

强烈推荐-A (维持)

中集集团 000039.SZ

当前股价: 15.61 元

2021年04月28日

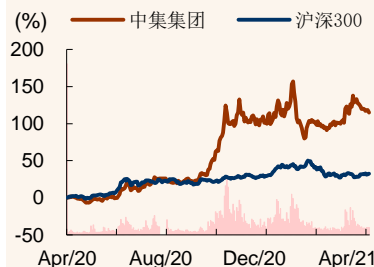
集装箱业务贡献业绩弹性, 看好下游集运复苏

基础数据

上证综指	3457
总股本(万股)	359501
已上市流通股(万股)	153427
总市值(亿元)	561
流通市值(亿元)	239
每股净资产(MRQ)	12.5
ROE(TTM)	16.6
资产负债率	63.7%
主要股东	香港中央结算(代理人)
主要股东持股比例	58.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	44	116
相对表现	8	35	83



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中集集团(000039)——战略再聚焦, 价值待重估》2021-01-28
- 2、《中集集团(000039)——下半年集装箱盈利拐点将现》2020-10-27

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

时文博

shiwenbo@cmschina.com.cn
S1090520070004

中集发布 2021 年一季报, 本季营业收入实现 288.6 亿元, 同比增加 82.1%, 实现归母净利润 15.1 亿元, 同比增加 335%。一季度销售毛利率为 15.6%, 去年同期为-4.3%, 同比增加 20pct, 环比也提高了 0.7pct, 盈利能力显著增强。看好后续公司集装箱业务产能的上升空间和海外需求的复苏。

1、集装箱行业强势反弹, 贡献主要增量, 后续季度仍有上升空间

集装箱行业自 2020 年下半年便迎来量价齐升的机遇, 主要受益于美元周期、航运周期和集装箱的更新周期。公司一季度干货集装箱销量 45.1 万 teu, 同比增加 174.04%, 冷藏箱销量 4.6 万 teu, 同比增加 82.1%, 一季度交付集装箱价格继续上涨至 3000 美元/TEU 左右, 2020 年初新造箱平均报价为 1656 美元/TEU, 年末提升至 2322 美元/20 英尺标箱, 预计二季度交付价格为 3500 美元/TEU。

集装箱当前行业月产能可达 50 万 teu, 中集月产能可达 22 万 teu, 而一季度春节放假 15 天, 因此我们预计二季度产量会更高。首先公司集装箱板块 20 多条生产线几乎都已满负荷运行, 二季度产量仍有上行空间; 其次去年二季度集装箱业务依然低迷, 单季度干货箱销量仅 19.4 万 teu, 较低的基数意味着今年二季度的增速将十分可观。根据 Intelligence 的复盘, 2015 年以来集装箱单箱收益便持续处于历史低点, 导致哪怕当前高运价水平也需要多达 60 周的时间来消化。目前中集多数产线排产都到了三季度, 订单充足, 预计后续季度的表现将更加亮眼。

2、其他业务均有修复, 海外需求显著复苏, 海工业务转型卓有成效

道路运输车辆方面, 公司海外市场半挂车销量反弹显著, 且北美的冷藏半挂车组装工厂顺利投产, 供需齐升。能源领域方面, 中集安瑞科一季度新签订单 39 亿元, 同比增长 39%, 手持订单 116 亿元, 同比增长 17%, 中集氢能能在 3 月与合斯康达成的合营协议, 将提供国产化的先进四型车载储氢瓶。海工领域公司新签订单 3.2 亿美元, 手持订单 10 亿美元, 且超过 82% 的订单为非油气订单, 显著提升了来福士的抗周期性。此外, 新创业务中的中集模块化建筑业务已经高效率承建了部分市政项目, 冷链物流业务中的中集冷云入选疫苗运输重点单位, 全国前置仓建仓面积达到 2.3 万平方米。

表: 主要财务指标预测

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	85815	94159	126530	135320	149202
同比增长	-8%	10%	34%	7%	10%
营业利润(百万元)	5839	7440	8438	10216	10989
同比增长	-10%	27%	13%	21%	8%
净利润(百万元)	1542	5350	5806	7015	7541
同比增长	-54%	247%	9%	21%	7%
每股收益(元)	0.43	1.49	1.62	1.95	2.10
P/E(倍)	31.7	9.2	8.4	7.0	6.5
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源: 公司数据、招商证券

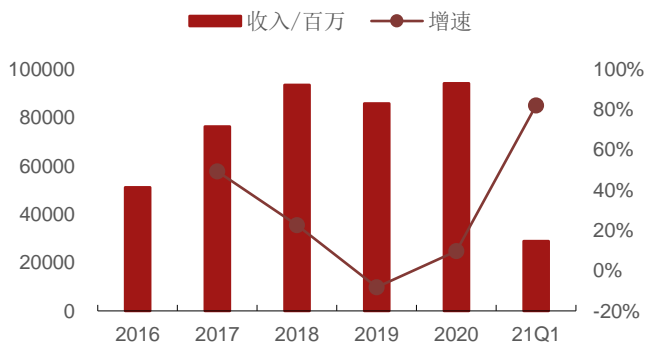
3、未来战略再聚集，多业务触底回升，受益于全球经济复苏。

公司长远规划清晰，产业布局颇有前瞻性，多业务协同得到体现。从最新的进展来看，集装箱方面增加了设备箱，引入了储能、发电功能。中集小飞鱼作为新业务，充分调动了公司的物流、仓储、运输、装备等多个板块协同，发力于百亿规模的蓝海市场。此外，公司一季度经营性现金流净流入达到 32.5 亿元，同比增加 324.8%，资金环境明显改善，新业务的拓展和产能投资具有坚实支撑。

综上所述，我们认为公司集装箱业务当前仍然火爆，未来两年集装箱航运业由于船舶交付少，处于景气周期，车辆、能源、物流、模块化建筑等领域也都蕴含海外需求复苏的增长点，海工业务呈现进一步止亏趋势，未来仍有重组的预期。2021 年的复苏，将是海外、消费、工业、航运等诸多领域的共同复苏，看好中集作为综合性装备供应商的协同性和全球经济复苏。我们预计 21/22/23 净利润增速分别为 9%/21%/7%，2021 年动态 PE 为 8.4 倍，是今年市场中难得的确定性高、估值低的品种，继续维持强烈推荐。

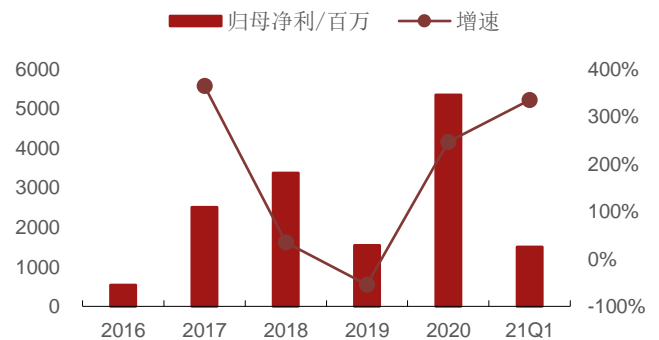
4、风险提示：衍生品投资减值风险、海外需求恢复不及预期

图 1：中集集团收入情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：中集集团归母净利情况



资料来源：公司公告、招商证券

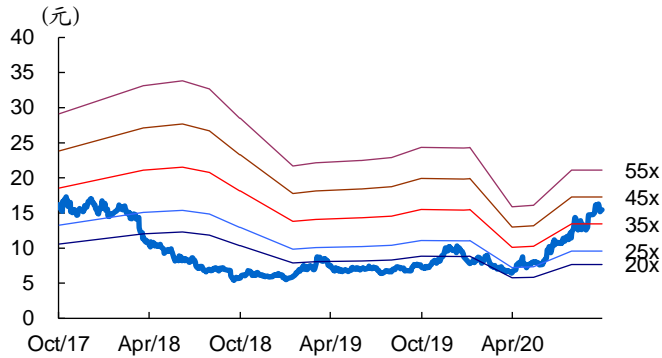
表 1：中集集团季度财务情况

(百万元)	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
营业收入	23618	18943	24155	15852	23580	24160	30567	28864
营业成本	20422	16269	20139	14181	20185	20537	25812	24355
营业费用	514	529	815	443	489	507	551	484
管理费用	1151	1076	1939	1017	1063	1121	1695	1078
研发费用	333	362	538	241	348	425	595	392
财务费用	422	282	433	359	315	592	830	281
投资收益	21	7	231	57	61	397	4786	432
营业利润	870	209	4111	-609	1198	1623	5228	2326
归母净利润	274	-44	906	-641	459	880	4652	1507
EPS (元)	0.08	-0.01	0.25	-0.18	0.13	0.24	1.29	0.42
主要比率								
毛利率	13.53%	14.11%	16.63%	10.54%	14.40%	15.00%	15.56%	15.62%
营业费用率	2.18%	2.79%	3.38%	2.79%	2.07%	2.10%	1.80%	1.68%
管理费用率	4.87%	5.68%	8.03%	6.41%	4.51%	4.64%	5.55%	3.73%
研发费用率	1.41%	1.91%	2.23%	1.52%	1.48%	1.76%	1.95%	1.36%
财务费用率	1.79%	1.49%	1.79%	2.26%	1.34%	2.45%	2.72%	0.97%

营业利润率	3.68%	1.10%	17.02%	-3.84%	5.08%	6.72%	17.10%	8.06%
有效税率	38.05%	67.52%	64.27%	-18.32%	24.03%	25.18%	9.35%	25.19%
净利率	1.16%	-0.23%	3.75%	-4.05%	1.95%	3.64%	15.22%	5.22%
YoY								
收入	-2.83%	-18.86%	-9.16%	-17.00%	-0.16%	27.54%	26.55%	82.08%
归母净利润	-47%	-103%	-15%	-258%	67%	2124%	414%	335%

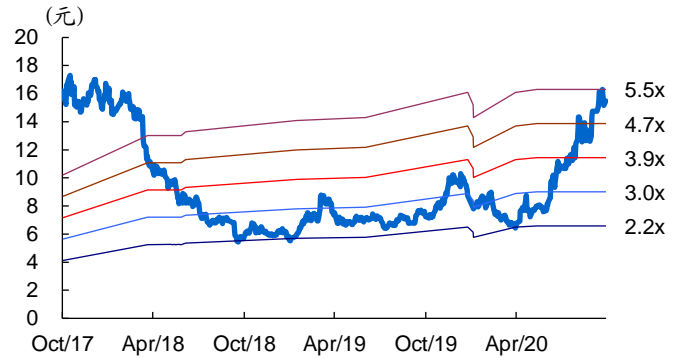
资料来源: wind、招商证券

图 3: 伊之密历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 伊之密历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	90023	67142	96002	101647	113153
现金	9715	12181	9545	9656	11587
交易性投资	516	966	966	966	966
应收票据	637	362	486	520	574
应收款项	18395	18636	23764	25415	28022
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	41302	15472	35138	37219	41248
其他	19458	19524	26102	27870	30755
非流动资产	82084	79070	75800	72796	70033
长期股权投资	5364	9099	9099	9099	9099
固定资产	37835	35284	32832	30551	28430
无形资产	7434	7050	6345	5711	5140
其他	31452	27636	27525	27435	27364
资产总计	172108	146212	171802	174443	183185
流动负债	70551	60895	80661	76168	77290
短期借款	17557	8417	34893	28397	25640
应付账款	15326	17277	22519	23852	26434
预收账款	9042	6106	7958	8430	9342
其他	28626	29096	15291	15489	15873
长期负债	46518	31463	31463	31463	31463
长期借款	30918	19562	19562	19562	19562
其他	15600	11900	11900	11900	11900
负债合计	117070	92358	112124	107631	108752
股本	3585	3595	3595	3595	3595
资本公积金	8889	9771	9771	9771	9771
留存收益	26781	30651	35451	41347	47637
少数股东权益	15784	9836	10861	12099	13430
归属于母公司所有者权益	39254	44018	48817	54713	61003
负债及权益合计	172108	146212	171802	174443	183185

现金流量表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3539	12810	(13072)	8264	6724
净利润	1542	5350	5806	7015	7541
折旧摊销	2633	3228	3328	3060	2817
财务费用	1833	2161	2038	2125	2373
投资收益	(327)	(5301)	(1612)	(1612)	(1612)
营运资金变动	(4702)	6438	(24897)	(3738)	(6058)
其它	2560	935	2266	1413	1664
投资活动现金流	(9084)	(3539)	1588	1588	1588
资本支出	(6566)	(3319)	(24)	(24)	(24)
其他投资	(2518)	(220)	1612	1612	1612
筹资活动现金流	3614	(6540)	8847	(9740)	(6381)
借款变动	(752)	(1654)	11891	(6496)	(2757)
普通股增加	600	11	0	0	0
资本公积增加	753	882	0	0	0
股利分配	(1642)	(430)	(1007)	(1119)	(1251)
其他	4655	(5348)	(2038)	(2125)	(2373)
现金净增加额	(1932)	2732	(2637)	111	1931

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	85815	94159	126530	135320	149202
营业成本	73356	80715	105205	111435	123497
营业税金及附加	707	709	953	1019	1123
营业费用	2297	1990	2657	2842	3133
管理费用	5204	4896	6326	6766	7460
研发费用	1437	1609	2024	2030	2238
财务费用	1276	2097	2038	2125	2373
资产减值损失	(5746)	(977)	(500)	(500)	0
公允价值变动收益	(157)	145	(100)	(100)	(100)
其他收益	893	712	712	712	712
投资收益	9310	5416	1000	1000	1000
营业利润	5839	7440	8438	10216	10989
营业外收入	199	249	249	249	249
营业外支出	423	398	398	398	398
利润总额	5614	7290	8289	10067	10839
所得税	3104	1279	1458	1813	1968
少数股东损益	968	662	1025	1238	1331
归属于母公司净利润	1542	5350	5806	7015	7541

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	-8%	10%	34%	7%	10%
营业利润	-10%	27%	13%	21%	8%
净利润	-54%	247%	9%	21%	7%
获利能力					
毛利率	14.5%	14.3%	16.9%	17.7%	17.2%
净利率	1.8%	5.7%	4.6%	5.2%	5.1%
ROE	3.9%	12.2%	11.9%	12.8%	12.4%
ROIC	11.6%	3.1%	7.3%	8.6%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	68.0%	63.2%	65.3%	61.7%	59.4%
净负债比率	33.8%	29.1%	31.7%	27.5%	24.7%
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	2.1	2.8	4.2	3.1	3.1
应收帐款周转率	4.5	5.0	5.9	5.4	5.5
应付帐款周转率	4.8	5.0	5.3	4.8	4.9
每股资料 (元)					
EPS	0.43	1.49	1.62	1.95	2.10
每股经营现金	0.99	3.56	-3.64	2.30	1.87
每股净资产	10.95	12.24	13.58	15.22	16.97
每股股利	0.12	0.28	0.31	0.35	0.35
估值比率					
PE	31.7	9.2	8.4	7.0	6.5
PB	1.245	1.114	1.004	0.9	0.804
EV/EBITDA	14.0	10.6	9.4	8.4	8.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队： 7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。