

中远海发（601866）

证券研究报告

2023 年 10 月 27 日

造箱业务回升，盈利有望上行

航运央企，综合实力上升

中远海发是央企中远海运集团所属专门从事航运物流产融服务的公司，聚焦船舶租赁、集装箱租赁、集装箱制造等业务。2016 年资产重组以来，不断优化业务结构，营业收入、净利润、股东权益、盈利能力等都呈上升趋势。2021–2022 年业绩大幅波动，主要是集装箱制造数量、价格等波动所致。

造箱业务有望量价齐升

造箱业务有望均值回归，并随经济复苏进一步增长。尽管 2021 年中国集装箱产量创新高，但是 2019–2023 年均值较 2014–2018 年均值增幅，与需求比较匹配；到 2023 年三季度库存在稳步消化中，集装箱需求正步入复苏轨道，中国集装箱产量和出口价格开始回升。2024 年中美库存周期有望进入上行期，将带动集装箱产量上升、价格上涨，中远海发的造箱业务有望复苏，收入和利润有望进入上行期。

租赁和投资的盈利稳定

租赁业务和投资业务的盈利比较稳定，中枢在 10 亿元左右。航运租赁包括船舶租赁和集装箱租赁等，收入和毛利润都比较稳定。船舶租赁主要是固定租金的长期租船合同，收入比较稳定；集装箱租赁、管理及销售收入比较稳定，波动主要来自旧箱销售。投资业务主要是对渤海银行、光大银行、海发宝诚租赁的投资，投资收益比较稳定。

盈利预测与目标价

2024–2025 年盈利有望大幅增长。随着经济复苏，集装箱产销量和价格有望回升，带动造箱业务利润增长。船舶租赁、集装箱租赁、投资业务的盈利相对稳定。我们预测 2023–2025 年 EPS 为 0.16、0.27、0.37 元/股，增速–44%、68%、38%。综合 AE 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期 PE，取两个估值结果的平均值，给予中远海发的目标价为 3.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险，国际贸易再度下滑，钢材等原材料价格大幅上涨，集装箱租赁价格下降，投资的银行利润大幅下降，信用风险，国内外利率上升，测算结果具有主观性

投资评级

行业 交通运输/航运港口

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 2.25 元

目标价格 3.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 9,899.94

流通 A 股股本(百万股) 8,234.63

A 股总市值(百万元) 22,274.86

流通 A 股市值(百万元) 18,527.92

每股净资产(元) 2.14

资产负债率(%) 76.10

一年内最高/最低(元) 2.78/2.15

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37,168.21	25,633.79	16,558.25	25,979.78	33,779.72
增长率(%)	95.80	(31.03)	(35.40)	56.90	30.02
EBITDA(百万元)	13,022.09	9,671.96	8,306.07	9,788.19	11,836.58
归属母公司净利润(百万元)	6,090.68	3,921.56	2,180.06	3,669.16	5,050.60
增长率(%)	185.88	(35.61)	(44.41)	68.31	37.65
EPS(元/股)	0.45	0.29	0.16	0.27	0.37
市盈率(P/E)	5.02	7.79	14.01	8.33	6.05
市净率(P/B)	0.93	1.06	0.90	0.86	0.79
市销率(P/S)	0.82	1.19	1.84	1.18	0.90
EV/EBITDA	5.84	7.38	7.56	6.33	4.92

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 航运央企，主业为航运租赁和造箱	4
1.1. 中远海发是央企控股上市公司	4
1.2. 利润大幅增长，综合实力提升	4
1.3. 业务优化调整，造箱大幅波动	5
2. 造箱业务周期回升，量价有望上行	6
2.1. 行业集中度高，海发份额 25%	6
2.2. 库存稳步消化，供需恢复平衡	7
2.3. 经济有望复苏，造箱量价回升	7
2.4. 钢材成本占比高，影响毛利率	9
3. 租赁业务稳定，盈利中枢 10 亿元左右	9
3.1. 租赁业务收入和毛利比较稳定	9
3.2. 船舶租赁长租为主，租金稳定	10
3.3. 集装箱租赁稳定，旧箱销售波动	11
3.4. 投资业务利润中枢 10 亿元左右	11
4. 盈利预测与目标价	12
4.1. 2024 年盈利有望大幅增长	12
4.2. 目标价 3.4 元	13
5. 风险提示	13

图表目录

图 1：中远海发的控股股东与主要业务（截至 2023 年 6 月 30 日）	4
图 2：2016 年以来，中远海发的营业收入呈增长趋势	5
图 3：2016 年以来，中远海发的归母净利润大幅增长	5
图 4：2016 年以来，中远海发的归母权益呈增长趋势	5
图 5：2016 年以来，中远海发的加权 ROE 呈上升趋势	5
图 6：中远海发不断优化业务结构，造箱业务收入大幅波动	6
图 7：中远海发的归母净利润波动，主要来自造箱业务	6
图 8：2020 年全球集装箱制造行业集中度高，CR4 占 87%	7
图 9：2023 年 8 月，全球集装箱航运行业运力集中度高	7
图 10：中国集装箱产量在波动中增加，2021 年达到高峰	7
图 11：2019-23 年较 2014-18 年年均产量增幅，接近运量增幅	7
图 12：中国集装箱产量与库存周期密切相关	8
图 13：中国集装箱出口均价与库存周期密切相关	8
图 14：2023 年第三季度，中国库存周期有望回升	8
图 15：2023 年第三季度，美国库存周期有望回升	8
图 16：2023 年上半年，中远海发的集装箱销量处于历史低谷	9
图 17：收购集装箱制造资产导致的销量和收入增长	9
图 18：寰宇启东 2021 年的预测成本中，材料费占比高	9

图 19: 2023 年 10 月, 钢材和铝价格处于历史偏高水平	9
图 20: 中远海发的航运租赁业务收入比较稳定	10
图 21: 中远海发的租赁业务毛利润比较稳定	10
图 22: 2021 年以来, 中远海发的船舶租赁收入小幅上升	11
图 23: 2021 年以来, 船舶市场租金大幅波动	11
图 24: 2020 年开始旧箱销售增加导致收入增加	11
图 25: 2017-2022 年租箱业务量比较稳定	11
图 26: 中远海发的投资收益主要来自长期股权投资	12
图 27: 中远海发的长期股权投资收益主要来自银行股	12
表 1: 中远海发的船舶租赁主要是固定价格租赁	10
表 2: 中远海发的核心财务指标预测	12
表 3: 中远海发的贴现率核心假设	13
表 4: 中远海发的超额利润与贴现值	13
表 5: 中远海发的可比公司 2023 年 Wind 一致预期 EPS 和估值	13

1. 航运央企，主业为航运租赁和造箱

中远海发是央企中远海运集团所属专门从事航运物流产融服务的公司，聚焦船舶租赁、集装箱租赁、集装箱制造等业务。2016 年资产重组以来，不断优化业务结构，营业收入、净利润、股东权益、盈利能力等都呈上升趋势。2021-2022 年业绩大幅波动，主要是集装箱制造数量、价格等波动所致。

1.1. 中远海发是央企控股上市公司

中远海发是央企中远海运集团所属专门从事航运物流产融服务的公司，是中远海运集团旗下核心产业之一。中远海发的前身中海集运成立于 1997 年，主业为集装箱班轮运输业务；2016 年资产重组后，主业变更为航运租赁、集装箱制造等业务。2004 年，中远海发在香港上市，2007 年在 A 股上市，现为 A+H 上市公司。

图 1：中远海发的控股股东与主要业务（截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：中远海发 2023 年上半年推介材料，天风证券研究所

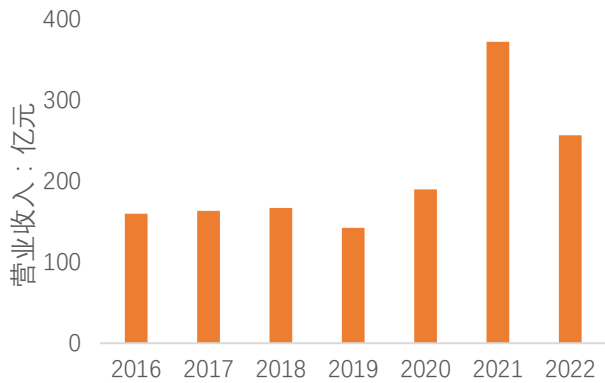
中远海发的战略定位：整合航运物流相关的货流、资金、信息、装备资源，充分发挥航运产业优势，服务及赋能航运物流产业，扩大航运物流生态的资金流价值，努力打造具有中远海运特色、全球一流的卓越航运产融运营商。

中远海发的战略目标：围绕综合物流产业主线，以集装箱制造、集装箱租赁、航运租赁业务为核心，以投资为支撑的产融投一体化业务发展。发挥集装箱物流产业链优势，探索基于集装箱的物联科技，打通货流、资金流、信息流，赋能航运物流生态，增强产业链黏性，为客户创造价值。以市场化机制、专业化优势、国际化视野，打造具有中远海运特色、全球一流的卓越航运产融运营商。

1.2. 利润大幅增长，综合实力提升

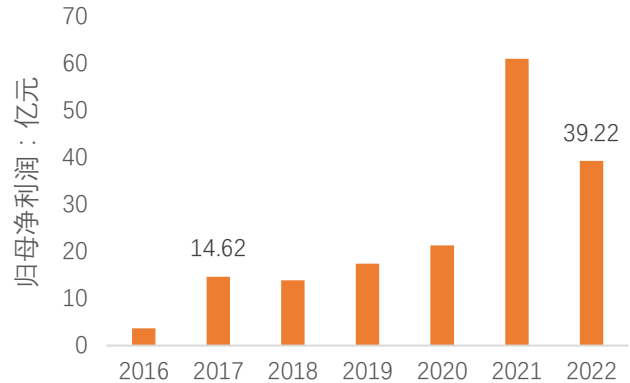
中远海发的利润大幅增长。2016 年以来，中远海发的收入和利润都呈上升趋势。收入受业务结构调整、主业规模扩大、行业周期变化等影响，在波动中上升。利润呈明显上升趋势，2022 年归母净利润比 2017 年增长 1 倍以上。

图 2：2016 年以来，中远海发的营业收入呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

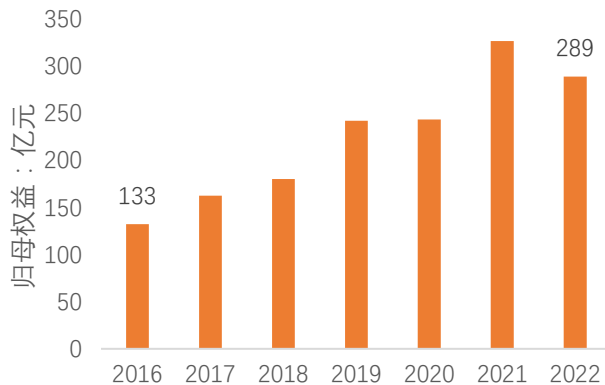
图 3：2016 年以来，中远海发的归母净利润大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

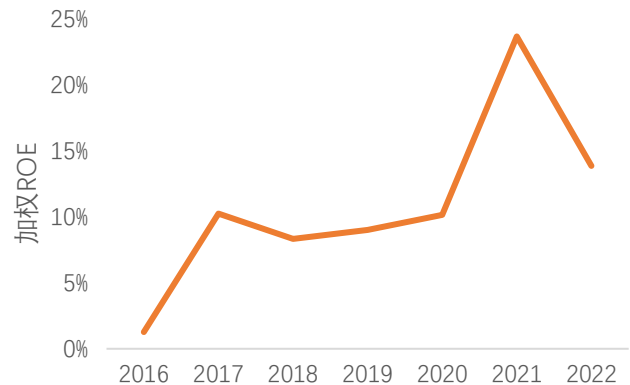
利润积累推动中远海发的综合实力上升。作为航运物流产融服务公司，股东权益规模能反映综合实力。2016 年以来，中远海发的归母权益呈现明显上升趋势，到 2022 年累计增加 156 亿元，累计增幅 118%。股东权益增长，主要是利润积累推动的：2018-2022 年，中远海发的归母净利润累计 153 亿元，股权融资 50 亿元，现金分红 58 亿元。

图 4：2016 年以来，中远海发的归母权益呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2016 年以来，中远海发的加权 ROE 呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

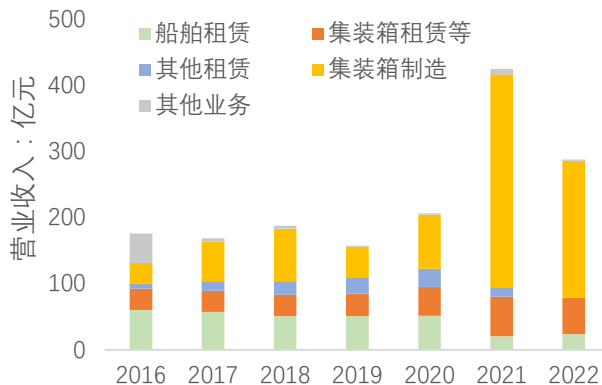
中远海发的盈利能力呈上升趋势。由于业务结构变化、中远海运租赁（后更名为海发宝诚租赁）不再合并报表、74 艘集装箱船由期租改为光租，毛利率和净利率的历史可比性较差，可以采用加权 ROE 衡量盈利能力。2016 年以来，中远海发的加权 ROE 呈明显上升趋势。

1.3. 业务优化调整，造箱大幅波动

中远海发不断优化调整业务结构，聚焦航运租赁、集装箱制造业务。中远海发在 2016 年逐渐退出集运业务，2021 年中远海运租赁不再合并报表、74 艘集装箱船由期租改为光租，到 2022 年营业收入主要来自集装箱制造、船舶租赁、集装箱租赁等。

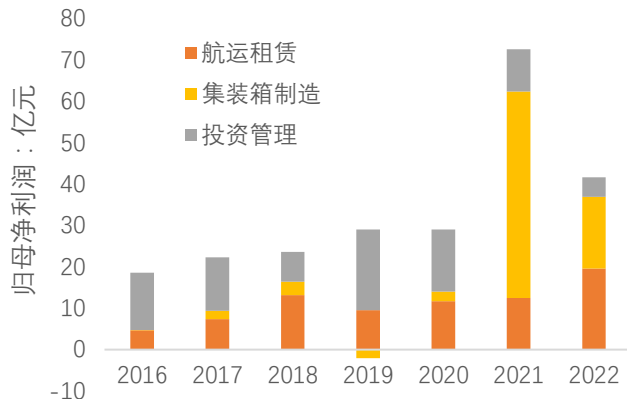
中远海发的收入和利润波动，主要来自集装箱制造业务。2019 年造箱业务收入下滑、2021 年大幅增长，导致营业收入波动；2021-2022 年造箱业务盈利大幅波动，导致整体利润波动。

图 6：中远海发不断优化业务结构，造箱业务收入大幅波动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：中远海发的归母净利润波动，主要来自造箱业务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

船舶租赁业务从事集装箱船舶、干散货船舶、特种船、LNG 船等多种船型的租赁业务，2023 年上半年资产规模 420 亿元。中远海发将在当前业务基础上，逐步培养建立起一支高水平、专业化投融资团队，强化“租造、租贸和租运”协同，逐步发展成为国内一流的船东系租赁企业。

集装箱租赁业务提供各类型集装箱租赁、贸易、管理及旧箱销售等多种服务，2022 年底管理的集装箱保有量超 380 万 TEU, 位居世界第三，2023 年上半年资产规模 410 亿元。中远海发将在当前佛罗伦租赁业务基础上，打造世界领先，独具竞争力的租赁公司。

集装箱制造业务从事国际标准干货箱、冷藏箱、特种集装箱及房屋箱的研究开发和生产销售，设计年产能超过 140 万 TEU，位居世界第二，客户涵盖全球知名班轮公司和各大租箱公司，同时，依托中远海运集团的全球运输网络，为客户提供全球港口交箱的增值服务。

投资管理业务注重战略价值与财务回报并重，围绕航运物流主业，以产融结合为目的，投资为手段，不断聚焦投资领域，强化资产运作，提高投资收益。坚持主线投资思路，以资本为纽带，以航运、港口、物流行业应用场景为基础，为航运物流业的“数字化、网络化、智能化”发展提供智力和资本引导服务，助推产业升级。

2. 造箱业务周期回升，量价有望上行

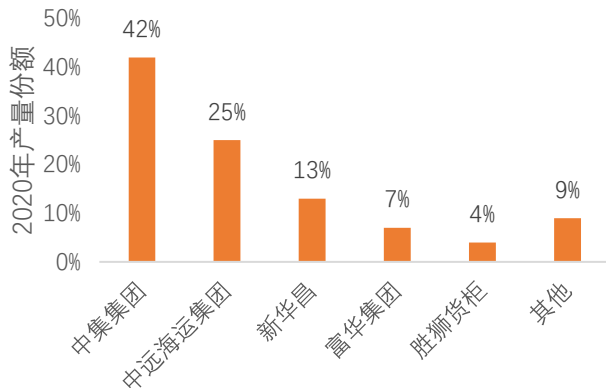
造箱业务有望均值回归，并随经济复苏进一步增长。尽管 2021 年中国集装箱产量创新高，但是 2019-2023 年均值较 2014-2018 年均值增幅，与需求比较匹配；到 2023 年三季度库存在稳步消化中，集装箱需求正步入复苏轨道，中国集装箱产量和出口价格开始回升。2024 年中美库存周期有望进入上行期，将带动集装箱产量上升、价格上涨，中远海发的造箱业务有望复苏，收入和利润有望进入上行期。

2.1. 行业集中度高，海发份额 25%

2003 年以来中国集装箱产量占全球 90% 以上。集装箱制造业是典型的劳动密集型行业，产业转移主要受贸易量和劳动成本影响，遵循着“欧美—日韩—中国”的产业转移路径。随着中国出口占世界贸易量的持续增长，1993 年后中国集装箱产量便开始一直稳居世界第一，2003 年后中国集装箱产量占全球集装箱产量比重一直在 90% 以上，中国在集装箱制造行业在全球具有绝对的垄断地位。

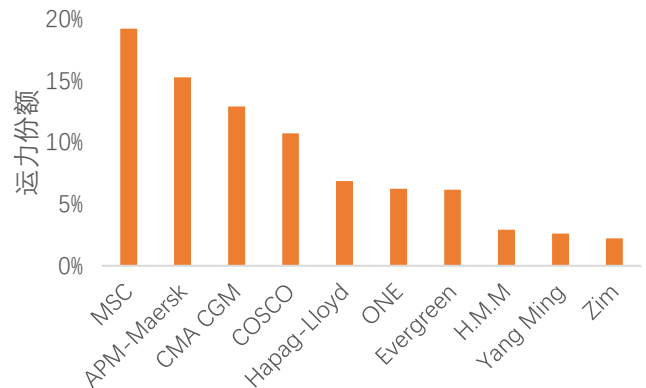
集装箱制造行业集中度高，2020 年 CR4 达到 87%。集装箱制造行业经历发展演化、并购整合后，2020 年集中度较高，龙头中集集团的产量份额达到 42%，中远海运集团 25% 位居第二，其他公司份额较低。

图 8：2020 年全球集装箱制造行业集中度高，CR4 占 87%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2023 年 8 月，全球集装箱航运行业运力集中度高



资料来源：中远海控 2023 年上半年推介材料，天风证券研究所

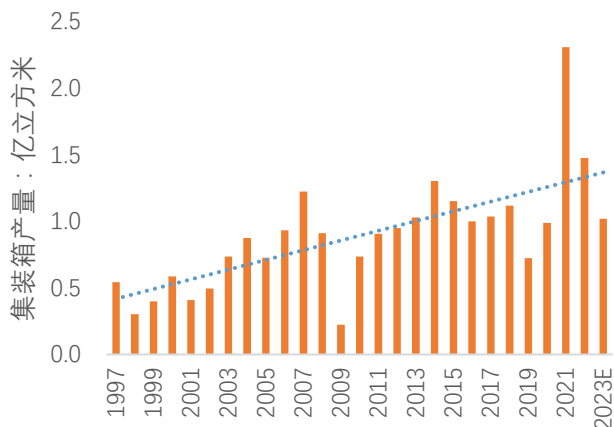
集装箱制造行业下游客户的集中度较高。集装箱行业最直接的下游客户是集装箱运输公司和集装箱租赁公司，2019 年集运公司和租赁公司采购集装箱比例大致各占 45%。全球航运公司和租箱公司市场集中度较高，CR3/CR4 基本占据了 50% 以上的市场份额，因此集装箱行业需求受其经营状况影响较大。

2.2. 库存稳步消化，供需恢复平衡

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。但是 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。2023 年三季度以来，行业库存存在稳步消化中，集装箱需求正步入复苏轨道。

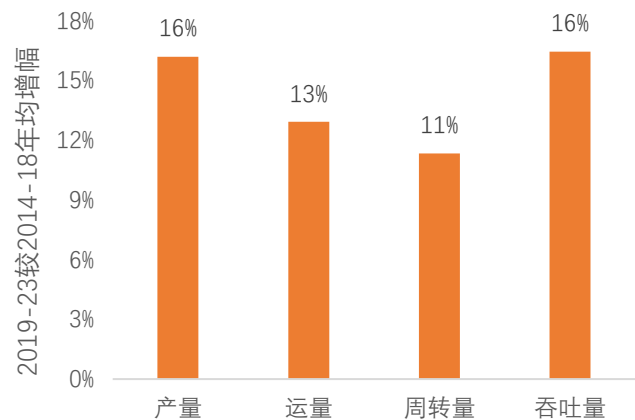
2019-2023 年集装箱产量增幅与需求增幅匹配。尽管 2021 年中国集装箱产量创新高，但是 2019、2020、2023 年集装箱产量都较低，2019-2023 年年均集装箱产量较 2014-2018 年年均增长 16% 左右，增幅与集装箱运量、吞吐量接近，说明五年维度看供需基本匹配，并未严重过剩。

图 10：中国集装箱产量在波动中增加，2021 年达到高峰



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2019-23 年较 2014-18 年年均产量增幅，接近运量增幅

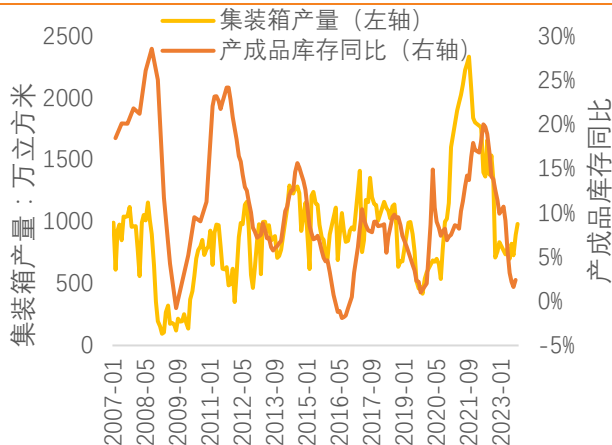


资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

2.3. 经济有望复苏，造箱量价回升

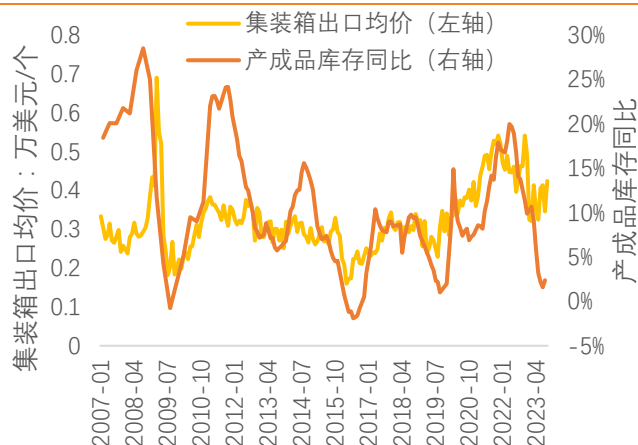
集装箱制造行业景气度与宏观经济、国际贸易密切相关。经济增长带动贸易增长，集运运量增加，集装箱需求增加，带动集装箱产量增加、价格上涨。回顾历史，库存周期上行阶段，集装箱产量和出口均价都会上升。2023 年第三季度，库存周期在历史低谷，集装箱产量和出口均价都在历史较低水平。

图 12：中国集装箱产量与库存周期密切相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

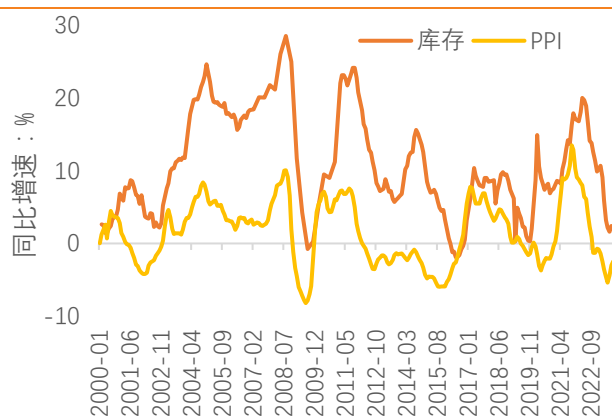
图 13：中国集装箱出口均价与库存周期密切相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

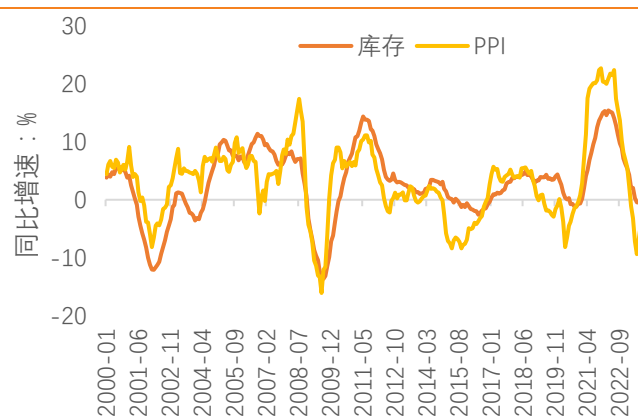
库存周期开始上行，有望带动集装箱产量上升、价格上涨。从时间、空间、领先指标看，中美库存周期都有望从阶段性底部回升：一是 2022 年开始，下行期已经 15 个月左右，接近历史下行时间；二是库存同比增速都下降到零附近，达到历史较低水平；三是领先指标 PPI 都在 2023 年 7 月开始回升。2023 年 8 月，中国和美国库存增速都开始回升，并有望迎来 2 年左右上行期。2023 年 9 月集装箱产量、价格都在回升，未来有望随库存周期继续回升。

图 14：2023 年第三季度，中国库存周期有望回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

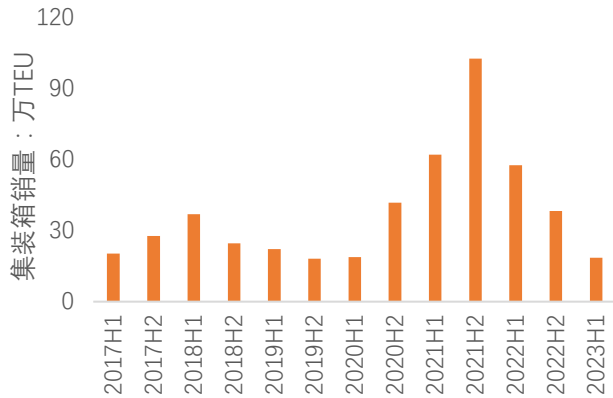
图 15：2023 年第三季度，美国库存周期有望回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

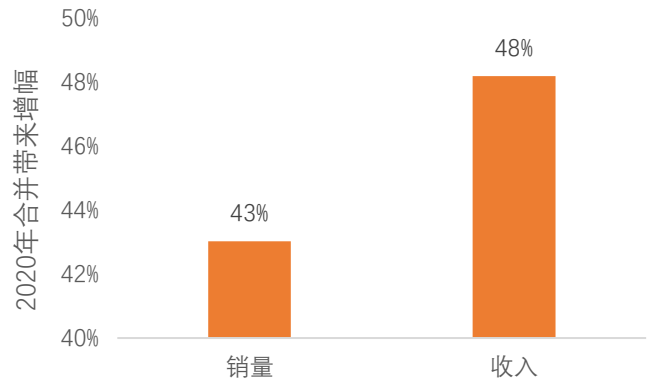
中远海发的集装箱销量处于低谷，有望回升。经历了 2021 年造箱高峰后，2023 年上半年中远海发的造箱量处于历史低谷。如果考虑 2021 年收购造箱资产带来的随后销量增加（2020 年收购标的资产的销量，达到中远海发收购前销量的 43%），2023 年上半年可比口径的销量应该更低。

图 16：2023 年上半年，中远海发的集装箱销量处于历史低谷



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：收购集装箱制造资产导致的销量和收入增长



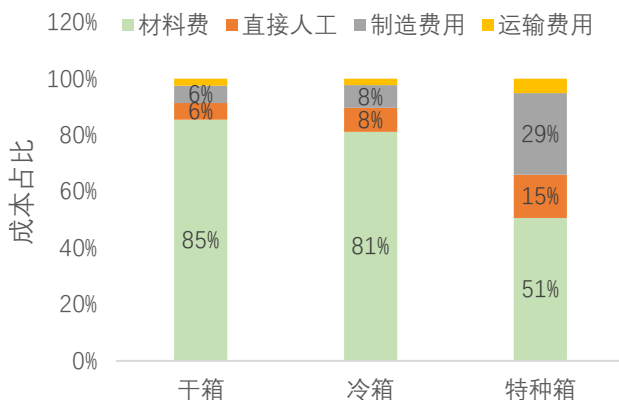
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 钢材成本占比高，影响毛利率

集装箱制造业务的主要原材料为钢材、铝材、油性漆及水性漆、地板。钢材在集装箱生产中的成本占比超过 50%，集装箱用钢主要是钢板、型钢和焊管。通常情况下，一个标准 20 英尺集装箱的钢材用量为 1.4~1.6 吨。以中远海发 2021 年收购的资产造箱产量最大的寰宇启东为例，干箱和冷箱的材料费占比 80% 以上，其中干箱的钢材成本占 56%。

钢材价格处于历史中等水平。2015 年以来，钢材价格在波动中上升，2023 年 8 月处于中等水平。铝材价格上升趋势明显，2023 年 8 月处于历史偏高水平。其他主要原材料包括油漆涂料和地板，水性漆、油性漆及地板近年来供求保持相对平衡，价格较为稳定，未出现大幅波动。

图 18：寰宇启东 2021 年的预测成本中，材料费占比高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：2023 年 10 月，钢材和铝价格处于历史偏高水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 租赁业务稳定，盈利中枢 10 亿元左右

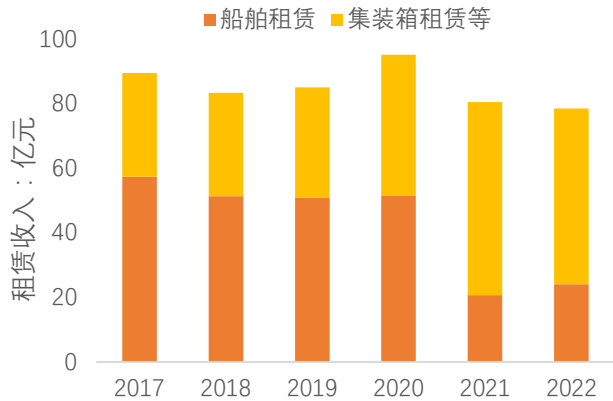
租赁业务和投资业务的盈利比较稳定，中枢在 10 亿元左右。航运租赁包括船舶租赁和集装箱租赁等，收入和毛利润都比较稳定。船舶租赁主要是固定租金的长期租船合同，收入比较稳定；集装箱租赁、管理及销售收入比较稳定，波动主要来自旧箱销售。投资业务主要是对渤海银行、光大银行、海发宝诚租赁的投资，投资收益比较稳定。

3.1. 租赁业务收入和毛利比较稳定

中远海发的航运租赁业务收入比较稳定。中远海发的租赁业务包括船舶租赁、集装箱租赁等。2021 年开始，74 艘集装箱船由期租变更为光租，船员、维修等成本减少导致租船收入也相应减少。2021 年下半年开始，中远海运租赁不再并表，其他产业租赁收入降为零。

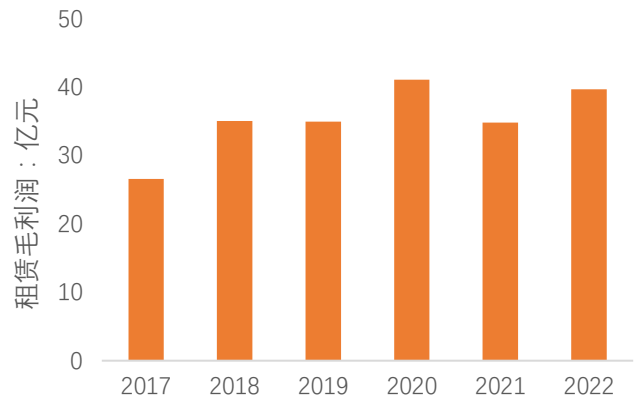
集装箱租赁收入波动，主要是旧箱销售导致的，租箱量和出租率都比较稳定。

图 20：中远海发的航运租赁业务收入比较稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：中远海发的租赁业务毛利润比较稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中远海发的租赁业务毛利润比较稳定。2018-2022 年，中远海发的租赁业务毛利润在 35 亿上下波动，有小幅上升趋势；净利润在 10 亿元上下波动，有上升趋势。

3.2. 船舶租赁长租为主，租金稳定

中远海发的船舶租赁包括集装箱船舶、干散货船舶等多种船型的经营租赁或融资租赁。2023 年上半年，中远海发以光租形式对外租赁集装箱船舶总共 74 艘，合计运力约 58 万 TEU；拥有 20 艘散货船和 10 艘纸浆船，合计运力分别为 362 万载重吨和 62 万载重吨；拥有其他类型融资租赁业务的船舶 40 余艘。

表 1：中远海发的船舶租赁主要是固定价格租赁

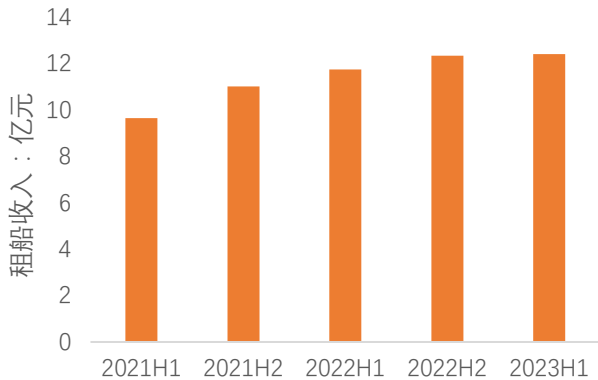
船型	数量 艘	租赁对象	租赁期限 年	租金形式	2023H1 租金收入 亿元
纸浆船	10	中远海特	15	固定	1.61
干散货船	16	中远海散	10	固定	3.18
集装箱船	74	中远海运集运	20	固定	4.59
其他船舶	40+				3.04
合计	144+				12.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

船舶租赁是以固定价格于指定期间或指定航程提供的船舶出租或租赁服务，具备收益和现金流稳定的特点。中远海发租赁给中远海运集运的 74 艘集装箱船，租赁期限至每一船舶船龄满 25 周年止，交易金额总计 46.18 亿美元，根据具体船舶租赁合同约定分 20 年支付。租赁给中远海特纸浆船和中远海散的干散货船，也签订期限长、租金固定的合同。

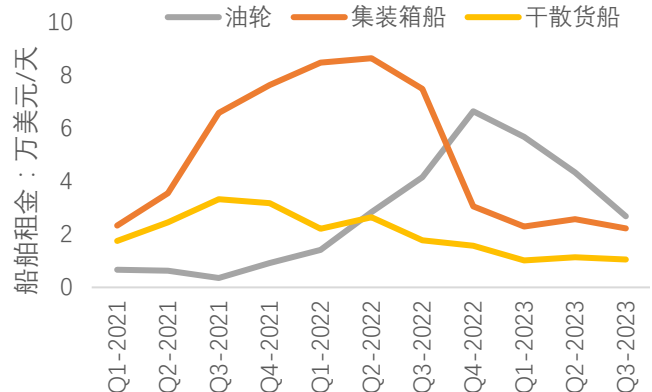
中远海发的船舶租赁业务收入比较稳定。尽管市场船舶租金大幅波动，但是中远海发多数租船收入来自固定租金的租赁业务，所以租金收入比较稳定。随着业务规模扩大，租金收入呈现稳步小幅增长趋势。

图 22：2021 年以来，中远海发的船舶租赁收入小幅上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2021 年以来，船舶市场租金大幅波动



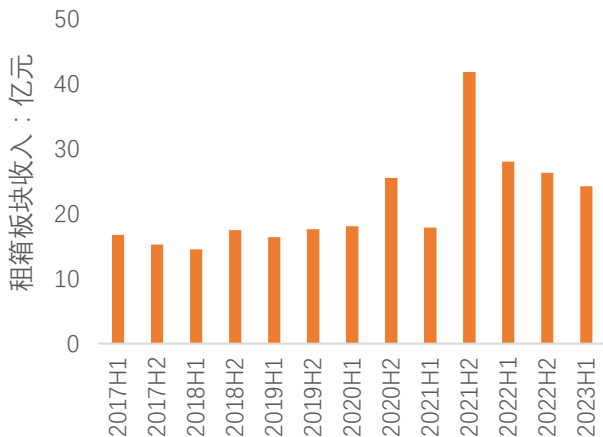
资料来源：Clarkson，天风证券研究所

3.3. 集装箱租赁稳定，旧箱销售波动

集装箱租赁业务是以自有集装箱，与承租人签订租约，期间收取租金；资产使用 10~15 年后通过资产处置实现残值回收。集装箱管理是受集装箱投资者委托，对集装箱进行备箱、租赁、调运、保管、交接、发放、检验修理及代售等工作。集装箱管理受托人按照委托协议约定条款向委托人收取集装箱管理费。截至 2022 年底，中远海发自有箱 290 万 TEU，管理箱 96 万 TEU，居世界第三位。

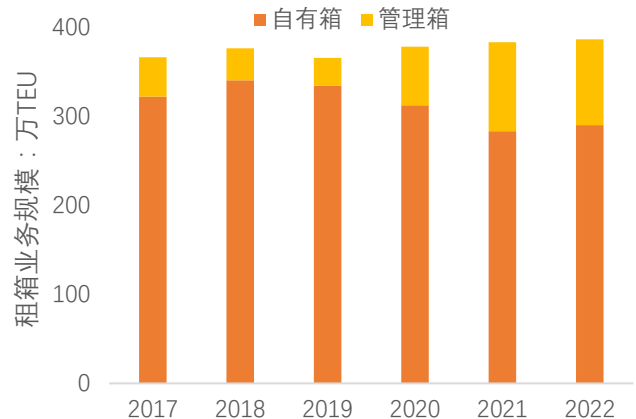
中远海发的集装箱租赁、管理及销售收入波动，主要来自旧箱销售。2017-2020H1，中远海发的集装箱租赁、管理及销售收入比较稳定。2020 年下半年，中远海发加快二手箱销售，积极降低欧美旧箱库存，导致租箱板块收入增长。之后旧箱销售数量或价格波动，导致板块收入波动。中远海发集装箱租赁的数量、出租率等都比较稳定。

图 24：2020 年开始旧箱销售增加导致收入增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：2017-2022 年租箱业务量比较稳定

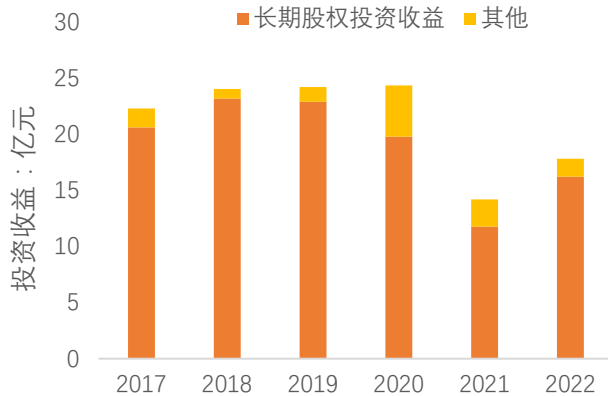


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 投资业务利润中枢 10 亿元左右

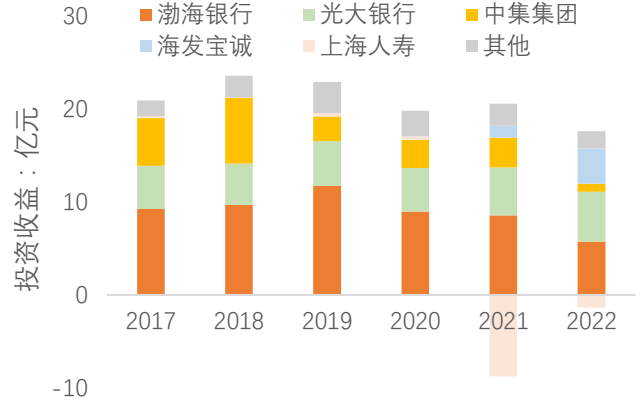
投资收益主要来自银行股，具有稳定性。中远海发的投资收益 80% 以上来自长期股权投资，其中主要是对渤海银行、光大银行、海发宝诚租赁的投资。2017-2022 年，三者贡献的投资收益在 15 亿元左右小幅波动。2021 年对上海人寿投资亏损导致投资收益波动，2022 年对中集集团的股份终止权益法核算转为交易性金融资产核算，导致投资收益波动。2017-2022 年投资业务净利润在 10 亿元左右波动。

图 26：中远海发的投资收益主要来自长期股权投资



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：中远海发的长期股权投资收益主要来自银行股



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与目标价

2024-2025 年盈利有望大幅增长。随着经济复苏，集装箱产销量和价格有望回升，带动造箱业务利润增长。船舶租赁、集装箱租赁、投资业务的盈利相对稳定。综合 AE 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期 PE，取两个估值结果的平均值，给予中远海发的目标价为 3.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1. 2024 年盈利有望大幅增长

假设 2024-2025 年集装箱销量周期上升。2023 年上半年，中远海发的集装箱销量 18.5 万 TEU，处于历史低点，假设 2023 年 46 万 TEU。随着库存周期上行，假设 2024 年销量回升到 90 万 TEU，介于 2020 年 87 万 TEU 和 2022 年 96 万 TEU；假设 2025 年销量继续上升到 120 万 TEU，低于 2021 年 165 万 TEU；假设 2026 年销量回落到 100 万 TEU。

假设 2024-2025 年集装箱价格小幅上升。随着销量回升，假设 2023 年中远海发的集装箱平均销售价格与上半年持平，2024 年上涨 3%，2025 年上涨 5%，2026 年回落 5%。

假设 2024-2025 年的航运租赁收入都小幅上升。考虑船舶租赁业务规模扩大，租金率比较稳定，因此假设 2024-2025 年船舶租赁稳步收入增长。集装箱租赁、管理、销售业务收入在 2023 年上半年明显回落，主要受集装箱销售减少和价格下跌的影响，假设 2024-2025 年略有回升，因此收入恢复增长。

表 2：中远海发的核心财务指标预测

指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入：亿元	190	372	256	166	260	338
yoy	33%	96%	-31%	-35%	57%	30%
航运租赁收入：亿元	122	95	78	75	79	85
船舶租赁收入：亿元	51	21	24	25	27	30
集装箱租赁等收入：亿元	44	60	54	50	52	55
航运租赁毛利率	33.6%	36.8%	50.5%	52.0%	51.9%	52.9%
集装箱制造收入：亿元	82	321	207	90	180	252
销量：万 TEU	61	165	96	46	90	120
集装箱制造毛利率	7.5%	24.1%	16.3%	9.8%	12.5%	14.3%
归母净利润：亿元	21.31	60.91	39.22	21.80	36.69	50.51
yoy	22.2%	185.9%	-35.6%	-44.4%	68.3%	37.7%
ROE	8.7%	18.6%	13.6%	6.4%	10.3%	13.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 目标价 3.4 元

根据 AE 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期 PE，取两个估值结果的平均值，给予中远海发的目标价为 3.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

根据 AE 估值法，中远海发的每股价值为 3.34 元。中远海发的租赁业务的现金流可能波动较大，所以暂不采用 DCF 估值法。考虑到中远海发的 ROE 和 ROIC 较高，采用超额利润贴现法进行估值。

表 3：中远海发的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3.5%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3.47%
风险溢价	6%	股票投资者预期回报率在 8%–10%
贝塔	0.95	2018 年以来中远海发相对沪深 300 指数的贝塔 0.95
半显性期增长率	5%	产业链业务持续增长，带动整体较快增长
永续增长率	2%	业务进入成熟期，增长速度放缓

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据估值模型，中远海发的超额利润及贴现值如表 4。

表 4：中远海发的超额利润与贴现值

指标	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	终值
超额利润：亿元	-9.37	3.89	15.03	8.31	8.73	9.17	9.62	10.11	10.61	11.14	11.70	12.28	174.02
贴现：亿元	-9.22	3.50	12.39	6.28	6.04	5.80	5.58	5.37	5.16	4.96	4.77	4.59	64.99
现值：亿元													120.21

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司中集集团 2023 年 Wind 一致预期 PE，中远海发的每股价值为 3.46 元。

表 5：中远海发的可比公司 2023 年 Wind 一致预期 EPS 和估值

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2023/10/26	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000039.SZ	中集集团	6.60	0.31	0.46	0.58	21.53	14.39	11.33
601866.SH	中远海发	2.25	0.16	0.27	0.37	14.01	8.33	6.05

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

宏观经济风险。世界大变局加速演变，全球动荡源和风险点增多，海外金融市场波动放大，全球贸易链、产业链再布局；国内经济增长新动能的结构性韧性持续，但也面临各类风险挑战。中远海发业务网络遍布境内外，与中国及世界宏观经济环境有较大关联。

国际贸易再度下滑。2023 年上半年，中国、韩国、越南等东亚国家出口大幅下滑，9 月份出口增速明显回升。如果 2023Q4 开始出口增速再度大幅下滑，那么集装箱需求随之减少，集装箱产销量和价格都可能下降。

钢材等原材料价格大幅上涨。钢材等原材料成本占干箱和冷箱的成本 80%以上，如果价格大幅上涨，将导致集装箱生产成本上涨，造箱业务的毛利率可能大幅下降。

集装箱租赁价格下降。尽管集装箱长期租赁的价格比较稳定，但是贸易下滑导致集装箱需求减少，还是会影响集装箱租金水平。中远海发庞大的租箱业务，盈利将受影响。

投资的银行利润大幅下降。中远海发投资业务利润主要来自渤海银行、光大银行、昆仑银行等，如果这些银行利润大幅下降，那么中远海发的投资收益将大幅减少。

国内外利率上升。中远海发的有息负债规模庞大，利息支出较高。如果美联储继续加息，那么美元负债的利息支出将增加；如果国内利率上升，人民币负债的利息支出也将上升。

信用风险。信用风险指由于交易对手不能履行或不能按时履行其合同义务，或交易对手信用状况发生不利变动，导致中远海发遭受非预期损失的风险。中远海发的信用风险主要因经营租赁、融资租赁、集装箱生产与销售以及固定收益类投资等业务而产生。

测算结果具有主观性。尽管已经考虑了集装箱需求、集装箱售价、集装箱租金等，但是仍有部分因素未充分考虑，因此测算结果有主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,019.56	15,561.00	7,029.13	7,793.94	10,133.92
应收票据及应收账款	1,363.05	540.29	689.18	1,239.84	1,268.34
预付账款	721.85	124.26	415.19	486.04	693.94
存货	6,901.76	4,049.88	2,932.46	8,732.47	6,540.47
其他	6,561.45	4,614.66	6,150.00	6,421.25	6,237.68
流动资产合计	33,567.68	24,890.09	17,215.95	24,673.55	24,874.34
长期股权投资	24,471.07	24,501.66	24,501.66	24,501.66	24,501.66
固定资产	38,080.88	42,760.98	42,486.35	42,063.70	41,510.23
在建工程	347.50	400.15	300.09	240.05	204.03
无形资产	593.39	651.78	667.97	681.67	692.86
其他	35,555.80	34,942.07	35,103.75	35,103.53	35,103.53
非流动资产合计	99,048.64	103,256.64	103,059.82	102,590.60	102,012.30
资产总计	132,616.32	128,146.73	120,275.77	127,264.15	126,886.64
短期借款	26,413.83	20,013.09	10,000.00	14,289.98	18,519.63
应付票据及应付账款	4,001.71	2,430.96	1,670.26	5,181.38	3,789.50
其他	22,151.22	19,327.55	22,731.25	24,498.45	24,019.73
流动负债合计	52,566.76	41,771.59	34,401.50	43,969.81	46,328.86
长期借款	40,345.18	48,519.71	50,000.00	45,648.15	40,000.00
应付债券	5,000.00	8,000.00	0.00	0.00	0.00
其他	701.53	657.05	2,000.00	2,000.00	2,000.00
非流动负债合计	46,046.72	57,176.77	52,000.00	47,648.15	42,000.00
负债合计	99,927.42	99,252.42	86,401.50	91,617.96	88,328.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	13,586.48	13,586.48	13,575.94	13,575.94	13,575.94
资本公积	2,835.39	2,704.85	2,704.85	2,704.85	2,704.85
留存收益	14,134.36	15,009.73	16,535.77	19,104.19	22,639.61
其他	2,132.67	(2,406.75)	1,057.70	261.21	(362.61)
股东权益合计	32,688.90	28,894.31	33,874.26	35,646.19	38,557.79
负债和股东权益总计	132,616.32	128,146.73	120,275.77	127,264.15	126,886.64

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	6,090.68	3,921.56	2,180.06	3,669.16	5,050.60
折旧摊销	2,120.58	2,267.39	2,508.50	2,619.00	2,728.30
财务费用	1,855.21	1,616.67	2,422.79	2,392.74	2,443.15
投资损失	(1,420.83)	(1,783.83)	(2,000.00)	(2,200.00)	(2,500.00)
营运资金变动	(2,558.30)	4,107.94	778.73	(1,414.25)	268.59
其它	8,490.33	1,083.06	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	14,577.66	11,212.79	5,890.08	5,066.66	7,990.64
资本支出	(8,582.17)	7,131.40	807.05	2,150.00	2,150.00
长期投资	3,448.50	30.59	0.00	0.00	0.00
其他	(10,074.33)	(7,462.64)	(2,457.66)	(2,100.00)	(1,800.00)
投资活动现金流	(15,208.00)	(300.66)	(1,650.61)	50.00	350.00
债权融资	(19,029.54)	681.30	(15,571.24)	(2,454.61)	(3,861.66)
股权融资	555.90	(5,848.57)	2,799.89	(1,897.24)	(2,139.00)
其他	24,375.43	(9,324.99)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	5,901.79	(14,492.26)	(12,771.35)	(4,351.85)	(6,000.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,271.45	(3,580.13)	(8,531.88)	764.81	2,339.98

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	37,168.21	25,633.79	16,558.25	25,979.78	33,779.72
营业成本	26,314.88	18,363.79	11,708.03	19,559.84	25,609.79
营业税金及附加	161.72	120.24	77.67	121.86	158.45
销售费用	68.52	14.18	16.56	25.98	33.78
管理费用	1,456.67	1,120.84	1,159.08	1,298.99	1,351.19
研发费用	74.34	94.18	99.35	103.92	118.23
财务费用	2,050.30	1,242.24	2,422.79	2,392.74	2,443.15
资产/信用减值损失	(874.19)	(785.59)	(600.00)	(200.00)	(200.00)
公允价值变动收益	321.89	(996.86)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,420.83	1,783.83	2,000.00	2,200.00	2,500.00
其他	(1,856.93)	(176.03)	(110.00)	(130.00)	(130.00)
营业利润	8,030.17	4,852.96	2,584.78	4,606.45	6,495.13
营业外收入	9.94	8.47	10.00	10.00	10.00
营业外支出	123.89	34.97	30.00	30.00	30.00
利润总额	7,916.23	4,826.47	2,564.78	4,586.45	6,475.13
所得税	1,825.54	904.91	384.72	917.29	1,424.53
净利润	6,090.68	3,921.56	2,180.06	3,669.16	5,050.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	6,090.68	3,921.56	2,180.06	3,669.16	5,050.60
每股收益（元）	0.45	0.29	0.16	0.27	0.37

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	95.80%	-31.03%	-35.40%	56.90%	30.02%
营业利润	228.75%	-39.57%	-46.74%	78.21%	41.00%
归属于母公司净利润	185.88%	-35.61%	-44.41%	68.31%	37.65%
获利能力					
毛利率	29.20%	28.36%	29.29%	24.71%	24.19%
净利率	16.39%	15.30%	13.17%	14.12%	14.95%
ROE	18.63%	13.57%	6.44%	10.29%	13.10%
ROIC	11.49%	7.67%	6.32%	8.47%	10.40%
偿债能力					
资产负债率	75.35%	77.45%	71.84%	71.99%	69.61%
净负债率	223.95%	268.52%	215.42%	202.39%	177.36%
流动比率	0.62	0.59	0.50	0.56	0.54
速动比率	0.49	0.50	0.42	0.36	0.40
营运能力					
应收账款周转率	19.55	26.94	26.94	26.94	26.94
存货周转率	9.45	4.68	4.74	4.45	4.42
总资产周转率	0.27	0.20	0.13	0.21	0.27
每股指标（元）					
每股收益	0.45	0.29	0.16	0.27	0.37
每股经营现金流	1.07	0.83	0.43	0.37	0.59
每股净资产	2.41	2.13	2.50	2.63	2.84
估值比率					
市盈率	5.02	7.79	14.01	8.33	6.05
市净率	0.93	1.06	0.90	0.86	0.79
EV/EBITDA	5.84	7.38	7.56	6.33	4.92
EV/EBIT	6.97	9.64	10.83	8.64	6.39

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