

智能制造+智慧物流，“创”新价值，“谋”高发展

——中集集团 (000039.SZ) 投资价值分析报告

公司深度

◆中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司，是世界领先的物流&能源装备供应商，业务板块多元化，集装箱产销量、半挂车产销量居全球第一。

◆物流板块：全球经济贸易复苏利好物流相关业务板块。1) 集装箱：根据我们的测算，2018-2020年全球集装箱需求分别为306/330/357万TEU。内贸市场和冷链市场有望成为新亮点。我国内贸集装箱化率较低，结合物流运输转型背景，集装箱有望得到更多应用；冷藏箱市场需求广，根据德鲁里，海运运输生鲜产品的需求是其他产品的两倍。2) 道路运输车辆：中国、北美和欧洲是主要市场。国内治超政策延续推动新购需求；欧洲和美国经济复苏，制造业PMI指数位于高位，将有效带动相关需求。

◆能源板块：1) 天然气储运装备：集团是天然气领域海陆布局完善的储运装备供应商，提供CNG拖车、LNG拖车及储罐、LNG加气站系统等储运装备及项目工程服务，2017年收购SOE布局海上运输装备。我国天然气产业发展进入黄金期，中集集团有望受益。2017年我国天然气消费量增长17%，进口依赖度高达39.9%，LNG进口量增长39%；政府不断出台政策推动天然气用量。2) 海洋工程：油价上涨，油气开发活跃程度提高；集团拓展电力装备、海上风电船等新能源业务平抑需求波动，亏损有望减少。

◆智能制造+智慧物流，跨越式发展未来可期。装备制造方面，集团通过与ABB、发那科等企业战略合作及自主研发激光设备等，推进自动化和数字化制造，有望提高生产率和利润率；物流自动化方面，集团布局高速物流分拣装备、自动化仓库、仓储管理执行软件及全系统集成与实践，瞄准自动物流系统(MHS)千亿市场空间，向全自动化物流解决方案提供商转型。

◆盈利预测、估值与评级：集团各业务板块具备潜在的市场空间，不断进行业务整合并完善产业链布局，预计2018-2020年集团净利润分别为33.38/39.43/45.43亿元，对应EPS分别为1.12/1.32/1.52元；基于集团稳固的市场地位以及“智能制造+智慧物流”战略转型，给予目标价16元，对应2018年PE为14倍，首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险提示：全球经贸格局不稳定；油价形势不明朗；相关政策推进不及预期，影响业务发展；公司转型升级推进不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	51,112	76,300	85,784	95,255	104,656
营业收入增长率	-12.91%	49.28%	12.43%	11.04%	9.87%
净利润(百万元)	540	2,509	3,338	3,943	4,543
净利润增长率	-72.66%	364.97%	33.01%	18.15%	15.22%
EPS(元)	0.18	0.84	1.12	1.32	1.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.84%	7.73%	9.54%	10.38%	10.96%
P/E	61	13	10	8	7
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年9月4日

买入(首次)

当前价/目标价：11.10/16.00元

目标期限：6个月

分析师

王锐(执业证书编号：S0930517050004)

010-56513153

wangrui3@ebsec.com

贺根(执业证书编号：S0930518040002)

021-22169160

hegen@ebsec.com

市场数据

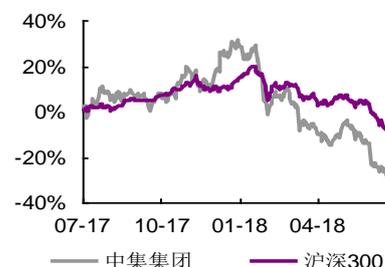
总股本(亿股)：29.85

总市值(亿元)：331.33

一年最低/最高(元)：10.87/23.36

近3月换手率：17.41%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.95	-16.51	-28.06
绝对	-3.48	-27.30	-40.24

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

集装箱：全球经贸复苏，假设 2018-2020 年收入增速分别为 4.8/4/4%；**道路运输车辆：**结合国内治超政策和欧美经济复苏，假设 2018-2020 年收入增速分别为 12/8/6%；**能源化工及液态食品装备：**我国天然气需求旺盛叠加政府政策支持，假设 2018-2020 年收入增速分别为 30/30/25%；**物流服务：**受益国内物流运输行业不断完善和对外开放战略实行，假设 2018-2020 年收入增速分别为 10/7/5%；**海洋工程：**产能过剩叠加油价高涨存在不确定性，假设 2018-2020 年收入增速分别为 -30/-5/-5%；**空港装备：**机场建设有效推进，假设 2018-2020 年收入增速分别为 10/8/6%；**重卡：**国内加快运输管理，重卡需求量广阔，预计 2018-2020 年收入增速分别为 40/25/20%。

区别于市场的观点

我们认为中集集团依靠多年的市场开拓与经验积累、结合战略转型将逐步发展成为新型的集装备与服务为一体的高质量供应商。

1.传统周期业务复苏，非周期业务有潜在增长空间：集团集装箱业务直接受益于全球经济贸易复苏。主要经济体宏观经济环境向好，航运业复苏，消费者信心指数提高，有效带动集装箱需求。同时各经济体制造业、物流业稳定发展，基础设施建设不断推进，将带动对道路运输车辆、物流服务的需求。

2.我国物流运输转型+冷链物流带来新机遇：我国内贸集装箱化率较低，随着我国物流运输转型，集装箱多式联运的推进，集装箱需求有望进一步提高；冷链市场方面，根据德鲁里预测数据，海运运输生鲜产品需求是其他产品的两倍，冷藏箱需求空间大。

3.国内天然气发展进入黄金期：我国天然气需求不断提升，对外依存度高。政府不断出台政策增加我国天然气用量，集团将直接受益。

4.聚焦智能制造和智慧物流，不断推进转型升级：集团积极响应《中国制造 2025》，布局智能制造，不断进行智能化、数字化、自动化转型升级，有利于提高生产力和盈利能力；同时集团瞄准自动化物流（MHS）千亿市场空间，全面提高物流装备与服务的质量。

股价上涨的催化因素

1.天然气行业景气度走高：天然气需求不断增加，政府不断出台政策推动我国天然气用量，作为天然气储运装备优质供应商，集团将直接受益。

2.战略转型升级提高盈利能力：智能制造的推进将有效提高生产效率，从而提高利润率；自动化物流系统市场空间广阔，将同时提高供应链效率和业绩增长空间。

估值与目标价

我们预测集团 2018-2020 年的净利润分别为 33.38 亿元、39.43 亿元、45.43 亿元，对应的 EPS 分别为 1.12 元、1.32 元、1.52 元。我们采用分部相对估值与绝对估值两种方法进行测算，最终给予目标价格 16 元/股，对应 2018 年 PE 为 14 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、 中集集团概况.....	6
2、 集装箱：智能制造助力行业龙头转型升级.....	8
2.1、 全球经济贸易复苏带动集装箱需求.....	8
2.2、 内贸市场和冷链市场有望成为新亮点.....	11
2.3、 集装箱需求测算.....	12
2.4、 集装箱业绩反弹，智能制造助力转型升级.....	13
3、 道路运输车辆：国内、海外市场齐发力.....	15
4、 能源、化工及液态食品装备：布局完善，享天然气行业增长红利.....	17
4.1、 天然气发展进入黄金期，能源装备受益.....	18
4.2、 化工装备.....	20
4.3、 液态食品装备.....	21
5、 油气行业缓慢复苏，海工装备迎来曙光.....	21
6、 物流服务：装备+物流，内涵不断升级.....	23
7、 空港装备：机场业务稳定增长，自动化物流系统不断完善.....	25
8、 重卡、模块化建筑不断贡献营收.....	26
9、 盈利预测.....	27
9.1、 关键假设.....	27
9.2、 盈利预测.....	28
10、 估值水平与投资评级.....	30
10.1、 相对估值.....	30
10.2、 绝对估值.....	31
10.3、 估值结论与投资评级.....	33
10.4、 股价驱动因素.....	33
11、 风险分析.....	33

图表目录

图 1：中集集团发展历程	7
图 2：2017 年中集集团营业收入构成情况	7
图 3：集团营业收入触底回升	8
图 4：2012-2018H1 年集团净利率和毛利率基本平稳	8
图 5：集装箱需求与全球经济贸易情况紧密联系	8
图 6：全球主要经济体消费者信心指数上涨	9
图 7：2000-2016 年全球集装箱吞吐量情况	9
图 8：2016 年起 CCFI 综合指数不断上涨	11
图 9：全球集装箱船运力不断上升	11
图 10：2017 年全球租箱公司市场份额情况	11
图 11：2017 年租箱公司集装箱利用率显著提升	11
图 12：2011-2016 年我国集装箱铁水联运运量发展迅速	12
图 13：Textainer 在役集装箱情况	13
图 14：2017-2018H1 年集装箱业务营收保持高增长	14
图 15：2018 年上半年集装箱业务毛利率为 9.02%	14
图 16：2012-2018H1 中集集团冷藏箱销量情况	14
图 17：2017 年我国基建投资完成额同比增速达 14.9%	15
图 18：2016 年起欧美制造业 PMI 指数保持较高水平	16
图 19：2017 年道路运输车辆营收同比增长 31.5%	17
图 20：2017 年道路运输车辆业务毛利率为 17.5%	17
图 21：2017 年道路运输车辆销量同比增长 32.4%	17
图 22：2017 年全球天然气消费量增速达 2.2%	18
图 23：2006-2018E 我国天然气供需情况	19
图 24：2017 年中集安瑞科能源装备业务营收同比增 53%	20
图 25：我国化工行业综合景气指数不断上涨	20
图 26：2016 年中集集团罐式集装箱全球市占率达 49%	21
图 27：2017 年安瑞科化工装备营收同比增长 22.4%	21
图 28：2017 年中集安瑞科液态食品装备业务营收同比增长 19.1%	21
图 29：OPEC 一揽子原油价格不断上涨	22
图 30：2018 年上半年海洋工程业务营收下降幅度收窄	23
图 31：2017 年海洋工程业务亏损 10.4 亿元	23
图 32：物流服务四大业务方向介绍	23
图 33：2017-2018H1 物流服务营业收入保持增长	24
图 34：2017 年以来全球机场旅客周转量增长情况	25
图 35：2017 年中国机场旅客吞吐量同比增长 12.9%	25

图 36 : 2016-2018H1 空港装备营收增速稳中有升.....	26
图 37 : 2018 年上半年空港装备业务实现毛利率 21.14%.....	26
图 38 : 中国自动物流系统市场规模持续增长.....	26
图 39 : 2017-2018H1 重卡业务营收稳定增长.....	27
表 1 : 2017 年全球港口集装箱吞吐量 20 强情况.....	10
表 2 : 2011-2017 年我国铁水联运相关政策汇总.....	12
表 3 : 2018-2020 年集装箱需求测算.....	13
表 4 : GB 1589-2016 对道路运输车辆提出了新要求.....	15
表 5 : 2015 年中集集团半挂车市场全球市占率排名第一.....	16
表 6 : 国内政策密集出台催化天然气用量增长.....	19
表 7 : 可比公司的 PE 比较 (采用 8 月 31 日收盘价).....	30
表 8 : 2018 年分部相对估值目标价格.....	31

1、中集集团概况

中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司，是世界领先的物流装备和能源装备供应商，总部位于中国深圳。中集集团于1980创立，1994年在深圳证券交易所上市，2012年在香港联交所上市，是A+H股公众上市公司。公司从集装箱起家，逐渐向其他物流装备业务及服务扩展，目前公司已形成集装箱、道路运输车辆、能源化工及食品装备、海洋工程、物流服务、空港设备、重卡和模块化建筑，同时辅以产城、金融等共九大业务板块。公司在多项业务板块的经营中成绩显赫。

集装箱产销量保持全球行业第一。中集集团集装箱制造业务主要包括标准干货箱、标准冷藏箱和特种箱业务。1996年，中集集团干货集装箱产量已达世界第一的水平，在保证干货箱业务健康增长的同时，集团积极发展冷藏箱和特种箱业务。2017年，集团集装箱产销量继续保持全球第一。

道路运输车辆产品覆盖国内及海外主要市场。集团道路运输车辆业务主要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，其中以半挂车为主。产品覆盖中国、美国、欧洲以及新兴市场国家。2017年集团半挂车产销量继续名列世界第一。

能源、化工及液态食品装备业务形成全球营运格局。该板块主要业务包括能源、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。相关产品及服务遍布中国，并出口至东南亚、欧洲及北美洲。

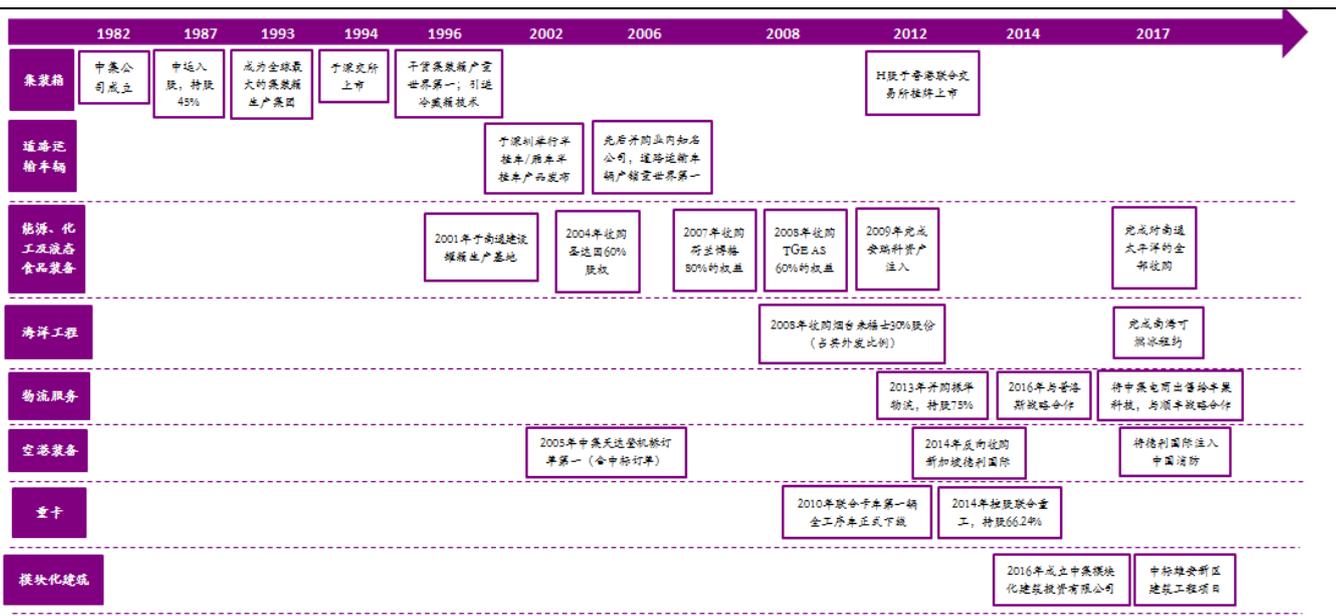
海洋工程装备产品线丰富。中集集团的海工装备业务覆盖了大部分海洋工程产品。包括半潜式钻井平台、半潜式生活平台、自升式钻井平台、自升式生活平台、自升式气体压缩平台、多功能海洋服务平台，浮式生产储油船、起重船、铺管船、海工支持船（OSV）、远洋拖轮、中高端游艇及其他船舶的设计与建造。2017年圆满完成国家级南海可燃冰租约。

物流服务积极融合物流装备制造与物流服务。集团物流服务业以集装箱服务（包括空重箱堆场、铁路场站服务、集装箱租售）、海运及项目物流、多式联运、装备物流为四个重点业务方向，以装备为基础，不断提高服务质量。

空港装备业务不断整合，完善发展平台。主要产品包括登机桥及周边业务、机场地面设备业务、消防车及救援车辆业务、自动化物流系统业务、智能停车业务。中集集团是全球领先的登机桥生产商，2005年集团旗下子公司中集天达登机桥订单量（含中标订单）居世界第一。2017年登机桥业务参与投标的国内项目中标率继续保持在95%的高位。

重卡积极推新，持续聚焦市场需求。主要产品包括柴油、天然气两大类，牵引车、搅拌车、自卸车、载货及专用车四大系列，同时推出E系中档牵引车产品、布局载货车系列产品、打造轿运车市场产品。**模块化建筑“由外向内”进击，市场广阔。**集团模块化建筑在英国、美国、澳大利亚和新西兰市场已获取多个项目的订单，2017年11月集团中标雄安新区部分项目，将为雄安提供6栋模块化建筑。

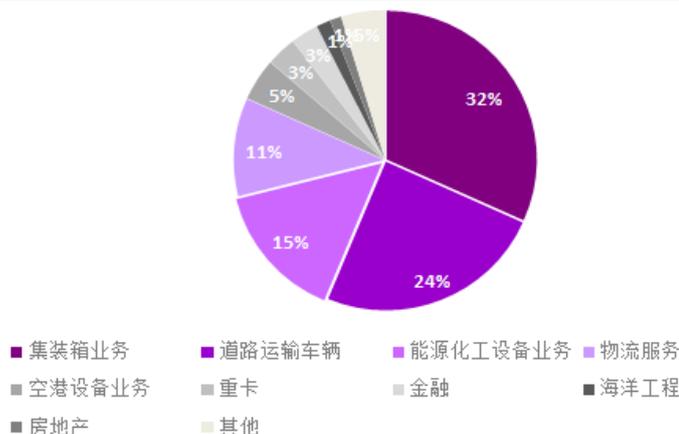
图 1：中集集团发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所整理

“4+3+2”多元化经营模式助力集团平稳发展。根据 2017 年集团经营数据，营业收入占比超过 10% 的业务依次为集装箱业务、道路运输车辆业务、能源化工及液态食品装备业务、物流服务，这四大主营业务是集团稳定的收入来源；重卡、空港装备以及海洋工程业务营业收入占比分别为 3%、5%、1%；产城业务与金融业务助力集团优化产业布局，打造稳健的经营环境。

图 2：2017 年中集集团营业收入构成情况

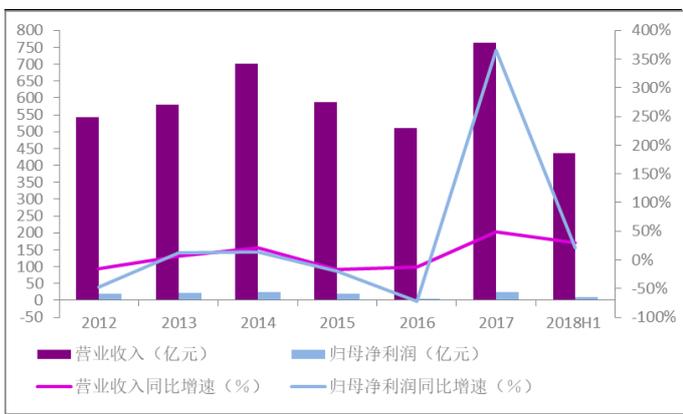


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

经营业绩触底反弹，营业收入有望继续回升。2016 年因全球经济下滑中集集团营业收入和净利润都呈现负增长状态。2017 年全球经济复苏，集团经营业务触底反弹，全年实现营业收入 763.0 亿元，同比增长 49.3%；实现归母净利润 25.1 亿元，同比增长 365.0%。2018 年上半年，受益于集装箱制造业务、道路运输车辆、能源化工及液态食品装备业务收入的增长，集团实现营业收入 435.6 亿元，较 2017 年同期增长 30.47%；实现归母净利润 9.65 亿元，较 2017 年同比增长 21.14%。近年来集团毛利率、净利率水平基本保持平稳。2017 年集团毛利率为 18.4%，较 2016 年略低近 0.5 个百分点；净利率为 4.1%，较 2016

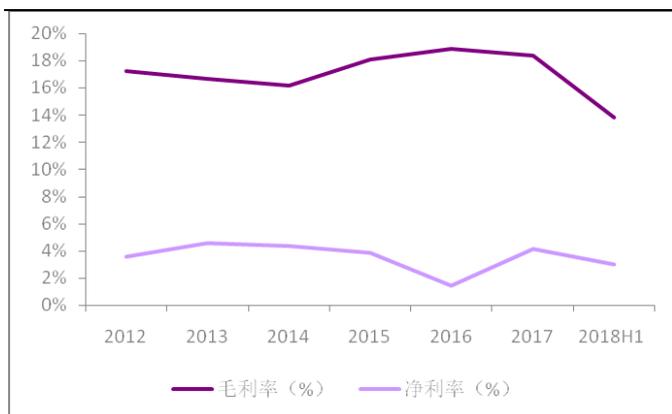
年高 2.7 个百分点。2018 年上半年，集团毛利率和净利率分别为 13.79% 和 3.02%。

图 3：集团营业收入触底回升



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：2012-2018H1 年集团净利率和毛利率基本平稳



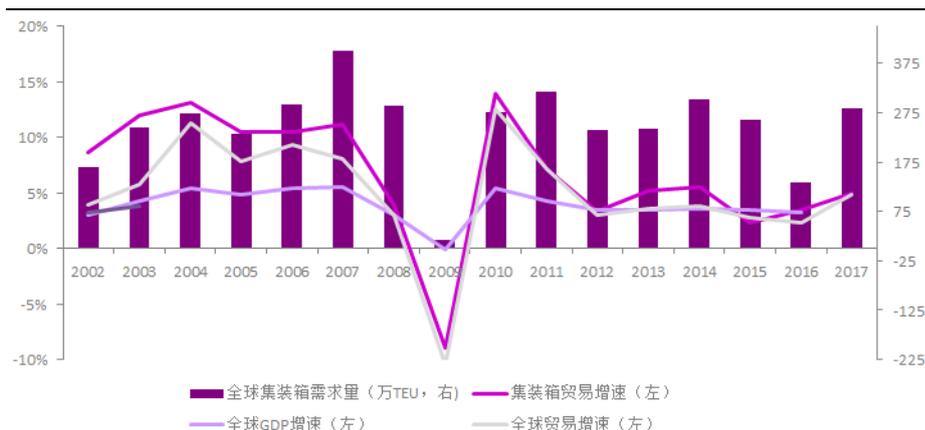
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2、集装箱：智能制造助力行业龙头转型升级

2.1、全球经济贸易复苏带动集装箱需求

全球经济贸易复苏带动集装箱需求增长。集装箱需求量变动与集装箱贸易变动大体相当，与全球经济贸易联系紧密。2002-2007 年，全球经济增长较为稳定，全球贸易繁荣，集装箱贸易增速维持在较高水平，为集装箱需求带来巨大的推动作用。2008 年起受金融危机影响，全球经济贸易下行，集装箱需求进入低谷期。2017 年全球经济贸易复苏，集装箱贸易增速达 5%，较 2016 年提高 1.6 个百分点；集装箱需求量大幅增加，较 2016 年同比增长 212.6%。根据 IMF 的预测数据，2018 年全球 GDP 将保持 3.9% 左右的增速，全球贸易将保持 5.1% 左右的增速；根据 Clarksons 预测数据，2018 年全球集装箱贸易增速将维持 5.0% 的水平。2018 年集装箱需求有望维持稳定增长。

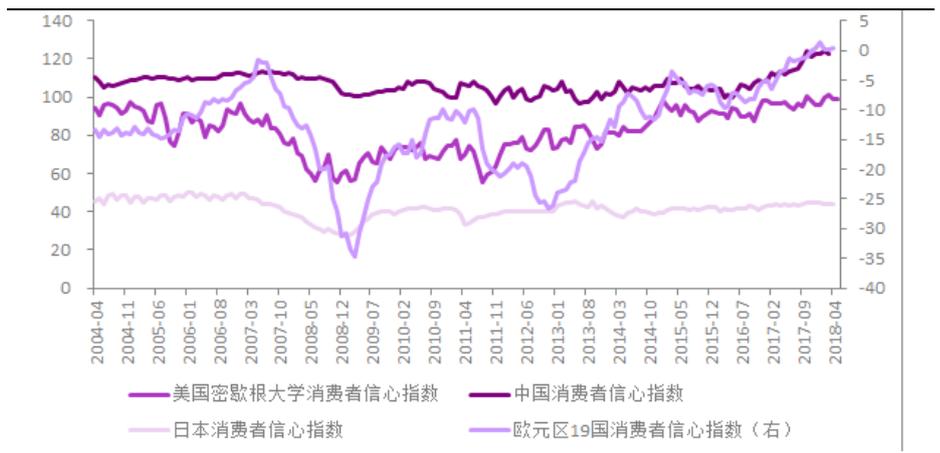
图 5：集装箱需求与全球经济贸易情况紧密联系



资料来源：IMF，Clarksons，Wind，光大证券研究所整理

全球主要经济体消费者信心指数上涨。2016 年起，全球主要经济体消费者信心指数不断波动上涨。截至 2018 年一季度，美国和中国的消费者信心指数分别在 101.4 和 122.3 的高位；欧元区 19 国和日本的消费者信心指数分别为 0.1 和 44.3，维持稳定的高位水平。

图 6：全球主要经济体消费者信心指数上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

全球港口集装箱吞吐量持续增长。根据世界银行的数据，2016 年全球港口集装箱吞吐量达 70142 万 TEU，较 2015 年同比增长 2%。2017 年全球前 20 大集装箱港口吞吐量达 33500 万 TEU，同比增速达 6%。其中中国攻占了一半的席位（包含香港和台湾），上海港以 4023 万 TEU 的成绩位列第一。

图 7：2000-2016 年全球集装箱吞吐量情况



资料来源：世界银行，光大证券研究所整理

表 1：2017 年全球港口集装箱吞吐量 20 强情况

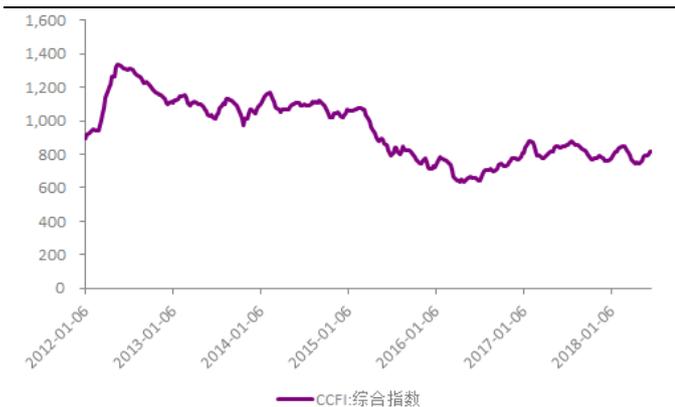
排名	港口	吞吐量 (万 TEU)	增速 (%)
1	上海	4023	8.4
2	新加坡	3367	9
3	深圳	2521	4.6
4	宁波—舟山	2461	14.1
5	釜山	2140	10
6	香港	2076	4.5
7	广州	2037	9.6
8	青岛*	1826	1.4
9	迪拜*	1544	4.5
10	天津*	1521	4.9
11	鹿特丹*	1360	9.8
12	巴生*	1206	-8.4
13	安特卫普	1045	3.6
14	厦门	1038	8.1
15	高雄*	1024	-2.1
16	大连	971	1.2
17	洛杉矶	934	5.5
18	汉堡*	900	0.8
19	丹戎帕拉帕斯	833	0.6
20	林查班*	776	7.3

资料来源：各港口港务局官网，维运网，光大证券研究所整理

注：*表示由 SISI 根据各港口 2017 年已出数据预测

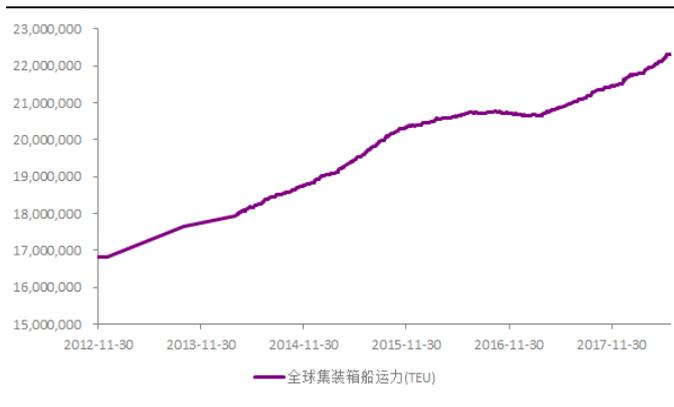
下游集运市场复苏带动集装箱需求。根据中国出口集装箱运价指数 CCFI，2016 年以来 CCFI 开始呈现回升的趋势，2017 年全球集运市场趋稳，集装箱海运量稳定增长，全球集运市场 CCFI 指数均值为 820 点，同比上涨 15%。全球集装箱船运力不断上升，集运市场向好。在集运市场行情改善的同时，闲置运力规模下降，根据 AXS-Alphaliner 的统计数据，截至 2017 年末，全球闲置集装箱船运力占全球集装箱船队规模的比重达到 2015 年以来的最低水平，仅为 2%，闲置运力水平为 117 艘、42 万 TEU。根据 Clarksons 的统计数据，2018 年新船交付量约为 123 万 TEU，若运力全部如期交付，截至年底全球集装箱船队运力将达 2197 万 TEU，同比增长 5.9%。同时，根据 Clarksons、德鲁里以及上海航运交易所各自的预测数据，2018 年全球集装箱运输需求增长可达 5%、3.7%或 4.5%左右。

图 8：2016 年起 CCFI 综合指数不断上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

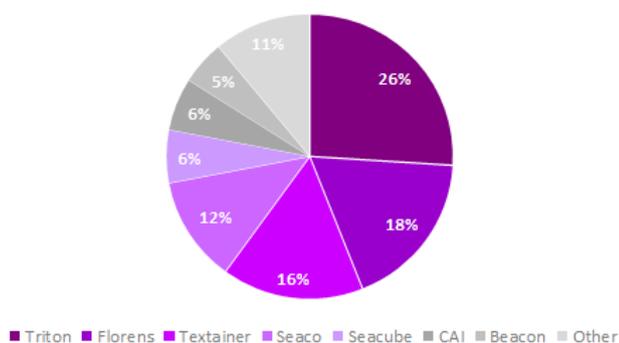
图 9：全球集装箱船运力不断上升



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

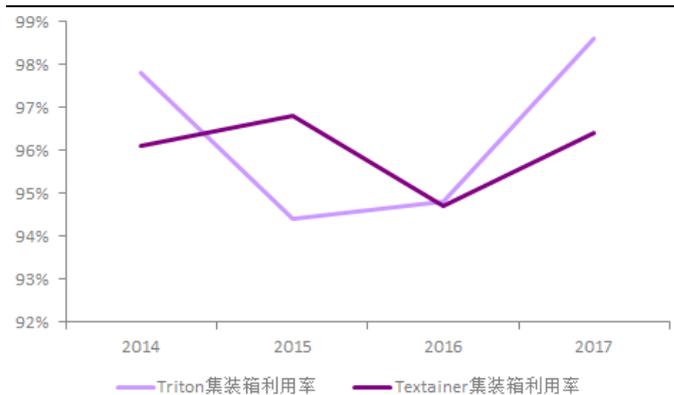
下游租箱公司集装箱利用率高。在全球租箱市场中，Triton、Florens 和 Textainer 是全球排名前三的租箱公司，市场份额分别为 26%、18%、16%。以 Triton 和 Textainer 为例，2017 年 Triton 公司的集装箱利用率高达 98.6%，较 2016 年增长 3.8 个百分点；2017 年 Textainer 公司的集装箱利用率达 96.4%，较 2016 年增长 1.7 个百分点。

图 10：2017 年全球租箱公司市场份额情况



资料来源：Triton 官网，光大证券研究所整理

图 11：2017 年租箱公司集装箱利用率显著提升

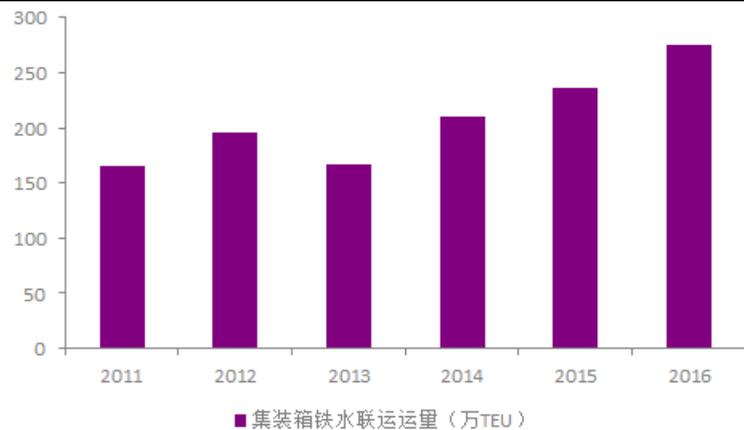


资料来源：Triton 年报，Textainer 年报，光大证券研究所整理

2.2、内贸市场和冷链市场有望成为新亮点

国内集装箱化率提高有望增加集装箱需求。2016 年我国外贸集装箱化率达 80%-90%，内贸集装箱化率仅 30%。根据交通运输部水运局发布的 2018 展望报告，在国内宏观经济向好、调整运输结构、注重环保治理的大环境下，叠加内贸集装箱化率提升，内贸集装箱需求将有所提升。从运输方式看，我国集装箱铁水联运规模小，发展空间大。我国集装箱铁水联运规模小，但近年来发展速度较快。2011 年我国集装箱铁水联运运量达 166 万 TEU，2016 年达 275 万 TEU。但同发达国家比，我国还有很大的发展空间。2017 年营口港铁水联运比例占集装箱总量的 8.7%，是我国占比最高的港口；国外如杜伊斯、汉堡占比分别为 36%、39%。近年来出于资源配置以及安全问题等多方面的考虑，政府在大力推进铁水联运的发展，推进铁路线引入内陆港、自贸区等、保税港区等。

图 12：2011-2016 年我国集装箱铁水联运运量发展迅速



资料来源：交通运输部水运科学研究院，光大证券研究所整理

表 2：2011-2017 年我国铁水联运相关政策汇总

时间	相关政策
2011	《关于开展集装箱铁水联运示范项目的通知》，首批选定 6 条集装箱铁水联运通道开展示范项目
2012	国家集装箱海铁联运物联网应用示范工程正式启动
2016	《交通运输部关于推进供给侧结构性改革促进物流业“降本增效”的若干意见》
2016	《推进物流大通道建设行动计划（2016-2020 年）》
2016	《“十三五”长江经济带港口多式联运建设实施方案》
2016	《交通运输部等十八个部门关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》
2017	《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》

资料来源：交通运输部水运科学研究院，光大证券研究所整理

冷藏箱市场空间广阔。冷藏集装箱占总集装箱数量的 7%，2013-2017 年，冷藏箱的需求以 5%-6% 的年平均增长率在增加，高于普通集装箱 2%-3% 的增长率。根据德鲁里的数据，海运运输生鲜食品的需求是其他产品的两倍，需求空间广阔。

2.3、集装箱需求测算

根据我们的测算，2018-2020 年，集装箱每年的需求分别为 306 万 TEU、330 万 TEU 和 357 万 TEU。集装箱需求通常可分为新增需求和更新需求。新增需求主要受全球经济贸易的影响；更新需求指集装箱寿命到期后所需购买的新箱。根据我们的测算，2018-2020 年，每年集装箱的新增需求/更新需求分别为 153/153 万 TEU、171/159 万 TEU、191/166 万 TEU。

(1) 集装箱新增需求测算。集装箱新增需求的测算与箱位比相关，箱位比即集装箱保有量与集装箱运力的比值，该数值通常较为稳定。根据 Triton 公司年报数据，2017 年全球集装箱保有量约为 3920 万 TEU；2017 年全球集装箱运力为 2152 万 TEU，计算可得箱位比为 1.82。假设未来三年箱位比保持不变，集装箱运力增速分别为 4%、4.2%、4.5%，则未来三年集装箱新增需求分别为 153 万 TEU、171 万 TEU、191 万 TEU。

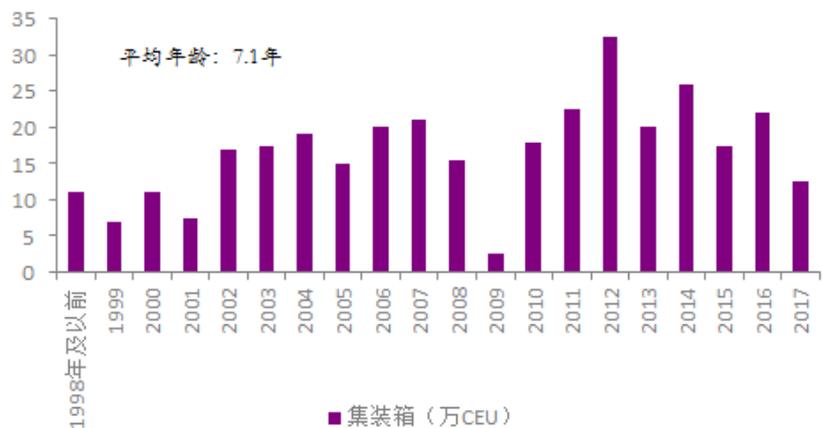
(2) **集装箱更新需求测算。**以租箱公司 Textainer 在役集装箱（按 CEU 计算）年龄为计算依据，Textainer 在役集装箱平均年龄约为 7 年，部分集装箱需更新；以集装箱年龄为 14 年作为计算标准，2003 年以前 Textainer 集装箱总数占 Textainer 所有集装箱总数约 15%，假设 4 年更新完毕，则每年更新率为 3.75%。按每年全球集装箱保有量和更新率数据估算，则 2018-2020 年每年集装箱更新需求分别为 153 万 TEU、159 万 TEU、166 万 TEU。

表 3：2018-2020 年集装箱需求测算

指标	2017	2018E	2019E	2020E
集装箱运力增速 (%)	4	4	4.2	4.5
集装箱年末运力 (万 TEU)	2152	2238	2332	2437
箱位比	1.82	1.82	1.82	1.82
集装箱年末保有量 (万 TEU)	3920	4073	4244	4435
新增需求 (万 TEU)	-	153	171	191
更新率 (%)	3.75	3.75	3.75	3.75
更新需求 (万 TEU)	-	153	159	166
需求合计 (万 TEU)	-	306	330	357

资料来源：Wind, Clarksons, Triton, 光大证券研究所预测

图 13：Textainer 在役集装箱情况

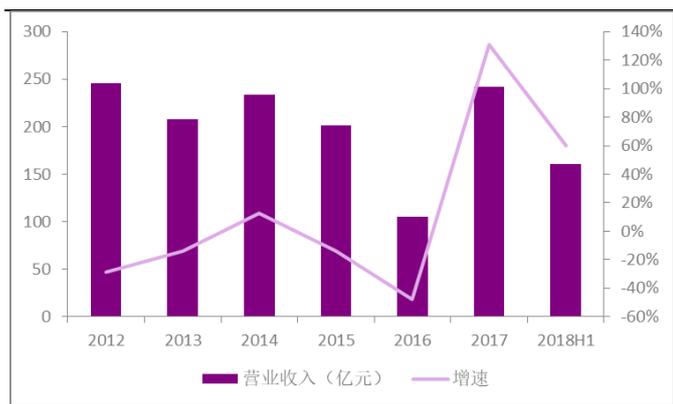


资料来源：Textainer 官网，光大证券研究所整理

2.4、集装箱业绩反弹，智能制造助力转型升级

2017 年中集集团集装箱业务业绩反弹。2017 年受益于全球经济持续复苏，集运货量增速高于市场预期，中集集团集装箱业务实现营业收入 242.0 亿元，较 2016 年同比增长 130.8%；实现毛利率 13.6%，较 2016 年增加 4.1 个百分点。2018 年上半年，集团集装箱订单旺盛，集装箱制造业务实现销售收入 160.94 亿元，同比增加 60.16%。

图 14：2017-2018H1 年集装箱业务营收保持高增长



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

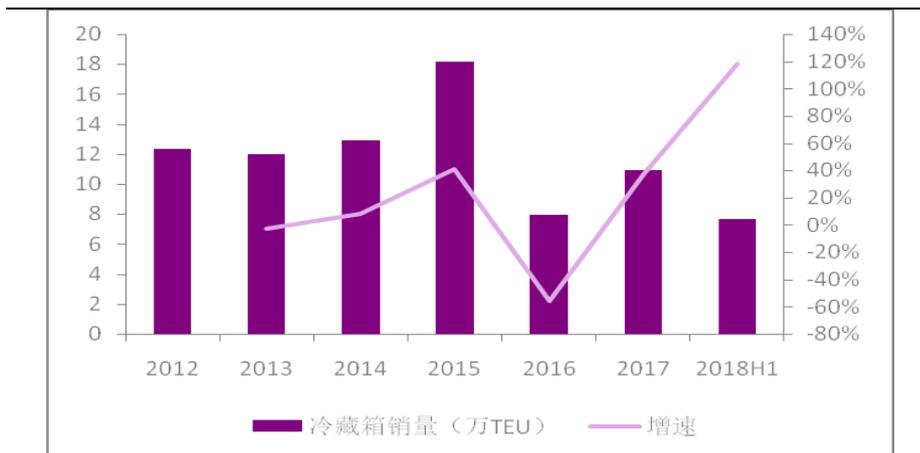
图 15：2018 年上半年集装箱业务毛利率为 9.02%



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

冷藏箱销量大幅增长。2017 年集团冷藏箱销量达 10.91 万 TEU，较 2016 年同比增长 36.9%；2018 年上半年，集团冷藏箱销量达 7.66 万 TEU，同比大幅增长 118.23%。

图 16：2012-2018H1 中集集团冷藏箱销量情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

智能制造助力集装箱转型升级。中集集团启动“龙腾计划”，将通过智能化、信息化的升级改造提高生产力水平，加快集装箱转型升级的步伐。2018 年 1 月 16 日，中集集团与希美埃、ABB、发那科和麦格米特四家企业签约进行“龙腾计划”战略合作。ABB 和发那科世界领先的自动化解决方案提供商；希美埃是一家专注于喷涂机器人的设计、制造和应用并提供全套喷涂机器人应用解决方案的企业；麦格米特主要为电气和节能领域提供解决方案。“龙腾计划”将为中集集团跨越式发展奠定基础。

3、道路运输车辆：国内、海外市场齐发力

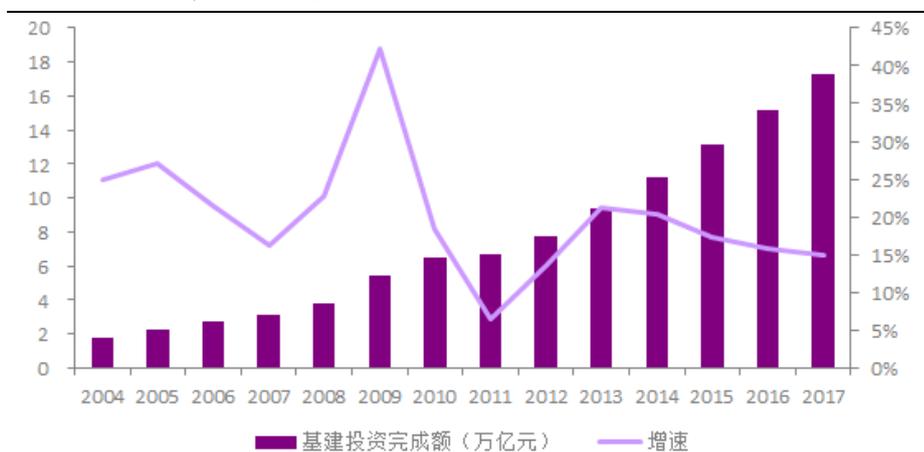
国内治超政策延续、基建投资带动道路运输车辆需求。2016年7月26日，工信部组织全国汽标委修订的强制性国家标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》（GB1589-2016）正式发布。该标准规定了汽车、挂车及汽车列车的外廓尺寸及质量限值，适用于在道路上使用的所有车辆，主要有四个方面的变化。一是取消了车辆长度限值与最大总质量或轴数挂钩的限制，放宽了车辆宽度限值；二是增加了中置轴车辆运输挂车及列车、中置轴货运挂车及列车、长头牵引铰接列车等新车型；三是增加了牵引车、半挂车匹配运输相关参数的规定；四是明确了外廓尺寸测量要求。新标准提出的一系列要求带动了道路运输车辆的新购需求。同时，国内基建投资推动对城市智能渣土车的需求。2017年国内基建投资完成额17.3万亿元，同比增长14.9%。根据中国产业信息网数据，预计2018年全年基建投资增速在13%-16%之间，投资额或超19万亿元。

表 4：GB 1589-2016 对道路运输车辆提出了新要求

编号	新要求
1	取消了车辆长度限值与最大总质量或轴数挂钩的限制，放宽了车辆宽度限值
2	增加了中置轴车辆运输挂车及列车、中置轴货运挂车以及列车、长头牵引铰接车等新车型
3	增加了牵引车、半挂车匹配运输相关参数的规定
4	明确了外廓尺寸测量要求

资料来源：工信部，光大证券研究所整理

图 17：2017 年我国基建投资完成额同比增速达 14.9%



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

受益欧美市场复苏，道路运输车辆需求稳定。根据美国 ISM 制造业 PMI 指数和欧洲制造业 PMI 指数，2016 年起 PMI 指数呈现上升趋势，欧美经济缓慢复苏。截至 2018 年 5 月，欧美制造业 PMI 指数虽然小幅回落，但仍分别保持在 58.7 和 55.5 的高位，有望继续带动对道路运输车辆的需求。

图 18：2016 年起欧美制造业 PMI 指数保持较高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

产品线丰富，以半挂车为主。集团道路运输车辆业务由中集车辆（集团）经营，已在北美、欧洲及新兴市场建立了 25 个生产与研发基地，形成十大系列、1000 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、特种车等，产品覆盖国内及海外主要市场。集团半挂车在全球处于领先地位，2015 年，集团半挂车全球市占率达 10.5%，位列第一。2017 年中集车辆生产了超过 12 万台的各类半挂车，产销量保持全球第一的水平。

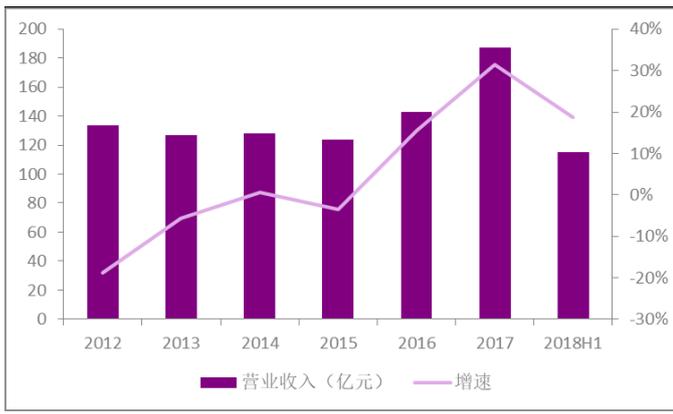
表 5：2015 年中集集团半挂车市场全球市占率排名第一

排名	厂商	国家	市占率 (%)
1	中集集团	中国	10.5
2	Wabash National	美国	6.6
3	Schmitz Cargobull	德国	5.6
4	Great Dane Trailers	美国	5.4
5	Hyundai Translead	美国	5.2
6	Utility Trailer	美国	5.2
7	Krone	德国	3.9
8	Stoughton Trailers	美国	1.7
9	Koegel	德国	1.7
10	Welton	波兰	1.2
合计	—	—	47

资料来源：卡车之家网，光大证券研究所整理

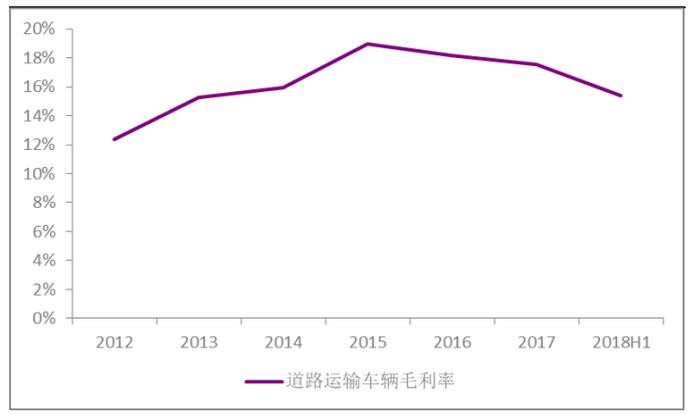
道路运输车辆业务稳定增长。2017 年集团道路运输车辆业务实现营业收入 187.5 亿元，同比增长 31.5%；实现毛利率 17.5%，较 2016 年小幅下降约 0.7 个百分点；实现销量 16.3 万台，较 2016 年同比增长 32.4%。2018 年上半年，道路运输车辆业务实现销售收入 115.29 亿元，同比增长 18.62%；实现销量 9.2 万台，同比小幅增长 12.93%。在国内外较为稳定的经济复苏背景下，2018 年集团道路运输车辆业务有望实现稳定增长。

图 19: 2017 年道路运输车辆营收同比增长 31.5%



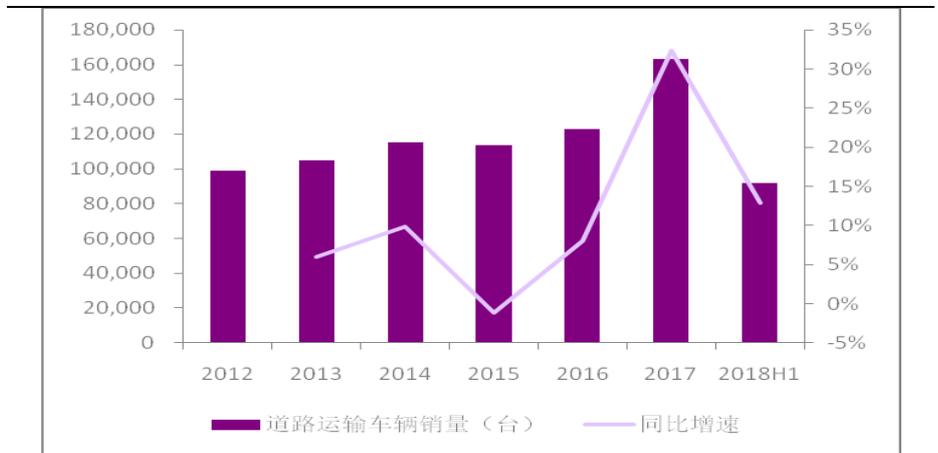
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 20: 2017 年道路运输车辆业务毛利率为 17.5%



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 21: 2017 年道路运输车辆销量同比增长 32.4%



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

“超级麦哲伦计划”探索数字化制造之路。中集车辆由灯塔工程发展到超级麦哲伦计划，积极探索从自动化机密制造向数字化柔性制造的转型升级之路。2018年5月25日，PLM项目（产品全生命周期管理系统）正式在中集车辆旗下东莞中集专用车有限公司上线，该项目研发历时15个月，在东莞灯塔工厂实际运营后将会极大促进产品设计创新、提高生产效率，同时简化工艺数据和供应链的管理，是数字化工厂建设的新突破。

4、能源、化工及液态食品装备：布局完善，享天然气行业增长红利

中集集团能源、化工及液态食品装备业务主要由集团下属的中集安瑞科经营。

能源装备业务以清洁能源 CNG、LNG 储运装备作为重点产品，延伸至 CNG、LNG 加气站配套设备、城市气化、商业非管网供气的工程服务和整体解决方案。业务覆盖天然气全产业链，包括从预处理、液化、运输、存储、再汽化、管输到终端应用的全过程。

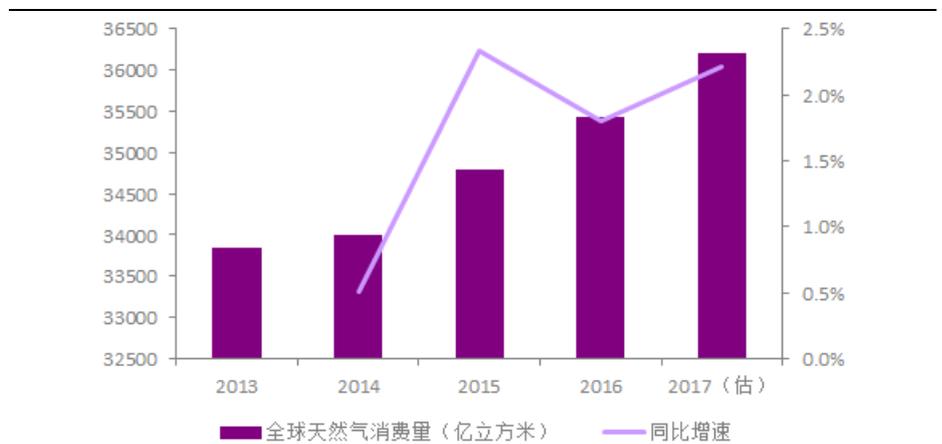
化工装备业务指符合国际多式联运标准的集装箱化、标准化罐式储运装备作为化学品转运中标准化的运输工具。

液态食品装备主要提供啤酒、果汁和牛奶等液态食品行业的酿造和储运装备工程设计、罐体制造和系统安装的整个工艺流程。

4.1、天然气发展进入黄金期，能源装备受益

全球天然气回暖，LNG 贸易量增速高。2017 年全球天然气消费量约 3.6 万亿立方米，增速为 2.2%，高于 2016 年 1.8% 的增速，重回过去十年的平均水平（2.2%）。2017 年全球天然气进出口贸易量约为 1.2 万亿立方米，同比增长 5.6%，其中管道气贸易量约 7630.0 亿立方米，同比增长 3.5%，增速较 2016 年下降 0.5 个百分点；LNG 贸易量为 3820.0 亿立方米，同比增长 10.2%，增速较 2016 年提高 3.7 个百分点。

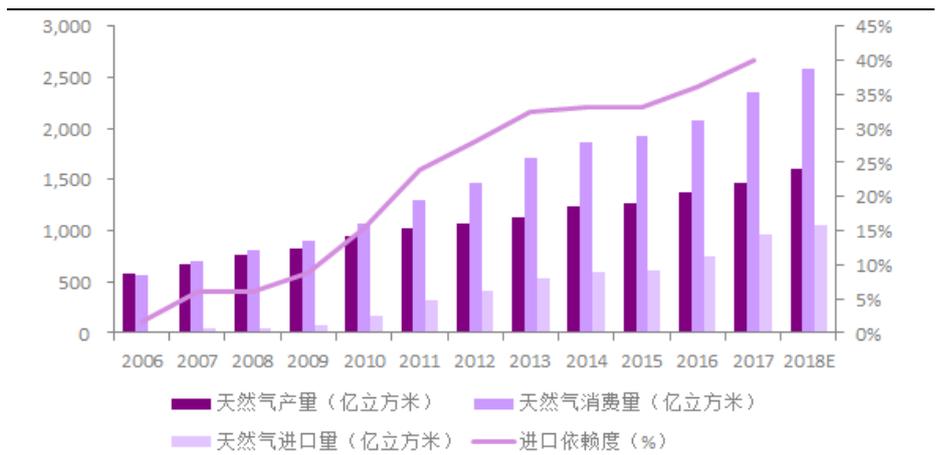
图 22：2017 年全球天然气消费量增速达 2.2%



资料来源：石油商报网，光大证券研究所整理，2017 年数据由天然气市场研究所估算

中国天然气需求高涨，进口依赖度提高，LNG 进口量高速增长。2017 年 12 月，我国天然气进口依赖度达 39.9%，较 2016 年同期增长 3.8 个百分点。2017 年中国天然气消费量约 2352.0 亿立方米，同比增长 17.0%，根据石油商报预测数据，2018 年全国天然气消费量将达 2587.0 亿立方米，同比增长 10.0%。2017 年中国天然气进口量为 955.5 亿立方米，同比增长 27.0%，其中管道气进口量约 427.0 亿立方米，同比增长 10.9%；LNG 进口量约 499.0 亿立方米，同比增长 39.0%。根据石油商报预测数据，2018 年全国天然气进口量将达 1050.0 亿立方米，同比增长 13.4%。

图 23：2006-2018E 我国天然气供需情况



资料来源：Wind，石油商报网，光大证券研究所整理，2018 年数据由石油商报网预测

国家政策推动天然气用量增长。政府围绕天然气利用、基础设施建设等方面出台了一系列政策，推动国内天然气用量增长。

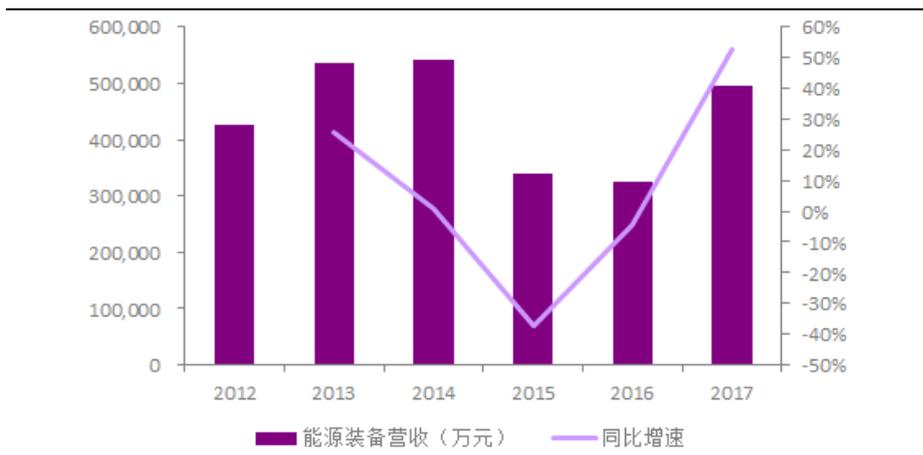
表 6：国内政策密集出台催化天然气用量增长

时间	文件	重点内容
2016.12	《天然气发展十三五规划》	2020 年天然气占新能源消费比例提升至 8%-10%
2017.2	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	推动 2+26 城市 2017 年煤改气热潮
2017.4	国务院常务会议	下调天然气增值税率，由 13% 调至 11%
2017.5	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	为油气行业的中下游改革明确市场方向，有利于释放竞争性环节刺激市场活力
2017.6	《关于加强配气价格监管的指导意见》	指导各地进一步加强城镇燃气配气价格监管
2017.6	《加快推进天然气利用的意见》	明确确立天然气在国内现代清洁能源系统的主体能源地位
2017.10	《关于全面开展天然气储气调峰设施建设运营清科自查和整改的通知》	要求主要供气企业储气能力 2020 年达到合同供气量的 10%，各地达到平均 3 天用气量的储气能力
2017.12	《关于印发北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021）的通知》	要求 2019 年和 2021 年，北方地区清洁取暖率分别达到 50% 和 70%，分别替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）7400 万吨和 1.5 亿吨
2018.2	《关于调整天然气进口税收优惠政策有关问题的通知》	调整天然气进口税收优惠政策，将管道天然气销售定价调整为 0.94 元/立方米

资料来源：中集安瑞科年报，光大证券研究所整理

天然气市场向好叠加公司战略整合，能源装备业务有望继续保持增长。受益于天然气市场，尤其是 LNG 市场回暖，2017 年中集安瑞科能源装备实现营业收入 49.6 亿元，同比增长 53.0%。2017 年，中集安瑞科完成对中小型液化气船细分市场的领军企业 SOE 的收购，实现天然气海上运输的战略布局，完善自身天然气全产业链的装备及工程服务能力。2018 年天然气市场有望高涨，公司能源装备业务有望进一步受益。

图 24：2017 年中集安瑞科能源装备业务营收同比增 53%



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.2、化工装备

欧美市场稳定增长，新兴市场释放需求。根据国际罐箱协会 (ITCO) 研究,2017 年 1 月全球共有约 508000 个罐式集装箱投入运作,同比增长 8.5%,ITCO 预计,罐式集装箱将维持稳定增长。欧美等发达国家多式联运发展较为完善,目前已经达到稳定的增长阶段。新兴市场方面,化工行业运输方式的升级将释放罐箱需求。国内市场方面,中国危险品运输相关条例逐渐完善,政府不断出台鼓励开展多式联运,同时叠加我国化工行业不断景气,将带动化学品物流运输业发展,罐式集装箱需求空间可观。

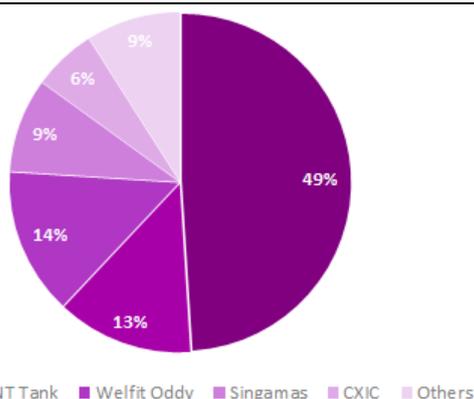
图 25：我国化工行业综合景气指数不断上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

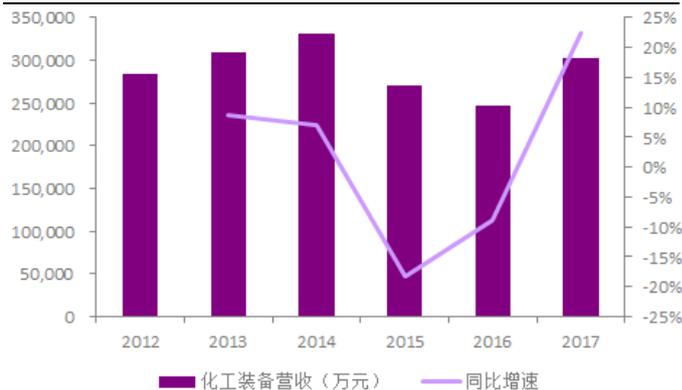
中集集团是全球领先的罐式集装箱生产商。2016 年,中集集团占据全球罐式集装箱产量的半壁江山,全年生产罐箱 2.2 万个,在全球占比达 49.0%。2017 年中集安瑞科化工装备实现营业收入 30.3 亿元,同比增长 22.4%。

图 26: 2016 年中集集团罐式集装箱全球市占率达 49%



资料来源: 中国产业信息网, 光大证券研究所整理

图 27: 2017 年安瑞科化工装备营收同比增长 22.4%

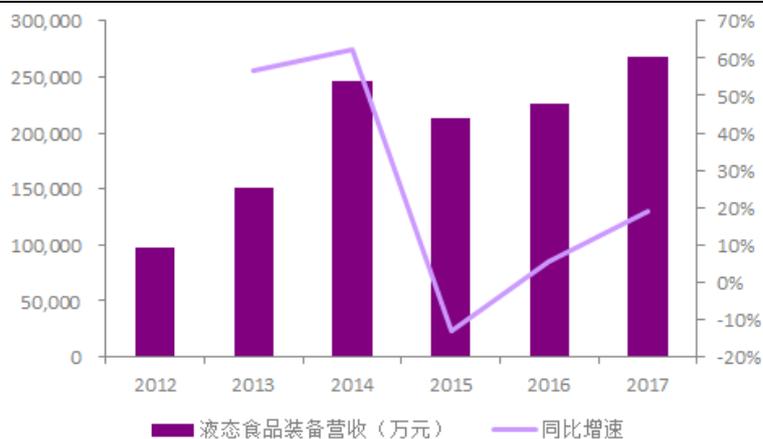


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

4.3、液态食品装备

技术创新+市场开拓稳定贡献收益。公司液态食品装备业务立足于欧洲和中国市场, 主要有“Ziemann Holvrieka”和“Brigg”两大品牌。2016 年公司收购总部位于英国的 Briggs Group Limited, 利于将欧洲技术及产品引入亚洲市场; 2017 年 9 月, 借助 Ziemann 公司的技术支持, 完善了啤酒厂交钥匙工程的能力。同时, 凭借在啤酒生产设备方面高水平的技术能力, 该业务瞄准一体化 EPC 总包, 以及在医药、蒸馏及生物燃料等竞争较为温和的行业, 多元化发展业务。2017 年中集安瑞科液态食品装备业务实现营业收入 26.9 亿元, 同比增长 19.1%。

图 28: 2017 年中集安瑞科液态食品装备业务营收同比增长 19.1%



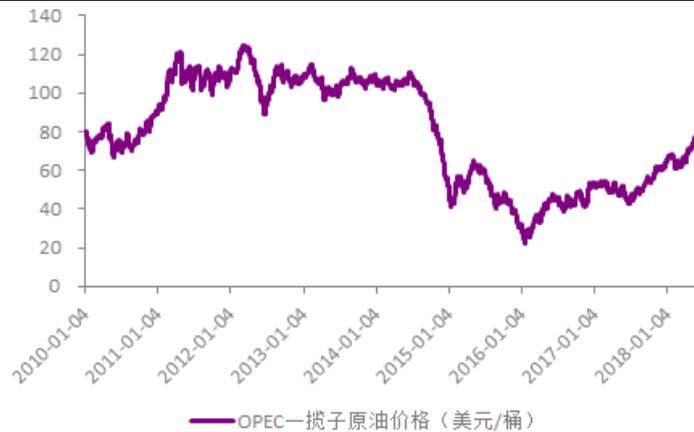
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

5、油气行业缓慢复苏, 海工装备迎来曙光

油价上涨, 全球油气勘探开发投资增长。根据 OPEC 一揽子原油价格数据, 2017 年 6 月底, 原油价格仅 46 美元/桶, 2018 年初回升至 65 美元/桶, 近期受美国退出伊朗核协议等因素推动, 油价进一步回升, 截至 2018 年 6 月 22 日, 油价达 72 美元/桶, 再次提振海上油气开发活跃程度。根据 IHS 预测数据, 2018 年全球上游油气勘探开发投资将恢复到 4220 亿美元, 较 2017 年的 3820 亿美元增长 10%; 全球海上勘探和开发支出在 2017 年增长

5%的基础上，将适度恢复增长 6%至 1726 亿美元。根据 IHSMarkit 咨询公司的预测，预计 2018 年全球上游油气勘探开发投资将恢复到 4220 亿美元，比 2017 年增长 11%。从钻井平台新租数量来看，2017 年月均数量达 17.8 份，较 2015 年的 9.3 份和 2016 年的 8.8 份翻了一番。2018 年以来月均新租数量进一步增至 21.3 份。

图 29：OPEC 一揽子原油价格不断上涨

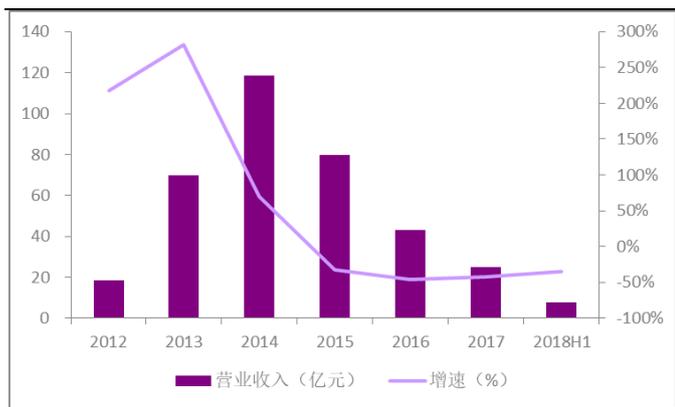


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

全球海工建造市场聚焦浮式生产平台、海上风电场建设运维装备及 LNG 相关装备等。据 EMA 统计，2018 年将约有约 20 个包含浮式生产平台的海上油气开发项目授出总包或租赁合同，FPSO 项目占据总量的 2/3。LNG 装备方面，不断增长的 LNG 需求推动 LNG 装备需求增加。从 LNG 接收来看，由于陆上接收存在建设成本、周期、环评、灵活性等方面的限制，FSRU 以及浮式 LNG 发电站建设项目将不断涌现。

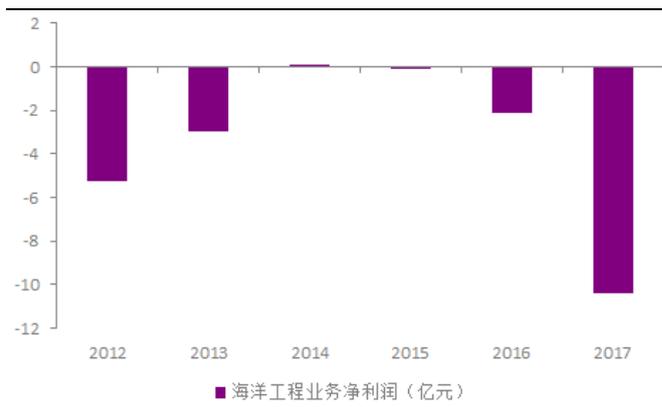
业务结构优化，海工板块亏损有望减小。集团海洋工程业务主要由子公司中集来福士经营，集设计、采购、生产、建造、调试、运营一体化运作模式，是中国领先的高端海洋工程装备总包建造商之一，并参与国际海洋工程市场。2017 年受行业持续低迷影响，新增订单大幅缩减，海洋工程收入 24.9 亿元，同比下降 42.3%；净亏损 10.4 亿元，同比增加 388.8%。2018 年第一季度，集团海洋工程营业收入实现 3.0 亿元，同比下降 37.4%。在建造方面，2017 年完成交付平台类项目 2 个和海洋牧场平台 9 个，并圆满完成国家级南海可燃冰租约。2018 年 2 月生效挪威 Nordlaks 深水养殖船订单（合同价值 1.06 亿美金）、生效 1 条 800 客位船和 1 个海洋牧场平台项目订单（合计价值人民币 6000 万元）；2018 年 3 月新接 FPSO（浮式生产储油装置）正式开工。面对严峻的海工市场环境，中集来福士积极优化业务结构，以油气产业为核心延伸至 FLNG、FSRU、拆解平台、豪华邮轮、海上综合体、渔业休闲平台等，并将产业拓展至电力装备及海上风电船、浮士发电船等新能源产业，多元化业务结构有望平抑海工产品需求波动。

图 30：2018 年上半年海洋工程业务营收下降幅度收窄



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 31：2017 年海洋工程业务亏损 10.4 亿元

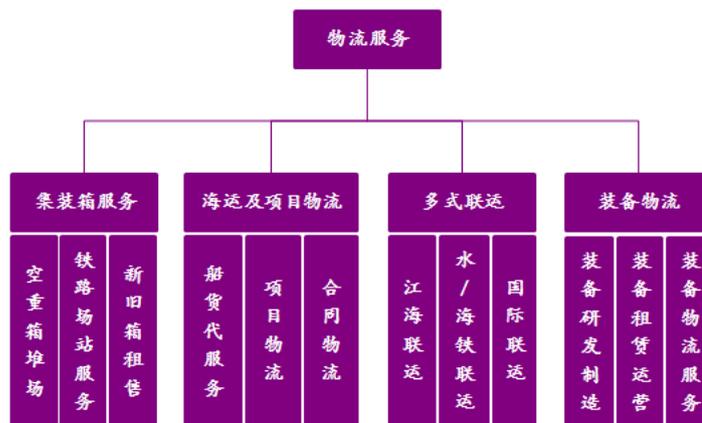


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

6、物流服务：装备+物流，内涵不断升级

中集集团物流服务以“装备改变物流”为基础，围绕集装箱服务、海运及项目物流、多式联运、装备物流等重点业务方向，聚焦对外开放，不断完善服务平台、提高服务质量。

图 32：物流服务四大业务方向介绍



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

集装箱服务线以智能化平台和市场拓展为基础，纵横联合发展。

(1) 在集装箱堆场服务方面，中集物流以用先进的设备设施及智能化、网络化、系统化的信息系统平台打造一站式动态管理平台，提供集装箱堆存、检验、修洗、仓储集运、罐箱堆场等统一标准化服务，目前集装箱吞吐量达 1200 万 TEU、修洗箱量达 150 万 TEU。同时积极拓展泰国、越南等东南亚市场，开发堆场业务。

(2) 在铁路场站服务方面，为铁路及物流客户开展产品设计、制造、维修、保养、堆存、租赁等服务。目前已运营郑州、武汉、重庆、昆明 4 家铁路中心站，以及西昌、长沙霞宁、江西八景、昆明桃花村、广州大朗、湛江码头、防城港码头 7 家铁路场站，将进一步增加铁路场站布点、增设网点。

(3) 在新旧箱租售方面，中集物流结合国内销售网点和海外销售代理平台，与全球重要船东、箱东开展合作。目前主要代理销售马士基在亚太地区的二手箱，同时有 TRI、阳明、长荣等第三方箱源，年二手箱销售量超 25000 台。

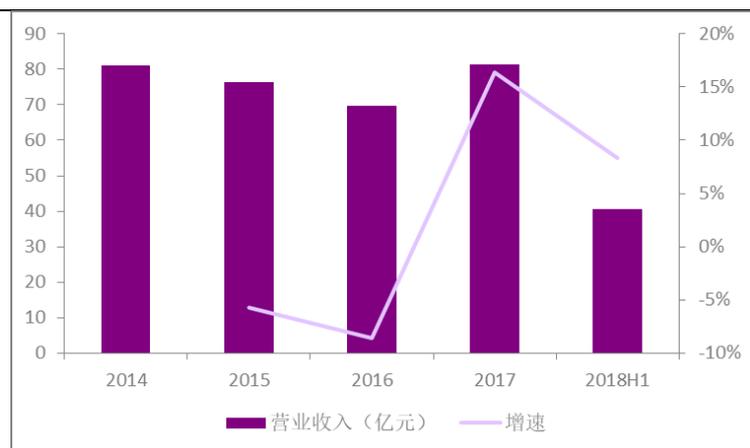
海运及项目物流业务线聚焦“一带一路”战略，业务覆盖范围广。集团项目物流业务方面紧跟“一带一路”，为中国“走出去”企业海外项目的实施提供专业化、当地化的一站式项目物流综合服务，合作客户覆盖建设工程、海洋工程、能源化工等领域领军企业。船货代服务覆盖市场主流船东。

多式联运与国际接轨，线路布局完善。江海联运驳运体系以长江为主线，覆盖五大湖，航线运力约 5000TEU，主要提供内外贸货物的码头装卸、水路运输、公路短驳运输、进出口集装箱的外贸内支线运输等服务；铁水/海铁联运，完善“一主五支、一体两翼”海公铁联运体系，以班列产品为重点，提供长江流域驳船运输、仓储、装卸、加工、配送等综合枢纽服务，西南西北“两翼”铁路及接取送达等物流服务。国际联运方面集团目前已开通南京中欧（南京-俄罗斯、南京-德国）班列、中亚五国班列。

装备物流业务线依托“装备改变物流”，瞄准智能化物流装备及服务。中集物流目前是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，广泛用于汽车、建材、食品、化工、电子等行业，年产量超过 100 万台/套，畅销国日本、东南亚、澳洲及欧美等海外市场。装备租赁及运营方面，搭建中国最大的托盘租赁业务平台，打造“钢+塑料+木托盘”产品系列；装备服务方面聚焦定制化、智能高效、绿色环保物流解决方案及服务，提供金融、大数据等增值业务。

物流行业稳中向好，物流服务业务稳定增长。2017 年集团物流服务实现营业收入 81.2 亿元，同比增长 16.4%，打破 2015-2016 年营收负增长的局面；2018 年上半年，物流服务保持增长的发展势头，实现营业收入 40.63 亿元，同比增长 8.3%。

图 33：2017-2018H1 物流服务营业收入保持增长

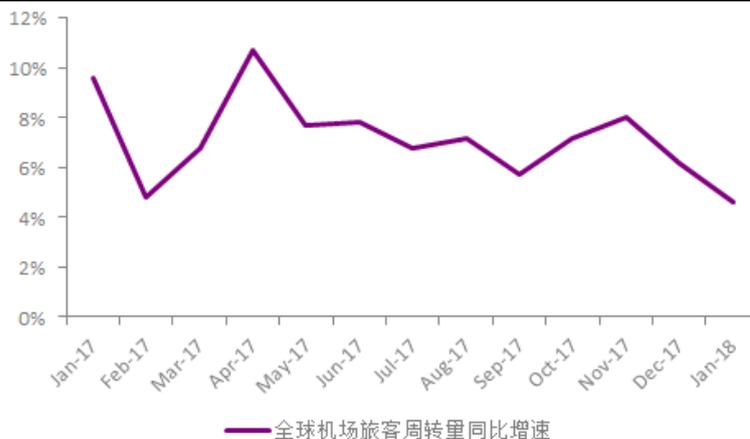


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

7、空港装备：机场业务稳定增长，自动化物流系统不断完善

全球机场业务繁荣，亚太地区客运量增长领先。根据国际民航组织（ICAO）数据，2017 年全球机场旅客周转量不断增长，2017 年平均增长率达 7.4%。从地区客运量看，截至 2017 年底，全球客运量较 2016 年同比增长 6.4%，其中亚太地区客运量较 2016 年同比增长 8.3%，是唯一超过全球增速的地区。

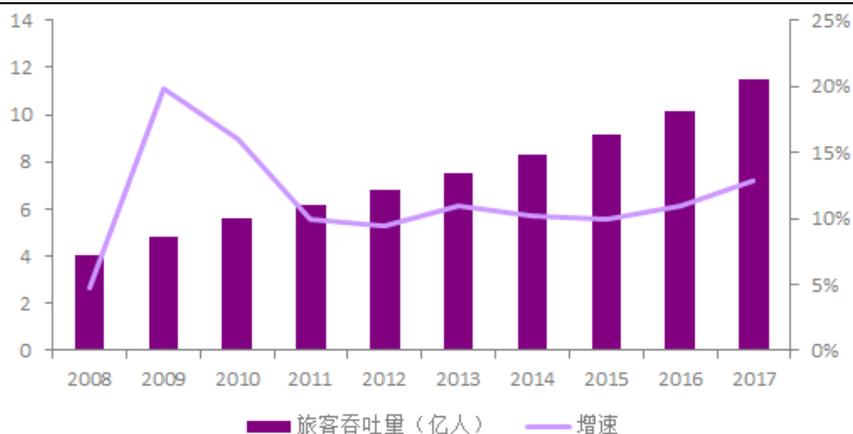
图 34：2017 年以来全球机场旅客周转量增长情况



资料来源：ICAO，光大证券研究所整理

中国推动机场建设，带动空港装备市场需求。根据中国民用航空局数据，2017 年中国机场旅客吞吐量达 11.5 亿人次，较 2016 年同比增长 12.9%。《中国民用航空发展第十三个五年规划》提出，到 2020 年，运输机场数量要达到 260 个左右，通用机场大道 500 个以上；指出要推进京津冀、长三角、珠三角等城市群机场群建设，增加中西部机场数量，扩大运输服务范围，加强机场基础设施建设。

图 35：2017 年中国机场旅客吞吐量同比增长 12.9%

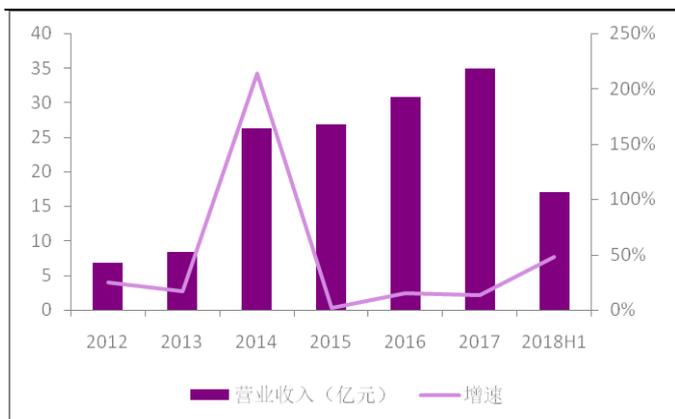


资料来源：中国民用航空局，光大证券研究所整理

空港装备业务稳定贡献收入。2017 年集团空港装备业务实现较好地增长，其中登机桥业务年内参与投标的国内项目中标率保持高于 95% 的水平。

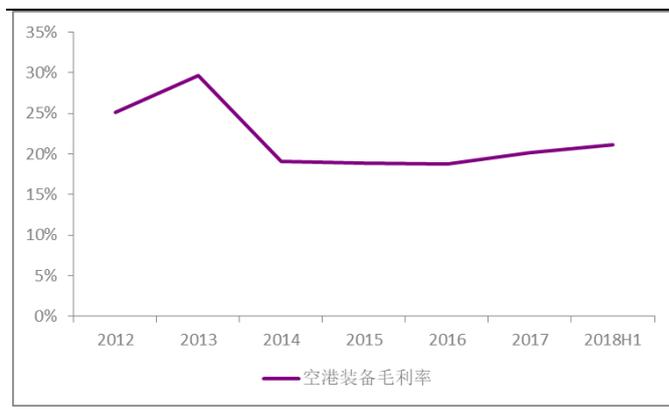
2017 年集团空港装备业务实现营业收入 34.9 亿元，较 2016 年同比增长 13.7%；实现毛利率 20.1%，较 2016 年增加 1.4 个百分点。2018 年上半年，空港装备业务实现快速增长，实现营业收入 16.99 亿元，较 2017 年同比增长 48%。集团空港装备整合交易完成，中国消防成为集团的控股附属公司，Pteris 和天达成为中国消防的控股附属公司，利于集团继续发挥空港业务的管控优势。

图 36: 2016-2018H1 空港装备营收增速稳中有升



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 37: 2018 年上半年空港装备业务实现毛利率 21.14%



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

自动物流系统 (MHS) 业务能力进一步提升。集团积极布局高速物流分拣装备、自动化仓库、仓储管理执行软件及全系统集成与实践。2017 年集团并购金特物流自动化系统有限公司，获取自动分拣能力，增强项目总包实力。在我国自动化物流系统市场规模持续增长的背景下，集团在 MHS 业务方面的不断提升将有效推进转型升级。

图 38: 中国自动物流系统市场规模持续增长



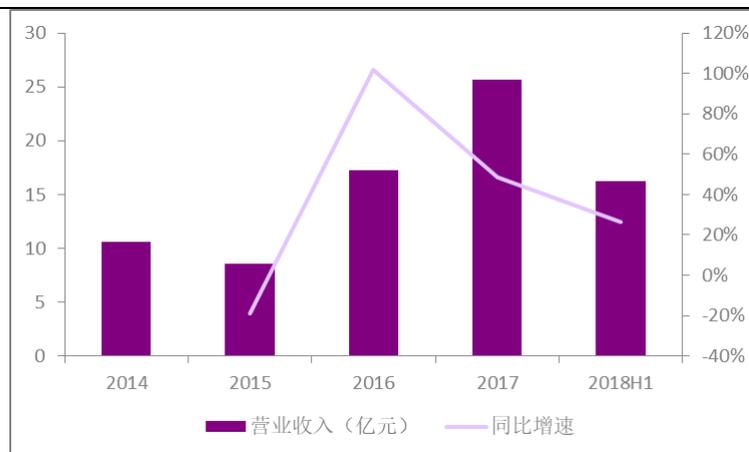
资料来源: 数据及预测均来自 Frost & Sullivan 报告, 光大证券研究所整理

8、重卡、模块化建筑不断贡献营收

重卡业务以市场需求为导向，提高竞争力。集团重卡业务不断完善产品体系，推出 E 系中档牵引车产品、自主研发的电动卡车产品；布局载货车系列产品、轿运车市场产品。2017 年受益于国家交通运输部《超限运输车辆

行驶公路管理规定》，集团重卡实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 48.7%；2018 年上半年，重卡实现营业收入 16.20 亿元，同比增长 26.26%。

图 39：2017-2018H1 重卡业务营收稳定增长



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

模块化建筑业务：积极绑定国外优质客户，抓住国内市场机遇。集团模块化建筑业务包括产品供应、融资租赁、以及 EPC 全产业链工程总包模式。坚持技术改革、创新突破，已同希尔顿、万豪、洲际以及巨头力拓、必和必拓和 FMG 建立了长期稳定的战略合作关系。2017 年 11 月集团中标雄安新区部分项目，将为雄安提供 6 栋模块化建筑。

9、盈利预测

9.1、关键假设

1.集装箱：集团是全球集装箱产销量最大的公司，市场地位稳固，根据克拉克森的预测，2018 年全球集装箱贸易增速为 5%；结合全球经济贸易复苏的背景，预计未来集团集装箱业务将平稳增长，预计 2018-2020 年增速分别为 4.8%、4%、4%。作为生产集装箱的主要原材料，2017 年下半年以来，钢材价格不断上涨，目前仍处高位，预计未来集装箱业务毛利率略有下降，假设 2018-2020 年集装箱业务毛利率均为 12.2%。

2.道路运输车辆：道路运输车辆是集团第二大主营业务，产品远销海内外市场，2015-2017 年该业务营业收入年均增长率为 14.5%，预计未来该业务保持稳定增长，假设 2018-2020 年收入增速分别为 12%、8%、6%。随着集团不断应用先进制造和数字化制造，预计该业务盈利能力有所提升，假设 2018-2020 年毛利率分别为 18.5%、18.5%、18.5%。

3.能源、化工、液态食品装备：鉴于我国天然气需求旺盛，同时叠加政府对天然气发展的政策支持，预计未来该业务保持快速增长，假设 2018-2020 年收入增速分别为 30%、30%、25%。中集安瑞科完成对南通太平洋的整合，利于发挥协同效应，提高天然气全产业链业务能力，预计未来盈利能力有所提升，假设 2018-2020 年毛利率分别为 19.2%、19.1%、19.1%。

4.物流服务：随着国内物流运输行业的不断完善和“一带一路”等对外开放战略的实行，该业务未来市场前景广阔，2017年该业务收入增速为16.36%，假设2018-2020年该业务收入增速分别为10%、7%、5%。随着集团在物流装备与服务方面不断转型升级，完善营销体系，预计未来几年盈利能力有望保持稳定，假设2018-2020年该业务毛利率为10%。

5.海洋工程：海工装备行业复苏缓慢，国际油价的不确定性叠加产能过剩，假设2018-2020年集团海洋工程收入增速分别为-30%、-5%、-5%。2017年该业务毛利率为16.48%，预计未来几年毛利率较稳定，假设2018-2020年该业务毛利率为16%。

6.空港装备：集团在空港装备业务方面经验丰富，有显著的竞争力，伴随未来几年国内机场建设，市场需求量大。2015-2017年该业务平均收入增速为10.2%，预计未来几年该业务将保持较为稳定的增长，假设2018-2020年收入增速分别为10%、8%、6%。预计未来几年该业务毛利率较为稳定，假设2018-2020年该业务毛利率为20%。

7.重卡：国内加快运输管理步伐，重卡需求量广阔。2015-2017年该业务平均收入增速为59.7%，预计2018-2020年该业务收入增速为40%、25%、20%。随着集团重卡不断推新，完善布局，预计2018-2020年该业务毛利率为6%。

8.其他业务：集团其他业务主要包括模块化建筑、产城和金融等，2015-2020年该部分业务平均收入增速为13.4%，预计未来几年将稳定增长，假设2018-2020年收入增速分别为13%、8%、8%。预计未来几年毛利率较为稳定，假设2018-2020年毛利率分别为51%、50%、50%。

9.2、盈利预测

年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入总计（百万元）					
主营业务收入	51111.65	76299.93	85784.01	95254.57	104656.19
收入增长率	-12.91%	49.28%	12.43%	11.04%	9.87%
主营业务成本	41482.02	62292.72	70072.33	77883.97	85571.55
毛利	9629.64	14007.22	15711.21	17371.91	19090.37
毛利率	18.84%	18.36%	18.31%	18.24%	18.29%
集装箱业务					
营业收入	10485.76	24200.54	25362.17	26376.65	27431.72
收入增长率	-47.88%	130.79%	4.8%	4%	4%
营业成本	9492.40	20917.85	22267.99	23158.70	24085.05
毛利	993.36	3282.70	3094.18	3217.95	3346.67
毛利率	9.47%	13.56%	12.20%	12.20%	12.20%
道路运输车辆业务					
营业收入	14261.87	18749.18	20999.08	22679.01	24039.75
收入增长率	15.46%	31.46%	12.00%	8.00%	6.00%
营业成本	11667.48	15460.72	17114.25	18483.39	19640.48
毛利	2594.39	3288.46	3884.83	4195.62	4399.27

毛利率	18.19%	17.45%	18.50%	18.50%	18.50%
能源、化工、液态食品装备业务					
营业收入	8808.02	11292.49	14679.60	19083.48	23854.35
收入增长率	2.19%	28.21%	30%	30%	25%
营业成本	7178.47	9299.32	11861.12	15438.54	19298.17
毛利	1629.56	1993.17	2818.48	3644.94	4556.18
毛利率	18.50%	17.65%	19.20%	19.10%	19.10%
物流服务					
营业收入	6980.14	8122.21	8934.43	9559.84	10037.83
收入增长率	-8.54%	16.36%	10%	7%	5%
营业成本	6245.73	7341.59	8040.99	8603.86	9034.05
毛利	734.41	780.62	893.44	955.98	1003.78
毛利率	10.52%	9.61%	10.00%	10.00%	10.00%
海洋工程业务					
营业收入	268.47	1172.51	820.76	779.72	740.73
收入增长率	-83.10%	336.74%	-30%	-5%	-5%
营业成本	-40.73	979.33	689.44	654.96	622.21
毛利	309.20	193.18	131.32	124.76	118.52
毛利率	115.17%	16.48%	16.00%	16.00%	16.00%
空港装备					
营业收入	3072.81	3493.02	3842.32	4149.71	4398.69
收入增长率	14.83%	13.68%	10.00%	8.00%	6.00%
营业成本	2496.38	2789.85	3073.86	3319.77	3518.95
毛利	576.43	703.17	768.46	839.94	879.74
毛利率	18.76%	20.13%	20.00%	20.00%	20.00%
重卡					
营业收入	1625.68	2481.84	3474.58	4343.22	5311.86
收入增长率	121.24%	52.66%	40.00%	25.00%	20.00%
营业成本	1601.29	2364.11	3266.11	4082.63	4899.15
毛利	24.38	117.68	208.47	260.59	312.71
毛利率	1.50%	4.74%	6.00%	6.00%	6.00%
其他业务					
营业收入	5608.90	6788.14	7670.60	8284.25	8946.99
收入增长率	12.99%	21.02%	13.00%	8.00%	8.00%
营业成本	2841.00	3139.59	3758.59	4142.13	4473.50
毛利	2767.91	3648.24	3912.01	4142.13	4473.50
毛利率	49.35%	53.74%	51.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 857.84 亿元、952.55 亿元、1046.56 亿元，营业收入增速分别为 12.43%、11.04%、9.87%；综合毛利率分别为 18.31%、18.24%、18.29%；**2018-2020 年的净利润分别为**

33.38 亿元、39.43 亿元、45.43 亿元，对应的 EPS 分别为 1.12 元、1.32 元、1.52 元。

10、估值水平与投资评级

10.1、相对估值¹

考虑到中集集团多元化经营的特点，我们选取集装箱制造、道路运输车辆、能源化工装备、海洋工程、物流服务、物流装备以及空港装备七个板块的上市公司进行比较。集装箱制造领域选取主营为集装箱的四方冷链、胜狮货柜；道路运输车辆领域选取中国重汽（重型汽车）、东风汽车（轻型车、皮卡车）、诺力股份（搬运车辆）；能源化工装备领域选取厚普股份（天然气加气装备）、胜利股份（输气管线及加气站建造经营）；海洋工程领域选取海油工程（海洋工程项目承包）、石化机械（油气相关设备制造）；物流服务领域选取上港集团（港口物流和集装箱业务）、重庆港九（港口物流）；物流装备领域选取今天国际（自动化物流系统集成业务）、东杰智能（自动化物流系统集成业务）；空港装备领域选取主营业务围绕机场配套设施的威海广泰（航空地面设备制造）、四创电子（雷达及配套件、公共安全产品）。

表 7：可比公司的 PE 比较（采用 9 月 4 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603339.SH	四方科技	17.17	36.20	0.99	1.24	1.45	17	14	12
0716.HK	胜狮货柜	1.03	24.89	0.02	0.03	0.03	6	5	5
	平均值						12	9	8
000951.SZ	中国重汽	12.12	80.34	1.42	1.51	1.64	8	8	7
600006.SH	东风汽车	3.91	78.20	0.25	0.32	0.38	15	12	10
603611.SH	诺力股份	13.60	36.44	0.81	1.05	1.32	17	13	10
	平均值						13	11	9
300471.SZ	厚普股份	7.76	28.30	0.47	0.57		16	13	
000407.SZ	胜利股份	4.59	40.40	0.22	0.31	0.42	21	15	11
	平均值						19	14	11
600583.SH	海油工程	6.30	278.55	0.15	0.28	0.41	43	22	15
000852.SZ	石化机械	9.71	58.08	0.19	0.33	0.44	51	29	22
	平均值						47	27	19
600018.SH	上港集团	5.49	1272.23	0.47	0.50	0.54	12	11	10
600279.SH	重庆港九	4.37	30.28	0.20	0.31	0.39	22	14	11
	平均值						17	12	11
300532.SZ	今天国际	12.79	35.46	0.50	0.70	0.94	25	18	14
300486.SZ	东杰智能	14.18	23.12	0.67	0.82		30	25	
	平均值						28	22	
002111.SZ	威海广泰	10.75	41.04	0.56	0.73	0.93	19	15	12
600990.SH	四创电子	42.14	67.08	1.57	1.93	2.40	27	22	18
	平均值						23	17	14
000039.SZ	中集集团	11.10	331	1.12	1.32	1.52	10	8	7

资料来源：中集集团数据为光大证券研究所预测，其余为 wind 一致预期，使用 9 月 4 日收盘价

1 采用分部估值法

如上所述，我们预计集团 2018 年集装箱业务的 EPS 为 0.49 元，参考可比公司平均 12 倍 PE，计算得到该板块价格为 5.88 元；道路运输车辆业务 EPS 为 0.36 元，参考可比公司平均 13 倍 PE，计算得到该板块价格为 4.68 元；能源化工装备业务 EPS 为 0.20 元，参考可比公司平均 19 倍 PE，计算得到该板块价格为 3.80 元；海工业务 EPS 为 0.01 元，参考可比公司平均 47 倍 PE，计算得到该板块价格为 0.47 元；物流服务业务 EPS 为 0.03 元，参考可比公司平均 17 倍 PE，计算得到该板块价格为 0.51 元；物流装备业务 EPS 为 0.01 元，参考可比公司平均 28 倍 PE，计算得到该板块价格为 0.28 元；空港装备业务 EPS 为 0.02 元，参考可比公司平均 23 倍 PE，计算得到该板块价格为 0.46 元。

表 8：2018 年分部相对估值目标价格

公司业务	EPS (元)	可比公司平均估值 (X)	目标价格 (元)
集装箱	0.49	12	5.88
道路运输车辆	0.36	13	4.68
能源化工	0.2	19	3.8
海工	0.01	47	0.47
物流服务	0.03	17	0.51
物流装备	0.01	28	0.28
空港装备	0.02	23	0.46
总计:	1.12		16.08

资料来源：光大证券研究所

综上，通过对公司业务进行分部估值，我们认为公司合理的目标价为 16 元。

10.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：中集集团是全球最大的集装箱制造企业，多项业务全球领先，已进入稳定增长阶段，故假设长期增长率为 3%；
- 2、β值选取：采用申银万国行业分类-机械设备-金属制品的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 30%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (β levered)	1.32
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	13.25%
税率	30.00%
Kd	4.80%
Ve	53677.94
Vd	54486.59
目标资本结构	50.37%
WACC	8.99%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	21479.18	19.06%
第二阶段	24989.97	22.17%
第三阶段 (终值)	66235.77	58.77%
企业价值 AEV	112704.92	100.00%
加: 非经营性净资产价值	5712.61	5.07%
减: 少数股东权益 (市值)	21966.07	-19.49%
减: 债务价值	54486.59	-48.34%
总股本价值	41964.88	37.23%
股本 (百万股)	2984.96	
每股价值 (元)	14.06	
PE (隐含)	12.57	
PE (动态)	9.93	

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.00%	15.69	16.76	17.94	19.23	20.64
8.50%	13.90	14.86	15.91	17.06	18.31
9.00%	12.25	13.12	14.06	15.08	16.20
9.50%	10.73	11.51	12.36	13.28	14.27
10.00%	9.33	10.04	10.80	11.62	12.52

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	14.06	9.33	—	20.64	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%
APV	17.42	9.59	—	32.54	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%

资料来源：光大证券研究所

根据以上几种估值方法，公司目标价范围在 14.06-17.42 之间。

10.3、估值结论与投资评级

在全球经济贸易复苏的大趋势下，同时在国内天然气发展黄金期以及物流运输等行业转型升级的背景下，中集集团各业务板块具备潜在的市场空间。中集集团作为世界领先的物流装备和能源装备供应商，各项业务协同效应强，竞争优势显著，同时集团积极布局智能制造和智慧物流，不断推进自动化、智能化、数字化转型升级，未来业绩仍有很大的增长空间。

我们结合上述分析及研究，预计公司 2018-2020 年净利润为 33.38 亿元、39.43 亿元、45.43 亿元，对应的 EPS 分别为 1.12 元、1.32 元、1.52 元。考虑公司是全球领先的物流装备和能源装备供应商，经验丰富，有稳定优质的客户来源；同时受益于多元化经营，可有效调整业务需求波动；公司“智能制造+智慧物流”的战略布局将有效提高生产效率，助集团转型升级实现跨越式发展，未来业绩仍有稳定的增长空间。集团 2018 年的估值为 10 倍，目前估值处于相对较低水平，结合各业务的平均估值水平，结合分部估值法和绝对估值法，给予公司目标价 16 元，对应 18 年 PE 为 14 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

10.4、股价驱动因素

1.天然气行业景气度走高：天然气需求不断增加，进口依赖度不断增强，LNG 进口量不断增加，同时政府不断出台政策推动我国天然气用量，作为天然气储运装备优质供应商，公司将直接受益。

2.战略转型升级提高盈利能力：智能制造的推进将有效提高生产效率，从而提高利润率；自动化物流系统市场空间广阔，将同时提高供应链效率和业绩增长空间。

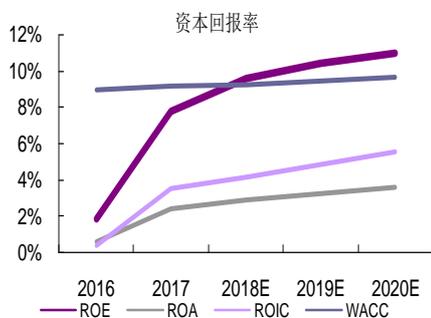
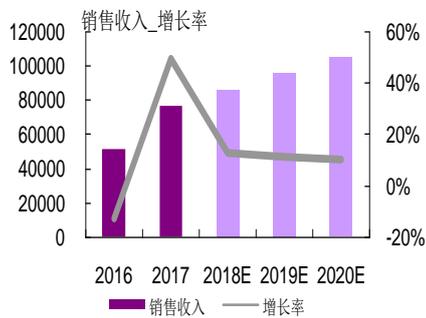
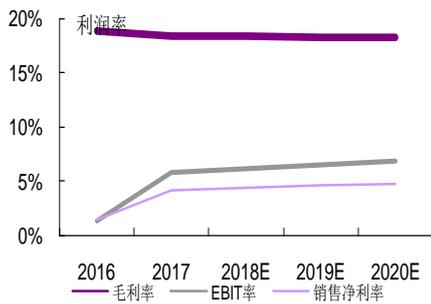
11、风险分析

1.全球经济贸易格局存在不确定性。主要经济体间经贸关系复杂，全球经济贸易复苏繁荣存在潜在风险，美国推行的贸易保护措施等逆全球化倾向，给全球贸易复苏带来更大的不确定性，给世界经济增长带来威胁。随着征税清单的公布和加征关税的实施，集团部分输美产品的市场需求可能会受到一定的负面影响，影响公司集装箱等业务的业绩增长。

2.国际油价形势不明朗，海洋工程业务复苏易受影响。国际油价上涨存在不确定性，下游油气开发公司增加资本支出信心或受影响，影响公司海工装备板块复苏。

3.相关政策推进不及预期。中国经济迈入新常态，政府全面深化供给侧改革，推动经济结构转型升级，对企业经营影响巨大的新的产业政策、税收政策、环境保护政策和土地政策等不断推出。集团的主要业务所在产业属于传统制造业，未来几年将面临一定的政策调整风险。如集装箱铁水联运政策、天然气相关政策推进不及预期，可能影响公司相关业务的发展。

4.公司转型升级不及预期。如技术突破、产线升级改造等方面的推进不及预期，可能影响集团战略发展目标。



	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	51,112	76,300	85,784	95,255	104,656
营业成本	41,482	62,293	70,073	77,883	85,519
折旧和摊销	2,192	2,343	3,313	3,595	3,805
营业税费	503	517	858	953	785
销售费用	2,157	2,927	3,260	3,429	3,768
管理费用	4,209	5,482	6,176	6,668	7,326
财务费用	719	1,446	1,302	1,477	1,507
公允价值变动损益	614	111	150	100	90
投资收益	234	510	500	500	450
营业利润	801	4,172	4,651	5,355	6,212
利润总额	1,702	4,409	5,411	6,205	7,062
少数股东损益	195	649	450	400	400
归属母公司净利润	540	2,509	3,338	3,943	4,543

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	124,615	130,604	132,107	134,854	137,705
流动资产	53,352	59,002	63,715	70,072	76,633
货币资金	6,326	5,596	7,292	8,097	8,896
交易型金融资产	141	195	220	320	410
应收账款	11,526	16,397	16,814	18,670	20,513
应收票据	1,536	1,377	1,716	1,905	2,093
其他应收款	9,348	8,260	8,964	9,954	10,937
存货	17,410	19,258	20,692	23,035	25,326
可供出售投资	443	442	440	420	420
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,162	2,398	2,448	2,498	2,548
固定资产	22,037	22,941	25,422	26,254	25,810
无形资产	4,655	4,711	4,479	4,255	4,052
总负债	85,480	87,367	85,888	85,238	84,231
无息负债	31,073	35,837	35,975	38,428	41,218
有息负债	54,407	51,530	49,913	46,810	43,013
股东权益	39,135	43,237	46,220	49,616	53,474
股本	2,979	2,983	2,985	2,985	2,985
公积金	6,406	7,491	7,489	7,489	7,489
未分配利润	17,495	19,734	22,267	25,263	28,721
少数股东权益	9,849	10,777	11,227	11,627	12,027

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,342	4,275	4,925	5,782	6,775
净利润	540	2,509	3,338	3,943	4,543
折旧摊销	2,192	2,343	3,313	3,595	3,805
净营运资金增加	3,617	3,161	3,672	3,739	3,630
其他	-4,007	-3,738	-5,398	-5,496	-5,204
投资活动产生现金流	-6,855	-1,580	495	550	415
净资本支出	-6,335	-720	-80	-55	-35
长期投资变化	2,162	2,398	-50	-50	-50
其他资产变化	-2,682	-3,258	625	655	500
融资活动现金流	7,511	-3,537	-3,724	-5,527	-6,390
股本变化	1	4	2	0	0
债务净变化	8,048	-2,878	-1,617	-3,103	-3,797
无息负债变化	6,164	4,765	137	2,453	2,790
净现金流	3,080	-896	1,695	805	799

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-12.91%	49.28%	12.43%	11.04%	9.87%
净利润增长率	-72.66%	364.97%	33.01%	18.15%	15.22%
EBITDA 增长率	-39.18%	135.88%	27.58%	14.06%	11.77%
EBIT 增长率	-76.84%	556.97%	20.24%	17.52%	15.20%
估值指标					
PE	61	13	10	8	7
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	35	15	12	10	9
EV/EBIT	150	23	19	16	13
EV/NOPLAT	347	32	27	23	19
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	18.84%	18.36%	18.31%	18.24%	18.29%
EBITDA 率	5.60%	8.85%	10.04%	10.32%	10.50%
EBIT 率	1.31%	5.78%	6.18%	6.54%	6.86%
税前净利润率	3.33%	5.78%	6.31%	6.51%	6.75%
税后净利润率 (归属母公司)	1.06%	3.29%	3.89%	4.14%	4.34%
ROA	0.59%	2.42%	2.87%	3.22%	3.59%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.84%	7.73%	9.54%	10.38%	10.96%
经营性 ROIC	0.33%	3.48%	4.06%	4.76%	5.49%
偿债能力					
流动比率	1.15	1.15	1.27	1.42	1.58
速动比率	0.78	0.77	0.86	0.95	1.06
归属母公司权益/有息债务	0.54	0.63	0.70	0.81	0.96
有形资产/有息债务	2.14	2.37	2.48	2.71	3.02
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.18	0.84	1.12	1.32	1.52
每股红利	0.06	0.27	0.32	0.36	0.41
每股经营现金流	0.78	1.43	1.65	1.94	2.27
每股自由现金流(FCFF)	-1.80	0.77	1.13	1.43	1.76
每股净资产	9.81	10.87	11.72	12.73	13.89
每股销售收入	17.12	25.56	28.74	31.91	35.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大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。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，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，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
张浩东		021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
吴冕		0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
吴琦		021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王婧		021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
陈潞		021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
王涵洲			18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	