

## 机械装备

2021年02月08日

# 中集集团 (000039)

## ——深圳工业之光，全球领先的物流与能源装备供应商

报告原因：首次覆盖

### 买入 (首次评级)

#### 投资要点:

#### 市场数据: 2021年02月05日

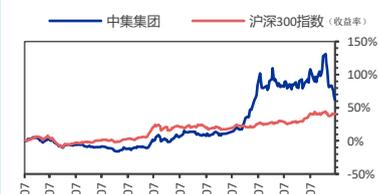
收盘价(元)	13.08
一年内最高/最低(元)	18.94/6.85
市净率	1.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	20068
上证指数/深证成指	3496.33/15007.30

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

#### 基础数据: 2020年09月30日

每股净资产(元)	11.48
资产负债率%	68.51
总股本/流通A股(百万)	3595/1534
流通B股/H股(百万)	-/2060

#### 一年内股价与大盘对比走势:



#### 相关研究

#### 证券分析师

耿耘 A0230520050001  
gengyun@swsresearch.com  
韩强 A0230518060003  
hanqiang@swsresearch.com

#### 研究支持

李蕾 A0230519080008  
lilei@swsresearch.com

#### 联系人

刘建伟  
(8621)23297818×02123297722  
liujw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **深圳工业之光，全球领先的物流与能源装备供应商。**中集集团是全球领先的物流与能源装备供应商，公司旗下拥有集装箱、道路运输车辆、能化及食品装备、空港、海工、物流、金融、重卡八大业务板块，并且新兴业务板块正在快速发展。从改革开放的排头兵到营收规模超过 800 亿的跨国工业集团，我们认为中集集团是深圳工业之光。在 2020 年深圳国资委入股中集后，新中集有望借力深圳资本，开启第二条增长曲线。
- **集装箱量价齐升或超预期。箱量有望出现高增：**我们认为更替需求推动集装箱销售中枢是长期趋势，行业 2019 年保有量对应的更替需求近 360 万 TEU。受疫情影响，我们预计公司/行业 2020 年干箱销量仅 100/240 万 TEU，2021 年公司干货箱量增速有望+25%；**箱价有望维持高位：**由于短期的供需错配，公司箱价自 2020 年 4 季度以来已经出现上涨，但合同执行价格存在 1-2 月的时滞，同时由于行业供给格局优化，原材料价格助涨，我们认为箱价上涨有望延续；**规模效应可能超预期：**公司集装箱毛利率随着规模和原材料价格波动，若原材料价格可以转嫁，销量增长带来的利润率提升可能超预期。
- **其余核心主营 2021 年有望开启复苏周期。**我们认为 2021 年全球疫情的缓解利好公司其余核心主营。车辆：中集车辆约 40%销售来自海外，2021 年有望受益海外复苏及国内排放升级和治超治限带来的更替需求；能化：中集安瑞科近年来超五成销售来自海外，化工板块与国际贸易联动直接相关，2021 年预计将强势复苏；空港：中集天达是全球登机桥冠军，全球市占率超过 40%，2021 年有望围绕优势客户取得新突破。
- **公司资产质量正在好转。**我们认为影响公司资产质量的两大因素海工经营状况和公司的资产负债率均在改善。海工板块 2020 年在低油价背景下拓展了订单品类，深圳国资委入股后也有望为海工板块带来新活力；公司完成产城出表后取得部分现金收益，产城出表也带来一次性的盈利增厚，会改善公司的资产负债率。公司当前 PB 约为 1.3 倍，与历史平均水平 2.2 倍相比，我们认为当前公司的 PB 水平没有反应资产质量的改善。
- **评级与估值。**考虑到集装箱业务量价齐升，其余核心业务板块 2021 年有望开启复苏周期，以资产质量的改善，我们预估公司 2020-2022 年归母净利润为 50.24/62.66/40.43 亿元，EPS 为 1.40/1.74/1.12 元，2021 年 BPS 为 12.94 元，按照当前 13.08 元的收盘价，公司 2021 年 PB 估值为 1.0 倍，与可比公司 2021 年 PB 估值相比处于低位，首次覆盖，“买入”评级。
- **风险提示。**国际贸易摩擦加剧、国内经济复苏受阻、公司资产质量改善进展不及预期。

#### 财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	85,815	63,592	82,680	99,439	107,742
同比增长率(%)	-8.2	3.1	-3.7	20.3	8.3
归母净利润(百万元)	1,542	698	5,024	6,266	4,043
同比增长率(%)	-54.4	9.6	225.7	24.7	-35.5
每股收益(元/股)	0.43	0.19	1.40	1.74	1.12
毛利率(%)	14.5	13.7	14.1	19.8	16.7
ROE(%)	3.9	1.7	12.5	13.5	8.0
市盈率	30		9	8	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

由于集装箱量价齐升的趋势在 2021 年仍将延续，同时道路运输车辆、能源化工与食品装备、空港装备等其余核心主营有望开启复苏周期，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.40 元、1.74 元、1.12 元，2021 年 BPS 为 12.94 元。按照 2021 年 2 月 5 日收盘价 13.08 元，公司 2021 年 PB 估值为 1.0 倍，与可比公司 2021 年 PB 估值相比处于低位，首次覆盖，“买入”评级。

### 关键假设点

**(1) 集装箱箱量：**由于存量箱更替以及国际贸易长期温和增长，我们预计 2020-2023 年集装箱箱量销售增速为+9%/+22%/+10%/+10%，其中干货箱 2021 年销量增速有望达到+25%；

**(2) 集装箱箱价：**由于行业供给侧已经优化，我们预计 2020-2023 年集装箱价格增速为+5%/+18%/-8%/-3%；

**(3) 规模效应：**我们认为箱量与箱价同处上升区间的时候，集装箱板块的盈利能力或超预期，预计 2020-2023 年集装箱板块毛利率为 13.5%/28.0%/14.0%/14.0%；

**(4) 其余核心主营经营质量改善：**道路运输车辆、能源化工与食品装备、空港装备等中集集团除集装箱以外的核心主营业务的全球竞争力较强，并且具备顺周期属性，我们认为如果全球经济从 2021 年开始企稳回升，其余核心主营的盈利将有所改善。

### 有别于大众的认识

市场普遍认为集装箱价格与集运价格直接相关，但我们认为集装箱价格与运价并不同步，特别是目前集装箱只有三个主要供给商，其价格的调整将低于运价，并且箱量与经济复苏直接相关，预计 2021 年集装箱仍然量价齐升。

同时，市场普遍忽视了中集集团其余核心主业的经营情况，但我们认为 2021 年其余核心主营也有望恢复增长。

此外，市场普遍忽视了中集集团资产质量的改善，我们认为在深圳国资入股，产城出表等一些列事件发生后，中集集团的资产质量改善进程正在提速，当前的 PB 估值并未反应公司的实际资产质量。

### 股价表现的催化剂

集装箱价格上涨、箱量超预期、除集装箱以外的核心主营业务经营情况超预期、资产质量的改善速度超预期。

### 核心假设风险

国际贸易摩擦加剧、国内经济复苏受阻、公司资产质量改善进展不及预期。

## 目录

<b>1. 深圳工业之光，全球领先的物流与能源装备供应商.....</b>	<b>6</b>
1.1 营收超过 800 亿的跨国工业集团 .....	6
1.2 混合所有制的成功典范 .....	7
1.3 可以复制的世界冠军.....	8
<b>2. 集装箱量价齐升或超预期 .....</b>	<b>8</b>
2.1 箱量有望出现高增 .....	9
2.2 箱价有望维持高位 .....	10
2.3 规模效应可能超预期.....	11
<b>3. 核心主营 2021 年有望开启复苏周期.....</b>	<b>12</b>
3.1 道路运输车辆：全球龙头有望继续份额提升 .....	12
3.2 能源化工与食品装备：长期增长趋势不变 .....	14
3.3 空港装备：蓄势待发.....	18
<b>4. 公司资产质量正在好转.....</b>	<b>20</b>
4.1 海工经营正在改善 .....	20
4.2 资产负债率有望下降.....	23
<b>5. 2021 年经营利润或超预期.....</b>	<b>23</b>
5.1 盈利预测 .....	24
5.2 评级与估值.....	25
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 中集集团收入规模不断增加 (亿元) .....	6
图 2: 中集集团业务地图 (2020) .....	7
图 3: 中集集团集装箱净利润及占公司总体归母净利润情况 .....	7
图 4: 中集集团股权结构图 (2020) .....	8
图 5: 中集集团培育了多个世界第一 .....	8
图 6: 全球干货箱保有量与销量 (万 TEU) .....	9
图 7: 中集集团干货箱市占率变化 .....	9
图 8: 集装箱行业供给格局 (2019) .....	10
图 9: 集装箱行业供给格局 (2020E) .....	10
图 10: 新造干货箱价格上涨幅度可能超过预期 .....	10
图 11: 公司集装箱板块毛利率与钢材价格走势大致类似 .....	11
图 12: 公司集装箱板块毛利率与箱量走势相关度较高 .....	11
图 13: 中集车辆海外业务收入占比 .....	13
图 14: 中集车辆国内业务和海外业务毛利率情况 .....	13
图 15: 2017 年半挂车全球主要市场行业集中度 .....	14
图 16: 中国天然气消费量占一次能源比重不断提升 .....	16
图 17: 中国进口液体化学物质有所减少 .....	17
图 18: 中国主要机场资本支出 (亿元) .....	19
图 19: 中国消防装备行业市场规模超过 3000 亿 .....	19
图 20: 中国物流自动化行业市场规模过千亿 .....	20
图 21: 油价与中集海工板块收入情况 .....	22
图 22: 中集集团资产负债率 .....	23
图 23: 中集集团分板块资产负债率 (2019) .....	23
图 24: 中集集团历史 PB band .....	26
表 1: 中集车辆主要产品 .....	12
表 2: 道路运输车辆板块主要假设及预测 (百万元) .....	14
表 3: 中集安瑞科主要产品 .....	14
表 4: 能源化工与食品板块主要假设及预测 (百万元) .....	17

表 5: 中集天达主要产品.....	18
表 6: 空港装备板块主要假设及预测 (百万元) .....	20
表 7: 中集来福士主要产品 .....	21
表 8: 2020 年中集来福士主要非油气订单情况 .....	22
表 9: 集装箱箱量与箱价假设.....	24
表 10: 主要盈利预测表 (百万元) .....	24
表 11: 可比公司估值表 .....	25

用户603442321于2022-06-30日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

向前走，莫回头，深圳精神的代言人。

## 1. 深圳工业之光，全球领先的物流与能源装备供应商

中集集团创立于 1980 年的深圳蛇口，是中国改革开放的优秀成果，放眼全球、敢为人先、勇于创新的基因根植于公司企业文化。经过 40 年的发展，公司已经成长为世界领先的物流装备与能源装备供应商，在亚洲、北美、欧洲、澳洲等地区拥有 300 余家成员企业及多家上市公司。

### 1.1 营收超过 800 亿的跨国工业集团

2019 年公司营收规模达到 858 亿元，其中八大业务板块集装箱/车辆/能化/空港/海工/物流/重卡/金融收入分别为 202/233/151/60/45/92/25/22 亿元。公司 2020 预计归母净利润达到 50-57 亿元，扣非归母净利润为 2.30-3.45 亿元，剔除汇兑项在会计处理时的差异（汇兑损失归属经常项、外汇套保收益归为非经常项），我们预计公司 2020 年的实际经营性利润可能更高。

中集集团的经营特点  
为国际化、多元化、  
集团化

图 1：中集集团收入规模不断增加（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司的主要产品涵盖物流装备与能源装备两大领域，可以为客户提供包括金融服务在内的一站式解决方案。

图 2：中集集团业务地图（2020）



资料来源：中集集团官网，申万宏源研究

经过多年发展，公司资产组合已经多元化，集装箱净利润占公司归母净利润比值已经从 2010 年的约 100% 下降到 2019 年的 9%。但是从业绩贡献弹性的角度来看，集装箱仍然是最具弹性的板块。

图 3：中集集团集装箱净利润及占公司总体归母净利润情况

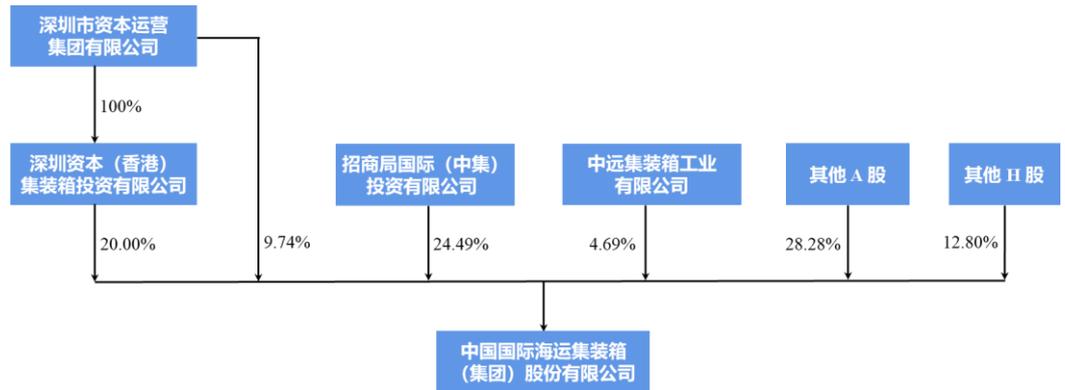


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.2 混合所有制的成功典范

中集集团是中国最早施行混合所有制的企业之一，也是现代企业管理制度成功执行的典范。2020 年 10 月，深圳市资本运营集团入股中集，成为中集第一大股东。借助市场化的激励机制、国际化的事业平台，深圳国资的入股有利于中集集团释放人才红利。

图 4：中集集团股权结构图（2020）

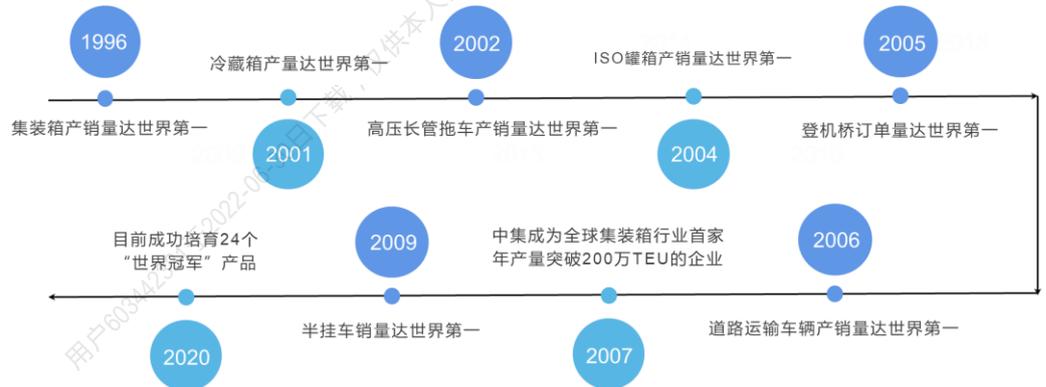


资料来源：Wind，申万宏源研究

### 1.3 可以复制的世界冠军

40 年风雨，中集集团已经孕育了多个世界第一，包括集装箱、集装箱半挂车、天然气储运装备、化工罐箱、登机桥等多个世界冠军。

图 5：中集集团培育了多个世界第一



资料来源：中集集团官网，申万宏源研究

我们认为中集集团在不同行业“批量”生产世界第一并非偶然。深刻的文化认同，业界领先的运营管理、品控、品宣，管理层的战略格局和资本运作能力都构成了中集集团的软实力。

## 2. 集装箱量价齐升或超预期

集装箱板块的量价齐升是中集集团经营景气度反转的主线

受疫情影响，2020 年部分地区码头或者其他运输环节集装箱周转率出现下降，而全球经济复苏不同步则导致部分地区的集装箱供需错配，甚至有地区出现“一箱难求”的情况。从 2020 年 4 季度开始，集装箱价格已经出现上涨。与市场普遍认为价格上涨短期已经结束的观点不同，我们认为箱价上涨并未结束，同时箱量的上涨才刚刚开始，由此而来的规模效应可能超过大家预期。

## 2.1 箱量有望出现高增

我们认为尽管集装箱销量存在周期性，但是随着保有量的上升，更替需求将支撑销量中枢上移。根据德鲁里数据，2019 年全球干货箱保有量约为 3600 万 TEU，假设 10 年更替，平均每年的更替需求为 360 万 TEU。2019 年行业干箱销量估计约为 230 万 TEU，理论上 2020 年应该出现较大幅度增长。但是受疫情影响，我们预计 2020 年行业干箱销量仅为 240 万 TEU。这意味着 2021-2023 年行业销量都有可能维持增长，2021 年行业干箱销量有望+15%。

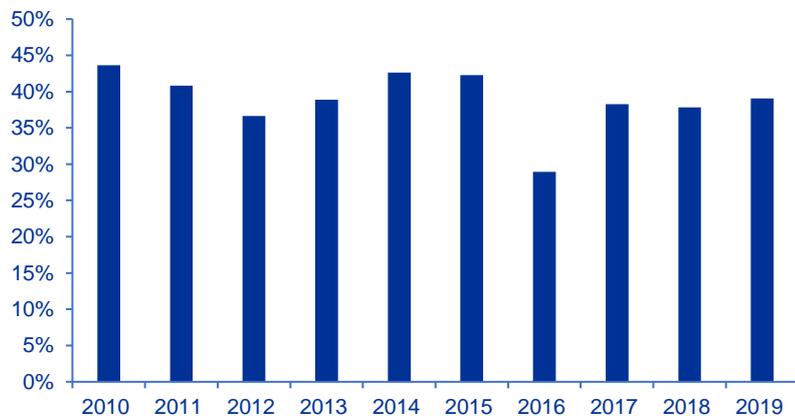
图 6：全球干货箱保有量与销量（万 TEU）



资料来源：Drewry Maritime Research，申万宏源研究

中集集团作为行业龙头，干货箱市占率大部分时间维持在 35%-45%。由于集装箱行业的报价特点，客户主要通过询价方式报价，当报价高的时候中集接单多，当报价低的时候公司可能控制接单。从市占率的变化上可以看出，当景气度高、箱价高的时候公司集装箱市占率提升；当景气度下行，箱价低的时候市占率反而下行。

图 7：中集集团干货箱市占率变化



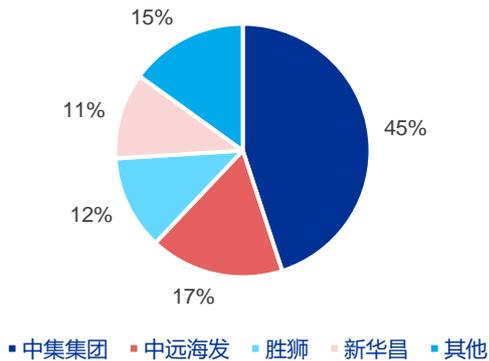
资料来源：Wind，Drewry Maritime Research，申万宏源研究

展望 2021 年，集装箱景气度预计持续上行，我们预计公司集装箱市占率将有所提升，干箱销量同比增速或达 25%以上，高于行业增速。

## 2.2 箱价有望维持高位

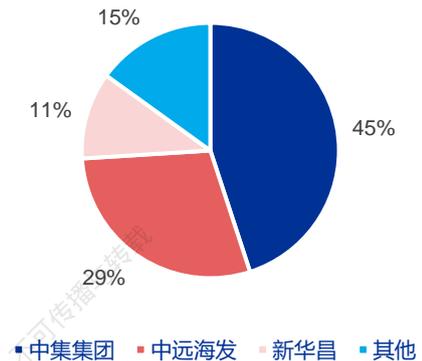
受行业价格战拖累，干货箱价格在 2019 年触底达到 1800 美元以下，直接加速了集装箱行业的整合。2019 年中远海发收购胜狮货柜集装箱资产后，行业主要的集装箱供应方仅剩中集集团、中远海发、新华昌三家，而新华昌规模体量较小，中集集团和中远海发掌握更多的定价话语权。因此，在需求稳定的情况下，我们预计集装箱价格上涨是必然趋势。

图 8：集装箱行业供给格局（2019）



资料来源：Drewry Maritime Research, 申万宏源研究

图 9：集装箱行业供给格局（2020E）



资料来源：Drewry Maritime Research, 申万宏源研究

2020 年干货箱价格从 4 季度开始出现上涨，近期新签单价格上涨幅度可能超过预期。主要的原因因为疫情影响下，部分地区码头或物流环节集装箱周转率出现下降，同时全球经济从疫情中复苏的节奏并不一致，导致集装箱在部分区域出现供需错配，甚至出现“一箱难求”的情况。但与市场普遍认为集装箱价格将会大幅回落的观点不同，我们认为集装箱价格有望维持高位，甚至短期再创新高。主要原因为：1) 供给端集装箱行业主要参与者的溢价能力较强，2021 年全球经济相对 2020 年复苏是大概率事件，集装箱价格不大可能出现大幅度下调；2) 2020 年 4 季度以来，钢铁等原材料价格的上涨可能被动推升集装箱价格，进而再次放大集装箱价格上涨的趋势。

图 10：新造干货箱价格上涨幅度可能超过预期

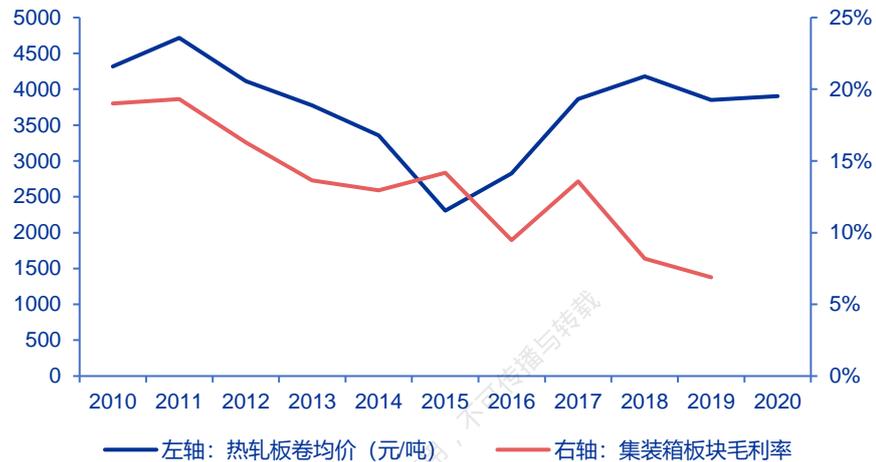


资料来源：Drewry Maritime Research, 申万宏源研究

## 2.3 规模效应可能超预期

集装箱的主要成本为钢材，估计占其总成本的 50%。从历史规律来看，钢材价格与公司集装箱板块毛利率变化趋势大致相似，我们认为主要原因在于公司具备较强的成本转嫁能力。2020 年钢材价格出现上涨，我们预计公司集装箱板块毛利率也会上涨。

图 11：公司集装箱板块毛利率与钢材价格走势大致类似

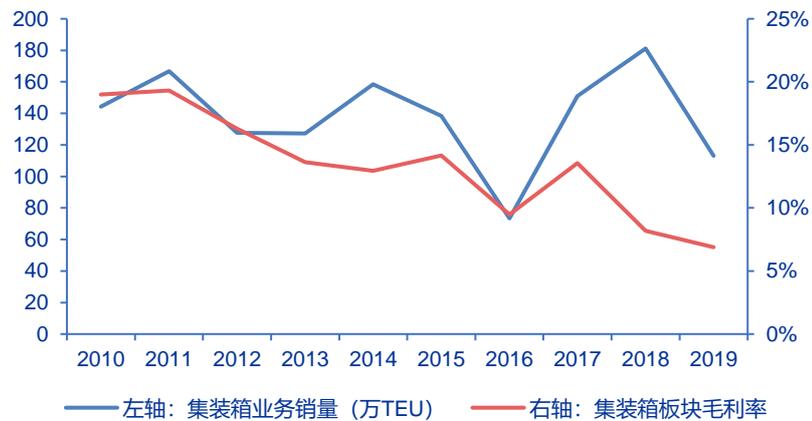


资料来源：Wind，申万宏源研究

集装箱业务具备规模效应，箱量增长到一定阶段毛利率的提升幅度可能超预期

另一方面，集装箱属于规模效应较明显的行业。从公司集装箱板块毛利率与公司集装箱销量的关系可以看出，二者走势也基本相关，2021 年我们预计公司集装箱销量进入上行周期，因此预计集装箱板块毛利率有望提升。同时，由于近年来公司通过“龙腾计划”等智能制造措施，不断提高集装箱板块生产经营效率，我们预计公司集装箱毛利率未来有望维持稳定。

图 12：公司集装箱板块毛利率与箱量走势相关度较高



资料来源：Wind，申万宏源研究

2021 年由于原材料价格上涨叠加箱量反弹较多，我们认为公司集装箱板块的盈利能力可能超过市场预期。

### 3. 核心主营 2021 年有望开启复苏周期

2021 年除了集装箱板块的量价齐升，其余核心主营的复苏不能忽视

除了集装箱板块，中集集团其他核心业务板块主要包括道路运输车辆（主体为中集车辆）、能源化工与食品装备（主体为中集安瑞科）、空港（主体为中集天达），2019 年三者营业收入占公司总收入比重达到 52%。2020 年公司其他核心业务板块经营情况均受疫情影响，我们认为 2020 年相应板块的经营情况并非正常表现。2021 年全球疫情缓解后，公司其他核心业务板块有望开启复苏周期。

#### 3.1 道路运输车辆：全球龙头有望继续份额提升

中集车辆为全球半挂车与专用车高端制造领导者，连续 7 年半挂车销量全球第一，在中国市场是具备竞争力和创新精神的专用车上装生产企业，也是知名的冷藏厢式车厢体的制造商。

表 1：中集车辆主要产品

主要产品	车型大类	细分类别	示例	主要内容
① 全球半挂车产品	集装箱骨架车	集装箱骨架车		由框架结构以及行走机构两个主要部分组成，其中框架结构配有扭锁装置以固定集装箱，专用于集装箱的运输。
		平板车		由货厢地板及用于在移动载运货物时保护牵引车的前挡板组成，主要用于运输大型、重型货物。
		平板车及衍生车型	栏板车	
		仓栅车		
	侧帘半挂车	侧帘半挂车		由车架、侧帘厢体、行走机构三个主要部分组成，其中厢体侧面由侧帘布构成，装卸效率高，适合托盘化运输。
	厢式半挂车	厢式半挂车		由车架、厢体、行走机构三个主要部分组成，其中厢体由金属柱及面板铆接而成，以形成封闭的装载空间，适合托盘化运输。
	冷藏半挂车	冷藏半挂车		由车架、保温厢体、行走机构及冷机组成，主要用于运输肉类等生鲜食品。
	罐式半挂车	粉罐车		由车架、粉罐上装、行走机构组成，罐体内设计流化床和气力输送置，卸料时通过气力输送装置加压，通过卸料口将物料卸出。可运输各种化工颗粒原材料，以及其他散装物料。
		液罐车		由车架、液罐上装、行走机构组成，可运输油品、液态化工原料、食品以及其他液态物料。

特种类别半挂车	码头车		由框架结构及行走机构两个主要部分组成，但未配备扭锁装置，主要用于码头内集装箱运输。
	中置轴轿运车		由车架、上层载货平台、行走机构组成，专用于轿车运输。
②中国专用车上装及整车	城市渣土车上装及整车		由厢体、液压举升系统、翻转座、开合机构、裙边组成，液压油缸举升上装前部可将物料卸至地面，用于建筑渣土及其他固体货物运输。
	混凝土搅拌车上装及整车		由搅拌罐体、车架组成，搅拌罐体一般为圆筒形搅拌筒，其中装有搅拌叶片，运输过程中保持搅拌筒转动，专用于混凝土运输。
③冷藏厢式车厢体及整车	冷藏厢式车厢体及整车		由保温厢体、冷机、车架组成。主要用于短途运输肉类、蔬菜、水果、疫苗等生鲜食品及对温度有要求的货物。
④半挂车及专用车零部件			包含各车型运营维保过程中的各种零部件，主要为车轴、轮胎、轴端及制动系统等。

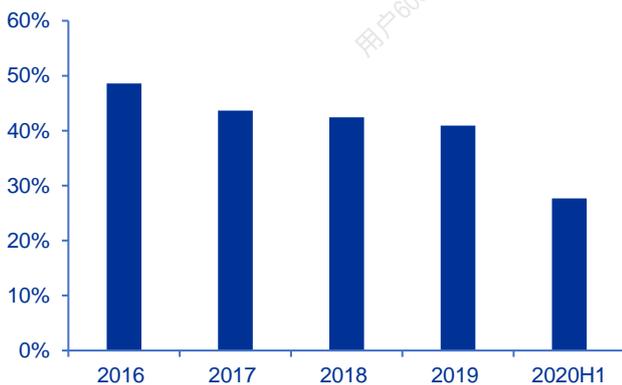
资料来源：中集车辆招股说明书，申万宏源研究

我们认为公司道路运输车辆板块的观点为：

(1) 2021 年海外业务有望复苏

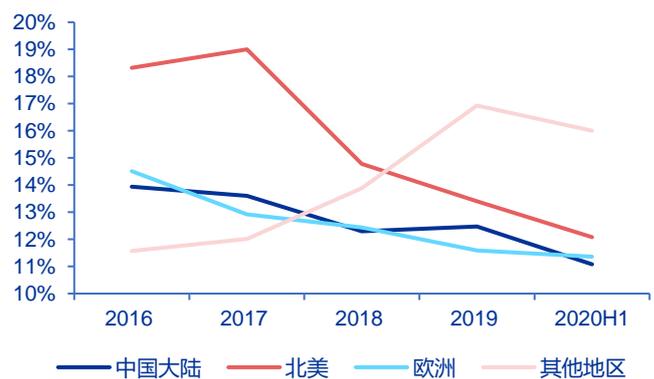
中集车辆约 40% 的营收来自海外（主要为北美和欧洲），2020 年受疫情影响，1H20 海外收入同比下滑 38%，对中集车辆整体影响较大。展望 2021 年，若疫情缓解，中集车辆的海外收入预计强势复苏。

图 13：中集车辆海外业务收入占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

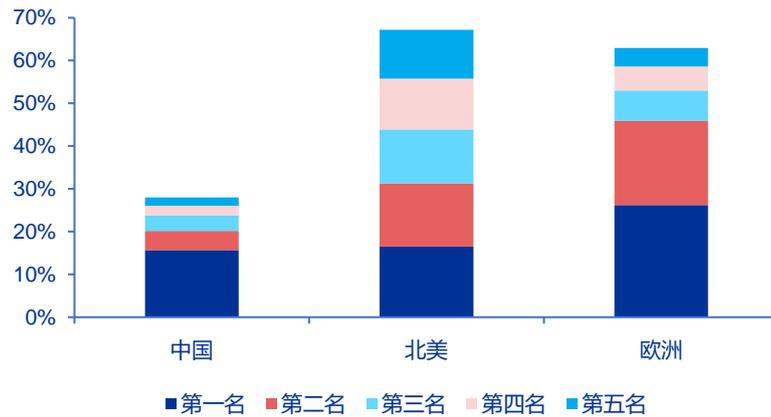
图 14：中集车辆国内业务和海外业务毛利率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

(2) 全球市占率有望进一步提升

受益于半挂车及专用车行业标准化程度的提高，我们预计行业整合将会加速。2017 年中国前五大半挂车企业的市场份额为 28%，而北美为 67.2%，欧洲为 62.9%。考虑到中集车辆强大的高端制造体系（已经建成 20 家灯塔工厂）、领先的运营管理能力（跨洋经营，当地制造），我们预计中集车辆的市占率有望进一步提升。

**图 15: 2017 年半挂车全球主要市场行业集中度**


资料来源: 中集车辆招股说明书, 申万宏源研究

道路运输车辆板块过往的经营业绩较为稳健, 收入规模从 2015 年的 129 亿元提高到 2019 年的 233 亿元, 4 年 CAGR 为 16%, 净利润由 2015 年的 5.72 亿元提高到 2019 年的 13.03 亿元, 4 年 CAGR 为 23%。2021 年受益于海外经济复苏, 以及专用车标准化程度的提升, 我们预计道路运输车辆板块 2020-2022 年收入为 198.35/222.55/249.70 亿元, 净利润为 9.66/11.75/14.25 亿元。

**表 2: 道路运输车辆板块主要假设及预测 (百万元)**

	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	23,335	19,835	22,255	24,970
YOY		-15%	12%	12%
毛利率	14.5%	13.5%	14.0%	14.5%
净利润	1,303	966	1,175	1,425
YOY		-26%	22%	21%
净利率	5.6%	4.9%	5.3%	5.7%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

### 3.2 能源化工与食品装备: 长期增长趋势不变

中集安瑞科为天然气储运装备全球龙头, 同时也是全球最大的化工罐箱制造商, 全球领先的液体食品装备供应商。中集安瑞科已拥有 10 余个产品品牌, 一万多名员工遍布中国、德国、荷兰、丹麦及比利时等国家 20 多个制造基地和国际领先的研发中心, 形成了中欧互动、分布合理、互为支持的产业格局。

**表 3: 中集安瑞科主要产品**

公司主要产品装备	产品大类	细分类别	示例	产品特点
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		<ul style="list-style-type: none"> <li>•采用 MRC 工艺的装置;</li> <li>•采用压差膨胀工艺的装置;</li> <li>•焦炉气液化装置; 先进的分离提纯工艺和装备。</li> </ul>

	井口气回收装置成套		<ul style="list-style-type: none"> <li>可提供低压气分离处理撬、脱水脱烃撬、脱硫脱碳撬，以及低、中压压缩机撬、高压压缩机撬、混烃回收装置、混烃储运装置等，用于放空天然气的增压回收。</li> </ul>	
	LNG 接收站		<ul style="list-style-type: none"> <li>提供 LNG 接收站整体解决方案和交钥匙工程，包括 LNG 接收站 EPC 总承包项目，LNG 接收站 FEED 前期工艺项目。</li> </ul>	
中游: 能源储存与运输	低温液体球形储罐		<ul style="list-style-type: none"> <li>储存介质: 液氮、液氧、液氩、液化天然气、液态二氧化碳、液态乙烯、液化石油气等。</li> </ul>	
	低温罐箱		<ul style="list-style-type: none"> <li>储存介质: 液氧、液氮、液氩、液态二氧化碳、液态氧化二氮、LNG、液态乙烯、液态乙烷等。</li> </ul>	
	高压气体运输车		<ul style="list-style-type: none"> <li>可以进行 CNG 的运输，还广泛用于高压氢气、氧气、氦气等多种气体的储运。高压气体集装管束产品主要应用于航天、核电、电子等方面。</li> </ul>	
	CNG 储气瓶组		<ul style="list-style-type: none"> <li>模块化设计，单元式结构，灵活组合，适应不同的存储量。</li> <li>装卸快速，方便运营，现场操作与维护方便。</li> </ul>	
下游: 能源应用	CNG 液压式子站		<ul style="list-style-type: none"> <li>拥有整套液压加气子站专利技术，包括多项发明专利和实用新型专利。</li> <li>采用 PLC 控制，实现全自动化操作。</li> </ul>	
	CNG 压缩式加气母站		<ul style="list-style-type: none"> <li>采用自有配套的环保节能压缩机，采用 PLC 控制，变频软启动，故障自动停机和声光报警，实现全自动化操作。</li> </ul>	
	CNG 气瓶		<ul style="list-style-type: none"> <li>产品系列: CNG 车用无缝气瓶、CNG 大容积钢质无缝气瓶、CNG 车用钢质内胆环向缠绕气瓶、CNG 长管拖车用金属内胆纤维环向缠绕气瓶。</li> </ul>	
核电装备	核燃料储运容器		<ul style="list-style-type: none"> <li>具备 ASME U 证书。</li> <li>可制造各种容积的 UF6 储运罐。</li> </ul>	
	核压力容器		<ul style="list-style-type: none"> <li>具备核 2、3 级压力容器、储罐制造许可资质。</li> <li>可以制造核电所需的部分压力容器，如安注箱、硼注箱、容积控制箱等，以及各类非核安全级压力容器。</li> </ul>	
化工装备	化工储运装备	化学品罐箱		<ul style="list-style-type: none"> <li>采用 FEA 辅助设计，相比自重更轻，装载量更大，结构更加安全可靠。</li> </ul>
	气体罐箱		<ul style="list-style-type: none"> <li>采用防腐处理，适合装载更多的货物。</li> <li>产品系列: LNG 罐箱、低温工业气体罐箱、液化气体 (LPG、液氨) 罐箱。</li> </ul>	
	粉料罐箱		<ul style="list-style-type: none"> <li>流化床布置合理，卸料速度快，卸料干净；</li> <li>全新设计的底部装卸料管路系统，人员不必在罐顶操作装料。</li> </ul>	
	特殊用途罐箱		<ul style="list-style-type: none"> <li>采用 FEA 辅助设计，相比自重更轻，装载量更大，结构更加安全可靠。</li> <li>产品系列: Offshore 罐、Mini-tank、沥青罐等。</li> </ul>	

医疗设备	超导核磁共振磁体容器		<ul style="list-style-type: none"> <li>在磁共振技术上具备丰富的研发与制造能力，可制造核磁共振液氦筒体、核磁共振封头及组件、核磁共振结构件等医疗设备，为医疗提供精尖的核磁共振系统。</li> </ul>
液态食品装备	液态食品非啤酒类液态食品储罐		<ul style="list-style-type: none"> <li>产品可按 EN13445-3 进行分析设计。</li> <li>采用自主知识产权的冷却结构专利技术。</li> <li>产品系列：果汁罐、乳品罐（牛奶罐）、饮料罐、油脂罐、调味品罐等。</li> </ul>
	啤酒罐		<ul style="list-style-type: none"> <li>产品可按 EN13445-3 进行分析设计。</li> <li>采用自主知识产权的冷却结构专利技术。</li> <li>产品系列：糖化罐、发酵罐、清酒罐、酵母扩培罐等。</li> </ul>
液态食品罐式集装箱	液态食品罐式集装箱		<ul style="list-style-type: none"> <li>采用 FEA 辅助设计，相比自重更轻，装载量更大，结构更加安全可靠。</li> </ul>
啤酒酿造交钥匙工程	啤酒酿造区交钥匙工程		<ul style="list-style-type: none"> <li>自主开发节能减排的啤酒厂管理系统，糖化真空蒸发系统和热能回收系统，可以使糖化车间的热能能耗减少 60%，分级管理的二氧化碳系统可以降低电能消耗的 30%，直接氨冷系统减少换热损失，可节约 20%的电能。</li> </ul>

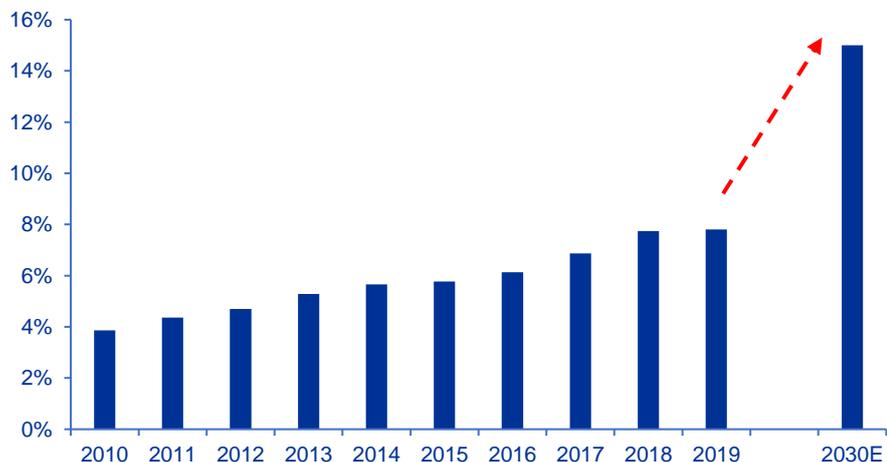
资料来源：中集安瑞科官网，申万宏源研究

我们认为公司能源化工与食品装备板块的观点为：

(1) 接力顺周期，天然气储运装备渗透率有望进一步提升

受益于清洁能源的推广，我们认为天然气消费量占一次能源比重有望继续提升，进而带动中集安瑞科天然气储运装备业务的增长。同时，由于天然气为工业原料之一，我们认为 2020 年下半年以来的制造业投资回升也有望促进天然气消费量的提升。根据 2017 年发改委网站刊登的“加快推进天然气利用的意见”，到 2030 年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15%左右。同时，中集安瑞科子公司 SOE（南通太平洋海工）在短距离 LNG 运输船领域也具备领先优势，若天然气消费量增加，我们认为 SOE 的订单也会出现较高增长。

图 16：中国天然气消费量占一次能源比重不断提升



资料来源：Wind，BP 公司，申万宏源研究

### (2) 化工罐箱有望受益北美疫情缓解

中集安瑞科化工板块占营收比重约为 25% (2019)，主要产品为用于运输化工等危化产品的化工罐箱。2020 年受疫情影响，北美出口中国的液体化学物质增速放缓，若疫情缓解，我们预计中集安瑞科化工罐箱业务将有所恢复。

图 17: 中国进口液体化学物质有所减少



资料来源: Wind, 申万宏源研究

### (3) 环保板块有望成为新增长点

中集安瑞科在 2019 年年报中提出要针对中国日益增长的固废危废治理需求, 开发环保关键装备及系统集成能力, 在环保治理领域探索商机。我们认为中集安瑞科化工板块下游客户多为化工企业, 现有客户存在固废危废处理需求, 看好中集安瑞科环保业务的开拓。

能源化工与食品装备板块具备聚焦清洁能源, 具备较好的增长前景, 收入规模从 2015 年的 93 亿元提高到 2019 年的 151 亿元, 4 年 CAGR 为 13%, 净利润由 2015 年的 4.75 亿元提高到 2019 年的 8.18 亿元, 4 年 CAGR 为 15%。2021 年受益于国内经济复苏, 以及化工环保领域的业务突破, 我们预计能源化工与食品装备板块 2020-2022 年收入为 120.60/138.69/159.49 亿元, 净利润为 3.36/8.01/10.45 亿元。

表 4: 能源化工与食品板块主要假设及预测 (百万元)

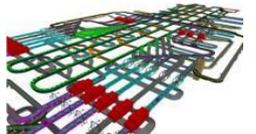
	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	15,075	12,060	13,869	15,949
YOY		-20%	15%	15%
毛利率	19.0%	16.0%	20.0%	21.0%
净利润	818	336	801	1,045
YOY		-59%	139%	31%
净利率	5.4%	2.8%	5.8%	6.6%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

### 3.3 空港装备：蓄势待发

中集天达是全球领先的消防与救援设备、空港装备及自动化物流系统供应商。中集天达的登机桥业务稳居全球第一，旗下的德利国际也是世界知名的机场行李和物流系统集成商。中集天达的消防车业务为中国第一、世界第五。

表 5：中集天达主要产品

公司主要产品	产品大类	细分类别	示例	主要内容
空港装备业务	登机桥	旋转伸缩式登机桥、柱座桥、固定桥、T 桥、A380 登机桥、小型飞机登机桥、L 型横移伸缩式旅客登机桥、顺岸通道折返型横移式登机桥		通过行走和升降机构能够在机坪上通过桥体旋转、升降和伸缩运动实现与飞机对接的旅客登机设备。
	地面空调机组	移动式飞机地面空调机组、落地式飞机地面空调机组、吊挂式飞机地面空调机组		为停靠在地面的飞机提供经过过滤、加压、除湿以及降温（或加热）的新鲜空气的空调设备。
	摆渡车	旋转伸缩式登机桥、柱座桥、KG-B6300EV 纯电动型摆渡车、KG-B4270 型摆渡车、KG-B5270 型摆渡车、KG-B5300 型摆渡车等		根据机场实际运行情况，进行乘客运载。
消防车及救援业务	消防车	Z4 机场快调消防车、Z6 机场主力泡沫消防车、Z8 重型快调机场消防车、小型城市主战消防车 TLF 30/12 等		机场与城市间应急救援设备。
自动化物流系统业务	输送机及分流器	机场行李处理系统（BHS）、行李转盘、值机输送机、带走输送机、排队输送机、水平分流器、垂直分流器、翻盘分拣机		负责输送、分拣、处理离港、中转、到港等旅客的行李。
	旅客随身行李处理系统	全功能版、标准版、定制版		支持行李的单独放包、自动供筐、自动分拣、人包绑定、空筐识别、自动复检。

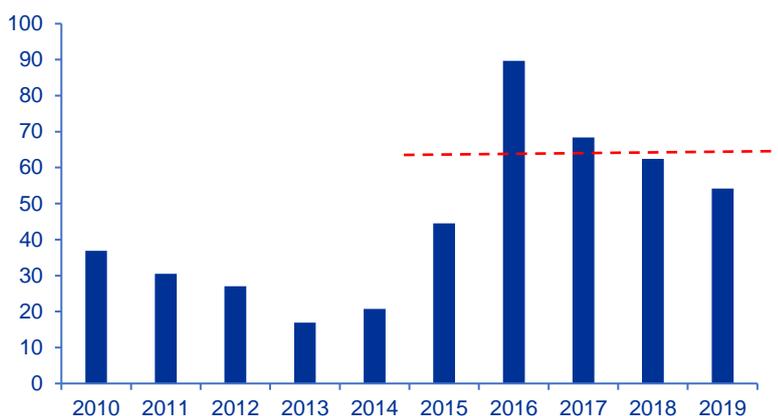
资料来源：中集天达官网，申万宏源研究

我们认为公司空港装备板块的看点为：

#### (1) 围绕强势产品，提供更多服务

中集天达在登机桥产品上拥有绝对的竞争优势，在中国市场市占率 100%，在全球市场市占率超过 40%。中国主要机场 2015-2019 年的平均资本支出高达 64 亿元，我们认为中集天达有机会凭借自身较强的客户粘性，围绕单一客户提供更多产品和服务。

图 18: 中国主要机场资本支出 (亿元)

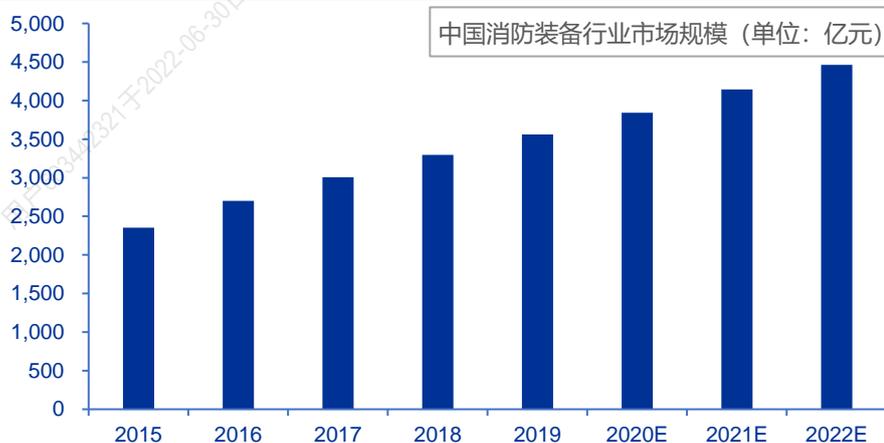


注: 主要机场为上海机场、深圳机场、白云机场及厦门空港; 资料来源: Wind, 申万宏源研究

### (2) 消防行业存在集中度提升可能

中集天达是中国最大的消防车供应商, 在华北、西南、华南、华东已经完成布局, 同时中集天达还持股德国齐格勒, 在高端消防车领域具备领先的技术实力。根据中商产业研究院数据, 中国消防行业市场规模自 2017 年起超过 3000 亿, 但是较为分散。展望未来, 由于消防部队管控的加强, 我们预计消防装备行业的市场集中度将提升, 拥有领先技术产品的中集天达有望直接受益。

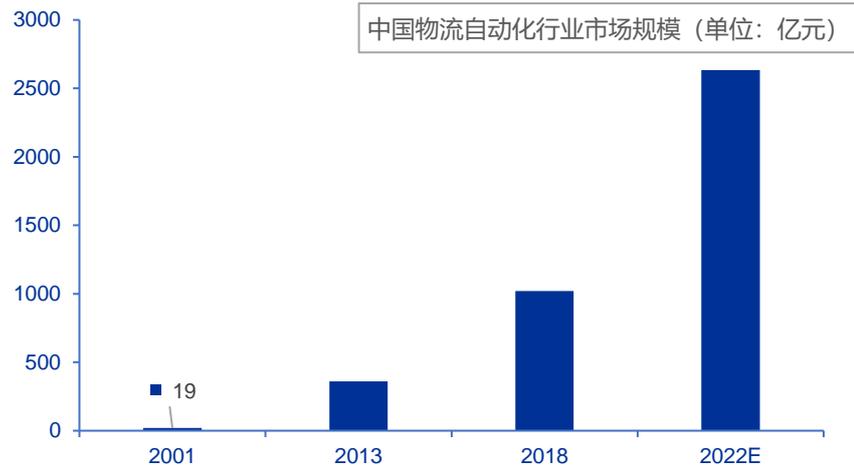
图 19: 中国消防装备行业市场规模超过 3000 亿



资料来源: 中商产业研究院, 中商情报网, 申万宏源研究

### (3) 自动化物流系统业务有望迎来较快增长

中集天达的自动化物流系统 (MHS) 业务涵盖子公司德利国际的机场自动化业务和中集天达自身的业务团队, 具备全自动高速分拣机的自主制造能力。根据中国物流技术协会信息中心数据, 我国物流自动化行业规模 2018 年突破千亿; 受益于中集天达在空港领域的声望和中集集团强大的客户资源, 我们认为中集天达的 MHS 有望高速增长。

**图 20：中国物流自动化行业市场规模过千亿**


资料来源：中国物流技术协会信息中心，中商产业研究院，申万宏源研究

空港装备板块拳头产品登机桥全球竞争力，市占率较高，围绕强势产品，空港板块正在拓宽产品线和业务规模。空港板块过往业绩表现与其竞争力相匹配，其收入规模从 2015 年的 28 亿元提高到 2019 年的 60 亿元，4 年 CAGR 为 21%，净利润由 2015 年的 0.62 亿元提高到 2019 年的 2.53 亿元，4 年 CAGR 为 42%。受益于产品组合的拓宽、消防装备市场集中度的提升，以及物流系统自动化行业的快速增长，我们预计空港装备板块 2020-2022 年收入为 59.62/71.55/85.86 亿元，净利润为 2.43/3.11/3.98 亿元。

**表 6：空港装备板块主要假设及预测 (百万元)**

	2019	2020E	2021E	2022E
主营业收入	5,962	5,962	7,155	8,586
YOY		0%	20%	20%
毛利率	24.6%	23.0%	24.0%	25.0%
净利润	253	243	311	398
YOY		-4%	28%	28%
净利率	4.2%	4.1%	4.3%	4.6%

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 4. 公司资产质量正在好转

我们认为影响公司资产质量的两大重要因素为海工的经营风险和公司总体较高的资产负债率。展望未来，二者皆在好转。

### 4.1 海工经营正在改善

公司海工板块的经营主体为中集来福士，拥有烟台、上海、挪威、瑞典四个海洋研究院，以及烟台、海阳、龙口三个建造基地。主营业务包括钻井平台、生产平台、海洋工程船、海上支持船、海洋牧场平台、海上风电船、豪华游艇和高端游船、海上综合体等各类

海洋装备的设计、新建、维修和改造，同时涉及装备的运营、租赁等，可以为客户提供“交钥匙”总包服务。

**表 7：中集来福士主要产品**

公司主要产品	产品大类	部分细分产品	示例	产品介绍
钻井平台	半潜平台	<ul style="list-style-type: none"> <li>超深水半潜式钻井平台 蓝鲸 1 号</li> <li>极地恶劣海域半潜式钻井平台 维京龙</li> <li>半潜式钻井平台 SS Pantanal</li> </ul>		钻井平台是主要用于钻探井的海上结构物，是海上油气勘探开发不可缺少的装备。
	自升平台	<ul style="list-style-type: none"> <li>400 尺自升式钻井平台</li> <li>300 尺自升式钻井平台</li> <li>自升式钻井平台 新胜利五号</li> </ul>		中集来福士累计交付 9 座半潜式钻井平台、10 座自升式钻井平台，具备批量化、产业化设计建造钻井平台的能力。
生产装置		<ul style="list-style-type: none"> <li>浮式生产储油船 Petrobras P-71</li> <li>自升式气体处理平台 AGOSTO 12</li> <li>自升式生产平台 海洋石油 162</li> </ul>		生产平台是进行油气采集、分离及初步处理的平台。中集来福士累计交付 2 座自升式生产平台、3 座圆筒型 FPSO 船体、2 座 FSO 项目。
退役拆解		<ul style="list-style-type: none"> <li>自升式平台 BT-400PAU</li> <li>双船起重项目</li> </ul>		中集来福士推出的 PAD 系列产品可以实现固定式钻井平台的封井、弃井和拆解作业。
维修改造		<ul style="list-style-type: none"> <li>新胜利一号钻井平台坞检修理项目</li> <li>Safe bristolia 平台改造</li> <li>中油海 10 自升式钻井平台</li> </ul>		中集来福士可为客户提供半潜式平台、自升式平台、坐底式平台、半潜驳船、散货船、油轮等不同尺寸和用途的海工装备或船舶的专业维修与改造服务。
模块类业务		<ul style="list-style-type: none"> <li>生产平台</li> <li>FPSO Topside 模块</li> <li>FPSO &amp; FSO 模块</li> </ul>		中集来福士具备同时建造多个大型复杂模块的能力，为国内外客户提供了高质量的模块 EPC 服务。
特种船舶及装备		<ul style="list-style-type: none"> <li>半潜式生活平台 OOS TIRADENTES</li> <li>SSCV 系列半潜式起重生活平台</li> <li>ESV 自升式支持平台 GUARDIAN</li> </ul>		特种船舶是为海上运输、海洋勘探、海上钻井及海上采油等海上作业提供服务和安全保障的工程船和工作船。
浮式电站		<ul style="list-style-type: none"> <li>浮式电站</li> <li>浮式液化天然气存储气化终端(FSRU)</li> <li>垃圾焚烧发电平台</li> </ul>		浮式电站是一种将发电厂建造在驳船上，以提供电力服务为目的的特殊工程船。
海洋旅游		<ul style="list-style-type: none"> <li>幻想系列超豪华游艇 幻想号</li> <li>超级豪华游艇 亚洲女士</li> <li>古典豪华游艇 NERO</li> </ul>		中集来福士拥有超级游艇、高端游船、邮轮、滚装船、海上综合体等海上游乐装备的设计建造能力。
深远海渔业		<ul style="list-style-type: none"> <li>多功能海洋牧场平台</li> <li>深远海智能化坐底式网箱 长鲸一号</li> <li>深海养殖工船</li> </ul>		公司因地制宜研发、设计、推广海洋牧场平台、深水智能化网箱及配套设备、现代化渔船和综合体等渔业装备。
运营服务		<ul style="list-style-type: none"> <li>自升式钻井平台 CASPIAN DRILLER</li> <li>CR600 半潜式生活平台 OOS TIRADENTES</li> <li>自升式支持平台“守卫者号”</li> </ul>		中集来福士能够为客户提供各类海工装备及船舶的租赁服务、运营管理、技术服务等。

资料来源：中集来福士官网，申万宏源研究

我们认为中集来福士经营情况正在好转：

**(1) 业务品类拓宽，非油气订单占比增加**

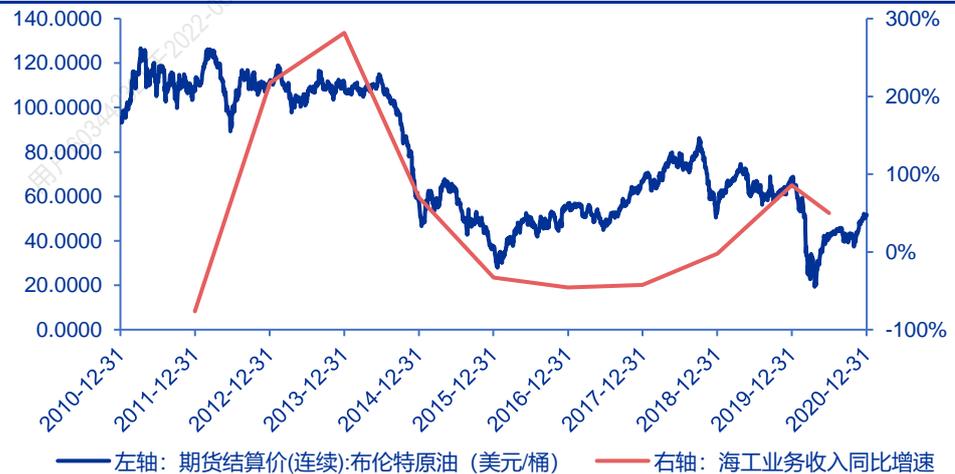
2020 年国际原油价格依然处于低位，但是公司海工板块收入却维持增长，1H20 海工板块收入增速超过 50%。我们认为订单的多元化是公司海工板块在低油价环境保持增长的核心原因，2020 年前三季度，公司在手订单价值中非油气订单占比提升至 74%。

**表 8：2020 年中集来福士主要非油气订单情况**

签订时间	协议名称	订单项目类型	订单内容
2020/10/8	工程、采购和施工 (EPC) 合同	海上风电项目	中集来福士将建造能够安装新一代大型海上风力涡轮机的全球最大风电安装船 (1+1 艘 BT-220I 风电安装船)，计划于 2022 年年底投入使用。
2020/12/22	关于设立“海市蜃楼·烟台八角湾海上艺术城”项目公司合作协议	海洋渔业和海洋文旅产业	将以中集来福士的半潜式多功能生活支持平台“普罗米修斯”为主体，打造艺术酒店、文博空间、商业综合体、海上娱乐和现代海洋牧场等五大板块，建设成为“独树一帜的超级文旅 IP”。
2020/12/30	海上风电及海工装备全面深化战略合作协议	海上风电及海工装备	后续双方将保持密切沟通，在承接海上风电项目、装备租售、海上风电技术创新应用及产业链资源整合等诸多领域开展合作，共同拓展山东、全国及全球市场。

资料来源：中集集团官网，国际船舶网，申万宏源研究

**图 21：油价与中集海工板块收入情况**



资料来源：Wind，申万宏源研究

**(2) 深圳打造全球海洋中心城市利好资产整合**

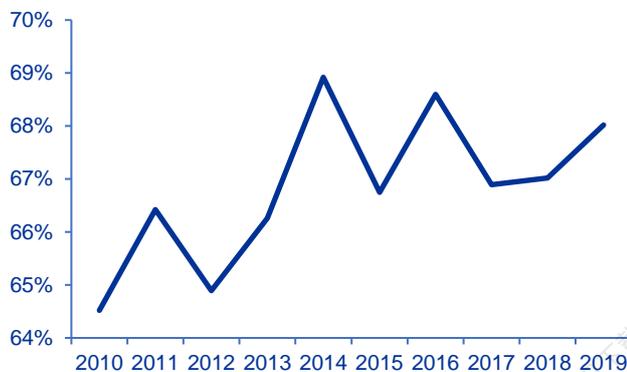
深圳国资入股中集集团后，我们认为深圳资源与中集间优势的互动将更为频繁。2020 年深圳市明确表示要加快建设全球海洋中心城市，并且发布了《关于勇当海洋强国尖兵加快建设全球海洋中心城市的实施方案（2020-2025 年）》，明确提出要重点引导和推动海工装备等新兴产业加速发展。

由于中集来福士船厂经营主体在山东烟台，中集集团总部位于深圳，总部位于深圳的招商海工主要聚焦近海作业的自升式钻井平台。因此，深圳市目前尚不具备半潜式钻井平台的建造能力和高端海工平台的系统集成能力。从深圳市的战略规划推测，我们预计中集集团的海工板块将在深圳建设全球海洋中心城市中扮演重要作用。

## 4.2 资产负债率有望下降

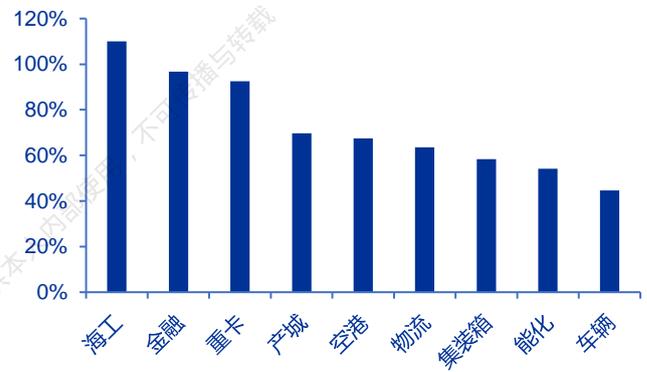
公司资产负债率近年来均超过 60%，分板块来看，海工、金融、重卡、产城位列前四，金融板块因为行业属性是负债经营，海工、重卡、产城业务对公司资产负债率的影响较为显著。如果考虑到营收规模，海工、产城的影响比重卡大。

图 22：中集集团资产负债率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：中集集团分板块资产负债率 (2019)



资料来源：Wind，申万宏源研究

2020 年 8 月中集产城引入西安曲江文化投资（集团）有限公司（曲江文投）作为战略投资者，2020 年 10 月曲江文投完成增资，中集产城实现出表。产城的资产负债率与中集集团总体资产负债率相近（产城 2019 年为 69.7%，中集集团总体为 68.0%），但是产城出表后会带来一次性的投资收益（2020 年公司业绩预增公告显示来自产城出表的投资收益约为 46 亿元），我们认为该投资收益有望增厚货币资金，进而改善资产负债率。

## 5. 2021 年经营利润或超预期

中集集团历史上的盈利高点在 2011 年，2011 年归母净利润为 36.59 亿元（扣非为 35.79 亿元）。目前的中集集团与 2011 年相比，已经形成多板块运营的全球跨国工业集团，2019 年除集装箱以外的板块占总收入比例达到 77%，而 2011 年仅为 45%。其余板块的总体规模已经不可同日而语，如果集装箱板块 2021 年持续复苏，我们认为公司整体盈利上限可能远高于 2011 年。

## 5.1 盈利预测

### 关键经营假设：

**集装箱箱量：**由于存量箱更替以及国际贸易体量长期温和增长，集装箱需求量长期保持稳定增长。2019 年以来由于贸易摩擦加剧，箱量需求被抑制，2020 年的疫情影响则放大了箱量的需求抑制；如果疫情缓和，2021 年箱量可能出现较大幅度上修，并且我们预计 2022-2023 年也可以保持较快幅度增长。我们预计 2020-2023 年集装箱箱量销售增速为 +9%/+22%/+10%/+10%。

**箱价：**集装箱行业经过 2019 年以来的结构调整，供给侧已经优化，目前行业成规模的三家公司格局稳定，对上下游具备更强的议价能力。受疫情影响，部分地区的集装箱需求复苏速度快于集装箱供给，可能导致箱价的快速增长。我们预计 2020-2023 年集装箱价格增速为 +5%/+18%/-8%/-3%。

表 9：集装箱箱量与箱价假设

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
箱量 (TEU)	1,130,335	1,229,845	1,500,411	1,648,254	1,810,705
<i>YOY</i>		<i>9%</i>	<i>22%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>
干箱	898,600	997,446	1,246,808	1,371,488	1,508,637
冷箱	137,500	130,625	143,688	158,056	173,862
特种箱	94,235	101,774	109,916	118,709	128,206
箱价 (元/TEU)	17,838	18,814	22,152	20,410	19,831
<i>YOY</i>		<i>5%</i>	<i>18%</i>	<i>-8%</i>	<i>-3%</i>
干箱	12,846	14,350	18,900	16,800	16,100

资料来源：Wind，申万宏源研究

**规模效应：**我们认为中集集团的规模效应在集装箱板块体现最为显著，特别是当箱量与箱价同属上升区间的时候，集装箱板块的盈利能力可能超过预期。我们预计 2020-2023 年集装箱板块毛利率为 13.5%/28.0%/14.0%/14.0%。

**其余核心主营盈利的改善：**道路运输车辆、能源化工与食品装备、空港装备等中集集团除集装箱以外的核心主营业务的全球竞争力较强，并且具备顺周期属性。我们认为如果全球经济从 2021 年开始企稳回升，其余核心主营的盈利将有所改善。

### 我们的主要盈利预测表为：

表 10：主要盈利预测表 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
收入	85,815	82,680	99,439	107,742	119,164
<i>YOY</i>		<i>-4%</i>	<i>20%</i>	<i>8%</i>	<i>11%</i>
集装箱	20,163	23,139	33,237	33,642	35,908
车辆	23,335	19,835	22,255	24,970	28,016
能化	15,075	12,060	13,869	15,949	18,342

空港	5,962	5,962	7,155	8,586	10,303
<b>毛利率</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.1%</b>	<b>19.8%</b>	<b>16.7%</b>	<b>17.1%</b>
集装箱	9.3%	13.5%	28.0%	14.0%	14.0%
车辆	14.5%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%
能化	19.0%	16.0%	20.0%	21.0%	21.0%
空港	24.6%	23.0%	24.0%	25.0%	25.0%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

因此, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 50.24 亿元、62.66 亿元、40.43 亿元。

## 5.2 评级与估值

### 关键经营假设:

中集集团为营收规模超 800 亿元的跨国工业集团, 海外收入占比 14%, 属于多产品、跨领域的高端制造业。公司为全球领先的物流与能源装备供应商, 属于高端制造业龙头之一, 公司主营围绕高端制造业。我们认为公司的可比公司为同样聚焦高端制造业, 并且某类产品具备全球顶尖水准的三一重工、美的集团、潍柴动力。

三一重工: 2019 年收入规模超过 750 亿元, 海外收入占比 19%, 工程机械产品多样化但均具备全球竞争力, 混凝土机械全球第一, 挖掘机 2020 年销量全球第一。

美的集团: 2019 年收入规模近 2800 亿元, 海外收入占比 42%, 除家电业务外, 其旗下的库卡机器人为全球工业机器人龙头之一。

潍柴动力: 2019 年收入规模约 1744 亿元, 海外收入占比 41%, 除重卡相关的发动机和整车外, 其旗下凯傲集团是全球领先的物流装备公司, 林德液压也是全球顶尖的液压件公司。

表 11: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2021/2/5 收盘价(元)	EPS				PE				2021E PB
			2019 A	2020 E	2021 E	2022 E	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E	
600031.SH	三一重工	41.58	1.33	1.81	2.10	2.31	13	23	20	18	4.9
000333.SZ	美的集团	97.25	3.47	3.63	4.15	4.68	17	27	23	21	5.0
000338.SZ	潍柴动力	23.10	1.15	1.25	1.39	1.50	14	18	17	15	3.0
<b>中位数</b>			<b>1.33</b>	<b>1.81</b>	<b>2.10</b>	<b>2.31</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>4.9</b>

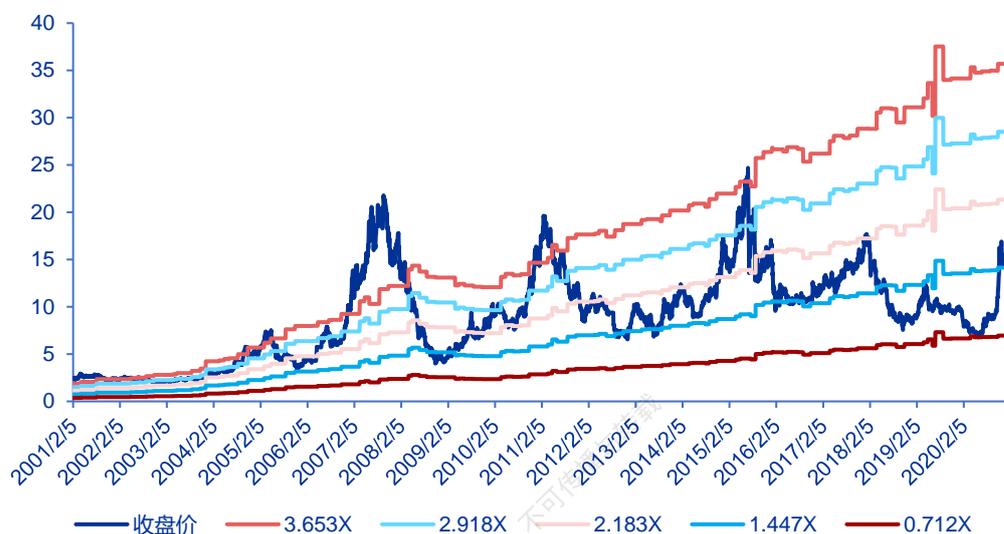
注: 基准日期为 2021 年 2 月 5 日, 盈利预测均为 Wind 一致预期; 资料来源: Wind, 申万宏源研究

### 中集集团资产质量改善的溢价尚未在估值中体现

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.40 元、1.74 元、1.12 元, 按照当前收盘价, 公司 2021 年 PE 估值为 8 倍。我们预计公司 2021 年 BPS 为 12.94 元, 按照基准日 2021 年 2 月 5 日收盘价 13.08 元计算, 公司 2021 年 PB 估值为 1.0 倍, 与可比公司 2021 年

PB 估值中位数相比处于低位。另一方面，从公司历史 PB band 看，当前的 PB 水平约为 1.3 倍，低于历史平均水平（2.2 倍）。考虑到公司集装箱业务景气度处于上升区间，并且资产质量正在边际好转，我们认为公司 PB 估值具备吸引力，首次覆盖，“买入”评级。

图 24：中集集团历史 PB band



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 6. 风险提示

**国际贸易摩擦加剧：**如果国际贸易摩擦加剧，全球贸易量可能受到抑制，进而抑制集装箱需求。同时由于公司国际化程度较高，对公司其余板块也会产生影响。

**国内经济复苏受阻：**公司主要产品聚焦能源装备与物流装备，如果国内经济复苏受阻，对相应业务可能产生影响。

**公司资产质量改善进展不及预期：**公司引入深圳国资后有望借助深圳资本改善资产质量，但如果资产质量改善进展不及预期，可能会对公司估值重构产生影响。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	93,498	85,815	82,680	99,439	107,742
营业收入	93,498	85,815	82,680	99,439	107,742
营业总成本	92,328	84,277	81,067	89,696	100,171
营业成本	79,586	73,356	71,020	79,754	89,761
税金及附加	956	707	681	819	887
销售费用	1,744	2,297	1,902	1,989	2,047
管理费用	5,159	5,204	4,299	4,176	4,202
研发费用	993	1,437	1,385	1,591	1,832
财务费用	1,159	1,276	1,781	1,366	1,442
其他收益	387	893	893	893	0
投资收益	-82	327	6,800	600	600
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-240	-157	0	0	0
信用减值损失	-305	-521	-188	-54	-206
资产减值损失	-2,426	-5,224	0	-200	0
资产处置收益	5,242	8,983	0	0	0
营业利润	6,477	5,839	9,619	11,358	7,965
营业外收支	207	-225	-50	529	-135
利润总额	6,684	5,614	9,569	11,887	7,830
所得税	2,615	3,104	2,392	2,936	2,055
净利润	4,068	2,510	7,177	8,951	5,775
少数股东损益	688	968	2,153	2,685	1,733
归母净利润	3,380	1,542	5,024	6,266	4,043

资料来源: wind, 申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,068	2,510	7,177	8,951	5,775
加: 折旧摊销减值	4,987	8,378	4,858	5,276	5,546
财务费用	1,928	1,833	1,781	1,366	1,442
非经营损失	-3,859	-7,006	-6,800	-600	-600
营运资本变动	-6,806	-1,966	920	1,259	-2,592
其它	-178	-210	106	110	110
经营活动现金流	141	3,539	8,042	16,363	9,681
资本开支	2,750	5,504	2,000	2,500	2,500
其它投资现金流	-1,652	-3,580	6,800	600	600
投资活动现金流	-4,402	-9,084	4,800	-1,900	-1,900
吸收投资	660	2,739	0	0	0
负债净变化	4,257	-3,531	-8,342	-14,683	-6,000
支付股利、利息	3,492	4,839	1,781	1,366	1,442
其它融资现金流	7,871	9,245	-4,008	0	0
融资活动现金流	9,296	3,614	-14,131	-16,049	-7,442
净现金流	5,090	-1,873	-1,289	-1,586	339

资料来源: wind, 申万宏源研究

**合并资产负债表**

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	81,903	90,023	87,844	84,834	86,962
现金及等价物	9,972	10,231	8,943	7,357	7,696
应收款项	37,457	30,747	29,392	30,078	32,727
存货净额	27,335	41,302	41,776	39,677	38,827
合同资产	1,514	1,946	1,946	1,946	1,946
其他流动资产	5,624	5,797	5,787	5,777	5,767
长期投资	4,917	6,843	6,843	6,843	6,843
固定资产	47,354	47,677	45,518	43,508	41,180
无形资产及其他资产	24,711	27,565	27,053	26,541	26,029
资产总计	158,884	172,108	167,258	161,726	161,014
流动负债	73,137	70,551	57,384	43,901	43,413
短期借款	33,575	27,174	13,683	0	0
应付款项	20,524	20,660	20,888	20,988	20,400
其它流动负债	19,039	22,717	22,813	22,913	23,013
非流动负债	33,344	46,518	51,667	50,667	44,667
负债合计	106,481	117,070	109,051	94,568	88,080
股本	2,985	3,585	3,595	3,595	3,595
其他权益工具	4,008	4,008	0	0	0
资本公积	4,128	4,881	4,871	4,871	4,871
其他综合收益	839	1,715	1,715	1,715	1,715
盈余公积	3,283	3,582	4,559	5,777	6,562
未分配利润	22,083	21,483	25,530	30,578	33,835
少数股东权益	15,078	15,784	17,937	20,622	22,355
股东权益	52,403	55,038	58,207	67,158	72,934
负债和股东权益合计	158,884	172,108	167,258	161,726	161,014

资料来源: wind, 申万宏源研究

用户603442321于2022-06-30日下载, 仅供内部使用, 不可传播与转载

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	<a href="mailto:chentao1@swsresearch.com">chentao1@swsresearch.com</a>
华北	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swsresearch.com">lidan4@swsresearch.com</a>
华南	陈左茜	755-23832751	<a href="mailto:chenzuoxi@swsresearch.com">chenzuoxi@swsresearch.com</a>

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。