

中集集团 (000039)

综合性物流与能源装备龙头，受益集装箱与海工周期回暖

买入 (维持)

2024年01月23日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004
luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书: S0600122080061
weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	1,415	1,307	1,466	1,655
同比	-14%	-8%	12%	13%
归属母公司净利润 (亿元)	32	7	25	33
同比	-52%	-80%	276%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.60	0.12	0.46	0.61
P/E (现价&最新股本摊薄)	13.18	64.53	17.15	12.91

关键词: #困境反转

投资要点

■ 中集集团: 全球集装箱制造龙头, 纵横发展物流、能源装备

中集集团是世界领先的物流装备和能源装备供应商, 集团下有八大业务板块, 集装箱、物流服务、道路运输车辆和能/化/食品装备贡献公司营收近八成, 海工为未来核心增长点: (1) 集装箱: 集团核心业务, 贡献主要收入和利润, 集装箱产销量稳居全球第一, 2022年营收占比32%。(2) 物流服务: 业务覆盖海陆空, 业绩受运价和运量影响, 2022年营收占比21%, (3) 道路运输车辆: 经营主体为上市公司中集车辆, 半挂车销量稳居全球第一, 2022年营收占比17%, (4) 能/化/食品装备: 经营主体为上市公司中集安瑞科, 经营稳健, 2022年营收占比15%。(5) 海工: 经营主体为子公司中集来福士, 业务包括海上钻井平台、油气生产船舶、滚装运输船、特种装备等, 2022年营收占比4%。2023年受益船舶、海工周期复苏, 来福士船舶接单量大幅提升, 截至上半年, 新签15亿美元订单, 同比增长144%, 累计在手订单51亿美元, 同比增长141%, 为后续增长奠定基础。2023年前三季度集团实现营收951亿元, 同比下降13%, 归母净利润5.0亿元, 同比下降84%, 受到集装箱消化积压库存、运价下行、公司规模效应削弱等影响较大。我们判断2023年下半年集装箱业务企稳, 海工业务受益周期复苏, 2024年集团业绩向上拐点。

■ 集装箱: 行业库存周期底部或已出现, 需求有望迎拐点

2022年公司集装箱全球份额超40%, 受行业周期波动影响较大。复盘历史, 板块收入以4-5年为周期波动。2020-2023H1集装箱营收分别为222、660、457和137亿元, 其中2023H1同比-40%, 2023年经历周期波谷。2021年集装箱的过剩生产是2023年全球集装箱需求不足的主要原因。随库存箱消化, 2024年行业需求将迎拐点。2023Q2以来, 公司集装箱销售情况已明显改善, 其中干箱Q2和Q3环比增长分别119%和18%, 冷藏箱Q2环比增长226%, 同比增长9%, Q3受季节性因素影响同环比小幅下滑。且公司集装箱业务盈利能力受规模效应影响较大, 2020-2023H1毛利率分别为14.7%、25.6%、23.6%和16.5%, 其中2023H1同比-6.71pct。我们判断2024年随下游需求回暖, 公司规模效应下盈利能力修复, 集装箱板块业绩将触底反弹。

■ 海工业务: 受益船舶、海工周期回暖, 公司订单高增迎盈利拐点

我们认为集团海工业务下游景气向好: (1) 海上油气: 油价高企于盈亏平衡点, 油公司资本开支稳中有升, 公司的海上钻井平台与FPSO接单量有望持续增长, (2) 特种船舶: 受益海上风电发展、国产汽车出海, 公司的风电安装船和滚装船订单有望持续增长。2023Q1-Q3公司海工业务实现营收67.3亿元, 同比增长70.5%, Q1-Q3同比减亏60.6%, Q3环比减亏29.7%。其中, 烟台中集来福士海洋科技集团有限公司已于2023Q2及Q3实现盈利。随在手订单兑现, 海工将成为公司未来业绩核心贡献点。

■ 盈利预测与投资评级: 我们判断公司集装箱业务2023年下半年企稳回升, 海工业务迎复苏拐点, 2024年业绩有望触底反弹。我们预计2023-2025年公司归母净利润为6.6/24.7/32.9亿元, 当前市值对应PE 65/17/13倍, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.87
一年最低/最高价	6.31/8.50
市净率(倍)	0.93
流通 A 股市值(百万元)	18,112.07
总市值(百万元)	42,439.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.49
资产负债率(% ,LF)	58.65
总股本(百万股)	5,392.52
流通 A 股(百万股)	2,301.41

相关研究

《中集集团(000039): 收储拆迁带动业绩同比+77%, 资产优化持续推进》

2018-10-30

《中集集团(000039): 中报业绩同比+21.1%, 车辆与能化板块为主要驱动力》

2018-08-29

内容目录

1. 全球集装箱制造龙头，纵横发展物流、能源装备	5
1.1. 集装箱产销量世界第一，各非箱业务处于行业领先水平	5
1.2. 2023 年业绩底部调整，高质量经营穿越周期	7
2. 集装箱业务：集运船舶陆续交付，看好 2024 年需求改善	9
2.1. 宏观视角：库存周期底部或已出现，看好 2024H2 集运需求回升	9
2.2. 行业视角：2024 年新船交付驱动集装箱需求增长	11
2.3. 公司视角：2023 年为集装箱业务低谷期，Q2 以来销售情况持续改善	14
3. 海洋工程业务：订单同比高增长，迎来盈利转折点	16
3.1. 海上油气板块：下游需求增长，油气开采由陆地走向深海	16
3.2. 特种船舶：风电安装船迎订单交付高峰，汽车出口赋能滚装船市场	20
3.3. 公司视角：订单同比高增长，盈利迎向上拐点	21
4. 盈利预测与投资建议	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1:	中集集团以集装箱制造业务为起点, 在物流、能源装备领域纵向、横向不断发展.....	5
图 2:	2022 年中集集团营业收入构成.....	6
图 3:	公司海外营收占比常年在 50%左右波动	7
图 4:	2016-2018Q1-Q3 公司营业收入及增速	7
图 5:	2016-2018Q1-Q3 公司归母净利润及增速	7
图 6:	2016-2023Q1-Q3 公司毛利率及净利率	8
图 7:	2016-2023Q1-Q3 公司期间费用率波动下降	8
图 8:	2019-2022 年公司净现比持续提升	8
图 9:	2016-2023Q1-Q3 公司资产周转率呈下降趋势	8
图 10:	世界前二十大港口集装箱吞吐量增速与全球 GDP 增速呈正相关.....	9
图 11:	中美产成品库存与需求侧库存周期存在错位.....	9
图 12:	中国集装箱产量与产成品库存周期密切相关.....	9
图 13:	中国工企产成品库存同比增速持续下行.....	10
图 14:	中国 PPI 同比增速低位徘徊.....	10
图 15:	美国零售+批发商库存周期接近被动去库阶段	10
图 16:	美国 PPI 同比增速明显改善.....	10
图 17:	世界货物贸易量自 2022 年 11 月起同比下滑.....	11
图 18:	中国出口集装箱运价持续下跌.....	11
图 19:	2021 年全球集装箱产量远超历史均值.....	11
图 20:	2023 年受贸易下行影响全球集装箱保有量下降.....	11
图 21:	2023-2025 年集装箱船运力迎来交付高峰	12
图 22:	2024 年全球集装箱船运力同比+9%.....	12
图 23:	运力集中交付&集装箱保有量下降带来集装箱需求缺口	12
图 24:	2024 年全球集装箱产量有望恢复增长.....	13
图 25:	集装箱产量大致测算关系	13
图 26:	2023Q1-Q3 中国集装箱产量与价格同步下降	13
图 27:	2022 年公司集装箱产量份额同比提升.....	14
图 28:	全球集装箱制造产能充足.....	14
图 29:	2023H1 公司集装箱业务收入同比-40%.....	15
图 30:	2022 年公司集装箱业务扣非净利率为 12%	15
图 31:	2023Q2-Q3 公司干箱销量分别环比+119%、18%.....	15
图 32:	2023Q2 公司冷藏箱销量环比+226%	15
图 33:	公司海洋工程业务布局.....	16
图 34:	OPEC+减产导致 2024 年全球原油供需错配	17
图 35:	亚太地区将贡献 70%的天然气需求增量	17
图 36:	巴西海洋石油产量增速持续提升.....	17
图 37:	钻井平台产能利用率.....	17
图 38:	钻井平台日租费率持续提升.....	18
图 39:	存量钻井平台资产增值.....	18
图 40:	深水油气项目单井累计产量远高于平均值.....	18
图 41:	2023-2024 年已承诺石油项目逐渐走向深海	18
图 42:	2021-2025 年海上油气项目数量高增长	19

图 43:	2024 年海上油气资本开支同比+29%.....	19
图 44:	半潜式钻井平台适用于深水及超深水钻井.....	19
图 45:	2024-2026 年预计年均授予 11 艘 FPSO 订单.....	19
图 46:	2024 年全球海风新增装机容量超 22GW.....	20
图 47:	2023-2024 年海上风电安装船迎来订单交付高峰.....	20
图 48:	2023H1 海上风电安装船订单需求放缓.....	20
图 49:	国产新能源车推动中国汽车出口高增长.....	21
图 50:	汽车船运价格高.....	21
图 51:	PCTC 运力缺口将持续至 2025 年.....	21
图 52:	2021-2023H1 PCTC 新签订单量.....	21
图 53:	2023Q1-Q3 公司海工业务营收高速增长.....	22
图 54:	2022 年以来公司海工业务持续减亏.....	22
图 55:	2019-2023Q1-Q3 公司海工业务新签订单.....	22
图 56:	2019-2023Q1-Q3 公司海工业务在手订单.....	22
图 57:	2023Q1-Q3 公司海工业务订单建造及交付情况.....	23
图 58:	2022-2023Q1-Q3 公司海工业务新签订单拆分 (单位: 亿美元).....	23
图 59:	2022-2023Q1-Q3 公司海工业务新签订单结构 (单位: %).....	23
图 60:	2017-2023H1 公司金融及资产管理业务营收和净利润情况.....	24
图 61:	截至 2023Q3 末, 公司剩余 3 座半潜式钻井平台以及 1 座半潜生活平台等待出租.....	24
图 62:	中集集团收入拆分表 (2021-2025E).....	26
表 1:	可比公司估值表 (2024/1/23).....	27

1. 全球集装箱制造龙头，纵横发展物流、能源装备

1.1. 集装箱产销量世界第一，各非箱业务处于行业领先水平

中集集团是世界领先的物流装备和能源装备供应商。集团创立于1980年，1994年在深交所上市，2012年在港交所上市，当前在亚洲、北美、欧洲、澳洲等地区拥有300余家成员企业，中集车辆（A+H股）、中集安瑞科（H股）、中集天达（拟创业板上市）3家上市公司。中集集团下分八大业务板块，其中集装箱、物流服务、道路运输车辆和能/化/食品装备贡献公司营收近八成，集装箱与海工为短中期主要看点。

图1：中集集团以集装箱制造业务为起点，在物流、能源装备领域纵向、横向不断发展

80年代	90年代	00年代	10年代	20年代
中集公司成立 1982	中远入股，国资持股90% 1987	深交所上市 1994	港交所上市 2012	深圳资本成为最大股东 2020 营收首次破千亿 2021
集装箱制造	1996年 与外资合资经营 干箱产量跃居全球第一	1999年 引进罐箱技术	2011年 建成全球最先进集装箱生产线“梦工厂”	2015年 赢得美国“双反”调查
物流服务	1996年 引进冷藏箱技术	2001年 将交通运输装备及服务行业纳入战略规划	2013年 并购振华物流	2017年 出售中集电商，与顺丰战略合作
道路运输车辆	2002年 启动厢式半挂车业务	2006年 中集道路运输车辆产销量世界第一	2009年 启动重卡业务	2018年 中集车辆港股上市
空港与物流装备、消防与救援设备	1992年 中集天达成立	2005年 登机桥业务成为全球第一	2013年 成为中国消防最反收购德利国际大单一股东	2014年 海外成功上市
循环载具				2018年 中国消防更名为中集天达，并在港股上市
能源、化工及液态食品	1999年 平台起点	2007年 收购博格工业拓展罐式储运业务	2007年 收购港股上市公司安瑞科 拓展燃气能源装备业务	2008年 拓展CNG、LNG、LPG业务
海洋工程		2008年 收购来福士拓展海油开发装备和海工业务	2012年 首次获得世界顶尖船运公司的大型集装箱船批量订单	2014年 深水半潜式钻井平台批量交付
其他		2010年 拓展模块化建筑业务	2010年 拓展金融业务业务 成为澳洲营地房主流供应商	2015年 成功实现我国首次可燃冰试采
				2022年 子公司中集环科A股创业板首发过会
				2021年 交付全球首座十万吨级深水半潜式生产储油平台
				2020年 整合多家企业成立中集载具
				2022年 交付全球最大双燃料冰级滚装船

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务看：

(1) 集装箱：2022年营收占比32%。中集集装箱产量全球第一，干箱/冷藏箱全球市占率常年50%以上。集装箱业务经营主体为中集集装箱（公司持股100%），主要产品包括标准干货箱、标准冷藏箱和特种箱。2022年中集集装箱净利润为52亿元，贡献公司主要利润。据德路里（Drewry）报告，2022年公司标准干货集装箱、冷藏箱、特种集装箱产量均保持全球第一，其中干箱、冷藏箱的市占率均常年保持在50%以上。

(2) 物流服务：2022年营收占比21%，全球化布局和运营规模国内领先。物流服务的经营主体为中集世联达，主要大客户行业为光伏、能源化工、机械工业等。中集世联达2022年净利润3.8亿元，占中集集团整体净利润比重相对较低。

(3) 道路运输车辆：2022年营收占比17%，经营主体为A股上市子公司中集车辆，半挂车全球销量第一。中集车辆是全球领先的半挂车和专用车高端制造企业，自2013年起连续十年半挂车产量全球第一。公司深耕“跨洋经营”，近年海外市场表现亮眼。

(4) **能源、化工及液态食品装备**: 2022 年营收占比 15%，经营主体为 H 股上市公司中集安瑞科。产品以能源、化工和液态食品装备三个行业各类运输、储存及加工装备的研发生产为主。2022 年该业务板块实现净利润 10.4 亿元，对公司净利润贡献较大。

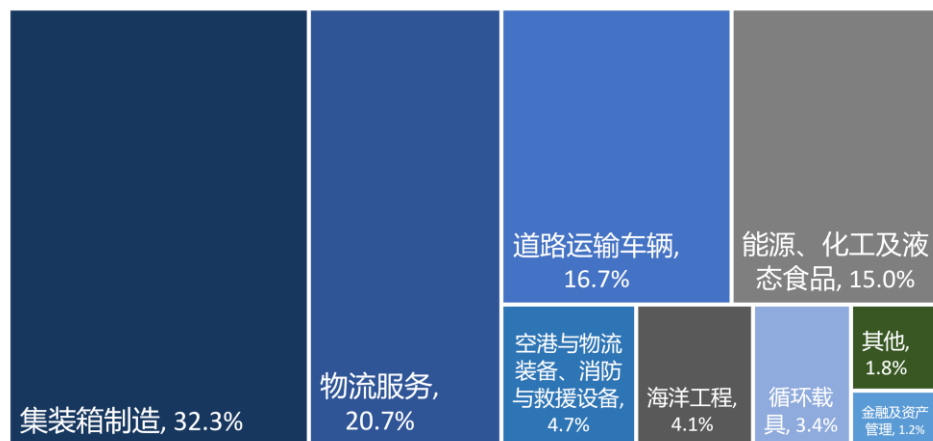
(5) **空港与物流装备、消防与救援设备**: 2022 年营收占比 5%。经营主体为创业板上市公司中集天达。产品包括旅客登机桥、机场地面支持设备、机场行李处理系统、消防车等。中集天达 2022 年净利润 2.0 亿元，占中集集团整体净利润比重相对较低。

(6) **海洋工程**: 2022 年营收占比 4%，经营主体中集来福士为国内最领先的高端海工装备总包商之一，主要产品包括海上钻井平台、油气生产船舶、滚装运输船、特种装备等，同时能够为客户提供各类海工装备及船舶的租赁服务。

(7) **循环载具**: 2022 年营收占比 3%，经营主体为子公司中集载具，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循环载具。

(8) **金融及资产管理**: 经营主体为中集财务和中集海工资产管理。2022 年营收占比 1%。

图2: 2022 年中集集团营业收入构成



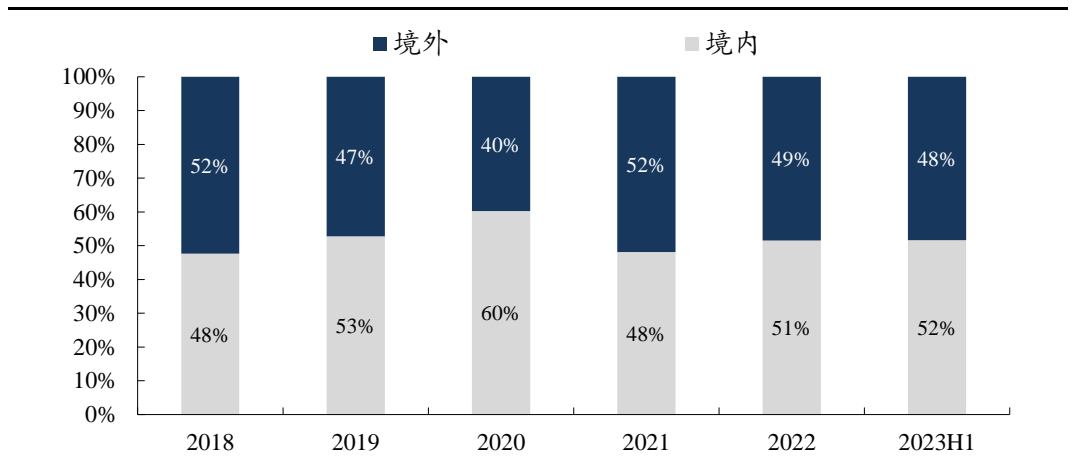
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

全球化集团运营, 不断整合行业优质资源。

1) **全球化经营模式**: 公司在亚洲、北美、欧洲、澳洲等地区拥有 300 余家成员企业, 客户和销售网络遍布全球 100 多个国家和地区。以道路车辆运输为代表的部分业务遵循“跨洋经营, 当地制造”模式, 能够降低生产和运输成本, 提升售后竞争力和运维能力。

2) **擅长资本运作**: 公司能源化工及液态食品装备、空港与物流装备、消防与救援设备板块借助收购实现借壳上市, 多次通过并购掌握海内外优质资产, 引入先进技术, 服务战略布局纵向延伸。

图3: 公司海外营收占比常年在 50%左右波动

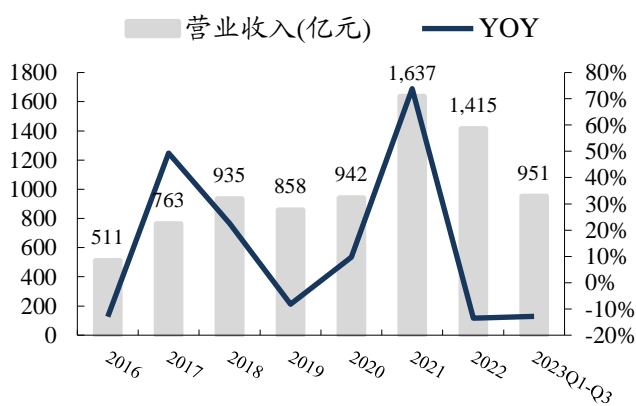


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 2023 年业绩底部调整, 高质量经营穿越周期

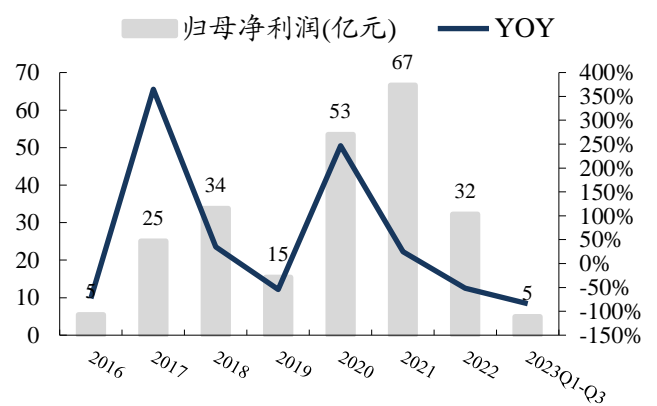
业绩波动上行, 2023 年进入底部调整阶段。复盘历史, 2008-2022 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 8.1%和 6.1%, 整体呈波动上行趋势, 同比增速的波动周期平均约 3-4 年。2020-2021 年, 公司营收经历快速上行阶段, 分别同比+9.7%和 73.9%, 归母净利润分别同比+246.9%和 24.6%。2022 年起, 受到集装箱需求回落影响, 公司业绩同比有所回落, 2023Q1-Q3 公司营收和归母净利润分别同比-12.8%和-84.1%。我们判断 2024 年随集装箱制造业务以及海工业务改善, 公司业绩有望迎来新一轮向上周期。

图4: 2016-2018Q1-Q3 公司营业收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2016-2018Q1-Q3 公司归母净利润及增速

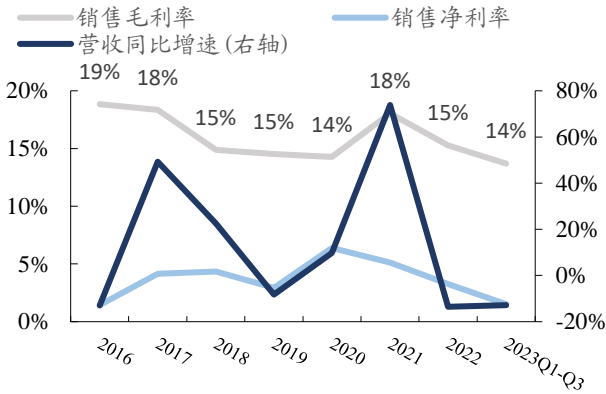


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利能力受规模效应影响较大, 2024 年有望持续修复。2023Q1-Q3 公司销售毛利率 13.7%, 同比-1.9pct, 销售净利率 1.5%, 同比-2.3pct。总的来看, 公司成本费用刚性

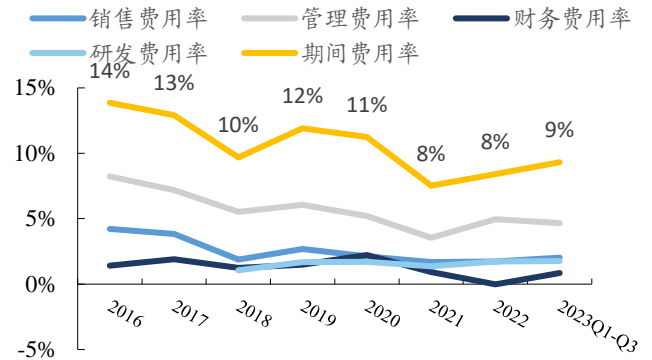
较明显，盈利能力受规模效应影响较大：2016 以来公司期间费用率随收入体量增长，整体呈下降趋势，2023Q1-Q3 公司销售期间费用率 9.3%，同比+1.9pct。随收入端恢复增长，2024 年盈利水平有望得到改善。

图6：2016-2023Q1-Q3 公司毛利率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

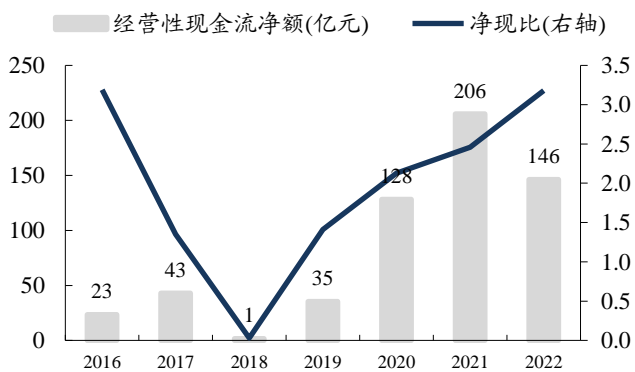
图7：2016-2023Q1-Q3 公司期间费用率波动下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

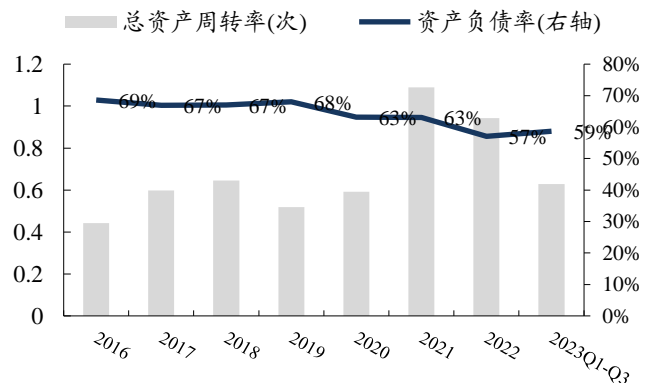
现金流表现良好，经营稳定性高。 现金流方面，2019-2022 年公司净现比持续提升，资金流充足，也侧面反映出公司作为行业头部，对上下游具备较强的议价能力。运营效率方面，受集装箱行业需求旺盛影响，2021-2022 年公司资产周转率显著提升，2023Q1-Q3 公司资产周转率已回归至 0.63，接近 2016-2020 年均值 0.56。财务风险方面，2016 年以来公司资产负债率呈下降趋势，2023Q1-Q3 约为 58.7%。高质量的经营带来充足的现金流和较低的财务风险，公司永续经营能力持续提升。

图8：2019-2022 年公司净现比持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2016-2023Q1-Q3 公司资产周转率呈下降趋势



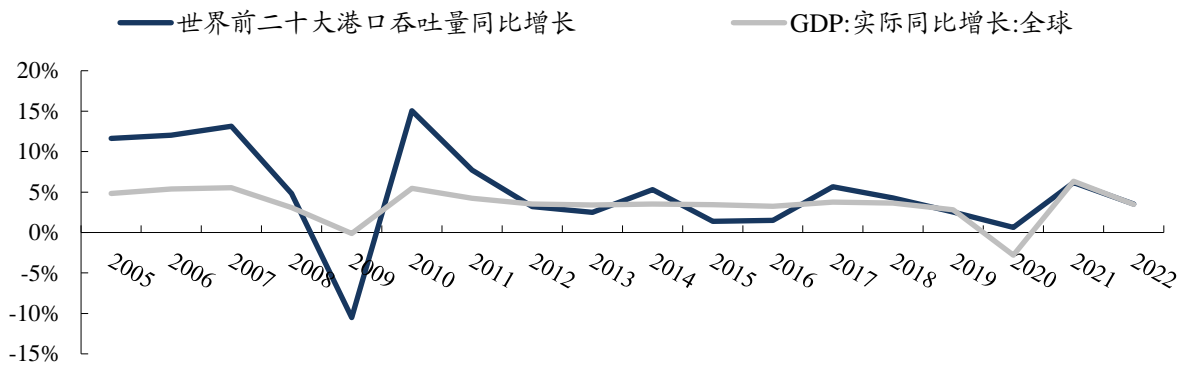
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 集装箱业务：集运船舶陆续交付，看好 2024 年需求改善

2.1. 宏观视角：库存周期底部或已出现，看好 2024H2 集运需求回升

集装箱运输的下游需求来自全球商品贸易，与宏观经济形势高度相关。观察世界前二十大港口吞吐量可以发现，当全球 GDP 增速上行时，港口吞吐量增速相应增长；2009 年和 2021 年全球 GDP 同比下降，港口吞吐量增速相应下滑。2012 年以后世界前二十大港口吞吐量增速基本围绕全球 GDP 增速上下波动。

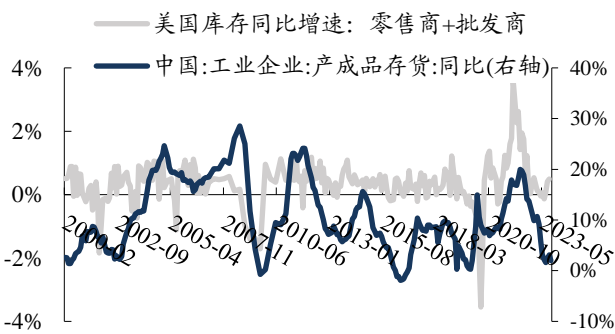
图10：世界前二十大港口集装箱吞吐量增速与全球 GDP 增速呈正相关



数据来源：维基百科，海运网，东吴证券研究所

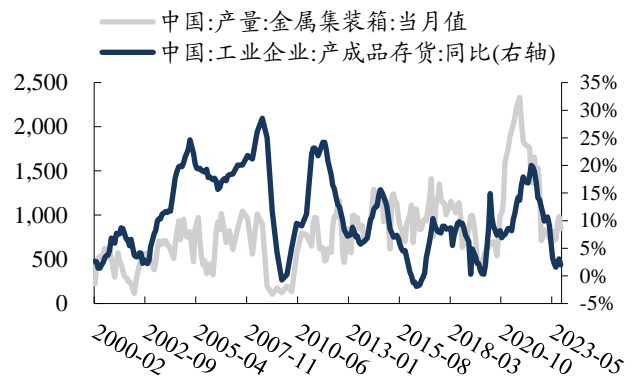
库存作为反映经济与贸易趋势的重要指标，其周期波动能够显著影响集装箱需求。中美分别是全球最大货物出口国和最大消费市场，中国工业产成品库存与美国零售+批发商库存存在互补关系，中国更多作为商品的供给方，而美国则更多体现为商品的需求方。供给和需求的两端变动，会对世界贸易造成影响，最终影响集装箱的产量。回顾历史可以发现中国的集装箱产量与工业企业产成品库存呈现明显的正相关性。

图11：中美产成品库存与需求侧库存周期存在错位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：中国集装箱产量与产成品库存周期密切相关

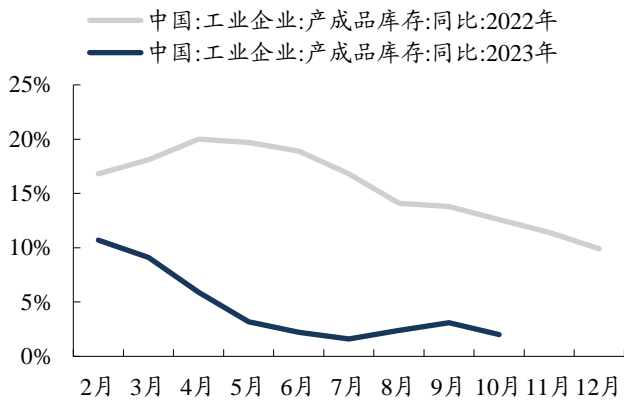


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024H1 中美相继进入被动去库阶段，看好 2024H2 全球集装箱运输需求回升：

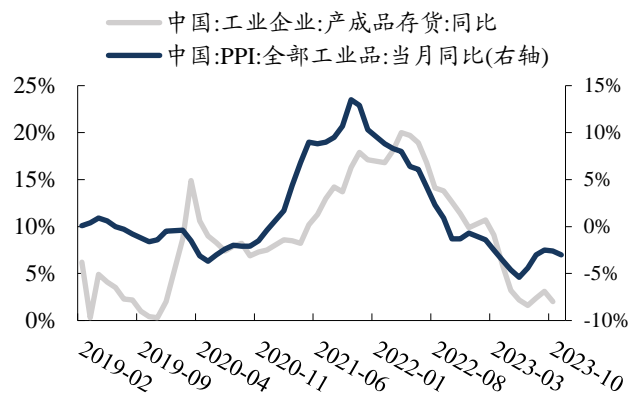
(1) 中国：需求侧低位徘徊，主动去库阶段或持续至 2024Q1。反映需求指标的 PPI 同比增速于 2022 年 10 月开始负增长持续至今已有 14 个月，2023 年 11 月仍同比-3.0%。鉴于上一轮的 PPI 下行周期由 2019 年 7 月持续至 2020 年 12 月历经 17 个月，我们判断本轮需求侧负增长有望在 2024Q1 实现转正，国内工企产成品库存进入被动去库阶段。

图13：中国工企产成品库存同比增速持续下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

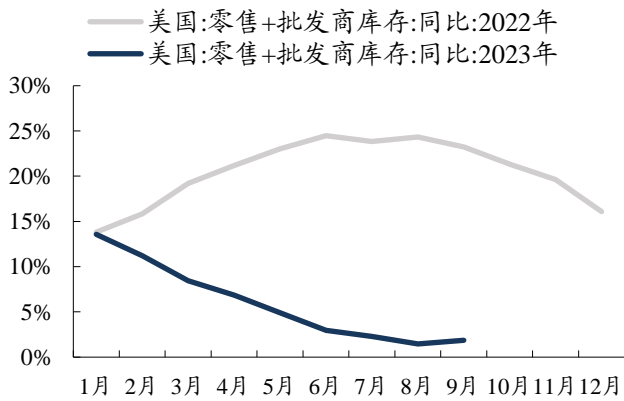
图14：中国 PPI 同比增速低位徘徊



数据来源：Wind，东吴证券研究所

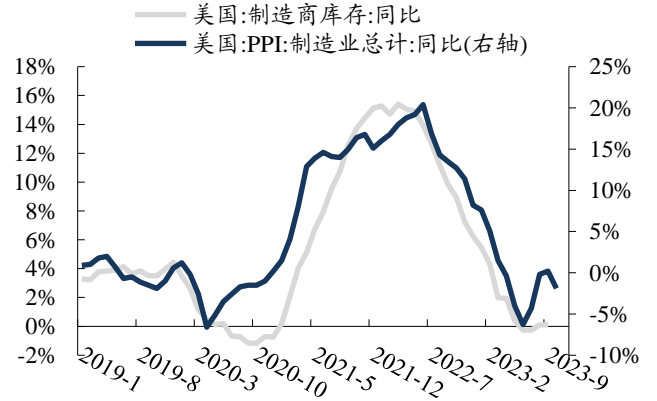
(2) 美国：需求侧改善，2024Q1 有望率先进入被动去库阶段。美国零售+批发商库存周期由 2022 年 9 月转为去库并延续至今已有 13 个月，长于历史平均（1968 年以来平均 8 个月）。需求侧，美国 PPI 同比增速自 2023 年 6 月达到低点后明显改善，至 2023 年 11 月同比-1.9%，有望率先进入被动去库阶段。

图15：美国零售+批发商库存周期接近被动去库阶段



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：美国 PPI 同比增速明显改善

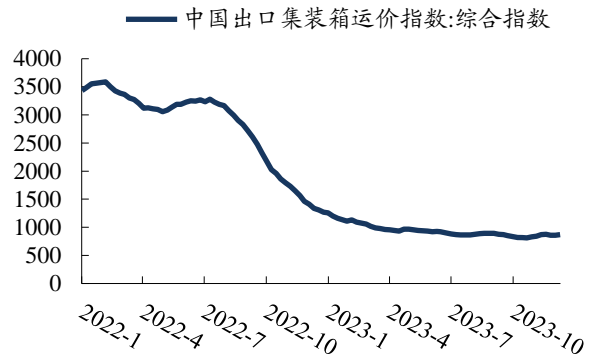
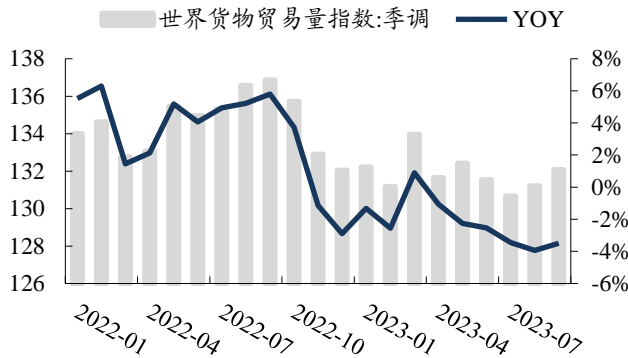


数据来源：Wind，东吴证券研究所

当前中美去库存周期形成共振，短期内集运需求下降。受中国去产能以及美国消费需求下滑影响，自2022年11月起世界货物贸易量同比持续下滑；供需关系反映到价格上，2022Q3起中国出口集装箱运价持续下跌，目前已进入稳定阶段。随着2024H1中美相继进入被动去库阶段，我们看好2024H2全球集运市场在需求和供给端均能有所回升，集装箱制造行业相应重回景气度上行周期。

图17: 世界货物贸易量自2022年11月起同比下滑

图18: 中国出口集装箱运价持续下跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 行业视角: 2024年新船交付驱动集装箱需求增长

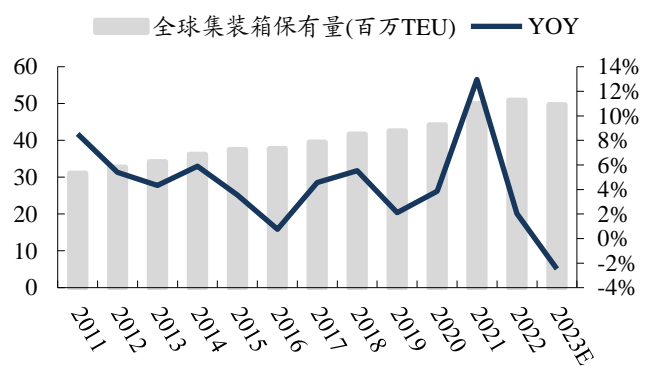
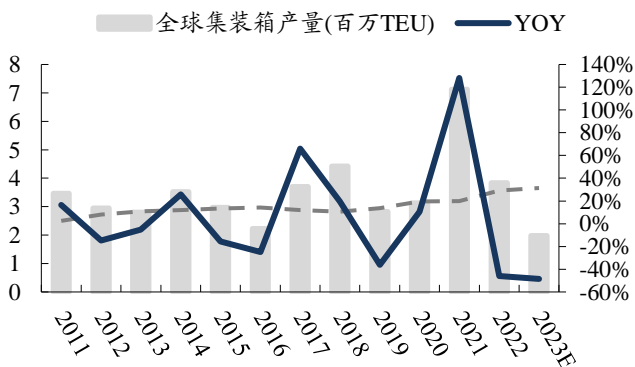
回顾历史，2021年集装箱的过剩生产是2023年行业景气下行的主要原因。

(1)2021年超量生产造成约393万TEU的集装箱过剩: 2021年世界经济从疫情中走向恢复，刺激集装箱需求激增，全年产量达到713万TEU的历史峰值，高于2011-2020年历史平均产量320万TEU。

(2)2023年仍处存量集装箱消化阶段,新箱生产停滞: 2023年受国际经济环境影响，世界货物贸易量下行，全球集装箱保有量下滑；且新箱生产停滞，全年产量预计为198万TEU，同比-49%，低于2013-2022年历史平均产量366万TEU。

图19: 2021年全球集装箱产量远超历史均值

图20: 2023年受贸易下行影响全球集装箱保有量下降

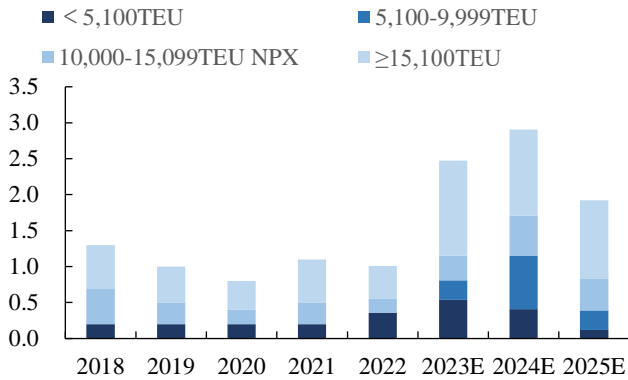


数据来源: Drewry, 东吴证券研究所 (注: 虚线代表过去十年平均产量)

数据来源: Drewry, 东吴证券研究所 (注: 虚线代表过去十年平均产量)

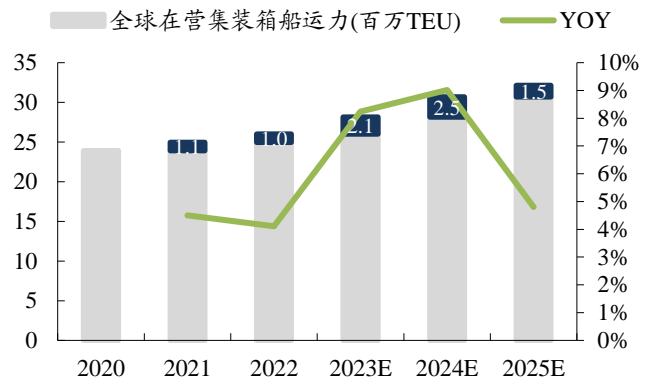
2023-2025 年集装箱船迎来交付高峰，运力增长是新集装箱生产的主要驱动力。根据 Alphaliner 数据，2023-2025 年全球集装箱船交付运力分别达到 247、291、192 万 TEU；考虑到旧船的替换，2023-2025 年全球集装箱运力分别增长 214、254、147 万 TEU，分别同比增长 8%、9%、5%。不考虑航运公司停航的影响，新船交付需要配备相应运力的集装箱，有望推动集装箱生产需求的增长。

图21: 2023-2025 年集装箱船运力迎来交付高峰



数据来源: Alphaliner, 东吴证券研究所 (单位: 百万 TEU)

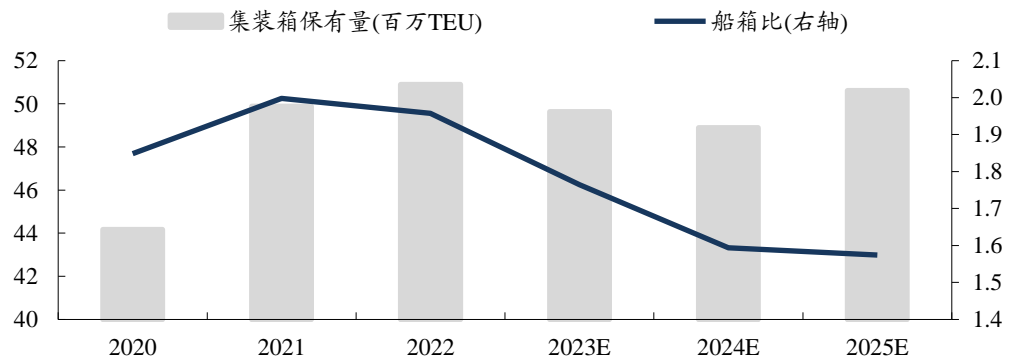
图22: 2024 年全球集装箱船运力同比+9%



数据来源: Alphaliner, 东吴证券研究所

短期内集运船运力增长，集装箱保有量下降，带来集装箱需求缺口。根据 Drewry 数据，由于旧箱的大量替换，2023-2024 年全球集装箱保有量持续下滑，分别同比-2.5%和-1.5%；叠加运力增长因素，船箱比分别为 1.76 和 1.59，快速下降。然而，由于中美贸易战导致短途运输增加，以及厄尔尼诺现象造成航速减慢，实际运输过程中的船箱比有所提升。集装箱运力需求与保有量的错配将带来集装箱制造需求的增长。

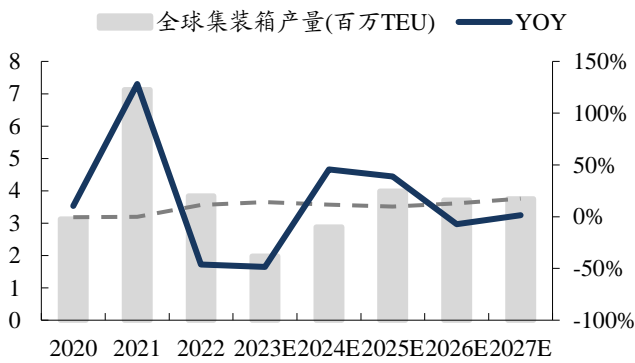
图23: 运力集中交付&集装箱保有量下降带来集装箱需求缺口



数据来源: Alphaliner, Drewry, 东吴证券研究所

受新船交付推动，2024 年全球集装箱生产有望恢复增长，但仍低于历史平均。根据 Drewry 数据，2024 年全球集装箱产量预计为 288 万 TEU，同比+46%，重回上升周期。我们注意到 2014-2023 年历史平均产量约 357 万 TEU，2024 年预测产量仍低于历史均值，至 2025 年以后全球集装箱生产才有望恢复至正常水平。尽管仍有大量过剩集装箱等待消化，考虑到 2024H2 全球集运需求有望回升，我们对 2024 年全球集装箱制造增长持谨慎乐观态度。

图24：2024 年全球集装箱产量有望恢复增长



数据来源：Drewry，东吴证券研究所（注：虚线代表过去十年平均产量）

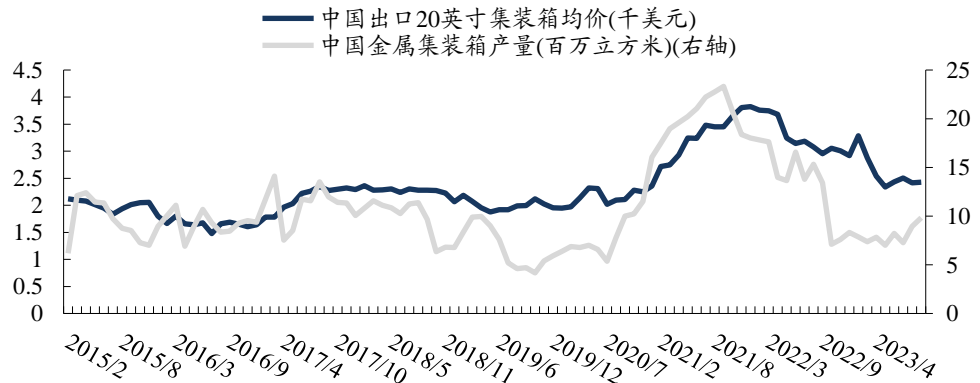
图25：集装箱产量大致测算关系

单位：百万 TEU	2023E	2024E
历史平均集装箱产量①	3.66	3.57
过剩集装箱②	1.68	2.25
集装箱总量减少③	1.26	0.74
新增运力④	2.14	2.54
当年集装箱产量⑤	2.00	2.96
⑤=①-②-③+前一年新增运力*0.4+当年新增运力*0.6		
2021年过剩集装箱393万TEU；2023年消化过剩集装箱168万TEU		

数据来源：Alphaliner，Drewry，东吴证券研究所测算（注：①历史平均集装箱产量为过去十年平均产量）

集装箱制造行业供给端格局良好，截至 2023Q3 末下游需求仍处低点，静待量价齐升周期。(1)需求端：自 2022Q4 以来，中国集装箱产量持续处于低位，国内出口集装箱价格也相应走低，截至 2023Q3 末集装箱下游需求端反转点还未到来。价格是供需关系博弈的结果，集装箱价格与产量呈明显的正相关性，一旦下游需求向好，集装箱制造行业有望重回量价回升周期。

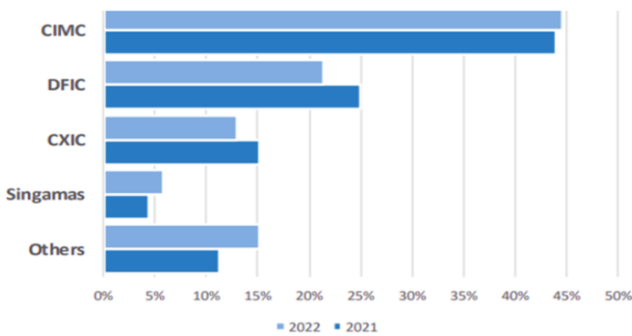
图26：2023Q1-Q3 中国集装箱产量与价格同步下降



数据来源：Wind，中国海关总署，东吴证券研究所

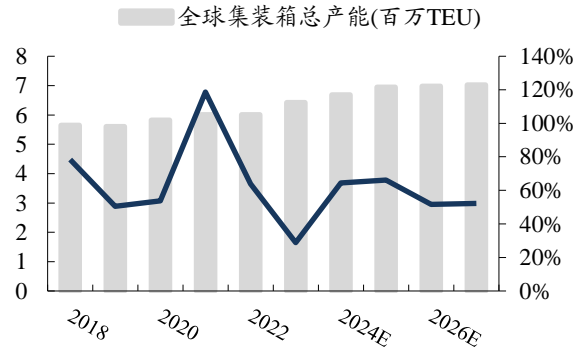
(2)供给端：行业集中度较高，生产约束力较强，能够有效抵抗下游需求波动。根据 Drewry 数据，2022 年公司集装箱产量份额接近 45%，全球第一；全球前四大集装箱制造厂商市占率合计约 85%，集中度较高。在行业下行周期，供给端较高的行业集中度能够有效控制产量，避免恶性价格竞争。2023 年全球集装箱制造产能利用率约 29%，产能充足，能够快速响应下游需求的增长。

图27：2022 年公司集装箱产量份额同比提升



数据来源：公司公告，Drewry，东吴证券研究所

图28：全球集装箱制造产能充足



数据来源：Drewry，东吴证券研究所

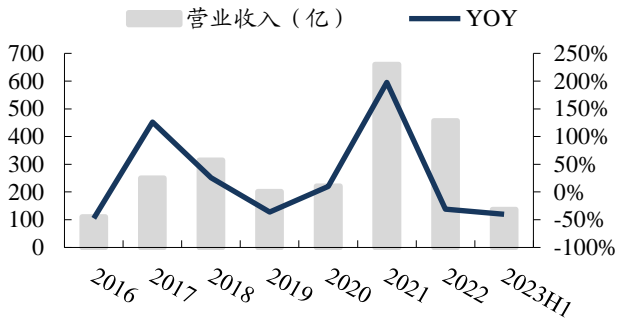
此外，红海航线延误改道引发空箱短缺，利好集装箱制造环节。红海危机造成多家船运公司航线改道，绕行造成运输时间延长，船舶班次几乎翻倍。由此造成的船舶拥堵可能会导致集装箱资源在地理位置上出现错配。由于运载空箱的船舶预计会被困在其他地方，中国市场在出口高峰期可能无法获得足够的空集装箱。据数字货代平台 Flexport 的报告，集装箱短缺潮最早预计在 2024 年 1 月中下旬出现。随着 2024 年全球贸易回暖，集运船舶集中交付，我们判断集装箱需求将迎来上行周期。叠加红海航线改道引发集装箱短缺，集装箱制造环节景气周期有望提前启动。

2.3. 公司视角：2023 年为集装箱业务低谷期，Q2 以来销售情况持续改善

收入端：公司集装箱业务收入呈周期性波动，2023 年经历波谷。公司集装箱业务营收每 4-5 年经历一次波峰和波谷，预计 2023 年为收入低谷。在最近一轮周期中，2020-2023H1 集装箱业务营收分别为 222、660、457 和 137 亿元，其中 2023H1 同比-40%。

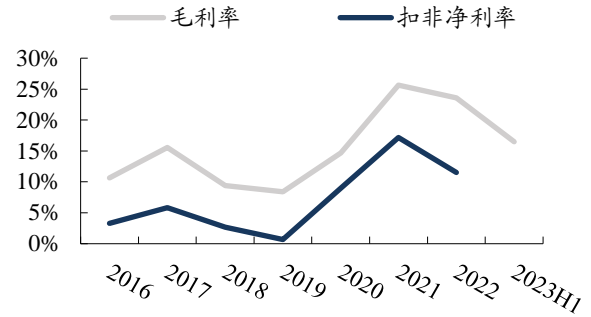
利润端：盈利能力受规模效应影响较大。公司集装箱业务盈利能力受规模效应影响较大，2020-2023H1 毛利率分别为 14.69%、25.64%、23.56%和 16.51%，其中 2023H1 同比-6.71pct。扣非净利率能够反映真实盈利水平，2020-2022 年公司集装箱业务扣非净利率分别为 8.96%、17.17%和 11.50%，由于人工，厂房，折旧等投入固定，当年的收入规模将显著影响公司的盈利水平。

图29: 2023H1 公司集装箱业务收入同比-40%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

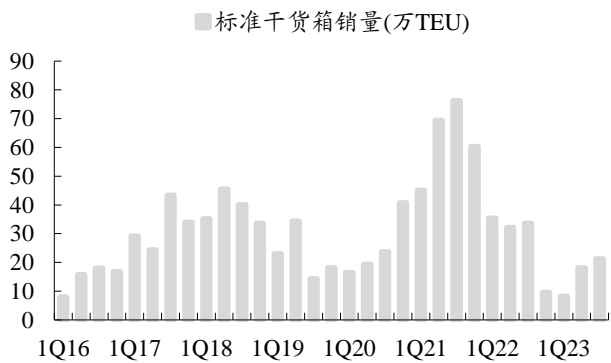
图30: 2022 年公司集装箱业务扣非净利率为 12%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

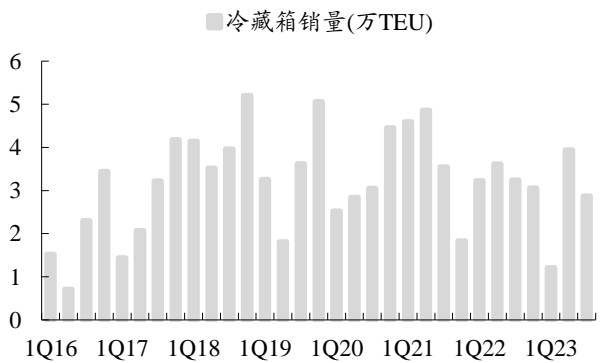
自 2023Q2 以来, 公司集装箱销售情况明显改善。(1)干箱: 在经历 2022Q4-2023Q1 的低点后, 2023Q2 和 Q3 公司干箱销量分别环比增长 119%和 18%, 虽然同比增速仍然为负, 但环比增速已有明显改善。(2)冷藏箱: 在经历 2023Q1 的低点后, 2023Q2 公司冷藏箱销量环比增长 226%, 同比增长 9%; Q3 销量同环比小幅下滑, 我们判断主要系季节因素影响。整体来看, 公司干箱和冷藏箱的销售情况在 2023Q2 以后均有明显改善。

图31: 2023Q2-Q3 公司干箱销量分别环比+119%、18%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 2023Q2 公司冷藏箱销量环比+226%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 海洋工程业务：订单同比高增长，迎来盈利转折点

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，公司持有海洋科技集团股权比例约 83.3%。中集来福士是中国领先的高端海洋工程装备总包建造商之一，主要业务为制造各类海上钻井平台及油气生产平台、海上风电建造及风场运维装备、滚装船以及其他特种船舶等。此外，公司还通过海工资产运营管理业务提供海工船舶资产的出租服务。截至 2023 年 9 月底，该业务涉及各类海工船舶资产共 16 个，包括：2 座超深水半潜式钻井平台、3 座恶劣海况半潜式钻井平台、3 座半潜式起重/生活支持平台、3 座 400 尺自升式钻井平台、4 座 300 尺自升式钻井平台和 1 艘豪华游艇。

图33：公司海洋工程业务布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

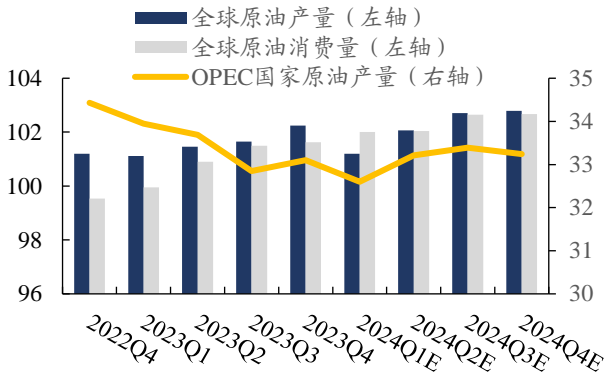
3.1. 海上油气板块：下游需求增长，油气开采由陆地走向深海

全球油气需求持续增长，OPEC+减产&地区局势持续紧张加剧油气能源供需错配。

供给端：油气供应紧张局面加剧。2023 年 11 月末，各 OPEC+成员国就 2024Q1 自愿减产达成一致，合计较 2023Q2 水平减产 2.19 百万桶/天。受此影响，2024Q1 全球原油产量可能降至 101.20 百万桶/天。此外，由于中东地区冲突加剧，红海地区大面积停航，造成运输时间和成本增长，也在一定程度上加剧了油气供应紧张的局面。

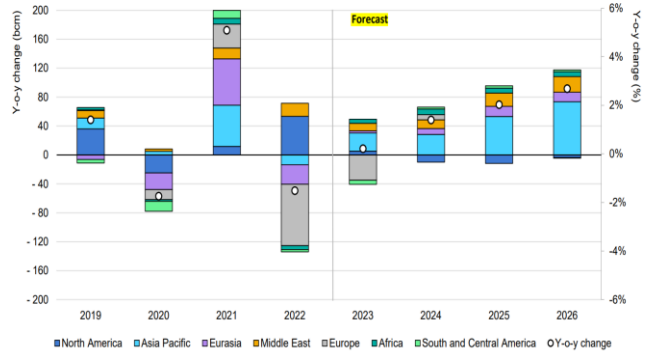
需求端：2024 年全球油气需求稳健增长。根据 EIA 数据，原油方面，2024 年全球原油消费需求将保持稳健增长，全年平均日消费量 102.34 百万桶/天，同比增长 1.34 百万桶/天。天然气方面，2022-2026 年全球天然气需求 CAGR 约 1.6%，保持稳定增长，其中亚太地区将贡献 70%的天然气需求增量，一定程度上抵消了欧美市场的衰退。

图34: OPEC+减产导致 2024 年全球原油供需错配



数据来源: EIA, 东吴证券研究所 (单位: 百万桶/天, 2023 年 12 月预测)

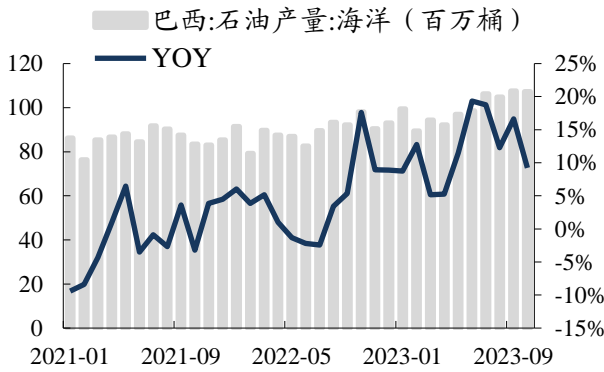
图35: 亚太地区将贡献 70% 的天然气需求增量



数据来源: IEA, 东吴证券研究所 (注: 2023 年 10 月预测)

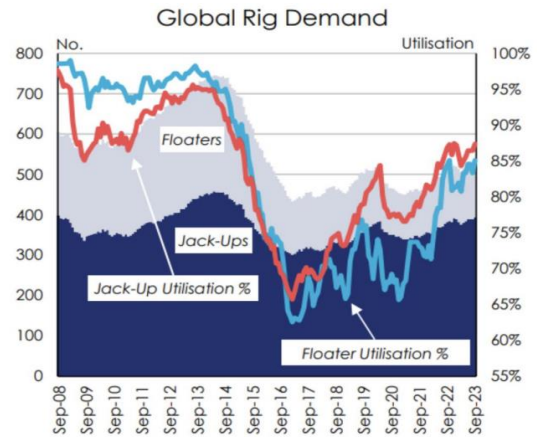
海上油气市场整体走强，存量 iihy7h 钻井平台出租率提升。伴随 OPEC+减产和地区局势动荡造成的能源供应紧张，海洋能源已成为各国能源安全的重要保障，海上油气生产保持高速增长。自 2023 年 5 月以来，巴西海洋石油产量保持同比高速增长，10 月当月产量已达到 107.2 百万桶。受益于海洋油气行业高景气度，钻井平台的出租率相应提升，2023 年 9 月半潜式平台出租率达 84%，较 2022 年底增长 3pct；自升式平台出租率 86%，维持高位。

图36: 巴西海洋石油产量增速持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 钻井平台产能利用率

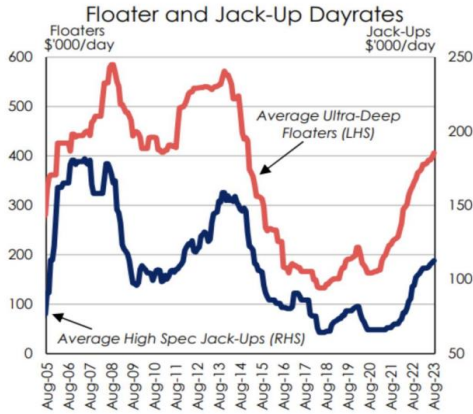


数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

钻井平台出租费率上升，出租等待期增加，新建平台需求持续修复。由于深水油气开采需求增长，半潜式平台日租费率提升，至 2023 年 9 月，半潜式出租日费已达到 39.1 万美元/天，较 2022 年底增长 3 万美元，较高的日租有望推动平台持有者购买更多的钻井平台投入生产。下游需求反映到价格，2023 年 9 月存量恶劣海况半潜式钻井平台的价格已达到 5.5-6.5 亿美元，较 2022 年底增长 4%；自升式钻井平台价格也较年初增长 2%

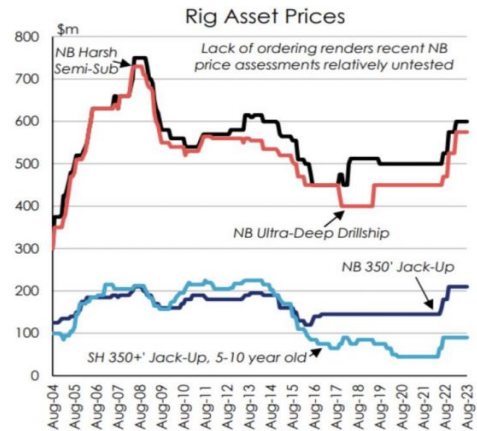
达到 2.2-2.5 亿美元，平台新建需求已处于修复阶段。

图38: 钻井平台日租费率持续提升



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图39: 存量钻井平台资产增值

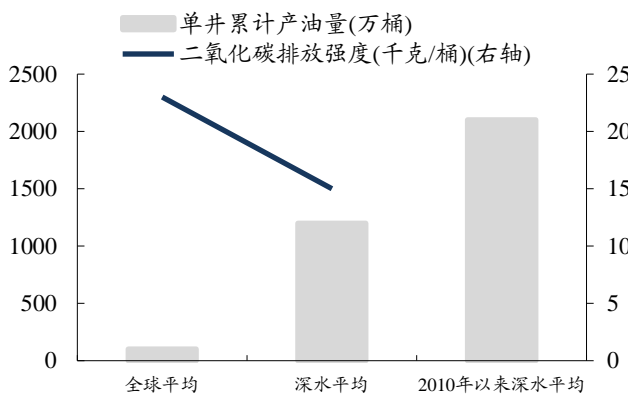


数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

展望未来，深海油气探明储量快速增长，投资回报率提升，行业关注度持续提升。

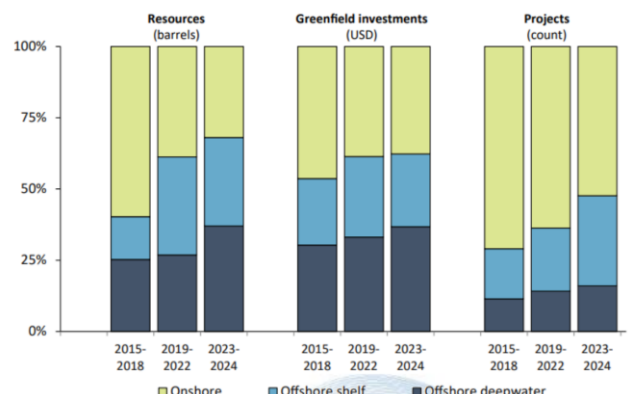
- (1) **储量:** 2022 年，全球新钻探发现资源量约 75% 位于水深 200 米以深的海域；其中深水、超深水共探明 21 个大中型油气田，可采储量 20.1 亿吨油当量，发现量同比+86.4%。
- (2) **投资回报率:** 从单井产出来看，全球油气领域平均单井累计产油当量不到 100 万桶，而深水领域能达到 1200 万桶。从成本来看，深水项目的桶油盈亏平衡成本已从 2014 年的 75 美元/桶下降至 2022 年的 40-50 美元/桶。深海油气目前已逐渐成为优质资源，受到行业追捧，2015-2024 年全球已承诺石油项目中深海项目占比持续增长。

图40: 深水油气项目单井累计产量远高于平均值



数据来源: 中国石油新闻中心, 东吴证券研究所

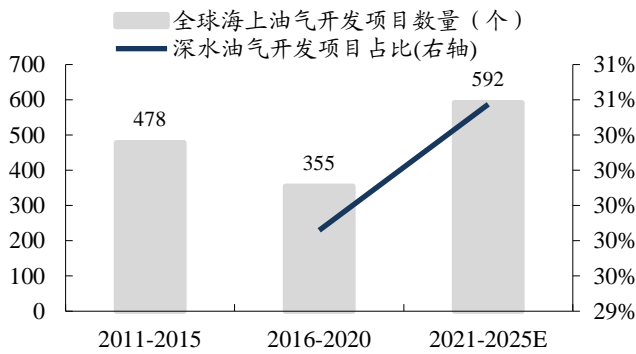
图41: 2023-2024 年已承诺石油项目逐渐走向深海



数据来源: Rystad Energy, 东吴证券研究所

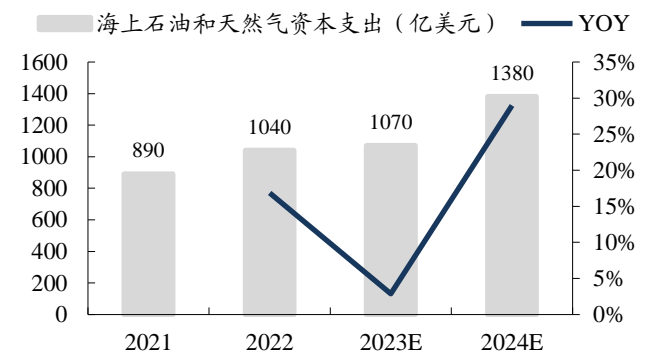
出于以上能源供应安全、产能利用率、投资回报等多种因素考虑，海上油气尤其是深海油气开发资本支出提升确定性较强。根据 Rystad Energy 数据，2021-2025 年间全球海上油气开发项目将达到 592 个，其中深水项目 181 个，分别较 2016-2020 年间数量增长 67%和 71%。具体到资本支出，在经历 2023 年的缓慢增长后，2024 年全球海上油气资本支出有望增长 310 亿美元，达到 1380 亿美元，同比增长 29%。

图42: 2021-2025 年海上油气项目数量高增长



数据来源: Rystad Energy, 东吴证券研究所

图43: 2024 年海上油气资本开支同比+29%



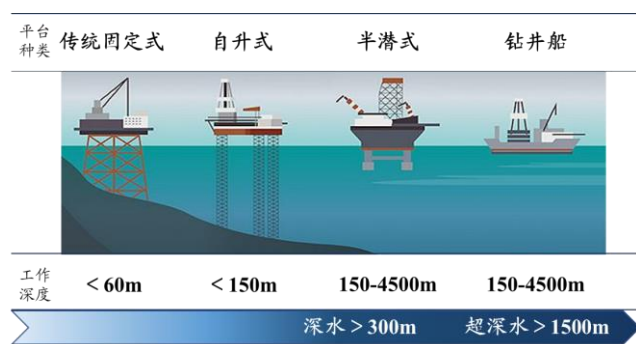
数据来源: Rystad Energy, 东吴证券研究所

深海油气开发利好半潜式钻井平台及 FPSO 市场。

半潜式钻井平台: 按照国际惯例，一般将水深超过 300 米海域的油气资源定义为深水油气，与陆地和浅水钻井相比，深水钻井作业面临更为复杂的海况条件。与其他钻井平台相比，半潜式平台在钻井过程中能抵抗更强的风浪，稳定性更好，工作水深更大，将充分受益深海油气开发需求的增长。

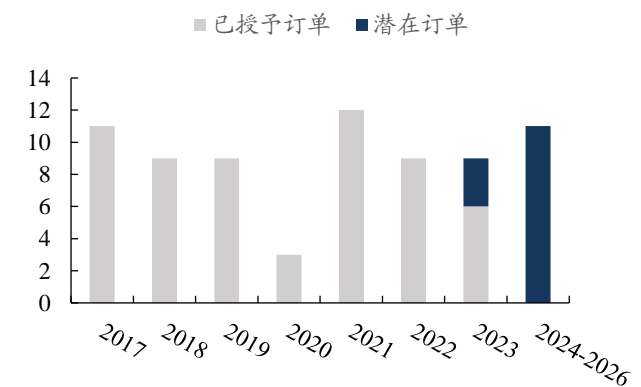
FPSO (浮式生产储油船): 主要用于深水油气开采，可与海底采油系统和穿梭油轮组成完整的深水采油、油气处理、原油存储和卸油系统。随巴西、圭亚那、墨西哥湾、西非等地区深水油气产能投入进一步提升，预计 2023 年全球将有 9 艘 FPSO 订单被授予，2024-2026 年均潜在订单 11 艘。

图44: 半潜式钻井平台适用于深水及超深水钻井



数据来源: 人民网, 东吴证券研究所

图45: 2024-2026 年预计年均授予 11 艘 FPSO 订单

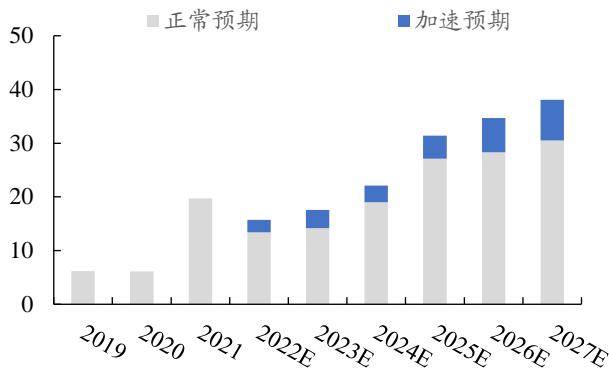


数据来源: SBM Offshore, 东吴证券研究所 (注: 2024-2026 为年平均数量)

3.2. 特种船舶：风电安装船迎订单交付高峰，汽车出口赋能滚装船市场

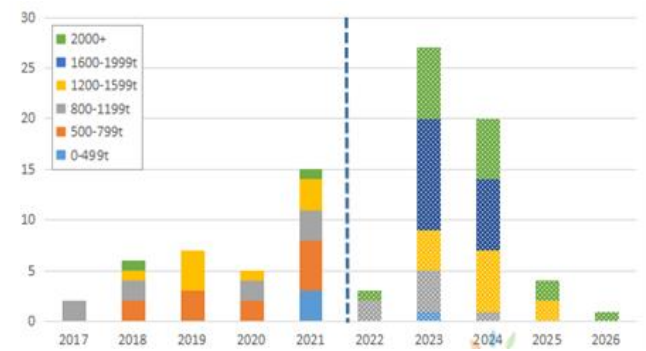
海上风电新增装机容量持续增长，风电安装船迎来订单交付高峰。据 IEA 预测，至 2026 年全球海上风电装机容量有望达到 176GW，2022-2026 年期间 GAGR 达到 25%。快速增长的装机需求带动海风安装船订单高企，2021-2022 年全球新签订单分别达 23 和 25 艘，2023H1 订单需求相对放缓。2023-2024 年订单交付高峰随之而来，预计分别有 27 和 20 艘安装船订单等待交付。

图46：2024 年全球海风新增装机容量超 22GW



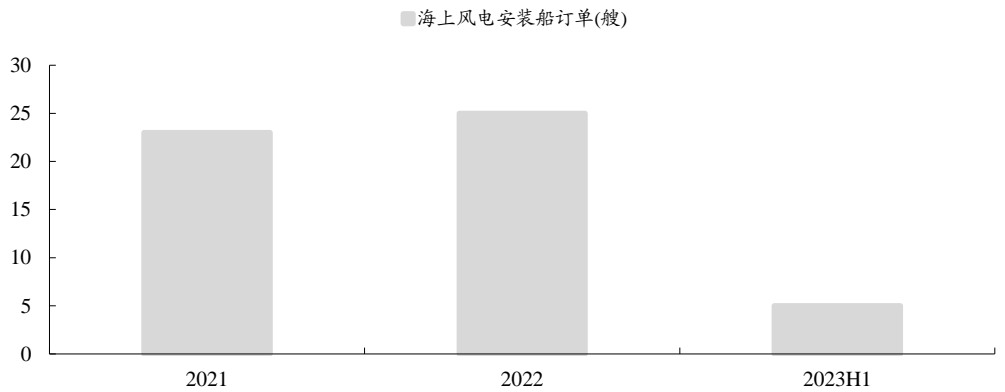
数据来源：IEA，东吴证券研究所

图47：2023-2024 年海上风电安装船迎来订单交付高峰



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

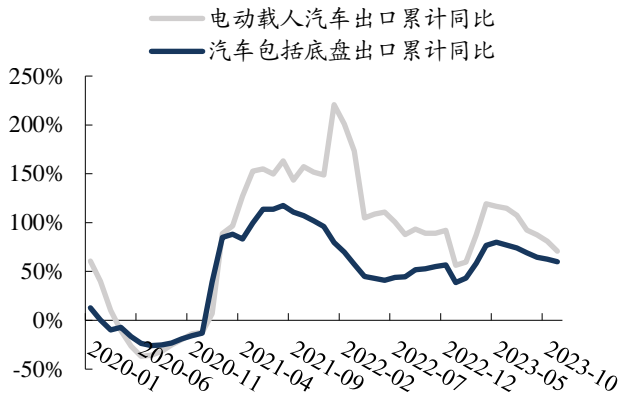
图48：2023H1 海上风电安装船订单需求放缓



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

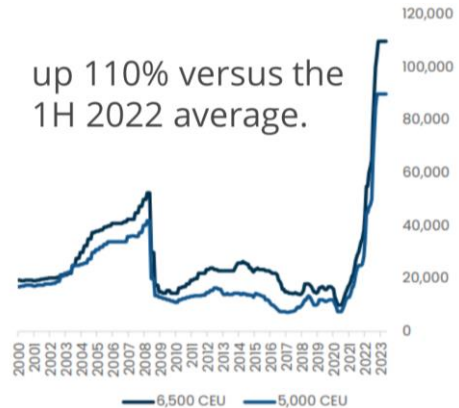
国产新能源汽车远销海外，PCTC（汽车滚装运输船）发展动力强劲。根据海关总署数据，2023 年 1-10 月，国内汽车（含底盘）出口 476 万辆，同比增长 59%，2019-2022 年 CAGR 为 39.5%；其中载入电动汽车出口 162.3 万辆，同比增长 70.6%，2020-2022 年 CAGR 达 68.4%，国产新能源汽车出海推动国内汽车出口高增长。

图49: 国产新能源车推动中国汽车出口高增长



数据来源: 中国海关总署, Wind, 东吴证券研究所

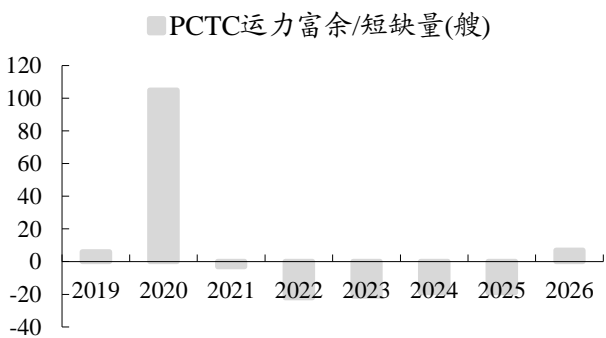
图50: 汽车船运价格高



数据来源: Gram Car Carriers, Clarkson, 东吴证券研究所

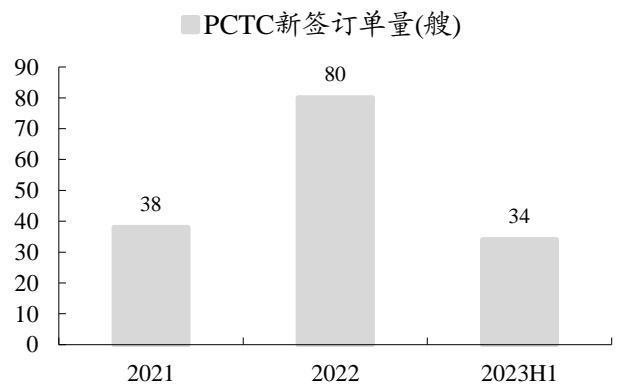
汽车船运市场高位运行造成 PCTC 运力缺口, 滚装船新建需求保持火热。截至 2023 年 7 月, 6500 标准车位汽车运输船一年期租金已连续 7 个月维持在 110,000 美元/天的历史高位, 市场需求持续旺盛。目前预计 PCTC 运力缺口将保持至 2025 年, 滚装船建造市场有望长期保持火热。

图51: PCTC 运力缺口将持续至 2025 年



数据来源: Gram Car Carriers, Clarkson, 东吴证券研究所

图52: 2021-2023H1 PCTC 新签订单量



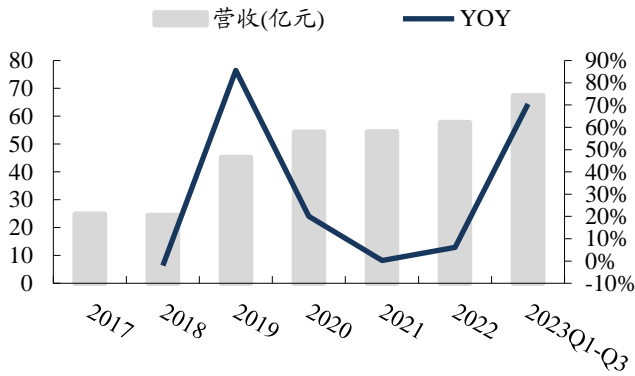
数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

3.3. 公司视角: 订单同比高增长, 盈利迎向上拐点

全球船舶和海工市场环境持续向好, 公司海工业务营收大幅增加, 持续减亏。2023Q1-Q3 公司海工业务实现营收 67.3 亿元, 同比增长 70.5%; Q1-Q3 同比减亏 60.6%,

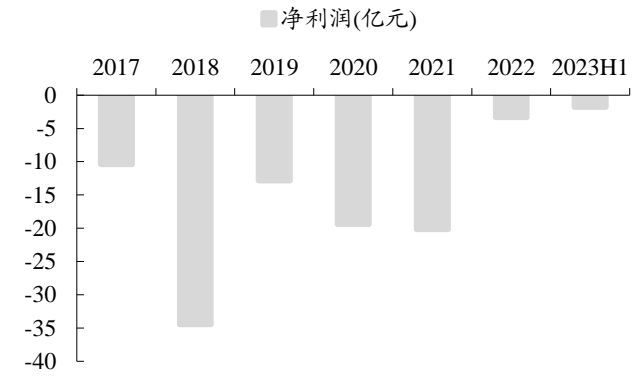
Q3 环比减亏 29.7%。其中，烟台中集来福士海洋科技集团有限公司已于 2023Q2 及 Q3 实现盈利。

图53: 2023Q1-Q3 公司海工业务营收高速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

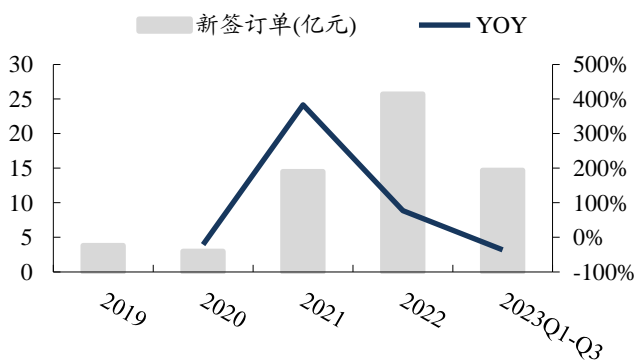
图54: 2022 年以来公司海工业务持续减亏



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

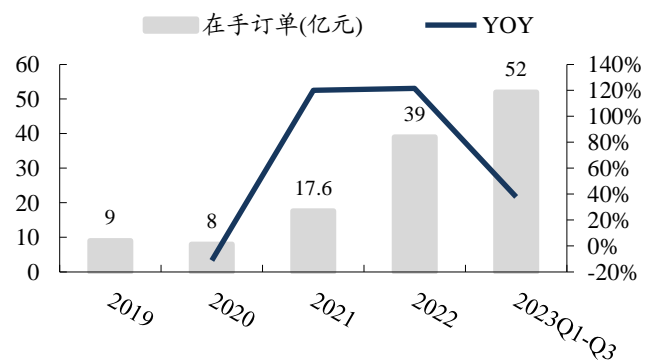
公司在手订单充裕保障收入延续高增长，减亏趋势可持续。在手订单 2023Q1-Q3 公司海工业务新签订单 14.7 亿美元，较去年同期 23 亿美金减少 36%，主要系订单时间节点靠后；截至 2023Q3 末，持有在手订单价值 52 亿美元，较去年同期 37.7 亿美金增长 38%，充足的在手订单将保障业绩延续高增长。随着项目的建造及交付顺利进行，公司海工业务减亏趋势持续，有望迎来盈利拐点。

图55: 2019-2023Q1-Q3 公司海工业务新签订单



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图56: 2019-2023Q1-Q3 公司海工业务在手订单



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图57: 2023Q1-Q3 公司海工业务订单建造及交付情况

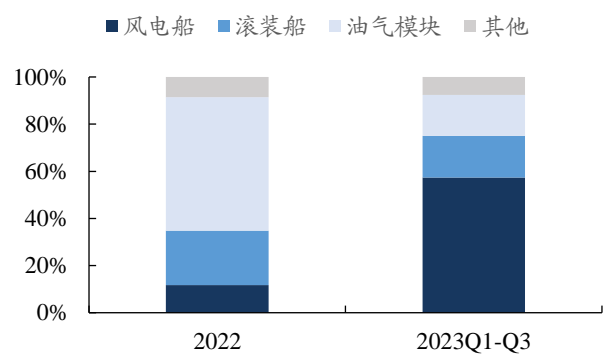
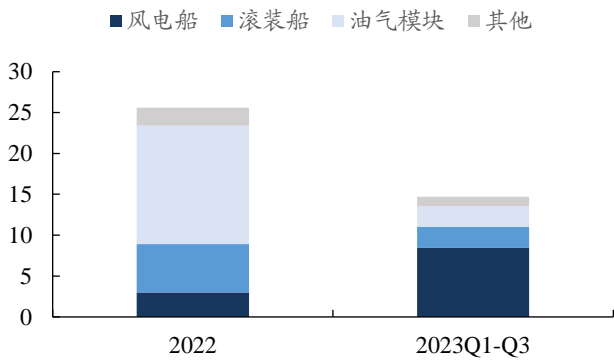
日期	阶段	产品	详细信息
2023.1	开工	PCTC	PCTC 系列汽车运输船第三艘在龙口中集来福士正式开工
2023.2	开工	FPSO	为新加坡吉宝（巴西国家石油公司 P80 项目总包商）建造的 P80FPSO 主船体项目开工
2023.3	交付	深海网箱	为经海承建的 005 号网箱顺利完成交付，已累计 8 座深海网箱投入使用
2023.3	交付	自升式平台	完成中海油公司的自升式平台“海洋石油 165”项目交付
2023.4	交付	自升式平台	我国第二座海上移动式自安装井口平台在南海顺利完成站桩交付
2023.5	调试	PCTC	PCTC 系列汽车运输船首条系统调试正式开始
2023.6	建造中	风电船	中铁建自升式风电安装平台及华夏金租 1500 吨自航自升式风电安装平台在海洋基地举行铺龙骨仪式
2023.7	建造中	FPSO	为巴油 Petrobras 建造的 P80FPSO 船体舰部分段铺龙骨仪式顺利举行
2023.8	开工	风电船	为挪威 HavframWind 公司建造的首条大型风电安装船开工建造
2023.9	交付	工程船	22000 吨多功能工程船 H573 项目顺利下水漂浮

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：不完全统计）

拆分来看，公司业务布局从传统油气逐步向新能源拓展，目前油气与非油气业务占比均衡，成功打造平抑周期的业务组合。2022 年公司新签/在手订单金额基本维持油气和非油气业务各 50% 的业务组合和产能布局；2023Q1-Q3 公司油气与非油气业务占比约为 4:6，业务结构进一步优化，战略转型取得阶段性成效。

图58: 2022-2023Q1-Q3 公司海工业务新签订单拆分（单位：亿美元）

图59: 2022-2023Q1-Q3 公司海工业务新签订单结构（单位：%）

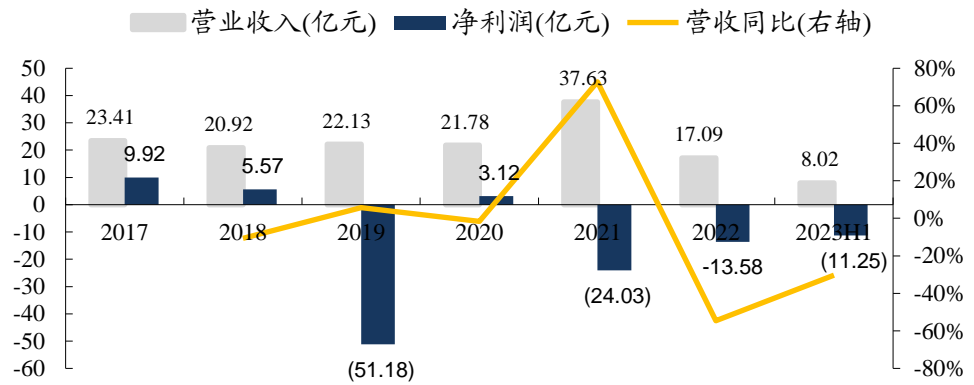


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海工资产管理业务运营情况改善，美元债利率上升拖累盈利表现。2023H1 公司金融及资产管理业务（包括中集财务公司和中海工资产管理业务）实现营收 8.0 亿元，同比下降 30.2%；净亏损 11.3 亿元，去年同期实现净利润 0.05 亿元，主要系美元利率上升导致海工资产管理业务利息费用增加，以及 2022H1 包括中集租赁出表前利润。但排除上述影响，受益于租金上涨，海工资产管理业务营收同比增长超过 10%，运营情况边际改善明显。

图60: 2017-2023H1 公司金融及资产管理业务营收和净利润情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

平台出租市场回暖, 海工资产运营管理业务亏损情况有望改善。截至 2023Q3 末, 公司现有 16 个海工资产中, 10 座平台已获得租约, 其中包括 6 座自升式平台和 4 座半潜式平台 (含 2 座生活平台), 租约剩余合同服务时间在 6-70 个月不等; 剩余可租平台包括 2 座第六代恶劣环境半潜平台, 1 座第七代超深水半潜钻井平台以及 1 座半潜式生活支持平台, 正在积极寻找租约。目前深海油气开发市场回暖, 全球钻井平台使用率、日费率提升, 相信随着剩余半潜式平台的顺利出租, 公司海工资产运营管理业务亏损情况有望得到进一步改善。

图61: 截至 2023Q3 末, 公司剩余 3 座半潜式钻井平台以及 1 座半潜生活平台等待出租

平台	规格	地点	租约到期
Blue Whale I	第七代超深水半潜	South China Sea	2025 年 1 月
Deepsea Yantai	第六代恶劣环境半潜	North Sea	2024 年 11 月
CIMC Gretha	半潜生活平台	South China Sea	2026 年 3 月
OOS Tiradentes	半潜生活平台	Brazil	2027 年 4 月
Gulf Driller VI	400 尺自升式	Mexico	2025 年 11 月
Perro Negro 11	400 尺自升式	Middle East	2028 年 7 月
Gulf Driller VIII	400 尺自升式	Mexico	2025 年 11 月
Gaspian Driller III	400 尺自升式	Caspian Sea	2024 年 1 月
Gulf Driller III	300 尺自升式	South China Sea	2026 年 4 月
Perro Negro 12	300 尺自升式	Middle East	2027 年 3 月
Gulf Driller V	300 尺自升式	Longkou, China	2022 年底处置, 处置金额 6,200 万美元
illusion Plus	游艇	Spain	待处置
Blue Whale II	第七代超深水半潜	Yantai, China	温停状态, 积极寻找租约
North Dragon	第六代恶劣环境半潜	Yantai, China	
Beacon Pacific	第六代恶劣环境半潜	Yantai, China	
HAI SHI SHEN LOU	半潜生活平台	Yantai, China	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

对集团两大下游、八大业务的核心假设：

一、物流行业

1) 集装箱：2023 年受行业消化疫情期间积压库存影响，需求量出现下滑。我们预计 2024 年起随存量消化，需求触底回升。我们预计 2023-2025 年公司集装箱板块收入同比变动-30%/15%/20%，毛利率随规模效应逐渐修复，分别为 14%/16%/16%。

2) 物流服务：2023 年受海运和空运运价下行影响，业务阶段性承压。我们预计 2024 年随运价止跌，公司深化全球网络化布局，业绩有望触底回暖。我们预计 2023-2025 年公司物流服务板块收入同比变动-40%/5%/5%，毛利率稳定于 7%。

3) 道路运输车辆：2023 年受益于北美市场需求旺盛，叠加美元走强带来的收益，板块增速亮眼。我们预计随公司市场地位提升，板块收入有望维持稳健增长，2023-2025 年收入同比变动 20%/10%/10%，毛利率随汇率影响减弱、市场竞争加剧等因素，谨慎预计为 20%/18%/18%。

4) 空港与物流装备、消防与救援设备：2023 年受国内经济弱复苏影响，业绩略有下滑。我们预计 2023-2025 年公司该板块业务收入同比增速分别为-10%/5%/0%，毛利率稳定于 22%。

5) 循环载具：2023 年受中集运载集团内出售子公司股权、国内商用车市场低迷、橡胶衍生品下游需求放缓和区域限电等影响，业绩同比下滑幅度较大。我们认为随公司拓展乳制品、化纤等其他行业，板块收入有望回升，预计 2023-2025 年板块营收分别同比变动-40%/10%/10%，毛利率分别为 12%/13%/13%。

二、能源行业

6) 能源、化工与液态食品装备：2023 年受益天然气消费回暖、食品板块下游客户拓展，收入稳健增长。我们预计 2023-2025 年该板块收入分别同比变动 20%/10%/10%，毛利率稳定于 16%。

7) 海洋工程：2023 年受益于船舶海工周期复苏，公司船舶订单量同比大幅增长，且国际油价高位，油气生产平台需求向好。我们预计 2023-2025 年板块收入分别同比增长 70%/50%/30%，持续受益海工景气上行，毛利率随规模效应逐年提升，分别为 8%/9%/10%。

8) 金融及资产管理：2019 年以来受油气开发景气下行等影响，相关资产出现减值，盈利水平下降。当前全球海工复苏，我们预计公司该板块业绩将企稳回升，2023-2025 年板块收入分别同比增长 0%/0%/50%，毛利率分别为-20%/-10%/20%。

综上，我们预计 2023-2025 年中集集团实现营业收入 1307/1466/1655 亿元，同比变动-8%/12%/13%，受益于集装箱和海工板块企稳回升，道路运输车辆和能化装备稳健增长，归母净利润分别为 6.6/24.7/32.9 亿元，同比变动-80%/276%/33%，2024 年开启业绩上行通道。

图62：中集集团收入拆分表（2021-2025E）

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
集装箱	660	457	320	368	442
YOY	198%	-31%	-30%	15%	20%
毛利率	26%	24%	14%	16%	16%
物流服务	295	293	176	185	194
YOY	177%	0%	-40%	5%	5%
毛利率	7%	5%	7%	7%	7%
道路运输车辆	276	236	283	312	343
YOY	4%	-15%	20%	10%	10%
毛利率	11%	13%	20%	18%	18%
空港与物流装备、消防与救援设备	68	67	60	63	63
YOY	12%	-2%	-10%	5%	0%
毛利率	21%	22%	22%	22%	22%
循环载具	60	48	29	32	35
YOY	98%	-19%	-40%	10%	10%
毛利率	16%	16%	12%	13%	13%
能源、化工及液态食品装备	195	213	255	281	309
YOY	47%	9%	20%	10%	10%
毛利率	15%	17%	16%	16%	16%
海洋工程	54	58	98	147	191
YOY	0%	6%	70%	50%	30%
毛利率	-0.41%	7%	8%	9%	10%
金融及资产管理	38	17	17	17	26
YOY	73%	-55%	0%	0%	50%
毛利率	39%	2%	-20%	-10%	20%
其他	67	93	130	130	130
YOY	68%	38%	40%	0%	0%
毛利率	10%	12%	5%	10%	10%
营业收入	1637	1415	1307	1466	1655
YOY	74%	-14%	-8%	12%	13%
综合毛利率	18.0%	15.3%	13.2%	14.0%	14.5%
期间费用率	7.5%	8.4%	9.3%	9.3%	9.3%
归母净利润	67	32	6.6	24.7	32.9
YOY	25%	-52%	-80%	276%	33%
归母净利润率	4.1%	2.3%	0.5%	1.7%	2.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

我们判断集团集装箱业务 2023 年下半年企稳回升，海工业务以 2023 年为复苏拐点，2024 年业绩有望触底反弹。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.6/24.7/32.9 亿元，当前市值对应 PE 65/17/13 倍。我们选取 A 股海工油服龙头上市公司海油工程、中海油服，集装箱制造龙头中远海发为可比公司。相对于可比公司，中集集团业务布局更多元，远期增长潜力更大，相对可比公司应予以估值溢价，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表 (2024/1/23)

2024/1/23		市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
代码	公司		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600583.SH	海油工程	238	14.6	17.4	25.3	35.2	16	14	9	7
601808.SH	中海油服	672	23.5	35.5	43.1	49.8	29	19	16	14
601866.SH	中远海发	303	39.2	21.8	36.7	50.5	8	14	8	6
	平均						18	16	11	9
000039.SZ	中集集团	424	32.2	6.6	24.7	32.9	13	65	17	13

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测 (注: 中远海发为 Wind 一致预测, 其余公司为东吴预测)

5. 风险提示

1、宏观经济波动及地缘政治风险: 公司主营业务收入与宏观经济周期相关，当前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。若宏观经济波动、地缘政治冲突加剧，公司接单、开工和业绩增长将受到负面影响。

2、原油价格下行风险: 原油价格与油气勘探和开采的利润直接挂钩，因此公司海工业务需求受油价影响较大。原油作为大宗商品，价格受到宏观经济发展、地缘政治、气候等多重因素影响，周期性强。若油价持续下行或低位震荡，石油公司的油气勘探与开采意愿很可能下降，影响油气设备和钻井平台的市场需求，进而影响公司新接建造订单和平台租约。

3、原材料价格波动风险: 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，原材料占公司产品成本结构较高。若钢材等原材料价格出现大幅上涨，将挤压公司利润率。

4、市场竞争加剧: 公司各项主营业务都存在来自国内外企业的竞争，若下游需求不振或产能相对过剩导致供求关系不平衡，行业内竞争将会加剧，影响公司业绩增长。

中集集团三大财务预测表

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	770	722	809	920	营业总收入	1,415	1,307	1,466	1,655
货币资金及交易性金融资产	182	146	169	201	营业成本(含金融类)	1,199	1,134	1,261	1,414
经营性应收款项	296	285	319	360	税金及附加	6	5	6	6
存货	183	186	207	232	销售费用	25	22	29	33
合同资产	39	31	34	39	管理费用	70	61	73	83
其他流动资产	70	74	80	88	研发费用	25	26	26	30
非流动资产	689	688	686	685	财务费用	0	12	7	8
长期股权投资	105	105	105	105	加:其他收益	5	4	4	5
固定资产及使用权资产	401	402	403	403	投资净收益	(6)	0	0	0
在建工程	47	45	43	41	公允价值变动	(11)	(10)	0	0
无形资产	43	43	43	43	减值损失	(8)	(9)	(9)	(9)
商誉	25	25	25	25	资产处置收益	2	1	1	2
长期待摊费用	9	9	9	9	营业利润	75	33	59	78
其他非流动资产	58	58	58	58	营业外净收支	(6)	(3)	(3)	(3)
资产总计	1,459	1,410	1,496	1,605	利润总额	69	30	56	75
流动负债	630	572	623	685	减:所得税	23	10	21	28
短期借款及一年内到期的非流动负债	86	89	89	89	净利润	46	20	35	47
经营性应付款项	197	207	230	258	减:少数股东损益	14	13	11	14
合同负债	122	86	96	108	归属母公司净利润	32	7	25	33
其他流动负债	225	190	207	229	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	0.12	0.46	0.61
非流动负债	202	203	203	203	EBIT	93	42	63	83
长期借款	162	162	162	162	EBITDA	128	57	79	99
应付债券	19	19	19	19	毛利率(%)	15.28	13.24	13.97	14.55
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	2.27	0.50	1.69	1.99
其他非流动负债	14	15	15	15	收入增长率(%)	(13.54)	(7.62)	12.10	12.90
负债合计	832	775	826	888	归母净利润增长率(%)	(51.70)	(79.57)	276.19	32.91
归属母公司股东权益	486	481	505	538					
少数股东权益	140	154	164	178					
所有者权益合计	627	635	670	716					
负债和股东权益	1,459	1,410	1,496	1,605					

现金流量表 (亿元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	146	7	48	57	每股净资产(元)	8.63	8.54	8.99	9.60
投资活动现金流	(63)	(25)	(25)	(25)	最新发行在外股份(亿股)	54	54	54	54
筹资活动现金流	(98)	(8)	0	0	ROIC(%)	6.49	3.07	4.30	5.38
现金净增加额	(6)	(25)	23	32	ROE-摊薄(%)	6.62	1.37	4.90	6.11
折旧和摊销	35	15	16	16	资产负债率(%)	57.06	54.99	55.25	55.35
资本开支	(30)	(26)	(25)	(25)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.18	64.53	17.15	12.91
营运资本变动	76	(50)	(14)	(16)	P/B(现价)	0.91	0.92	0.88	0.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>