

中集集团(000039.SZ/02039.HK)

受益海运需求高景气，集装箱量价齐升

核心观点：

- 中集集团 7 月 14 日晚间发布 2021 年上半年业绩预告。公司预计今年上半年归母净利润 40 亿元-46 亿元，同比扭亏，去年同期亏损 1.83 亿元。
- 集装箱量价齐升，带动公司业绩大幅增长。根据公司业绩预告公告，去年同期集团各业务板块受公共卫生事件全球蔓延以及国际经济与贸易波动等影响，导致集团去年上半年业绩出现亏损；今年上半年，全球经济呈加速复苏态势，国际贸易维持较高景气度，市场对集装箱的需求持续处于相对高位。今年上半年较去年同期，集团集装箱业务量价齐升，业绩较去年同期实现大幅上涨。
- 集装箱海运需求高景气，集装箱价格与需求量有望继续保持高位。由于集装箱航运市场景气度持续较高，根据 wind，中国出口集装箱运价综合指数 (CCFI) 持续创下新高，2021 年 7 月 9 日达到 2699，相较于去年年底上升 63%，相较于去年同期上升 332%。这也同样形成了对集装箱的旺盛需求，根据海关总署，集装箱出口价格同样在今年不断创下近十年新高，2021 年 5 月价格达到 4900 美元/吨，相较于去年年底上升 16%，较去年同期上升 43%，我们认为集装箱价格在近两个月或随着 CCFI 继续提升。根据今年以来集装箱航运指标的走势，我们认为集装箱的价格和需求在未来的一段时间内仍将维持高位。
- 盈利预测与投资建议：我们预计 21-23 年 EPS 分别为 2.02 元/股、2.24 元/股、2.49 元/股。考虑到公司历史上业绩波动较大，2021 年集装箱处于高景气周期，我们给予公司 21 年归母净利润 10 倍 PE 估值，合理价值为 20.23 元/股；考虑 A/H 股溢价情况，给予 H 股 8 倍 PE，合理价值为 19.43 港元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：集装箱航运景气度下行；海工平台大幅亏损；宏观经济下行。

注：港元兑人民币汇率为 0.83298

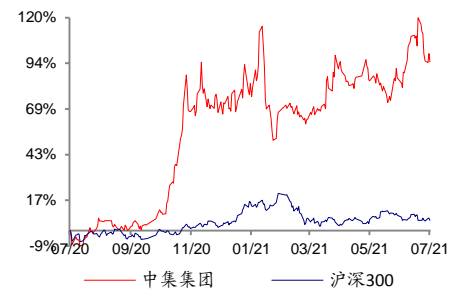
盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	85,815	94,159	131,559	141,398	152,609
增长率 (%)	-8.2%	9.7%	39.7%	7.5%	7.9%
EBITDA (百万元)	6,340	7,834	13,749	14,911	16,472
归母净利润 (百万元)	1,542	5,350	7,272	8,050	8,953
增长率 (%)	-54.4%	246.9%	35.9%	10.7%	11.2%
EPS (元/股)	0.43	1.49	2.02	2.24	2.49
市盈率 (P/E)	26.54	10.63	8.45	7.63	6.86
ROE (%)	3.9%	12.2%	14.6%	14.3%	14.2%
EV/EBITDA	14.55	11.61	6.54	5.67	5.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	17.09 元/16.88 港元
合理价值	20.23 元/19.43 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-07-16

相对市场表现



分析师：代川



80007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师：周静



SAC 执证号：S0260519090001



021-38003681



zhoujing@gf.com.cn

请注意，周静并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中集集团 2020-11-18

(000039.SZ/02039.HK): 集装箱需求回升，量价向上带来盈

利弹性

联系人：范方舟

fanfangzhou@gf.com.cn

一、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

集装箱：由于今年集装箱的高景气度，实现量价齐升，成为带动公司收入规模提升的主要原因，根据海关总署，5月份集装箱出口价格即实现同比增长43%，我们判断近两个月价格仍处于提升趋势，全年价格中枢有望继续上移；集装箱需求规模同样大幅提升，而公司产能实现扩张，根据2020年年报，东莞凤岗二期迁建项目根据市场需求和板块规划做了转型升级的调整，在年底完成建设，初步具备开展增量业务的能力，助力公司保障今年高景气度下的集装箱交付，因此我们认为公司今年集装箱业务收入规模有望实现翻倍以上的增长。由于目前航运景气度已处于历史高位且仍为增长趋势，我们假设未来两年需求将维持在今年的高位，2021集装箱收入同比增长135%，2022-2023年维持2021年的水平，由于集装箱价格大幅抬升，虽原材料亦有涨价，我们认为在需求高景气以及量提升带来的规模效应下，公司有望充分转移提升的成本，并实现毛利率的提升，2021-2023年毛利率为15%左右。

道路运输车辆：这项业务主要通过中集车辆开展，根据中集车辆招股书，预计2021年上半年营业收入将达到145.1亿~162.0亿元，同比增长29.1%~44.1%，公司预期将由国内收入的增长带动2021年业绩实现同比增长；而中集车辆在2021年5月被美国商务部作出了反倾销调查的肯定行最终裁定，我们认为这将影响中集车辆美国出口业务，而出口毛利率相对较高，或亦对毛利率有一定影响；中集车辆在美国虽有子公司与产能基地，但由于成本较高，我们认为这对公司车辆业务毛利率将产生持续性影响。我们预计2021-2023年公司车辆业务收入规模将在国内基建等因素带动下维持20%左右的增长，毛利率在2021年下滑至10.5%，2022-2023年小幅恢复至11%和11.5%。

能源化工设备：根据公司一季报，2021年第一季度，能源、化工及液态食品业务同比实现较大增长，能源、化工及液态食品业务经营主体中集安瑞科2021年一季度新签订单人民币39亿元，同比增长39%。截至2021年3月底，中集安瑞科整体在手订单约人民币116亿元，同比增长17%。考虑到去年受疫情影响能化业务有所下滑，我们认为今年公司能化业务将恢复增长，未来将保持稳定，2021-2023年收入分别同比增长20%、15%和15%；毛利率稳定在15%左右。

海洋工程：海洋工程业务历史上波动较大，且毛利率较低，长期处于亏损状态。公司2020年年报提出，海工业务形成油气和非油气业务各50%的业务组合和产能布局，以优化结构。今年一季度，根据公司一季度报告，海工订单持续增加，期间签约的新订单合计3.2亿美元，累计手持订单10亿美元，其中非油气订单占比超过82%，我们认为公司海工业务有望在非油气业务占比的提升下减亏。我们假设2021-2023年公司海工业务将保持5%左右的增速，毛利率为0%。

空港设备：我们预计空港设备业务将保持稳定增长，未来三年增速15%，毛利率维持在21%左右。

因此，我们预计公司2021-2023年将实现收入1315.59亿元、1413.98亿元、1526.09亿元，分别同比增长39.7%、7.5%、7.9%。

表 1: 中集集团营收拆分 (单位: 百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
集装箱				
收入	21104	49,594	49,594	49,594
yoy	9.0%	135.0%	0.0%	0.0%
成本	18562	42,155	42,155	42,155
毛利率	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%
道路运输车辆				
收入	26045	31,255	37,505	45,007
yoy	14.4%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	22806	27,973	33,380	39,831
毛利率	12.4%	10.5%	11.0%	11.5%
能源化工设备				
收入	12840	15,408	17,720	20,377
yoy	-11.8%	20.0%	15.0%	15.0%
成本	10621	12,712	14,619	16,811
毛利率	17.3%	17.5%	17.5%	17.5%
海洋工程				
收入	4879	5,123	5,380	5,649
成本	5108	5,123	5,380	5,649
毛利率	-4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
空港设备				
收入	5921	6,809	7,830	8,613
yoy	4.2%	15.0%	15.0%	10.0%
成本	4691	5,379	6,186	6,805
毛利率	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
其他				
收入	23,369	23,369	23,369	23,369
yoy	19.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	18,927	17,527	17,527	17,527
毛利率	19.0%	25.0%	25.0%	25.0%
合计				
收入	94159	131,559	141,398	152,609
yoy	9.7%	39.7%	7.5%	7.9%
成本	80715	110,869	119,246	128,777
毛利率	14.3%	15.7%	15.7%	15.6%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 投资建议

考虑到2020年公司计提资产减值准备合计11.93亿元(2019年合计60.29亿元), 主要由于海工平台业务亏损, 因此我们同样假设公司在2021年和未来两年有大额减值,

减值额度规模逐渐减小，我们预计21-23年公司EPS分别为2.02元/股、2.24元/股、2.49元/股。考虑到公司历史上业绩波动较大，2021年集装箱处于高景气周期，我们给予公司21年归母净利润10倍PE估值，合理价值为20.23元/股；考虑A/H股溢价情况，给予H股8倍PE，合理价值为19.43港元/股，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司PE估值情况可比（市值统计截止2021.07.15收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
海油工程	600583.SH	海洋工程	191.44	3.63	9.65	15.09	52.70	19.84	12.69

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、风险提示

集装箱航运景气度下行；海工平台大幅亏损；宏观经济下行。

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	90,023	67,142	95,456	109,012	113,021	
货币资金	9,715	12,181	25,927	34,453	32,712	
应收及预付	21,919	22,332	30,386	32,662	35,255	
存货	41,302	15,472	18,225	19,602	21,169	
其他流动资产	17,087	17,156	20,918	22,294	23,885	
非流动资产	82,084	79,070	78,877	80,098	84,540	
长期股权投资	5,364	9,099	10,099	11,099	12,099	
固定资产	37,849	35,312	33,506	32,715	34,897	
在建工程	9,828	9,833	10,157	10,273	10,931	
无形资产	5,158	4,812	4,737	5,047	5,015	
其他长期资产	23,886	20,014	20,378	20,964	21,598	
资产总计	172,108	146,212	174,333	189,109	197,561	
流动负债	70,551	60,895	80,399	84,901	86,063	
短期借款	17,557	8,417	11,635	12,030	8,960	
应付及预收	15,367	17,281	22,913	24,644	26,614	
其他流动负债	37,627	35,198	45,851	48,227	50,489	
非流动负债	46,518	31,463	33,317	36,144	35,260	
长期借款	30,918	19,562	21,103	23,621	22,052	
应付债券	8,014	6,089	6,348	6,717	7,172	
其他非流动负债	7,586	5,811	5,865	5,805	6,035	
负债合计	117,070	92,358	113,716	121,044	121,323	
股本	3,585					
资本公积	4,881	5,463	5,463	5,463	5,463	
留存收益	25,065	29,730	35,502	41,852	48,805	
归属母公司股东权益	39,254	44,018	49,789	56,139	63,092	
少数股东权益	15,784	9,836	10,828	11,926	13,146	
负债和股东权益	172,108	146,212	174,333	189,109	197,561	

利润表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	85,815	94,159	131,559	141,398	152,609	
营业成本	73,356	80,715	110,869	119,246	128,777	
营业税金及附加	707	709	1,052	1,131	1,221	
销售费用	2,297	1,990	2,631	2,828	3,052	
管理费用	5,204	4,896	6,578	7,211	7,783	
研发费用	1,437	1,609	2,236	2,545	2,747	
财务费用	1,276	2,097	1,399	1,366	1,297	
资产减值损失	-5,225	-582	-1,505	-905	-755	
公允价值变动收益	-157	145	122	59	83	
投资净收益	327	5,301	2,631	2,828	3,052	
营业利润	5,839	7,440	10,277	11,456	12,707	
营业外收支	-225	-149	-200	-300	-300	
利润总额	5,614	7,290	10,077	11,156	12,407	
所得税	3,104	1,279	1,814	2,008	2,233	
净利润	2,510	6,012	8,263	9,148	10,174	
少数股东损益	968	662	992	1,098	1,221	
归属母公司净利润	1,542	5,350	7,272	8,050	8,953	
EBITDA	6,340	7,834	13,749	14,911	16,472	
EPS (元)	0.43	1.49	2.02	2.24	2.49	

现金流量表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	3,539	12,810	12,675	10,666	11,160	
净利润	2,510	6,012	8,263	9,148	10,174	
折旧摊销	2,365	3,498	3,265	3,486	3,990	
营运资金变动	-1,909	5,488	1,730	-842	-1,364	
其它	572	-2,187	-584	-1,127	-1,639	
投资活动现金流	-9,084	-3,539	-783	-1,766	-5,008	
资本支出	-5,504	-2,387	-2,148	-2,983	-6,410	
投资变动	-3,779	-450	-1,366	-1,559	-1,643	
其他	199	-702	2,731	2,776	3,045	
筹资活动现金流	3,614	-6,540	1,854	-373	-7,894	
银行借款	75,144	38,421	4,759	2,913	-4,639	
股权融资	2,739	1,473	0	0	0	
其他	-74,269	-46,434	-2,905	-3,286	-3,255	
现金净增加额	-1,873	2,550	13,746	8,526	-1,741	
期初现金余额	10,533	8,660	12,181	25,927	34,453	
期末现金余额	8,660	11,210	25,927	34,453	32,712	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-8.2%	9.7%	39.7%	7.5%	7.9%
营业利润增长	-9.9%	27.4%	38.1%	11.5%	10.9%
归母净利润增长	-54.4%	246.9%	35.9%	10.7%	11.2%
获利能力					
毛利率	14.5%	14.3%	15.7%	15.7%	15.6%
净利率	2.9%	6.4%	6.3%	6.5%	6.7%
ROE	3.9%	12.2%	14.6%	14.3%	14.2%
ROIC	1.4%	3.7%	7.5%	7.5%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	68.0%	63.2%	65.2%	64.0%	61.4%
净负债比率	212.7%	171.5%	187.6%	177.8%	159.1%
流动比率	1.28	1.10	1.19	1.28	1.31
速动比率	0.56	0.69	0.81	0.91	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.64	0.75	0.75	0.77
应收账款周转率	4.67	5.05	5.21	5.21	5.21
存货周转率	2.08	6.09	7.22	7.21	7.21
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	1.49	2.02	2.24	2.49
每股经营现金流	1	4	4	3	3
每股净资产	10.95	12.24	13.85	15.62	17.55
估值比率					
P/E	26.54	10.63	8.45	7.63	6.86
P/B	0.90	1.22	1.23	1.09	0.97
EV/EBITDA	14.55	11.61	6.54	5.67	5.00

广发机械行业研究小组

代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
孙柏阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
王振：研究助理，南京大学法学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
范方舟：研究助理，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。