

2019年06月30日

公司研究●证券研究报告

中集集团 (000039.SZ)

公司快报

中集车辆上市临近，全球扩张步伐加快

投资要点

◆ **中集车辆港交所上市临近，将成中集集团第四个上市平台：**中集集团控股子公司中集车辆预计7月11日在港交所正式挂牌交易，发售价格为6.38-8.08港元，拟全球发售2.65亿股，其中香港发售占比10%，国际配售占比90%，另有不超过15%超配权，募资金额最高将超20亿港元。中集车辆上市后预计市值为113-143亿港元，对应2018年净利润12.3亿人民币，静态市盈率为8-10倍。若不考虑超配权，上市后中集集团将直接及通过中集香港间接控股中集车辆53.8%股权，将成中集旗下继中集集团、中集安瑞科、中集天达后第四个独立上市平台。

◆ **中集车辆为全球最大的半挂车制造商：**中集集团半挂车和专用车上装制造业务起步于2002年，并于2005年变更为中集车辆有限公司，2014年设立“灯塔”工厂，2015年先后并购美国Vanguard和比利时LAG，2016年收购英国SDC。中集车辆在2016-2018年收入分别为146/194/242亿元，年复合增速为28.9%；实现净利润分别为7.5/10.1/12.3亿元，年复合增速分别为27.9%，保持了较快速增长，为公司较为稳定的第二大业务。据弗若斯特沙利文，全球半挂车销量由2013年的90.2万辆增长至2017年的118.0万辆，年复合增速达7%。其中中集车辆2017年销量为12.2万辆，全球市占率10.3%，为全球半挂车龙头，显著高于排名第二的德国施密茨5.2%市占率。

◆ **受益我国安全技术标准升级和治超力度加大，半挂车需求仍将保持稳定：**我国正持续提升半挂车的安全技术标准，并于2016年实施新国标，逐步淘汰在尺寸、轴荷及技术要求方面不合格半挂车；我国于2017年9月颁布新国标《机动车运行安全技术条件》，其中指明半挂车安装碟式制动盘和空气悬挂系统的新技术规定，并将于2020年1月生效。新技术标准的实施将加速淘汰不合格半挂车，提升车辆更新带来的需求。另一方面，2019年以来各地方治超力度有增无减，交通部通知要求严格执行全国超载超限认定标准，叠加排放标准提升及基建投资加大，预计我国半挂车市场仍将保持稳定增长态势。

◆ **加速全球扩张，车辆业务在欧洲市占率提升潜力大：**根据2017年半挂车销量数据，公司在国内稳居第一（15.7%），北美地区排名第三（11.4%），欧洲市场排名第五（3.6%）。海外市场特别是欧洲及新兴市场的市占率仍有较大的提升空间。中集车辆上市后将加快全球扩张步伐，公司计划将募资金额的70%用于美国及欧洲开设新产线及组装厂、10%的资金用于新产品开发、20%的资金用于偿还银行借款和增加运营资金。公司有望借助上市契机，进一步提升生产流程数字化，加大新产品开发力度，提升在欧美细分领域的市占率。

◆ **集装箱需求高位回落，毛利率料将稳定：**全球集装箱需求在经历2017-2018年快速增长后，2019年以来呈现疲态，尤其是在中美贸易争端二季度出现升级势头下，加速了我国集装箱出口的下滑。根据海关总署数据，我国前五个月集装箱出口量和总金额均已回落至2017年的同期水平，今年前五个月出口数量同比增速为-18.3%，出口金额同比增速-28.6%。考虑到今年以来钢材价格同比2018年均值有5%左右的

机械 | 起重运输设备 III

投资评级

买入-A(维持)

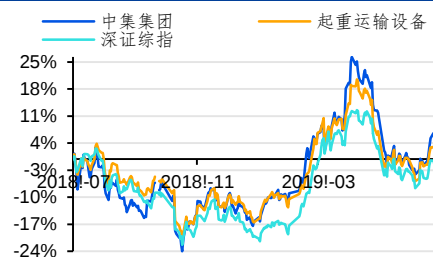
股价(2019-06-28)

10.68元

交易数据

总市值(百万元)	38,261.43
流通市值(百万元)	16,250.50
总股本(百万股)	3,582.53
流通股本(百万股)	1,521.58
12个月价格区间	9.12/16.31元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.4	3.01	6.03
绝对收益	5.39	-4.82	4.94

分析师

范益民

SAC执业证书编号：S0910518060001

fanyimin@huajinsec.cn

021-20377169

相关报告

中集集团：三大主业齐头并进，持续高分红彰显价值 2019-03-29

中集集团：土地整备加快推进，土地价值显现 2019-03-11

中集集团：营收增势良好，集装箱毛利率下滑拖累利润表现 2018-09-02

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

回落，预计公司今年集装箱收入将有所下滑，而毛利率将维持去年水平。

- ◆ **投资建议：**车辆业务独立上市，将提升集团管理和运营效率，提高融资能力和资本运作便利性，并加快在欧美地区的产能扩张和技术升级。考虑到今年以来全球集装箱市场呈现的疲态，我们下调公司未来三年营收预测，下调幅度分别为 6.8%/3.9%/2.7%，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 1002 亿元、1182 亿元、1350 亿元；归母净利润下调幅度分别为 4.3%/3.8%/3.7%，预计分别为 34.82 亿元、41.36 亿元、48.06 亿元；按当前股价及盈利预测，2019 年 PE 为 11 倍，仍处历史较低水平，维持“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**我国推进“公转铁”将影响公路运输车辆的市场需求；中美贸易摩擦加剧将影响全球贸易活动并减少集装箱需求；原材料价格上涨将减弱公司盈利能力；土地整备及海工出表进度不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	76,299.9	93,497.6	100,204.4	118,160.4	135,029.9
同比增长(%)	49.3%	22.5%	7.2%	17.9%	14.3%
营业利润(百万元)	4,171.7	6,477.0	4,943.8	6,214.2	7,311.0
同比增长(%)	421.1%	55.3%	-23.7%	25.7%	17.7%
净利润(百万元)	2,509.2	3,380.4	3,482.1	4,136.0	4,806.3
同比增长(%)	365.0%	34.7%	3.0%	18.8%	16.2%
每股收益(元)	0.70	0.94	0.97	1.15	1.34
PE	15.2	11.3	11.0	9.2	8.0
PB	1.2	1.0	1.1	1.0	1.0

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	76,299.9	93,497.6	100,204.4	118,160.4	135,029.9	年增长率					
减: 营业成本	62,292.7	79,586.4	84,493.6	99,285.5	112,970.6	营业收入增长率	49.3%	22.5%	7.2%	17.9%	14.3%
营业税费	516.7	955.6	801.6	945.3	1,080.2	营业利润增长率	421.1%	55.3%	-23.7%	25.7%	17.7%
销售费用	2,926.7	1,744.3	2,304.7	3,072.2	3,780.8	净利润增长率	365.0%	34.7%	3.0%	18.8%	16.2%
管理费用	5,482.1	5,159.0	6,513.3	7,680.4	8,776.9	EBITDA 增长率	99.5%	-24.4%	63.5%	17.6%	15.0%
财务费用	1,446.3	1,158.9	1,193.8	1,022.8	1,140.2	EBIT 增长率	231.1%	-34.3%	85.7%	17.9%	16.8%
资产减值损失	671.3	2,425.6	400.0	440.0	470.0	NOPLAT 增长率	513.3%	15.5%	-1.0%	17.9%	16.8%
加: 公允价值变动收益	111.3	-239.6	-53.7	-	-	投资资本增长率	2.7%	19.3%	-24.0%	22.9%	2.9%
投资和汇兑收益	510.4	-82.0	500.0	500.0	500.0	净资产增长率	10.5%	21.2%	-4.2%	6.6%	7.2%
营业利润	4,171.7	6,477.0	4,943.8	6,214.2	7,311.0	盈利能力					
加: 营业外净收支	237.6	206.6	650.0	430.0	410.0	毛利率	18.4%	14.9%	15.7%	16.0%	16.3%
利润总额	4,409.2	6,683.6	5,593.8	6,644.2	7,721.0	营业利润率	5.5%	6.9%	4.9%	5.3%	5.4%
减: 所得税	1,250.8	2,615.1	1,398.4	1,661.0	1,930.3	净利润率	3.3%	3.6%	3.5%	3.5%	3.6%
净利润	2,509.2	3,380.4	3,482.1	4,136.0	4,806.3	EBITDA/营业收入	9.4%	5.8%	8.8%	8.8%	8.9%
						EBIT/营业收入	6.6%	3.5%	6.1%	6.1%	6.3%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	66.9%	67.0%	71.2%	68.2%	68.9%
货币资金	5,596.3	9,729.2	23,533.9	14,943.6	15,708.1	负债权益比	202.1%	203.2%	247.0%	214.0%	221.3%
交易性金融资产	194.9	193.7	140.0	140.0	140.0	流动比率	1.15	1.11	1.16	1.25	1.29
应收帐款	24,656.5	17,895.9	40,556.7	20,795.2	53,644.0	速动比率	0.77	0.74	0.94	0.77	0.99
应收票据	1,376.9	1,423.5	1,916.6	1,822.3	2,564.6	利息保障倍数	3.48	2.85	5.14	7.08	7.41
预付帐款	2,147.7	6,861.3	2,816.5	6,112.5	2,733.0	营运能力					
存货	19,258.3	27,335.3	19,605.6	37,037.0	26,568.7	固定资产周转天数	106	89	93	91	86
其他流动资产	5,771.4	18,464.0	12,117.7	15,290.9	13,704.3	流动营业资本周转天数	78	86	69	55	76
可供出售金融资产	441.6	-	-	-	-	流动资产周转天数	265	271	328	300	282
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	107	82	105	93	99
长期股权投资	2,398.5	3,569.9	3,669.9	3,769.9	3,869.9	存货周转天数	87	90	84	86	85
投资性房地产	1,679.2	1,966.3	1,966.3	1,966.3	1,966.3	总资产周转天数	602	557	600	523	472
固定资产	22,941.0	23,188.7	28,548.5	31,480.7	32,684.8	投资资本周转天数	314	285	254	207	203
在建工程	22,194.6	24,164.8	17,615.4	13,030.8	9,821.5	费用率					
无形资产	4,711.2	4,660.8	4,329.4	3,997.9	3,666.4	销售费用率	3.8%	1.9%	2.3%	2.6%	2.8%
其他非流动资产	17,236.3	19,430.4	18,050.8	18,363.2	17,983.9	管理费用率	7.2%	5.5%	6.5%	6.5%	6.5%
资产总额	130,604.4	158,884.0	174,867.1	168,750.2	185,055.4	财务费用率	1.9%	1.2%	1.2%	0.9%	0.8%
短期债务	15,317.3	19,898.2	15,000.0	15,000.0	15,000.0	三费/营业收入	12.9%	8.6%	10.0%	10.0%	10.1%
应付帐款	19,070.9	13,210.8	33,730.1	23,450.4	35,076.4	投资回报率					
应付票据	1,785.5	1,889.8	2,334.9	2,439.7	3,100.9	ROE	7.7%	9.1%	10.1%	11.2%	12.0%
其他流动负债	15,248.1	38,537.3	35,515.0	36,244.1	36,171.0	ROA	2.4%	2.6%	2.4%	3.0%	3.1%
长期借款	24,140.2	25,769.8	25,000.0	25,000.0	25,000.0	ROIC	6.1%	6.9%	5.7%	8.9%	8.4%
其他非流动负债	11,805.0	7,175.0	12,473.6	12,473.6	12,696.5	分红指标					
负债总额	87,366.9	106,481.0	124,053.6	114,607.9	127,044.9	DPS(元)	0.22	0.46	0.39	0.46	0.54
少数股东权益	10,776.5	15,078.0	15,648.6	16,495.7	17,480.1	分红比率	32.1%	48.6%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	2,982.9	2,985.0	3,582.0	3,582.0	3,582.0	股息收益率	2.1%	4.3%	3.6%	4.3%	5.0%
留存收益	27,225.7	29,493.8	30,986.0	33,467.6	36,351.4						
股东权益	43,237.4	52,403.0	50,216.6	53,545.3	57,413.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,158.4	4,068.5	3,482.1	4,136.0	4,806.3	EPS(元)	0.70	0.94	0.97	1.15	1.34
加: 折旧和摊销	2,343.3	2,256.5	2,721.1	3,183.9	3,536.7	BVPS(元)	9.06	10.42	9.65	10.34	11.15
资产减值准备	671.3	2,730.2	-	-	-	PE(X)	15.2	11.3	11.0	9.2	8.0
公允价值变动损失	-111.3	239.6	-53.7	-	-	PB(X)	1.2	1.0	1.1	1.0	1.0
财务费用	1,666.5	1,928.1	1,193.8	1,022.8	1,140.2	P/FCF	-17.7	62.0	2.2	-5.2	27.1
投资损失	-510.4	82.0	-500.0	-500.0	-500.0	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	649.2	688.0	713.2	847.1	984.4	EV/EBITDA	9.3	13.8	7.3	7.3	6.3
营运资金的变动	-3,373.2	-2,273.3	18,351.1	-16,318.5	-4,232.7	CAGR(%)	16.4%	12.5%	78.7%	16.4%	12.5%
经营活动产生现金流量	4,275.4	140.7	25,907.7	-7,628.6	5,735.0	PEG	0.9	0.9	0.1	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-1,580.1	-4,401.9	-555.8	-718.4	-690.8	ROIC/WACC	1.0	1.1	0.9	1.5	1.4
融资活动产生现金流量	-3,537.2	9,295.8	-11,547.1	-243.3	-4,279.7						

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