

中集集团 (000039)

证券研究报告

2023年11月12日

全球集装箱制造龙头或迎来业绩拐点, 非箱业务同样未来可期

世界领先的物流装备和能源装备供应商, 多元化、全球化稳健发展

公司是世界领先的物流装备和能源装备供应商, 目前集装箱产业持续保持全球行业领先地位, 道路运输车辆、能源/化工/液态食品装备以及海工业务也形成较强竞争力。

公司近年来业绩受疫情等影响有所起伏, 今年前三季度同比分别-13%、-84%, 但我们认为, 伴随“集装箱”+增量业务的恢复性增长, 公司今年有望迎来业绩筑底、明年开启业绩回升期。

全球集装箱行业领导者, 行业复苏或将带动公司业绩回暖

目前来看, 行业库存处于稳步消化中, 集装箱需求正步入复苏轨道; 市场对于集运需求的预期由负转正且未来预期呈明显回升趋势, 我们预计全球贸易的稳步复苏或将为未来集装箱需求的回暖提供强有力支撑。

公司始终坚持以集装箱制造业务为核心, 作为全球集装箱制造行业龙头(2020年产量份额42%), 我们认为其有望充分受益于行业回暖带来的量价齐升, 进而带来业绩明显提升。

非箱业务稳步改善, 未来成长性值得期待

公司目前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, 除集装箱制造业务外, 其他非箱业务未来成长性同样值得期待。

1) 在物流领域, 公司还以道路运输车辆业务为延伸, 以空港与物流装备、消防与救援设备业务为扩展, 以物流服务业务为依托, 辅之以循环载具业务, 共同为现代化交通物流提供一流的产品和服务;

2) 在能源行业领域, 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; 另一方面以海洋能源为抓手, 开展海洋工程业务; 此外还拥有服务公司自身的金融及资产管理业务。

盈利预测: 我们预计公司2023-2025年营收分别为130/146/169亿元, yoy分别为-8%/12%/16%; 归母净利润分别为11/21/28亿元, yoy分别为-67%/99%/33%; 我们看好公司未来成长性, 首次覆盖并给予“买入”评级!

风险提示: 经济周期波动的风险, 金融市场波动与汇率风险, 市场竞争风险, 用工及环保压力与风险, 主要原材料价格波动风险等。

投资评级

行业	机械设备/通用设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	7元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,302.68
流通A股股本(百万股)	2,301.41
A股总市值(百万元)	16,118.78
流通A股市值(百万元)	16,109.85
每股净资产(元)	8.49
资产负债率(%)	58.65
一年内最高/最低(元)	7.98/6.31

作者

朱晔 分析师
SAC执业证书编号: S1110522080001
zhuye@tfzq.com

张樨樨 分析师
SAC执业证书编号: S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《中集集团-季报点评:业绩符合预期,各业务板块持续增长》2018-05-01
- 《中集集团-年报点评报告:业绩符合预期,各板块持续向好》2018-03-28
- 《中集集团-公司研究简报:贸易战对中集集团影响几何?》2018-03-25

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	163,695.98	141,536.65	129,898.88	146,078.44	168,736.14
增长率(%)	73.85	(13.54)	(8.22)	12.46	15.51
EBITDA(百万元)	28,672.48	13,330.59	12,654.86	13,124.60	15,232.88
归属母公司净利润(百万元)	6,665.32	3,219.23	1,050.88	2,089.00	2,781.36
增长率(%)	24.59	(51.70)	(67.36)	98.79	33.14
EPS(元/股)	1.24	0.60	0.19	0.39	0.52
市盈率(P/E)	5.66	11.73	35.92	18.07	13.57
市净率(P/B)	0.84	0.78	0.76	0.75	0.72
市销率(P/S)	0.23	0.27	0.29	0.26	0.22
EV/EBITDA	2.86	3.97	5.59	4.25	4.04

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 世界领先的物流装备和能源装备供应商，多元化、全球化稳健发展	4
1.1. 发展历程	4
1.2. 业务布局	4
1.3. 财务表现	5
2. 全球集装箱行业领导者，行业复苏或将带动公司业绩回暖	6
2.1. 坚持以集装箱制造业务为核心	6
2.2. 行业回暖或将拉动公司业绩增长	8
3. 非箱业务稳步改善，未来成长性值得期待	10
3.1. 中集车辆——全球领先的半挂车与专用车高端制造企业	10
3.2. 中集世联达——深耕多式联运赛道	12
3.3. 中集安瑞科——清洁能源装备先进智造龙头	14
3.4. 中集来福士——中国领先的高端海洋工程装备总包建造商	16
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司发展历程悠久（下图为 2010 年至今）	4
图 2：公司主要产业布局	4
图 3：2018-2023Q1-3 公司营收情况（亿元）	5
图 4：2018-2023Q1-3 公司归母净利润情况（亿元）	5
图 5：2018-2023Q1-3 公司利润率情况（%）	5
图 6：2018-2023Q1-3 公司费用率情况（%）	5
图 7：公司国家级主要称号/资质（截至 2023H1）	5
图 8：2013-2023H1 公司集装箱业务营收/毛利贡献（%）	7
图 9：2010-2023H1 公司干货箱销量情况（万 TEU）	7
图 10：2010-2023H1 公司冷藏箱销量情况（万 TEU）	7
图 11：2013-2023H1 公司集装箱业务营收及毛利情况（亿元）	7
图 12：2013-2023H1 公司集装箱业务毛利率情况（%）	7
图 13：1997 年至 2023Q1-3 中国集装箱产量（亿立方米）	8
图 14：2019-23 年较 2014-18 年年均产量、运量增幅基本匹配	8
图 15：中国集装箱产量与库存周期密切相关	8
图 16：中国集装箱出口均价与库存周期密切相关	8
图 17：2023 年 8 月中美库存周期都开始拐头向上	9
图 18：2023 年 7 月开始中国库存的领先指标 PPI 持续回升	9
图 19：集装箱价格和集装箱产量密切相关	9
图 20：2023 年集装箱产量开始回升，价格有望随之回升	9

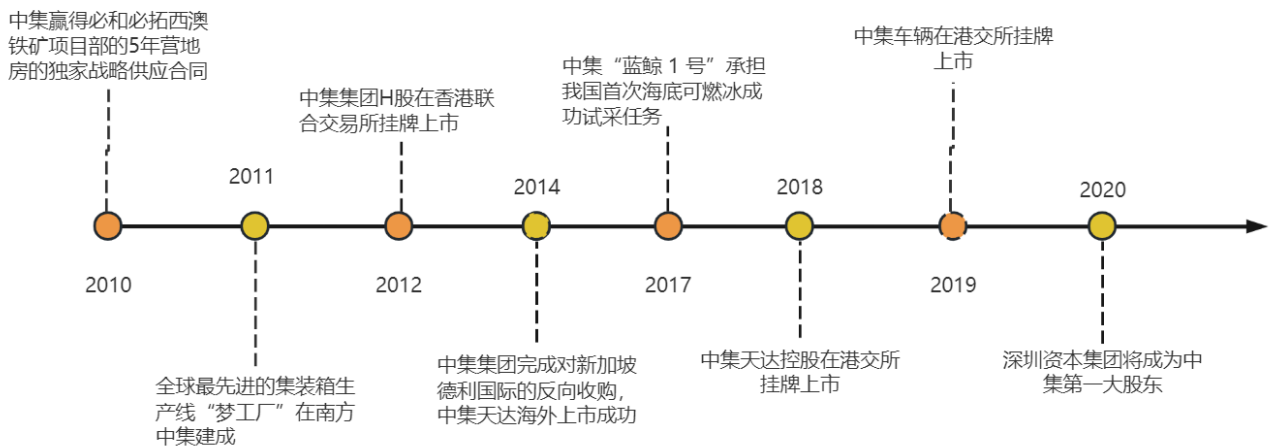
图 21: 2013-2023H1 公司非箱业务营收情况 (亿元)	10
图 22: 2013-2023H1 公司非箱业务毛利情况 (亿元)	10
图 23: 2013-2023H1 公司道路运输车辆业务营收情况 (亿元)	10
图 24: 2013-2023H1 公司道路运输车辆业务毛利率 (%)	10
图 25: 中集车辆六大业务或集团“灯塔制造网络”布局	11
图 26: 2021 年中国半挂车市场集中度	12
图 27: 2022-2032 年全球半挂车市场规模稳健增长 (十亿美元)	12
图 28: 中集世联达构建全球多式联运物流网络: 立足“国内+一带一路”, 辐射全球	13
图 29: 2013-2023H1 公司物流服务营收情况 (亿元)	13
图 30: 2013-2023H1 公司物流服务毛利率 (%)	13
图 31: 中国出口金额近年来稳步上升	14
图 32: 中国社会物流总费用逐年上升	14
图 33: 中集安瑞科产品组合	14
图 34: 中集安瑞科拥有诸多品牌, 销售网络遍布全球	15
图 35: 2013-2023H1 公司能源化工设备业务营收情况 (亿元)	16
图 36: 2013-2023H1 公司能源化工设备业务毛利率 (%)	16
图 37: 2013-2023H1 公司海洋工程业务营收情况 (亿元)	16
图 38: 2013-2023H1 公司海洋工程业务毛利率 (%)	16
图 39: 全球上游资本开支变动情况 (十亿美元)	17
图 40: 全球各类型油气上游原油开支 (十亿美金)	17
图 41: FPSO 市场展望	17
图 42: FPSO 市场展望 (分区域)	17
表 1: 公司集装箱板块重点业务	6
表 2: 中集车辆业务更多聚焦于半挂车市场	11
表 3: 中集世联达业务简介	12
表 4: 中集安瑞科重点业务	14
表 5: 公司未来三年营收拆分	17

1. 世界领先的物流装备和能源装备供应商，多元化、全球化稳健发展

1.1. 发展历程

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。

图 1：公司发展历程悠久（下图为 2010 年至今）



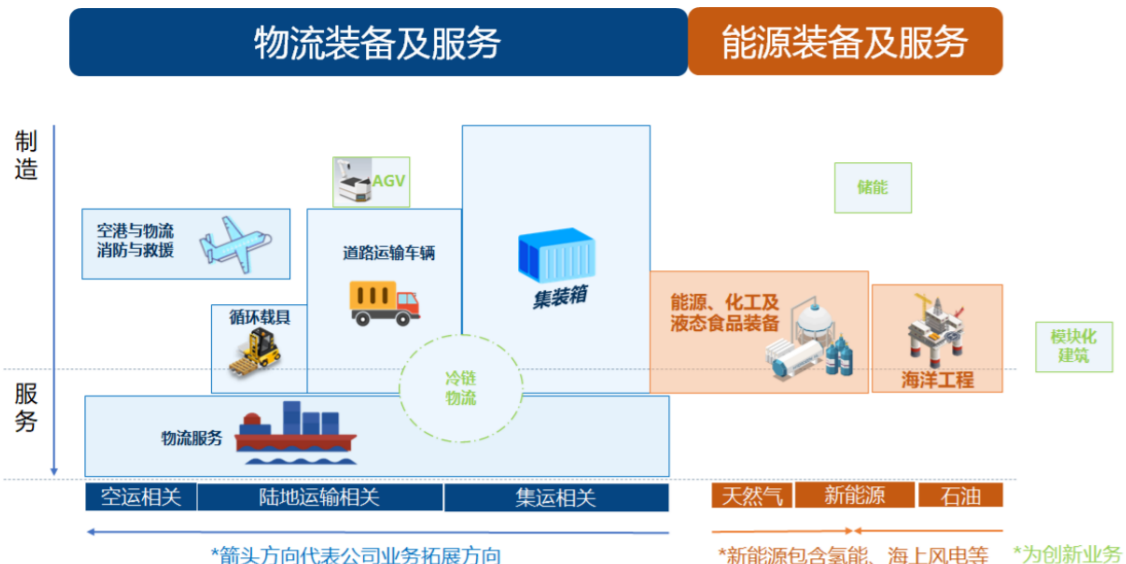
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 业务布局

公司是世界领先的物流装备和能源装备供应商，现有主营业务覆盖集装箱制造、道路运输车辆业务、能源/化工/液态食品装备、海洋工程、物流服务、空港与物流装备/消防与救援设备、金融及资产管理及其他新兴产业，生产基地遍及亚洲、欧洲、北美、澳洲，业务网络覆盖全球主要国家和地区。

其中，集装箱产业持续保持全球行业领先地位，道路运输车辆、能源/化工/液态食品装备以及海工业务也形成了较强的竞争力。

图 2：公司主要产业布局

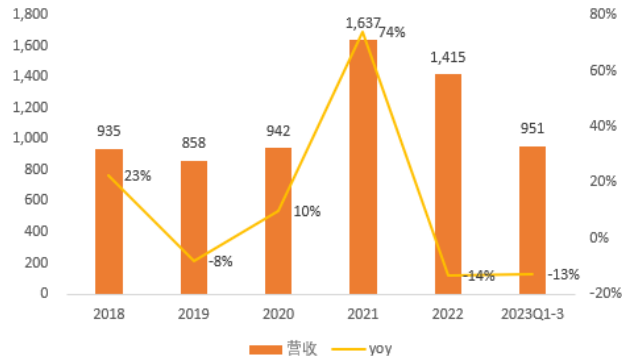


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务表现

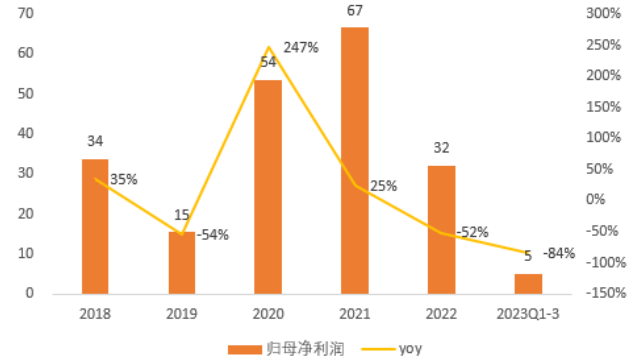
公司近年来业绩受疫情等影响有所起伏,2018-2022 年营收、归母净利润 CAGR 分别为 11%、-1%; 今年前三季度同比分别-13%、-84%,但我们认为,伴随“集装箱”+增量业务的恢复性增长,公司今年有望迎来业绩筑底、明年开启业绩回升期。

图 3: 2018-2023Q1-3 公司营收情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

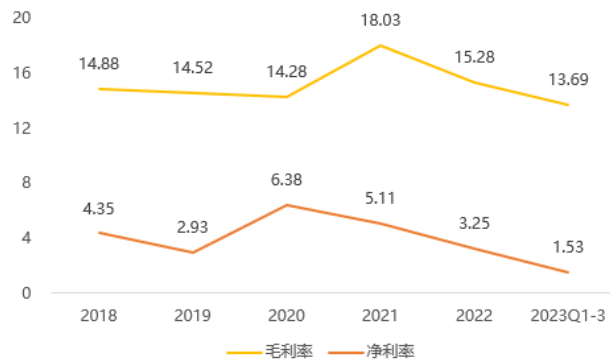
图 4: 2018-2023Q1-3 公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

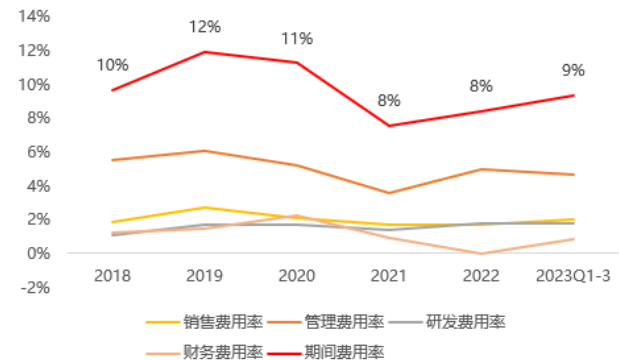
从盈利能力来看,公司毛利率水平较为稳定,2018 年至今在 15%上下波动,但净利率自 2020 年来下滑明显;从费用管控能力来看,公司表现较好,近年来期间费用率整体有所下滑。

图 5: 2018-2023Q1-3 公司利润率情况 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2018-2023Q1-3 公司费用率情况 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

值得注意的是,公司不断加大研发投入、提高科技研发能力,2018-2022 年研发费用 CAGR 为 25%、远超收入增速;在“保持产品领先,强化科技创新,推进智能制造”的产品战略引领下,公司科技研发能力突出。

图 7: 公司国家级主要称号/资质 (截至 2023H1)

公司/产品名称	称号/资质
青岛中集冷藏箱制造有限公司	制造业单项冠军企业
烟台中集来福士海洋工程有限公司	制造业单项冠军企业
南通中集罐式储运设备制造有限公司	制造业单项冠军企业
登机桥（中集天达）	制造业单项冠军产品
货运挂车及半挂车（中集车辆）	制造业单项冠军产品
低温液化气体储运压力容器（中集安瑞科）	制造业单项冠军产品
中集车辆（江门市）有限公司	国家级专精特新“小巨人”
甘肃中集华骏车辆有限公司	国家级专精特新“小巨人”
大连中集特种物流装备有限公司	国家级专精特新“小巨人”
驻马店中集华骏铸造有限公司	国家级专精特新“小巨人”
安瑞科（蚌埠）压缩机有限公司	国家级专精特新“小巨人”
深圳前海瑞集科技有限公司	国家级专精特新“小巨人”
石家庄安瑞科气体机械有限公司	国家级专精特新“小巨人”
烟台铁中宝钢铁加工有限公司	国家级专精特新“小巨人”
四川川消消防车辆制造有限公司	国家级专精特新“小巨人”
南通中集能源装备有限公司	国家级专精特新“小巨人”
青岛中集创赢复合材料科技有限公司	国家级专精特新“小巨人”
中集扬州通利冷藏集装箱有限公司	国家级专精特新“小巨人”
海阳中集来福士海洋工程有限公司	国家级专精特新“小巨人”

3 个 国家级研发平台	20+ 个 省部级研发平台	6 个 博士后科研工作站	6 个 国家级“制造业单项冠军企业（产品）”
50+ 家 国家认定高新技术企业	13 家 国家级专精特新“小巨人”	20 家 省级“专精特新”企业	9 家 省级智能制造示范企业

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 全球集装箱行业领导者，行业复苏或将带动公司业绩回暖

2.1. 坚持以集装箱制造业务为核心

公司集装箱制造业务自 1996 年起产销量全球领先，作为全球集装箱行业领导者，生产基地覆盖中国沿海和内陆各大重要港口，可生产拥有自主知识产权的全系列集装箱产品，主要产品包括标准干货箱、标准冷藏箱和特种箱。目前集装箱制造业务主要经营主体为中集集装箱（集团）有限公司及其子公司，截至 2023H1，公司持有中集集装箱（集团）有限公司 100% 股权。

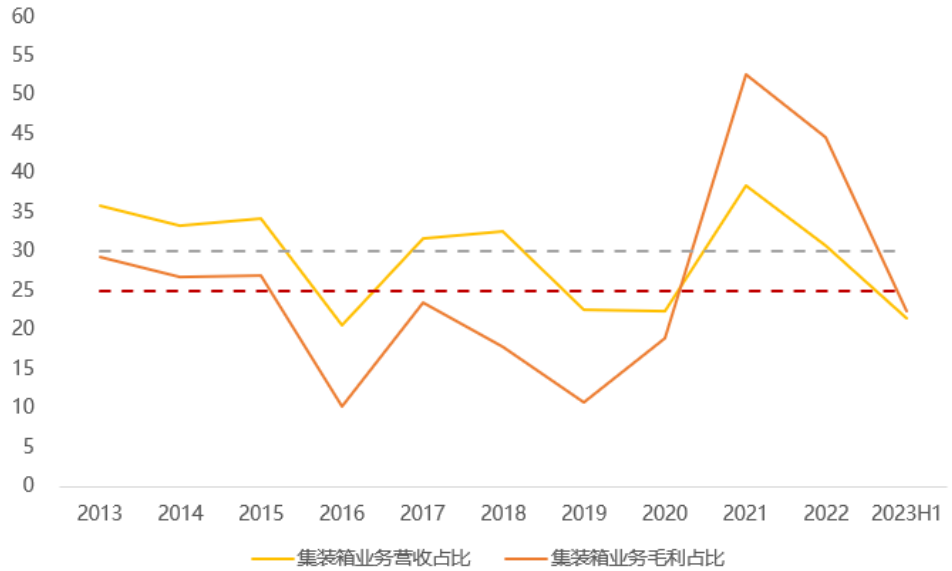
表 1：公司集装箱板块重点业务

业务	公司情况
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。
特种箱业务	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；标志着中集特种箱规模化生产。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	依托 30 多年的集装箱制造经验与技术沉淀，2004 年，中集成功将标准化的理念延伸至建筑领域，催生出具有革命性意义的建筑形态—模块化建筑，它通过工厂预制大幅缩短建造周期，并可通过集装箱班轮进行远洋运输；此外模块化建筑可循环利用，节约资源，从而创造传统建筑所无法比拟的价值。
集成装	依托 30 多年的集装箱制造经验与技术沉淀，中集成功将标准化的理念延伸至能源领域、环保领域、医疗领域等，

并与行业头部客户形成更加紧密合作，催化出划时代的产品集成装备，其具备可移动、工期短、成本低、环保化等特点。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

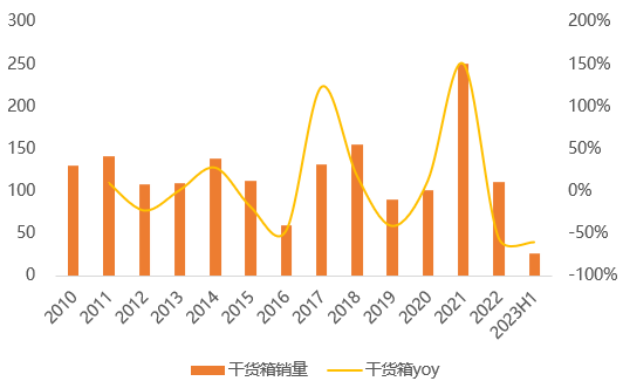
图 8：2013-2023H1 公司集装箱业务营收/毛利贡献 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

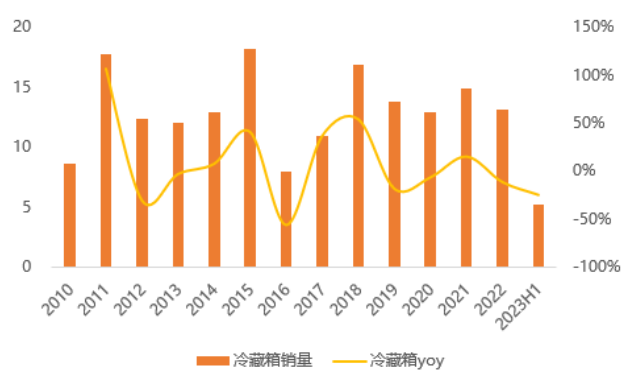
全球商品贸易增速放缓，集运市场需求疲软，新箱需求低迷。受此影响，23H1 公司集装箱制造业务产销量同比出现明显回落，其中干货集装箱累计销量 26.31 万 TEU，同比下降约 61.02%；冷藏箱累计销量 5.15 万 TEU，同比下降约 24.71%。

图 9：2010-2023H1 公司干货箱销量情况 (万 TEU)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2010-2023H1 公司冷藏箱销量情况 (万 TEU)

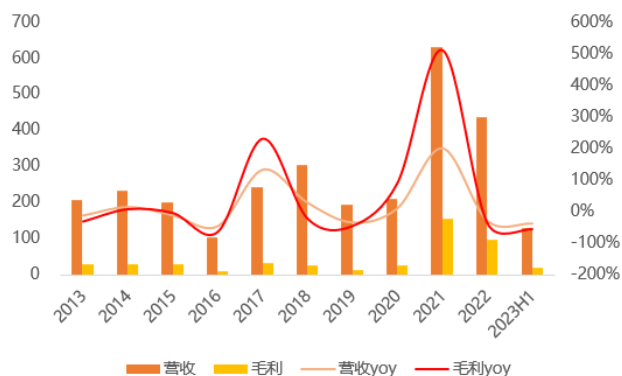


资料来源：公司公告，天风证券研究所

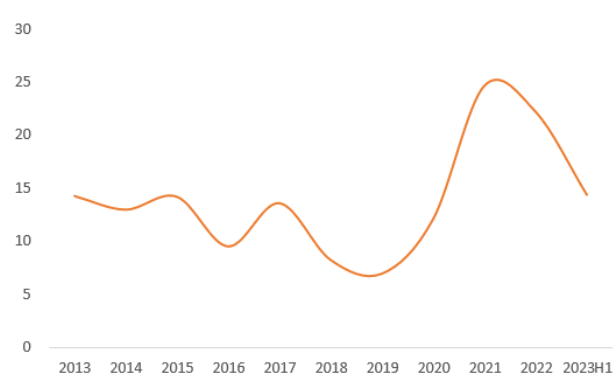
但得益于较好的成本管理，公司集装箱制造业务仍维持稳定的盈利水平。2023H1 公司集装箱业务实现营收 129.7 亿元，同比下滑约 40%；实现毛利 18.61 亿元，同比下滑接近 57%；毛利率有所回落，但仍处于历史较高位水平。

图 11：2013-2023H1 公司集装箱业务营收及毛利情况 (亿元)

图 12：2013-2023H1 公司集装箱业务毛利率情况 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所



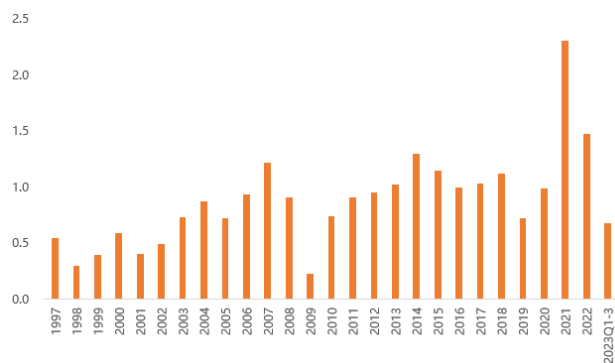
资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 行业回暖或将拉动公司业绩增长

集装箱库存稳步消耗，供给过剩缓解。2021 年全球贸易增长、港口拥堵等导致集装箱产量大幅增长，但 2022 年以来全球贸易下滑，叠加供应链效率恢复，导致超买的集装箱积压等，2023 年集装箱需求陷入自金融危机以来的最低点。2023Q3 以来，行业库存处于稳步消化中，集装箱需求正步入复苏轨道。

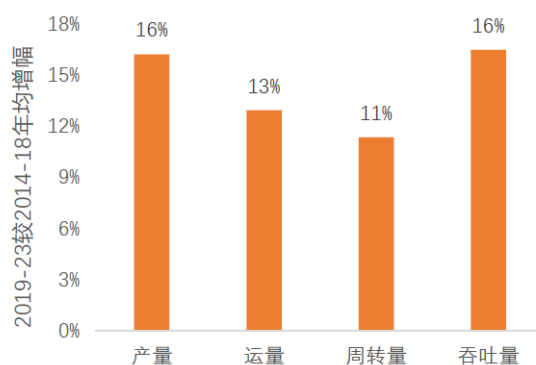
2019-2023 年集装箱产量增幅与需求增幅匹配。尽管 2021 年中国集装箱产量创新高，但 2019、2020、2023 年集装箱产量都较低，2019-2023 年年均集装箱产量较 2014-2018 年年均增长 16%左右，增幅与集装箱运量、吞吐量接近，说明五年维度看供需基本匹配，并未出现严重过剩。

图 13：1997 年至 2023Q1-3 中国集装箱产量（亿立方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2019-23 年较 2014-18 年年均产量、运量增幅基本匹配

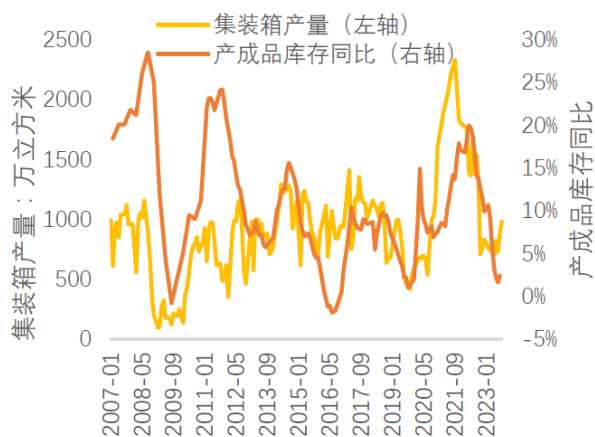


资料来源：wind，Clarkson，天风证券研究所

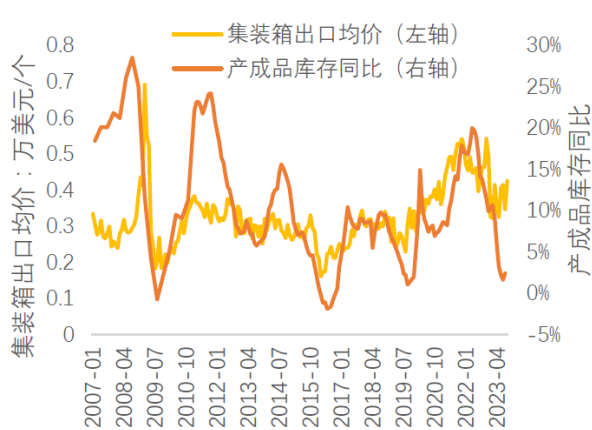
集装箱制造行业景气度与宏观经济、国际贸易密切相关，经济增长带动贸易增长→集运运量增加→集装箱需求增加→集装箱产量增加、价格上涨。回顾历史，库存周期上行阶段，集装箱产量和出口均价都会上升。2023Q3 库存周期处于历史低谷，集装箱产量和出口均价都在历史较低水平。

图 15：中国集装箱产量与库存周期密切相关

图 16：中国集装箱出口均价与库存周期密切相关



资料来源: wind, 天风证券研究所

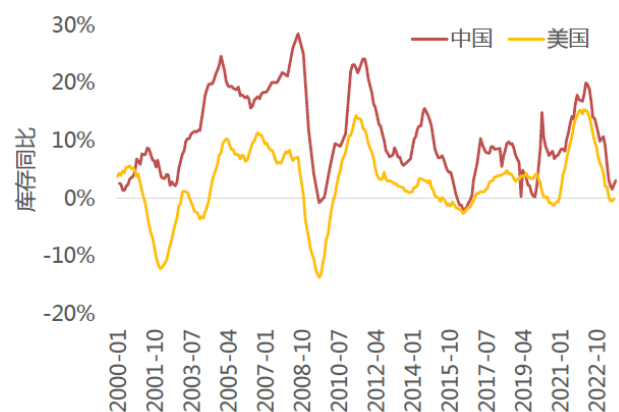


资料来源: wind, 天风证券研究所

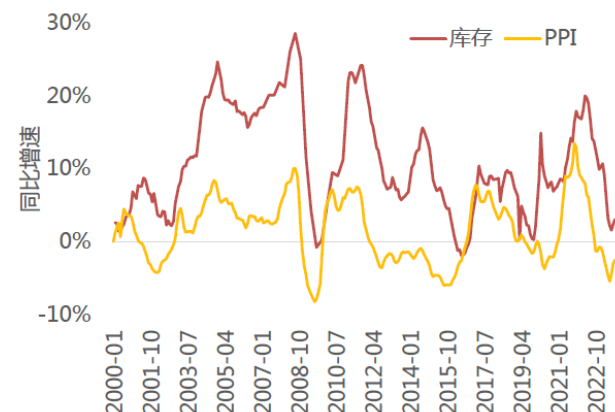
库存周期开始上行，有望带动集装箱量价齐升。2022 年来中美库存周期下行已超过一年，都处于历史相对低位；按库存周期 3 年半左右的历史规律看，中美共振去库存可能已经进入尾声。2023 年 8 月份开始，中美库存周期共振，拐头向上，有望迎来 2 年上行期；2023 年 9 月集装箱产量、价格都在回升，未来有望随库存周期继续回升。

图 17：2023 年 8 月中美库存周期都开始拐头向上

图 18：2023 年 7 月开始中国库存的领先指标 PPI 持续回升



资料来源: wind, 天风证券研究所

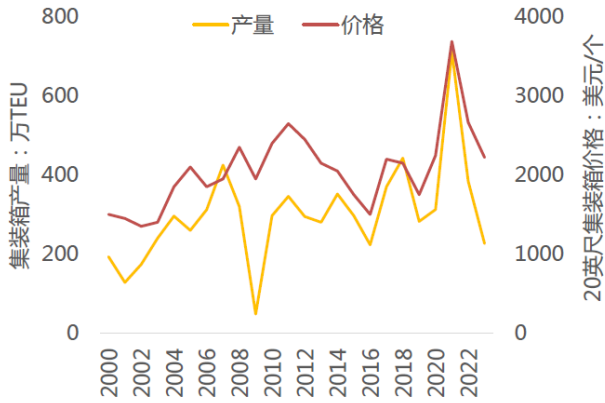


资料来源: wind, 天风证券研究所

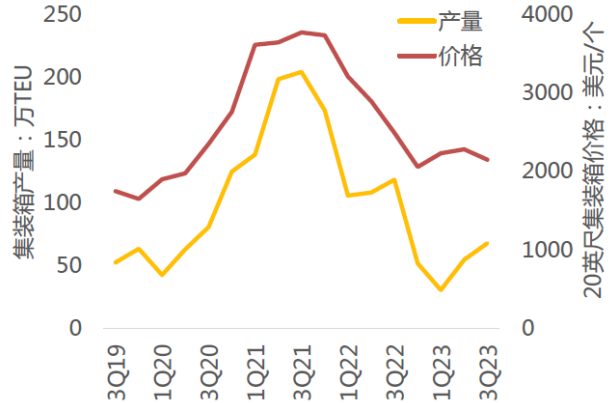
公司作为全球集装箱制造行业龙头，有望充分受益行业复苏。集装箱价格与产量同趋势波动，呈现正相关关系；2023 年来集装箱产量已经开始回升，我们预计价格或将随之回升。公司作为全球集装箱制造行业龙头（2020 年产量份额 42%），有望充分受益于行业回暖带来的量价齐升。

图 19：集装箱价格和集装箱产量密切相关

图 20：2023 年集装箱产量开始回升，价格有望随之回升



资料来源: Drewry, 天风证券研究所



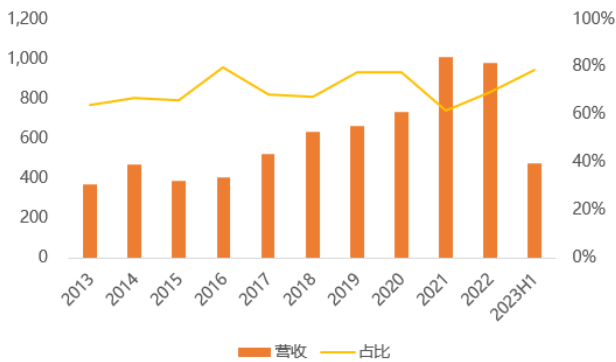
资料来源: Drewry, 天风证券研究所

3. 非箱业务稳步改善，未来成长性值得期待

公司目前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，除集装箱制造业务外，其他非箱业务未来成长性同样值得期待。

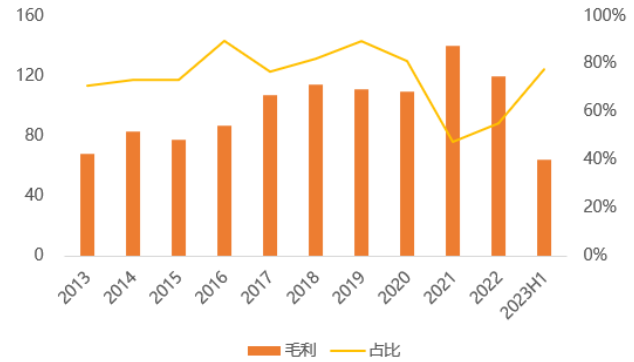
- 1) 在物流领域，除依然坚持以集装箱制造业务为核心外，还以道路运输车辆业务为延伸，以空港与物流装备、消防与救援设备业务为扩展，以物流服务业务为依托，辅之以循环载具业务，共同为现代化交通物流提供一流的产品和服务；
- 2) 在能源行业领域，一方面以陆地能源为基础，开展能源、化工及液态食品装备业务；另一方面以海洋能源为抓手，开展海洋工程业务；此外还拥有服务公司自身的金融及资产管理业务。

图 21: 2013-2023H1 公司非箱业务营收情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 2013-2023H1 公司非箱业务毛利情况 (亿元)



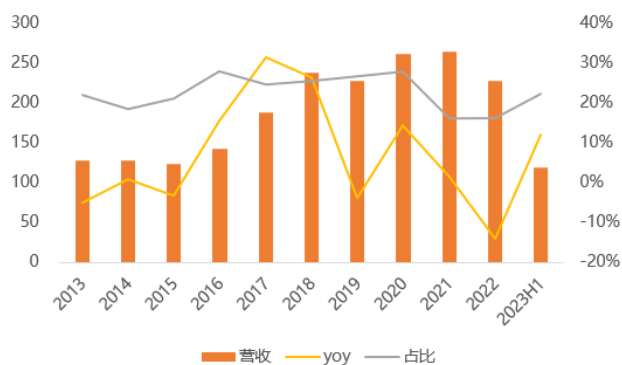
资料来源: wind, 天风证券研究所

3.1. 中集车辆——全球领先的半挂车与专用车高端制造企业

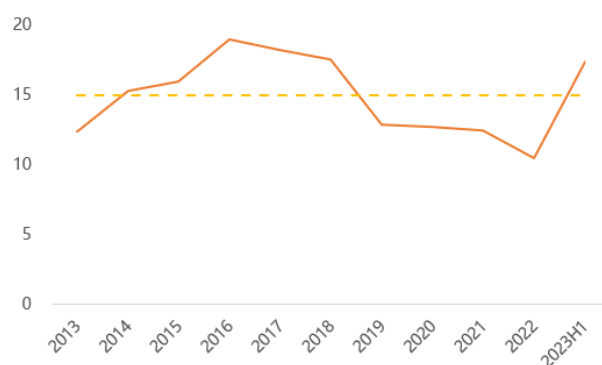
公司道路运输车辆业务 (23H1 营收占比 22.24%, 为第二大板块) 的经营主体为中集车辆, 截止 2023 年 6 月 30 日, 公司持股中集车辆比例约为 56.78%。中集车辆是全球领先的半挂车与专用车高端制造企业, 根据《Global Trailer》发布的 2023 年全球前 50 名半挂车制造商按产量排名数据, 其是全球排名第一的半挂车生产制造商, 连续十一年蝉联榜首。

图 23: 2013-2023H1 公司道路运输车辆业务营收情况 (亿元)

图 24: 2013-2023H1 公司道路运输车辆业务毛利率 (%)



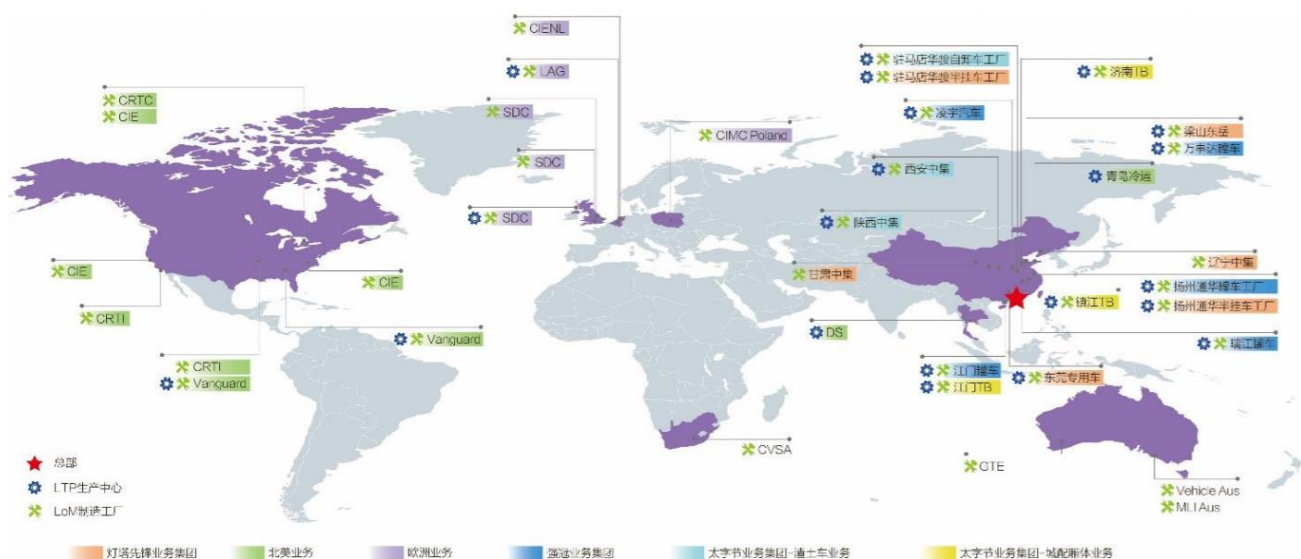
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

中集车辆拥有六大业务或集团: 深耕全球半挂车市场的“灯塔先锋业务集团”、“北美业务”以及“欧洲业务”, 及聚焦专用车上装以及厢体高端制造的“强冠业务集团”、“太字节业务集团-渣土车业务”以及“太字节业务集团-城配厢体业务”, 业务覆盖全球四大主要市场、40 多个国家和地区, 在国内外拥有 23 家“灯塔”工厂。

图 25: 中集车辆六大业务或集团“灯塔制造网络”布局



资料来源: 中集车辆公告, 天风证券研究所

表 2: 中集车辆业务更多聚焦于半挂车市场

六大业务或集团	全球半挂车市场							专用车上装与厢体市场			
	集装箱骨架车	平板车及其衍生车型	侧帘半挂车	厢式半挂车	冷藏半挂车	罐式半挂车	其他特种半挂车	混凝土搅拌车上装	渣土车与载货车上装	冷藏厢体	干货厢体
灯塔先锋业务集团	✓	✓	✓	✓	✓		✓				
北美业务	✓			✓	✓						
欧洲业务	✓	✓	✓	✓		✓	✓				
强冠业务集团						✓		✓			
太字节业务集团-渣土车业务									✓		

太字节业务集
团-城配厢体
业务

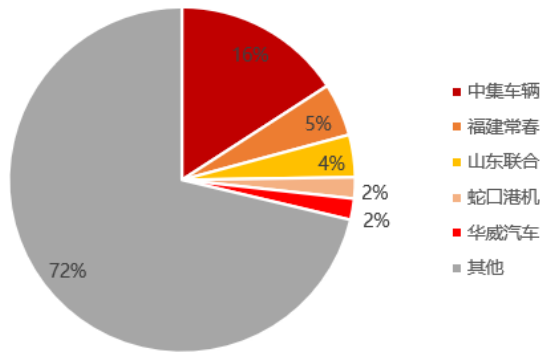
✓ ✓

资料来源：中集车辆公告，天风证券研究所

行业龙头地位稳固，有望受益国内外行业上行：2022 年中集车辆在中国半挂车的市场占有率达 14.45%（主要系国内市场集中度相对较低），连续四年位列全国第一；欧洲 SDC 市占率稳居英国市场第一；混凝土搅拌车在中国市场的占有率达 26.3%，销量连续六年全国第一；整体实力强劲。

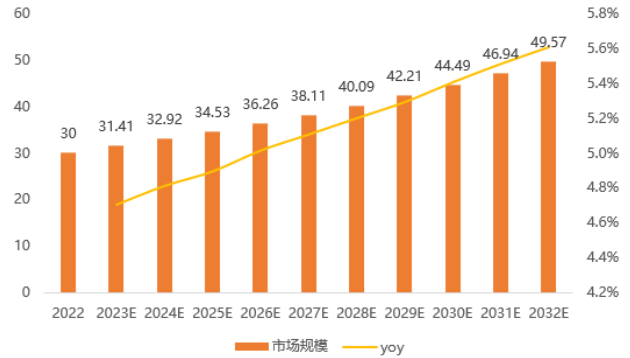
国内来看，随着道路交通网络畅通、国内物流需求回暖，中国半挂车复苏信号增强；海外来看，美国当地制造供需矛盾依然紧张、北美半挂车高需求延续，同时新兴市场带来高增长机会；公司作为半挂车行业龙头，有望显著收益其中。

图 26：2021 年中国半挂车市场集中度



资料来源：立鼎产业研究网，天风证券研究所

图 27：2022-2032 年全球半挂车市场规模稳健增长（十亿美元）



资料来源：Precedence Research，天风证券研究所

3.2. 中集世联达——深耕多式联运赛道

公司物流服务业务（23H1 营收占比 15.08%，为第四大板块）经营主体为中集世联达，其 2021 年主营业务营收规模居国内综合物流行业前三名，截至 2023 年 6 月 30 日，公司持有中集世联达股权比例为 62.7%。

构建全球多式联运物流网络：中集世联达依托全球化网络布局，打造“江、海、陆、铁、空”一体化多式联运产品矩阵，持续探索为客户提供高效、低碳、可视化的物流服务，并针对特定客户提供专业化、个性化的物流解决方案。

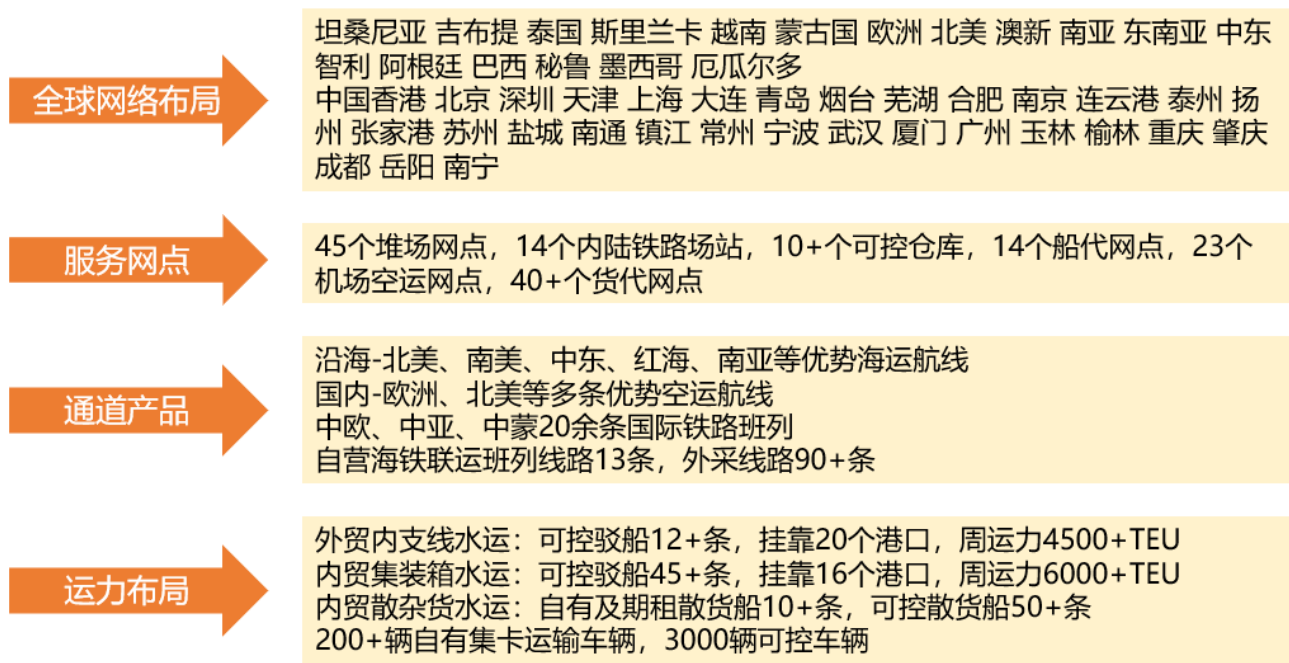
表 3：中集世联达业务简介

产品与服务	内容
一体化多式联运业务	依托全球 140 多个国家/地区拥有的 300 多家海外代理网络打造全球航线产品，拓展班列线路，构筑航空货运服务能力，现已初步构建起“江海铁空路”五流齐备的全球化多式联运网络布局。业务可根据客户的个性化运输需求提供全球范围内的综合物流解决方案，提供端到端的物流服务。
专业物流	聚焦工程项目、汽车、钢铁、大宗散货、化工品、生鲜冷链等细分行业，为客户提供端到端物流解决方案，形成高效、便捷的全产业链模式。
场站及增值服务	场站业务包括集装箱场站及仓库运营、铁路场站、装备租售。为客户提供集装箱堆存、检验、保养、修洗、仓储集运、冷箱技术服务、罐箱堆场、新旧箱租售、码头服务。 增值业务包括业务包括船舶代理、集卡车队、报关报检。为客户提供订舱代理、航线揽货、配载、物资补给、船舶检修、普通货运、集装箱运输、冷藏保温货物运输等服务，并发挥报关报检优势，打造一体化报关平台。

资料来源：中集世联达官网，天风证券研究所

我们认为，物流服务的核心竞争力在于服务能力，并能通过网络效益提升货物运输效率，进而实现降本增效及增强盈利能力。中集世联达打造“全球运全球”的物流网络+“门到门”的服务能力，能够满足不同行业客户的多样性需求，解决错综复杂的全球物流难题，并受益于母公司的运输设备供应、品牌效应等，未来有望稳步成长并贡献业绩增量。

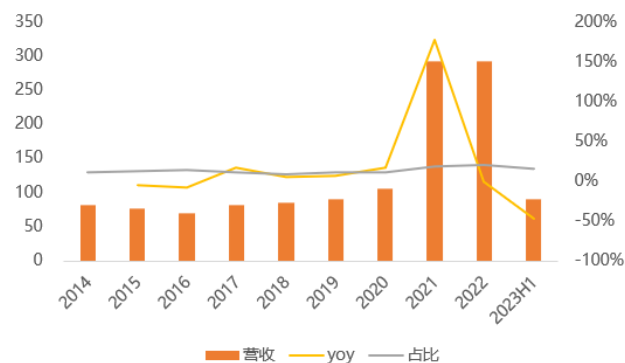
图 28：中集世联达构建全球多式联运物流网络：立足“国内+一带一路”，辐射全球



资料来源：中集世联达官网，天风证券研究所

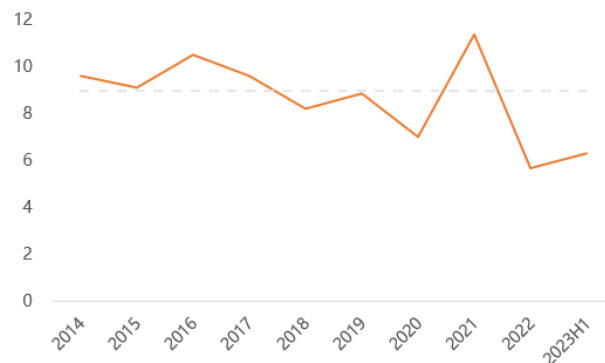
今年上半年我国经济持续恢复，带动国内物流需求回暖，而海外整体物流呈现疲软态势，全球集运、空运运量及运价于期内走低，但“一带一路”跨境铁路呈现增长态势。公司物流服务业务上半年集运及铁路货运量实现增长，但同期海运及空运市场运价低位运行等影响使得业绩下滑。

图 29：2013-2023H1 公司物流服务营收情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：2013-2023H1 公司物流服务毛利率（%）

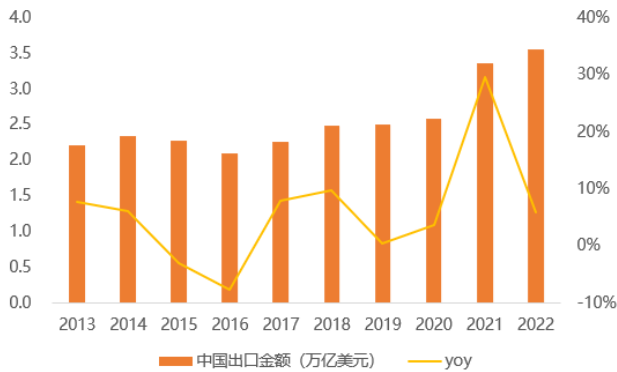


资料来源：wind，天风证券研究所

下半年，公司物流服务业务将大力加强多联产品开发打造，着力整合海运业务条线，快速推进枢纽网点布局，重点建设海外交付能力，深耕行业客户，深化政府合作，并强化科技

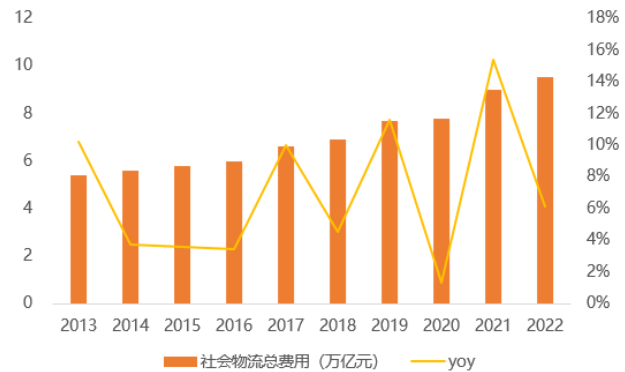
创新能力，驱动运营及发展。

图 31：中国出口金额近年来稳步上升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：中国社会物流总费用逐年上升

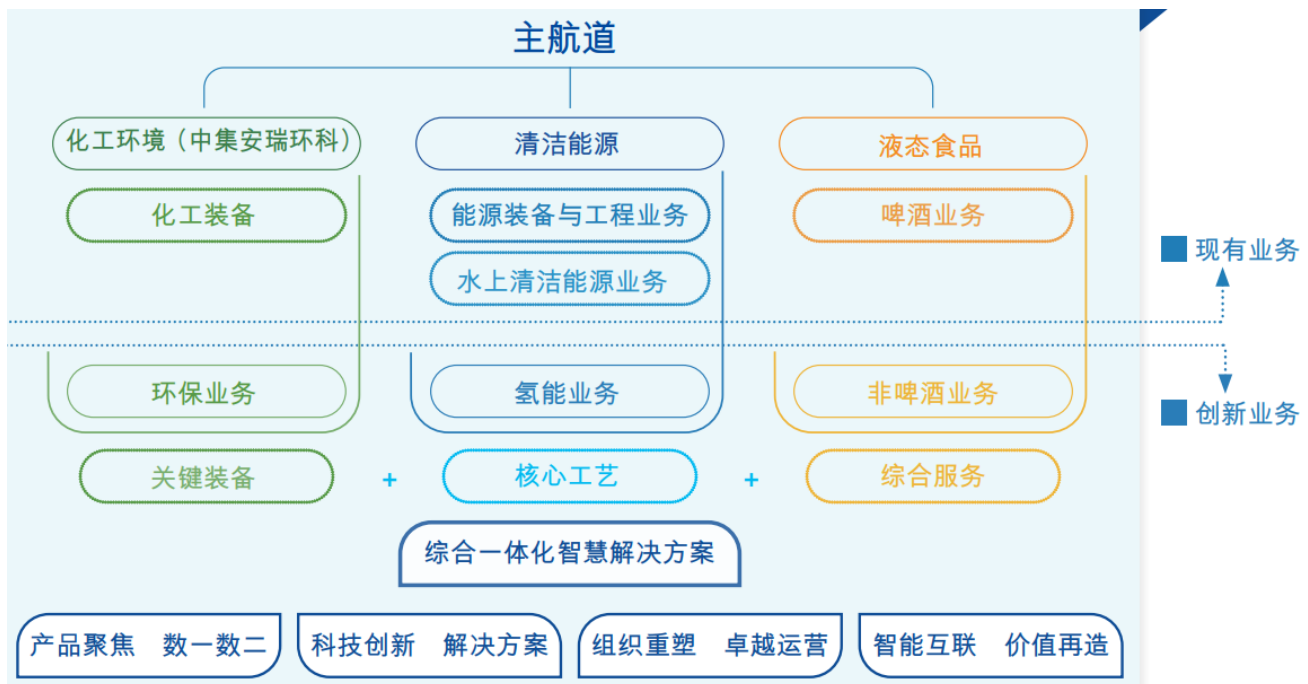


资料来源：wind，天风证券研究所

3.3. 中集安瑞科——清洁能源装备先进智造龙头

公司能源、化工及液态食品装备业务板块（23H1 营收占比 18.8%，为第三大板块）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。其主要经营主体为中集安瑞科，截至 2023 年 6 月 30 日，公司持有中集安瑞科的股权比例约 67.60%。

图 33：中集安瑞科产品组合



资料来源：中集安瑞科官网，中集安瑞科 2022 年 ESG 报告，天风证券研究所

表 4：中集安瑞科重点业务

业务	地位	业务内容
清洁能源	中国领先的围绕天然气和氢能实现全产业链布局的关键装备	以清洁能源 CNG、LNG 储运装备作为重点产品，逐步延伸到 CNG、LNG 的加气站配套设备、城市气化、商业非管网供气的工程服务和整体解决方案。如今业务已

	<p>制造商和工程服务商、也是领先的氢能关键设备和解决方案提供商</p>	<p>覆盖从预处理、液化、运输、储存、再汽化、管输到终端应用的天然气上、中、下游全产业链。</p> <p>LNG 低温罐箱、低温液体运输半挂车、中压气体罐车国内市场占有率稳居第一；高压长管拖车产销量从 2002 年起至今连续全球产量第一；稳占中国低温工程储罐设计 70%以上的市场份额；大型 LNG 接收站和存储站成为世界知名品牌。</p>
化工环境	<p>全球罐式集装箱制造规模最大、系列最全、品种最多、服务链最完善的领先企业</p>	<p>以符合国际多式联运标准的集装化、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，并融合中欧设计和制造优势，实现对货物在物流全程的智能监控与管理，可实现为客户提供现代化的粉末、液态、气态化学品物流整体解决方案。ISO 罐箱产销量从 2004 年起至今稳居世界第一；国内进入核电领域的先锋。</p>
液态食品	<p>液态食品行业的酿造和储运装备的全球领先者，在全球拥有多个知名品牌</p>	<p>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，可向全球市场特别是亚太地区酿酒及食品饮料行业提供专业的交钥匙工程服务。拥有 Holvrieka 和 Ziemann 两大世界领先的啤酒酿造交钥匙工程国际品牌。</p>

资料来源：中集安瑞科官网，中集集团官网，天风证券研究所

中集安瑞科能够提供“**关键装备+ 工艺工程+ 服务**”的综合解决方案，实现完整的产业服务；其中在装备制造环节，其具备欧美先进技术、中国制造优势、关键装备制造能力、全球领先精益化能力等优势；工程服务涵盖从咨询、设计、建设到工程总包等能力，并能够提供海上液化储运解决方案、LNG 多式联运解决方案等多种解决方案。

图 34：中集安瑞科拥有诸多品牌，销售网络遍布全球



资料来源：中集安瑞科官网，中集安瑞科 2022 年 ESG 报告，天风证券研究所

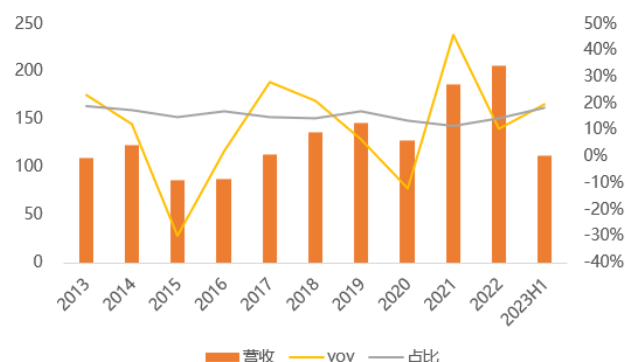
近年来公司能源化工设备板块业绩表现较为稳健，23H1 营收同比增长接近 20%；我们认为，后续在清洁能源、化工环境、液态食品等细分行业向上发展过程中，中集安瑞科基于上述优势或将延续稳健表现，持续为集团贡献业绩增量。

- ✓ **清洁能源：**IEA 预测 2030-2035 年全球能源结构中，LNG 将取代煤炭成为全球第二大能源。国内方面，天然气市场需求预计将持续回暖，陆上清洁能源领域，天然气储气和调节能力将推动中游装备及工业业务需求，同时，经济性的恢复也将驱动下游 LNG 车用瓶等终端设备延续增长。水上清洁能源领域，船舶行业换船需求和绿色航运升级预计将持续进行，刺激以 LNG、LPG 及甲醇作为燃料的船舶新造及改建需求。中集安瑞科凭借全产业链布局 LNG、LPG 等清洁能源的优势，将持续加大对绿色甲醇、液氨和氢能等各类替代清洁燃料的布局。在氢能领域，政策持续助力行业发展，产业技术进步将为终端商业化铺平道路，中集安瑞科将不断深化“制储运加用”全产业链布局及一体化解决方案能力，关注氢能市场变化和机遇。
- ✓ **化工环境：**长期来看，多式联运政策的逐步推广、化工安全要求趋严、跨地区的化工

产业投资等因素，有利于增强罐箱在化工物流领域的渗透率以及促进化工物流行业不断增长，也使罐箱行业市场保持长期上升趋势。另一方面在电解液、半导体等良好前景的驱动下，电解液罐箱、高端内衬罐箱需求将持续增长。在巩固罐式集装箱市场领先地位的同时，公司将大力拓展其应用领域，同时积极提升产品智能化，为客户提供更好的增值服务。

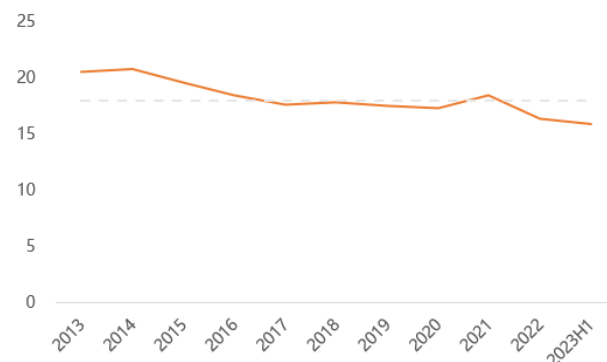
- ✓ **液态食品：**新兴国家的 GDP 增长、消费者对精酿及优质啤酒的偏好、更低卡路里的饮料需求等，带动液态食品分部的长期增长。此外，客户对技术升级及可持续解决方案的需求增加，也带来新的市场空间。公司也将持续关注并把握全球及国内精酿啤酒、白酒、生物制药、烈酒等工厂的升级改造机遇，持续提升中国业务收入占比。

图 35：2013-2023H1 公司能源化工设备业务营收情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：2013-2023H1 公司能源化工设备业务毛利率（%）

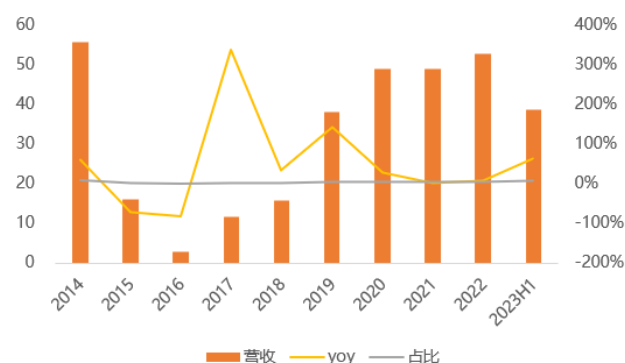


资料来源：wind，天风证券研究所

3.4. 中集来福士——中国领先的高端海洋工程装备总包建造商

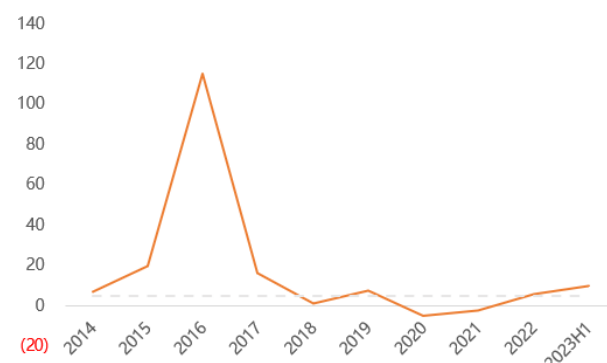
公司主要通过中集来福士运营海洋工程业务，截至 2023 年 6 月 30 日，公司持有其股权比例约 83.3%。海洋工程业务集设计、采购、生产、建造、调试、运营一体化运作模式，提供批量化、产业化总包建造高端海洋工程装备及其它特殊用途船舶的服务，是中国领先的高端海洋工程装备总包建造商之一；主要业务包括各类钻井平台及生产平台的装备建造，海上风电装备的建造及风场运维，特种船舶制造等。

图 37：2013-2023H1 公司海洋工程业务营收情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

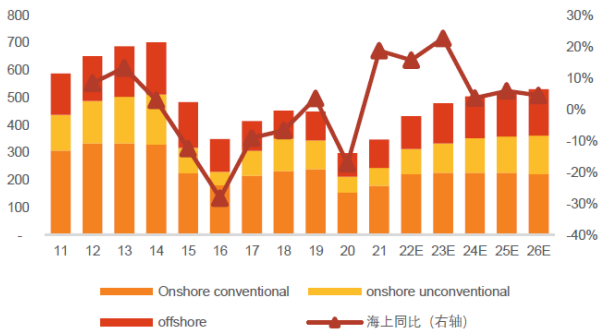
图 38：2013-2023H1 公司海洋工程业务毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

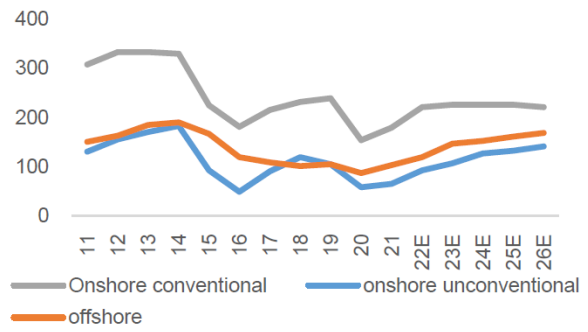
较高的油价水平对油气生产平台仍存在促进作用，综合考虑市场供需前景，钻井平台建造市场进入上行周期的趋势非常明显，FPSO 市场的短期需求确定性高，长期项目储备充足，公司预计未来海工制造商 3-5 年产能利用率将得到大幅提升。公司以海洋油气为基本面，逐步向新能源拓展，形成平抑周期的组合，未来有望受益于海洋油气&新能源共振。

图 39：全球上游资本开支变动情况（十亿美元）



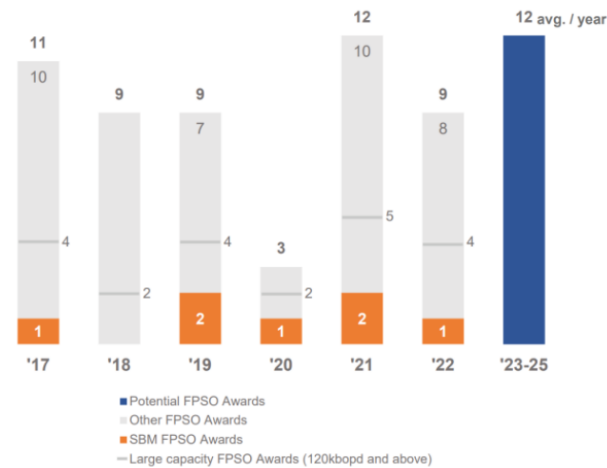
资料来源：IHS，天风证券研究所

图 40：全球各类型油气上游原油开支（十亿美金）



资料来源：IHS，天风证券研究所

图 41：FPSO 市场展望



资料来源：SBM 官网，天风证券研究所

图 42：FPSO 市场展望（分区域）



资料来源：SBM 官网，天风证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 130/146/169 亿元，yoy 分别为 -8%/12%/16%；归母净利润分别为 11/21/28 亿元，yoy 分别为 -67%/99%/33%；我们看好公司未来成长性，首次覆盖并给予“买入”评级！

其中，我们假设公司 2023-2025 年集装箱业务营收增速分别为 -30%/5%/5%，毛利率分别为 14%/18%/22%；假设同期道路运输车辆业务营收增速分别为 15%/15%/15%，毛利率分别为 20%/20%/20%；假设同期能源化工设备业务营收增速分别为 25%/20%/20%，毛利率分别为 15%/15%/15%；假设同期物流服务营收增速分别为 -40%/0%/10%，毛利率分别为 7%/10%/10%。

表 5：公司未来三年营收拆分

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收合计（亿元）	934.98	858.15	941.59	1,636.96	1,415.37	1298.99	1460.79	1687.37
集装箱业务	304.65	193.70	211.04	630.08	435.33	304.73	319.97	335.97
道路运输车辆	236.64	227.71	260.45	263.81	226.73	260.74	299.85	344.83
能源化工设备业务	136.60	145.64	128.40	187.02	206.66	258.33	309.99	371.99
物流服务	85.42	90.55	105.30	291.79	291.29	174.77	174.77	192.25

海洋工程业务	15.63	37.98	48.79	48.88	52.61	84.18	126.26	189.40
空港设备业务	42.27	56.81	59.21	66.51	65.18	58.66	58.66	64.53
单元载具业务			25.99	54.11	22.68	9.07	9.07	9.98
金融	20.19	16.07	15.68	16.91	15.41	11.56	11.56	12.71
其他	21.53	32.32	29.94	45.00	78.26	136.96	150.65	165.72

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

经济周期波动的风险：公司各项主营业务所处的行业均依赖于全球和中国经济的表现，并随着经济周期的波动而变化。近年来，全球经济环境日趋复杂，不确定因素增多，尤其是贸易保护主义将对全球经济和贸易的增长带来负面影响。全球经济环境的变化与风险对公司的经营管理能力提出了更高的要求。

金融市场波动与汇率风险：公司合并报表的列报货币是人民币，汇率风险主要来自以非人民币结算之销售、采购以及融资产生的外币敞口。在全球金融市场持续波动可能导致的人民币对美元汇率波动幅度与频率加大，将为公司外汇和资金管理带来挑战。

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。

用工及环保压力与风险：随着中国人口结构变化、人口红利的逐步下滑，中国制造业的劳工成本不断上升。以机器人为代表的自动化正在成为传统制造业产业未来升级的重点方向之一。此外，中国实行可持续发展战略，日益重视环境保护，对中国传统制造业提出了更高的环保要求。

主要原材料价格波动风险：在公司产品的成本结构中，原材料占比较高。同时，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。今年上半年以来，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，对公司的经营业绩带来不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,442.73	17,111.59	10,391.91	14,758.87	14,072.28
应收票据及应收账款	26,439.15	22,925.76	17,732.75	31,321.58	22,469.67
预付账款	3,447.42	6,023.48	899.36	7,417.15	1,757.06
存货	19,837.12	18,331.55	33,676.65	20,508.87	32,113.64
其他	12,469.61	8,663.97	16,717.10	13,235.73	9,057.01
流动资产合计	78,636.04	73,056.35	79,417.77	87,242.21	79,469.66
长期股权投资	8,469.46	10,531.63	12,031.63	13,531.63	15,031.63
固定资产	34,995.38	39,202.49	38,384.40	37,466.31	36,448.22
在建工程	9,071.78	4,740.88	4,540.88	4,340.88	4,140.88
无形资产	4,543.74	4,367.21	4,012.41	3,657.61	3,302.81
其他	15,784.77	10,073.55	15,833.18	12,758.28	9,921.79
非流动资产合计	72,865.12	68,915.76	74,802.50	71,754.70	68,845.32
资产总计	154,322.50	145,899.95	154,220.27	158,996.91	148,314.98
短期借款	7,204.67	4,370.71	15,663.34	4,000.00	4,000.00
应付票据及应付账款	22,720.46	19,692.06	15,900.94	26,653.90	19,952.45
其他	32,070.14	26,744.10	35,376.81	44,939.40	37,921.94
流动负债合计	61,995.27	50,806.87	66,941.09	75,593.30	61,874.38
长期借款	21,651.73	16,213.92	20,046.80	15,000.00	15,000.00
应付债券	1,234.98	1,896.23	1,500.00	1,500.00	1,500.00
其他	5,033.10	2,135.57	2,000.00	2,000.00	2,000.00
非流动负债合计	27,919.81	20,245.71	23,546.80	18,500.00	18,500.00
负债合计	97,342.41	83,243.87	90,487.88	94,093.30	80,374.38
少数股东权益	11,861.46	14,042.66	14,292.66	14,702.54	15,314.48
股本	3,595.01	5,392.52	5,392.52	5,392.52	5,392.52
资本公积	5,524.10	4,207.80	4,355.26	4,355.26	4,355.26
留存收益	35,214.63	35,897.80	36,648.95	38,138.90	40,054.10
其他	784.89	3,115.31	3,043.00	2,314.40	2,824.24
股东权益合计	56,980.09	62,656.08	63,732.39	64,903.61	67,940.60
负债和股东权益总计	154,322.50	145,899.95	154,220.27	158,996.91	148,314.98

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	8,360.77	4,601.14	1,050.88	2,089.00	2,781.36
折旧摊销	3,014.65	3,105.52	3,172.89	3,272.89	3,372.89
财务费用	1,832.06	(106.97)	1,256.30	1,236.10	749.40
投资损失	(1,268.09)	595.27	(1,575.16)	(1,887.22)	(1,033.80)
营运资金变动	9,661.85	15,881.61	(27,499.28)	14,272.97	(8,387.21)
其它	(1,026.58)	(9,459.11)	(215.60)	(3,121.57)	(2,912.34)
经营活动现金流	20,574.66	14,617.47	(23,809.97)	15,862.18	(5,429.70)
资本支出	1,659.00	7,842.01	1,935.57	1,800.00	1,800.00
长期投资	(629.13)	2,062.17	1,500.00	1,500.00	1,500.00
其他	(3,872.89)	(16,161.76)	(5,509.65)	4,495.87	3,883.33
投资活动现金流	(2,843.02)	(6,257.58)	(2,074.09)	7,795.87	7,183.33
债权融资	(7,635.48)	(15,830.27)	19,488.72	(17,798.64)	(1,807.15)
股权融资	(6,863.59)	1,840.98	(324.34)	(1,492.45)	(633.07)
其他	2,312.09	4,225.93	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(12,186.98)	(9,763.36)	19,164.38	(19,291.09)	(2,440.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,544.66	(1,403.47)	(6,719.68)	4,366.96	(686.59)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	163,695.98	141,536.65	129,898.88	146,078.44	168,736.14
营业成本	134,175.95	119,911.75	112,577.95	124,077.16	142,208.96
营业税金及附加	634.27	550.97	519.60	584.31	674.94
销售费用	2,758.88	2,452.01	2,597.98	2,629.41	3,037.25
管理费用	5,800.86	7,012.07	6,105.25	6,573.53	7,593.13
研发费用	2,252.36	2,463.23	2,273.23	2,556.37	2,952.88
财务费用	1,507.27	(23.52)	1,256.30	1,236.10	749.40
资产/信用减值损失	(4,954.73)	(776.95)	(3,113.63)	(2,455.64)	(2,825.24)
公允价值变动收益	(72.01)	(1,076.84)	(565.37)	(3,696.24)	(3,801.03)
投资净收益	1,268.09	(595.27)	1,575.16	1,887.22	1,033.80
其他	6,853.50	4,114.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	13,471.55	7,505.21	2,464.75	4,156.88	5,927.10
营业外收入	123.97	147.08	179.55	174.80	156.35
营业外支出	300.46	714.44	459.04	467.94	485.47
利润总额	13,295.06	6,937.85	2,185.26	3,863.74	5,597.99
所得税	4,934.29	2,336.71	784.62	1,200.06	1,927.93
净利润	8,360.77	4,601.14	1,400.64	2,663.68	3,670.05
少数股东损益	1,695.45	1,381.92	349.76	574.68	888.69
归属于母公司净利润	6,665.32	3,219.23	1,050.88	2,089.00	2,781.36
每股收益(元)	1.24	0.60	0.19	0.39	0.52

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	73.85%	-13.54%	-8.22%	12.46%	15.51%
营业利润	81.08%	-44.29%	-67.16%	68.65%	42.59%
归属于母公司净利润	24.59%	-51.70%	-67.36%	98.79%	33.14%
获利能力					
毛利率	18.03%	15.28%	13.33%	15.06%	15.72%
净利率	4.07%	2.27%	0.81%	1.43%	1.65%
ROE	14.77%	6.62%	2.13%	4.16%	5.29%
ROIC	13.81%	7.59%	3.76%	4.51%	6.42%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	63.08%	57.06%	58.67%	59.18%	54.19%
净负债率	45.78%	15.26%	58.09%	24.80%	23.14%
流动比率	1.17	1.22	1.19	1.15	1.28
速动比率	0.89	0.93	0.68	0.88	0.77

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	7.21	5.73	6.39	5.96	6.27
存货周转率	9.27	7.42	5.00	5.39	6.41
总资产周转率	1.09	0.94	0.87	0.93	1.10

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	1.24	0.60	0.19	0.39	0.52
每股经营现金流	3.82	2.71	-4.42	2.94	-1.01
每股净资产	8.37	9.01	9.17	9.31	9.76

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	5.66	11.73	35.92	18.07	13.57
市净率	0.84	0.78	0.76	0.75	0.72
EV/EBITDA	2.86	3.97	5.59	4.25	4.04
EV/EBIT	3.17	5.08	7.46	5.66	5.18

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com