



Company Report: CIMC (02039 HK)

公司报告: 中集集团 (02039 HK)

中文版

Chinese version

Jason Song 宋然

+852 2509 7768

jason.song@gtjas.com.hk

27 March 2014

Key Takeaways from Analyst Briefing

分析员会摘要

- Container manufacturing demand will be modest. Price may stay low but margin should be stable. Outlook of trailers demand is good. Enric will grow its business scale mainly by way of M&A. **Management reiterates that 2015 offshore engineering delivery will not be affected and expects revenue and profit to increase.** Profit growth may be high but absolute amount may not see a huge increase as the base was low. Going forward, Pteris will gradually move its manufacturing facilities back to China. For logistics, management hopes to achieve total sales target of RMB10 billion in 2015.
- Revise down 2015-2016 profit estimates** by 11.4% and 11.2% to RMB2,833 million and RMB3,112 million, respectively. Introduce 2017 forecasted profit of RMB3,464 million. 2015-2017 EPS are expected to be RMB1.026, RMB1.052 and RMB1.171, respectively.
- Maintain 'Buy' with TP of HK\$22.00.** One share price catalyst of CIMC would be to see a development milestone for its land in Qianhai. Although achieving this goal is considerably difficult and investors have been waiting for quite a long time, with this year's implementation of 'One Belt One Road' and further development of FTZ, the progress in Qianhai should also be accelerating. Thus, share price of CIMC should also have potential growth momentum. Our TP represents 37.2% upside potential. Potential risks include 1) offshore engineering orders are substantially delayed and 2) the development of land in Qianhai is far below the market expectation.
- 集装箱制造需求温和。价格可能维持较低但毛利率应保持平稳。车辆需求前景不错。安瑞科将通过并购扩大规模。**管理层强调 2015 年海工交付不会受到影响并预期今年收入和利润继续增加。**由于基数低, 利润增速较高但金额不会很大。未来 Pteris 将逐渐把生产设施搬回中国。管理层预计物流板块今年或实现目标收入人民币 100 亿元。
- 下调 2015-2016 盈利预测** 11.4% 及 11.2% 至人民币 28.33 亿元及人民币 31.12 亿元。预计 2017 年净利润为人民币 34.64 亿元。2015-2017 年每股盈利预计为人民币 1.026 元、人民币 1.052 元及人民币 1.171 元。
- 维持“买入”评级和目标价 22.00 港元。**公司其中一个股价催化是前海土地开发出现阶段性成果。虽然实现这个目标面临相当大的困难, 投资者也等待了很长时间, 但随着今年“一带一路”及自贸区等国家战略的落实, 前海的发展也需要加快, 公司仍然具备潜在的股价上升动能。目标价较目前股价有 37.2% 的上升空间。潜在风险包括 1) 海工订单大幅推迟以及 2) 前海土地开发大幅低于市场预期。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$22.00

Revised from 原目标价:

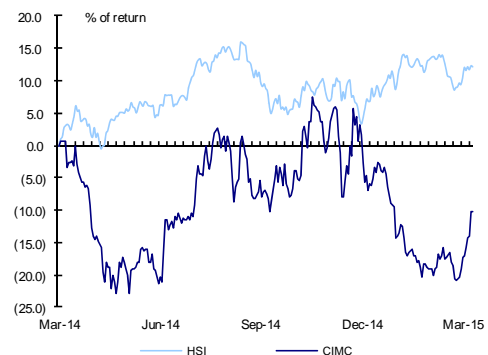
HK\$22.00

Share price 股价:

HK\$16.040

Stock performance

股价表现



Change in Share Price 股价变动	1 M 1 个月	3 M 3 个月	1 Y 1 年
Abs. % 绝对变动 %	7.1	(6.2)	(11.8)
Rel. % to HS index 相对恒指变动	8.6	(10.9)	(23.7)
Avg. share price(HK\$) 平均股价 (港元)	14.9	15.3	16.3

Source: Bloomberg.

Year End 年结	Turnover 收入	Net Profit 股东净利	EPS 每股净利	EPS 每股净利变动	PER 市盈率	BPS 每股净资产	PBR 市净率	DPS 每股股息	Yield 股息率	ROE 净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(△%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2013A	57,874	2,180	0.819	12.4	15.3	7.765	1.6	0.270	2.2	10.9
2014A	70,071	2,478	0.929	13.5	13.6	8.340	1.5	0.311	2.5	11.5
2015F	73,688	2,833	1.026	10.4	12.4	9.337	1.4	0.324	2.6	11.4
2016F	79,518	3,112	1.052	2.5	12.0	10.045	1.3	0.332	2.6	10.9
2017F	88,243	3,464	1.171	11.3	10.8	10.834	1.2	0.370	2.9	11.2

Shares in issue (m) 总股数 (m)

2,672.6

Major shareholder 大股东

China Merchants (CIMC) Investment 23.2%

Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)

42,869.0

Free float (%) 自由流通比率 (%)

51.4

3 months average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)

1,009.6

FY15 net gearing (%) FY15 净负债/股东资金 (%)

98.5

52 weeks high/low (HK\$) 52 周高低

19.480/13.620

FY15 Est. NAV (HK\$) FY15 每股估值 (HK\$)

26.3

Source: the Company, Guotai Junan International.

分析员会摘要:

1) 集装箱制造: 利润下跌部分是因为制造基地搬迁。2015年集装箱需求可能继续温和。价格也有可能维持低位, 因钢价预期较低。利润率预期相对稳定。管理层提到, 上海制造设施搬迁期间的费用和亏损已于2014年入账。然而, 来自政府的补贴和搬迁补偿或于2015年有额外贡献。

2) 车辆板块: 2014年利润呈大幅增长。随着北美、欧洲和中国的需求提升, 2015年业务应会相当好。

3) 安瑞科: 2014年上半年利润受到天然气价格调整的负面影响, 但2014年下半年利润出现一定程度复苏。化工板块增速温和但食品装备板块增速显著。对清洁能源的需求将使该业务增速保持稳定。但化工设备增速可能取决于经济增速。2015年管理层将专注于潜在的并购。安瑞科将主要通过并购方式扩大其业务规模。

4) 海洋工程: 收入大幅增长是由于自建平台的交付以及部分项目处于建造后期, 导致确认收入大幅上升。2014年期间, 新订单为11亿美元。目前在手订单为约50亿美元。新订单受到油价下跌以及油公司削减石油开采支出的负面影响。当前订单未受影响。但是如果油价继续维持低位, 可能会出现一定程度的交付延迟。管理层强调2015年海工交付不会受到影响并预期今年收入和利润继续增加。由于基数低, 利润增速较高但金额不会很大, 管理层认为还没到赚大钱的时候。现在是在困难时期生存下来的时候。

5) 重卡: 2014年中集集团对联合重工进行增资并购入其它股东持有的联合重工部分股权。目前该业务亏损是由于业务规模小。对重卡业务增资是为了满足客户的需求。目前客户在寻求车辆板块的完整生产线。

6) 空港装备: Pteris和Ziegler已经并表。该分部净利润下跌的原因是Pteris的亏损。对于机场地面设备, 中集集团加强了摆渡车和平台车的竞争力, 同时寻求进一步完善产品线的机会。对于消防救援业务, 德国Ziegler公司已经重新组建了一支团队, 瞄准国内市场, 获得国内17台主战消防车订单, 实现中国市场重大突破。未来Pteris将逐渐把生产设施搬回中国。把消防救援业务放在这个分部的原因是它的技术和客户与空港装备十分相似。中集集团的目标是成为综合型空港设备和解决方案提供商。

7) 物流业务: 销售收入为人民币84.73亿元, 比去年同期(人民币62.16亿元)上升36.3%; 净利润为人民币1.38亿元, 同比下降22.9%。管理层希望于2015年实现人民币100亿元的总销售目标。我们认为, 如果实现人民币100亿元销售目标, 该分部应可转亏为盈。2015年利润应超过人民币2.00亿元。

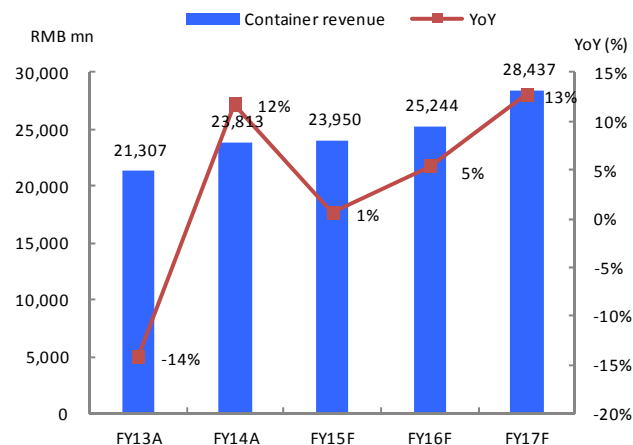
早前宣布的H股配售或于2015年7月完成。 中集集团建议向中远集装箱、Broad Ride及Promotor Holdings配售H股, 认购价每股13.48港元, 总集资额38.50亿港元。这将充实中集集团的资本、改善公司偿付能力及满足短期融资需求。根据一般授权向若干H股股东的配售将须在股东大会上获得股东批准以及相关监管部门的批准。中集集团预期配售将在2015年7月完成。

2014年利润低于我们预期。年内，收入同比增长21%，毛利润同比增长21%。集装箱制造业务利润下滑。干货集装箱销量同比上升27%，但价格下跌。集装箱业务利润同比下跌30%，毛利率下跌1.3个百分点。车辆业务大幅改善，销售收入为人民币133.90亿元（2013年同期：人民币133.35亿元），相当于0.4%的同比增幅。净利润为人民币6.48亿元（2013年同期：人民币2.64亿元），相当于145.5%的同比增幅。道路运输车辆业务2014年总销量为115,200辆，相当于9.9%的同比增幅。能源、化工及液态食品装备业务呈温和改善。中集安瑞科继续注重产品开发。对于能源装备业务：高压大直径钢瓶及缠绕瓶、CNG液压子站、一体化撬装式CNG加气站及LNG船用装备。海工业务如预期扭亏，收入同比上升70%至人民币119亿元，利润人民币500万元。中集来福士2014年在订单交付上取得显著突破，交付了一座深水半潜式钻井平台及四座自升式钻井平台。联合重工自2014年8月起并入财务报表中。从2014年8月至2014年底，联合重工的销售收入为人民币10.59亿元，净利润为亏损人民币6,000万元。2014年中集完成了对Pteris的收购。Pteris及Ziegler已经并表，空港装备业务分部实现收入人民币27.27亿元，相当于207.2%的升幅，去年同期则为人民币8.88亿元；净利润为人民币8,700万元，相当于25.0%的升幅，去年同期则为人民币1.16亿元。净利润下跌的原因是由于Pteris的亏损。

下调2015-2016年盈利预测。下调2015-2016年收入预测8.7%及9.9%至人民币736.88亿元及人民币795.18亿元。我们预期2017年收入为人民币882.43亿元。下调2015-2016年盈利预测11.4%及11.2%至人民币28.33亿元及人民币31.12亿元。预计2017年净利润为人民币34.64亿元。2015-2017年每股盈利预计为人民币1.026元、人民币1.052元及人民币1.171元。

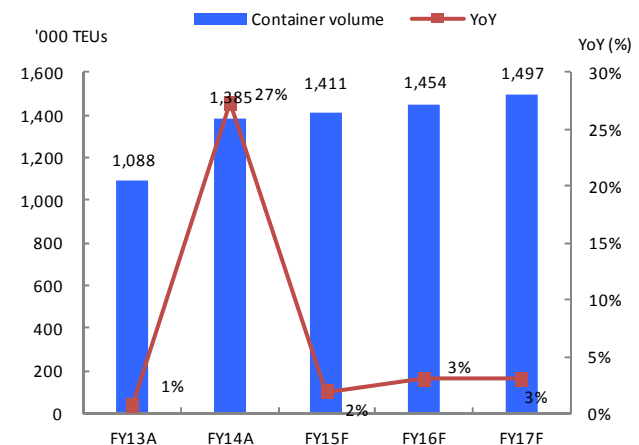
维持“买入”评级和目标价22.00港元。公司其中一个股价催化是前海土地开发出现阶段性成果。虽然实现这个目标面临相当大的困难，投资者也等待了很长时间，但随着今年“一带一路”及自贸区等国家战略的落实，前海的发展也需要加快。因此，公司仍然具备潜在的股价上升动能。

图-1: 2015-2017年集装箱收入预测



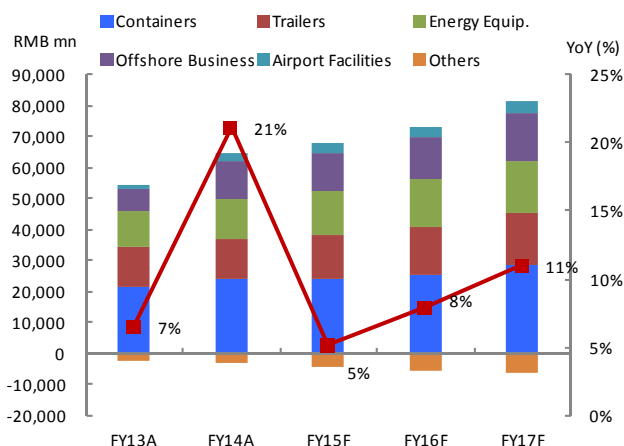
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-2: 中集集团2015-2017年集装箱销量



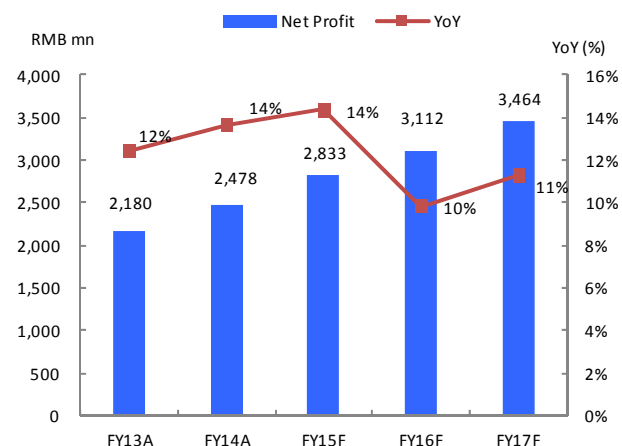
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-3: 中集集团2015-2017年总收入预测



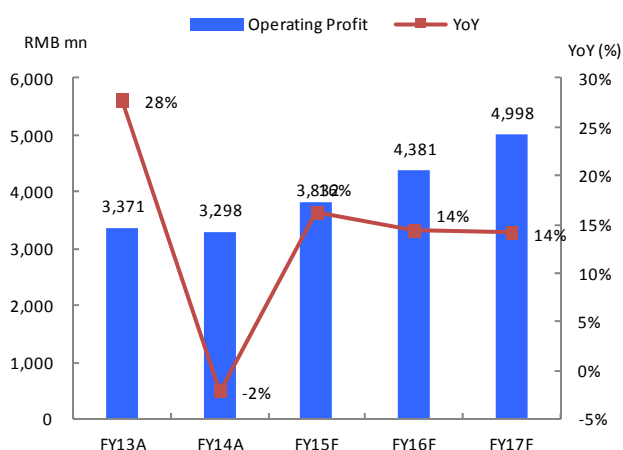
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-4: 中集集团2015-2017年盈利预测



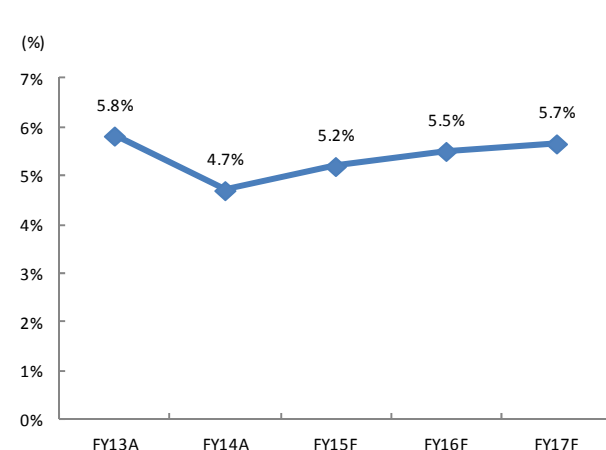
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-5: 中集集团2015-2017年经营利润



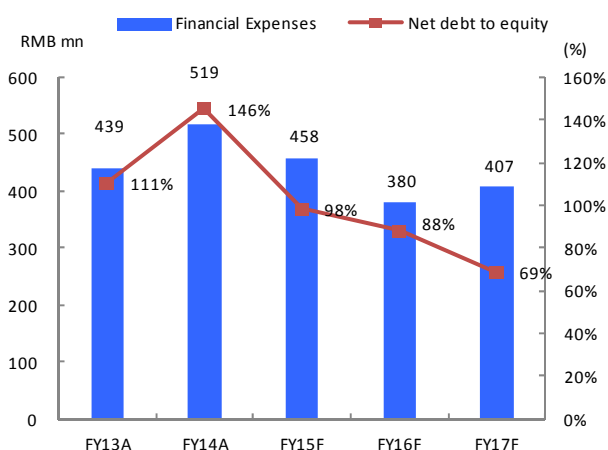
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-6: 中集集团2015-2017年经营利润率



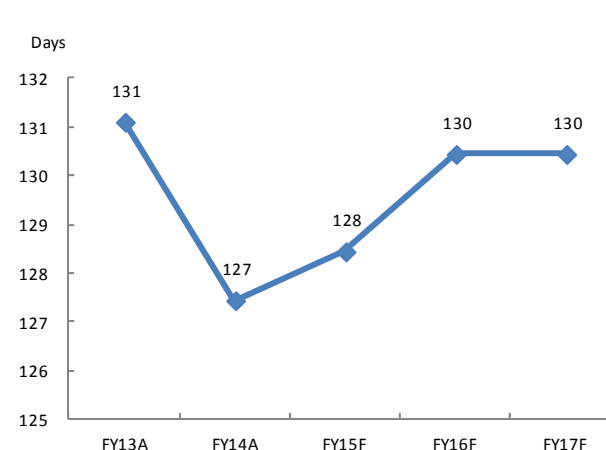
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-7: 中集集团2015-2017年财务费用



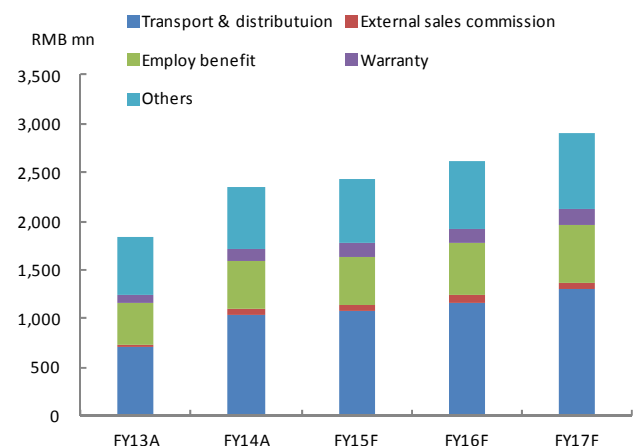
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-8: 2015-2017年现金回收周期



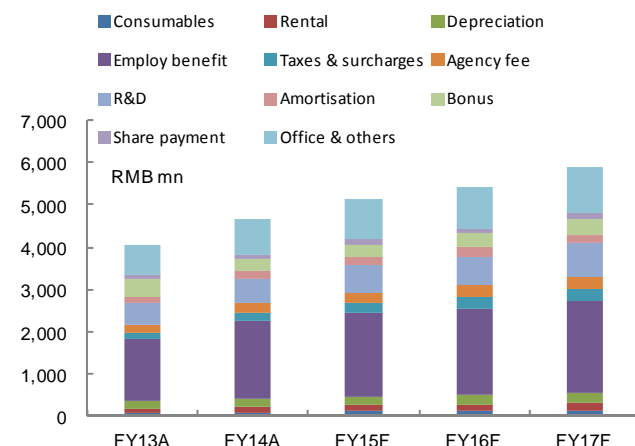
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-9: 2015-2017年销售及分销费用



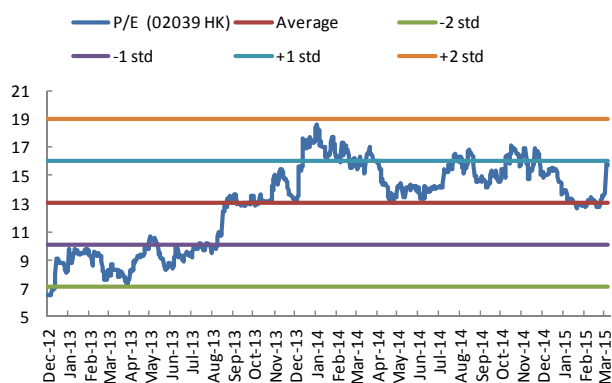
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-10: 2015-2017年一般及行政费用



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-11: 2015-2015预测市盈率图



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

表-1: 同业比较

公司名称	股票代码	币种	收市价	市盈率				市净率				ROE(%)	D/Y(%)	EV/EBITDA	ROA(%)
				14A	15F	16F	17F	14A	15F	16F	17F	15F	15F	15F	15F
胜狮货柜	716 HK	HKD	1.16	12.5	10.6	7.7	7.1	n.a.	0.6	0.5	n.a.	5.3	3.3	4.7	2.5
中集集团-H 股	2039 HK	HKD	16.04	13.4	12.6	10.8	9.5	1.5	1.3	1.1	1.2	10.7	2.3	10.5	3.2
简单平均				13.0	11.6	9.3	8.3	1.5	0.9	0.8	1.2	8.0	2.8	7.6	2.9
加权平均				13.4	12.5	10.6	9.4	1.4	1.2	1.1	1.1	10.5	2.3	10.2	3.2
Cosco Corp Singapore Ltd	COS SP	SGD	0.51	54.8	30.0	26.8	24.3	0.8	0.8	0.8	0.8	2.7	1.4	13.8	0.3
Sembcorp Marine Ltd	SMM SP	SGD	2.99	11.1	11.3	11.3	13.5	2.1	1.9	1.8	1.7	17.7	4.4	7.9	6.9
Mitsui Engineer & Shipbuild	7003 JP	JPY	210.00	4.1	14.4	12.1	8.7	0.8	0.7	0.7	0.7	5.2	1.0	10.1	1.2
Hyundai Mipo Dockyard	010620 KS	KRW	73,700.00	n.a.	61.6	14.9	11.0	0.8	0.7	0.7	0.6	1.7	1.3	31.8	0.2
Hyundai Heavy Industries	009540 KS	KRW	122,500.00	n.a.	113.5	17.4	15.8	0.5	0.6	0.6	0.6	0.4	1.4	19.5	0.1
Daewoo Shipbuilding & Marine	042660 KS	KRW	18,150.00	30.6	10.7	7.6	6.0	0.7	0.7	0.6	0.6	5.9	1.5	13.2	1.6
Samsung Heavy Industries	010140 KS	KRW	18,400.00	26.6	12.4	12.4	9.5	0.7	0.7	0.7	0.6	5.7	2.0	7.6	2.0
简单平均				25.4	36.3	14.6	12.7	0.9	0.9	0.8	0.8	5.6	1.9	14.8	1.8
加权平均				12.7	51.6	14.0	12.6	0.9	0.9	0.8	0.8	5.8	2.0	14.4	2.0
中集集团-A 股	000039 CH	CNY	21.98	23.6	20.2	16.3	11.6	2.6	2.3	2.0	1.9	10.2	1.3	n.a.	2.6
潍柴动力-A 股	000338 CH	CNY	30.13	n.a.	13.7	12.5	n.a.	n.a.	1.6	1.5	n.a.	12.5	0.9	6.7	3.5
徐工机械-A 股	000425 CH	CNY	14.87	n.a.	24.4	22.7	14.6	n.a.	1.4	1.4	1.2	5.3	0.5	14.4	2.2
大连重工-A 股	002204 CH	CNY	14.97	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中南重工-A 股	002445 CH	CNY	29.91	n.a.	30.5	20.2	19.9	n.a.	4.6	3.8	n.a.	17.3	0.9	n.a.	8.7
大金重工-A 股	002487 CH	CNY	13.79	106.1	49.3	n.a.	n.a.	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
龙泉股份-A 股	002671 CH	CNY	13.96	n.a.	22.4	18.2	n.a.	n.a.	3.7	3.2	n.a.	14.8	n.a.	n.a.	n.a.
天晟新材-A 股	300169 CH	CNY	11.25	n.a.	35.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
富瑞特装-A 股	300228 CH	CNY	62.61	n.a.	29.2	22.4	n.a.	n.a.	5.8	4.8	n.a.	18.0	0.4	n.a.	7.4
明泰铝业-A 股	601677 CH	CNY	15.62	35.5	30.6	22.6	n.a.	2.4	2.1	2.0	n.a.	6.6	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均				55.1	28.4	19.3	15.4	2.7	3.1	2.7	1.6	12.1	0.8	10.6	4.9
加权平均				27.0	21.6	17.2	13.7	2.7	2.3	2.0	1.6	10.8	1.0	9.7	3.5

资料来源: Bloomberg.

财务报表和比率

损益表						资产负债表					
Year end Dec (RMB m)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	Year end Dec (RMB m)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Revenue	57,874	70,071	73,688	79,518	88,243	PP&E	20,193	29,512	29,300	28,376	27,589
Cost of sales	(48,242)	(58,769)	(61,643)	(66,388)	(73,516)	Investment properties	325	366	238	109	(19)
Business taxes and surcharges	(508)	(403)	(424)	(457)	(508)	Goodwill & intangible	1,138	1,166	1,437	1,729	2,054
Selling & distribution expenses	(1,833)	(2,348)	(2,432)	(2,624)	(2,912)	Other non-current assets	446	396	396	396	396
General & administrative expenses	(4,042)	(4,656)	(5,190)	(5,543)	(6,145)	Non-current assets	5,096	6,020	5,793	5,512	5,228
Share of profit/loss of associates	509	436	458	495	549		4,238	5,145	8,015	8,031	7,854
Non-operating income	274	390	410	442	491	Cash and cash equivalents	31,436	42,604	45,178	44,154	43,102
Non-operating expenses	(82)	(117)	(123)	(133)	(148)	Trade and other receivables	4,771	3,667	4,521	3,623	5,352
Other gain/loss	51	(513)	(167)	(240)	(306)	Other current assets	14,249	15,662	15,792	18,150	19,516
Finance expense	(439)	(519)	(458)	(380)	(407)	Current assets	22,150	25,843	21,787	28,139	26,595
Profit before tax	3,563	3,570	4,118	4,690	5,341		41,170	45,172	42,100	49,912	51,463
Taxation	(928)	(536)	(619)	(705)	(803)	Trade and other payables	12,226	16,389	13,152	18,163	16,242
Profit after tax	2,634	3,034	3,500	3,985	4,539	Bank and other debt	11,624	17,745	12,000	12,000	10,000
Minority interest	(454)	(556)	(666)	(873)	(1,074)	Other current liabilities	8,726	9,206	9,673	10,979	12,045
Net profit attributable to shareholders	2,180	2,478	2,833	3,112	3,464	Total current liabilities	32,576	43,340	34,825	41,142	38,287
DPS (RMB)	0.270	0.311	0.324	0.332	0.370	Bank and other debt	14,212	15,565	17,442	14,927	14,868
Basic EPS (RMB)	0.819	0.929	1.026	1.052	1.171	Long-term payables	243	673	673	673	673
YoY (%)	12.4	13.5	10.4	2.5	11.3	Other non-current liabilities	1,079	916	1,055	1,073	1,077
						Total non-current liabilities	15,533	17,154	19,170	16,673	16,618
现金流量表						财务比率					
Year end Dec (RMB m)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	Non-controlling interests	3,822	4,992	5,658	6,531	7,605
Profit after tax	2,634	3,034	3,500	3,985	4,539	Common stock - par value	2,662	2,673	2,959	2,959	2,959
Depreciation and amortization	1,201	1,803	1,817	2,333	2,450	Reserves	18,012	19,618	24,667	26,761	29,096
Others	(191)	685	(201)	(1,084)	(945)	Shareholders' equity	24,496	27,282	33,283	36,251	39,660
Change in working capital	(895)	913	1,121	(2,223)	(522)	BPS(RMB)	7.765	8.340	9.337	10.045	10.834
Net cash flow from operating activities	2,750	6,434	6,236	3,011	5,521	YoY (%)	5.9	7.4	12.0	7.6	7.9
Capex	(6,930)	(12,873)	(4,854)	(1,000)	(1,250)						
Others	1,015	1,462	378	589	611	Gross margin (%)	13.7	13.7	13.2	13.4	13.6
Net cash flow from investing activities	(5,915)	(11,411)	(4,476)	(411)	(639)	Operating margin (%)	5.8	4.7	5.2	5.5	5.7
Change in bank and other debt	2,910	6,121	(3,862)	(2,515)	(2,059)	SG&A to revenue (%)	10.2	10.0	10.3	10.3	10.3
Dividends paid	(1,670)	(2,220)	(895)	(983)	(1,094)	Net income margin (%)	3.8	3.5	3.8	3.9	3.9
Others	2,393	40	3,850	-	-	ROA (%)	3.2	3.1	3.2	3.4	3.7
Net cash flow from financing activities	3,633	3,941	(907)	(3,498)	(3,153)	ROE (%)	10.9	11.5	11.4	10.9	11.2
Beginning cash balance	4,398	4,771	3,667	4,521	3,623	Current ratio (x)	1.3	1.0	1.2	1.2	1.3
Cash flow net changes in cash	374	(1,104)	853	(898)	1,729	Quick ratio (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
Ending cash balance	4,771	3,667	4,521	3,623	5,352	Net debt/equity (%)	110.6	145.7	98.5	88.1	69.1
						Total debt/equity (%)	133.7	162.1	114.8	100.3	85.8
						Interest coverage ratio (x)	7.7	6.4	8.4	11.5	12.3

资料来源: 公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除山东晨鸣纸业集团股份有限公司-H股(01812)、中国全通(控股)有限公司(00633)、广深铁路股份有限公司-H股(00525)、国泰君安国际控股有限公司(01788)及滨海投资有限公司(02886)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用 情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2015 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk