润：**公司上半年运输车辆业务实现营业收入 115 亿元，同比增长 18.62%；毛利率 15.42%，同比下滑 2.76pct；实现净利润 6.26 亿元，同比上升 10.24%。从公司主要市场看，美国经济环境整体向好，海运骨架车更替市场需求持续旺盛，欧洲经济仍保持复苏态势。公司能化装备业务实现营业收入 61.9 亿元，同比增长 22.23%；毛利率 17.90%，同比微升 0.73pct；实现净利润 2.99 亿元，同比去年同期 5226 万元净利润大幅上升。国内不断出台政策鼓励发展罐箱多式联运，有助于加强罐式集装箱在中国物流行业的渗透率。国内上半年固定资产投资增速呈现下滑态势，但下半年以来，项目审批已明显加速。从维持稳定经济增长出发，下半年固定资产投资增速将大概率止跌回升，基建投资有望重回两位数的增长。交通和油气能源是基建补短板的重要领域，公司道路运输车辆、

机械 | 起重运输设备 III

投资评级

买入-A(维持)

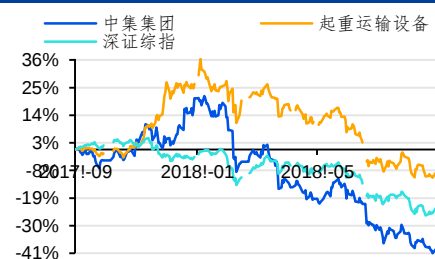
股价(2018-08-31)

11.19 元

交易数据

总市值 (百万元)	33,401.69
流通市值 (百万元)	14,187.61
总股本 (百万股)	2,984.96
流通股本 (百万股)	1,267.88
12 个月价格区间	10.87/23.36 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.8	-10.34	-14.07
绝对收益	-8.73	-28.23	-39.47

分析师

范益民

SAC 执业证书编号: S0910518060001

fanyimin@huajinsc.cn

021-20377169

相关报告

 中集集团：坚实的价值，清晰的成长
 2018-06-15

 中集集团：价值显著被低估，能化与产城业务存弹性
 2018-03-29

 中集集团：三季报超预期，上调盈利预测
 2017-10-31

 中集集团：周期板块表现靓丽，成长板块蓄势可期
 2017-09-11

 中集集团：收购南通太平洋，构筑完整 LNG 产业链
 2017-07-07

能化装备、重卡等业务有望持续受益。

◆ **海工业务正迈过最困难时期：**公司上半年海洋工程业务营收 7.88 亿元，亏损同比

扩大至 7.06 亿元，主要由于公司海工装备新接订单尚未进入建造期及手持订单延

期交付。目前中集来福士具有完全自主知识产权的生活平台 CR600 完成巴油检测

并执行巴油租约，新接 FPSO 订单于今年 3 月底正式开工，今年 2 月挪威 Nordlaks

深水养殖船 1.06 亿美元订单生效；截止上半年末，中集来福士持有生效合同价值

1.31 亿美元。目前公司正积极推进业务转型和布局，推进去库存、调结构、管理升

级的三项关键举措。主流机构预测国际油价将维持在 60-80 美元区间，全球海洋工

程装备运营市场延续温和复苏态势，装备利用率进一步提升，公司海工业务正逐渐

迈过最困难时期。

◆ **投资建议：**考虑到集装箱业务全年毛利率依然承压，我们调整了盈利预测模型并微调了收入与净利润预测。我们预测，公司 2018-2020 年营业收入分别为 912 亿元、1086 亿元、1279 亿元；归母净利润分别为 29.29 亿元、36.37 亿元、48.69 亿元；按当前股价及盈利预测，2018 年 PE 为 11 倍，维持“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧导致公司盈利能力下降；中美贸易摩擦愈演愈烈至全球经贸活动减少风险；政治经济环境变化境外投资风险；原材料成本增加传导至下游不畅致盈利能力变弱风险等。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	51,111.7	76,299.9	91,248.3	108,626.7	127,948.6
同比增长(%)	-12.9%	49.3%	19.6%	19.0%	17.8%
营业利润(百万元)	800.5	4,171.7	4,560.7	5,759.5	7,989.0
同比增长(%)	-72.8%	421.1%	9.3%	26.3%	38.7%
净利润(百万元)	539.7	2,509.2	2,929.4	3,637.0	4,868.6
同比增长(%)	-72.7%	365.0%	16.7%	24.2%	33.9%
每股收益(元)	0.18	0.84	0.98	1.22	1.63
PE	61.9	13.3	11.4	9.2	6.9
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	51,111.7	76,299.9	91,248.3	108,626.7	127,948.6	年增长率					
减:营业成本	41,482.0	62,292.7	76,982.0	90,826.2	106,089.6	营业收入增长率	-12.9%	49.3%	19.6%	19.0%	17.8%
营业税费	503.1	516.7	638.7	760.4	895.6	营业利润增长率	-72.8%	421.1%	9.3%	26.3%	38.7%
销售费用	2,157.0	2,926.7	2,919.9	3,801.9	4,478.2	净利润增长率	-72.7%	365.0%	16.7%	24.2%	33.9%
管理费用	4,208.6	5,482.1	5,201.2	6,517.6	7,676.9	EBITDA 增长率	-33.3%	99.5%	16.2%	20.5%	25.1%
财务费用	719.1	1,446.3	1,087.8	1,161.0	1,119.3	EBIT 增长率	-57.5%	231.1%	12.3%	22.5%	31.6%
资产减值损失	2,089.6	671.3	300.0	300.0	200.0	NOPLAT 增长率	-74.1%	513.3%	5.3%	22.5%	31.6%
加:公允价值变动收益	613.9	111.3	-57.9	-	-	投资资本增长率	12.3%	2.7%	2.7%	9.2%	-1.9%
投资和汇兑收益	234.4	510.4	500.0	500.0	500.0	净资产增长率	10.3%	10.5%	1.2%	7.9%	10.1%
营业利润	800.5	4,171.7	4,560.7	5,759.5	7,989.0	盈利能力					
加:营业外净收支	901.5	237.6	300.0	300.0	300.0	毛利率	18.8%	18.4%	15.6%	16.4%	17.1%
利润总额	1,702.1	4,409.2	4,860.7	6,059.5	8,289.0	营业利润率	1.6%	5.5%	5.0%	5.3%	6.2%
减:所得税	967.1	1,250.8	1,215.2	1,514.9	2,072.2	净利润率	1.1%	3.3%	3.2%	3.3%	3.8%
净利润	539.7	2,509.2	2,929.4	3,637.0	4,868.6	EBITDA/营业收入	7.0%	9.4%	9.1%	9.2%	9.8%
						EBIT/营业收入	3.0%	6.6%	6.2%	6.4%	7.1%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	68.6%	66.9%	68.7%	68.9%	67.3%
货币资金	6,326.0	5,596.3	7,299.9	8,690.1	10,235.9	负债权益比	218.4%	202.1%	219.0%	221.8%	205.8%
交易性金融资产	141.2	194.9	140.0	140.0	140.0	流动比率	1.15	1.15	1.18	1.26	1.33
应收帐款	20,874.0	24,656.5	28,571.7	35,521.4	39,543.8	速动比率	0.78	0.77	0.78	0.83	0.88
应收票据	1,536.2	1,376.9	1,664.7	2,219.3	2,200.6	利息保障倍数	2.11	3.48	5.19	5.96	8.14
预付帐款	2,166.0	2,147.7	2,984.4	3,187.9	3,953.2	营运能力					
存货	17,409.5	19,258.3	23,509.5	28,451.9	31,364.2	固定资产周转天数	155	106	100	96	87
其他流动资产	4,899.2	5,771.4	5,335.3	5,553.3	5,444.3	流动营业资本周转天数	100	78	73	81	81
可供出售金融资产	442.7	441.6	440.0	440.0	440.0	流动资产周转天数	341	265	253	254	249
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	123	107	105	106	106
长期股权投资	2,162.2	2,398.5	2,498.5	2,598.5	2,698.5	存货周转天数	119	87	84	86	84
投资性房地产	1,752.6	1,679.2	1,679.2	1,679.2	1,679.2	总资产周转天数	815	602	533	483	437
固定资产	22,037.3	22,941.0	27,770.2	30,383.3	31,416.6	投资资本周转天数	437	314	270	240	211
在建工程	22,769.2	22,194.6	16,236.2	12,065.3	9,145.7	费用率					
无形资产	4,654.8	4,711.2	4,420.2	4,125.7	3,827.5	销售费用率	4.2%	3.8%	3.2%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	17,444.0	17,236.3	17,019.2	16,870.4	16,789.3	管理费用率	8.2%	7.2%	5.7%	6.0%	6.0%
资产总额	124,614.7	130,604.4	139,569.0	151,926.5	158,878.7	财务费用率	1.4%	1.9%	1.2%	1.1%	0.9%
短期债务	15,729.8	15,317.3	17,288.6	20,132.9	16,951.4	三费/营业收入	13.9%	12.9%	10.1%	10.6%	10.4%
应付帐款	15,315.0	19,070.9	23,696.9	26,600.8	32,243.7	投资回报率					
应付票据	1,551.6	1,785.5	2,063.6	2,639.8	2,759.4	ROE	1.8%	7.7%	9.1%	10.4%	12.7%
其他流动负债	13,652.8	15,248.1	15,761.2	16,936.8	18,023.0	ROA	0.6%	2.4%	2.6%	3.0%	3.9%
长期借款	27,023.2	24,140.2	25,000.0	26,404.0	25,000.0	ROIC	1.1%	6.1%	6.3%	7.5%	9.0%
其他非流动负债	12,207.5	11,805.0	12,006.3	12,006.3	11,939.2	分红指标					
负债总额	85,480.0	87,366.9	95,816.6	104,720.6	106,916.7	DPS(元)	0.06	0.27	0.29	0.37	0.49
少数股东权益	9,848.8	10,776.5	11,492.6	12,400.3	13,748.4	分红比率	33.1%	32.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	2,978.6	2,982.9	2,985.0	2,985.0	2,985.0	股息收益率	0.5%	2.4%	2.6%	3.3%	4.4%
留存收益	23,901.0	27,225.7	29,274.7	31,820.6	35,228.6						
股东权益	39,134.8	43,237.4	43,752.3	47,205.9	51,962.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	735.0	3,158.4	2,929.4	3,637.0	4,868.6	EPS(元)	0.18	0.84	0.98	1.22	1.63
加:折旧和摊销	2,191.8	2,343.3	2,670.2	3,102.3	3,434.5	BVPS(元)	9.81	10.87	10.81	11.66	12.80
资产减值准备	2,089.6	671.3	-	-	-	PE(X)	61.9	13.3	11.4	9.2	6.9
公允价值变动损失	-613.9	-111.3	-57.9	-	-	PB(X)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
财务费用	1,798.0	1,666.5	1,087.8	1,161.0	1,119.3	P/FCF	23.7	-15.4	8.9	20.6	20.5
投资损失	-234.4	-510.4	-500.0	-500.0	-500.0	P/S	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	195.3	649.2	716.1	907.6	1,348.2	EV/EBITDA	19.4	9.5	8.5	7.4	5.5
营运资金的变动	-122.0	-3,373.2	-2,974.7	-8,234.5	-774.1	CAGR(%)	83.5%	25.3%	17.1%	83.5%	25.3%
经营活动产生现金流量	2,341.6	4,275.4	3,871.0	73.4	9,496.4	PEG	0.7	0.5	0.7	0.1	0.3
投资活动产生现金流量	-6,854.7	-1,580.1	-452.4	-843.1	-703.4	ROIC/WACC	0.2	1.1	1.1	1.4	1.6
融资活动产生现金流量	7,511.0	-3,537.2	-1,715.1	2,160.0	-7,247.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

范益民声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn