

2018年01月08日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001

0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn

联系人：王可 S0350117080013

wangk05@ghzq.com.cn

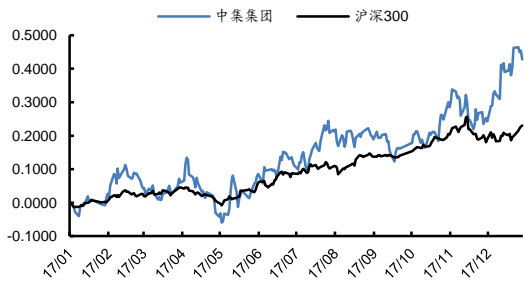
联系人：熊绍龙 S0350117070020

xiongs1@ghzq.com.cn

优质行业龙头，业务全面复苏

——中集集团（000039）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中集集团	14.0	23.0	44.0
沪深300	3.4	7.9	23.6

市场数据

2018-01-05

当前价格（元）	22.32
52周价格区间（元）	14.38 - 23.36
总市值（百万）	66578.09
流通市值（百万）	28248.48
总股本（万股）	298288.91
流通股（万股）	298218.96
日均成交额（百万）	273.34
近一月换手（%）	39.03

相关报告

《中集集团（000039）季报点评：业务全面复苏，集装箱及能源装备弹性充分》——2017-10-30

《中集集团（000039）事件点评：土地价值重估空间大，集装箱及能源装备业务持续复苏》——2017-10-10

《中集集团（000039）动态点评：受益集运和天然气行业复苏，公司业绩大幅好转》——2017-09-12

投资要点：

- **集团具备三大特征：**一是行业龙头地位，集装箱、半挂车、天然气装备、海工装备均处于行业领先地位，彰显优质性；二是强周期属性，受益于宏观环境复苏带来的业绩弹性；三是产业集群效应突出，“制造+服务+金融”模式带来业务协同。2018年，随着海外经济复苏确定性增强、油价趋势上行、天然气消费在国内进一步增长等因素驱动，集团将迎来确定性的业绩上行周期。
- **“四大四小”各业务板块全面复苏，ROE有望进入持续上升阶段。**集团的“四大”业务包括集装箱、道路运输车辆、能源化工装备及海工业务，2017年前三季度在集团营收占比约为80%；“四小”业务包括物流服务、空港装备、重卡、金融地产业务。集团在集装箱、道路运输车辆、能源化工、海工装备等领域已经确立行业领先地位，充分彰显了集团优质性。集团制造业务具备重资产属性，与全球经济活动紧密相关；随着海外经济逐步企稳以及海外基础投资品价格趋势上行，集团盈利能力有望进入持续提升阶段。
- **集装箱业务量价齐升，工业自动化降低生产成本。**海外经济逐步复苏，集运业回暖趋势明显，集运企业和租箱集团资本开支增加，集装箱业务在2017年呈现“量价齐升”态势。展望2018年，集装箱贸易量持续向好，奠定集装箱行业景气基调。且随着自动化车间在各个生产基地的逐步推广，生产成本有望下降，带来业绩弹性。
- **道路车辆业务增速较快，半挂车业务全球第一。**中集车辆是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及销售服务。该业务未来的增长来自于两方面：1) 全球经济复苏带来的需求。2) 环保治理要求下的车辆升级换代。我们维持该项业务稳健增长预期。
- **能源化工装备受益于国内天然气产业链的复苏，将迎来新一轮增长。**集团是国内稀缺的天然气设备全产业链布局的企业。“十三五”期间我国天然气消费增速将呈现两位数的快速增长，天然气设备需求强烈，集团能源装备板块业绩弹性较大。我们预计2017年中集安瑞科

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

(HK.3899) 归母净利润为 4.49 亿元，2018 年中集安瑞科归母净利润有望达到 8.07 亿元，业绩弹性充分。

- **海工装备受益于油价走高，将继续减亏。**一方面，集团积极引入外部战略投资者，降低海工装备业务的股权比例，消纳订单积压带来的短期业绩风险。另一方面，随着油价回升态势明确，集团海工业务有望迎来复苏。我们判断该业务将持续减亏。
- **围绕“制造+服务+金融”的战略定位，加快产业聚集，培养产业链优势。**集团物流业务和金融地产业务均围绕着核心制造业展开，业务布局上与制造业紧密配合。物流业务围绕着集装箱服务、海运及项目物流等展开，打造了集装箱全生命周期业务等优势业务。金融业务主要针对集团用户，提供“装备产品+金融服务”的一站式解决方案。
- **维持“买入”评级：**基于审慎性原则，暂不考虑资产注入及定向增发对集团业绩及股本的影响，保守预计 2017-2019 年集团收入分别为 740 亿元、811 亿元、872 亿元，对应归母净利润分别为 30.13 亿元、41.51 亿元、49.98 亿元，对应 PE 分别为 22、16、14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外经济复苏不达预期；国内经济增长不达预期；中集空港业务注入中国消防进度不达预期；定增进度不达预期；集团出现其他重大经营风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	51112	74029	81060	87175
增长率(%)	-13%	45%	9%	8%
净利润（百万元）	540	3013	4151	4998
增长率(%)	-73%	458%	38%	20%
摊薄每股收益（元）	0.18	1.01	1.39	1.68
ROE(%)	1.38%	7.15%	8.98%	9.77%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 业务全面复苏，龙头中集再出发	6
1.1、 “四大四小” 业务齐发力，业绩高增长可期	6
1.2、 集团资本运作引人注目，资产结构持续优化	9
2、 集装箱行业量价齐升，盈利能力大幅提升	11
2.1、 集运业持续复苏，集装箱销量持续增长	11
2.2、 稳坐全球集装箱龙头位置，量价齐升或可持续	13
2.3、 引入工业自动化，有望降低生产成本	14
3、 受益于制造业与贸易恢复增长，道路车辆市场需求活跃	14
3.1、 道路车辆业务国内一流，行销全球	14
3.2、 全球领先的道路运输车辆制造集团，半挂车销量全球第一	16
3.3、 经济环境趋好，道路车辆收入增速加快	17
4、 国内天然气产业复苏，能源装备业务迎来发展良机	19
4.1、 中集安瑞科是国内天然气装备的龙头	19
4.2、 天然气消费强劲复苏，能源装备有望持续增长	20
4.3、 化工及液态食品装备稳健增长	24
4.4、 2018 年中集安瑞科净利润有望达到 8 亿元	26
5、 受益行业复苏，海工装备有望反弹	27
5.1、 中集来福士处于行业第一阵营	27
5.2、 油气行业最坏时代或已过去，业绩有望迎来拐点	29
6、 受益全球经济温和复苏，物流装备稳中有升	30
6.1、 中集物流完美体现了“制造+服务”的业务协同	30
6.2、 四大业务线综合打造世界一流物流平台	32
6.3、 物流业务复苏，营收增速加快	34
7、 空港装备：全球竞争中成长孕育的“明珠”	35
7.1、 底蕴深厚，登机桥业务是中集集团的“名片”	35
7.2、 空港装备五大业务协同，综合竞争力全球领先	36
7.3、 空港设备收入稳步增长，归母净利润回升明显	39
7.4、 资本运作：拟将空港业务注入中国消防，打造又一上市平台	41
8、 重卡市场复苏明显，看好业务放量带来内生增长	43
8.1、 集团于 2009 年开始经营重卡业务，业务涉及 8 家子公司	43
8.2、 联合卡车产品定位中高端，优势明显应用市场广	44
8.3、 重卡市场继续复苏，重卡业务收入大幅增长	44
9、 金融地产业务是集团核心制造业的自然延伸	45
9.1、 金融业务：产融结合，助推集团产业发展	45
9.2、 房地产业务：“工转商”持续推进，土地增值空间大	46
10、 盈利预测与评级	47
11、 风险提示	50

图表目录

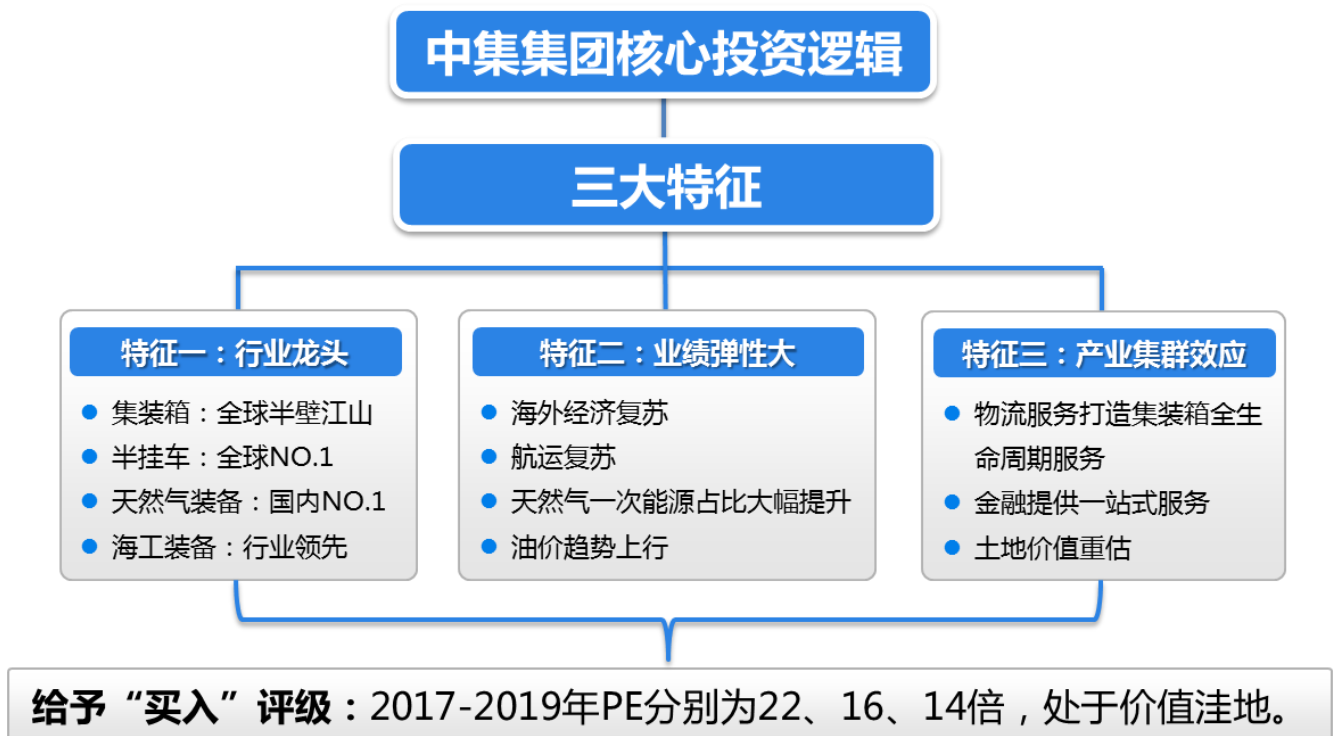
图 1: 集团核心投资逻辑	6
图 2: 集团业务划分为八个主要板块	7
图 3: 2017 年前三季度集团营收分项占比	7
图 4: 集团股权结构及主要业务板块划分	7
图 5: 2007A-2017H1 集团各板块毛利率变化	8
图 6: 2007A-2017H1 集团各板块净利率变化	8
图 7: 集团 ROE 有望进入持续上行区间	9
图 8: 2002A-2017Q3 集团资产负债率变化	11
图 9: BDI 指数创年内新高	12
图 10: CCFI 指数自去年 4 月份以来复苏明显	12
图 11: 租箱公司 2017 年前三季度盈利能力复苏	12
图 12: 租箱公司 2017 年前三季度资本开支增加	12
图 13: 集团历年干货集装箱销量	13
图 14: 集团历年集装箱均价	13
图 15: 全球集装箱贸易量、增速及预测	14
图 16: 集团道路车辆板块股权结构	15
图 17: 中集车辆股权结构	15
图 18: 道路车辆板块全球子公司运营情况	16
图 19: 中集车辆主要产品	17
图 20: 集团道路车辆业务收入 (亿元) 及其增速	18
图 21: 集团道路车辆业务净利润 (亿元) 及其增速	18
图 22: 集团道路车辆业务毛利率和净利率	18
图 23: 集团道路车辆业务销量及售价	18
图 24: 集团股权结构	19
图 25: 分业务营业收入 (亿元) 和总营收同比增速	20
图 26: 净利润 (亿元) 及同比增速	20
图 27: 中集安瑞科分业务毛利率及综合毛利率	20
图 28: 2017 年上半年天然气消费量重回两位数增长	21
图 29: 中集安瑞科发展并购历程	21
图 30: 中集安瑞科能源装备板块收入占总营收比重及增速	23
图 31: 中集安瑞科化工装备主要客户	24
图 32: 中集安瑞科化工装备占总营收比及增速	25
图 33: 中集安瑞科液态食品装备主要客户	25
图 34: 中集安瑞科液态食品装备占总营收比及增速	26
图 35: 集团海工板块下属公司关系	27
图 36: 集团海工业务主要产品	28
图 37: 集团海工业务发展历程	28
图 38: 集团海工业务营收及增长	29
图 39: 集团海工业务净利润	29
图 40: 国际原油价格走势	30
图 41: 中海油资本开支	30
图 42: 集团物流板块下属公司关系	31
图 43: 集团物流的组织架构	32
图 44: 集团物流板块四大业务线	32

图 45: 集装箱全生命周期业务.....	33
图 46: 物流业务营业收入 (亿元) 及其增速.....	34
图 47: 物流业务净利润 (亿元) 及其增速.....	34
图 48: 物流业务毛利率和净利率.....	35
图 49: 集团空港板块下属公司关系.....	36
图 50: 中集空港板块架构.....	37
图 51: 集团的登机桥设备.....	37
图 52: 中集空港为全球将近 100 个机场, 提供全套行李处理系统或其关键设备.....	38
图 53: 集团的摆渡车、平台车、食品车 (从左至右).....	38
图 54: 集团的救护车、消防车、特种消防车、消防器材 (从左至右).....	39
图 55: 集团的巷道堆垛式、平面移动式、垂直升降式、新型垂直升降式立体车库 (从左至右).....	39
图 56: 2008A-2017H1 空港业务营收 (亿元) 及其增速、占总收入比重、毛利率变化.....	40
图 57: 2012-2016 年空港业务归母净利润 (亿元) 及其增速变化.....	40
图 58: 在德利国际交易完成, 而天达交易未能完成后的股权图.....	42
图 59: 在德利集团交易和天达交易均完成后的股权图.....	42
图 60: 集团重卡板块下属公司关系.....	43
图 61: 2014A-2017H1 重卡业务营收 (亿元) 及其增速、毛利率变化.....	45
图 62: 集团金融业务营收及增速.....	46
图 63: 集团金融业务净利润及增速.....	46
图 64: 集团房地产业务营收及增速.....	47
图 65: 集团房地产业务净利润及增速.....	47
表 1: 集团历史上主要的直接融资情况.....	9
表 2: 2017 上半年全球主要集运企业盈利能力大幅改善.....	12
表 3: 全球竞争对手干货集装箱产量 (TEU).....	13
表 4: 中集安瑞科天然气全产业链布局.....	22
表 5: 能源板块主要竞争对手.....	23
表 6: 中集安瑞科盈利预测.....	26
表 7: 集团港口资源.....	33
表 8: 中集天达三大生产基地面积、生产产品及产能.....	36
表 9: 重卡板块主要产品系列及其特点、应用市场.....	44
表 10: 集团分业务业绩拆分.....	47
表 11: 中集集团盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响).....	51

1、业务全面复苏，龙头中集再出发

集团具备三大特征：一是行业龙头地位，集装箱、半挂车、天然气装备、海工装备、登机桥均处于行业龙头地位，彰显优质性；二是强周期属性，受益于宏观环境复苏带来的业绩弹性；三是产业集群效应突出，“制造+服务+金融”模式带来业务协同。2018年，随着海外经济复苏确定性增强、油价趋势上行、天然气消费在国内进一步增长等因素驱动，集团将迎来确定性的业绩上行周期。

图 1：集团核心投资逻辑

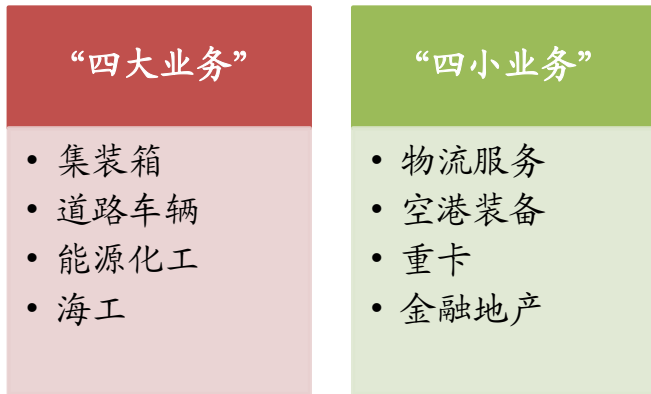


资料来源：国海证券研究所

1.1、“四大四小”业务齐发力，业绩高增长可期

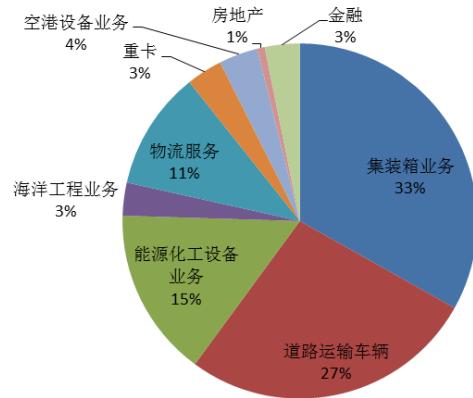
集团目前已经形成了“四大四小”八个主要业务板块。“四大”业务是指集装箱、道路运输车辆、能源化工及海工装备业务，在2017年前三季度实现营收分别为180.29、146.55、83.78、16.32亿元，同比增长分别为130.09%、40.01%、27.31%、-53.84%，而上半年增速分别为105.14%、38.59%、16.65%、-67.21%；上述四大业务在集团营收占比约为80%。“四小”业务方面，物流服务、空港装备、重卡、金融地产2017年前三季度实现营收分别为58.83、19.28、17.84、21.10亿元，同比增长分别为18.96%、11.19%、59.17%、-0.05%，而上半年增速分别为16.55%、4.65%、47.79%、1.12%。除金融地产和海工业务外，其他业务三季度延续强劲复苏态势。

图 2：集团业务划分为八个主要板块



资料来源：公司公告，国海证券研究所

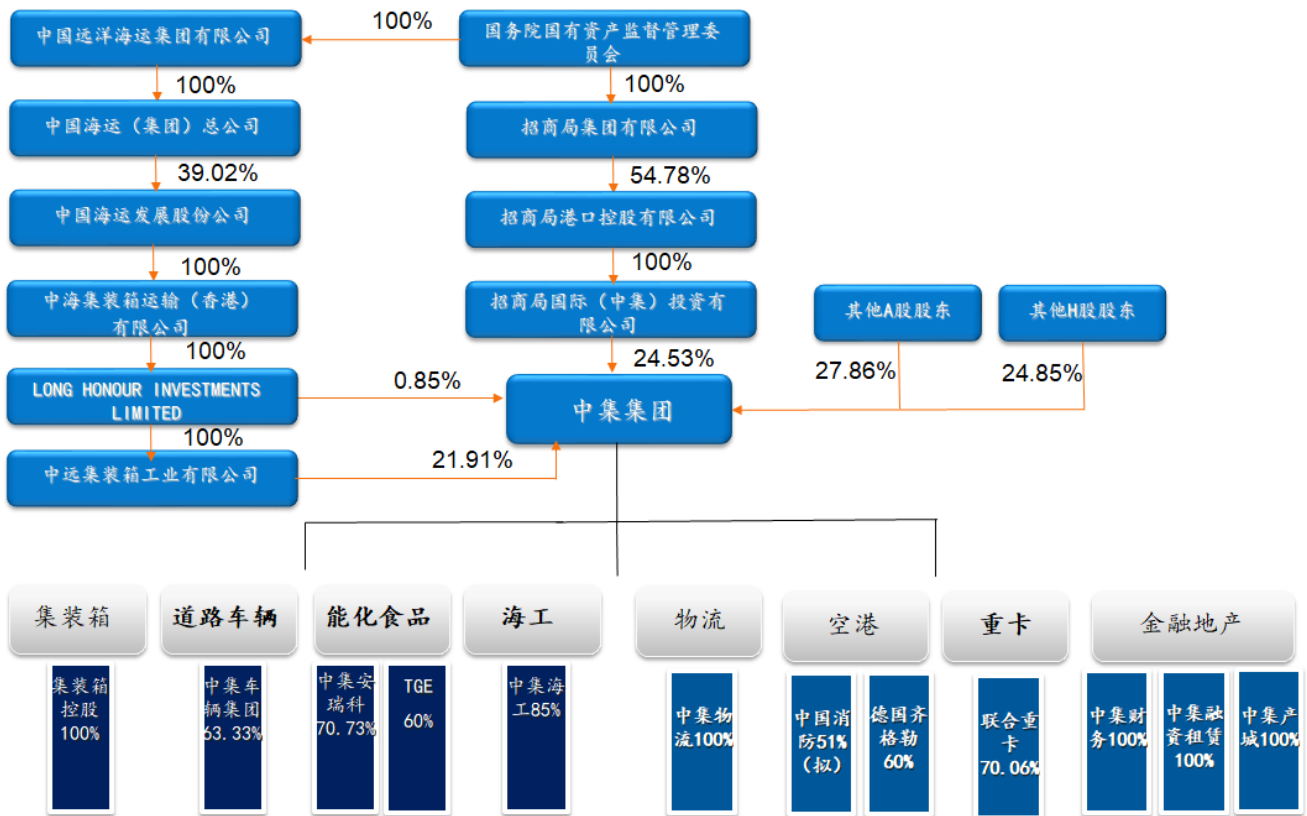
图 3：2017 年前三季度集团营收分项占比



资料来源：公司公告，国海证券研究所

集团围绕“制造+服务+金融”的战略定位，加快产业聚集，培养产业链优势。集装箱、道路车辆及重卡、能源化工、海工、空港均为制造业务，物流服务和金融地产有效整合资源，打通产业链，形成产业集群效应。

图 4：集团股权结构及主要业务板块划分

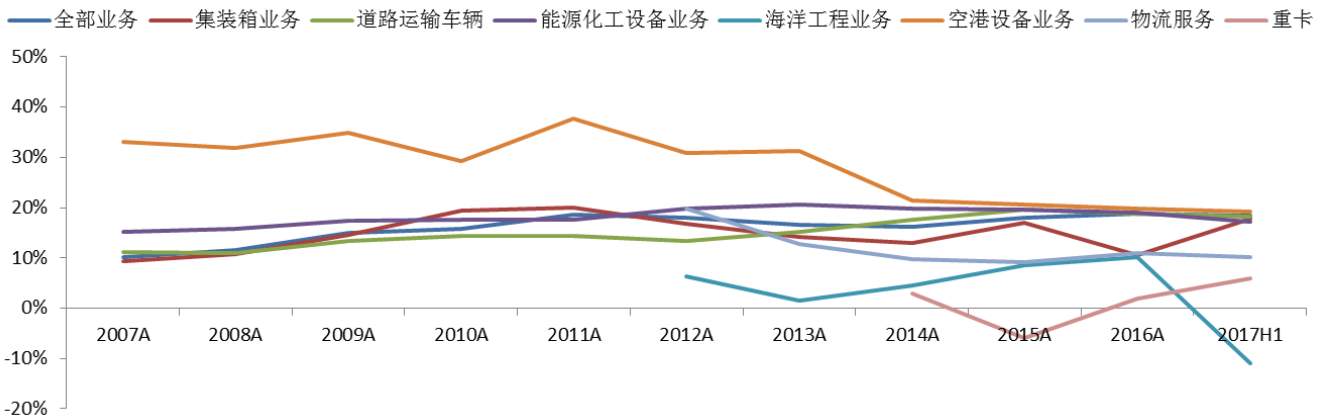


资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：各业务板块具体的构成详见以下各章节的介绍。

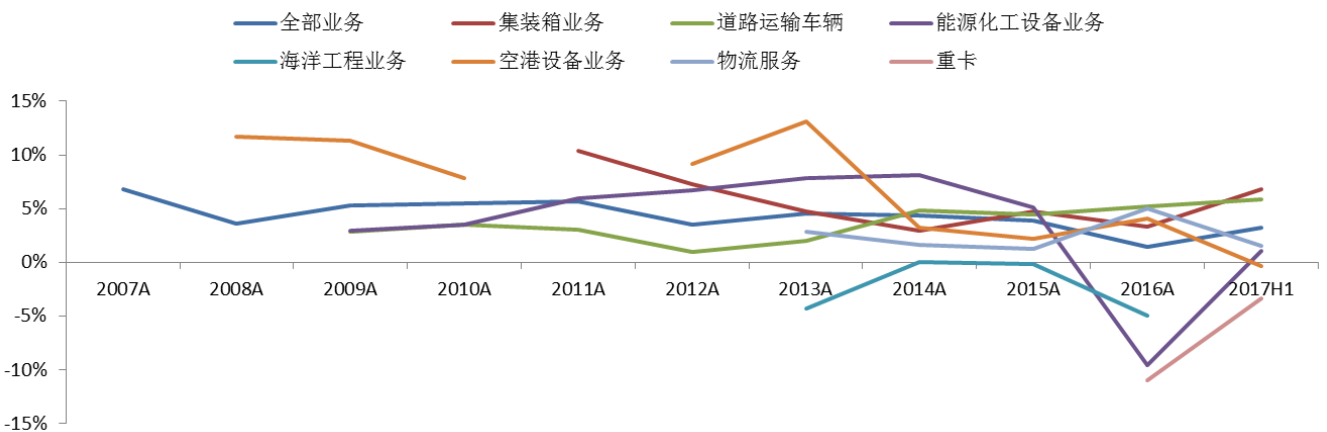
2018 年，随着海外经济复苏确定性增强、油价趋势上行、天然气消费在国内进一步增长等因素驱动，集团将迎来确定性的业绩上行周期。集团 2017 年前三季度综合毛利率为 18.38%，同比-0.48pct，环比-0.03pct；净利率 3.26%，同比+4.10pct，环比+0.07pct；由于原材料的上涨，整体毛利率出现小幅下滑，而期间成本费用大幅减少，净利率水平有所回升。

图 5：2007A-2017H1 集团各板块毛利率变化



资料来源：Wind 资讯，公司公告，国海证券研究所

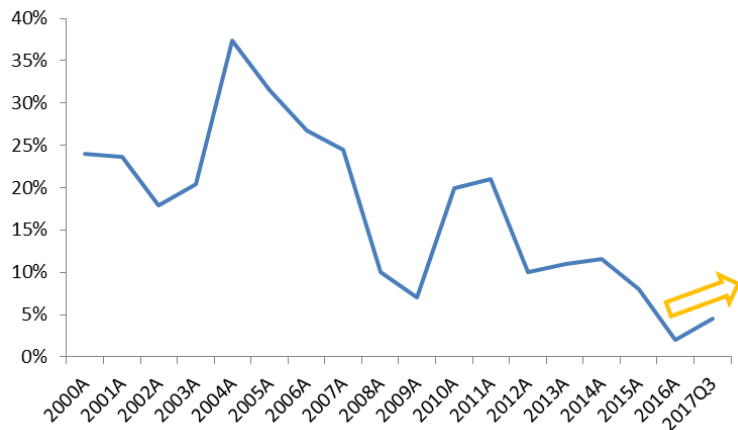
图 6：2007A-2017H1 集团各板块净利率变化



资料来源：Wind 资讯，公司公告，国海证券研究所

随着业务的全面复苏，集团 ROE 将进入持续上行区间。各业务板块中，集装箱业务、能源化工、空港装备弹性较大，未来几年有望带来持续的成长性，成为推动集团业绩增长的主力。地产业务由于土地价值重估将带来利润表的大幅优化，后续值得期待。我们已经观察到 2017 年以来的 ROE 触底回升，未来几年集团盈利能力将进一步优化。

图 7: 集团 ROE 有望进入持续上行区间



资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国海证券研究所

1.2、集团资本运作引人瞩目，资产结构持续优化

集团历年来开展了多轮资本运作，加速业务的扩展。2003 年 11 月，集团增发股份扩大建厂规模；2009 年 11 月，集团收购烟台莱佛士造船厂；2017 年 7 月，中集安瑞科完成对南通太平洋的收购。为打造空港业务板块，集团于 2012 年开始分别收购德利国际、德国齐格勒、中国消防的全部或部分股权。

当前资本运作的重点一：整合空港板块，拟注入中国消防。2017 年 12 月 4 日，集团发布公告，联营集团中国消防（00445.HK）拟以 29.92 亿元收购集团持有德利国际 78.15% 股权，同时作价 8.14 亿元收购少数股东持有的 21.26% 股权。再者，中国消防作价 6.11 亿元收购少数股东持有的天达剩余 30% 股权。交易完成后，集团对中国消防的持股比例将由原来的 30% 提升至 51% 的绝对控股（具体交易结构请参考本报告的 7.4 节）。此次交易完成后，将实现空港板块在港交所的整体上市计划；继中集安瑞科（3899.HK）之后，集团战略布局上将再增加了一个上市平台。

表 1: 集团历史上主要的直接融资情况

时间	事件	概述
1994 年 3 月 23 日	中集 B 股在深交所上市	首发价格 7.54 港币，首发数量 1300 万股。
1994 年 4 月 8 日	中集 A 股在深交所上市	首发价格 8.50 元，首发数量 1200 万股。
2003 年 11 月 14 日	增发股票	增发 1.20 亿股，占发行后总股本的 19%，募集资金 18 亿元(含发行费用)。
2007 年 6 月 28 日	收购荷兰博格工业公司 80% 股权	集团与博格的股东 Mr. Peter van der Burg 合资成立一家新公司 Newco，注册资本 6000 万欧元，其中集团出资 4800 万欧元，占 80% 股权，而 Newco 以 1.08 亿欧元价格收购博格的 100% 的权益，使集团获得 Newco 80% 的权益并成为其控股股东。
2007 年 7 月 30 日	与安瑞科达成并购协议	集团以 11.29 亿港元收购 Xinao Group International Investment Limited 持有的安瑞科 1.91 亿股，占安瑞科发行在外股份的 42.18%。

2008年3月12日	收购烟台莱佛士29.9%的股份	中集香港以每股1.41美元要约收购843.4万股烟台莱佛士股份，集团通过子公司中集香港、Sharp Vision Holdings Limited合计持有1.37亿股烟台莱佛士股份，约占烟台莱佛士所发行股份的50.01%，进而成为烟台莱佛士控股股东。
2012年8月28日	收购德利国际14.99%股本	中集香港的全资子公司Sharp Vision与德利国际签署协议，以0.13新加坡元/股的价格增发17.63%的股票，集团成为德利国际的单一最大股东，持股比例为扩大后股本的14.99%。
2012年12月14日	在深交所的B股退市	
2012年12月19日	在港交所上市	境外上市外资股以介绍形式在香港联合交易所有限公司主板上市，上市的股本为B股退市股本。
2013年11月7日	收购德国齐格勒	集团以5500万欧元(折合人民币约4.56亿元)收购德国齐格勒100%股权。
2014年8月21日	完成对德利国际的反向收购	中集香港将其所持有的中集天达70%股权、特哥盟将其所持有的中集天达的30%股权分别注入德利国际，而作为对价，德利国际分别向中集香港关联公司以及特哥盟定向增发新股，集团持有股份比例由14.99%提升至48.6%，特哥盟持有18.3%的股份。
2015年2月28日	中国消防和德国齐格勒换股	集团向中国消防出售德国齐格勒40%的股权，而中国消防向集团发行30%股份作为交易代价；在交易完成后，德国齐格勒将由集团及中国消防分别持有60%及40%的股权。
2016年4月21日	要约收购德利国际	全资附属公司Sharp Vision以0.735新加坡元/股的价格(后提高至0.85新加坡元/股)，收购尚未持有的德利国际的所有已发行股份(不包括特哥盟持有的股份，收购完成后，集团合计持有299,525,146股，占其已发行股份的77.72%，德利国际于2016年9月7日从新交所退市。
2017年7月5日	中集安瑞科重整收购南通太平洋100%股权	重整投资对价为799,800,000元，南通太平洋于2017年8月15日成为本集团的间接非全资子公司。
2017年9月14日	出售中集电商78.236%股权	中集投资以6.34亿元现金支付方式将其所持有的中集电商的78.236%股权全部出售给丰巢科技。
2017年12月5日	拟向中国消防出售德利国际	集团拟向联营公司中国消防注入本集团所持有的子公司德利国际78.15%股权，中国消防拟向德利国际的另一股东丰强收购21.26%股权，并拟向中集天达的另一股东裕运收购30%股权。
2017年12月20日	非公开发行A股申请恢复审查	拟发行价格不低于15.31元/股，发行金额不超过60亿元

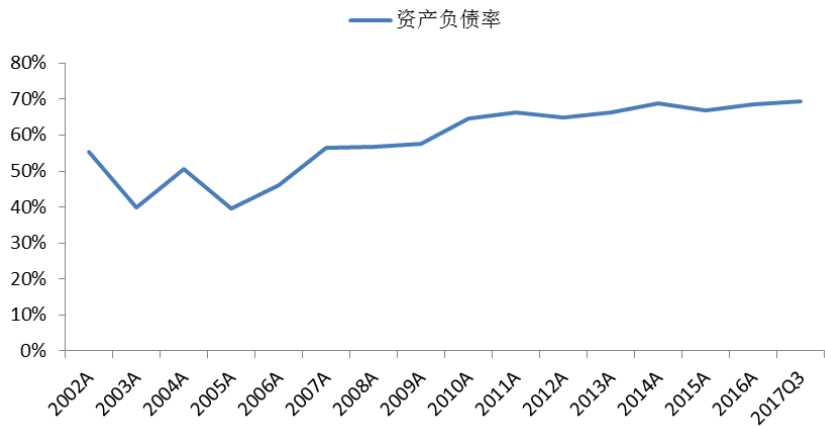
资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

当前资本运作的重点二：A股定增。根据公告，集团计划向不超过10名投资者非公开发行不超过3.92亿股股票，发行价为不低于15.31元/股，募集资金总额不超过60亿元。募投项目为：中集融资租赁有限公司增资项目20亿元，中集凤岗物流装备制造项目一期5.93亿元，青岛中集特种冷藏设备有限公司搬迁项目一期1.17亿元，多式联运公司项目0.78亿元，松山湖智荟园项目一、二、三期4.50亿元，松山湖智谷项目二、三、四期9.62亿元；另外补充流动资金18亿元。

近十年来，集团的资产负债率逐步走高，截止到2017年前三季度，集团资产负债率为69.49%。集团此次拟在A股非公开发行募资不超过60亿元，一旦成功将

有效降低资产负债率，降低财务成本；在经营环境持续优化的背景下，有利于集团稳健发展。

图 8：2002A-2017Q3 集团资产负债率变化



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

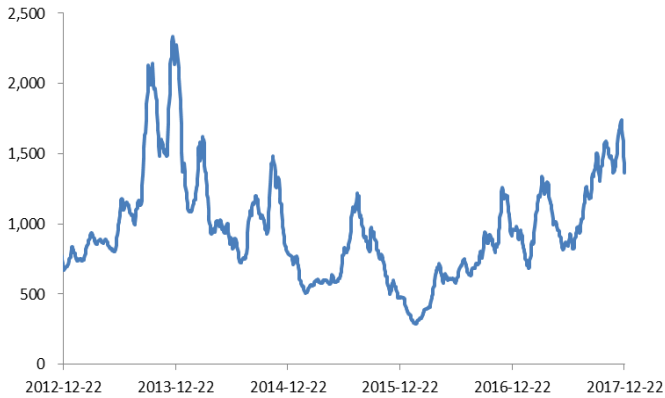
以下我们将按照“四大四小”的业务布局，分章节进行集团的业务分析与展望。

2、集装箱行业量价齐升，盈利能力大幅提升

2.1、集运业持续复苏，集装箱销量持续增长

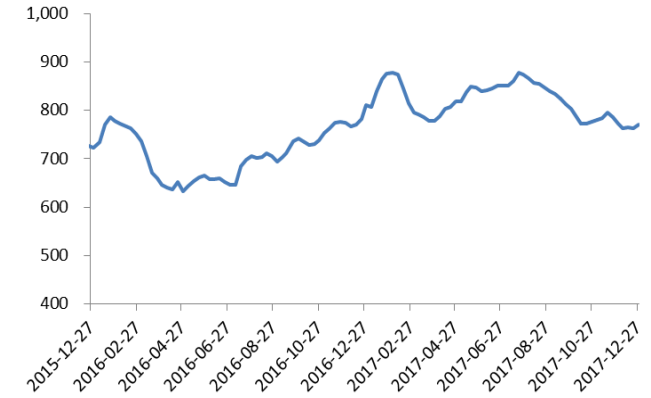
全球经济逐步复苏，集运业回暖趋势明显。由于持续多年的全球经济、贸易不景气，集运行业供需失衡致运价持续走低，2016 年集运业陷入全行业亏损的境地，多家航运公司相继展开并购重组，延缓了资本投资和对新箱的采购。2016 年三季度末随着韩进海运破产保护事件的发生，集运行业供给压力释放；2017 年以来全球经济复苏势头向好，国际干散货运输市场表现超预期，波罗的海干散货指数 (BDI) 从 2017 年 2 月的 710 点回升至 12 月的 1626 点，涨幅 129%。受益于全球经贸复苏带来的需求改善，集运行业的供需结构趋于优化，行业开始出现复苏；CCFI 指数从 2016 年 4 月 29 日历史最低点 632 上涨至 2017 年 12 月 1 日的 772，涨幅 22%，回暖趋势明显。虽然 8 月份以来 CCFI 指数有所回调，但我们认为主要是短期船运供给的增加，而不是需求的下降，行业复苏态势有望延续。

图 9: BDI 指数创年内新高



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 10: CCFI 指数自去年 4 月份以来复苏明显



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

集运业盈利能力改善, 带动集装箱量价齐升。随着下游集运业的复苏及供需结构的改善, 集运企业的盈利能力大幅改善, 马士基 2017 年上半年集运业务盈利 2.73 亿美元, 而去年同期亏损 1.14 亿美元。在此背景下, 集运企业增加资本开支的能力与意愿增强。

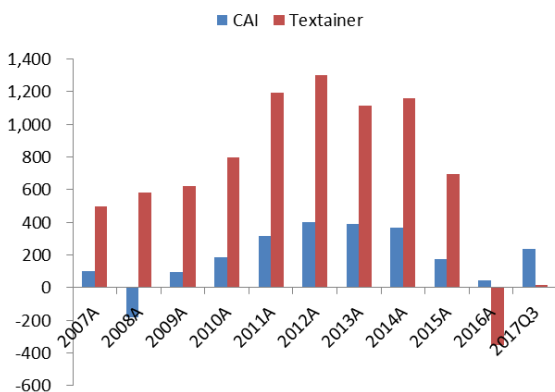
表 2: 2017 上半年全球主要集运企业盈利能力大幅改善

集运企业	全球运力排名	2017H1 盈利 (亿美元)	2016H1 盈利 (亿美元)
马士基	1	2.73	-1.14
中远海控	4	18.63	-72.09
赫伯罗特	5	-0.55	-1.65
长荣海运	6	1.01	-1.98
东方海外	7	0.54	-0.57

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

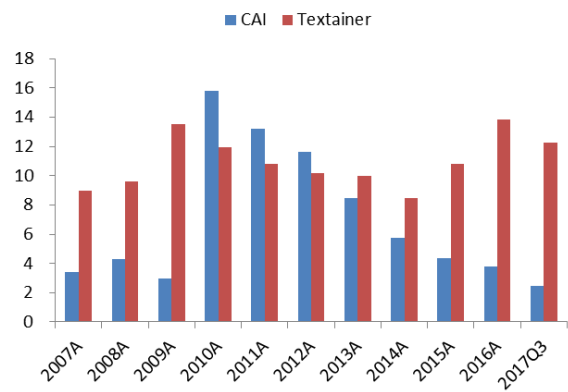
租箱公司盈利能力增强, 资本开支扩大。租箱公司是集装箱采购的另一重要力量。在经历了 2016 年的行业萧条之后, 全球主要的租箱公司均迎来了新一轮的复苏。以 Textainer 和 CAI 为例, 2017 年前三季度的净利润水平已经明显回升; 与此同时, 资本开支强度增加。我们认为租箱公司的集装箱采购需求随着行业趋势上升将具备可持续性。

图 11: 租箱公司 2017 年前三季度盈利能力复苏



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 12: 租箱公司 2017 年前三季度资本开支增加



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

2.2、稳坐全球集装箱龙头位置，量价齐升或可持续

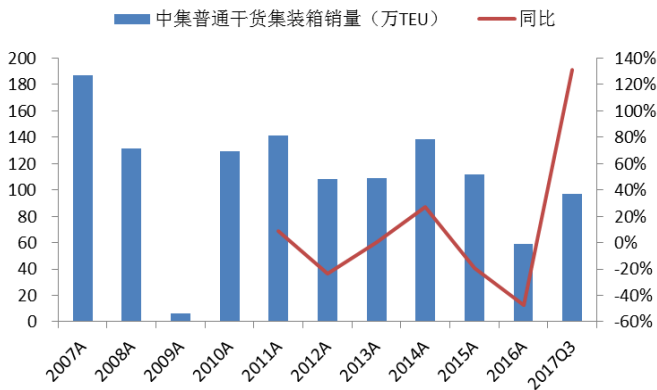
集团集装箱全球市占率近 50%，稳坐行业龙头。集运企业盈利能力的改善及业内水性漆环保自律公约的实施带动了集装箱的量价齐升。作为行业“稳稳”的龙头，集团 2017 年前三季度集团普通干货集装箱累计销售 96.93 万 TEU，同比增加 131.34%；2017 年前三季度集装箱均价为 1.48 万元/TEU，同比涨幅 29.82%。

表 3：全球竞争对手干货集装箱产量（TEU）

公司	2012A	2013A	2014A	2015A	2017E
中集集团	1,145,000	1,440,000	1,205,000	790,000	1,040,000
胜狮货柜	500,000	610,000	475,000	500,000	490,000
新华昌	405,000	525,000	365,000	260,000	255,000
东方国际	240,000	310,000	295,000	205,000	325,000
东莞马士集装箱工业有限公司	145,000	155,000	160,000	85,000	135,000
泛海集装箱	-	50,000	50,000	75,000	60,000
其他中国公司	50,000	55,000	30,000	25,000	10,000
全球其他	75,000	75,000	80,000	80,000	35,000
合计	2,560,000	3,220,000	2,660,000	2,020,000	2,350,000
中集集团市占率	22.36%	44.72%	45.30%	39.10%	44.26%

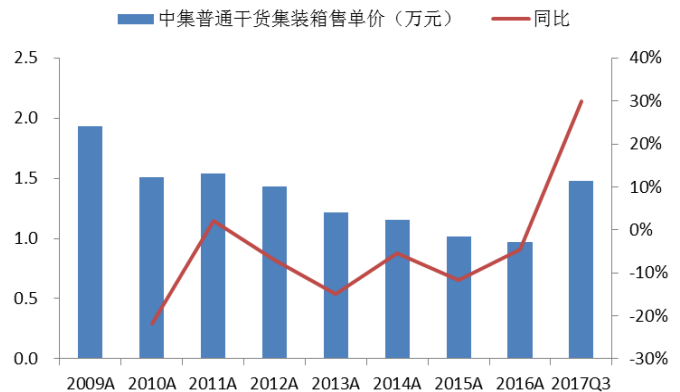
资料来源：World Cargo News，国海证券研究所整理

图 13：集团历年干货集装箱销量



资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

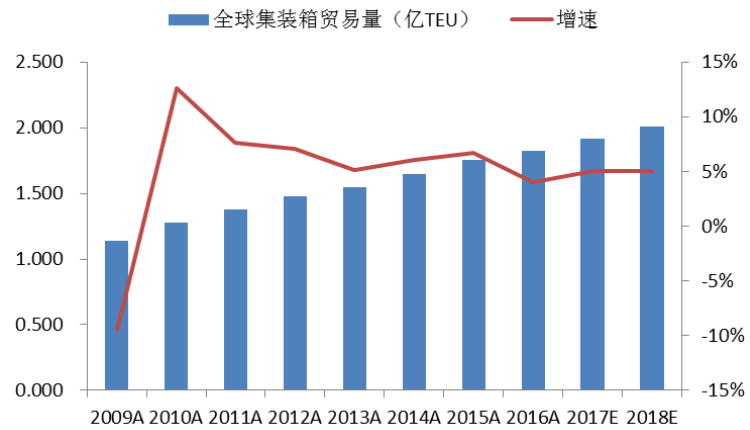
图 14：集团历年集装箱均价



资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

2018 年全球集装箱贸易量有望稳健增长，集装箱需求稳中向好。随着全球主要发达经济体经济复苏，出口形势向好。根据克拉克松最新报告，预计 2018 年全球集装箱贸易量持续上升，增速有望达到 5%。良好的外部贸易环境，将使得集装箱行业维持高景气度。一方面，海外经济复苏驱动需求增长；另一方面，海外基础投资品价格抬升将维持较高的钢材价格中枢，这将使得集装箱价格维持刚性。考虑到 2017 年集装箱价格呈现“前低后高”态势，基数效应下，我们认为 2018 年集团集装箱业务还将呈现“量价齐升”态势。

图 15: 全球集装箱贸易量、增速及预测



资料来源: 克拉克松, 国海证券研究所整理

2.3、引入工业自动化, 有望降低生产成本

集装箱生产过程中, 需要大量的焊接、打磨、油漆等复杂工艺, 对于专业蓝领技术工人的需求迫切。在当前人力成本大幅飙升的背景下, 集团招工难的问题凸显。为了解决这一矛盾, 集团率先在东莞工厂建立了首个集装箱无人生产车间, 并在集团内部作为标杆工厂进行展示, 未来有望全面推广。

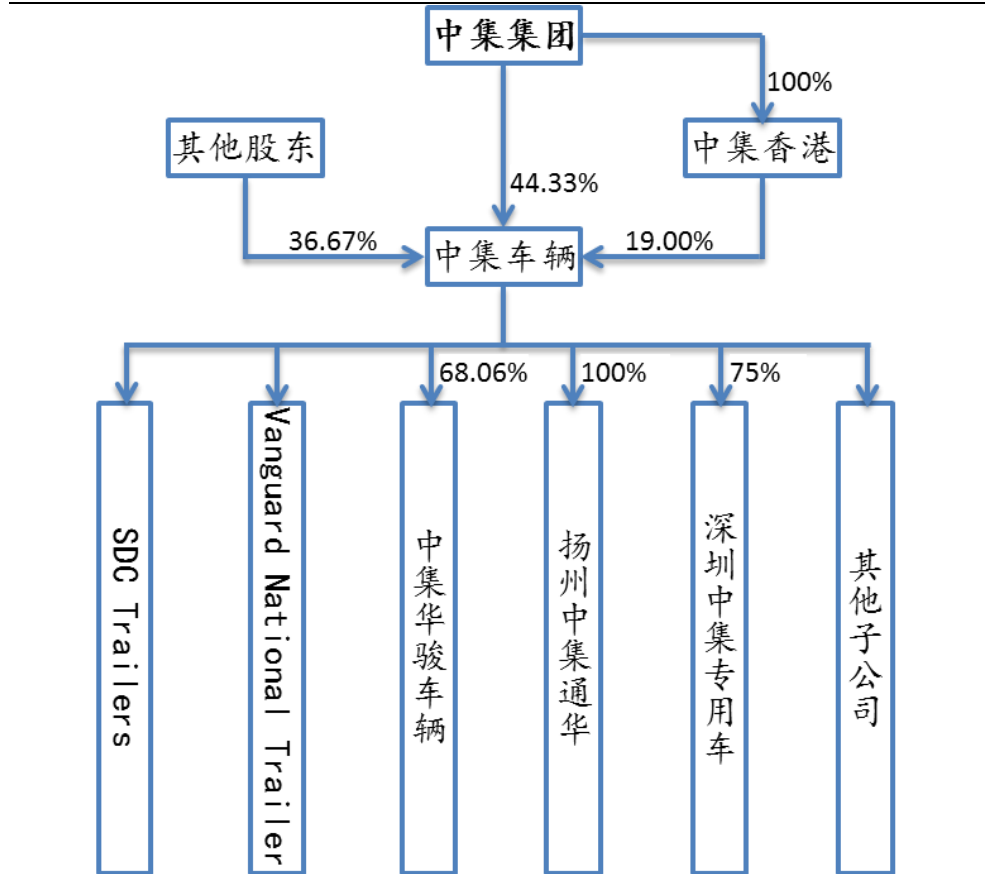
我们认为, 无人车间的推广将有效提升生产效率, 降低劳动成本, 集装箱业务的生产成本有望进入持续下降通道。

3、受益于制造业与贸易恢复增长, 道路车辆市场需求活跃

3.1、道路车辆业务国内一流, 行销全球

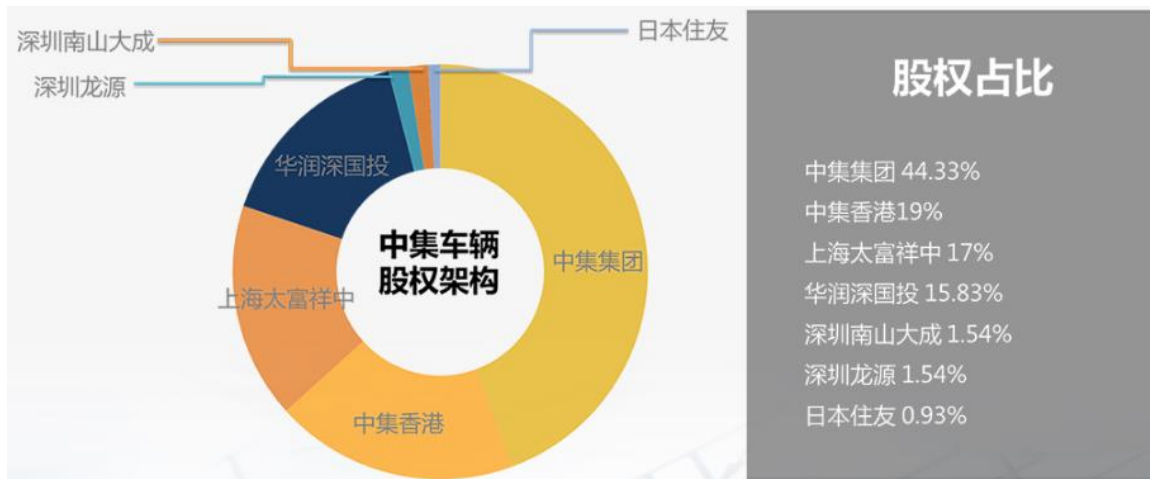
中集车辆创立于 2002 年, 是中国最大的道路运输车辆生产商之一。目前主要股东有中集集团、中集香港、华润国投、太富祥中、南山大成、龙源港城、住友商会。目前, 拥有海内外生产基地 29 个, 销售据点 600 个, 员工 13000 名, 年产能超过 20 万台, 在全球范围内拥有 34 家子公司, 47% 以上的半挂车产品行销美国、英国、欧洲、日本、澳大利亚等国际主流市场, 以及中东、东南亚、南美等新兴市场。

图 16: 集团道路车辆板块股权结构



资料来源: 集团官网, 企查查, 国海证券研究所整理

图 17: 中集车辆股权结构



资料来源: 集团官网, 国海证券研究所整理

图 18：道路车辆板块全球子公司运营情况

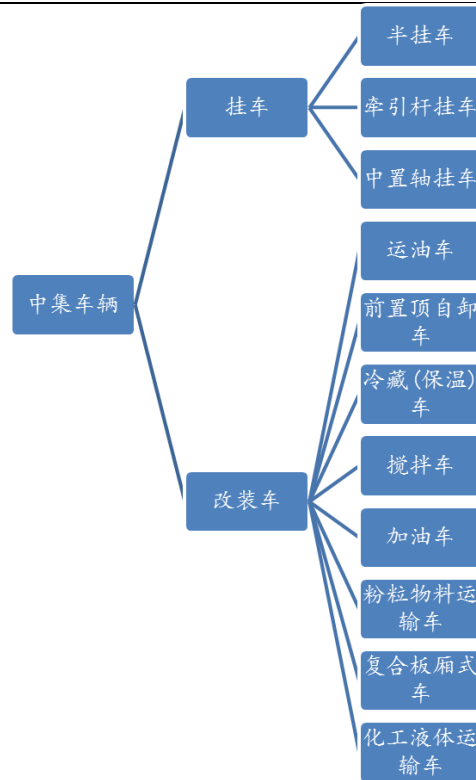


资料来源：集团官网，国海证券研究所整理

3.2、全球领先的道路运输车辆制造集团，半挂车销量全球第一

中集车辆是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，形成了十大系列、1,000多个品种的专用车产品线，产品包括集装箱运输半挂车、平板/栏板运输半挂车、低平板运输半挂车、车辆运输半挂车、仓栅车、厢式车、罐式车、自卸车、环卫车、特种车等。

图 19：中集车辆主要产品



资料来源：集团官网，国海证券研究所

中集半挂车享誉海内外，销量排名世界第一。据 ACT Research 发布的《2016 年全球半挂车产业分析预测报告》及国内相关数据显示，预计中集车辆半挂车业务全球市场份额在 10.5% 以上，销量继续蝉联榜首。其中，中国市场第一，新兴市场第一，欧洲市场第三，北美市场第五，其综合规模及实力已跻身全球专用车行业前茅。国际挂车行业知名媒体《Global Trailer》专栏“The world’s Top 30”全球挂车制造商排名，中集车辆位列第一。

(1) 中国物流半挂业务：集团在中国地区拥有 13 家工厂，工厂布局合理均衡，基本形成全国 500 公里半径产能覆盖。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。

(2) 美国物流半挂业务：集团在北美市场经过十余年探索，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。

(3) 新兴市场半挂业务：集团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

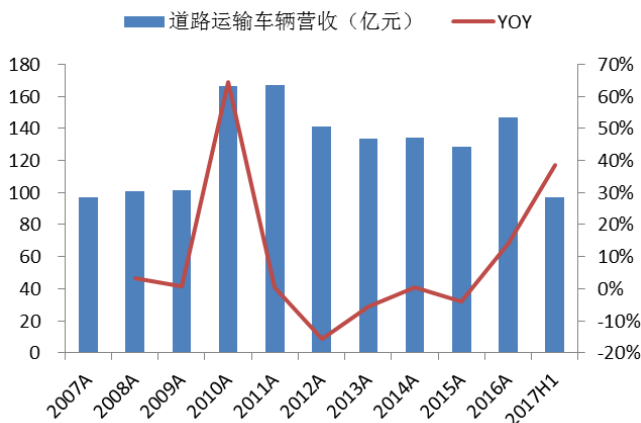
3.3、经济环境趋好，道路车辆收入增速加快

全球经济形势趋好，道路车辆行业复苏。2017 年上半年，全球制造业与贸易恢

复增长，中国经济形势趋稳。受惠于国家 2016 年出台的强制性标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》的政策影响延续，国内治超政策持续严格，道路运输车辆轻量化产品替换趋势明显；同时，国内基础设施建设开工项目增加，拉动城市智能渣土车增长行情。海外市场方面，北美市场货运表现仍保持强劲，欧洲随着经济复苏市场逐步回暖，新兴市场的局部地区市场需求活跃；2018 年海外经济复苏态势确定性强，将进一步拉动集团业绩的成长。

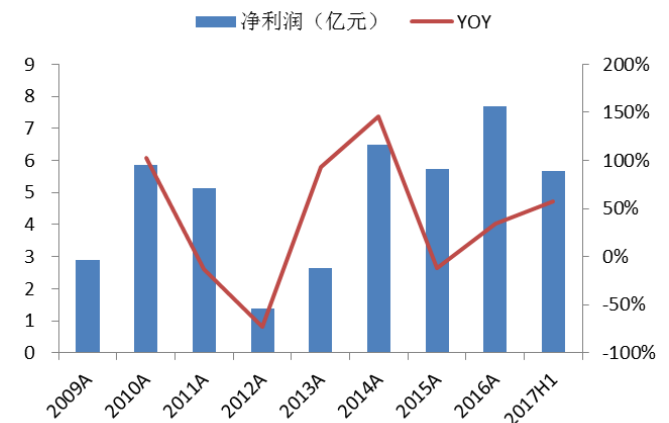
受惠于中国市场和欧洲市场业务的增长，集团道路车辆业务增速加快。2017 年上半年集团道路运输车辆业务实现营业收入（不包括重卡业务）97.20 亿元，同比增长 38.59%；实现净利润（不包括重卡业务）5.68 亿元，同比增长 56.96%；完成销量 8.15 万台，同比增长 39.90%；毛利率达 18.18%，净利率达 5.84%，盈利能力有所增强。

图 20：集团道路车辆业务收入（亿元）及其增速



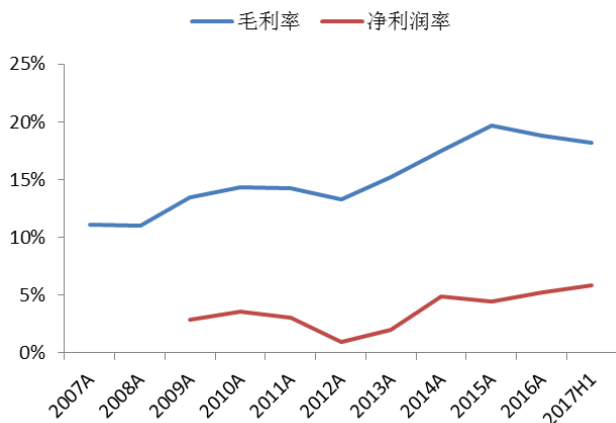
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 21：集团道路车辆业务净利润（亿元）及其增速



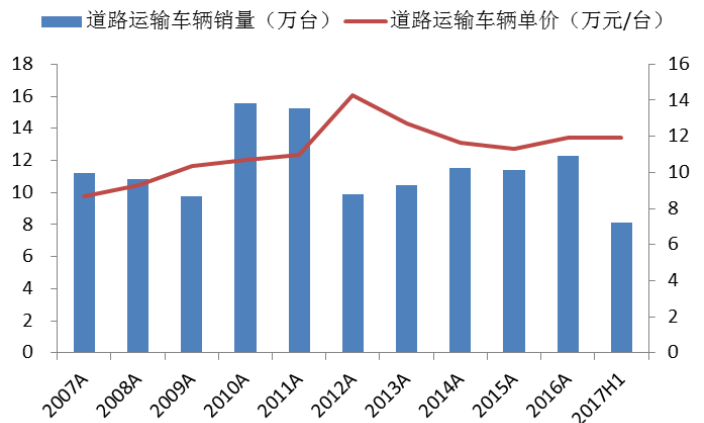
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 22：集团道路车辆业务毛利率和净利率



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 23：集团道路车辆业务销量及售价



资料来源：公司公告，国海证券研究所

集团道路车辆业务未来的增长主要来自于两方面：1) 全球经济复苏带来的需求。2018 年海外主要发达经济体复苏态势明确；中国市场延续经济稳中向好的态势，房地产和基建投资增速无需悲观。2) 环保治理要求下的升级换代。与此同时，

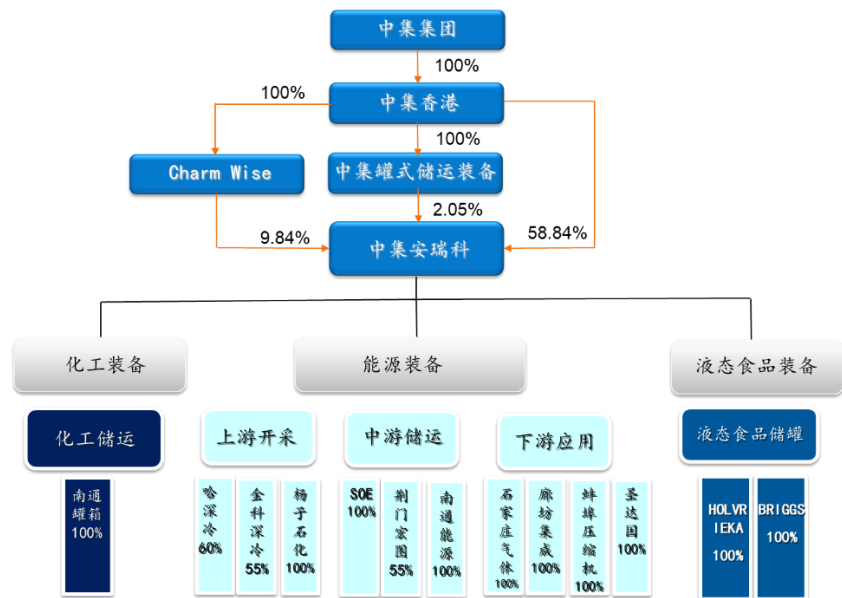
对道路交通中严重超速、超员、超限超载治理的推进、整治生产一致性、黄标换绿标、城市环境治理、车辆排放标准的提升等政策性措施的实施，将加快国内产业转型升级和产品更新换代的步伐。因此，我们维持该项业务稳健增长预期。

4、国内天然气产业复苏，能源装备业务迎来发展良机

4.1、中集安瑞科是国内天然气装备的龙头

中集安瑞科（HK. 3899）主要从事用于能源、化工及液态食品装备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。其中能源装备业务涵盖上游开采与加工、中游储存与运输及下游应用全产业链，是国内天然气产业链布局最全、体量最大的公司，行业龙头属性突出。

图 24：集团股权结构



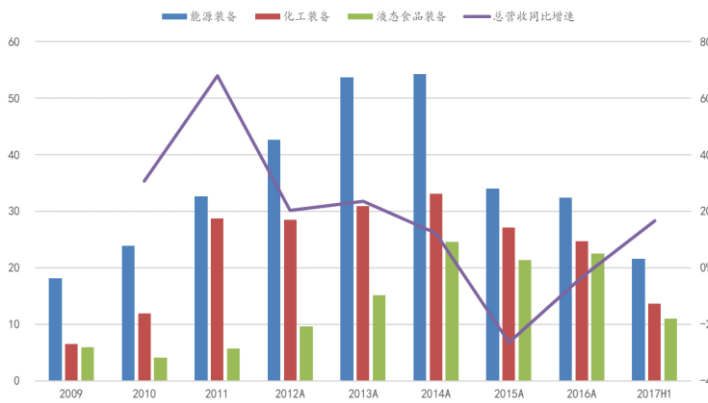
资料来源：公司公告，国海证券研究所

2015-2016 年，受国内天然气消费增速大幅下滑以及能源价格不利影响，集团子公司中集安瑞科能源、化工装备业务总体处于低位，而液态食品由于需求周期性较弱，每年装备采购规模较稳定，起到了对冲能化业务下滑的作用。2016 年由于中集安瑞科拟收购南通太平洋海工事件造成亏损，共计减值拨备 13.63 亿元，从而造成中集安瑞科大幅亏损，归母净利润为-9.29 亿元。中集安瑞科应收南通太平洋款项余额为 14.80 亿元，截至 2017 年 6 月 30 日一共计提 14.69 亿元，剩余未计提款项仅 0.11 亿元，风险已充分释放。

2017 年以来，随着国内天然气消费增速大幅增长以及化工行业的复苏，中集安瑞科 2017 年上半年实现营收 46.25 亿元，同比增长 16.65%，归母净利润为 0.75

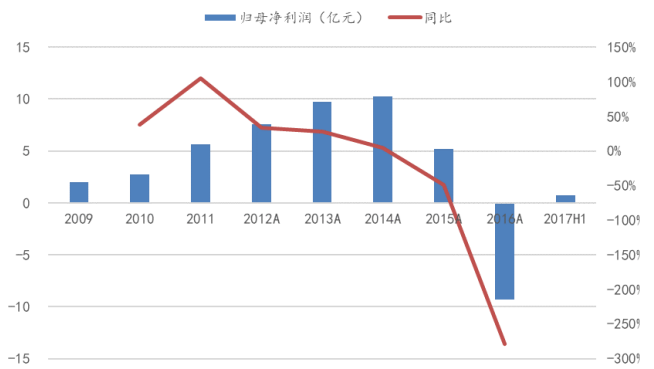
亿元，实现扭亏为盈。受益于天然气消费量及进口 LNG 快速增长，中集安瑞科 LNG 装备业务复苏最为强劲，能源装备业务实现营收 21.64 亿元，同比增长 49.7%。

图 25: 分业务营业收入 (亿元) 和总营收同比增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

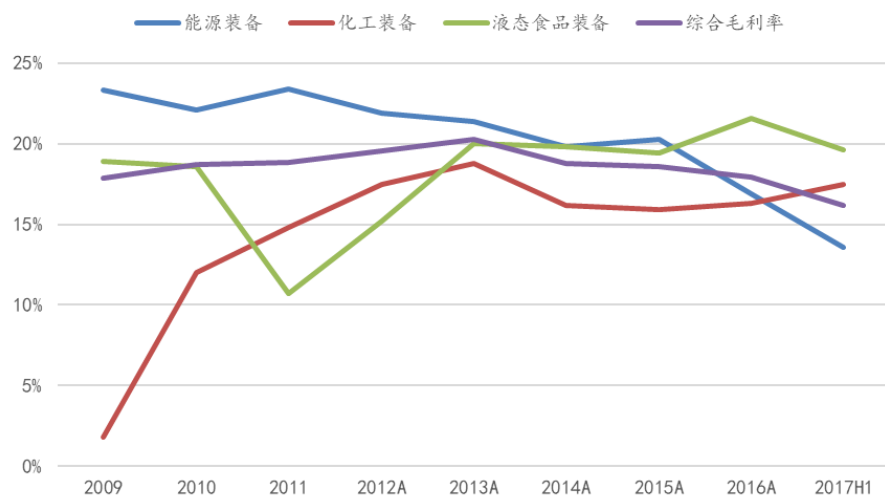
图 26: 净利润 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

中集安瑞科 2017 年上半年综合毛利率为 16.20%，相比 2016 年下滑约 1.7 个百分点，主要是由于天然气相关装备行业竞争加剧及中集安瑞科定价策略偏保守。2017 年下半年随着中集安瑞科定价策略的优化，毛利率有望企稳。2018 年随着中集安瑞科收入体量进一步增大，毛利率水平有望继续回升。

图 27: 中集安瑞科分业务毛利率及综合毛利率

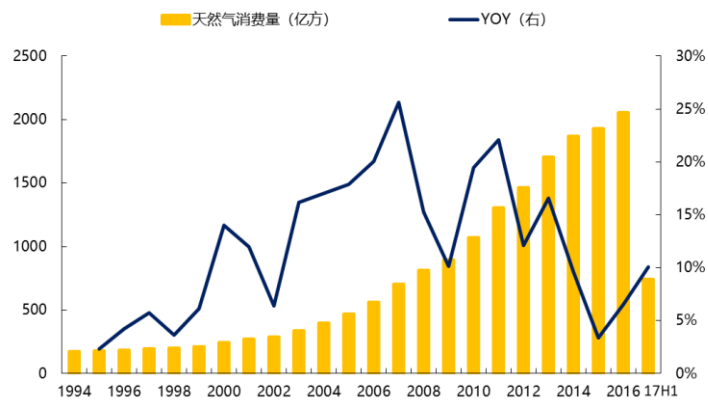


资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4.2、天然气消费强劲复苏，能源装备有望持续增长

2017 年上半年我国天然气消费量达 743 亿方，同比增长 10.10%，时隔 3 年重回两位数增长，天然气消费进入新一轮景气周期（关于天然气设备行业逻辑请参考国海证券研究所 2017 年 6 月份报告《天然气设备行业系列报告一：环保助推+气价下行，我国天然气设备行业迎来复苏》）。按照规划，到 2020 年我国天然气消费量占一次能源比重将达到 10%，CAGR 为 15%，设备行业迎来较大的发展机遇。

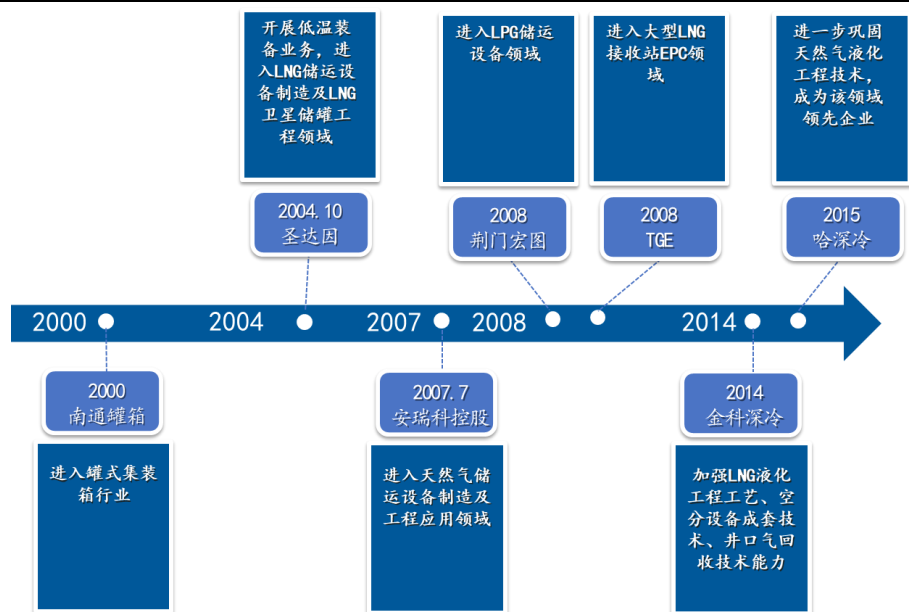
图 28：2017 年上半年天然气消费量重回两位数增长



资料来源：国家统计局，国海证券研究所整理

持续并购拓展，推进天然气全产业链布局。中集安瑞科自 2000 年在南通建设罐箱生产基地以来，多次开展外延并购和拓展，打通天然气产业链各个环节。2004 年 10 月，集团全资子公司中集车辆（集团）有限公司收购张家港圣达因 60% 股份，开展低温装备业务，进入 LNG 运输、存储设备制造和小型存储工程领域，并使中集低温装备业务规模持续保持国内领先地位；2007 年 7 月，收购安瑞科控股有限公司 42.18% 股份，构建中集安瑞科整体框架，以此为平台，整合能源、化工及液态食品装备板块，进入天然气储存、运输及加工装备制造及应用工程领域。集团 2008 年收购 TGE GASINVESTMENT SA 公司 60% 股份（TGE 股权在集团，业务由安瑞科代管），进入 LNG 接收站领域；同年收购荆门宏图特种飞行器制造有限公司 80% 的股权，进入 LPG 装备领域，至此完成 CNG、LNG、LPG 三大能源储运装备的布局；重组四川金科深冷设备有限公司（2014 年收购 55% 股权）与辽宁哈深冷气体液化设备有限公司（2015 年收购 60% 股权），整合形成新“哈深冷”公司，使中集安瑞科成为国内天然气液化领域领先企业。



图 29：中集安瑞科发展并购历程



资料来源：中集安瑞科公司公告，国海证券研究所

表 4: 中集安瑞科天然气全产业链布局

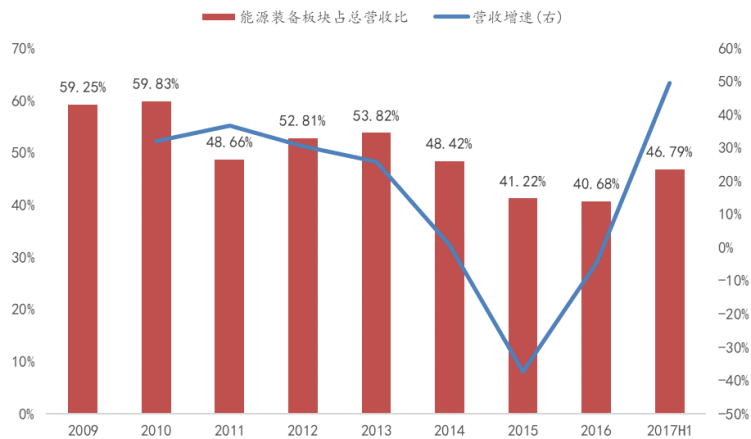
业务板块	产业链	分产品	图片示例
能源装备	上游: 能源开采与加工	天然气、煤层气、焦炉气液化装置	
		井口气回收装置	
		LNG 接收站	
	中游: 能源储存与运输	LNG/CNG 运输车	
		CNG 储气瓶组	
		LNG 低温储罐	
		液化气 (LPG/LEG/LNG) 船	
		CNG 液压式子站	
	下游: 能源应用	CNG 压缩式加气子站	

	LNG/CNG 气瓶	
	LNG/CNG 加气站	

资料来源：中集安瑞科公司公告，国海证券研究所

能源装备为中集安瑞科营收占比最大的板块：2013-2016 年能源装备业务板块对集团整体营收贡献率呈现下降趋势，2016 年下降至 40.68%，但仍为营收占比最大的板块。2017 年上半年随着天然气消费量的增长，集团能源装备业务迎来强劲复苏，营收占比提升至 46.79%。

图 30：中集安瑞科能源装备板块收入占总营收比重及增速



资料来源：公司公告，国海证券研究所

中游储运设备环节优势明显，全产业链布局享受行业成长红利。在 LNG 槽车、LNG 小型卫星储罐领域，中集安瑞科市占率均在 50%以上，具有一定的议价能力，主要竞争对手为查特工业、富瑞特装。在 LNG 气瓶领域，中集安瑞科市占率约 30%，整体规模要小于富瑞特装。在 LNG 大型接收站储罐领域，中集安瑞科依托德国 TGE 公司丰富的项目经验，联合扬子石化公司陆续拿下新奥舟山、广汇启东 LNG 储罐项目，相比三桶油旗下的工程建设公司具有较强的竞争优势。

表 5：能源板块主要竞争对手

业务模块	市占率	2017H1 营收(亿元)	主要竞争对手
LNG 槽车	50%	4.15	查特工业、富瑞特装
LNG 气瓶	30%	2.9	富瑞特装（2017H1 气瓶营业收入 4.8 亿）、查特工业
LNG 卫星储罐	50%	2.2	查特工业
LNG 大型储罐	-	1.8	中石油中国寰球、中石化工程建设公司、中核华兴等

LNG/CNG 加气站 - 0.6 厚普股份(2017H1 加气站营业收入 1.17 亿左右)、查特工业、耐德工业

资料来源: 各上市公司公告, 国海证券研究所整理 (市占率数据来自草根调研)

4.3、化工及液态食品装备稳健增长

中集安瑞科的化工装备业务包括提供液体罐箱、气体罐箱、粉末罐箱、修箱和旧箱翻新服务, 以及基于罐箱产品的制造能力和核心技术支撑, 提供相关系统解决方案。中集安瑞科液体罐箱是全球第一大品牌, 2004 年开始液体罐箱产销量连续十二年居全球第一。

罐式集装箱行业客户集中度较高, 主要以国际物流公司和租箱公司为主, 包括中铁集装箱、中化国际、CRONOS、EXSIF、TAL、seaco 等。目前, 国内主要罐式集装箱制造企业除中集安瑞科外, 还包括胜狮集团、新华昌集团和四方冷链。

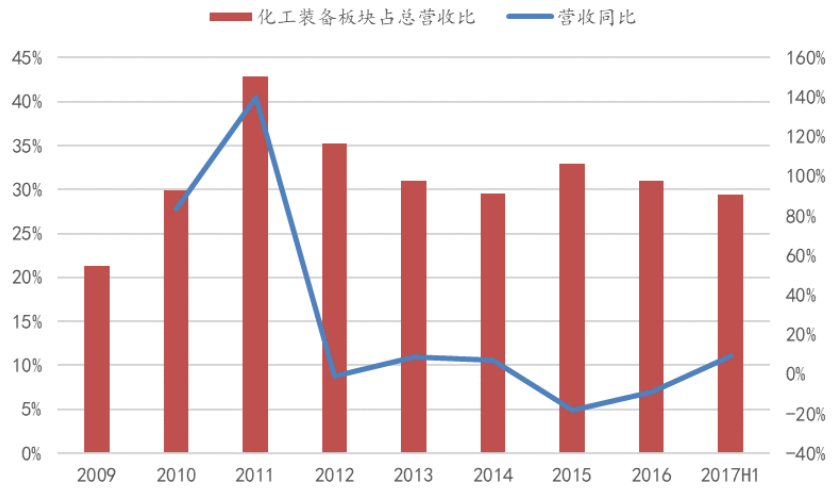
图 31: 中集安瑞科化工装备主要客户



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2015-2016 年, 全球经济增长放缓, 中集安瑞科化工装备板块营收出现下滑; 2016 年, 化工装备业务实现营业收入 24.72 亿元, 同比下降 8.78%。2017 年以来, 随着全球经济的复苏及能源价格的企稳回升, 化工板块出现复苏迹象, 2017 年上半年营收 13.63 亿元, 同比增长 9.26%, 我们预计未来两年化工装备板块将维持 10% 左右的增长。

图 32: 中集安瑞科化工装备占总营收比及增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

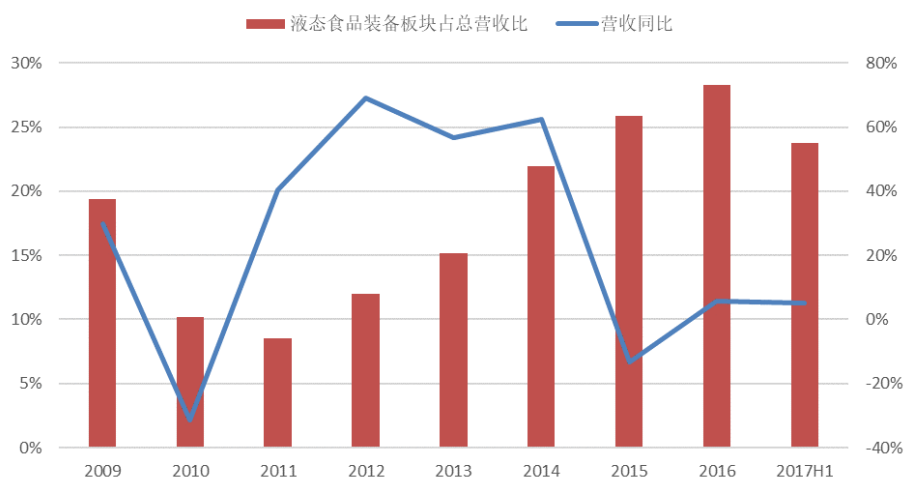
中集安瑞科液态食品装备板块 2011-2014 年增长迅速, 专注于为啤酒、果汁及牛奶等液态食品提供不锈钢储罐产品及储存服务。中集安瑞科在啤酒领域具有较强的竞争力, 客户包括喜力、嘉士伯等全球巨头。2015 年以来, 中集安瑞科液态食品装备业务增速进入新常态, 我们预计未来两年将维持 6% 左右的稳健增长。

图 33: 中集安瑞科液态食品装备主要客户



资料来源: 中集安瑞科公司公告, 国海证券研究所

图 34: 中集安瑞科液态食品装备占总营收比及增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4.4、2018 年中集安瑞科净利润有望达到 8 亿元

中集安瑞科是国内稀缺的天然气管道设备全产业链布局的企业, 将充分受益于国内天然气管道产业的长周期复苏, 能源装备板块业绩弹性较大; 同时化工装备及液态食品装备有望维持稳健增长。我们预计 2017 年中集安瑞科归母净利润为 4.49 亿元, 2018 年将达到 8.07 亿元。各分项业务预测如下表所示。

表 6: 中集安瑞科盈利预测

营业收入 (亿元)	2016A	2017H1	2017E	2018E	2019E
能源装备	32.41	21.64	48.62	58.34	67.09
YOY	-4.59%	49.47%	50.00%	20.00%	15.00%
化工装备	24.72	13.63	27.19	29.91	32.90
YOY	-8.78%	9.26%	10.00%	10.00%	10.00%
液态食品装备	22.55	10.98	23.90	25.34	26.86
YOY	5.62%	5.25%	6.00%	6.00%	6.00%
合计:	79.68	46.25	99.71	113.59	126.85
YOY	-3.32%	16.65%	25.14%	13.92%	11.68%
毛利率%	17.90%	16.20%	17.99%	17.93%	17.89%
能源装备	16.90%	13.60%	17.00%	17.00%	17.00%
化工装备	16.30%	17.50%	18.00%	18.00%	18.00%
液态食品装备	21.60%	19.60%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利 (亿元)	14.26	7.49	17.94	20.37	22.70
中集安瑞科能源装备	5.48	2.94	8.26	9.92	11.41
中集安瑞科化工装备	4.03	2.39	4.89	5.38	5.92
中集安瑞科液态装备	4.87	2.15	4.78	5.07	5.37
三费 (亿元)	-11.44	-5.71	-12.30	-12.30	-12.30

销售费用	-2.80	-1.66			
管理费用(行政费用)	-7.57	-3.62			
财务费用(融资成本)	-1.07	-0.43			
三费占营收比	14.36%	12.35%	12.34%	10.83%	9.70%
减值拨备(亿元)	13.63	1.06	1.06	0.00	0.00
中集安瑞科归母净利润(亿元)	-9.29	0.75	4.49	8.07	10.40
YOY	-279.00%	-	498.26%	79.74%	28.98%
净利润率(%)	-11.66%	1.62%	4.50%	7.10%	8.20%
中集集团所属净利润(亿元)	-6.58	0.53	3.18	5.71	7.36

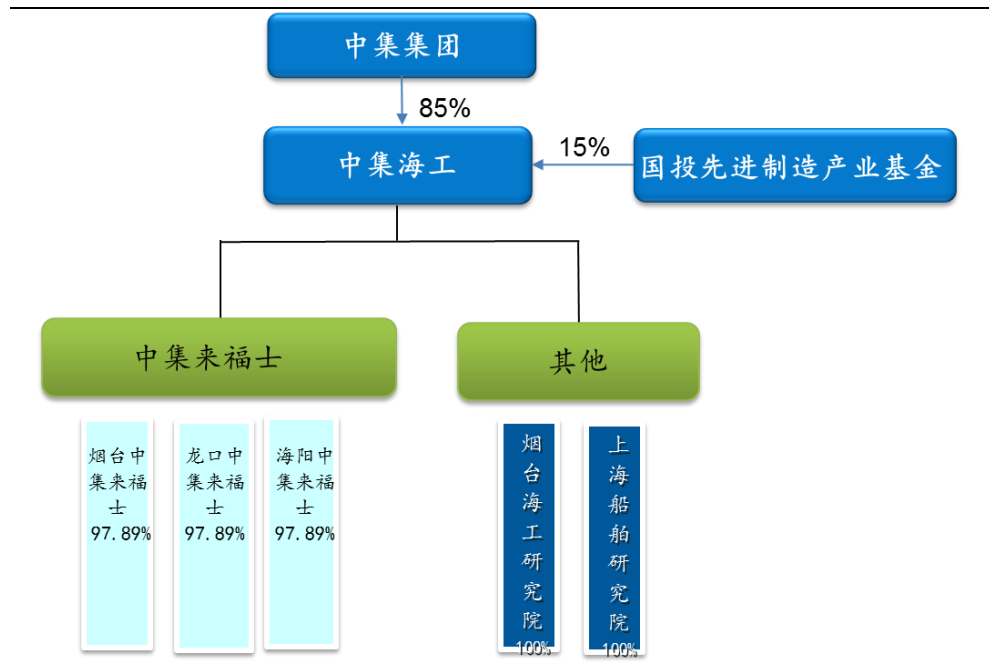
资料来源：公司公告，Wind 资讯，国海证券研究所整理

5、受益行业复苏，海工装备有望反弹

5.1、中集来福士处于行业第一阵营

海工装备的运营主体为全资子公司中集来福士，主要业务包括半潜式钻井平台、半潜式生活平台、自升式钻井平台、自升式生活平台、自升式气体压缩平台、多功能海洋服务平台、浮式生产储油船、起重船、铺管船、海工支持船、远洋拖轮、中高端游艇，以及其它船舶的设计与建造，产品涵盖大部分海洋工程产品。

图 35：集团海工板块下属公司关系



资料来源：公司公告，企查查，国海证券研究所

图 36: 集团海工业务主要产品



资料来源: 中集来福士公司官网, 国海证券研究所

中集来福士是中国最早进军高端海洋工程装备设计制造的专业海工企业, 在半潜式平台、自升式平台和高端海洋工程船舶领域积累了丰富的项目经验。截止 2016 年 12 月, 中集来福士已交付 12 座半潜式平台 (9 座半潜式钻井平台、2 座半潜式起重生活平台、1 座半潜式生活平台), 是中国唯一拥有挪威北海恶劣海况半潜钻井平台批量交付业绩的海工企业。中集来福士半潜式钻井平台手持订单占全球半潜式钻井平台手持订单的 25% (2016 年 12 月), 已成为全球半潜钻井平台主流供应商。此外, 中集来福士在自升式平台和高端海洋工程船舶设计建造方面也有批量交付业绩, 是全球 Super M2 自升式钻井平台最大建造商, 已交付 8 座, 在建 4 座。在其它海工装备方面, 中集来福士创造了很多中国第一: 交付中国第一艘大型深水铺管船, 交付中国第一艘深水抛石船, 交付了全球第一座圆筒型 FPSO, 2017 年 2 月交付了全球最先进的超深水双钻塔半潜式钻井平台“蓝鲸 1 号”。

图 37: 集团海工业务发展历程

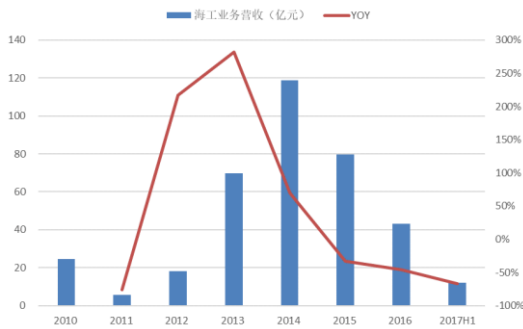


资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2010 年集团完成对于来福士的收购以来, 先后由于产品交付进度不及预期、油价下跌订单积压等原因, 导致出现长时间的亏损。2017 年上半年营收 12.15 亿元, 同比大幅下滑 67.21%, 净利润亏损 5.50 亿元, 去年同期为亏损 0.04 亿元。面对严峻的形势, 中集来福士积极开拓深海养殖牧场、浮式发电船、超深水半潜平台等新兴业务, 2017 年上半年中集来福士新增订单 2.3 亿元; 同年 4 月, 与

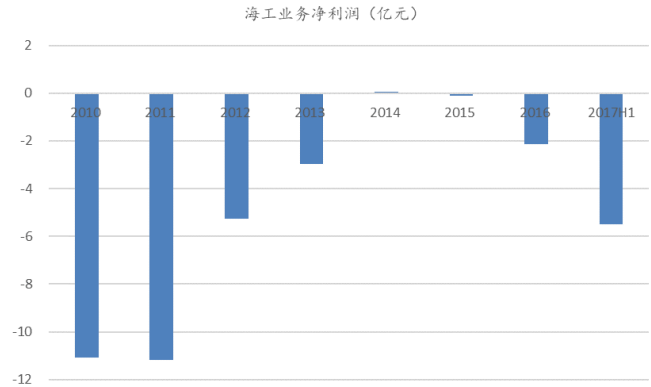
挪威 Ocean Aquafarms AS 公司签订了潜在价值 2.5 亿美元的深海养殖装备意向建造书；5 月，与印尼电力运营公司 Haruma 签订 250MW+60MW 两座浮式发电船（FPP）合作协议。中集来福士自主设计建造的目前全球作业水深、钻井深度最大的半潜式钻井平台——蓝鲸 1 号的可燃冰项目租约于 2017 年 2 月起租，3 月 28 日开钻，5 月 18 日试采成功，标志着我国海域可燃冰勘探开发实现世界领跑，并获得了国务院贺电。

图 38: 集团海工业务营收及增长



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 39: 集团海工业务净利润



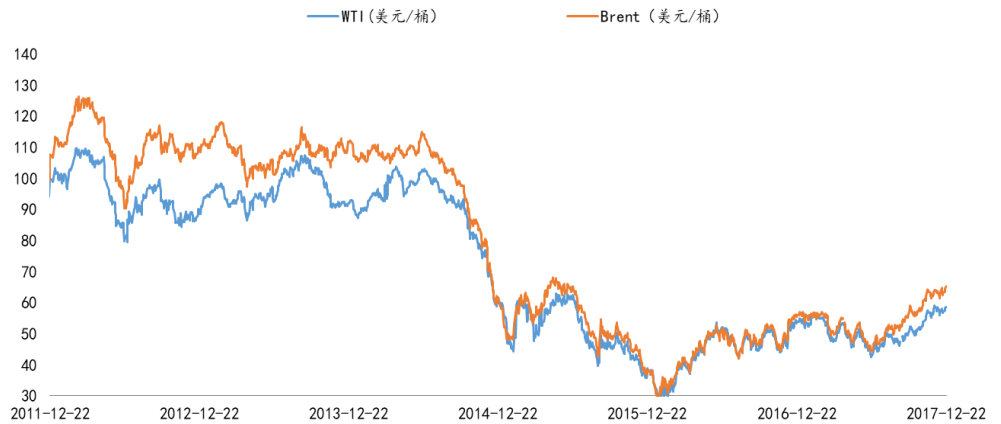
资料来源：公司公告，国海证券研究所

积极引入战略投资者，共同抵御行业寒冬。由于海工行业存在持续亏损，且需要大量的资源投入，因此集团全资子公司中集海工以增资扩股方式引进战略投资者国投先进制造产业投资基金（有限合伙），基金以 10 亿元获得中集海工 15% 的股权，共同抵御行业风险，且已于 2017 年 12 月份完成股权过户手续。

5.2、油气行业最坏时代或已过去，业绩有望迎来拐点

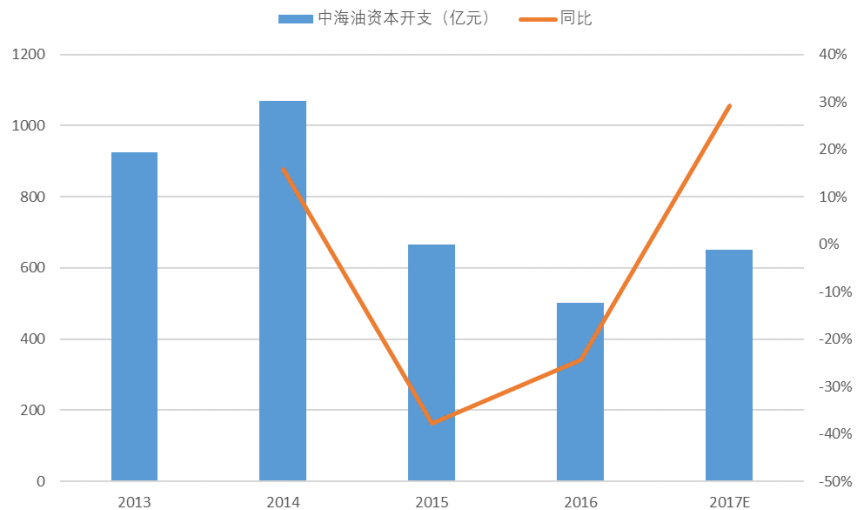
受 OPEC 限产及全球经济复苏影响，原油供需再平衡可期，油价呈现上涨趋势。一方面，OPEC 减产协议执行率高，年初至今各国总计减产 180 万桶/年，且大概率会延长协议执行期限，原油供给有望得到进一步收缩；另一方面，IMF 预计 2018 年全球 GDP 增速将上行至 3.7%，远超 2016 年的 3.21%，全球经济的复苏有望推动原油需求的增长；近期 ICE 布油持续上涨至 60 美元/桶左右，屡创 2016 年 1 月份以来的新高，反映行业供需关系正在发生积极改变。与此同时，油价的企稳回升也推动了石油企业资本开支预算，中海油 2017 年资本支出总额计划为 600-700 亿元，同比增长 19.3%-39.2%。集团作为全球海工装备的龙头企业，将充分受益行业复苏。

图 40: 国际原油价格走势



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 41: 中海油资本开支



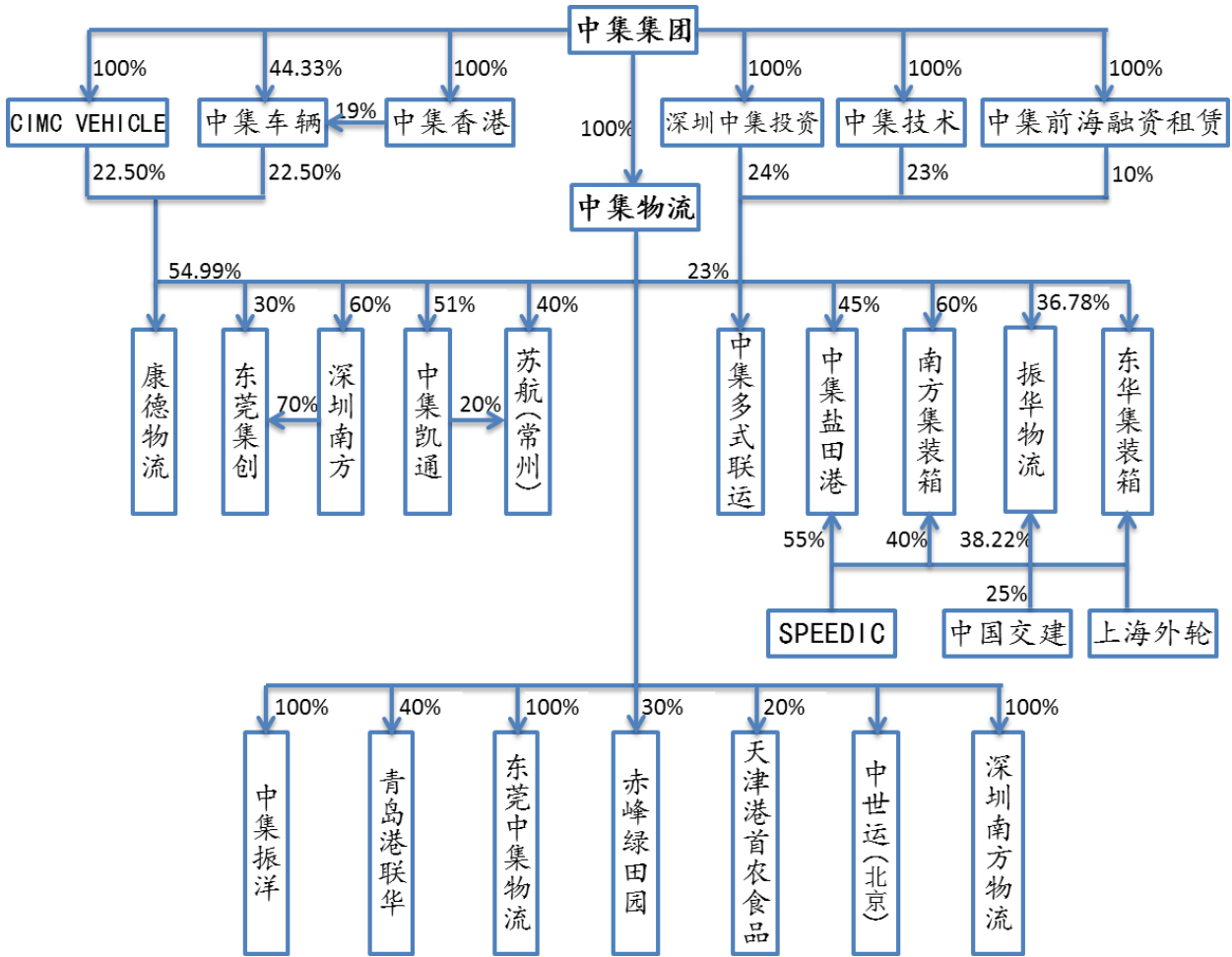
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

6、受益全球经济温和复苏, 物流装备稳中有升

6.1、中集物流完美体现了“制造+服务”的业务协同

中集物流是集团的全资子公司, 于 2014 年 4 月 9 日在天津正式成立, 中集物流旗下 17 家子公司, 是集装备制造、物流服务为一体的综合性物流企业, 注册资本 10 亿元, 总资产 50 亿元; 现已发展成为国家 AAAAA 级物流企业。

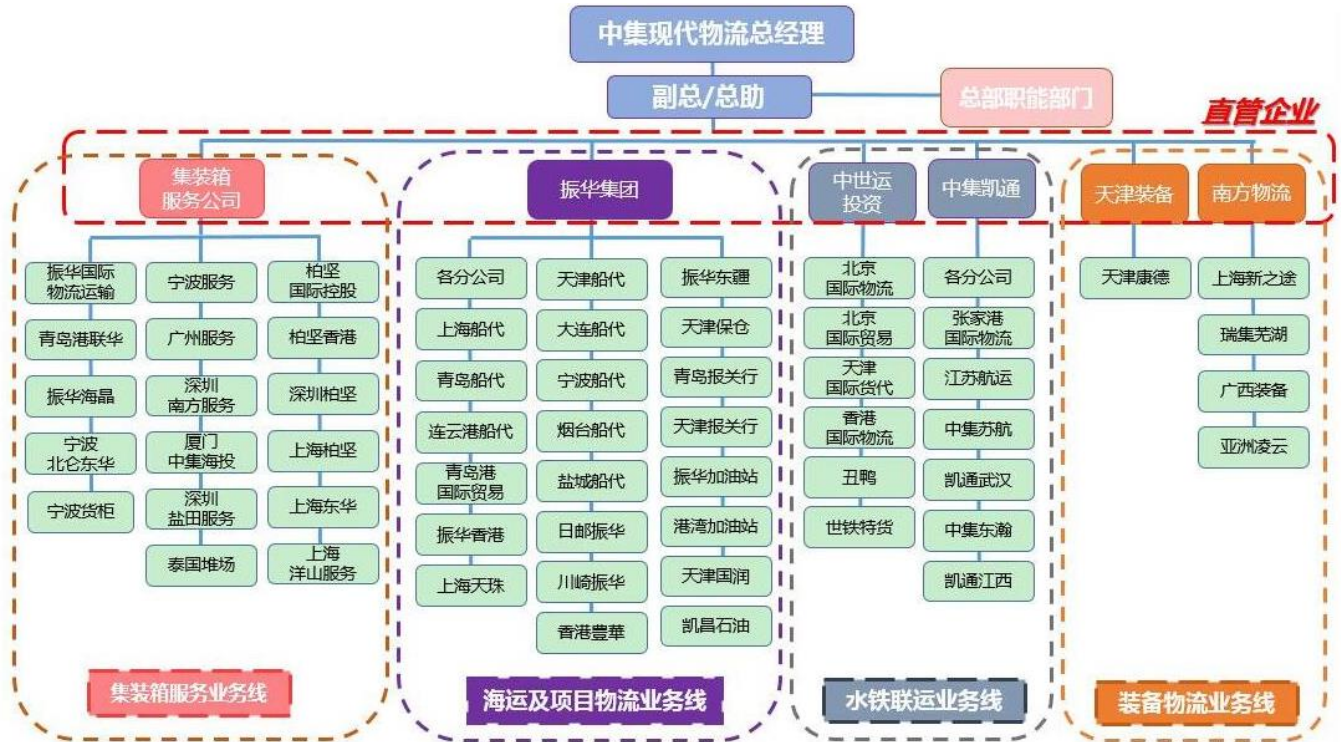
图 42: 集团物流板块下属公司关系



资料来源：公司公告，集团官网，国海证券研究所整理

中集物流旗下 6 家重要子公司分管四大领域业务。其中集装箱服务公司负责集装箱服务业务线，振华集团负责海运及项目物流业务线，中世运投资和 中集凯通负责水铁联运业务线，天津装备和南方物流负责装备物流业务线。

图 43: 集团物流的组织架构



资料来源：集团官网，国海证券研究所

6.2、四大业务线综合打造世界一流物流平台

集团物流业务主要分为集装箱服务、海运及项目物流、水贴联运、装备物流四大领域。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。

图 44: 集团物流板块四大业务线

集装箱服务	海运及项目物流	水铁联运	装备物流
<ul style="list-style-type: none"> • 集装箱全生命周期 • 二手箱租售 • 集装箱货船代 	<ul style="list-style-type: none"> • 项目物流 • 港口资源 • 合同物流 	<ul style="list-style-type: none"> • 江海联运 • 铁水、海铁联运 • 国际联运 	<ul style="list-style-type: none"> • 装备研发及制造 • 装备租赁及运营 • 装备物流服务

资料来源：集团官网，国海证券研究所

(1) **集装箱服务**：依托集装箱制造产业向下延伸产业链，打造集装箱全生命周期业务。目前集团集装箱年吞吐量达 1000 万 TEU、修洗箱量 150 万台，持续拓展东南亚市场，打造以泰国、越南为桥头堡，不断完善东南亚、印巴、中东地区的网络布局；对于二手箱租售，目前主要代理销售马士基在亚太地区二手箱，同时拥有 TRI、阳明、长荣等第三方箱源，年二手箱销售量超 20000 台；对于集装箱货船代，年代理集装箱船舶 1 万艘次以上，年代理集装箱量超过 120 万 TEU。

图 45: 集装箱全生命周期业务

冷箱服务

为全球主要船公司、租箱公司提供专业的冷箱技术服务：堆存管理、箱体和机组维修、保养、维护及码头温度监控等；拥有全球四大机组供应商的代理权；2016年冷箱作业（维修）量约6万台自然箱。



铁路场站

已成为中集面向铁路提供专业服务的一个窗口，为铁路及物流客户提供一站式的集装箱产品设计、制造、维修、保养、堆存、租赁等全生命周期增值服务，目前已进驻7家集装箱中心站和6家铁路货站。



改装箱

依托集团制造资源，目前可提供物流箱、房箱（含新制、旧改）、海工箱、机电箱及客户需求的特种集装箱等产品。



资料来源：集团官网，国海证券研究所

(2) 海运及项目物流：对于项目物流，年货物运输操作量超过 200 万吨，累计服务 2100 多个工程项目，服务区域覆盖 50 多个国家和地区，与 600 多位核心价值客户建立了长期合作关系；对于港口资源，开展保税仓储、报关报检等业务，同时发展进口分拨服务和国际中转服务。

表 7: 集团港口资源

业务	资源	能力
仓储	仓库面积：24 万平方米 查车设备：160 台	年货物处理能力 1100 万 m ³
检验检疫	6 万 m ² 综合类检验检疫及 3 万 m ² 全国首家封闭式三废检验检疫查验环保场地	无线网络全面覆盖并没有 24 小时视频监控，可开展进口动、植、食和三废产品的建议查验业务
运输服务	超过 640 辆配备 GPS 全球定位系统的运输车，外协车资源超过 1200 辆，掌握着行业内各种车辆的信息资源	
报关	拥有 AEO 高级认证资源，年报关总量逾 25 万票，业务规模高居同行业前列	

资料来源：集团官网，国海证券研究所整理

(3) 水铁联运：对于江海联运，中集凯通目前拥有船舶 55 条，航线运力约 5000TEU/周；对于国际联运，已开通冷藏箱班列、南京中欧（南京-俄罗斯、南京-德国）班列、中亚五国班列。

(4) 装备物流：对于装备研发及制造，目前已成为国内最大的钢制物流器具和 IBC 供应商，专用物流装备超 1000 种，年产辆超过 100 万台/套。

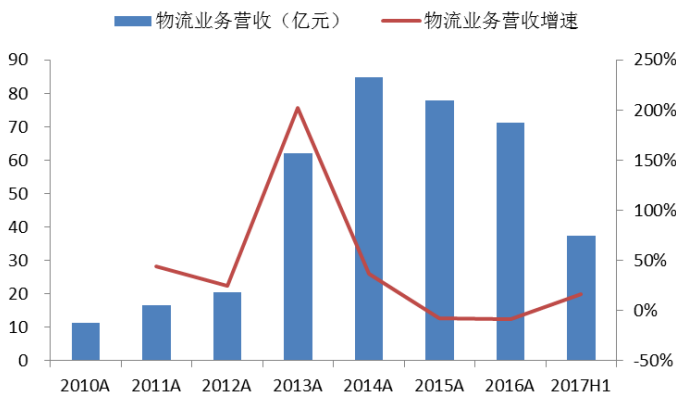
2017 年上半年，集团物流业务的四大业务线均实现稳步推进。①集装箱服务业务线：确立了“十三五”期间空/重箱堆场、罐箱堆场、码头服务、铁路场站、冷箱服务、新/旧箱贸易、集装箱全球运营管理 7 个重点产品的发展战略；落实了东南亚堆场（泰国、越南）布点和境外堆场网点布局；扩大了销售渠道和增加箱源，进一步提升了二手箱销售效益。②海运及项目物流业务线：积极寻求国家

“一带一路”战略所带来的市场机会，拓展船货代、项目物流和合同物流业务；在厦门、深圳等沿海区域完善加强货代服务网点，完善船代全国布局，促进船代货代联动水平；与集装箱服务业务线协同，以泰国、越南为切入点，逐渐开拓其他东南亚国家等目标区域；并与区域龙头企业加强业务和资本合作，快速获取在中东、中亚“一带一路”的网络布局和优势资源。③铁水联运业务线：不断进行业务聚焦、组织优化：直管企业中集凯通物流发展有限公司完成了与主要船公司的驳船运输协议(即CAA)和订舱协议的签订工作，服务网络延伸至长江中游地区；并成功开通南京-俄罗斯中欧班列，完善了以长江为核心的水铁联运体系；中世运(北京)国际物流有限公司积极推动中亚、中蒙地区跨境多式联运业务发展，开发铁路笼车客户和业务，推进水铁联运业务线“一体两翼”战略的落地。④装备物流业务线：依托“装备改变物流”的商业模式，确定装备物流服务、装备租赁运营、装备研发制造三大产品业务，聚焦汽车、食品、能化三大领域，积极推进精益生产，大力开拓国内市场；器具租赁营运方面积极布局线下网点，初步实施租赁共享平台建设，并重点巩固和深耕汽车行业的全供应链服务。

6.3、物流业务复苏，营收增速加快

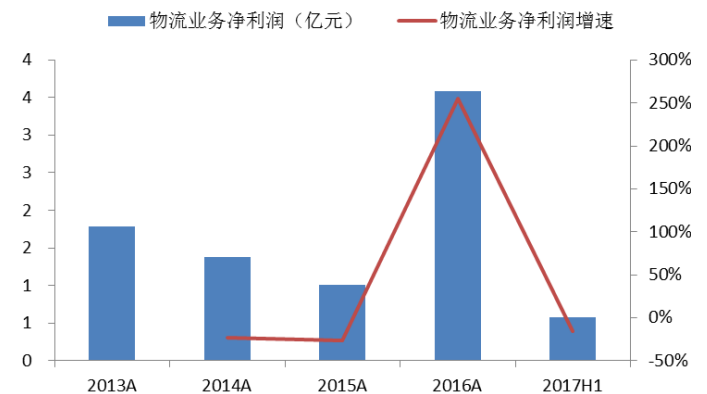
2017年上半年，全球经济温和复苏，进出口形势虽回稳向好，但政策不确定性因素仍较多。国内物流行业竞争激烈，供过于求，运价持续低迷，企业效益未见明显好转。此外，国内环保政策趋严等因素也影响了物流板块的器具制造业务。2017年上半年，集团物流业务实现销售收入37.51亿元，同比增长16.55%，毛利率10.11%；实现净利润0.57亿元，同比下降16.21%，净利率1.53%，主要受蒙古业务线调整影响，该业务板块的毛利率出现下滑，并导致净利润同比下降。

图 46：物流业务营业收入（亿元）及其增速



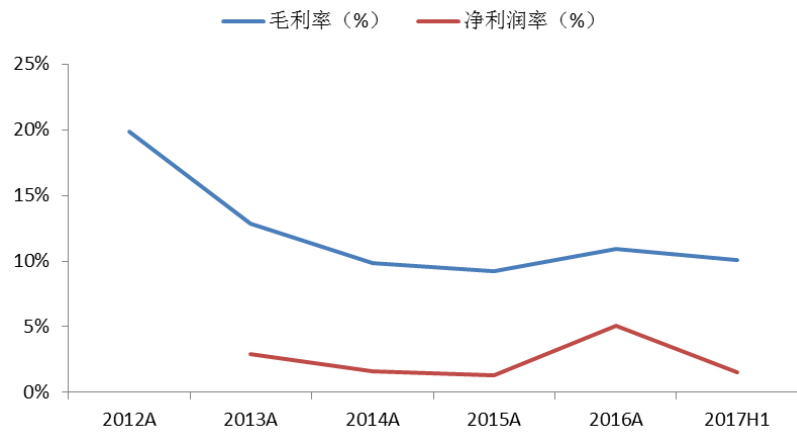
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 47：物流业务净利润（亿元）及其增速



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 48: 物流业务毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

中集物流业务与集团制造业板块紧密结合, 体现了“制造+服务”战略的协同效应。以集装箱物流服务为例, 涵盖了二手箱租售、洗箱、集装箱全生命周期管理等内容, 从制造端延伸到了服务端, 打通了集装箱运输的“最后一公里”。又如海运及项目物流业务, 集装箱、能化装备中的各式储罐提供了储运功能, 道路车辆(含重卡)提供承载功能。而装备物流业务则明确提出“装备改变物流”的商业模式, 确定装备物流服务、装备租赁运营、装备研发制造三大产品业务, 聚焦汽车、食品、能化三大领域, 与集团制造业优势紧密结合起来。2018 年随着全球经济的温和复苏, 集团物流业务将实现稳健成长。

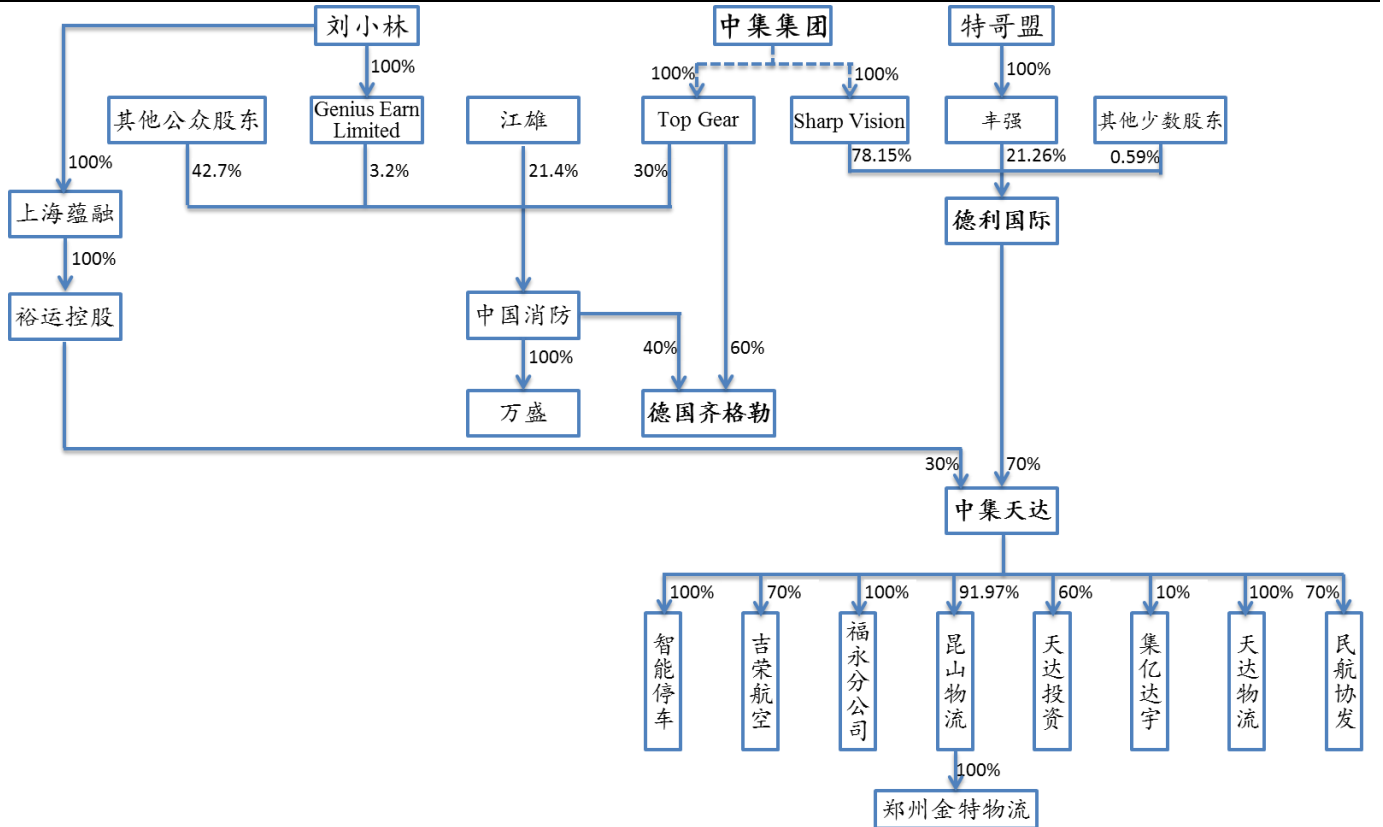
7、 空港装备: 全球竞争中成长孕育的“明珠”

7.1、 底蕴深厚, 登机桥业务是中集集团的“名片”

集团空港装备业务成立于 1992 年, 主要由中集天达、德利国际、德国齐格勒等 21 家成员企业及分支机构经营, 并与联营公司中国消防进行优势资源整合与协同, 全球员工超过 3000 人。经过 20 多年的发展, 集团的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。

登机桥业务是空港装备板块中最先发展的业务, 1989 年开始着手研发。纵观其发展历程, 从学习模仿、自主研发到进口替代、走出全球, 是中国制造业由弱到强、赶超外资的一个缩影。由于登机廊桥直接面向高端消费群体(航空旅客), 是集团业务板块中为数不多的面向个人消费者的业务, 因此也成为集团品牌宣传和提高社会影响力的一张“名片”。中集天达的研发设计能力在同行业内处于领先地位, 拥有众多的专利技术, 其中包括多项在欧美获得授权的发明专利, 如接驳全球最大客机 A380 的四轮登机桥专利。

图 49：集团空港板块下属公司关系



资料来源：公司公告，中集天达公司官网，国海证券研究所整理

7.2、 空港装备五大业务协同， 综合竞争力全球领先

集团空港板块主营业务包括登机桥业务、自动化物流系统业务、地面支持设备（GSE）业务（含摆渡车、升降平台车等）、消防及救援车辆业务及智能停车业务，生产分别布局华南、华东、华北三大基地，产品销售至全球近 200 个国家，覆盖全球的二十多家销售和服务网络。

表 8：中集天达三大生产基地面积、生产产品及产能

生产基地	占地面积/m ²	产品	产能
华南深圳福永生产基地	133,000	登机桥	超过 600 台/年
华北廊坊生产基地	81,000	摆渡车	超过 250 台/年
华东昆山生产基地	117,000	机场行李系统和自动化物流系统设备	

资料来源：中集天达官网、国海证券研究所整理

图 50：中集空港板块架构



资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

(1) 登机桥业务：综合竞争力位居全球领导者地位。中集天达是全球唯一一家能够在机场、码头提供所有类别登机桥、登船桥的企业，研发设计业内领先，拥有超 300 项的专利技术，其中包括多项在欧美获得授权的发明专利，如接驳全球最大客机 A380 的四轮登机桥专利。目前中集空港已为全球 70 个国家、264 个机场提供了 4000 多台登机桥。

图 51：集团的登机桥设备

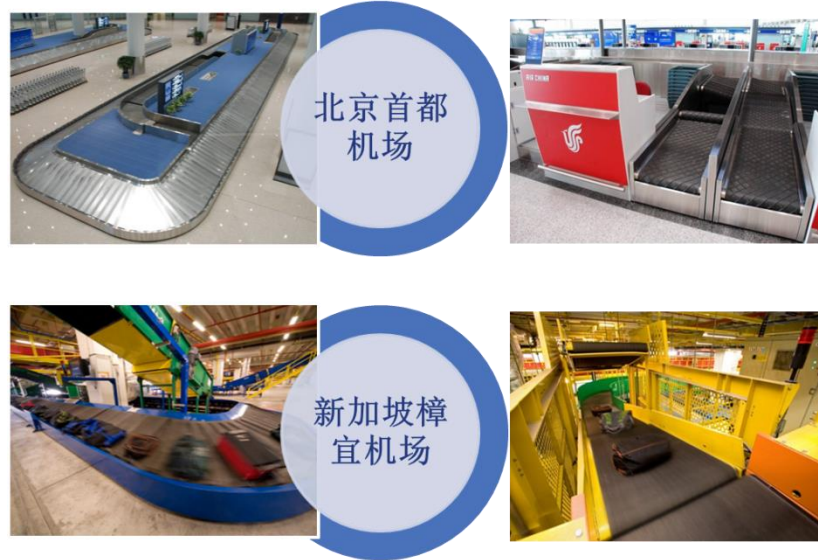


资料来源：中集天达公司官网，国海证券研究所

(2) 自动化物流系统业务：航空货物处理系统市场占有率稳居全球前列，国内市场份额逾 65%。集团从事自动化物流装备系统 20 余载，交付逾百个大型自动化物流项目，客户涉及空港、制造、石化、制药等诸多行业，承接多个工信部智能制造试点项目：镇海炼化、昌河飞机、泰山玻纤等。作为致力于提供综合性物流自动化解决方案的全球性集成商，中集空港旗下的德利国际航空物流业务领域

遍布全球 40 多个国家，目前已成为世界上最大的行李处理系统集成商之一，同时在航空物流领域外的业务实现了跨越式增长，已交付 20 多个各类大型分拣中心项目，赢得国内外电商快递行业巨头的高度认可。

图 52: 中集空港为全球将近 100 个机场，提供全套行李处理系统或其关键设备



资料来源：中集天达公司官网，国海证券研究所

(3) GSE 业务：集团的摆渡车中国第一、全球第二，拥有完全自主知识产权。集团为全球机场客户提供摆渡车、平台车、食品车等机场站坪车辆 (GSE)，摆渡车产品系列包括双向驾驶机场摆渡车，纯电动机场摆渡车，平台车产品系列包括 3.5-35 吨平台车，食品车产品系列包括服务 A380 的全系列食品车。迄今为止，摆渡车成功交付逾 500 辆，业务遍及 30 多个国家；平台车成功交付逾 2000 辆，在 100 多个国家拥有良好业绩，获得全球各大机场、航空公司和地勤公司的广泛认同。

图 53: 集团的摆渡车、平台车、食品车 (从左至右)



资料来源：中集天达公司官网，国海证券研究所

(4) 消防及救援车辆业务：全球行业第五，产品销售到全球近 200 个国家和地区。集团旗下的德国齐格勒公司是德国消防市场的领导者，在过去的 120 多年中从一个专业生产高品质消防水带的消防设备制造公司成长为全球领先的消防和救援车辆制造商。集团还控股香港主板上市的中国消防企业 (CFE)，在德国、荷兰、克罗地亚等拥有多个研发生产基地。

图 54：集团的救护车、消防车、特种消防车、消防器材（从左至右）



资料来源：中集天达公司官网，国海证券研究所

（5）立体车库业务：集团是国内最早从事机械立体车库研发的企业，国内第一家拥有智能立体车库自主知识产权企业。集团拥有品种齐全的停车系统，申请获批技术发明专利数量第一。集团的业务遍及国内大中城市，产品范围覆盖了升降横移类、平面移动类、巷道堆垛类和垂直升降类等，品类齐全。拥有完全自主知识产权和核心技术的高端产品——仓储式智能自动化立体停车系统（巷道堆垛类、平面移动类、塔式），在行业内处于领先地位，并获得国家重点新产品、中国立体停车设备领军品牌、中国立体停车设备十大品牌、中国立体停车设备售后服务十佳企业等多项荣誉。

图 55：集团的巷道堆垛式、平面移动式、垂直升降式、新型垂直升降式立体车库（从左至右）

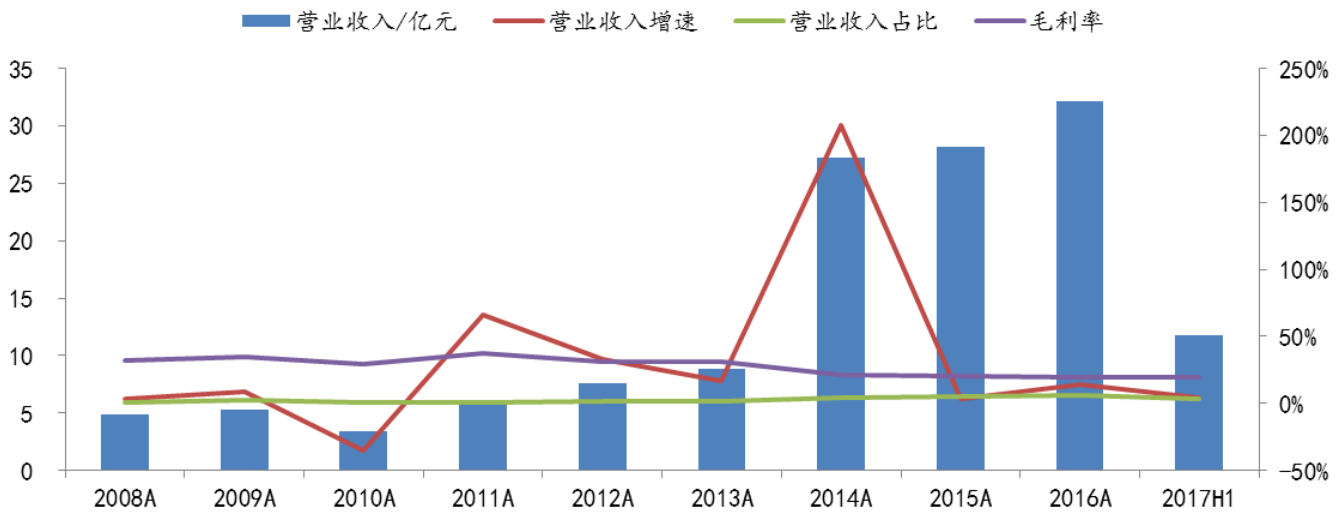


资料来源：中集天达公司官网，国海证券研究所

7.3、空港设备收入稳步增长，归母净利润回升明显

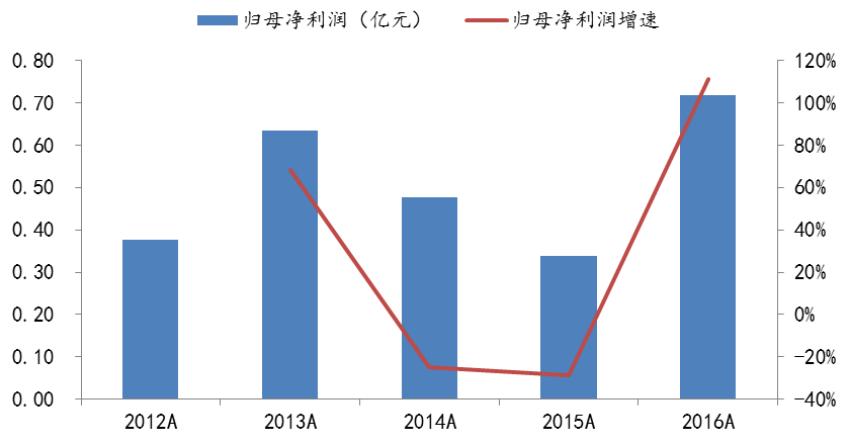
当前，全球航空业持续健康发展，中国大力发展航空产业，美国机场更新速度加快，空港装备需求继续稳步增长。消防与救援设备受欧洲政府削减预算影响，欧洲增长将受到一定影响；但受中国加大基础设施建设的拉动，在中国市场增长较为可观。国内电商快递的进一步发展给自动物流设备带来良好机遇。国家日趋重视城市停车难问题，自国家发展改革委、财政部、国土资源部、住房和城乡建设部、交通运输部、公安部、银监会联合发布《关于加强城市停车设施建设的指导意见》之后，各地鼓励停车产业发展政策陆续出台，对于智能停车装备行业产生持续正面影响。在全球航空健康发展背景下，2017年上半年，集团空港装备业务实现销售收入 11.81 亿元，同比上升 4.65%，占主营收入 3.54%；毛利率为 19.13%，较为稳定。空港板块归母净利润反弹明显，2016 年达 0.72 亿元，同比增长 111.29%。

图 56: 2008A-2017H1 空港业务营收 (亿元) 及其增速、占总收入比重、毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 57: 2012-2016 年空港业务归母净利润 (亿元) 及其增速变化



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2017 年集团空港装备的各项业务实力均获得了进一步的提升。(1) 登机桥业务: 其国内业务进一步平稳增长, 斩获上海浦东机场 3 亿元的国内最大订单, 同时加快了推进美国市场的开拓计划。登机桥配套产品——桥载空调业务在上半年也有平稳发展。(2) 消防及救援车辆业务: 德国齐格勒集团战略参股了意大利公司 Cela Srl, 有效保障了举高技术的供应。中国消防加大技术投入, 进一步降低成本、强化交付能力, 业务稳健增长。(3) 自动化物流系统业务: 通过引入研发团队, 获取了自动物流行业的核心技术——自动高速分拣技术, 目前在技术上已经具备与国际主要对手直接竞争的能力。(4) 作业车辆业务: 民航协发机场设备有限公司的双向摆渡、纯电动产品进一步获得客户认可, 利润有所提升; AeroMobiles Pte. Ltd 关停了缺乏竞争力的马来西亚工厂, 成本得到控制; CIMC Air Marrel SAS 发展平稳。(5) 智能停车装备业务: 对立体停车业务进行了升级, 成立中集智能停车有限公司, 响应国家 1788 号文政策号召, 强化智能化车库发展。

空港业务中登机桥全球综合实力第一，有望维持长期增长态势。中集天达登机桥研发设计能力业内领先，拥有约 121 项专利技术，其中包括多项在欧美获得授权的发明专利，如接驳全球最大客机 A380 的四轮登机桥专利。目前中集空港已为全球近 70 个国家、近 300 多个机场提供了 5700 多台登机桥，全球市占率 40% 以上。2017 年上半年登机桥国内业务进一步平稳增长，斩获上海浦东机场 3 亿元的国内最大订单，连续三年中国市场份额 95% 以上，国外方面获得智利 52 条订单并加快开拓美国市场。

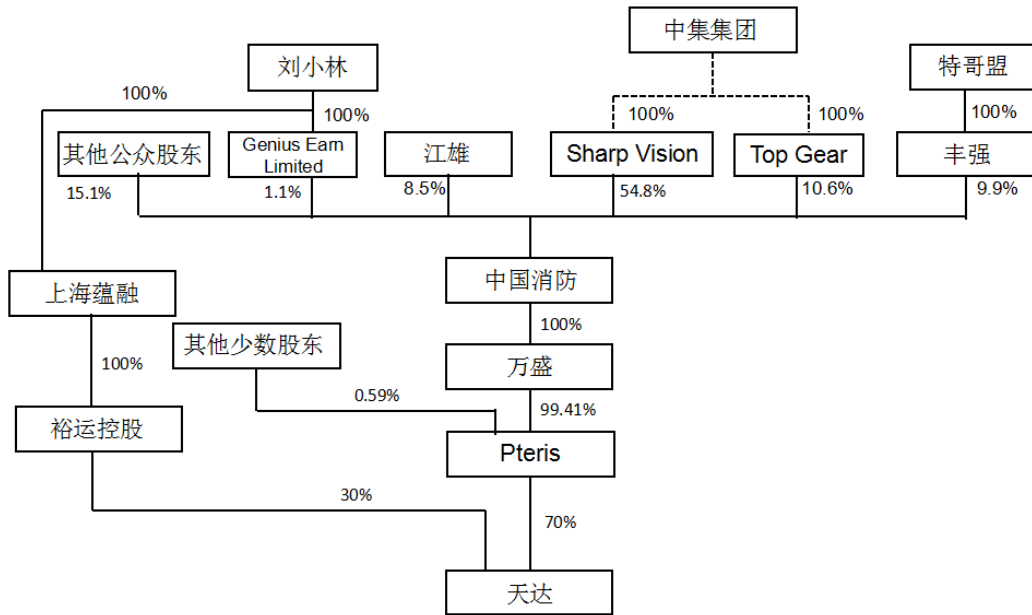
空港业务中物流自动化产业未来发展空间广阔。中集天达物流自动化业务主要包括仓储物流自动化系统、机场行李系统及快递电商物流系统等集成服务，已为顺丰、京东、快鸟、中国邮政、FedEx、DHL 等国内外快递巨头提供二十多个大型分拣中心，具有一定的行业竞争力。行业空间方面，根据中国物流技术协会数据，2016 年我国自动化物流系统市场规模已达 758 亿元，预计到 2018 年将维持 20% 以上的增速。中集天达具有较强的物流自动化集成能力，在行业快速发展及资产整合的双轮驱动下，业务有望迎来快速发展期。

我们预计：全球机场业务将保持平稳增长，新的增长点将出现在美国市场及新产品，登机桥产品迎来美国市场更新潮的机遇。消防设备在中国市场将有更好的表现。物流业务将随行业趋势稳步增长。车库行业在 2017 年有望获得重大突破，新发展的立体公交车库业务将带来全新且庞大的市场。

7.4、资本运作：拟将空港业务注入中国消防，打造又一上市平台

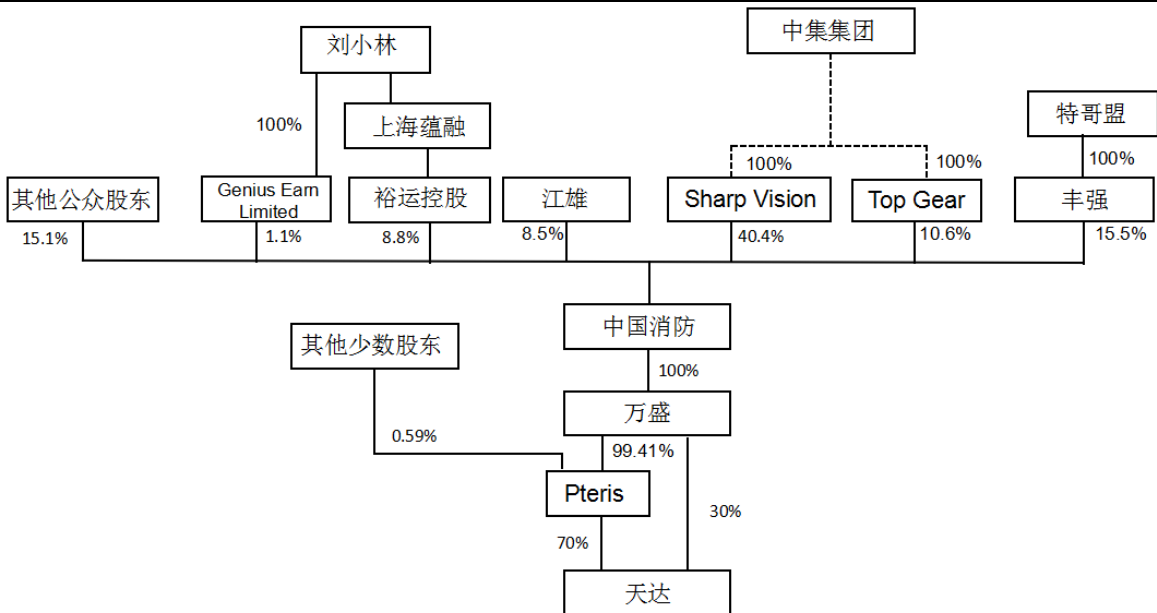
12 月 4 日，集团发布公告，联营公司中国消防（00445.HK）拟以 29.92 亿元收购集团持有德利集团 78.15% 股权，同时作价 8.14 亿元收购少数股东持有的 21.26% 股权。再者，中国消防作价 6.11 亿元收购少数股东持有的天达剩余 30% 股权。交易完成后，集团对中国消防的持股比例将由原来的 30% 提升至 51% 的绝对控股。

图 58: 在德利国际交易完成, 而天达交易未能完成后的股权图



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 59: 在德利集团交易和天达交易均完成后的股权图



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

空港业务整体注入中国消防, 协同效应显著。此次交易完成后, 集团将持有中国消防 51% 股权, 中国消防将间接持有 Pteris 99.4% 的股权, 以及天达 99.59% 的股权; Pteris 主要资产包括登机桥制造商天达 70% 的股权、机场地面支持设备业务、物流自动化业务、自动停车系统业务等, 通过此次交易, 集团空港业务实现了单独上市。此次交易对集团而言, 一方面可获得中国消防的控制权, 合并报表; 另一方面空港业务将充分利用中国消防这一独立资本运作平台, 助力业务的进一步做大做强。对中国消防而言, 借助 Pteris 集团与全球众多机场营运商的密切关系, 有望进一步扩大其产品的全球销售网络, 同时借助集团大平台的优势, 进一步降低其原材料采购成本及资金借贷成本。

空港业务在集团属于“四小”业务之一，但是我们非常看好这一业务的增长前景。一方面源于深厚的技术积累和享誉全球的品牌知名度。另一方面，通过整体上市将进一步优化资源，为空港业务发展壮大助力。

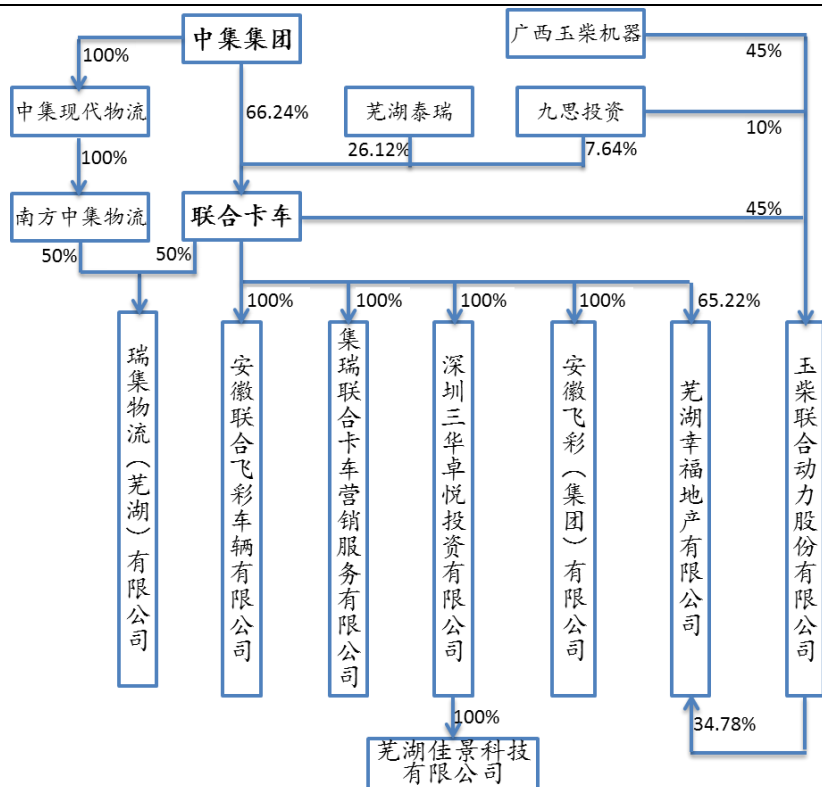
8、重卡市场复苏明显，看好业务放量带来内生增长

8.1、集团于 2009 年开始经营重卡业务，业务涉及 8 家子公司

集团子公司联合卡车经营重型卡车业务，成立于 2009 年 3 月 12 日，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。拥有国内一流的冲焊、涂装、车架、总装、调试五大工艺生产线，主要车型包括牵引车、搅拌车、自卸车、专用及载货车等。

联合卡车旗下拥有 7 家子公司。其中，玉柴联合动力股份有限公司为整车生产配套的重型发动机；瑞集物流（芜湖）有限公司，为其提供零部件及整车物流配套服务。同时，联合卡车先后收购和组建了芜湖佳景科技有限公司、集瑞联合卡车营销服务有限公司两家全资子公司，分别承担重卡产品设计开发、产品营销及售后服务，建立了独立的产品开发和销售服务体系。2010 年 12 月 18 日，集团重卡产品正式上市，于 2011 年 12 月通过中国汽车认证中心 ISO9001: 2008 审核认证。

图 60：集团重卡板块下属公司关系



资料来源：集团官网，企查查，国海证券研究所

8.2、联合卡车产品定位中高端，优势明显应用市场广

联合卡车产品定位于国际市场中高端、国内市场高端的重型卡车市场，以“国内技术领先、国外技术追随”的产品发展策略和“制造高端产品、提供优质服务、创立一流品牌”为发展战略，主要产品包括柴油、天然气两大类，牵引车、搅拌车、自卸车、载货和专用车四大系列。

表 9：重卡板块主要产品系列及其特点、应用市场

类型	系列	特点	应用市场
牵引车	U 系	安全可靠、节能高效	长途干线准时化物流运输、危化品运输、冷链运输等运输市场
	E 系	自重更轻、价格更低、适应性更强	煤炭运输市场、散货运输市场
自卸车	U 系	动力强劲、经济节油、安全舒适、承载能力强	城建渣土车运输、煤炭运输、砂石料运输等市场
载货及专用车	U 系	安全可靠、节能高效	中长途干线准时化物流运输、危化品运输、冷链运输、城际快递运输等运输市场
	E 系	自重更轻、价格更低、适应性更强	绿通、冷链运输、城际快递运输、散杂货运输等运输市场
搅拌车	U 系	动力强劲、经济节油、安全舒适、承载能力强	商砼运输市场

资料来源：集团官网、国海证券研究所整理

(1) **牵引车、载货及专用车**：分为 U 系与 E 系，其中 U 系是联合卡车于 2010 年推出的新一代国产高端重卡，产品采用 SGIL（安全、环保、轻便、智能）理念设计与开发，其中 K12 系列牵引车连续两届蝉联中国国际卡车节油大赛节油冠军。E 系产品是联合卡车于 2016 年推出的“Economic-Truck”。

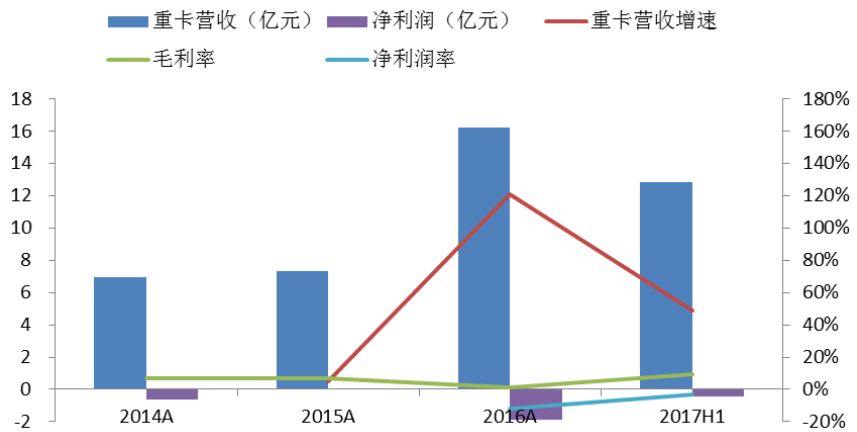
(2) **自卸车、搅拌车**：基于 U 系产品开发而成，整车采用一体化设计思路，底盘与上装同步设计、预留改装位置和空间，实现整体无缝连接，避免改装过程中对底盘造成的加工损伤，对整车 CAN 总线等电器总成更有安全保障。

8.3、重卡市场继续复苏，重卡业务收入大幅增长

受益于一系列产业政策的实施，2017 年重卡市场复苏明显。2017 年，GB1589-2016 新国标的实施和治理超载超限的严格实施将会促进相关车辆的更新换代。细分市场中，公路类日用品运输、轿运车、快递快运、冷链等有望较快增长，煤炭、危化等增速放缓；工程类城建渣土类快速增长，砂石料运输类部分将向牵引或轻量化产品转化。新能源产品方面，2017 年 LNG 重卡市场出现爆发式增长。

重卡业务收入大幅增长，净利润减亏明显。2017 年上半年，联合重工完成销量 4,438 台，同比增长 47.79%，销量连续两年大幅增长；实现销售收入 12.83 亿元，同比增长 49.15%；净亏损缩减至 0.43 亿元，同比减亏 55.64%。由于规模效应增强，集团盈利能力逐步提升。

图 61: 2014A-2017H1 重卡业务营收（亿元）及其增速、毛利率变化



资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国海证券研究所

我们在《机械设备行业 2018 年度策略报告: 周期主导行业复苏之路, “中国制造”步入新征途》明确提出, 预计 2018 年国内基建投资增速仍然维持较高水平, 房地产投资增速无需悲观, 对于重卡行业而言依然具备宏观环境上的利好。而严格的限行限超、老旧车型升级带来的中重卡置换需求仍然较高。预计公路运输、工程建设、矿山采矿仍是重卡主要用户行业, 车型规划也在向细分市场调整。我们看好未来重卡业务的放量带来盈利的进一步改善。

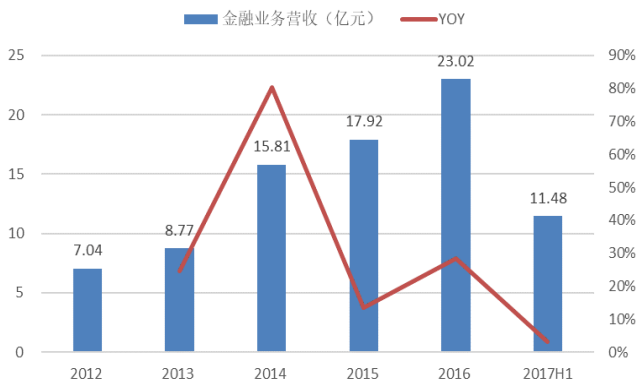
9、金融地产业务是集团核心制造业的自然延伸

9.1、金融业务: 产融结合, 助推集团产业发展

集团金融业务主要经营主体包括全资子公司中集融资租赁公司和中集财务公司。中集融资租赁公司成立于 2007 年, 依托集团全球化运营网络和多元化产业格局, 与集团各产业联合营销, 致力于为集团的客户, 特别是集装箱、专用车辆、能源化工、海洋工程、模块化建筑、空港设备等领域的客户, 提供“装备产品+金融服务”的一站式解决方案。中集财务公司成立于 2010 年 2 月, 注册资本金折合人民币 5 亿元, 是以加强集团资金集中管理和提高集团资金使用效率及效益为目的、经中国银行业监督管理委员会批准设立的非银行金融机构, 中集财务公司的成立标志着集团正式迈进了产融结合的新阶段。

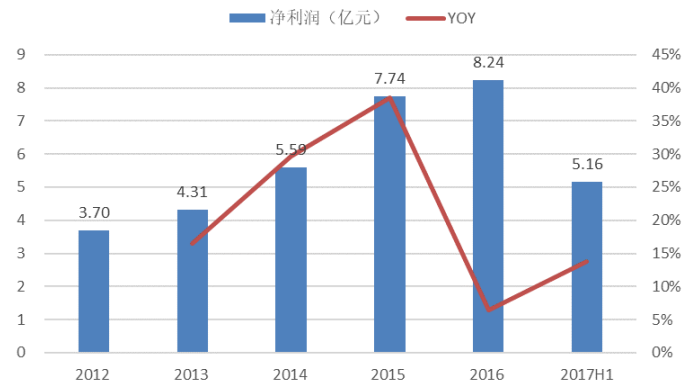
2017 年上半年, 国内宏观经济环境延续了去年下半年以来的企稳向好态势, 集团相关产业景气度明显提升, 金融业务资产规模稳步扩大, 实现营收 11.48 亿元, 同比增长 3.02 亿元, 实现净利润 5.16 亿元, 同比增长 13.75%, 净利润上升较快主要由于通过提升运营效率降低了期间费用所致。

图 62: 集团金融业务营收及增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 63: 集团金融业务净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

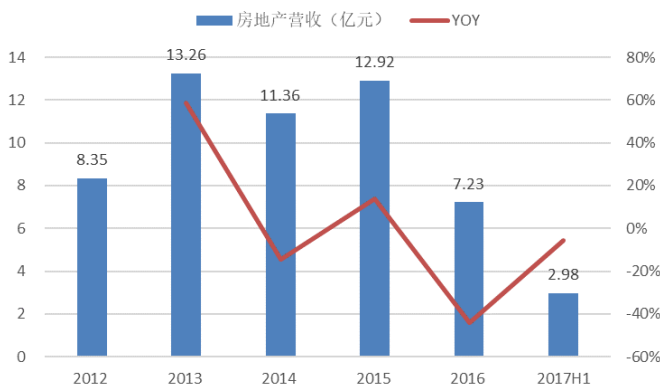
9.2、房地产业务：“工转商”持续推进，土地增值空间大

集团房地产业务运营主体包括非全资子公司中集产城（持股 61.50%）和其下属公司、以及中集中发建设实业有限公司，业务包括：综合体开发、产业园开发运营及传统房地产开发。中集产城成立于 2003 年，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。经过十多年发展，中集产城已成长为立足深圳，业务布局珠三角、长三角和环渤海 10 余个城市的产业园区、商业及住宅综合开发集团，已开发项目面积逾 200 万平方米，土地储备面积近千万平方米。旗下商务产品涵盖高档写字楼、酒店、商业综合体等多种产品类型，住宅产品囊括别墅、花园洋房、高层等多种产品。

2017 年上半年，国内热点城市的房地产调控政策不断收紧，限购限贷力度及各项监管措施频频加码，开启“限售”模式的范围不断扩大，集团房地产业务实现营收 2.98 亿元，同比下滑 5.71%，实现净利润 0.65 亿元，同比增长 52.04%，净利润大幅增长是由于收到去年底土地收储的代理服务费用所致。

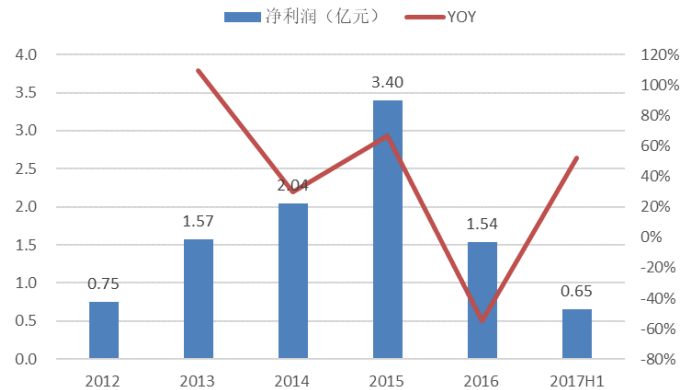
为进一步提升产城业务的综合开发能力，2017 年 7 月，中集产城以增资扩股方式引进战略投资者—碧桂园地产集团有限公司。碧桂园地产有限公司向中集产城增资 9.26 亿元，持有中集产城 25% 股权。本次增资引战有助于中集产城吸收和利用行业龙头企业的资金、人才和专业经验，增强中集产城的资本实力和业务发展能力，产城业务有望成为集团未来业绩增长的新动力。

图 64: 集团房地产业务营收及增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 65: 集团房地产业务净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

前海地块整备达成框架协议, 土地增值价值空间大。2017年10月10日, 集团公告显示, 就位于深圳前海合计52.4万平方米土地, 与深圳市规划和国土资源委员会、深圳市前海深港现代服务业合作区管理局签署了《土地整备框架协议书》。此次协议规定以2015年1月1日作为本次土地整备新、原规划条件下土地价值的评估时点, 新规划条件下的土地价值扣除原规划条件下的土地价值后的余额由前海管理局、南方中集分享; 协议明确了整备范围内的土地增值收益在扣除政策性刚性支出后, 按照前海管理局60%、南方中集40%的比例进行分享, 分成比例符合我们的预期。除前海土地外, 集团在深圳坪山、上海宝山还有大量土地存在“工转商”带来的增值收益, 将进一步增厚集团业绩。

据统计, 目前集团约有150万平土地具备价值重估潜力, 按照40%的权益占比、每平方米增值2.5万元计算, 资产重估将为集团带来150亿元的增值收益, 将分笔计入集团营业外收入, 影响非常显著。此后, 根据重估地块上房地产项目开发进度, 集团将享受房地产业务带来的持续盈利。

10、盈利预测与评级

维持“买入”评级: 我们按照集团“四大四小”业务进行业绩分拆预测, 具体参见业务分拆表。基于审慎性原则, 暂不考虑资产注入及定向增发对集团业绩及股本的影响, 保守预计2017-2019年集团收入分别为740亿元、811亿元、872亿元, 对应归母净利润分别为30.13亿元、41.51亿元、49.98亿元, 对应PE分别为23、16、14倍, 维持“买入”评级。

表 10: 集团分业务业绩拆分

业务项目		2016A	2017E	2018E	2019E
集装箱业务	集装箱营业收入 (亿元)	110.67	248.04	275.85	296.61
	集装箱营业收入 YOY (%)	-47.48%	124.12%	11.21%	7.53%
	集装箱业务毛利率 (%)	10.64%	15.00%	15.50%	16.00%
	集装箱业务毛利 (亿元)	11.77	37.21	42.76	47.46
	集装箱业务净利率 (%)	3.28%	6.00%	6.30%	6.60%
	集装箱业务净利 (亿元)	3.63	14.88	17.38	19.58

	集装箱业务归母净利 (亿元)	3.63	14.88	17.38	19.58
道路车辆业务	道路车辆营业收入 (亿元)	146.95	205.08	215.34	226.11
	道路车辆营业收入 YOY (%)	14.25%	39.56%	5.00%	5.00%
	道路车辆毛利率 (%)	18.81%	18.20%	19.00%	19.50%
	道路车辆毛利 (亿元)	27.64	37.33	40.91	44.09
	道路车辆净利率 (%)	5.22%	4.50%	5.00%	5.50%
	道路车辆净利 (亿元)	7.67	9.23	10.77	12.44
	道路车辆归母净利 (亿元)	4.86	5.84	6.82	7.88
能源化工液态装备	能化业务营业收入 (亿元)	93.54	113.57	122.58	132.44
	能化业务营业收入 YOY (%)	0.52%	21.41%	7.94%	8.04%
	能化业务毛利率 (%)	18.98%	18.90%	19.00%	19.50%
	能化业务毛利 (亿元)	17.75	21.46	23.29	25.83
	能化业务净利率 (%)	-9.55%	4.50%	7.10%	8.20%
	能化业务净利 (亿元)	-8.93	5.11	8.70	10.86
	能化业务归母净利 (亿元)	-6.32	3.62	6.16	7.69
物流业务	物流业务营业收入 (亿元)	71.29	84.13	92.54	101.79
	物流业务营业收入 YOY (%)	-8.60%	18.00%	10.00%	10.00%
	物流业务毛利率 (%)	10.93%	11.00%	11.00%	11.00%
	物流业务毛利 (亿元)	7.79	9.25	10.18	11.20
	物流业务净利率 (%)	5.04%	4.00%	4.00%	4.00%
	物流业务净利 (亿元)	3.59	3.37	3.70	4.07
	物流业务归母净利 (亿元)	3.59	3.37	3.70	4.07
空港装备业务	空港业务营业收入 (亿元)	32.13	38.56	48.20	53.02
	空港业务营业收入 YOY (%)	13.95%	20.00%	25.00%	10.00%
	空港业务毛利率 (%)	19.89%	20.00%	20.00%	20.00%
	空港业务毛利 (亿元)	6.39	7.71	9.64	10.60
	空港业务净利率 (%)	4.08%	5.00%	5.00%	5.00%
	空港业务净利 (亿元)	1.31	1.93	2.41	2.65
	空港业务归母净利 (亿元)	0.72	1.05	1.32	1.45
海工业务	海工业务营业收入 (亿元)	43.06	20.24	20.24	20.24
	海工业务营业收入 YOY (%)	-45.89%	-53.00%	0.00%	0.00%
	海工业务毛利率 (%)	10.17%	10.00%	10.00%	10.00%
	海工业务毛利 (亿元)	4.38	2.02	2.02	2.02
	海工业务净利率 (%)	-4.95%	-40.00%	-30.00%	-20.00%
	海工业务净利 (亿元)	-2.13	-8.09	-6.07	-4.05
	海工业务归母净利 (亿元)	-2.09	-7.92	-5.94	-3.96
重卡业务	重卡业务营业收入 (亿元)	16.26	28.02	30.82	33.90
	重卡业务营业收入 YOY (%)	121.24%	72.35%	10.00%	10.00%
	重卡业务毛利率 (%)	1.50%	2.00%	2.00%	2.00%
	重卡业务毛利 (亿元)	0.24	0.56	0.62	0.68
	重卡业务净利率 (%)	-11.69%	-3.50%	-2.00%	-1.00%

	重卡业务净利 (亿元)	-1.90	-0.98	-0.62	-0.34
	重卡业务归母净利 (亿元)	-1.26	-0.65	-0.41	-0.22
房地产业务	房地产业务营业收入 (亿元)	7.23	6.29	6.29	6.29
	房地产业务营业收入 YOY (%)	-44.03%	-13.00%	0.00%	0.00%
	房地产业务毛利率 (%)	47.20%	47.00%	47.00%	47.00%
	房地产业务毛利 (亿元)	3.41	2.96	2.96	2.96
	房地产业务净利率 (%)	21.30%	21.00%	21.00%	21.00%
	房地产业务净利 (亿元)	1.54	1.32	1.32	1.32
	房地产业务归母净利 (亿元)	0.95	0.81	0.81	0.81
金融业务	金融业务营业收入 (亿元)	23.02	23.71	26.09	28.69
	金融业务营业收入 YOY (%)	28.49%	3.00%	10.00%	10.00%
	金融业务毛利率 (%)	56.04%	56.00%	56.00%	56.00%
	金融业务毛利 (亿元)	12.90	13.28	14.61	16.07
	金融业务净利率 (%)	35.79%	38.50%	39.00%	39.00%
	金融业务净利 (亿元)	8.24	9.13	10.17	11.19
其他业务	其他业务营业收入 (亿元)	22.20	27.88	27.88	27.88
	其他业务营业收入 YOY (%)	192.38%	25.63%	0.00%	0.00%
	其他业务毛利率 (%)	11.36%	12.00%	12.00%	12.00%
	其他业务毛利 (亿元)	2.52	3.35	3.35	3.35
	其他业务净利率 (%)				
	其他业务净利 (亿元)	-2.00	-4.00	-4.00	-4.00
合并抵消	其他业务归母净利 (亿元)	-2.00	-4.00	-4.00	-4.00
	合并抵消营业收入 (亿元)	-55.23	-55.23	-55.23	-55.23
	合并抵消营业收入 YOY (%)	-32.84%	0.00%	0.00%	0.00%
	合并抵消毛利率 (%)	-4.37%	0.00%	0.00%	0.00%
	合并抵消毛利 (亿元)	-2.41	0.00	0.00	0.00
	合并抵消净利率 (%)				
	合并抵消净利 (亿元)	-3.67	-5.00	-5.00	-5.00
其他因素	合并抵消归母净利 (亿元)	-5.21	-5.00	-5.00	-5.00
			9.00	10.50	10.50
合计	合计营业收入 (亿元)	511.12	740.29	810.60	871.75
	合计业务营业收入 YOY (%)	-13%	45%	9%	8%
	合计业务毛利率 (%)	18.08%	18.25%	18.55%	18.84%
	合计业务毛利 (亿元)	92.39	135.13	150.33	164.25
	合计业务净利率 (%)	1.00%	4.07%	5.12%	5.73%
	合计业务净利 (亿元)	7.35	35.89	49.27	59.22
	合计业务归母净利 (亿元)	5.11	30.13	41.51	49.98
	合计归母净利增速 (%)	-68%	490%	38%	20%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所整理

11、风险提示

- 1) 海外经济复苏不达预期;
- 2) 国内经济增长不达预期;
- 3) 中集空港业务注入中国消防进度不达预期;
- 4) 定增进度不达预期;
- 5) 集团出现其他重大经营风险。

表 11: 中集集团盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	000039.SZ				股价:	22.32	投资评级:	买入	日期:	2018-01-05
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	1%	7%	9%	10%	EPS	0.18	1.01	1.39	1.68	
毛利率	19%	18%	19%	19%	BVPS	9.83	10.63	11.74	13.08	
期间费率	15%	14%	13%	12%	估值					
销售净利率	1%	4%	5%	6%	P/E	123.19	22.10	16.04	13.32	
成长能力					P/B	2.27	2.10	1.90	1.71	
收入增长率	-13%	45%	9%	8%	P/S	1.30	0.90	0.82	0.76	
利润增长率	-73%	458%	38%	20%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.41	0.54	0.57	0.59	营业收入	51112	74029	81060	87175	
应收账款周转率	2.28	3.04	3.32	3.65	营业成本	41482	60521	66026	70754	
存货周转率	2.38	2.96	3.37	3.72	营业税金及附加	503	729	798	858	
偿债能力					销售费用	2157	2924	3202	3443	
资产负债率	69%	69%	68%	65%	管理费用	4209	5096	5026	4795	
流动比	1.15	1.24	1.34	1.45	财务费用	719	1860	1643	1432	
速动比	0.78	0.87	0.99	1.11	其他费用/(-收入)	(1241)	(58)	(81)	(505)	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	801	2841	4284	5388	
现金及现金等价物	6326	20854	27842	35062	营业外净收支	902	1332	1445	1498	
应收款项	22410	24346	24437	23892	利润总额	1702	4173	5729	6886	
存货净额	17410	20672	19807	19264	所得税费用	967	584	802	964	
其他流动资产	7206	7867	8226	8539	净利润	735	3589	4927	5922	
流动资产合计	53352	69655	76228	82674	少数股东损益	195	576	776	924	
固定资产	22037	20935	19889	18894	归属于母公司净利润	540	3013	4151	4998	
在建工程	22769	22769	22769	22769	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	4655	4655	4189	3724	经营活动现金流	2342	9626	8470	8974	
长期股权投资	2162	2162	2162	2162	净利润	735	3589	4927	5922	
资产总计	124615	137476	142538	147524	少数股东权益	195	576	776	924	
短期借款	15730	15730	15730	15730	折旧摊销	2071	1567	1512	1413	
应付款项	11713	14777	14291	13353	公允价值变动	614	(124)	(124)	(124)	
预收帐款	3781	5476	5996	6448	营运资金变动	(1274)	4017	1379	838	
其他流动负债	15026	20142	21073	21622	投资活动现金流	(6855)	3441	1047	994	
流动负债合计	46249	56125	57089	57153	资本支出	(5918)	1102	1047	994	
长期借款及应付债券	35010	35010	35010	35010	长期投资	(126)	0	0	0	
其他长期负债	4221	4221	4221	4221	其他	(811)	2339	0	0	
长期负债合计	39231	39231	39231	39231	筹资活动现金流	19041	(603)	(830)	(1000)	
负债合计	85480	95355	96320	96383	债务融资	9146	0	0	0	
股本	2979	2983	2983	2983	权益融资	1769	0	0	0	
股东权益	39135	42121	46218	51140	其它	8126	(603)	(830)	(1000)	
负债和股东权益总计	124615	137476	142538	147524	现金净增加额	14528	12464	8687	8968	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【机械组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，4年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖油气产业、工业自动化及人工智能、通用航空、无人机等领域。

王可，中南财经政法大学经济学硕士，2017年7月加入国海证券研究所，重点覆盖天然气产业链、工程机械等领域。

熊绍龙，武汉大学工学硕士、学士，3年天然气行业实业工作经验，1年公募基金买方行业研究经验。2017年6月加入国海证券研究所，重点覆盖油气设备、工业自动化等领域。

【分析师承诺】

冯胜，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。