

## 困境反转，拐点已现

### 投资要点

- **Q3 单季度业绩同比+2124%，谷底反转：**2020 年前三季度，公司共实现营业收入 635.92 亿元，同比+3.1%；归母净利润 6.98 亿元，同比+9.6%；扣非归母净利润 1.96 亿元，同比-51.0%。其中 Q3 单季度，实现营业收入 241.60 亿元，同比+27.5%；归母净利润 8.80 亿元，同比+2123.7%；扣非归母净利润 4.32 亿元，同比+949.3%。
- **盈利能力回升，期间费用控制良好：**2020 年前三季度，公司毛利率 13.7%，与去年基本持平。2020 年 Q3 单季度，公司毛利率 15.0%，同比+0.9pp，盈利能力回升。期间费用率方面，前三季度销售费用率 2.3%，同比-0.1pp；管理费用率 5.0%，同比-0.3pp；财务费用率 2.0%，同比+0.6pp，主要系利息支出与汇兑损益影响所致；研发费用率 1.6%，同比+0.1pp。
- **行业格局改善+下游需求拐点已至，集装箱龙头深度受益：**此前，中集集团、胜狮货柜、上海寰宇三家占据了集装箱制造市场份额的 77% 以上。2019 年 5 月，上海寰宇的大股东中远海收购胜狮货柜，使得行业集中度进一步提升、双寡头的竞争格局形成。其后，2020 年来行业深入开展健康可持续发展行动，以往低价无序竞争的状况得到改善。此外，由于疫情逐步控制和全球复产复工推进，下游集运行业需求修复拐点已至，中国到美西海岸航线集装箱运价创下了 3058 美元/FEU 的历史新高。需求端高景气复苏，使得集装箱厂商排产饱满，二手集装箱价格超历史峰值。量价齐升下公司作为集装箱龙头深度受益。
- **扎根深圳先行示范区，聚焦主业、产城业务出表：**2020 年 10 月，深圳资本集团收购中远集装箱工业有限公司等 4 个股东所持有的公司部分或全部股份，合计持有中集集团 29.74% 的股份，成为公司第一大股东。深圳资本集团战略入股完成后，将继续推动中集扎根深圳先行示范区，保持市场化体制、机制，实现产业发展与资本运作双轮驱动。土地方面，今年下半年公司获得原股东碧桂园、新战略投资者曲江文增资入股，推动产城业务剥离出表带来一次性巨额投资收益 46 亿元。未来海工业务也将剥离出表，聚焦主业打造出更多的世界冠军产品。
- **盈利预测与评级：**公司是全球集装箱的龙头企业，深度受益于集装箱行业持续复苏及行业格局的大幅改善。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 13.4/25.3/37.4 亿元，对应 PE29/16/11 倍，给予 2021 年 20 倍估值，对应目标价 14.2 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济低迷；全球疫情防控不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	85815.34	90106.11	117137.94	146422.43
增长率	-8.22%	5.00%	30.00%	25.00%
归属母公司净利润 (百万元)	1542.23	1344.71	2529.33	3740.38
增长率	-54.38%	-12.81%	88.09%	47.88%
每股收益 EPS (元)	0.43	0.37	0.71	1.04
净资产收益率 ROE	4.56%	2.98%	5.12%	6.79%
PE	26	29	16	11
PB	0.72	1.15	1.09	1.01

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

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

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	35.95
流通 A 股(亿股)	15.34
52 周内股价区间(元)	6.89-11.05
总市值(亿元)	394.73
总资产(亿元)	1,803.04
每股净资产(元)	9.77

### 相关研究

1. 中集集团 (000039): 20H1 业绩整体承压, Q2 单季度显著回暖 (2020-08-31)

## 盈利预测

关键假设:

假设 1: 今年来行业持续深入的开展健康可持续发展行动, 以往低价无序竞争的状况得到改善, 集装箱箱价水平同比去年有明显回升。这也使得今年集装箱行业整体利润率维持在较好水准。预计随着全球贸易回暖, 下半年将反弹复苏。预计 2020-2022 年集装箱板块营收增速分别为 20%/40%/35%。

假设 2: 今年上半年国内重卡销售景气度高, 其中半挂车占比持续提升。同时新冠疫情也带动了消费者更多的利用电商模式采购消费品, 从而带动了冷藏车的发展。此外, 国家基建投资加大的情况下, 搅拌车等各种基建类专用车销售也将持续高景气。受益于国内需求的持续复苏, 预计 2020-2022 年道路运输车辆板块营收增速分别为 5%/20%/25%。

假设 3: 公司抓住国内天然气消费需求持续增长的机会, 加强天然气储运装备全产业链布局, 推动了清洁能源业务订单达 49 亿元 (不包含中小型液化气船), 逆势增长 11%。同时独家研发全球首批 45 英尺 LNG 罐箱、承包国内首艘油气电混合动力内河船舶改造工程等。预计下半年板块将持续改善, 2020-2022 年能源化工设备板块营收增速分别为 -10%/20%/25%。

假设 4: 海工板块新接订单陆续进入建造期, 板块营收疫情冲击下仍取得正增长。上半年, 中集来福士新增生效订单 1.63 亿美元, 累计持有在手订单价值 7.65 亿美元。其中非油气订单占比约 70%, 呈持续增长态势。预计 2020-2022 年海洋工程板块营收增速分别为 15%/8%/5%。

假设 5: 上半年物流板块紧密围绕多式联运战略积极推进新业务、新模式的探索, 多项措施并举, 控制损失、危中寻机, 在业务转型发展及组织管理运营上均取得进展。随着疫情得到控制, 国内制造业逐步恢复, 国际物流业务走势预期企稳。预计 2020-2022 年物流服务板块营收增速分别为 10%/20%/25%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
道路运输车辆	收入	22,771.08	23,909.63	28,691.56	35,864.45
	增速	-3.8%	5.0%	20.0%	25.0%
	毛利率	12.7%	12.5%	12.6%	12.7%
集装箱业务	收入	19,370.19	23,244.23	32,541.92	43,931.59
	增速	-36.4%	20.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	6.9%	9.0%	9.5%	10.0%
能源化工及液态食品装备	收入	14,563.78	13,107.40	15,728.88	19,661.10
	增速	6.6%	-10.0%	20.0%	25.0%
	毛利率	17.5%	15.0%	16.0%	17.0%
物流服务	收入	9,055.18	9,960.70	11,952.84	14,941.05
	增速	6.0%	10.0%	20.0%	25.0%
	毛利率	8.9%	8.0%	8.1%	8.2%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
海洋工程业务	收入	3,797.53	4,367.16	4,716.53	4,952.36
	增速	143.0%	15.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	7.6%	3.0%	5.0%	6.0%
合计	收入	85,815.34	90,106.11	117,137.94	146,422.42
	增速	4.2%	5.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	14.5%	13.5%	14.5%	15.0%

数据来源：Wind，西南证券

## 相对估值

我们选取机械行业中的两家主流制造业公司，以及国内海运龙头中远海特作为可比公司。2021 年平均 PE 为 22 倍。公司是全球集装箱的龙头企业，深度受益于集装箱行业持续复苏及行业格局的大幅改善。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 13.4/25.3/37.4 亿元，对应 PE 29/16/11 倍，给予 2021 年 20 倍估值，对应目标价 14.2 元，上调至“买入”评级，

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
601766.SH	中国中车	5.52	0.41	0.41	0.46	0.52	17	14	12	11
600031.SH	三一重工	25.32	1.33	1.73	1.98	2.17	13	15	13	12
6000428.SH	中远海特	3.28	0.05	0.06	0.08	0.10	80	53	42	34
平均值							37	27	22	19

数据来源：Wind 一致盈利预测，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	85815.34	90106.11	117137.94	146422.43	净利润	2510.11	1494.71	2679.33	3740.38
营业成本	73355.61	77941.78	100152.94	124459.06	折旧与摊销	2632.56	6461.75	6823.82	7014.35
营业税金及附加	706.77	872.69	1180.90	1450.53	财务费用	1276.17	1339.97	1741.97	2177.46
销售费用	2297.27	2472.14	3175.78	3939.72	资产减值损失	-5224.12	0.00	0.00	0.00
管理费用	5204.27	5464.48	7028.28	8785.35	经营营运资本变动	-3922.60	9346.48	-29904.78	-14106.52
财务费用	1276.17	1339.97	1741.97	2177.46	其他	6266.41	-315.29	374.76	311.56
资产减值损失	5224.12	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3538.52</b>	<b>18327.62</b>	<b>-18284.91</b>	<b>-862.78</b>
投资收益	326.94	0.00	0.00	0.00	资本支出	-823.77	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-156.75	0.00	0.00	0.00	其他	-8260.39	7138.33	-24.65	8.22
其他经营损益	0.00	70.26	0.00	70.25	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-9084.16</b>	<b>6938.33</b>	<b>-224.65</b>	<b>-191.78</b>
<b>营业利润</b>	<b>5838.75</b>	<b>2085.30</b>	<b>3858.09</b>	<b>5680.56</b>	短期借款	-2341.02	-8690.81	23491.97	7188.05
其他非经营损益	-224.87	50.00	25.00	-180.00	长期借款	5148.53	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>5613.87</b>	<b>2135.30</b>	<b>3883.09</b>	<b>5500.56</b>	股权融资	1352.43	2.25	0.00	0.00
所得税	3103.76	640.59	1203.76	1760.18	支付股利	-1641.98	-602.30	-537.27	-1027.59
净利润	2510.11	1494.71	2679.33	3740.38	其他	1095.69	-16679.26	-1741.97	-2177.46
少数股东损益	967.89	150.00	150.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>3613.64</b>	<b>-25970.12</b>	<b>21212.74</b>	<b>3983.01</b>
归属母公司股东净利润	1542.23	1344.71	2529.33	3740.38	<b>现金流量净额</b>	<b>-1872.87</b>	<b>-704.18</b>	<b>2703.18</b>	<b>2928.45</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9714.79	9010.61	11713.79	14642.24	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	21918.94	11504.10	14820.11	17907.11	销售收入增长率	-8.22%	5.00%	30.00%	25.00%
存货	41302.28	38221.50	51660.92	63467.46	营业利润增长率	-9.85%	-64.29%	85.01%	47.24%
其他流动资产	17087.11	1668.38	21451.04	28178.25	净利润增长率	-38.30%	-40.45%	79.25%	39.60%
长期股权投资	5363.57	5363.57	5363.57	5363.57	EBITDA 增长率	-1.47%	1.43%	25.66%	19.71%
投资性房地产	2769.72	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	47662.10	42308.82	36593.48	30687.61	毛利率	14.52%	13.50%	14.50%	15.00%
无形资产和开发支出	7433.96	6600.80	5767.64	4934.48	三费率	10.23%	10.30%	10.20%	10.18%
其他非流动资产	18855.05	18779.73	18704.42	18629.10	净利率	2.93%	1.66%	2.29%	2.55%
<b>资产总计</b>	<b>172107.52</b>	<b>133457.53</b>	<b>166074.97</b>	<b>183809.82</b>	ROE	4.56%	2.98%	5.12%	6.79%
短期借款	17557.20	8876.90	32368.87	39556.92	ROA	1.46%	1.12%	1.61%	2.03%
应付和预收款项	20660.41	21397.77	27615.65	34325.81	ROIC	3.62%	2.94%	4.44%	5.09%
长期借款	30918.30	30918.30	30918.30	30918.30	EBITDA/销售收入	11.36%	10.97%	10.61%	10.16%
其他负债	47933.63	22065.31	22830.84	23954.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>117069.54</b>	<b>83258.28</b>	<b>113733.66</b>	<b>128755.72</b>	总资产周转率	0.52	0.59	0.78	0.84
股本	3584.50	3595.01	3595.01	3595.01	固定资产周转率	2.81	2.40	3.29	4.63
资本公积	4881.31	4870.80	4870.80	4870.80	应收账款周转率	4.48	7.12	17.66	17.36
留存收益	25065.20	25807.61	27799.67	30512.46	存货周转率	2.08	1.93	2.19	2.13
归属母公司股东权益	39253.89	34265.16	36257.22	38970.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.55%	—	—	—
少数股东权益	15784.09	15934.09	16084.09	16084.09	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>55037.98</b>	<b>50199.25</b>	<b>52341.31</b>	<b>55054.11</b>	资产负债率	68.02%	62.38%	68.48%	70.04%
负债和股东权益合计	172107.52	133457.53	166074.97	183809.82	带息债务/总负债	48.25%	57.42%	62.69%	60.96%
					流动比率	1.28	1.64	1.48	1.51
					速动比率	0.69	0.60	0.71	0.74
					股利支付率	106.47%	44.79%	21.24%	27.47%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	9747.47	9887.02	12423.87	14872.37	每股收益	0.43	0.37	0.71	1.04
PE	25.54	29.29	15.57	10.53	每股净资产	15.34	9.56	10.11	10.87
PB	0.72	1.15	1.09	1.01	每股经营现金	0.99	5.11	-5.10	-0.24
PS	0.46	0.44	0.34	0.27	每股股利	0.46	0.17	0.15	0.29
EV/EBITDA	7.07	6.04	6.48	5.70					
股息率	4.17%	1.53%	1.36%	2.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn