

中集集团 (000039.SZ)

买入

2023年业绩预告点评：集装箱业务下半年企稳回升，海工业在手订单饱满

核心观点

2023年预计归母净利润同比下滑92%-88%。公司预计2023年归母净利润2.50-3.75亿元，同比下滑92%-88%。主要系：1)受全球经济及贸易增长动能减弱/地缘局势动荡等因素影响，海运集装箱需求减弱，但23Q4公司集装箱制造业务需求同比企稳回升，海运标准干箱产销量同比大幅增长；2)去年美元指数持续走高，外汇套保损益及汇兑收益累计损失达8.18亿元。

公司是全球领先的物流及能源行业设备及解决方案供应商，在集装箱、半挂车、空港登机桥设备连续超过10年保持全球第一，LNG设备、海工设备、氢能装备保持国内领先。1)在物流领域，坚持以集装箱制造业务为核心，经营主体中集集装箱（持股100%），2022年收入占比32.30%；以道路运输车辆业务为延伸，经营主体中集车辆（持股56.78%），2022年收入占比16.69%；以物流服务业务为依托，经营主体中集世联达（持股62.70%），2022年收入占比20.73%。2)在能源领域，一方面以陆地能源为基础，开展能源、化工及液态食品装备业务，经营主体中集安瑞科（持股67.60%），2022年收入占比15.01%；另一方面以海洋能源为抓手，开展海洋工程业务，海洋科技集团（持股83.30%）2022年收入占比4.08%。短期看公司集装箱业务和海工业是核心增长点。

集装箱：库存见底企稳，2024年-2025年有望修复至正常水平。公司集装箱制造业务全球份额常年在40%以上，产量跟随行业周期波动，一般4-5年一轮周期。2020年-2022年行业产量分别约310/710/380万TEU，而2023年上半年受2021年极端需求规模影响，新箱需求低迷，行业产量约85万TEU，为近10年来最低水平，已至周期底部，2024年行业需求有望向常态方向恢复。单季度看，公司23年新箱销量呈现稳步复苏趋势，23Q3标准干货集装箱21.3万TEU，对比23Q1/Q2分别增长159%/18%。

海洋工程：下游景气向好，公司在手订单饱满。近两年全球海工市场迎来油气及清洁能源的景气周期上行。从新接订单来看，公司2021/2022/2023Q1-Q3新签订单为14.5/25.6/14.7亿美元，截至2023年Q3公司累计在手订单52亿美元，同比增长38%。公司未来3年有望保持快速增长。

盈利预测与估值：我们预计中集集团2023年-2025年归母净利润分别为2.94/25.15/35.75亿元，对应PE 150/18/12x，一年期合理估值为9.32-9.79元（对应2024年PE 20-21x），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游需求恢复不及预期；宏观经济波动；原油价格波动。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	163,696	141,537	131,766	152,306	168,107
(+/-%)	73.9%	-13.5%	-6.9%	15.6%	10.4%
净利润(百万元)	6665	3219	294	2515	3575
(+/-%)	24.6%	-51.7%	-90.9%	756.7%	42.1%
每股收益(元)	1.85	0.60	0.05	0.47	0.66
EBIT Margin	11.0%	6.5%	4.4%	5.6%	6.4%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	6.6%	0.6%	5.1%	7.4%
市盈率 (PE)	4.4	13.7	149.9	17.5	12.3
EV/EBITDA	6.1	10.5	14.6	11.1	9.6
市净率 (PB)	0.65	0.91	0.90	0.90	0.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：王鼎

0755-81981000

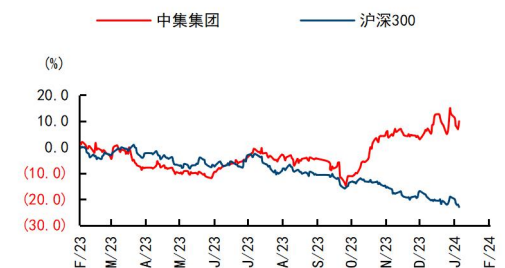
wangding1@guosen.com.cn

S0980520110003

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	9.32 - 9.79元
收盘价	8.16元
总市值/流通市值	44003/43993百万元
52周最高价/最低价	8.65/6.31元
近3个月日均成交额	181.85百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

图1: 中集集团 2023Q3 营收同比-12.84%



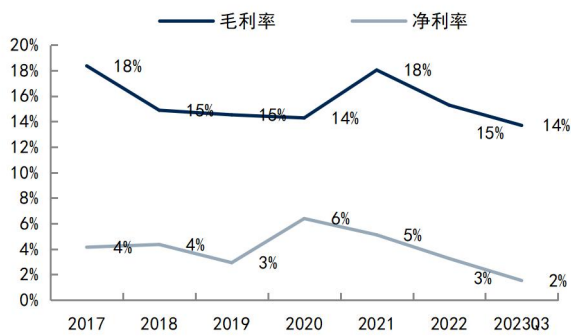
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中集集团 2023Q3 归母净利润同比-84.10%



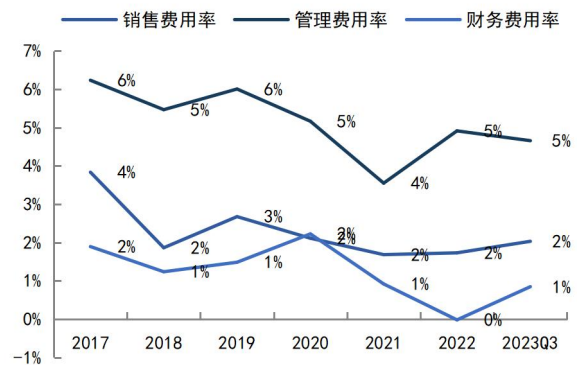
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中集集团 2023Q3 盈利能力略有下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 中集集团 2023Q3 期间费用率稳定



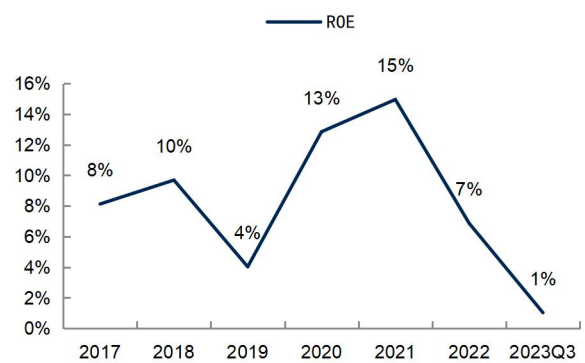
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中集集团 2023Q3 研发费用维持高位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中集集团 2023Q3 ROE 有所下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

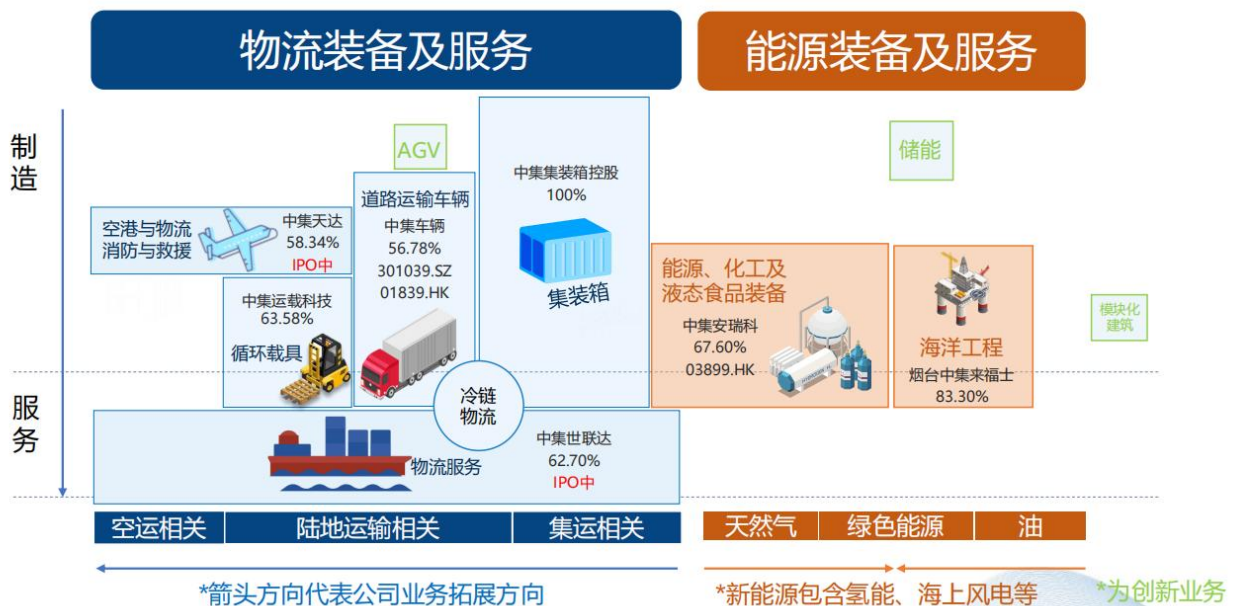
全球领先的物流及能源行业设备及解决方案供应商

以集装箱业务为核心，产业集群主要涵盖物流领域及能源行业领域

中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司（简称：中集集团），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。公司致力于在如下主要业务领域：集装箱、道路运输车辆、能源化工及食品装备、海洋工程、重型卡车、物流服务、空港设备等，提供高品质与可信赖的装备和服务。作为一家为全球市场服务的多元化跨国产业集团，中集在亚洲、北美、欧洲、澳洲等地区拥有 300 余家成员企业及 3 家上市公司，客户和销售网络分布在全球 100 多个国家和地区。2022 年，公司实现销售收入约 1415 亿元，净利润约 46 亿元。

中集集团通过业务拓展及技术开发，已形成一个专注于物流及能源行业的关键装备及解决方案的产业集群。

图7：中集集团主要业务布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（截止于 2023 年 6 月末）

一、物流装备及服务领域

(1) **集团依然坚持以集装箱制造业务为核心**：2022 年营收约 457 亿元，同比 -30.71%，占比约 32%，毛利润约 108 亿元，占比约 50%。该业务的主要经营主体为中集集团集装箱控股有限公司，集团持股 100%，产量全球第一，市场份额常年保持在 40%以上，2023 年上半年提升至 50%左右。

2024 年行业有望见底回升：2023 上半年，全球集装箱行业产量约为 85.3 万 TEU，为近 10 年来的最低水平。回顾历史数据，剔除 2021 年极端值，前 10 年行业集装箱年产量均值约 320 万 TEU。当下行业销售规模处于底部区域。

同时，上半年新箱需求整体低迷，但二季度明显回暖。上半年本集团集装箱干箱销量约 26.31 万 TEU，其中二季度新箱销量明显回暖，达 18 万 TEU，超出一季度 1 倍以上。另从行业工厂库存来看，新箱库存逐季减少，二季度末显示新箱库存约为 90 万 TEU。未来随着存量集装箱消化，集装箱制造业务有望向常态化方向修复。

(2) **道路运输车辆**：2022 年营收约 236 亿元，同比-14.57%，占比约 17%，毛利润约 31 亿元，占比约 15%。经营主体为中集车辆，集团持股约 56.78%，是全球领先的半挂车和专用车高端制造企业，主营业务包括在全球四大市场开展七大类半挂车产品业务，在中国开展专用车上装产品业务，轻型厢式车厢体的生产和整车销售。2022 年，基于跨洋经营的优势，中集车辆海外市场表现强劲，国内市场受商用车市场低迷影响收入有所下滑，但整体表现稳健。未来随着商用车新能源化的趋势显现，中集车辆将加大新能源产品的研发力度，继续深化新零售变革，推动高质量发展。

(3) **空港与物流装备、消防与救援设备**：2022 年营收约 67 亿元，同比-2.49%，占比约 5%，毛利润约 14 亿元，占比约 7%。经营主体为中集天达，集团持股约 58.33%。受益于航空业及消防救援业持续朝“智慧机场”、“智慧消防”发展，相关设备已进入新一轮的智能化及电动化升级竞赛中，中集天达研发的全球首创无人驾驶登机桥已成功落户阿姆斯特丹史基浦机场及成都天府机场，展示出中集天达的智能技术产品在业内的领先水平。年内，中集天达克服航空通行政策影响、积极开拓市场，在手订单实现稳定增长。

(4) **物流服务**：2022 年营收约 293 亿元，同比-0.42%，占比约 21%，毛利润约 16 亿元，占比约 7%。经营主体为中集世联达，集团持股约 62.70%，致力于成为中国“装备+科技”为核心的多式联运领军者。2022 年，中集世联达荣获中国国际货运代理协会正式发布的货代物流企业百强综合排名第 6 名，海陆空 50 强榜单海运业务第 3 名、陆运业务第 4 名，中集世联达在行业内的实力和知名度持续提升。同时，中集世联达持续加强科技投入，“集装箱智能化管理案例”入选“2022 港航物流业 TOP30 创新案例”。

(5) **循环载具**：2022 年营收约 48 亿元，同比-19.40%，占比约 3%，毛利润约 8 亿元，占比约 4%。经营主体为中集运载科技，集团持股约 63.58%，专注于为客户提供循环包装的综合解决方案，助力碳中和，主要为汽车、新能源动力电池、光伏、家电、生鲜农产品、橡胶和大宗商品等行业客户提供专业的循环载具研发制造、共享运营服务及综合解决方案等服务。

二、能源装备及服务领域

(1) **能源、化工及液态食品装备**：2022 年营收约 213 亿元，同比 8.82%，占比约 15%，毛利润约 36 亿元，占比约 17%。经营主体为中集安瑞科，集团持股约 67.59%，主要从事广泛用于能源、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、销售及运作，并提供有关技术保养服务。

(2) **海洋工程**：2022 年营收约 58 亿元，同比 6.07%，占比约 4%，毛利润约 4 亿元，占比约 2%。经营主体为烟台中集来福士海洋科技集团有限公司，集团持股约 83.30%，集设计、采购、生产、建造、调试、运营一体化运作模式，提供批量化、产业化总包建造高端海洋工程装备及其它特殊用途船舶的服务，是中国领先的高端海洋工程装备总包建造商之一，积极参与全球海工装备市场竞争，主要业务包括以 FPSO 为主的油气装备制造，以海上风电安装船、升压站等为主的海上风电装备建造及风场运维，以及以滚装船为例的其他特种船舶制造等。

2023 年前三季度，全球船舶和海工市场环境持续向好：船舶订单量同比去年大幅增长，船厂面临产能限制，干坞资源出现了瓶颈；国际油价处于高位水平，对油气生产平台仍存在促进作用，持续增长的海洋作业活动推动海工装备利用率和租金连续走高，海工装备市场继续恢复向好。从订单来看，截至 9 月底已生效/中标订单 14.7 亿美元，同比下降 36%，主要是订单时间节点靠后所致；累计持有在手订单价值 52 亿美元，对比去年同期 37.7 亿美金实现 38% 的增长。其中油气与非油气业务占比约为 4: 6，有效平抑油气周期波动，战略转型成功。

历史沿革

中集集团于 1980 年 1 月创立于深圳，由招商局与丹麦宝隆洋行合资成立，初期由宝隆洋行派员管理。1994 年公司在深圳证券交易所上市，2012 年 12 月在香港联交所上市，目前是 A+H 股公众上市公司，主要股东为深圳市资本运营集团、招商局集团等。诞生时即深深植入的国际化基因，出类拔萃的公司治理结构，长期以来对于技术创新和管理效率的不懈追求，使得中集快速成长为在全球多个行业具有领先地位的企业。

表1: 中集集团重大事件简览

年份	类别	重大事件内容
1982 年	投产	“中国国际海运集装箱股份有限公司”（简称中集公司）正式投产。公司由招商局轮船股份有限公司与丹麦宝隆洋行合资经营，引进丹麦技术生产 20 英尺国际标准集装箱。
1993 年	收购	中集收购大连货柜工业有限公司，占股 51.18%。
1994 年	上市	中集股票在深圳证券交易所上市交易。
2001 年	战略	中集明确了“为现代化交通运输提供装备和服务”的使命。
2007 年	收购	中集集团收购荷兰博格工业公司和安瑞科能源装备控股有限公司。
2008 年	收购	中集集团收购烟台来福士公司
2009 年	激励	中集集团重启股权激励计划。
2011 年	组织	中集集团正式发文筹建干货箱产业板块，集团初步建立分层管理的组织架构。
2012 年	上市	中集集团 H 股在香港联合交易所挂牌上市。
2018 年	组织	中集天达控股在港交所挂牌上市。
2019 年	组织	中集车辆在港交所挂牌上市。
2020 年	组织	深圳资本集团将成为中集第一大股东。深圳资本集团及其指定的全资子公司将收购受让中远集装箱工业有限公司等四个股东持有的公司部分或全部股份。
2021 年	组织	中集车辆在深交所挂牌上市。
2022 年	组织	中集集团拟筹划控股子公司中集世联达分拆上市。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: 全球市场领导者



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9: 区域市场领导者

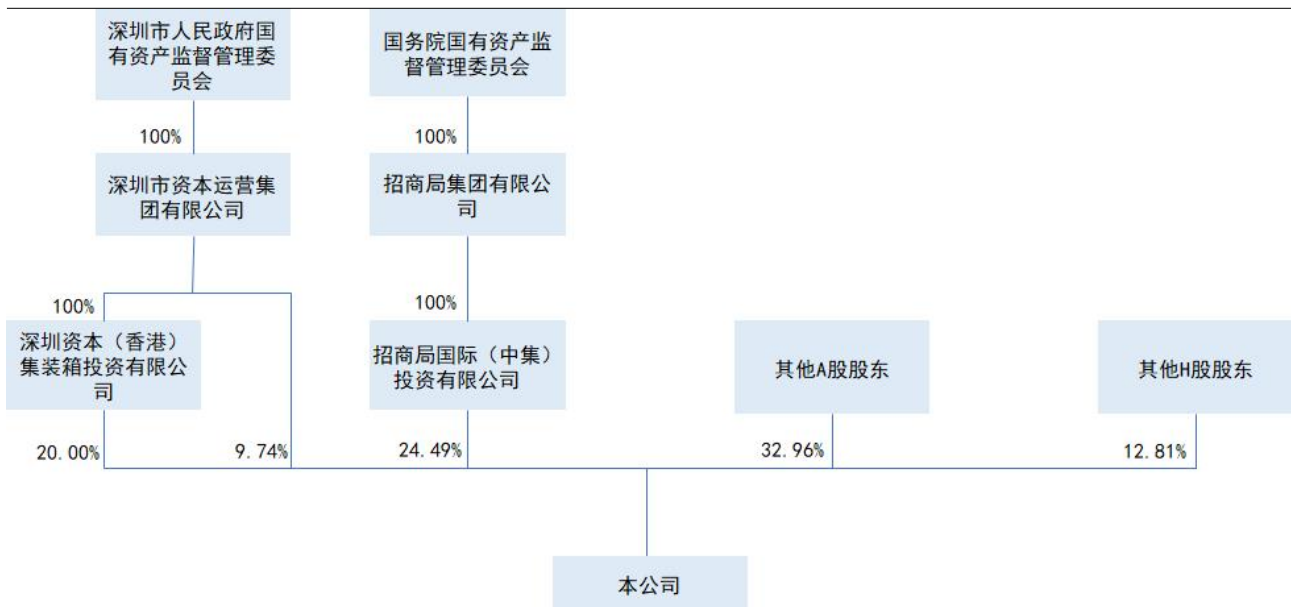


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构

截止 2023 年 6 月 30 日，公司无控股股东或实际控制人，主要股东为深圳资本集团及招商局集团。深圳资本集团是深圳市属唯一的国有资本运营公司，深圳资本集团及其全资子公司深圳资本（香港）共持有本公司已发行股份的 29.74%，为公司第一大股东，同期招商局集团通过其子公司招商局国际（中集）投资有限公司持有本公司已发行股份的 24.49%，为本公司第二大股东。除上述两者以外，无其他法人或个人持有本公司 10%或以上股份。股权结构长期保持稳定。

图10: 中集集团股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（截止于 2023 年 6 月 30 日；备注：省略中间部分持股公司）

全球营运平台，收入结构稳健

公司持续巩固全球化布局战略，目前研发中心及制造基地分布在全球近 20 多个国家和地区，海外实体企业超过 30 家，以欧洲、美洲及东南亚地区为主。得益于不断夯实的全球营运平台基础，公司能够平抑单一地区的风险波动，实现稳健有质发展。一方面，公司立足国内大循环，积极拓展国内市场的产业布局；另一方面，通过海外当地制造，抓住全球物流、能源领域更迭升级的市场空间，以内需、外需双重并举的经营策略打造本集团发展的双引擎。

2023年上半年，公司营业收入约606亿元，在周期下行阶段创历史第三高，其中国内营业收入占比约51.61%，国外营业收入占比约48.39%，与去年同期相比基本持平，维持较好的市场格局。

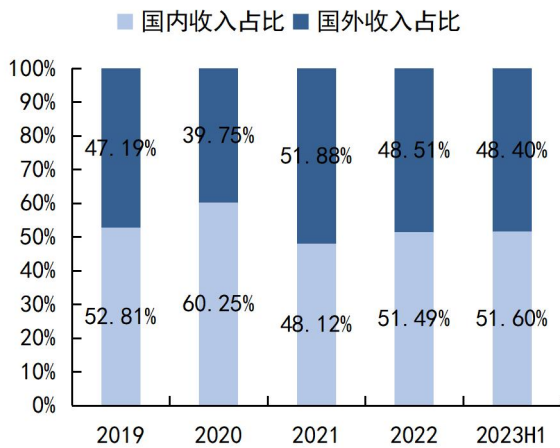
图11: 公司打造全球营运平台

常年保持国内、国外收入占比50%: 50%，欧美、除中国外的亚洲其他国家为主要市场



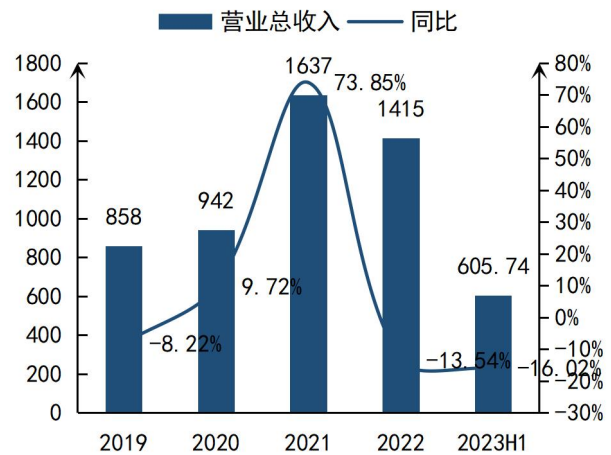
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 公司收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 公司历年收入（亿元）



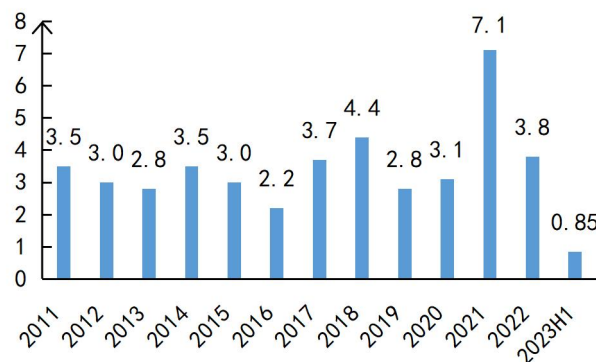
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

集装箱业务或持续回暖

根据尚普咨询数据，2023年全球海运集装箱市场规模预计将达到250亿美元，同比增长4.3%。在类型结构上，海运集装箱分为干货集装箱、冷藏集装箱、罐装箱。干货集装箱用于运输一般货物，如服装、家具、电子产品等，市场份额在70%以上；冷藏集装箱用于运输需要温控的货物，如食品、药品、化学品等，市场份额在15%左右；罐式集装箱用于运输液体或气体状的货物，如石油、天然气、液化气等，市场份额在10%左右。

集装箱业务周期性明显，2023 年上半年或为低谷。分析前 10 年行业集装箱年产量数据，剔除 2021 年极端值，前 10 年行业集装箱年产量均值约 320 万 TEU，同时呈现出 2-3 年上升、2-3 年下降的波动周期，周期性明显。集装箱业务的下游产业为航运业，客户涵盖全球主要的航运公司和租箱公司，用箱需求随着全球经济周期而波动。2023 上半年，全球集装箱行业产量约为 85.3 万 TEU，为近 10 年来的最低水平，参照美联储降息节奏、过往行业周期期限和产量均值，2023 年或为本轮周期低谷。

图1：全球集装箱行业历年产量（单位：百万 TEU）



资料来源：Drewry，国信证券经济研究所整理

2002 年及以后市场份额基本稳定在 50%以上。公司现有 11 个生产基地、200 万 TEU 年产能。自 1996 年以来，中集的集装箱产销量一直保持世界领先地位，2007 年中集成为全球集装箱行业首家年产量突破 200 万 TEU 的企业。未来公司将凭借卓越的技术和持续创新，致力于推动集装箱产品向“安全、绿色、智能、环保”的方向发展，带动产业升级。

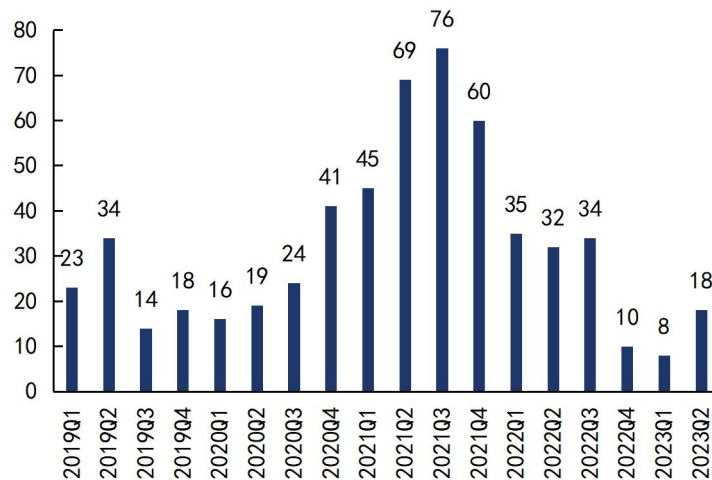
表2：中集集团集装箱业务概况

重点业务板块	介绍
干货箱业务	1982 年，中集首台 20' 干货集装箱于深圳蛇口的集装箱工厂正式下线；1996 年，中集的集装箱产量成为全球第一；2002 年及以后市场份额基本稳定在 50%以上。现有 11 个生产基地、200 万 TEU 年产能。
冷藏箱业务	1996 年工厂投产进入行业；2001 年以后产量成为全球第一；2004 年开始中集市场份额一直保持在 55%以上。现有 2 个生产基地、9 万台年产能；竞争力较强。
特箱业务	1997 年中集开始生产折叠箱，随着南通特箱、新会特箱相继成立；标志着中集特箱规模化生产。现有 4 个生产基地、超过 50 个品类。大部分产品均全球占有率第一。
模块化建筑	2004 年，中集成功将标准化的理念延伸至建筑领域，催生具有革命性意义的建筑形态—模块化建筑。
集成装备	中集成功将标准化的理念延伸至能源领域等，目前能源类集成装备业务主要聚焦在新能源变电装备、发电装备等四个方面，此外包括环保类集成装备业务，同时集装箱板块计划进入村镇生活污水处理、河道截污处理、分散式供水系统等 6 个细分市场。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司集装箱业务有望持续回暖：公司 2023 年 Q3 单季度实现营收 345.50 亿元，同比下降 6.64%，Q3 营收增速环比改善，主要系公司新箱销量呈现稳步复苏趋势，标准干货集装箱第三季度累计销量约 21.3 万 TEU，对比第一季度、第二季度分别增长 159%及 18%；冷藏箱第三季度累计销量约 2.87 万 TEU，对比第一季度增长 138%，相对第二季度下滑 27%。行业呈现稳步复苏态势。

同时，世贸组织最新预测显示 2023 年全球商品贸易增长率为 0.8%，但仍期望 2024 年有更强劲的贸易增长，预计增速将达 3.3%，集装箱制造业有望在 2024 年向常态方向恢复。

图2：中集集团季度干箱销量（单位：万 TEU）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

海工业务保持高增速

公司为全球高端海工装备主流供应商。公司始终站在国际海洋工程市场中参与全球竞争。目前公司交付的半潜式钻井平台已服务于北海、南海、墨西哥湾、巴西海域等全球主流海洋油气产区。公司拥有瑞典、上海和烟台三个研发中心和烟台、海阳、龙口三个建造基地，主要产品是深水半潜式平台、自升式平台和其它高端海工特种船舶，已形成深水半潜式平台和自升式平台批量化设计建造能力和业绩，拥有多型深水半潜式平台和自升式平台自主设计，2014年9月入选中国工信部首批船企“白名单”，是中国深水平台设计建造中心。

（1）半潜式平台设计建造：拥有独创的深水半潜式平台建造模式，已交付9座深水半潜式平台在挪威北海、巴西、西非和南海作业，其中3座在挪威北海作业的平台，7次被挪威国家石油公司评为“最佳平台”；4座在巴西深海作业，其中两座由工银租赁以融资租赁方式购买后租给巴西国家石油公司作业，两座完全自主设计的起重生活平台2014年有效作业率达到96%，已交付的深水半潜式钻井平台占中国78%市场份额。正在建造5座深水半潜钻井平台，占全球23%市场份额。其中3座GM4-D是全球少数、中国唯一可以在北极圈内作业的半潜式钻井平台，2座D90是全球作业水深和钻井深度最深的半潜式钻井平台。

（2）自升式平台设计建造：已交付11座自升式平台，其中Super M2 8座，分布在波斯湾、里海和渤海作业，自主设计的自升式气体压缩平台TAISUN 200B于2015年8月28日交付，平台获得墨西哥国家石油公司8年租约。

（3）平台维修改造业务：为中石化、中石油改造过多座自升式平台，拥有将半潜式钻井平台改造成生活平台的项目经验，以及严酷环境大型半潜式钻井平台维修改造经验。

图14: 海工工程业务主要产品



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

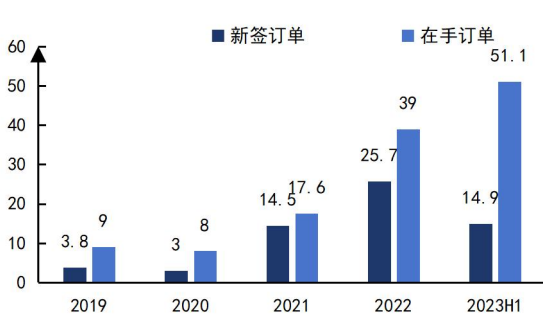
全球海工市场保持高景气度。2023 年前三季度, 全球船舶和海工市场环境持续向好: 船舶订单量同比去年大幅增长, 船厂面临产能限制, 干坞资源出现了瓶颈; 国际油价处于高位水平, 对油气生产平台仍存在促进作用, 持续增长海洋作业活动推动海工装备利用率和租金连续走高, 海工装备市场继续恢复向好。

根据 Clarkson, 2023 上半年海上油气市场整体持续走强, 海上油气项目资本支出达 680 亿美元, 同比增长 57%。巴西、圭亚那和西非对战略天然气项目和 FPSO 开发油田的投资强劲; 预计 2023 年全年将签订 13 份 FPSO 合同, 创 11 年来新高。

公司在手订单饱满。截至 9 月底公司累计持有在手订单价值 52 亿美元, 对比去年同期 37.7 亿美金实现 38% 的增长。其中油气与非油气业务占比约为 4: 6, 有效平抑油气周期波动, 战略转型成功。

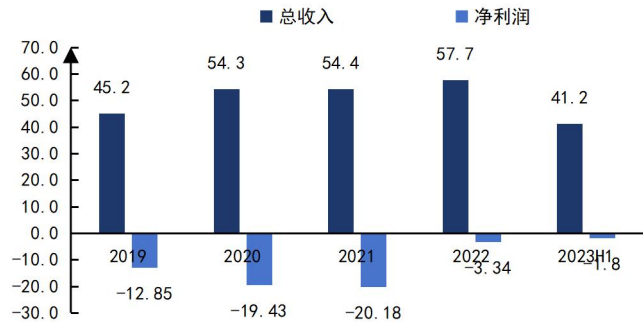
公司海工业务收入有望持续保持高增长:2023 年前三季度, 随着海工新接订单陆续进入建造期, 公司海洋工程业务的营业收入约 67 亿元, 同比增长 70.49%; 前三季度同比减亏 60.59%, 第三季度环比减亏 29.71%。其中, 烟台中集来福士海洋科技集团有限公司已于本年第二季度及第三季度实现盈利。

图3: 公司历年在手订单及新签订单规模 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司海洋工程板块近年业绩情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

集装箱业务：2023 年需求量下滑主要受疫情期间极端销量影响，参照美联储降息节奏、过往行业周期期限和产量均值，2023 年或为本轮周期低谷。同时，世贸组织最新预测显示 2023 年全球商品贸易增长率为 0.8%，但仍期望 2024 年有更强劲的贸易增长，预计增速将达 3.3%，集装箱制造业有望在 2024 年向常态方向恢复。所以我们预计 2024 年行业需求规模恢复到正常水平的七成到八成，2025 年恢复到正常水平。剔除 2021 年极端值，前 10 年行业集装箱年产量均值约 320 万 TEU，我们保守预计 2023 年-2025 年行业需求规模分别为 180/300/400 万 TEU，假设公司市占率稳定，预计集装箱业务收入分别为 310.83/419.63/482.57 亿元，同比增长-32.00%/35.00%/15.00%，毛利率保持稳定，分别为 16.10%/17.10%/17.60%。

海洋工程服务：海工业务之前持续亏损，但近两年受益于深海石油勘探技术不断提升，以及投资规模的回升，累计在手订单相对饱满。按照订单排产情况来看，我们预计该业务板块 2023 年-2025 年的营收分别为 98.10/142.25/184.92 亿元，同比增长 70.00%/45.00%/30.00%。同时，鉴于该板块 2023 年二季度盈利已经转正，同时行业景气度向好，盈利能力有望持续提升，我们预计 2023 年-2025 年毛利率分别为 4.90%/6.90%/8.90%。

道路运输车辆业务：运营主体是中集车辆，为 A+H 上市子公司，是全球排名第一的半挂车制造企业，该领域的全球市占率大概 10%。中集车辆战略长远，除在中国以外，也在北美和欧洲当地建厂。2023 年得益于海外业务，尤其是北美业务，中集车辆业绩亮眼，实现大幅的增长。我们预计该板块业务 2023 年-2025 年收入约 278.72/306.60/337.26 亿元，同比增长 18.00%/10.00%/10.00%，毛利率分别为 19.30%/18.30%/17.30%。

能源化工设备业务：主要的运营主体是中集安瑞科，为港股上市公司，有三个分部，即清洁能源、化工罐箱及液态食品装备。2023 年清洁能源分部业绩同比增长幅度较大，LNG 终端装备销量受益于 LNG 价格下跌亦实现较大幅度增长，而化工罐箱分部业务与经济周期的相关性较高，业绩承压。整体来看，中集安瑞科运营稳健。我们预计该板块业务 2023 年-2025 年收入约 240.13/264.14/285.27 亿元，同比增长 13.00%/10.00%/8.00%，毛利率分别为 16.00%/16.00%/16.00%。

物流服务：2022 年营收约 293 亿元，同比-0.42%，占比约 21%，毛利润约 16 亿元，占比约 7%。经营主体为中集世联达，集团持股约 62.70%，致力于成为中国“装备+科技”为核心的多式联运领军者。2023 年上半年，我国经济持续恢复，带动国内物流需求回暖，海外整体物流呈现疲软态势，全球集运、空运运量及运价于期内走低，但“一带一路”跨境铁路呈现增长态势。我们预计该板块业务 2023 年-2025 年收入约 205.42/205.42/205.42 亿元，同比增长-30.00%/0.00%/0.00%，毛利率分别为 5.40%/5.40%/5.40%。

空港与物流装备、消防与救援设备：2022 年营收约 67 亿元，同比-2.49%，占比约 5%，毛利润约 14 亿元，占比约 7%。经营主体为中集天达，集团持股约 58.33%。年内，中集天达克服航空通行政策影响、积极开拓市场，在手订单实现稳定增长。我们预计该板块业务 2023 年-2025 年收入约 60.05/60.05/60.05 亿元，同比增长-10.00%/0.00%/0.00%，毛利率分别为 21.60%/21.60%/21.60%。

循环载具：2022 年营收约 48 亿元，同比-19.40%，占比约 3%，毛利润约 8 亿元，占比约 4%。经营主体为中集运载科技，集团持股约 63.58%，2023 年前三季度，本集团循环载具业务仍面临一定压力，主要原因是受橡胶、商用车行业需求低迷、竞争加剧影响，相关领域的租赁运营业务承压，单位固定成本上升。但在第三季度，循环载具制造业务的新业务开发成效明显，多款循环包装产品通过新能源电池行业头部客户验证已开始量产，预计将对第四季度及 2024 年产生利好。我们预计该板块业务 2023 年-2025 年收入约 19.40/19.98/20.57 亿元，同比增长 -60.00%/3.00%/3.00%，毛利率分别为 12.40%/12.40%/12.40%。

表3: 中集集团业绩拆分

报告期 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
报表类型					
1、集装箱业务					
收入	65,967	45,710.82	31,083.36	41,962.53	48,256.91
增速	197.64%	-30.70%	-32.00%	35.00%	15.00%
毛利率 (%)	25.64%	23.6%	16.10%	17.10%	17.60%
2、道路运输车辆 (中集车辆)					
收入	27,647	23,620.61	27,872.32	30,659.55	33,725.51
增速	4.33%	-14.60%	18.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	11.02%	13.30%	19.30%	18.30%	17.30%
3、能源化工设备业务 (安瑞科)					
收入	19,528	21,250.40	24,012.95	26,414.25	28,527.39
增速	46.92%	8.80%	13.00%	10.00%	8.00%
毛利率 (%)	15.42%	17.00%	16.00%	16.00%	16.00%
4、物流服务					
收入	29,470	29,346.35	20,542.45	20,542.45	20,542.45
增速	177.08%	0.40%	-30.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	7.05%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%
5、海洋工程服务 (来福士及租赁)					
收入	5,440	5,770.64	9,810.09	14,224.63	18,492.02
增速	0.27%	6.10%	70.00%	45.00%	30.00%
毛利率 (%)	-0.41%	6.90%	4.90%	6.90%	8.90%
6、空港设备业务 (中集天达)					
收入	6,841	6,671.92	6,004.73	6,004.73	6,004.73
增速	12.36%	-2.50%	-10.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	21.13%	21.60%	21.60%	21.60%	21.60%
7、循环载具业务					
收入	6,016	4,849.34	1,939.74	1,997.93	2,057.87
增速	98.16%	-19.40%	-60.00%	3.00%	3.00%
毛利率 (%)	18.98%	16.40%	12.40%	12.40%	12.40%
整体					
营业收入 (百万元)	163,695.98	141,536.65	131,765.73	152,306.16	168,106.96
增速	73.85%	-2.75%	-6.90%	15.59%	10.37%
毛利率	18.03%	15.28%	13.66%	13.98%	14.18%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

综上所述，预计公司 2023 年-2025 年营收 1317.66/1523.06/1681.07 亿元，同比增长-6.90%/15.59%/10.37%，毛利率分别为 13.66%/13.98%/14.18%。

期间费用率：鉴于公司在 2023 年受周期因素影响营收出现一定下滑，费用率或有所上升，但公司经营稳定，严控费用支出，同时未来主要业务或持续复苏，2024 年-2025 年费用率或有所下滑。假设公司 2023 年-2025 年公司管理费用率分别为 4.80%/4.45%/4.12%，研发费用率分别为 1.86%/1.65%/1.55%，销售费用率分别为 2.11%/1.77%/1.64%；

所得税税率：鉴于公司部分子公司为高新技术企业，可享受 15%的企业所得税税率，另外考虑到递延所得税资产抵扣的影响，公司正常的税率水平应在 20%-25% 之间。目前，公司部分子公司受美联储加息影响，利润有所波动，导致公司所得税率较高，未来随着公司内部债务结构置换，以及美联储逐步降息，公司所得税率有望逐步恢复正常，假设 2023 年-2025 年公司所得税率分别为 47.40%/34.40%/33.49%。

未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2023 年-2025 年归属母公司净利润分别为 2.94/25.15/35.75 亿元，同比变动-90.9%/756.7%/42.1%。

表4：未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	163696	141537	131766	152306	168107
营业成本	134176	119912	113771	131016	144266
营业税金及附加	634	551	512	592	653
销售费用	2759	2452	2779	2697	2757
管理费用	5801	7012	6494	6947	7103
研发费用	2252	2463	2448	2512	2612
财务费用	1507	-24	1476	1493	1399
投资收益	1268	-595	-295	-295	-295
资产减值及公允价值变动	4252	-618	-954	-954	-954
其他收入	-10867	-2915	-2448	-2512	-2612
营业利润	13472	7505	3038	5800	8068
营业外净收支	-176	-567	2	3	13
利润总额	13295	6938	3040	5803	8080
所得税费用	4934	2337	1441	1996	2706
少数股东损益	1695	1382	1305	1292	1799
归属于母公司净利润	6665	3219	294	2515	3575

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，主要是对公司的资本成本要素进行假设：

1、行业 Beta 值：通过 Wind 数据选取 2019 年-2023 年集装箱制造领域上市公司中远海发作为可比公司，海洋工程领域上市公司中海油服和振华重工作为可比公司，船舶制造领域中国船舶作为可比公司，物流服务领域顺丰控股作为可比公司，道路运输车辆领域中国重汽作为可比公司，并参考同期公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 1.01；

2、无风险利率：选取近 10 年期国债收益率，取 2.75%；

3、风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36%为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与 3%的溢价，由此得出股票风险溢价 7.36%；

4、债务总额：假设未来三年公司或用人民币债置换美元债，但债务总额基本保持稳定。

5、 K_d ：为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，给与 3%左右的风险溢价，由此假设债务成本 5.85%；

6、永续增长率：出于保守考虑，假设公司永续增长率为 1%；

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 8.78%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 9.27 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5：绝对估值法资本成本假设（截至日期：2024/01/29）

	合理值
无杠杆 Beta	1.0145
无风险利率	2.75%
股票风险溢价	7.36%
发行在外股数（百万股）	5393
股票市值（亿元）	43356
债务总额（亿元）	35178
K_d	5.85%
T	47.40%
K_a	10.22%
有杠杆 Beta	1.45
K_e	13.40%
$E/(D+E)$	55.21%
$D/(D+E)$	44.79%
WACC	8.78%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6: FCFF 估值表

单位: 百万元	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	5,762.2	8,542.1	10,716.1	11,805.4	13,003.2	14,320.7	15,770.2	17,364.5	19,118.3	21,047.5	
所得税税率	47.40%	34.40%	33.49%	38.43%	35.44%	35.79%	36.55%	35.93%	36.09%	36.19%	
EBIT*(1-所得税税率)	3,031.1	5,603.9	7,127.1	7,268.7	8,395.0	9,195.8	10,006.0	11,126.2	12,218.9	13,430.7	
折旧与摊销	3,034.3	3,391.7	3,643.4	3,852.9	4,037.1	4,200.4	4,357.8	4,516.8	4,673.4	4,829.8	
营运资金的净变动	-6,907.4	-524.9	-3,028.8	-4,270.2	-4,220.0	-5,343.0	-7,818.0	-6,054.8	-7,100.3	-8,209.6	
资本性投资	-3,720.9	-3,155.0	-2,978.9	-2,784.9	-2,472.9	-2,245.6	-2,501.2	-2,406.6	-2,384.4	-2,430.7	
FCFF	-4,563.0	5,315.8	4,762.8	4,066.5	5,739.1	5,807.7	4,044.6	7,181.6	7,407.6	7,620.2	98,949.8
PV(FCFF)	-4,194.8	4,492.4	3,700.3	2,904.4	3,768.2	3,505.5	2,244.3	3,663.4	3,473.8	3,285.1	42,658.1
核心企业价值	69,500.9										
减: 净债务	19,505.1										
股票价值	49,995.7										
每股价值(元)	9.27										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 对折现率与永续增长率设置两档均为 0.2% 的变动幅度, 折现率浮动范围为 8.4%-9.2%, 永续增长率的变化范围为 0.6%-1.4%, 对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 8.13-10.66 元。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

		WACC 变化				
		8.4%	8.6%	8.78%	9.0%	9.2%
永续增长率变化	1.4%	10.66	10.18	9.73	9.30	8.89
	1.2%	10.39	9.93	9.49	9.08	8.69
	1.0%	10.13	9.69	9.27	8.87	8.49
	0.8%	9.89	9.46	9.05	8.67	8.30
	0.6%	9.65	9.24	8.85	8.48	8.13
	0.4%	9.41	8.99	8.59	8.22	7.85

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值

中集集团业务多元, 占集团营业收入 10% 以上的产品和业务分别为集装箱制造业务、道路运输车辆业务、能源/化工/液态食品装备业务和物流服务业务。集装箱制造领域, 选取 A 股上市公司中远海发作为可比公司; 海洋工程领域, 选取 A 股上市公司中海油服和振华重工作为可比公司; 船舶制造领域, 选取中国船舶作为可比公司; 物流服务领域, 选取顺丰控股作为可比公司; 道路运输车辆领域, 选取中国重汽作为可比公司。

市净率相对估值法: 鉴于近年来特殊事件较多, 包括疫情事件等, 导致极端供需情况屡次出现, 以上公司的业绩波动加剧。在此背景下, PB 估值更稳定, 参考意义更大。回顾中集集团过往 10 年 PB 估值水平, PB 估值水平在 0.7-1.4 倍之间, 其中 20% 分位点的估值水平约 1.07 倍。

图15: 中集集团近 10 年 PB 估值水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同时, 对比分析 PB 估值水平, 中集集团对应 2024 年每股净资产的 PB 估值水平处于可比公司中较低区间。鉴于短期内中集集团的集装箱业务和海工业务是核心增长点, 其他业务基本保持平稳, 并参考公司历史估值水平, 我们预计公司 PB 估值水平有望逐步恢复至可比公司中间区间, 对应 2024 年净资产的 PB 倍数增长至 1.00-1.05 倍。

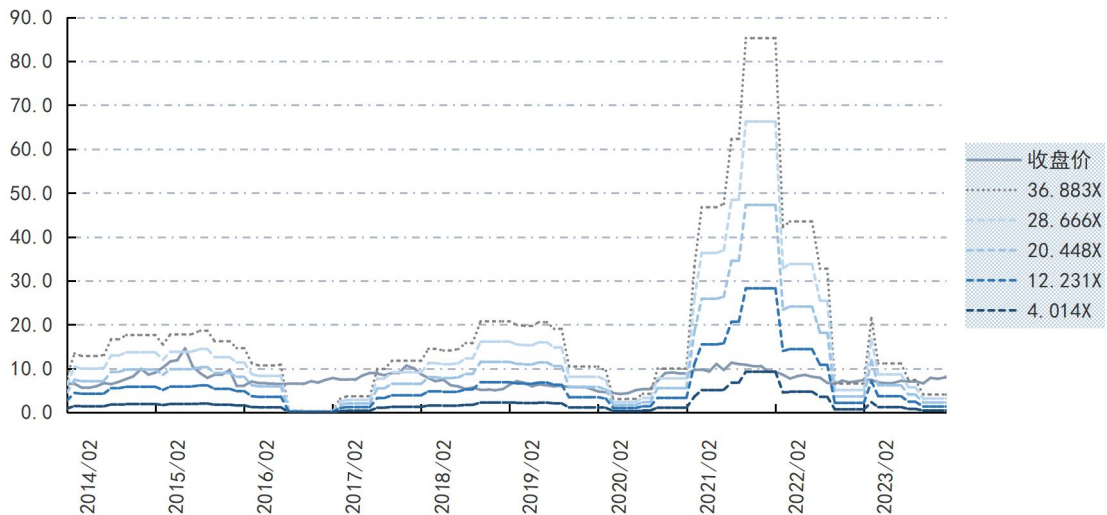
表8: 可比公司市净率相对估值 (截至 2024 年 2 月 02 日)

证券代码	证券简称	投资评级	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	BPS				PB				
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
601866	中远海发	未评级	136	310	2.28	2.13	2.50	2.63	2.84	1.1	0.9	0.9	0.8	
601808	中海油服	未评级	48	687	14.40	8.24	8.77	9.35	10.03	1.7	1.6	1.5	1.4	
600320	振华重工	未评级	53	159	3.01	2.78	2.98	3.14	3.39	1.1	1.0	1.0	0.9	
600150	中国船舶	未评级	45	1,373	30.69	10.28	10.89	12.18	13.96	3.0	2.8	2.5	2.2	
002352	顺丰控股	未评级	49	1,668	34.08	17.62	19.29	21.18	23.51	1.9	1.8	1.6	1.4	
000951	中国重汽	未评级	12	166	14.09	11.69	12.73	13.46	14.73	1.2	1.1	1.0	1.0	
										平均值	1.7	1.5	1.4	1.3
000039	中集集团	买入	6	440	8.16	0.59	0.05	0.47	0.66	0.9	0.9	0.9	0.8	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 可比公司盈利预测为 Wind 一致预测

市盈率相对估值法：鉴于集装箱和海洋工程等业务的周期性特征较强，且存在多种非持续性因素的影响，中集集团以及可比公司的业绩波动空间较大，对应的 PE 估值水平不稳定。回顾中集集团过去 10 年的 PE 估值水平，PE 估值水平在 4-37 倍之间，20%分位点约 12 倍，50%分位点约 20 倍。

图16: 中集集团近 10 年 PE 估值水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

同时，对比分析 PE 估值水平，中集集团对应 2024 年的 PE 估值水平处于可比公司估值水平的中间区间。公司 2023 年 PE 估值水平较高，主要系美联储加息等周期因素影响，压低公司利润。鉴于短期内中集集团主要业务包括集装箱和海洋工程等业务的周期景气向上，并参考公司的历史估值水平，我们预计公司的 PE 估值水平有望持续修复，对应 2024 年归母净利润的 PE 倍数增长至 20-21 倍。

表9: 可比公司市盈率相对估值（截至 2024 年 2 月 02 日）

证券代码	证券简称	投资评级	总股本（亿股）	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS				PE			
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601866	中远海发	未评级	136	310	2.28	0.29	0.16	0.27	0.37	8	14	8	6
601808	中海油服	未评级	48	687	14.40	0.49	0.68	0.85	0.95	29	21	17	15
600320	振华重工	未评级	53	159	3.01	0.07	0.10	0.16	0.25	43	29	19	12
600150	中国船舶	未评级	45	1,373	30.69	0.04	0.66	1.46	1.98	767	46	21	16
002352	顺丰控股	未评级	49	1,668	34.08	1.27	1.75	2.30	2.86	27	19	15	12
000951	中国重汽	未评级	12	166	14.09	0.18	0.88	1.24	1.62	78	16	11	9
									平均值	159	24	15	12
000039	中集集团	买入	6	440	8.16	0.59	0.05	0.47	0.66	14	150	18	12

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：可比公司盈利预测为 Wind 一致预测

综合考虑公司的历史估值水平及可比公司的估值水平，我们预计中集集团 2023 年-2025 年归母净利润分别为 2.94/25.15/35.75 亿元，对应 PE150/18/12 倍，一年期合理估值为 9.32-9.79 元（对应 2024 年 PE 20-21 倍，PB 1.00-1.05 倍）。

投资建议

综合以上,我们预计 2023 年-2025 年归属母公司净利润分别为 2.94/25.15/35.75 亿元,对应 PE 150/18/12 倍,一年期合理估值为 9.32-9.79 元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 9.32-9.79 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.36%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 24 年 20-21 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

基于集装箱制造行业的回暖趋势，我们假设公司未来 3 年收入增长 -6.9%/15.6%/10.4%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果集装箱制造行业销量未来恢复至常态化规模不达预期，行业竞争激烈，产品价格下降，公司未来营收增速可能不达预期。

经济环境风险

集装箱制造业务及海洋工程业务等业务板块受全球宏观经济周期影响较大，国际贸易、中美贸易、美联储降息节奏等对产品需求影响较明显。当前中国制造业延续稳定扩张态势，但经济发展面临的国际环境和国内条件都在发生深刻而复杂的变化。国际环境日益错综复杂，不稳定性不确定性明显增加，可能给公司带来政策风险。

原材料价格风险

公司主要生产成品为金属制品，原材料包含钢材、铝材、木材等。2023 年上半年以来，美联储加息预期不减，致使商品库存偏紧。同时，全球经济呈现区域分化走势，供需及价格亦将复杂多变，对本集团的经营业绩带来不确定性。

市场竞争风险

公司各项主营业务都存在来自国内外企业的竞争。尤其是需求不振或产能相对过剩导致供求关系不平衡，从而引起行业内竞争加剧。另外，行业的竞争格局亦可

能因新企业的加入或现有竞争对手的产能提升而改变。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	16443	17112	19236	20288	18574	营业收入	163696	141537	131766	152306	168107
应收款项	26439	22926	23070	25312	28200	营业成本	134176	119912	113771	131016	144266
存货净额	19837	18332	18631	20223	22642	营业税金及附加	634	551	512	592	653
其他流动资产	14586	17465	16863	17286	20446	销售费用	2759	2452	2779	2697	2757
流动资产合计	81457	76984	78950	84259	91012	管理费用	5801	7012	6494	6947	7103
固定资产	44067	43943	43814	42796	41364	研发费用	2252	2463	2448	2512	2612
无形资产及其他	4544	4331	4158	3985	3812	财务费用	1507	(24)	1476	1493	1399
投资性房地产	15785	10109	10109	10109	10109	投资收益	1268	(595)	(295)	(295)	(295)
长期股权投资	8469	10532	10532	10532	10532	资产减值及公允价值变动	4252	(618)	(954)	(954)	(954)
资产总计	154323	145900	147563	151681	156828	其他收入	(10867)	(2915)	(2448)	(2512)	(2612)
短期借款及交易性金融负债	19639	8562	17068	17068	17068	营业利润	13472	7505	3038	5800	8068
应付款项	22720	19692	20718	22451	24888	营业外净收支	(176)	(567)	2	3	13
其他流动负债	27063	34744	28433	32263	37458	利润总额	13295	6938	3040	5803	8080
流动负债合计	69423	62998	66219	71781	79414	所得税费用	4934	2337	1441	1996	2706
长期借款及应付债券	22887	18110	18110	18110	18110	少数股东损益	1695	1382	1305	1292	1799
其他长期负债	5033	2136	319	(1512)	(3694)	归属于母公司净利润	6665	3219	294	2515	3575
长期负债合计	27920	20246	18429	16598	14417	现金流量表 (百万元)					
负债合计	97342	83244	84648	88380	93830	净利润	6665	3219	294	2515	3575
少数股东权益	11861	14043	14275	14431	14375	资产减值准备	3742	(3865)	31	0	(12)
股东权益	45119	48613	48640	48871	48623	折旧摊销	2826	2934	3034	3392	3643
负债和股东权益总计	154323	145900	147563	151681	156828	公允价值变动损失	(4252)	618	954	954	954
关键财务与估值指标						财务费用	1507	(24)	1476	1493	1399
每股收益	1.85	0.60	0.05	0.47	0.66	营运资本变动	8847	5714	(6907)	(525)	(3029)
每股红利	0.79	0.83	0.05	0.42	0.71	其它	(2767)	3324	201	155	(43)
每股净资产	12.55	9.01	9.02	9.06	9.02	经营活动现金流	15062	11945	(2394)	6491	5087
ROIC	12.13%	7.68%	3%	6%	8%	资本开支	0	2026	(3721)	(3155)	(2979)
ROE	14.77%	6.62%	1%	5%	7%	其它投资现金流	195	3003	0	0	0
毛利率	18%	15%	14%	14%	14%	投资活动现金流	824	2966	(3721)	(3155)	(2979)
EBIT Margin	11%	6%	4%	6%	6%	权益性融资	(225)	3004	0	0	0
EBITDA Margin	13%	9%	7%	8%	9%	负债净变化	2089	(5438)	0	0	0
收入增长	74%	-14%	-7%	16%	10%	支付股利、利息	(2833)	(4480)	(267)	(2284)	(3823)
净利润增长率	25%	-52%	-91%	757%	42%	其它融资现金流	(9913)	2589	8506	0	0
资产负债率	71%	67%	67%	68%	69%	融资活动现金流	(11625)	(14242)	8239	(2284)	(3823)
股息率	6.4%	10.2%	0.6%	5.2%	8.7%	现金净变动	4261	669	2125	1052	(1714)
P/E	4.4	13.7	149.9	17.5	12.3	货币资金的期初余额	12181	16443	17112	19236	20288
P/B	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	货币资金的期末余额	16443	17112	19236	20288	18574
EV/EBITDA	6.1	10.5	14.6	11.1	9.6	企业自由现金流	0	16740	(4563)	5316	4763
						权益自由现金流	0	13891	3167	4336	3832

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032