

20H1 业绩整体承压, Q2 单季度回暖显著

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2020 年半年报, 实现营收 394.3 亿元 (-7.7%), 归母净利润-1.8 亿元 (-126.9%), 扣非归母净利润-2.4 亿元 (-152.5%)。其中, Q2 营收 235.8 亿元 (-0.2%), 归母净利润 4.6 亿元 (+67.3%), 扣非归母净利润 3 亿元 (+155.2%)。受新冠肺炎疫情全球蔓延以及国际经济与贸易波动等影响, 公司主要生产制造业务均受到不同程度冲击, 集团上半年业绩整体承压。随着经济的逐步复苏重启, Q2 业绩已显著回暖。
- **受疫情冲击, 公司业绩整体承压:** 2020H1, 公司综合毛利率为 12.9%, 同比-0.7pp。分板块来看, 集装箱板块营收 84.5 亿, 同比-25.5%, 毛利率达 10.2%, 同比+2.5pp; 道路运输车辆板块营收 111.9 亿, 同比-12.0%, 毛利率达 12.7%, 同比-1.2pp; 能化装备板块营收 58 亿, 同比-19.3%, 毛利率达 14.4%, 同比-2.1pp; 海工板块营收 25.3 亿, 同比+49.8%, 毛利率达 0.32%, 同比+1.1pp; 空港板块营收 21.9 亿, 同比-6.9%, 毛利率达 21.8%, 同比+2.1pp。我们认为目前受疫情冲击, 公司上半年业绩显著承压。未来在公司精细化管理持续推进下有望体现自身的盈利韧性, 宏观经济企稳后公司业绩预计将有效修复。
- **集装箱箱价显著回升, 道路运输车辆有望受益于冷藏厢式车等新市场:** 2020H1 受疫情对国际经济与贸易波动冲击, 集装箱需求有所下滑。上半年公司普通干货箱销量 35.8TEU, 同比-37.5%。但受益于行业健康可持续发展行动, 集装箱箱价同比较去年显著回升, 集装箱板块实现净利润 2.4 亿元, 同比+535.8%。道路运输板块新冠肺炎疫情使消费者更多的利用电商模式采购消费品, 带动了冷藏厢式车市场的加速增长, 为公司车辆板块提供新的边际增量。目前公司大力推进智能制造转型升级, 例如集装箱的龙腾计划、车辆“超级麦哲伦计划”等, 以降低生产成本提升运营效率, 改善公司盈利能力。
- **海工板块有序推进, 能化装备受益清洁能源产业发展:** 海工板块新接订单陆续进入建造期, 板块营收疫情冲击下仍取得正增长。上半年, 中集来福士新增生效订单 1.63 亿美元, 累计持有在手订单价值 7.65 亿美元。其中非油气订单占比约 70%, 呈持续增长态势。新增生效订单包括油气模块项目 5 个, 海上风电项目 4 个, 渔业项目 1 个, 传统钻井和特种船业务线和修船各 1 个。能化装备板块受益国内清洁能源产业持续发展, 板块未来有望进一步受益于国内天然气运输等场景的装备需求。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 10、14、20.6 亿元, 对应 PE32、23、16 倍, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 宏观经济低迷; 全球疫情防控不及预期。

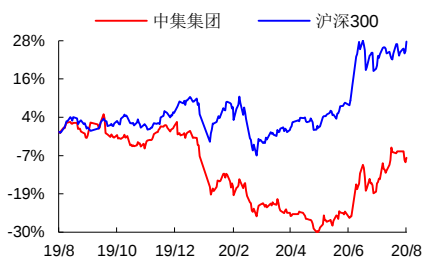
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85815.34	87960.72	97196.60	111290.11
增长率	-8.22%	2.50%	10.50%	14.50%
归属母公司净利润(百万元)	1542.23	1002.26	1400.79	2064.98
增长率	-54.38%	-35.01%	39.76%	47.42%
每股收益 EPS(元)	0.43	0.28	0.39	0.58
净资产收益率 ROE	4.56%	2.31%	3.04%	3.93%
PE	21	32	23	16
PB	0.58	0.95	0.92	0.88

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 倪正洋
 执业证号: S1250520030001
 电话: 021-58352138
 邮箱: nzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	35.87
流通 A 股(亿股)	15.26
52 周内股价区间(元)	6.89-10.43
总市值(亿元)	321.73
总资产(亿元)	1,769.48
每股净资产(元)	11.28

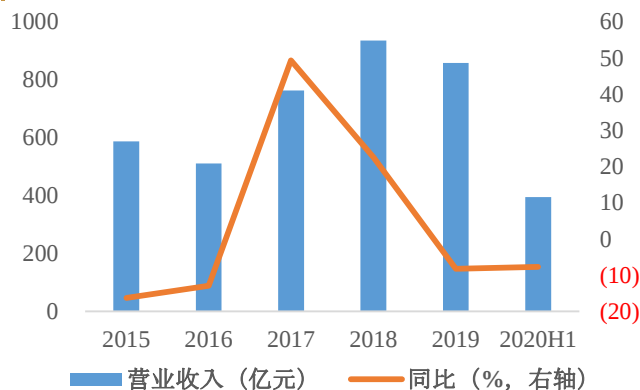
相关研究

1 公司是全球领先的物流和能源行业设备及解决方案供应商

公司是全球领先的物流及能源行业设备及解决方案供应商。中集集团于 1980 年 1 月创立于深圳，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。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全球多个行业具有领先地位的企业。公司是全球领先的物流及能源行业设备及解决方案供应商，目前主要从事集装箱、道路运输车辆。除此之外，公司还从事物流服务业务、产城业务、金融及资产管理业务和单元载具业务等。公司通过业务拓展及技术开发，已形成一个专注于物流及能源行业的关键装备及解决方案的产业集群。目前，公司标准干货集装箱、冷藏箱产销量保持全球第一；据国际罐式集装箱协会调查统计，罐式集装箱的产销量保持全球第一；公司是全球销量第一的半挂车生产制造商；公司登机桥业务综合竞争力位居全球领导者地位，为全球三大旅客登机桥制造商之一，中国市场份额连续四年占比 95% 以上；公司亦是中国领先的高端海洋工程装备企业之一。

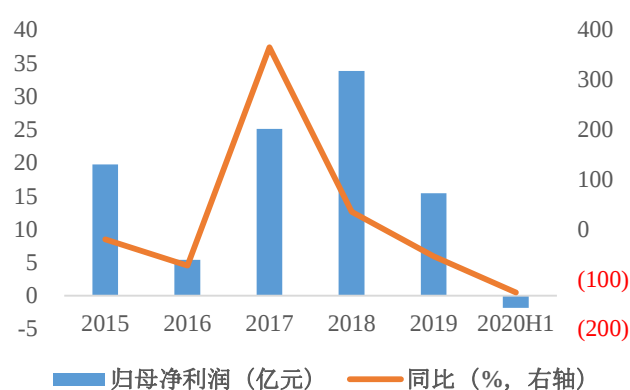
受疫情及国际经济贸易波动，上半年公司业绩整体承压、Q2 已显著回暖。2020 年上半年，公司实现营收 394.3 亿元，同比-7.7%；实现归母净利润-1.8 亿元，同比-126.9%；实现扣非归母净利润-2.4 亿元，同比-152.5%。单季度来看，2020Q2 实现营收 235.8 亿元，同比-0.2%；实现归母净利润 4.6 亿元，同比+67.3%；扣非归母净利润 3 亿元，同比+155.2%。受新冠肺炎疫情全球蔓延以及国际经济与贸易波动等影响，公司主要生产制造业务均受到不同程度冲击，集团上半年业绩整体承压。随着经济的逐步复苏重启，Q2 业绩已显著回暖。

图 1：公司 2020H1 实现营收 394 亿元，同比-7.7%



数据来源：公司公告，西南证券整理

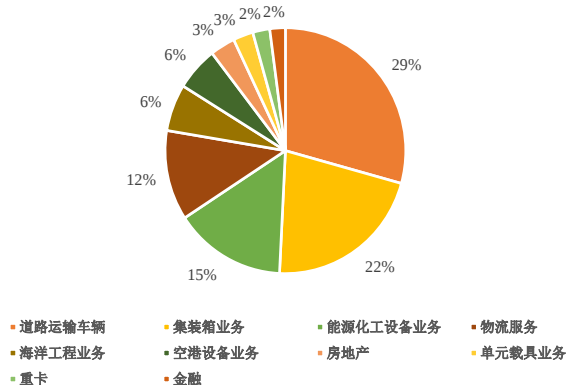
图 2：公司 2020H1 实现归母净利润-1.8 亿元，同比-127%



数据来源：公司公告，西南证券整理

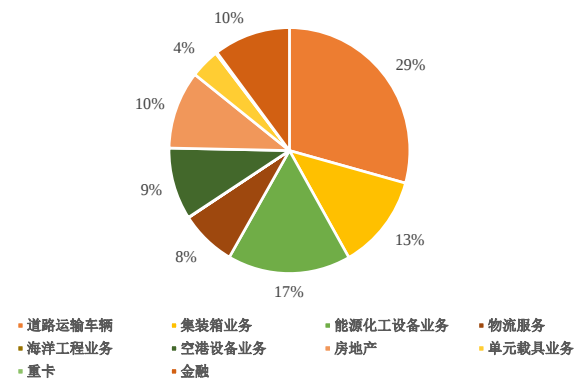
2020H1 综合毛利率同比-0.7pp，宏观经济企稳将带来公司业绩有效修复：2020H1，公司综合毛利率为 12.9%，同比-0.7pp。分板块来看，集装箱板块营收 84.5 亿，同比-25.5%，毛利率达 10.2%，同比+2.5pp；道路运输车辆板块营收 111.9 亿，同比-12.0%，毛利率达 12.7%，同比-1.2pp；能化装备板块营收 58 亿，同比-19.3%，毛利率达 14.4%，同比-2.1pp；海工板块营收 25.3 亿，同比+49.8%，毛利率达 0.32%，同比+1.1pp；空港板块营收 21.9 亿，同比-6.9%，毛利率达 21.8%，同比+2.1pp。我们认为未来在公司精细化管理持续推进下有望体现自身的盈利韧性，宏观经济企稳后公司业绩预计将有效修复。

图 3：2020H1 公司营收占比结构



数据来源：Wind，西南证券整理

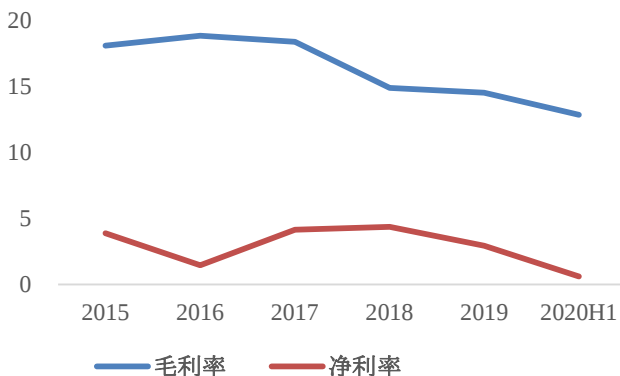
图 4：2020H1 公司毛利占比结构



数据来源：Wind，西南证券整理

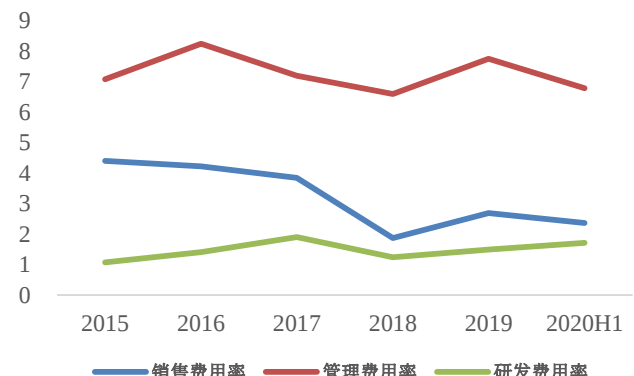
期间费用合计占比达 10.8%，同比+0.9pp。期间费用而言，公司销售费用率为 2.4%，同比+0.1pp；管理费用率 5.3%，同比+0.2pp；研发费用率 1.5%，同比+0.2pp，主要由于本期增加研发投入所致；财务费用率 1.7%，同比+0.4pp，主要由于去年同期利息收入较大所致；期间费用合计占比 10.8%，同比+0.9pp，期间费用有所增加。

图 5：公司近五年毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司近五年费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测

关键假设：

假设 1：今年来行业持续深入的开展健康可持续发展行动，以往低价无序竞争的状况得到改善，集装箱箱价水平同比去年有明显回升。这也使得今年集装箱行业整体利润率维持在较好水准。预计随着全球贸易回暖，下半年将反弹复苏。预计 2020-2022 年集装箱板块营收增速分别为-10%/5%/10%。

假设 2：今年上半年国内重卡销售景气度高，其中半挂车占比持续提升。同时新冠疫情带动了消费者更多的利用电商模式采购消费品，从而带动了冷藏车的发展。此外，国家基建投资加大的情况下，搅拌车等各种基建类专用车销售也将持续高景气。受益于国内需求的持续复苏，预计 2020-2022 年道路运输车辆板块营收增速分别为 2%/5%/8%。

假设 3：公司抓住国内天然气消费需求持续增长的机会，加强天然气储运装备全产业链布局，推动了清洁能源业务订单达 49 亿元（不包含中小型液化气船），逆势增长 11%。同时独家研发全球首批 45 英尺 LNG 罐箱、承包国内首艘油气电混合动力内河船舶改造工程等。预计下半年板块将持续改善，2020-2022 年能源化工设备板块营收增速分别为-10%/5%/8%。

假设 4：海工板块新接订单陆续进入建造期，板块营收疫情冲击下仍取得正增长。上半年，中集来福士新增生效订单 1.63 亿美元，累计持有在手订单价值 7.65 亿美元。其中非油气订单占比约 70%，呈持续增长态势。预计 2020-2022 年海洋工程板块营收增速分别为 50%/30%/35%。

假设 5：上半年物流板块紧密围绕多式联运战略积极推进新业务、新模式的探索，多项措施并举，控制损失、危中寻机，在业务转型发展及组织管理运营上均取得进展。随着疫情得到控制，国内制造业逐步恢复，国际物流业务走势预期企稳。预计 2020-2022 年物流服务板块营收增速分别为 5%/8%/10%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
道路运输车辆	收入	22,771.08	23,226.50	24,387.83	26,338.85
	增速	-3.8%	2.0%	5.0%	8.0%
	毛利率	12.7%	12.5%	12.6%	12.7%
集装箱业务	收入	19,370.19	17,433.17	18,304.83	20,135.31
	增速	-36.4%	-10.0%	5.0%	10.0%
	毛利率	6.9%	9.0%	9.5%	10.0%
能源化工及液态食品装备	收入	14,563.78	13,107.40	13,762.77	14,863.79
	增速	6.6%	-10.0%	5.0%	8.0%
	毛利率	17.5%	15.0%	16.0%	17.0%
物流服务	收入	9,055.18	9,507.94	10,268.57	11,295.43
	增速	6.0%	5.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	8.9%	8.0%	8.1%	8.2%
海洋工程业务	收入	3,797.53	5,696.30	7,405.18	9,997.00
	增速	143.0%	50.0%	30.0%	35.0%
	毛利率	7.6%	3.0%	5.0%	6.0%
其它业务	收入	16,257.58	18,989.41	23,067.41	28,659.72
	增速	4.2%	16.8%	21.5%	24.2%
	毛利率	28.3%	21.4%	21.3%	21.5%
合计	收入	85,815.34	87,960.72	97,196.60	111,290.11
	增速	4.2%	2.5%	10.5%	14.5%
	毛利率	14.5%	13.0%	13.5%	14.0%

数据来源：Wind，西南证券

在“国内大循环为主体、国内国际双循环”的新发展格局下，公司持续加速做业务的梳理，加大技术升级和业务模式创新。同时聚焦优势和主营业务，追求有质量的增长，长期享有一定估值溢价。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 10、14、20.6 亿元，对应 PE 32、23、16 倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

3 风险提示

宏观经济低迷；全球疫情防控不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	85815.34	87960.72	97196.60	111290.11	净利润	2510.11	1152.26	1550.79	2064.98
营业成本	73355.61	76525.83	84075.06	95709.49	折旧与摊销	2632.56	6461.75	6823.82	7014.35
营业税金及附加	706.77	851.91	979.86	1102.50	财务费用	1276.17	1308.07	1445.42	1655.00
销售费用	2297.27	2414.70	2641.95	2999.23	资产减值损失	-5224.12	0.00	0.00	0.00
管理费用	5204.27	5334.38	5831.80	6677.41	经营营运资本变动	-3922.60	9838.77	-21334.83	-6939.46
财务费用	1276.17	1308.07	1445.42	1655.00	其他	6266.41	-334.99	192.25	142.97
资产减值损失	5224.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3538.52	18425.87	-11322.56	3937.84
投资收益	326.94	0.00	0.00	0.00	资本支出	-823.77	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-156.75	0.00	0.00	0.00	其他	-8260.39	7138.33	-24.65	8.22
其他经营损益	0.00	70.26	0.00	70.25	投资活动现金流净额	-9084.16	6938.33	-224.65	-191.78
营业利润	5838.75	1596.09	2222.52	3216.73	短期借款	-2341.02	-9035.51	14316.66	-112.61
其他非经营损益	-224.87	50.00	25.00	-180.00	长期借款	5148.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	5613.87	1646.09	2247.52	3036.73	股权融资	1352.43	2.25	0.00	0.00
所得税	3103.76	493.83	696.73	971.76	支付股利	-1641.98	-602.30	-400.45	-569.10
净利润	2510.11	1152.26	1550.79	2064.98	其他	1095.69	-16647.36	-1445.42	-1655.00
少数股东损益	967.89	150.00	150.00	0.00	筹资活动现金流净额	3613.64	-26282.92	12470.80	-2336.70
归属母公司股东净利润	1542.23	1002.26	1400.79	2064.98	现金流量净额	-1872.87	-918.72	923.59	1409.35
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9714.79	8796.07	9719.66	11129.01	成长能力				
应收和预付款项	21918.94	11254.02	12350.21	13668.27	销售收入增长率	-8.22%	2.50%	10.50%	14.50%
存货	41302.28	37513.01	43240.52	48634.47	营业利润增长率	-9.85%	-72.66%	39.25%	44.73%
其他流动资产	17087.11	1636.79	17861.60	21503.11	净利润增长率	-38.30%	-54.10%	34.59%	33.16%
长期股权投资	5363.57	5363.57	5363.57	5363.57	EBITDA 增长率	-1.47%	-3.91%	12.02%	13.29%
投资性房地产	2769.72	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	47662.10	42308.82	36593.48	30687.61	毛利率	14.52%	13.00%	13.50%	14.00%
无形资产和开发支出	7433.96	6600.80	5767.64	4934.48	三费率	10.23%	10.30%	10.21%	10.18%
其他非流动资产	18855.05	18779.73	18704.42	18629.10	净利率	2.93%	1.31%	1.60%	1.86%
资产总计	172107.52	132252.82	149601.10	154549.63	ROE	4.56%	2.31%	3.04%	3.93%
短期借款	17557.20	8521.69	22838.35	22725.75	ROA	1.46%	0.87%	1.04%	1.34%
应付和预收款项	20660.41	20997.66	23156.75	26367.27	ROIC	3.62%	2.50%	3.11%	3.69%
长期借款	30918.30	30918.30	30918.30	30918.30	EBITDA/销售收入	11.36%	10.65%	10.79%	10.68%
其他负债	47933.63	21947.86	21670.04	22024.77	营运能力				
负债合计	117069.54	82385.51	98583.45	102036.09	总资产周转率	0.52	0.58	0.69	0.73
股本	3584.50	3586.75	3586.75	3586.75	固定资产周转率	2.81	2.34	2.73	3.52
资本公积	4881.31	4881.31	4881.31	4881.31	应收账款周转率	4.48	6.99	16.40	16.68
留存收益	25065.20	25465.16	26465.50	27961.38	存货周转率	2.08	1.91	2.04	2.05
归属母公司股东权益	39253.89	33933.22	34933.56	36429.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.55%	—	—	—
少数股东权益	15784.09	15934.09	16084.09	16084.09	资本结构				
股东权益合计	55037.98	49867.31	51017.65	52513.54	资产负债率	68.02%	62.29%	65.90%	66.02%
负债和股东权益合计	172107.52	132252.82	149601.10	154549.63	带息债务/总负债	48.25%	57.60%	62.66%	60.43%
					流动比率	1.28	1.65	1.60	1.71
					速动比率	0.69	0.60	0.77	0.83
					股利支付率	106.47%	60.09%	28.59%	27.56%
					每股指标				
					每股收益	0.43	0.28	0.39	0.58
					每股净资产	15.34	9.46	9.74	10.16
					每股经营现金	0.99	5.14	-3.16	1.10
					每股股利	0.46	0.17	0.11	0.16
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	9747.47	9365.91	10491.75	11886.09					
PE	20.86	32.10	22.97	15.58					
PB	0.58	0.95	0.92	0.88					
PS	0.37	0.37	0.33	0.29					
EV/EBITDA	6.33	5.59	6.27	5.40					
股息率	5.10%	1.87%	1.24%	1.77%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn