

投资评级 **中性** 维持

## 集装箱行业调整并未结束

### 股票数据

10月28日收盘价(元)	9.80
52周股价波动(元)	9.30-16.31
总股本/流通A股(百万股)	3583/1522
总市值/流通市值(百万元)	35115/35106

### 相关研究

《贸易摩擦叠加竞争格局恶化,集装箱板块上半年盈利下滑明显》2019.08.28

《1Q19箱量下跌拖累营收,非集装箱业务贡献增长》2019.04.30

《箱量维持高位,控股平台运营良好,海工计提改善资产质量》2019.03.28

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.2	-1.0	-5.0
相对涨幅(%)	-1.7	-4.3	-6.8

资料来源:海通证券研究所

分析师:余炜超

Tel:(021)23219816

Email:swc11480@htsec.com

证书:S0850517010001

分析师:耿耘

Tel:(021)23219814

Email:gy10234@htsec.com

证书:S0850516090002

### 投资要点:

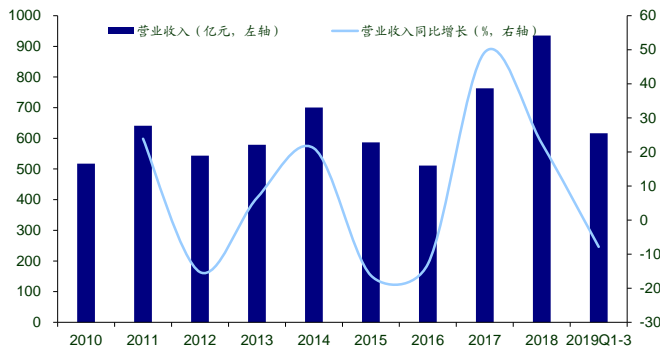
- 事件:** 公司3Q19实现收入189.43亿元,同比下滑19%,归母净利润-0.44亿元。3Q19毛利率14.1%,同比下降2.9ppt。1-9月公司收入616.60亿元,同比下降8%,归母净利润6.36亿元,同比下滑73%。1-9月公司核心板块集装箱/能化/海工/空港分别实现收入157.07亿元/106.67亿元/26.24亿元/39.65亿元,同比增速分别为-36%/+8%/+83%/+40%,另一核心板块车辆板块前三季度营收稳健。
- 集装箱行业调整并未结束。** 由于今年集运需求放缓,以及贸易摩擦给市场带来的悲观情绪使得客户减少了对新箱的采购力度,1-9月公司集装箱板块收入下滑36%,干货箱销售71.75万TEU,同比下降41%,冷藏箱销售8.69万TEU,同比下降25%。我们认为集装箱行业正面临行业调整,行业内公司均存在经营压力,例如主要竞争对手中远海发1H19集装箱业务收入同比下滑48%(公司下滑29%),毛利率为3.7%(公司为8.3%)。因此,我们预计公司集装箱业务3季度毛利率依旧维持低位。
- 主要业务平台经营稳健。** 车辆业务主要经营平台为中集车辆,国内市场专用车上装业务增长明显,但集平半挂车及液罐销量较去年同期有所下降。而北美及欧洲市场则呈增长态势。1-9月车辆业务总体收入稳定;能化业务主要经营平台为中集安瑞科,在中国政府环保政策大力支持和天然气长期维持经济性的背景下,能化板块稳健增长;空港业务主要经营平台为中集天达,1-9月空港设备继续保持国内外市场领导地位,而消防车在完成收购上海金盾和沈阳捷通后,规模进一步增大;海工业务收入有所回升,同时新增建造合同价值3.34亿美元,新增租赁合同价值4.15亿美元。
- 前海土地整备协议签署,有望增厚净资产规模。** 2019年9月29日,公司与深圳市规划和自然资源局(深圳规土委为其前身)、前海管理局就位于深圳前海的T102-0152、T102-0153、T102-0154三块宗地的整备事宜达成一致并签署了《土地整备协议书》。根据该协议,前海管理局将收回三块宗地整备范围内全部用地,各方同意按照中集享有的补偿价值(共计人民币约129亿元)置换等价值的土地使用权给中集。公司3季度归母净资产为382亿元,该补偿价值占净资产比重约为34%,我们认为若等价置换的土地入账,公司净资产有望增厚。
- 估值与评级。** 我们预计公司19-21年归母净利润为15.62亿元、28.87亿元、38.11亿元。可比公司19年PE估值中位数为13倍,考虑到公司各业务平台经营稳健及其长期价值,我们给予公司19年20-22倍PE估值,合理价值区间8.80-9.68元,“中性”评级。
- 风险提示。** 集装箱行业竞争恶化,土地工转商放缓,海工订单下滑风险。

### 主要财务数据及预测

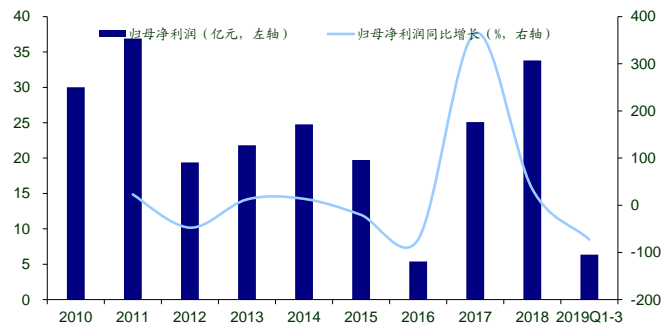
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	76300	93498	94105	106110	120154
(+/-)YoY(%)	49.3%	22.5%	0.7%	12.8%	13.2%
净利润(百万元)	2509	3380	1562	2887	3811
(+/-)YoY(%)	365.0%	34.7%	-53.8%	84.8%	32.0%
全面摊薄EPS(元)	0.70	0.94	0.44	0.81	1.06
毛利率(%)	18.4%	14.9%	15.1%	15.8%	16.1%
净资产收益率(%)	7.7%	9.1%	4.0%	7.0%	8.4%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

**图1 公司收入及同比增速情况**


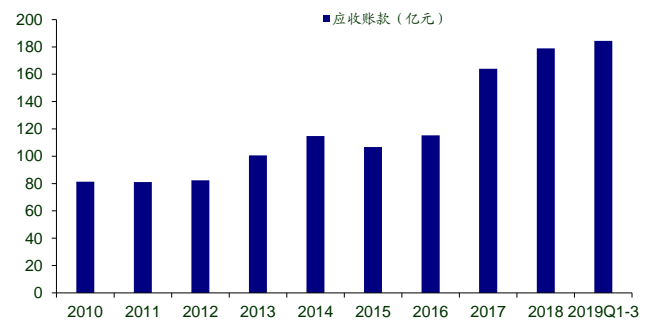
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图2 公司归母净利润及同比增速情况**


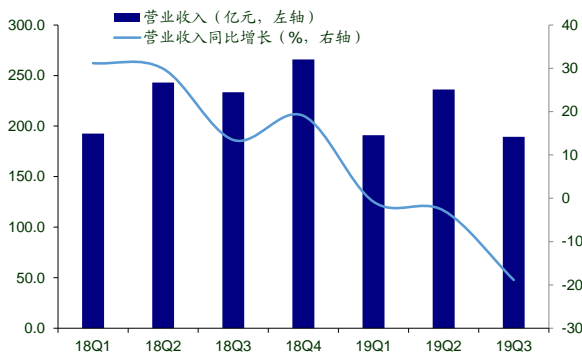
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图3 公司经营现金流净额情况**

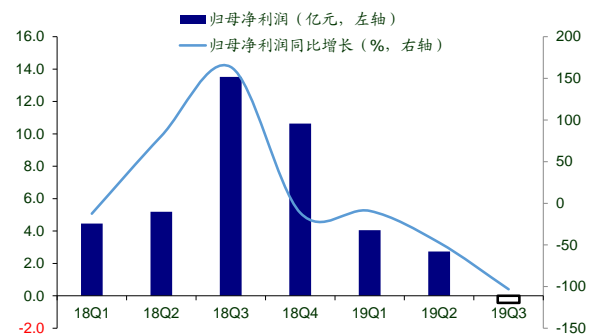

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图4 公司应收账款情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

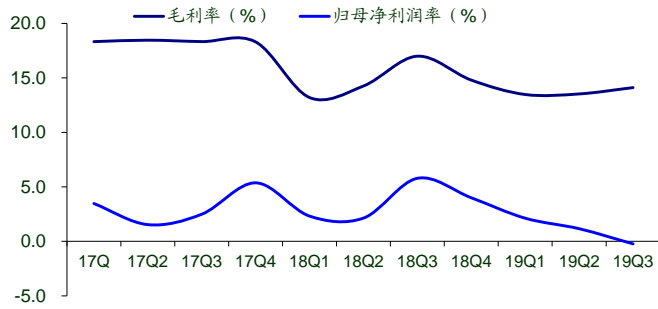
**图5 公司单季度收入及同比增速情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图6 公司单季度归母净利润及同比增速情况**


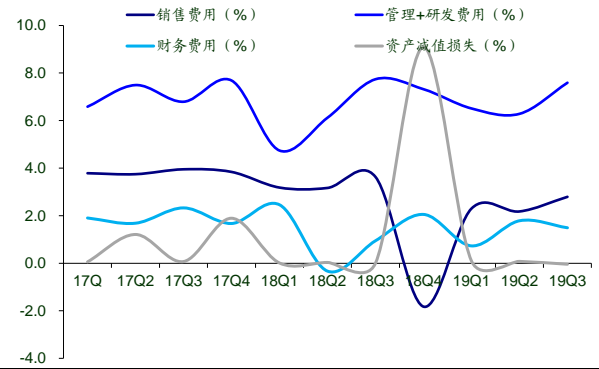
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 公司单季度盈利情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 公司单季度费用率情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表1 可比公司估值表 (倍)

公司名称	代码	2019 PE (倍)	2019 PB (倍)
中国中车	601766	16	1.5
三一重工	600031	11	2.8
振华重工	600320	NA	NA
<b>中位数</b>		<b>13</b>	<b>2.1</b>

注: 估值日期为 2019 年 10 月 28 日; 资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>93498</b>	<b>94105</b>	<b>106110</b>	<b>120154</b>
每股收益	0.94	0.44	0.81	1.06	营业成本	79586	79939	89347	100851
每股净资产	10.42	10.79	11.59	12.65	毛利率%	14.9%	15.1%	15.8%	16.1%
每股经营现金流	0.04	1.78	1.50	1.68	营业税金及附加	956	848	959	1109
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1744	1882	1910	1922
P/E	11.21	22.48	12.16	9.22	营业费用率%	1.9%	2.0%	1.8%	1.6%
P/B	1.02	0.91	0.85	0.77	管理费用	5159	4705	4775	4806
P/S	0.31	0.37	0.33	0.29	管理费用率%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
EV/EBITDA	11.43	10.64	8.37	7.23	EBIT	5059	5603	7421	8462
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	1159	2479	2331	2174
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.2%	2.6%	2.2%	1.8%
毛利率	14.9%	15.1%	15.8%	16.1%	资产减值损失	2426	244	303	325
净利润率	3.6%	1.7%	2.7%	3.2%	投资收益	-82	0	0	0
净资产收益率	9.1%	4.0%	7.0%	8.4%	<b>营业利润</b>	<b>6477</b>	<b>3430</b>	<b>5087</b>	<b>6262</b>
资产回报率	2.1%	1.0%	1.8%	2.2%	营业外收支	207	173	0	0
投资回报率	3.0%	2.9%	5.0%	6.0%	<b>利润总额</b>	<b>6684</b>	<b>3603</b>	<b>5087</b>	<b>6262</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	7316	7930	9833	10948
营业收入增长率	22.5%	0.7%	12.8%	13.2%	所得税	2615	1658	1526	1565
EBIT 增长率	-0.4%	10.7%	32.5%	14.0%	有效所得税率%	39.1%	46.0%	30.0%	25.0%
净利润增长率	34.7%	-53.8%	84.8%	32.0%	少数股东损益	688	384	674	886
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>3380</b>	<b>1562</b>	<b>2887</b>	<b>3811</b>
资产负债率	67.0%	65.9%	65.0%	63.5%					
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	货币资金	9729	9729	9729	9729
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1	应收账款及应收票据	19319	19852	22966	25677
<b>经营效率指标</b>					存货	27335	28471	31333	34814
应收帐款周转天数	72.4	77.0	79.0	78.0	其它流动资产	25519	24728	26598	28785
存货周转天数	106.8	130.0	128.0	126.0	流动资产合计	81903	82781	90627	99005
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	长期股权投资	3570	3570	3670	3770
固定资产周转率	4.0	4.1	4.7	5.5	固定资产	23189	22811	22148	21210
					在建工程	24165	23365	22565	21765
					无形资产	4661	4312	3963	3614
					非流动资产合计	76981	75755	74043	72057
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>158884</b>	<b>158536</b>	<b>164670</b>	<b>171063</b>
净利润	3380	1562	2887	3811	短期借款	19898	17106	14988	11878
少数股东损益	688	384	674	886	应付票据及应付账款	15101	14674	15911	17684
非现金支出	4987	2571	2715	2811	预收账款	132	941	2122	2403
非经营收益	-1930	2087	2362	2206	其它流动负债	38405	38762	41035	43788
营运资金变动	-6984	-232	-3258	-3697	流动负债合计	73536	71483	74057	75753
<b>经营活动现金流</b>	<b>141</b>	<b>6371</b>	<b>5380</b>	<b>6016</b>	长期借款	25770	25770	25770	25770
资产	-2750	-728	-800	-600	其它长期负债	7175	7175	7175	7175
投资	-1681	-400	-100	-100	非流动负债合计	32945	32945	32945	32945
其他	29	250	0	0	<b>负债总计</b>	<b>106481</b>	<b>104428</b>	<b>107001</b>	<b>108698</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4402</b>	<b>-878</b>	<b>-900</b>	<b>-700</b>	实收资本	2985	3583	3583	3583
债权募资	10270	-2792	-2118	-3110	普通股股东权益	37325	38646	41532	45343
股权募资	660	598	0	0	少数股东权益	15078	15462	16136	17022
其他	-1634	-3298	-2362	-2206	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>158884</b>	<b>158536</b>	<b>164670</b>	<b>171063</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>9296</b>	<b>-5493</b>	<b>-4480</b>	<b>-5316</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>5035</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余炜超 机械行业  
耿耘 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 联瑞新材,快克股份,浙江鼎力,徐工机械,伊之密,思维列控,中联重科,中铁工业,石头科技,日机密封,捷佳伟创,柳工,豪迈科技,诺力股份,弘亚数控,美亚光电,中国中车,杰克股份,金卡智能,华特股份,五洲新春,晶盛机电,龙马环卫,华东重机,杭氧股份,中集集团,先导智能,安徽合力,三一重工,恒立液压

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。