



买入 (首次)

所属行业: 机械设备/通用设备
当前价格(元): 7.83

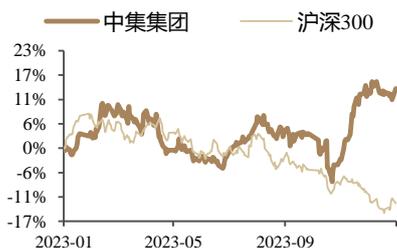
证券分析师

俞能飞

资格编号: S0120522120003

邮箱: yunf@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.69	17.74	10.28
相对涨幅(%)	4.46	22.92	18.50

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

中集集团: 集装箱周期反弹, 海工回暖周期共振

投资要点

- 中集集团: 多元业务发展的全球集装箱龙头, 业绩筑底有望回升。** 公司是全球集装箱产业龙头, 产业集群涵盖物流装备、能源装备及服务, 能源化工、海洋工程、空港物流新业务板块多元发展, 打造多项冠军产品, 全球竞争力不断提高。公司2018-2022年营收CAGR为10.92%; 2023Q1-Q3营收为951.24亿元, 同比-12.84%。公司2018-2022年归母净利润CAGR为-1.21%。2023Q1-Q3归母净利润为人民币4.96亿元, 同比-84.10%, 受全球集装箱市场周期性调整影响, 2023年公司业绩筑底, 预计未来集装箱行业周期反弹, 公司业绩有望筑底回升。
- 商品库存磨底, 集装箱需求反弹在即。** 2023年商品贸易增速承压, WTO预测24年贸易回暖。据WTO, 2023年世界货物贸易量预计将增长0.8%, **该增长率预计2024年将达到3.3%**。贸易回暖+补库存周期有望带动集装箱需求增长, 美国去库存周期已持续一年以上, 2023年9月美国制造商、零售商库分别同比提升0.1%、5.47%, 库存总额同比+1.25%, 若按照3年完整库存周期来看, 预计2023年底去库存进入尾声, **2024年有望进入补库存周期**。此外, 中美产成品库存领先指标PPI从7月开始同比降幅持续收窄, 2023年9月集装箱量价齐升, 未来集装箱产量有望波动上行。按照集装箱行业历史规律, 集装箱产量低点之后的一年都会出现反弹。**截至2023年6月底, 全球集装箱产量为85万TEU, 为近十年较低位, 2024年更新+新增需求使得新箱销量有望朝常态恢复。**
- 海工业务困境反转, 公司转型非油气业务成功平滑油气波动。** 2023年3季度, 天然气、原油价格均呈现回升, 在全球能源清洁及各国保障能源安全的共同作用下, 油气下游需求量在下半年实现回暖。2023年来看, 各类海工装备订单均出现不同程度回暖, 浮式生产装备订单接近历史高峰。截至9月底, 公司累计持有在手订单价值52亿美元, 同比+38%。2023年以来海工装备租赁市场也十分活跃。克拉克森海工市场指数已经超过了2014年高峰时期的水平, 其中浮式钻井平台平均日租金达到了31.16万美元/天, 环比上涨1.5%, 同比上涨19.9%。截至2023年9月底, 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座自升式钻井平台和4座半潜平台。除了油气海工装备, 公司也进入海上风电、特种船舶等领域。前三季度公司在手订单中, 油气与非油气业务占比约为4:6, 有效平滑油气周期波动。
- 投资建议:** 公司作为集装箱制造龙头公司, 将深度受益于集装箱行业周期反弹; 此外, 海工市场复苏, 公司在手订单饱满, 海工平台租金上涨, 海工平台租赁也具有较大弹性。预计2023-2025年归母净利润为6.85、24.8、34.9亿元, 同比-78.7%、+262.1%、+40.8%, 对应PE 62、17、12倍, 首次覆盖给予“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, 原材料价格波动风险

股票数据

总股本(百万股):	5,392.52
流通 A 股(百万股):	2,301.41
52 周内股价区间(元):	6.33-7.94
总市值(百万元):	42,223.43
总资产(百万元):	156,591.03
每股净资产(元):	8.86
资料来源: 公司公告	

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	163,696	141,537	132,668	147,421	162,225
(+/-)YOY(%)	73.9%	-13.5%	-6.3%	11.1%	10.0%
净利润(百万元)	6,665	3,219	685	2,480	3,492
(+/-)YOY(%)	24.6%	-51.7%	-78.7%	262.1%	40.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.24	0.60	0.13	0.46	0.65
毛利率(%)	18.0%	15.3%	13.9%	14.5%	15.1%
净资产收益率(%)	14.8%	6.6%	1.4%	4.9%	6.5%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 中集集团：全球集装箱龙头企业，多项业务世界冠军	6
1.1. 公司历史悠久，全球实力强劲	6
1.2. 战略目标明确，业务多元发展	7
1.2.1. 集装箱业务——中集集装箱	8
1.2.2. 道路运输车辆业务——中集车辆	9
1.2.3. 能源、化工及液态食品业务板块——中集安瑞科	11
1.2.4. 船舶及海洋工程设施板块——烟台来福士	11
1.2.5. 空港与物流装备，消防及救援设备板块——中集天达	12
1.3. 2023 年前三季度业绩承压，有望筑底回升	14
2. 商品库存磨底，集装箱需求反弹在即	16
2.1. 疫情后全球贸易趋于正常，商品贸易有望增长	16
2.2. 全球贸易回暖+补库存周期有望带动集装箱需求增长	17
2.3. 2023 下半年集装箱需求呈现好转势头	19
2.4. 贸易新增+旧箱替换，2024 年集装箱需求有望恢复常态	21
3. 海工业务困境反转，转型非油气业务平滑波动	23
3.1. 油气价格支撑下，海洋石油投资回暖	23
3.2. 海工市场复苏势头明显，租赁市场活跃度高	23
3.3. 转型非油气业务，成功平滑油气波动	26
4. 盈利预测与相对估值	28
4.1. 盈利预测	28
4.2. 相对估值	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1: 中集集团历史沿革	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 公司业务矩阵	8
图 4: 集装箱业务营收及增速	9
图 5: 集装箱业务毛利率	9
图 6: 集装箱销量	9
图 7: 中集车辆六大业务或集团“灯塔制造网络”布局	10
图 8: 道路运输车辆业务营收及增速	10
图 9: 道路运输车辆业务毛利率	10
图 10: 道路运输车辆销量	11
图 11: 能源、化工及液态食品装备业务营收及增速	11
图 12: 能源、化工及液态食品装备业务毛利率	11
图 13: 海洋工程营收及增速	12
图 14: 海洋工程毛利率	12
图 15: 空港与物流装备、消防与救援设备营收及增速	14
图 16: 空港与物流装备、消防与救援设备毛利率	14
图 17: 2023Q1-Q3 营业收入 951.2 亿元, 同比-12.84%	14
图 18: 2023Q1-Q3 归母净利润 4.96 亿元, 同比-84.10%	14
图 19: 公司毛利率整体稳定, 保持在 15%左右	15
图 20: 2023Q1-Q3 公司财务费用率同比+1.41pct	15
图 21: 在疫情高点后, 供应链压力大幅下降	16
图 22: 海上运费已经接近 2010 年代的平均水平	16
图 23: 商品贸易数量下降, 服务性消费增长	16
图 24: 2023 年前 3 季度, 美国人均商品消费保持同比增长	17
图 25: 美国批发商库存得到控制	17
图 26: 2023H1 全球集装箱产量仅 85 万 TEU	17
图 27: 2023 年 1-11 月中国集装箱产量同比-36%	17
图 28: 集装箱需求逻辑	18
图 29: 集装箱产量领先于库存	18
图 30: 中国 PMI 指数领先于集装箱产量	18
图 31: 美国库存去化减缓, PPI 回升	18
图 32: 中国库存去化减缓, PPI 回升	18

图 33: 美国制造商、零售商库存同比上行	19
图 34: 中美 7 月份 PPI 回升.....	19
图 35: 集装箱量价波动上升	19
图 36: 德鲁里全球集装箱指数.....	20
图 37: 上海至各港口集装箱运价 (美元/个)	20
图 38: 中国出口集装箱运价综合指数已恢复疫情前平均水平	20
图 39: 2023 年 6 月开始出口集装箱运价有向上势头	20
图 40: 集装箱港口吞吐量指数.....	20
图 41: 美国 10 月进口集装箱数量进一步回暖.....	20
图 42: 全球集装箱产量 2016 年为低点、2017 年反弹.....	21
图 43: 中集集团集装箱销量分别在 09-10、16-17 年反弹	21
图 44: 中集集团干货集装箱销量	21
图 45: 中集集团冷藏集装箱销量	21
图 46: 行业干箱新签价格 2023 年以来维持稳定	22
图 47: 中集集团市占率近 45%.....	22
图 48: Henry Hub 天然气现货月度平均价格.....	23
图 49: 中国 LNG 价格	23
图 50: 布伦特原油价格	23
图 51: 全球原油供需平衡表 (百万桶/天)	23
图 52: 2003-2023 年 1-9 月全球海工市场订单成交金额.....	24
图 53: 公司海工主要产品及业务	25
图 54: 预计 22-26 年全球平均每年有 11 艘 FPSO 订单	25
图 55: 海上风电安装船订单数量	26
图 56: 10 年 6500 标准车位 PCTC 的价值变化	26
图 57: 中国对全球车辆运输船货运里程需求 (4000 CEU+)	26
图 58: 2023 上半年汽车运输船订单放缓	27
图 59: 直至 25 年, PCTC 运力存在缺口	27
表 1: 中集集团重要并购活动.....	8
表 2: 集装箱业务矩阵.....	9
表 3: 中集天达业务矩阵	12
表 4: 国际海洋油气咨询机构一致看好海洋石油投资回暖	23
表 5: 典型海工装备价格走势.....	24

表 6: 2013 年与 2023 年全球海工市场主要数据对标.....	25
表 7: 分业务收入及毛利率	28
表 8: 可比公司估值 (股价数据截至 2024 年 1 月 2 日收盘)	29

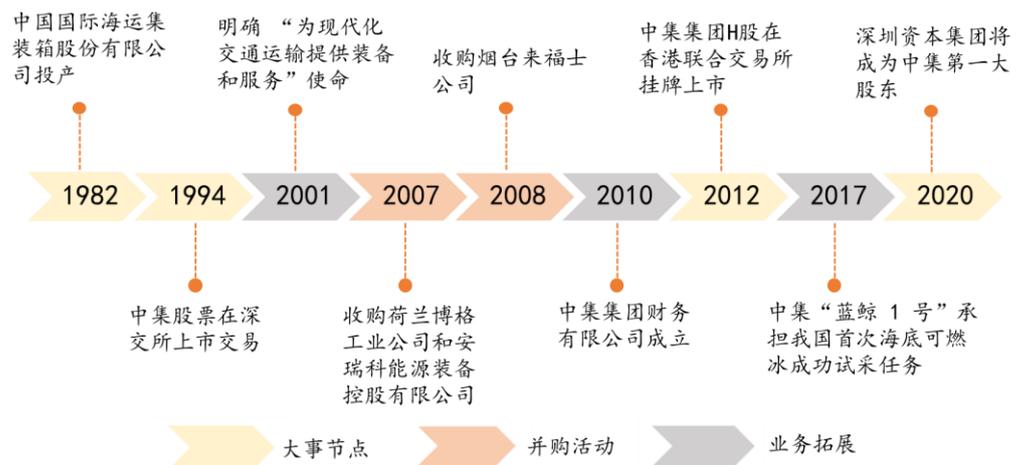
1. 中集集团：全球集装箱龙头企业，多项业务世界冠军

1.1. 公司历史悠久，全球实力强劲

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，是世界领先的物流装备和能源装备供应商。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。

中集集团历史悠久，上市近三十年，根植国际化基因。中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司的前身为“中国国际海运集装箱有限公司”，是由招商局轮船股份有限公司与丹麦宝隆洋行、美国海洋集装箱公司共同出资设立的中外合资经营企业。2012 年 12 月 19 日，公司境内上市外资股(B 股)转换上市地，在香港联合交易所有限公司主板上市并挂牌交易，本公司原全部发行的 B 股转为境外上市外资股(H 股)。公司致力于全球化的布局，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，客户和销售网络分布在全球 100 多个国家和地区。

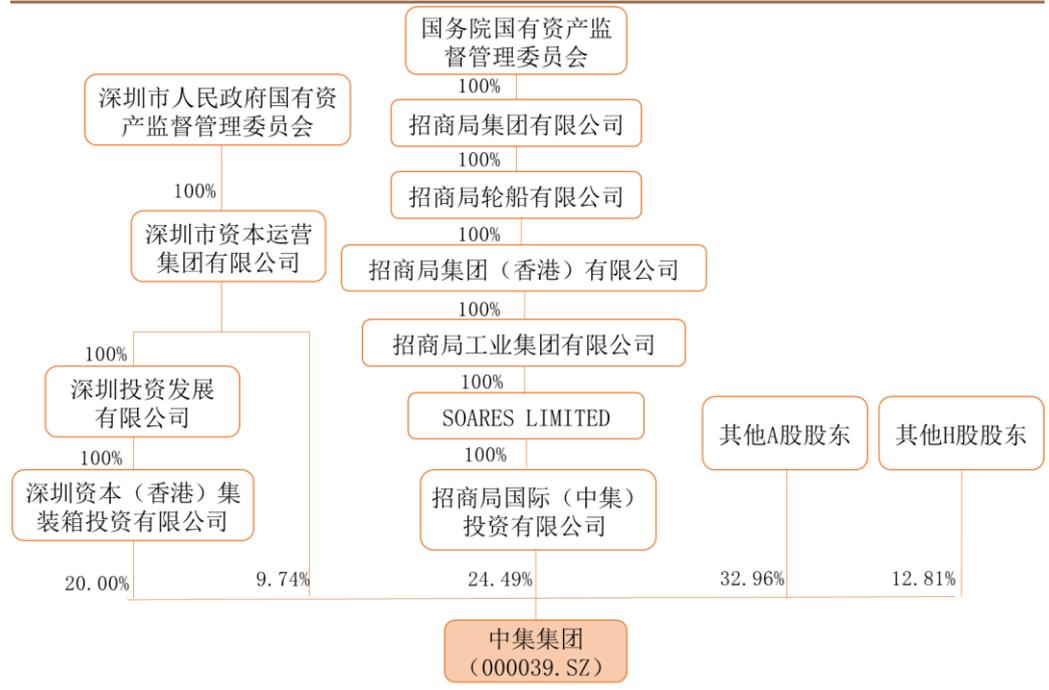
图 1：中集集团历史沿革



资料来源：公司官网，德邦研究所

国有资本占主导地位，混合所有制企业股权结构均衡。两大股东为深圳资本集团和招商局集团。2020 年 10 月 12 日，公司股东方中远海运发展股份有限公司及其子公司与深圳市资本运营集团有限公司及其子公司签署了股份转让协议，2020 年 12 月 18 日，本次股份转让完成。截至 2023 年第三季度，深圳市资本运营集团有限公司及其子公司合计持有本公司 29.74% 股权，成为本公司第一大股东。第二大股东为招商局集团，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%。除上述两者以外，无其他法人或个人持有公司已发行总股份的 10% 或以上股份。

图 2：公司股权结构



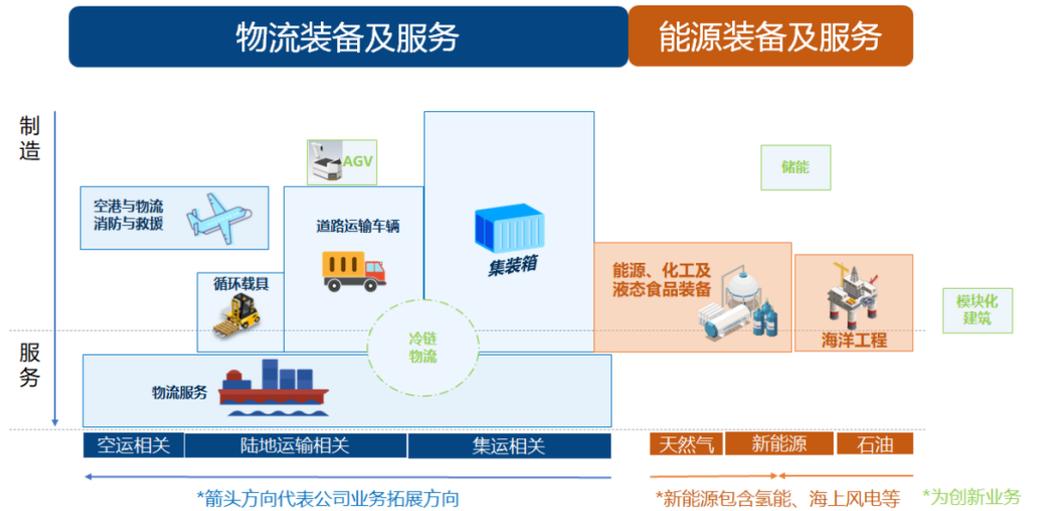
资料来源：公司 2023 三季报，德邦研究所

公司董事长麦伯良先生在公司任职 30 年，带领公司实现稳步成长。1993 年，麦伯良被正式任命为公司总经理，由 1994 年 3 月 7 日起担任公司总裁并由 1994 年 3 月 8 日起兼任本公司执行董事。2015 年 8 月 27 日起担任本公司执行董事、CEO 兼总裁，自 2020 年 8 月 27 日起担任本公司董事长、执行董事兼 CEO，现同时亦是中集车辆股份有限公司的董事长兼非执行董事。在他的带领下，公司业务延伸到道路运输车辆、能源化工和食品装备、海洋工程等多个业务领域，相继取得了集装箱、车辆、登机桥等多个领域的世界第一。2004 年 12 月 28 日麦伯良总裁当选“2004CCTV 中国经济年度人物”。

1.2. 战略目标明确，业务多元发展

公司深耕集装箱制造业务及相关孵化产业，产业集群主要涵盖物流领域及能源领域。公司的核心业务是海运集装箱，孵化出道路运输车辆业务、空港与物流装备/消防与救援设备业务，辅之以物流服务业务及循环载具业务提供物流专业领域的产品及服务；在能源行业领域，公司主要从能源/化工/液态食品装备业务、海洋工程业务方面开展；同时，公司在不断开发新兴产业并拥有服务自身的金融及资产管理业务。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 3：公司业务矩阵



资料来源：中集集团 2022 年报，德邦研究所

2001 年公司确定了“为现代化交通运输提供装备和服务”的使命，即从全球视野的角度，建立和并行发展三个层面的业务：第一层面为核心业务——集装箱业务；第二层面为厢式半挂车业务，后逐渐调整为道路运输车辆业务；第三层面为以更广泛的形式介入现代化交通运输装备及服务行业中有生命力的业务。不同业务领域有清晰的发展脉络。

收购兼并扩张，业务多元发展。1993 年，中集首次实施跨区域并购策略，收购大连货柜工业 51.18% 的股权，在北方建立深圳以外的首个生产基地。此后，收购兼并也成为中集战略扩张的主要方式。

表 1：中集集团重要并购活动

时间	所属板块	收购公司	过程/影响
2007.6.28	罐式储运	荷兰博格工业公司	并购博格使公司罐式产品业务扩大到储罐业务、道路罐式设备等领域，第三层面即罐式储运业务范围基本形成。欧洲技术和中国制造优势的有机结合，进一步提升中集在罐式储运业务领域的全球化竞争能力。博格的成功收购，也使中集“依托中国优势的全球化营运体系”平台初步搭建，面向全球主流市场的跨国公司架构初具雏形。
2007.7.30	能源	安瑞科能源装备控股有限公司	对安瑞科的重组使中集的现有业务扩展到燃气能源装备领域，并使公司旗下拥有了第一家上市公司。
2008.3.12	船舶及海洋工程	烟台来福士公司	来福士是国际领先的船舶及海洋工程设施建造公司，主要致力于各类钻井平台及其配套船舶的建造。收购烟台来福士公司标志着中集正式进入海洋油气开发装备即特殊船舶和海洋工程的建造业务领域。
2014.8.21	空港	新加坡德利国际	中集集团及旗下深圳中集天达空港设备有限公司在新加坡证券交易所举行了对新加坡德利国际的反向收购仪式
2013.12.13	消防	Albert Ziegler KG	中集下属的德国全资子公司 Albert Ziegler GmbH 完成了对德国消防救援车辆百年老店 Albert Ziegler KG 的收购
2015.7.10	消防	中国消防（中集天达前身）	中集将 Ziegler 40% 股权注入中国消防换取其 30% 股权，中集正式成为了中国消防的单一最大股东

资料来源：公司官网，德邦研究所

1.2.1. 集装箱业务——中集集装箱

公司是全球集装箱行业的领先者，全球市场份额第一。1996 年，公司集装箱产销量达到 199000 标准箱，成为全球最大的干货集装箱制造商，确立市场领先地位。此后行业地位不断巩固。1996 年 9 月 29 日，上海中集冷藏箱有限公司正式投产。引进世界先进的德国冷藏箱制造技术，产品品种从单一化向系列化转变。

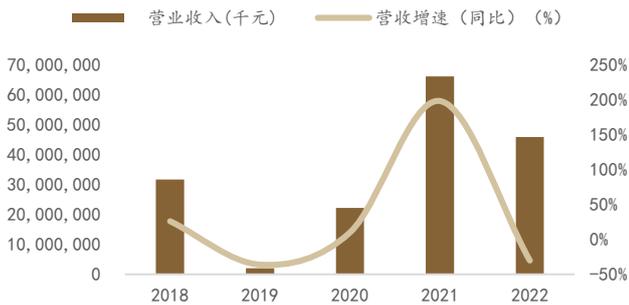
表 2: 集装箱业务矩阵

重点业务	开始时间	业务介绍
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	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	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, 将标准化的理念延伸催生该业务板块	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, 模块化建筑可循环利用

资料来源: 公司官网, 德邦研究所

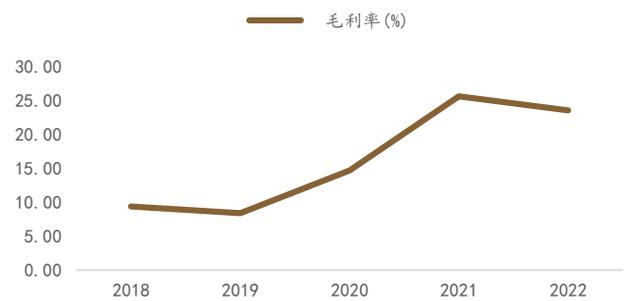
23 年全球商品贸易增速维持低位, 集装箱需求筑底。2022 年由于集装箱整体需求的放缓, 叠加原材料价格下跌等因素的影响, 全年新箱箱价和销量下降, 营收/毛利率为 43,533 万元/22.20%。集装箱销量与营收走势基本一致。2022 年冷藏箱/干货箱销量为 12.33/108.09 万台。2023 年前三季度标准干货集装箱累计销量 47.65 万 TEU, 同比-52.90%; 冷藏箱累计销量 8.01 万 TEU, 同比-20.54%, 特种箱中, 开顶集装箱和框架集装箱需求增长明显。单季度环比看, 标准干货集装箱第三季度累计销量约 21.3 万 TEU, 对比第一季度、第二季度分别增长 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%。

图 4: 集装箱业务营收及增速



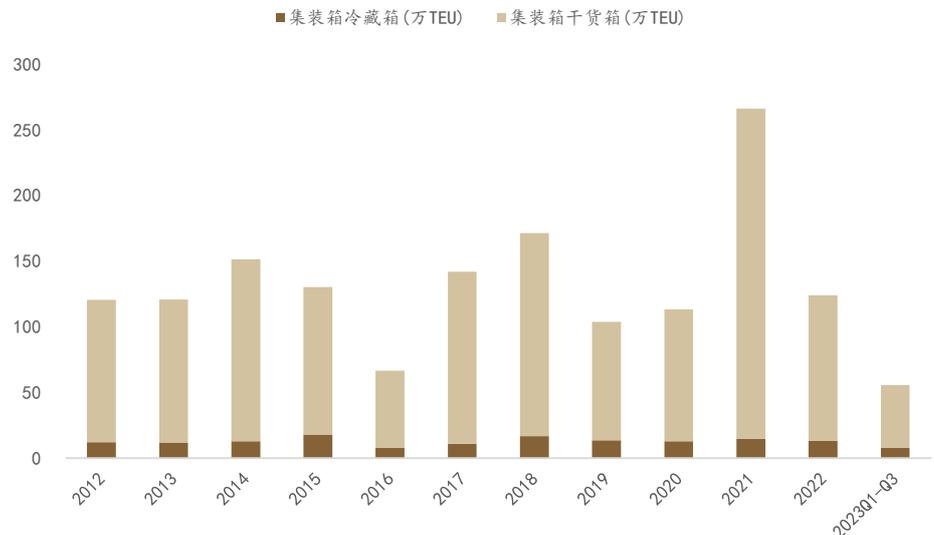
资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 5: 集装箱业务毛利率



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

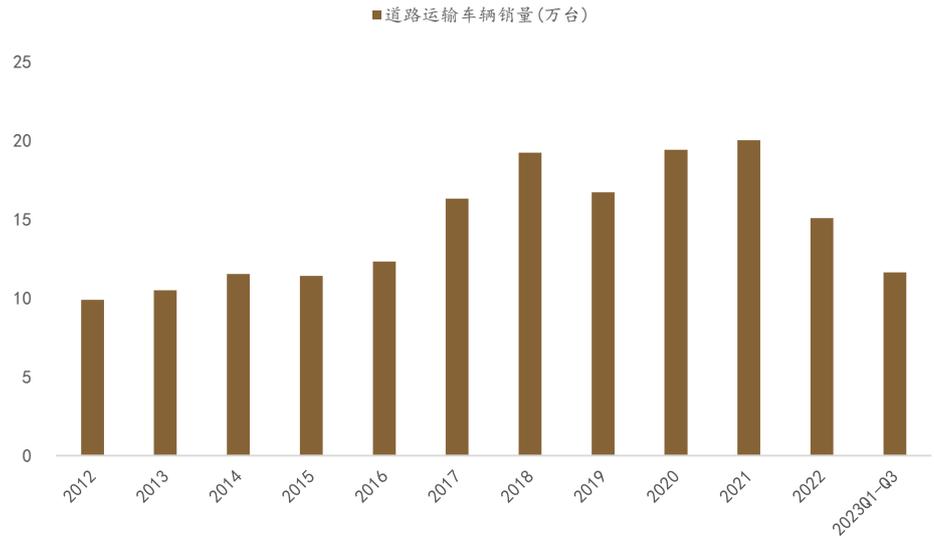
图 6: 集装箱销量



资料来源: choice, 德邦研究所

1.2.2. 道路运输车辆业务——中集车辆

图 10: 道路运输车辆销量



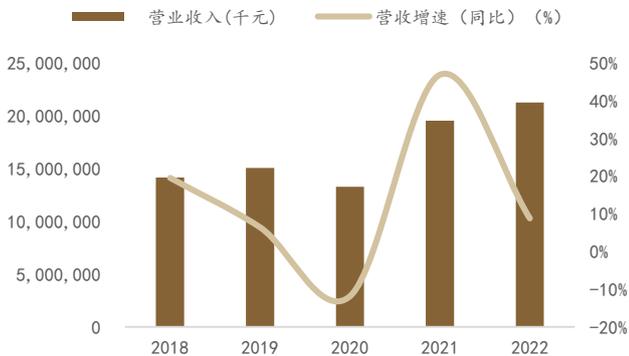
资料来源: choice, 德邦研究所

1.2.3. 能源、化工及液态食品业务板块——中集安瑞科

中集安瑞科成立于 2004 年,是中国领先的专业气体设备制造商之一,也是气体能源行业的综合业务解决方案提供商。中集安瑞科是中集集团能源、化工及液态食品装备业务板块经营主体,截至 2022 年 12 月 31 日,集团持有中集安瑞科的股权比例约 67.59%。2007 年 7 月 30 日,中集集团与安瑞科能源装备控股有限公司达成并购协议。公司于 2005 年在香港联交所创业板上市,并于 2006 年转入主板。中集安瑞科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。

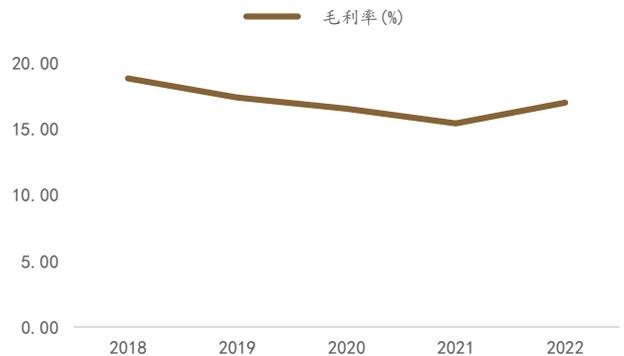
2023 年前三季度,受益于天然气消费持续复苏,以及 LNG 价格维持在正常区间,公司收入实现整体平稳增长。2023Q1-Q3 安瑞科营收为 166.37 亿元,同比+17%。截至 2023 年 9 月底中集安瑞科整体在手订单再创新高,约人民币 221.56 亿元,同比增长 27.6%,前三季度累计新签订单人民币 197.58 亿元,同比增长 28.3%,清洁能源前三季度累计新签订单同比大幅增长 61.5%至约人民币 132.30 亿元。

图 11: 能源、化工及液态食品装备业务营收及增速



资料来源: 中集集团年报, 德邦研究所

图 12: 能源、化工及液态食品装备业务毛利率



资料来源: 中集集团年报, 德邦研究所

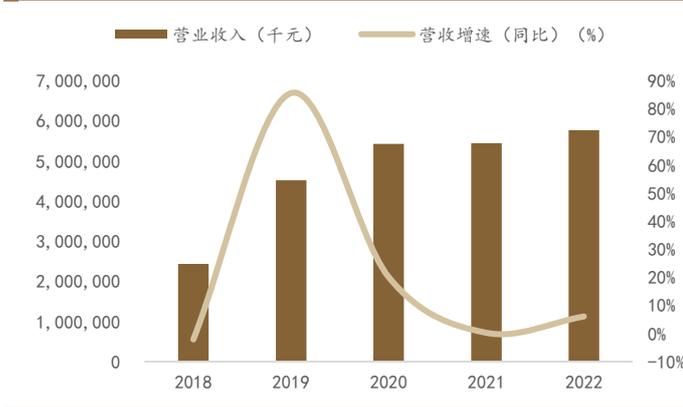
1.2.4. 船舶及海洋工程设施板块——烟台来福士

来福士是国际领先的船舶及海洋工程设施建造公司,主要致力于各类钻井平台及其配套船舶的建造。2008 年 3 月 12 日,中集集团收购烟台来福士公司 29.9%

的股份，成为该公司的最大股东。收购烟台来福士公司标志着中集正式进入海洋油气开发装备即特殊船舶和海洋工程的建造业务领域。

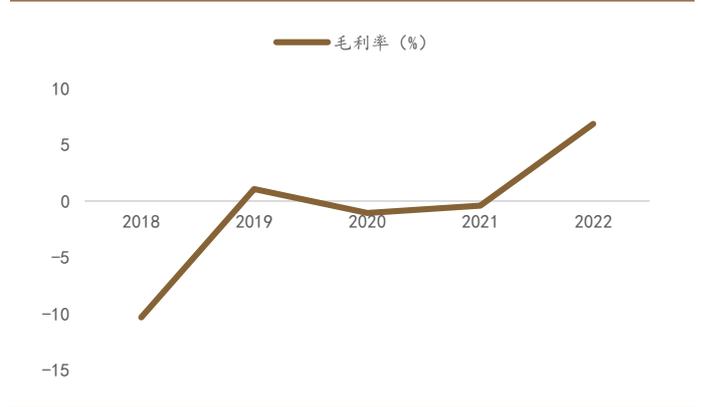
2023 年前三季度，船舶订单量同比去年大幅增长，随着海工新接订单陆续进入建造期，公司海洋工程业务的营业收入为 67.33 亿元，同比+70.49%；前三季度同比减亏 60.59%，第三季度环比减亏 29.71%。其中，烟台中集来福士海洋科技集团有限公司已于 2023 年第二季度及第三季度实现盈利。2018 年，海洋工程毛利率大幅下降至-10.33%，主要原因是自 2000 年以来国际油价大幅下跌，全球海工行业处于深度调整期，2018 年海工市场仍处于承压期，市场新增需求有限。

图 13：海洋工程营收及增速



资料来源：中集集团年报，德邦研究所

图 14：海洋工程毛利率



资料来源：中集集团年报，德邦研究所

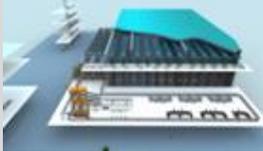
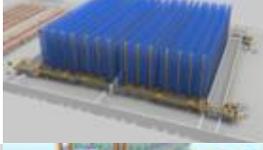
1.2.5. 空港与物流装备，消防及救援设备板块——中集天达

中集天达致力于为全球城市提供**高端、智能的服务装备及解决方案**，让出行更顺畅、生活更安全、物流更快捷。主营业务分为**空港与物流装备、消防与救援设备**两大板块，作为一家大规模国际化公司，5000 多名员工遍及全球，30 多家下属企业及业务机构分布在中国、新加坡、德国、法国、荷兰、美国、印尼、澳大利亚等国家和地区，现已形成了覆盖全球的研发、生产、营销及服务网络。2014 年，中集天达反向收购新加坡得利国际；2015 年中集天达换股收购中国消防 30% 股权；2018 年德利国际注入中国消防；同年，中集天达在港交所挂牌上市，原“中国消防”正式更名为“中集天达”。据中集集团官网，此次重整后，中集不仅让空港业务获得更加独立的资本运作平台，同时控股了中国消防，意味着中集集团将持有更加完整的消防车产品线，可以覆盖中国消防市场中高端产品需求，也借此可以进入更广阔的全球市场。

在**空港与物流装备**领域，旅客登机桥业务稳居全球第一。目前产品遍布 81 个国家的市场，覆盖 380 个机场，交付产品超过 8,500 台。在中国市场市占率超过 90%、欧洲市场占有率约为 50%。具备机场、快递电商、家居、能化、医药领域的优秀业绩和经验，业务整体实力位列国内领先水平，子公司德利国际是世界知名的机场行李和物流系统集成商，航空处理系统稳居全球前三。拥有工信部“制造业单项产品冠军”、“江苏省星级上云(五星级)”、各类省部级科技进步奖等 45 项奖项、科技部“全天候高精度飞机泊位引导系”“空港自动物流处理系统产业化项目”等国家级科研项目。

表 3：中集天达业务矩阵

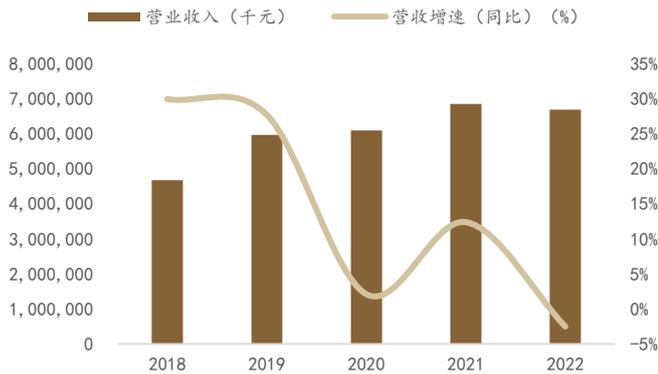
业务板块	行业	项目名称	图示
空港与物流装备	机场货站行业	北京大兴机场自动化立体仓库	

	食品冷链行业	莱阳龙大食品自动化立体仓库	
	智能制造行业	真爱毛毯自动化立体仓库	
	3C 电子行业	环胜电子自动化立体仓库	
	家居行业	宜家家居自动化立体仓库	
	生物医药行业	远大蜀阳自动化立体仓库	
消防与救援设备	齐格勒集团	Z4 机场快调消防车	
		Z6 机场主力泡沫消防车	
		Z8 重型快调机场消防车	
		抢险救援消防车 RW-C	
		小型城市主战消防车 TLF 30/12	
		CAFS 城市主战消防车 TLF 30/30-10CAFS	

资料来源：中集天达官网，德邦研究所

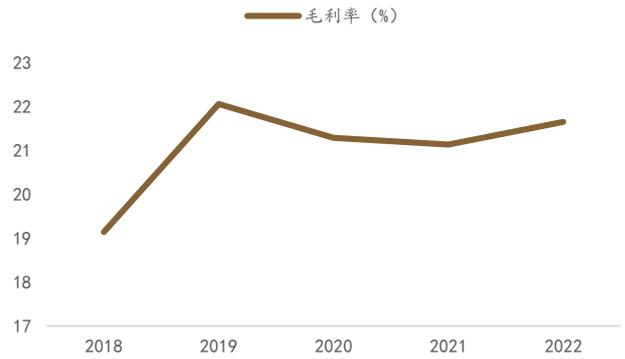
2023 年前三季度，中集天达新增订单同比有所增长。公司空港与物流装备、消防及救援设备业务正高速向“智慧机场”、“智慧物流”和“智慧消防”发展。中集集团空港与物流装备、消防与救援设备 2022 年实现营业收入人民币 66.72 亿元，同比-2.49%；毛利率 21.64%，同比+0.51%。

图 15: 空港与物流装备、消防与救援设备营收及增速



资料来源: 中集集团年报, 德邦研究所

图 16: 空港与物流装备、消防与救援设备毛利率



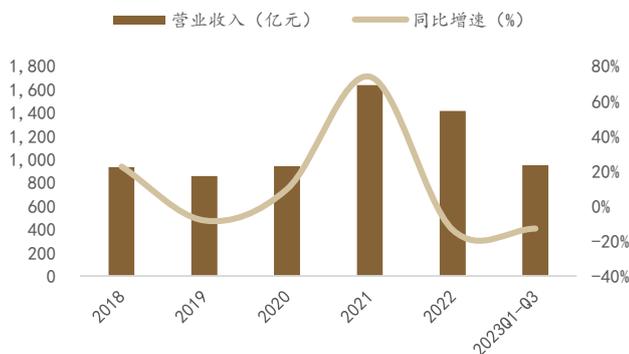
资料来源: 中集集团年报, 德邦研究所

1.3. 2023 年前三季度业绩承压, 有望筑底回升

公司 2018-2022 年营收 CAGR 为 10.92%。2023Q1-Q3, 公司实现营业收入 951.24 亿元, 同比-12.84%。其中, 道路运输车辆业务前三季度业绩同比保持增长态势, 物流服务业务三季度呈现回升向好趋势, 能源、化工及液态食品业务收入实现整体平稳增长。

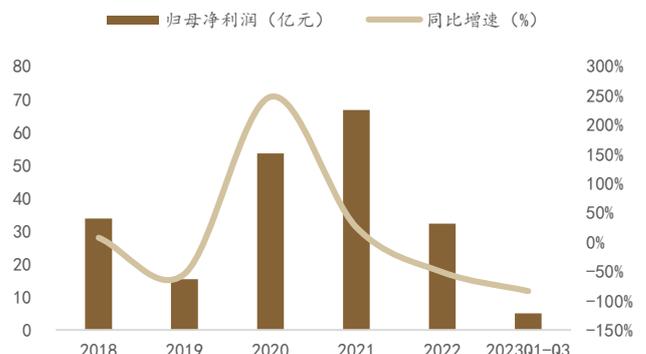
公司 2018-2022 年归母净利润 CAGR 为-1.21%。2023Q1-Q3 归母净利润为人民币 4.96 亿元, 同比-84.10%; 基本每股收益 0.0830 元, 同比-85.46%。主要系主营业务集装箱受市场周期性调整影响, 全球贸易保持低位, 世贸组织最新预测显示 2023 年全球商品贸易增长率为 0.8%, 但 2024 年有望实现更强劲的贸易增长, 预计增速将达 3.3%, 集装箱制造业有望在 2024 年向常态方向恢复。

图 17: 2023Q1-Q3 营业收入 951.2 亿元, 同比-12.84%



资料来源: 公司公告, Choice, 德邦研究所

图 18: 2023Q1-Q3 归母净利润 4.96 亿元, 同比-84.10%



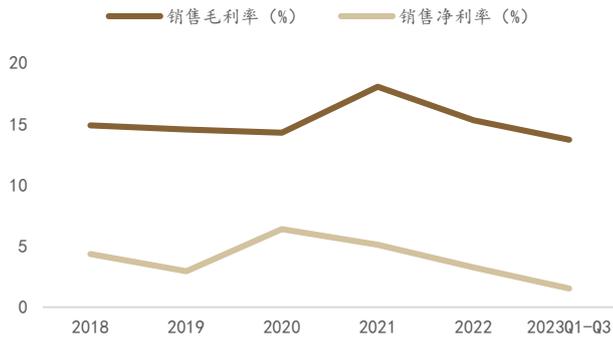
资料来源: 公司公告, Choice, 德邦研究所

公司毛利率整体稳定, 保持在 15% 左右, 但净利率 20 年后下降明显。2023 第三季度公司销售毛利率/净利率分别为 13.69%/1.53%, 同比-1.85pct/-2.31pct。公司的销售净利率在 2020 年有所抬升, 2020 年达到 6.38%; 销售毛利率在 2021 年有所抬升, 2021 年达到 18.03%, 之后二者都出现下滑。主要原因是 2022 年海外通胀高企和欧美大幅加息, 全球经济、贸易增长动能减弱。由于集装箱整体需求的放缓, 叠加原材料价格下跌等因素的影响, 全年新箱箱价和销量相较 2021 年的历史高位出现回落, 但仍维持在较好水准。

2023 前三季度, 由于美元贷款利率上升, 公司的美元浮动利息支出增加, 导致财务费用同比增长。2023Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.03%/4.66%/1.77%/0.85%, 同比+0.34pct/-0.08pct/0.20pct/+1.41pct。财务费用同比增长较大, 主要由于前三季度美元贷款利率上升导致利息支出同比增加, 同

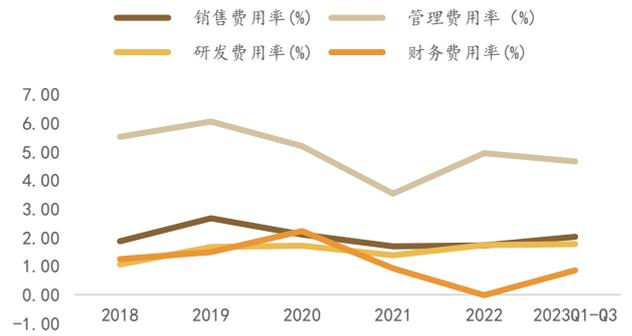
时美元汇率波动产生的汇兑收益同比下降所致。

图 19: 公司毛利率整体稳定, 保持在 15%左右



资料来源: 公司公告, Choice, 德邦研究所

图 20: 2023Q1-Q3 公司财务费用率同比+1.41pct



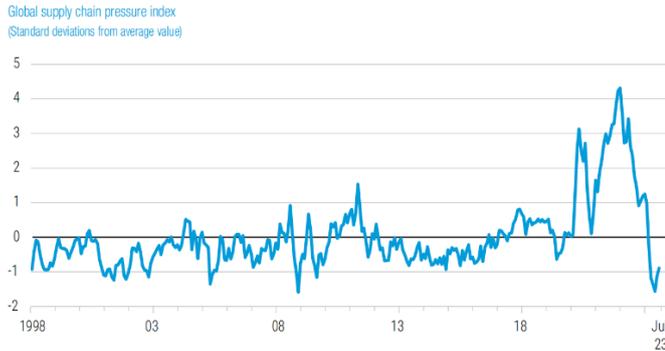
资料来源: 公司公告, Choice, 德邦研究所

2. 商品库存磨底，集装箱需求反弹在即

2.1. 疫情后全球贸易趋于正常，商品贸易有望增长

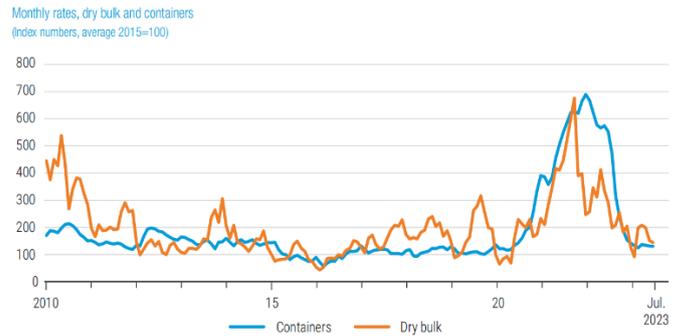
全球供应链压力在疫情高点后大幅下降。据 UNCTAD，疫情后，全球对产成品需求激增，全球贸易逐步正常化。22 年后中国疫情放开，2020 年至 2022 年期间供应链不畅情况基本结束。此外，疫情爆发后海运费飙升至历史高点，直至 2022 年下半年，集装箱和干散货国际海运费急剧下降，这也反映出全球贸易趋于正常化。

图 21：在疫情高点后，供应链压力大幅下降



资料来源：UNCTAD《TRADE AND DEVELOPMENT REPORT 2023》，德邦研究所

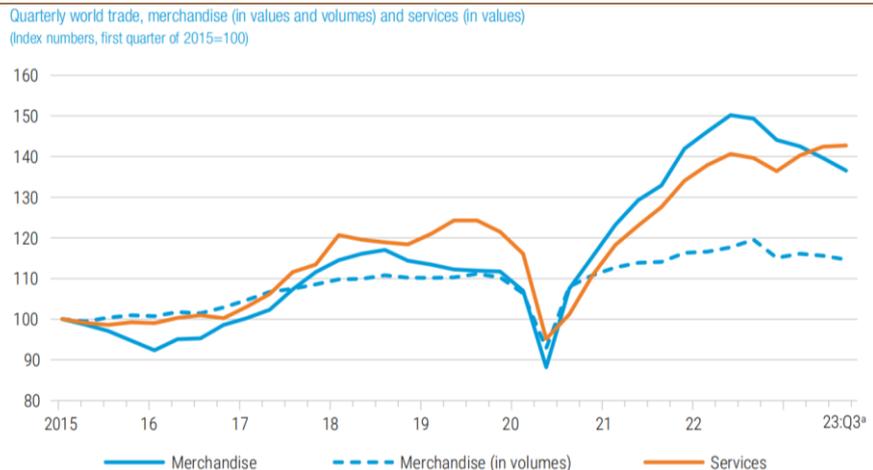
图 22：海上运费已经接近 2010 年代的平均水平



资料来源：UNCTAD《TRADE AND DEVELOPMENT REPORT 2023》，德邦研究所

2023 年商品贸易增速承压，24 年有望反弹。据 WTO 预测，2023 年世界货物贸易量将增长 0.8%，还不及 4 月时预测增长 1.7% 的一半。该增长率预计 2024 年将达到 3.3%。按市场汇率计算，全球实际 GDP 将于 2023 年增长 2.6%，2024 年增长 2.5%。

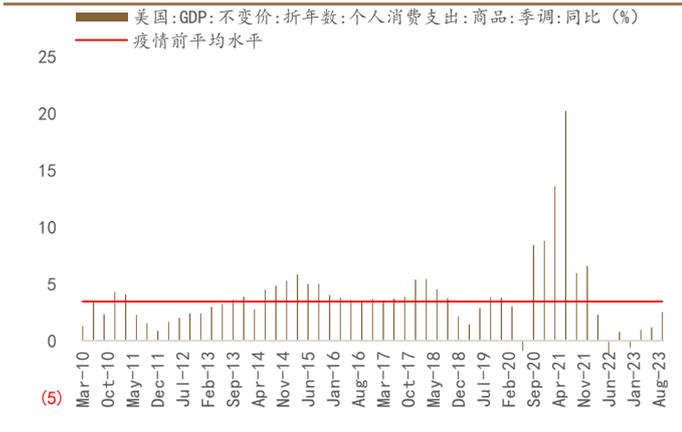
图 23：商品贸易数量下降，服务性消费增长



资料来源：UNCTAD《TRADE AND DEVELOPMENT REPORT 2023》，德邦研究所

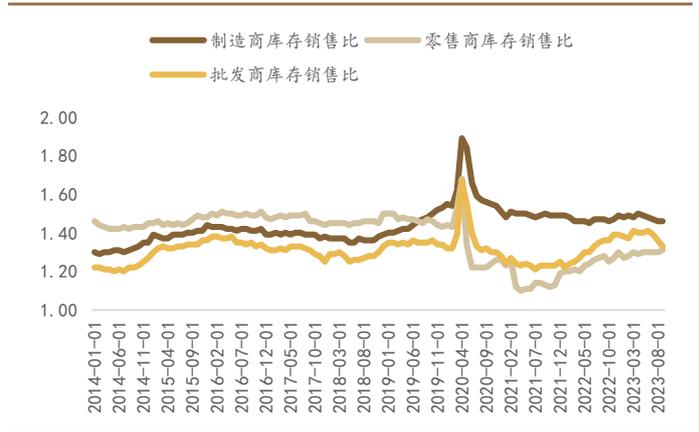
2023 前三季度，美国商品消费保持同比增长，零售商主动去库存或告一段落。前 3 季度，美国人均商品消费保持同比增长，一季度、二季度、三季度同比增速分别为 0.97%、1.17%、2.53%，增速提升，但仍低于疫情前十年平均水平。美国制造商、零售商、批发商库存比分别回落至 1.46、1.31、1.33 (9 月)，得以控制，零售商主动去库存或告一段落。

图 24: 2023 年前 3 季度, 美国人均商品消费保持同比增长



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 25: 美国批发商库存得到控制



资料来源: U.S. Census Bureau, FRED, 德邦研究所

2.2. 全球贸易回暖+补库存周期有望带动集装箱需求增长

21 年后超买库存积压, 23 年集装箱销量预计成为历史低点。21 年后供应链效率恢复, 客户超买的集装箱积压, 22-23 年消化积压库存, 叠加全球经济及贸易增长动能减弱, 因此 2023 年集装箱需求陷入自金融危机以来的最低点。2023H1 全球集装箱产量 85 万 TEU, 2011-2022 年 (除去 2021 年) 每年平均水平为 325 万 TEU, 已达到历史低点。2023 年 1-11 月中国集装箱产量 7619 万立方米, 同比-36%。

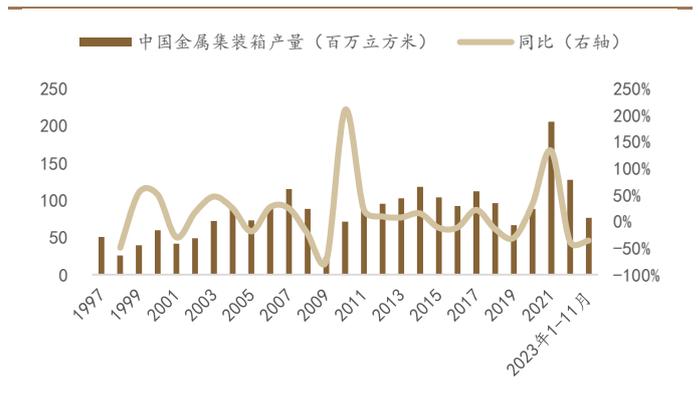
目前来看, 行业库存在稳步消化中, 集装箱需求正步入复苏轨道。据克拉克森 2023 年 7 月预测, 2023 年和 2024 年全球集装箱贸易增速分别为 1.0% 和 3.4%, 2023 年集运需求的预期由负转正, 且未来市场预期呈明显回升趋势。预计全球贸易的稳步复苏将为未来集装箱需求的回暖提供强有力支撑。

图 26: 2023H1 全球集装箱产量仅 85 万 TEU



资料来源: Drewry, 每日经济新闻, 公司 2023 中期业绩说明会, 德邦研究所

图 27: 2023 年 1-11 月中国集装箱产量同比-36%



资料来源: Wind, 国家统计局, 德邦研究所

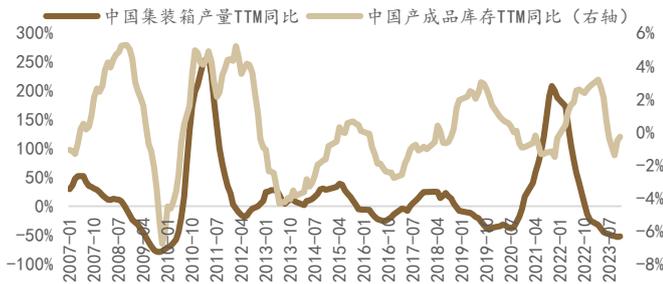
集装箱需求与全球贸易、库存周期密切相关。一般来说, 经济增长带动贸易增长, 从而集运运量增长, 集装箱需求增加, 集装箱量价齐升。我国是世界上最大的集装箱生产国, 集装箱产量全球占比 90% 以上, 因此研究中国集装箱产量具有一定代表性。

图 28: 集装箱需求逻辑



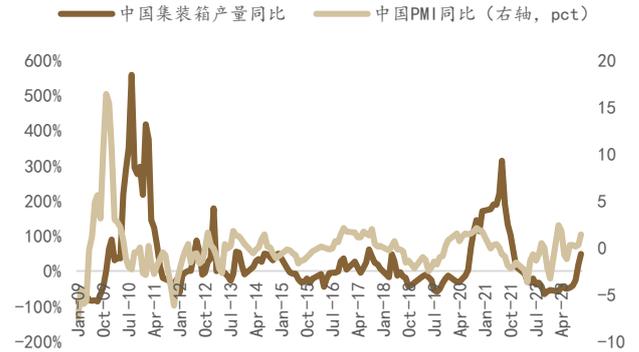
资料来源: 德邦研究所绘制

图 29: 集装箱产量领先于库存



资料来源: Wind, 德邦研究所

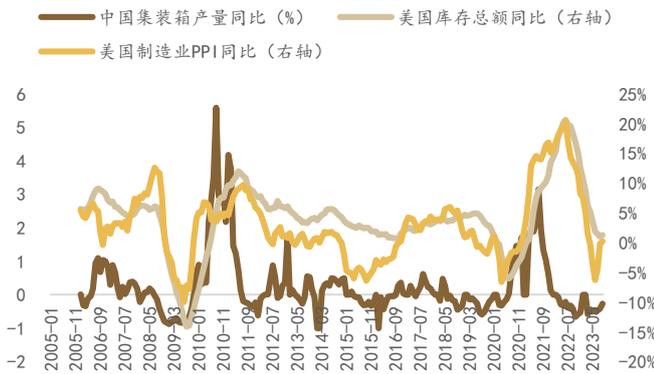
图 30: 中国 PMI 指数领先于集装箱产量



资料来源: Wind, 德邦研究所

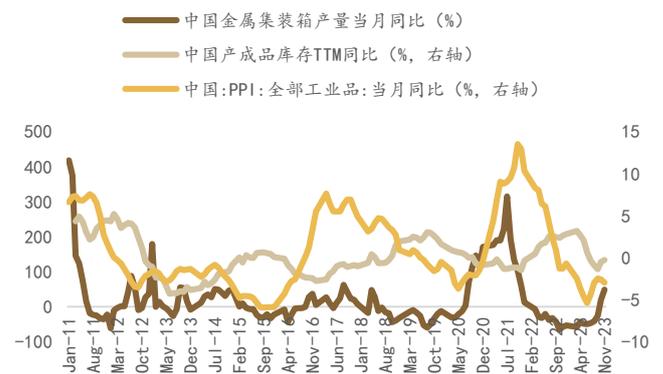
库存周期上行, 有望带动集装箱需求。美国去库存周期已持续一年以上, 2023 年 9 月美国制造商、零售商库分别同比提升 0.1%、5.47%, 库存总额同比+1.25%, 若按照 3 年完整库存周期来看, 预计 2023 年底去库存进入尾声, 2024 年有望进入补库存周期。此外, 中国、美国产成品库存的领先指标 PPI 从 2023 年 7 月开始同比降幅持续收窄, 美国 9 月 PPI 增速已转正。2023 年 9 月集装箱量价齐升, 未来集装箱产量有望波动上行。

图 31: 美国库存去化减缓, PPI 回升



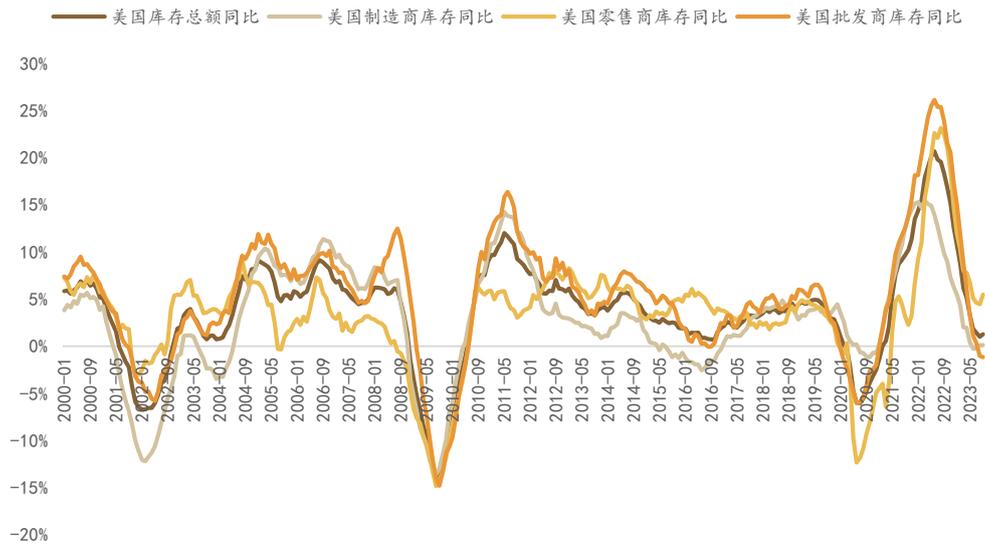
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 32: 中国库存去化减缓, PPI 回升



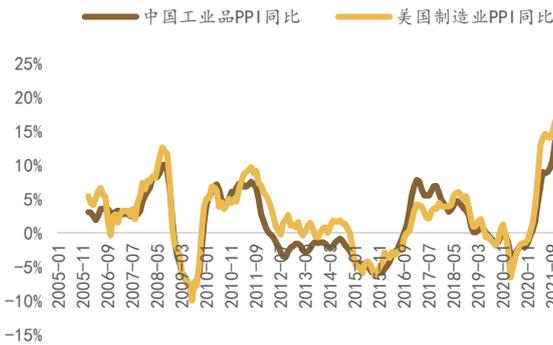
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 33: 美国制造商、零售商库存同比上行



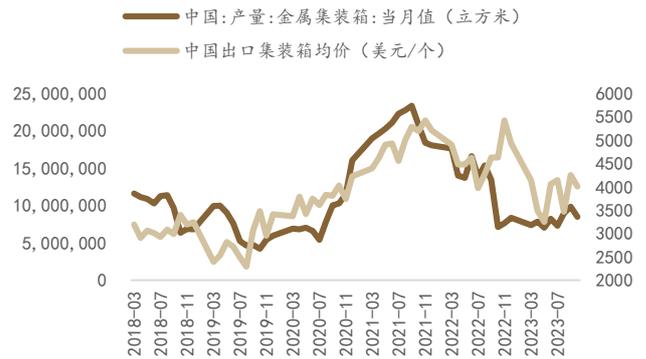
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 34: 中美 7 月份 PPI 回升



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 35: 集装箱量价波动上升

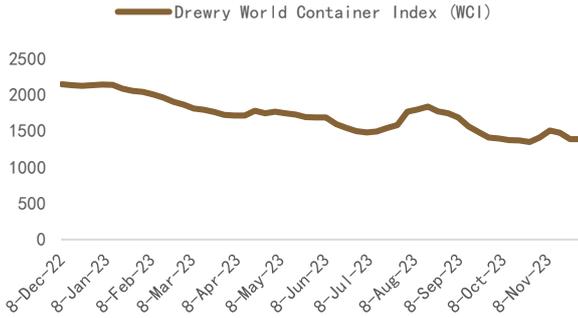


资料来源: Wind, 德邦研究所

2.3. 2023 下半年集装箱需求呈现好转势头

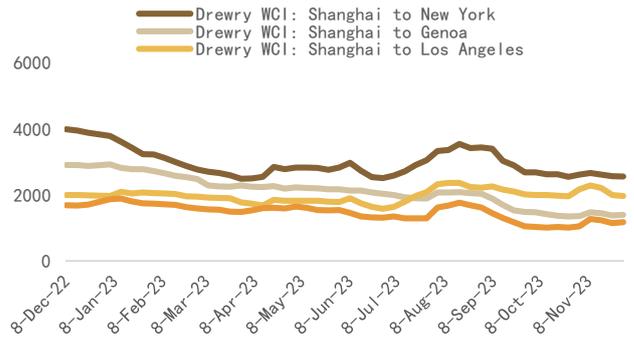
集装箱指数基本恢复疫情前水平。集装箱运价 2023 年 1-2 季度呈现承压下滑态势，7-8 月、11 月初航线现货运价实现企稳回升。2023 年 12 月 7 日的德鲁里 WCI 综合指数为 1461 美元/个（40 英尺集装箱），比 2019 年（疫情前）1420 美元的平均价格高 3%。2023 年 12 月 7 日的平均综合指数为每 40 英尺集装箱 1677 美元，比 10 年平均水平 2673 美元低 995 美元。Drewry 12 月预计，在未来几周内，东西方航道上的现货价格将总体保持接近当前水平。

图 36: 德鲁里全球集装箱指数



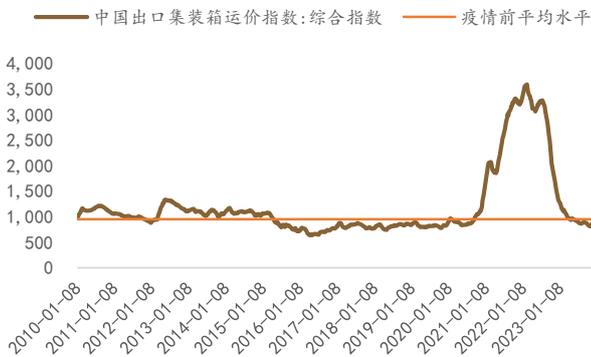
资料来源: Drewry, 德邦研究所, 注: 40ft 集装箱

图 37: 上海至各港口集装箱运价 (美元/个)



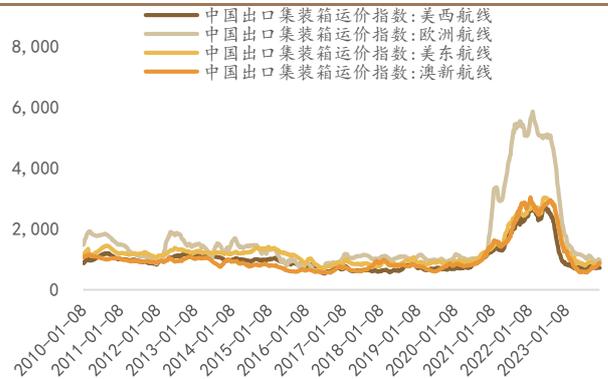
资料来源: Drewry, 德邦研究所, 注: 40ft 集装箱

图 38: 中国出口集装箱运价综合指数已恢复疫情前平均水平



资料来源: Wind, 德邦研究所, 注: 疫情前平均水平选取 2010 年初至 2019 年底

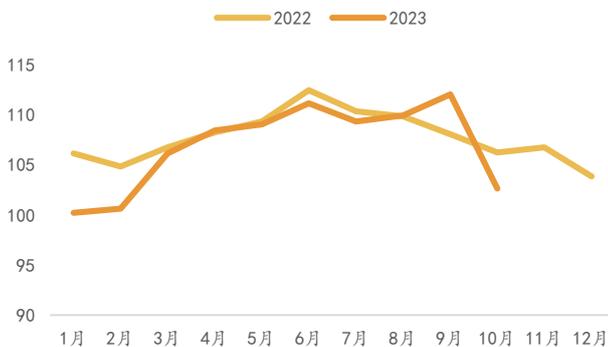
图 39: 2023 年 6 月开始出口集装箱运价有向上势头



资料来源: Wind, 德邦研究所

集装箱港口吞吐量高于年初低谷, 美国进口集装箱数量进一步回暖。受全球商品贸易低迷影响, 2023 年前 10 月份, 全球集装箱吞吐量同比下滑约 1.16%。2023 年 9 月, 大多数地区的月环比运量增长, 使得全球集装箱港口吞吐量指数增长 1.9%, 达到 112.0 点。而 10 月环比-8.4%、同比 3.4% 的下降, 10 月虽有大幅下滑, 但仍高于年初低谷。美国 2023 年 10 月进口集装箱数量进一步回暖, 达到 230 万箱, 环比+4.7%, 同比 2022 年+3.9%, 比 2019 年 10 月 (疫情前) 增长了 11.4%。

图 40: 集装箱港口吞吐量指数



资料来源: Drewry, 德邦研究所

图 41: 美国 10 月进口集装箱数量进一步回暖



资料来源: Descartes, 德邦研究所

2.4. 贸易新增+旧箱替换，2024 年集装箱需求有望恢复常态

按照历史规律，集装箱产量低点之后的一年都会出现反弹。例如 09 低点、10 年反弹，16 年低点、17 年反弹。2023 年属于历史低点，预计 24 年较 23 年低点会有一定幅度的增长。

更新需求：集装箱使用年份 12-15 年左右，由此推算 2010 年左右销售的新箱中大部分的存量集装箱将达到更新替换的年限（2010-2012 年集装箱销量都在 300 万 TEU 左右）。因此，2024 年有望开启集装箱更新替换周期。

新增需求：新增集运贸易带来的集装箱新增需求。据 WTO 最新预测，到 2024 年，全球商品贸易量将增长 3.3%，贸易增长有望带动集装箱新增需求温和复苏。

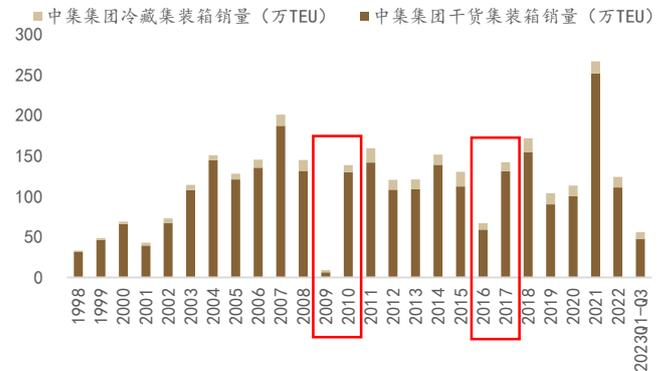
截至 2023 年 6 月底，全球集装箱产量约为 85 万 TEU，为近十年较低位，2024 年更新+新增需求使得新箱销量有望朝常态恢复。

图 42：全球集装箱产量 2016 年为低点、2017 年反弹



资料来源：Drewry，每日经济新闻，公司 2023 中期业绩说明会，公司 2009 年报，中国航务周刊，德邦研究所

图 43：中集集团集装箱销量分别在 09-10、16-17 年反弹



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

随着集装箱销量上升，价格稳定，公司将深度受益于集装箱市场周期反弹。

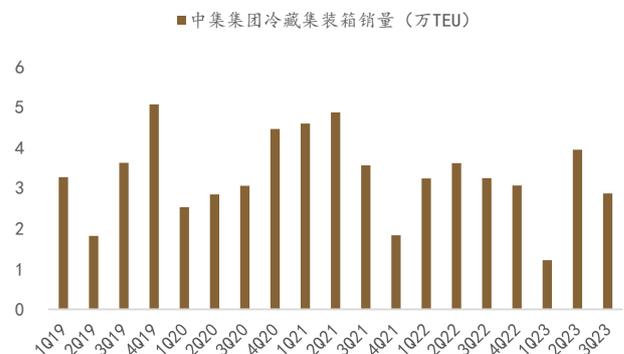
销量：单季度环比看，公司新箱销量呈现稳步复苏趋势，标准干货集装箱 2023 年第三季度销量约 21.3 万 TEU，对第一季度、第二季度分别增长 159%、18%，冷藏箱第三季度累计销量约 2.86 万 TEU，对比第一季度增长 136%，相对第二季度下滑 27%。**价格：**干箱新签订单价格保持在 2200 美金左右。公司作为集装箱行业龙头，2022 年市占率维持在 45% 左右，有望深度受益市场复苏。

图 44：中集集团干货集装箱销量



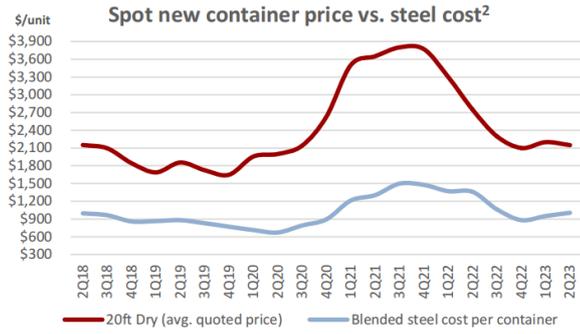
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 45：中集集团冷藏集装箱销量



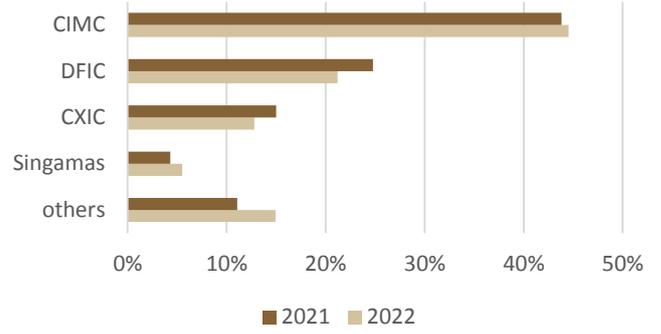
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 46: 行业干箱新签价格 2023 年以来维持稳定



资料来源: Textainer, 德邦研究所

图 47: 中集集团市占率近 45%



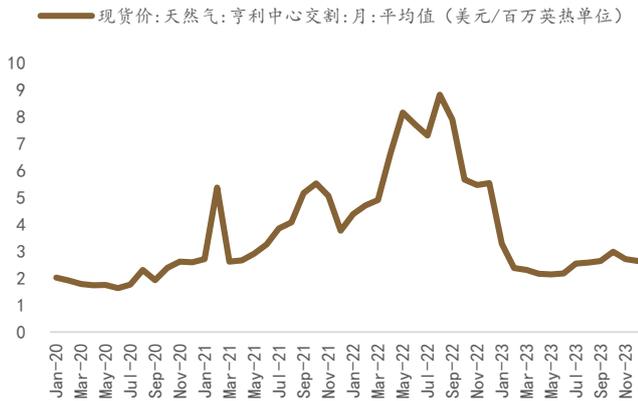
资料来源: Textainer, 德邦研究所

3. 海工业务困境反转，转型非油气业务平滑波动

3.1. 油气价格支撑下，海洋石油投资回暖

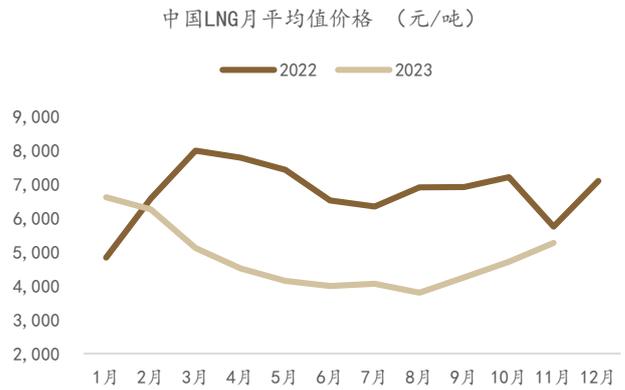
2023年3季度，天然气、原油价格均呈现回升。在能源清洁及各国保障能源安全的共同作用下，油气下游需求量在下半年实现回暖。2023年OPEC持续减产，EIA预计23年四季度开始全球原油有望进入供需平衡状态，且能持续到24年。

图 48: Henry Hub 天然气现货月度平均价格



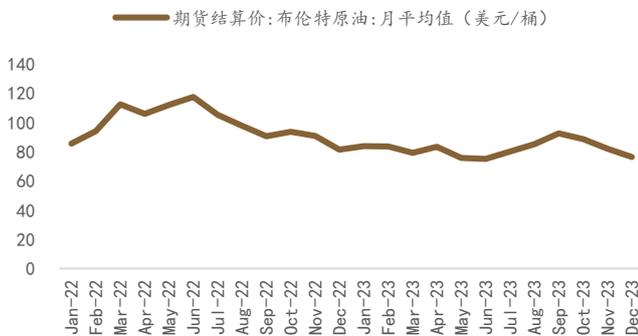
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 49: 中国 LNG 价格



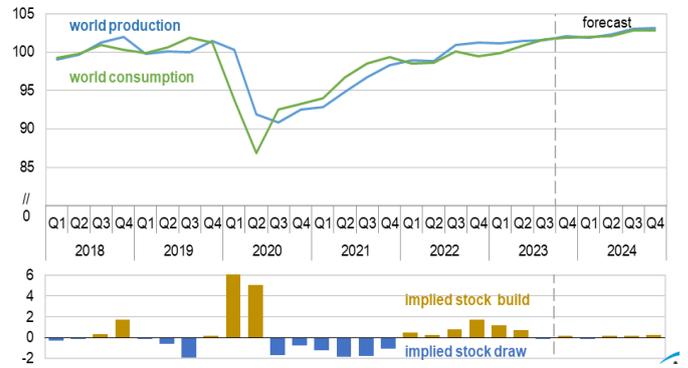
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 50: 布伦特原油价格



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 51: 全球原油供需平衡表 (百万桶/天)



资料来源: EIA, 德邦研究所

表 4: 国际海洋油气咨询机构一致看好海洋石油投资回暖

机构	观点
Rystad Energy	未来两年，海上石油和天然气行业将迎来十年来的最高增长，新项目投资将达到 2140 亿美元。预计 2023 年至 2024 年，海上活动将占有所有批准的常规碳氢化合物的 68%，高于 2015-2018 年的 40%。海上钻机、船舶、海底和浮式生产储油和卸载 (FPSO) 活动都将蓬勃发展。
Westwood	全球市场自升式平台的利用率预计将从 2022 年平均 90% (marketed supply) 的水平提升至 95% 左右。鉴于这种利用率水平，钻井平台所有者无疑将继续推高日费率。
Wood Mackenzie	到 2030 年，全球深水油气产量将增长 60%，达到每天 1700 万桶石油当量。深水、超深水海域油气可采储量极为丰富，仅巴西盐下区域油气可采储量就达到约 200 亿—300 亿桶油当量之间。

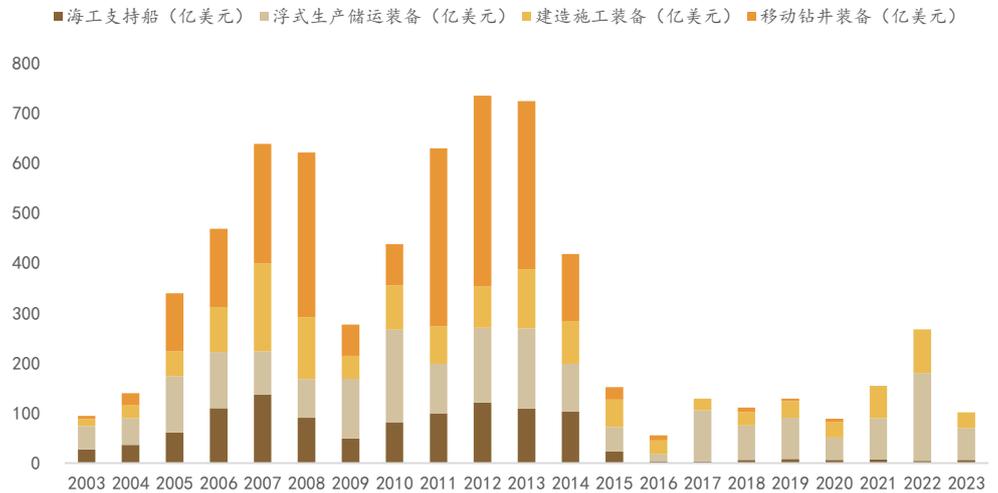
资料来源: Rystad Energy, Westwood, Wood Mackenzie, 德邦研究所

3.2. 海工市场复苏势头明显，租赁市场活跃度高

当前各类海工装备订单均出现不同程度回暖，浮式生产装备订单接近历史高

峰。克拉克森数据显示, 1-9月全球共成交海洋工程装备订单 92 座/艘, 成交金额约 102 亿美元。从具体船型来看, 海上风电相关船舶与浮式生产装备是当前市场成交的主力。具体来看, 海洋调查船舶 5 艘、2 亿美元; 移动钻井装备依然零成交, 但下游需求十分活跃, 船舶租赁活动正在增加; 工程施工类船舶成交 50 艘、31 亿美元, 包括与海上风电建设运维相关的运维母船、起重船、风电安装船、铺缆船等; 浮式生产和储运装备 13 艘、64 亿美元; 海工支持船 24 艘、4 亿美元。

图 52: 2003-2023 年 1-9 月全球海工市场订单成交金额



资料来源: 克拉克森, 中国船舶工业行业协会, 德邦研究所

表 5: 典型海工装备价格走势

	移动钻井平台新造价格指数	350 英尺自升式钻井平台新造价格 (百万美元)	超深水钻井船新造价格 (百万美元)	海工支持船新造价格指数	80 吨系柱拉力三用工作船新造价格 (百万美元)	3200 载重吨平台供应船新造价格 (百万美元)
Sep-22	84.5	180	470	79.8	15	27.3
Oct-22	95.7	210	525	78.6	15	26.5
Nov-22	95.7	210	525	80.2	15	27.5
Dec-22	95.7	210	525	82.2	15	29
Jan-23	95.7	210	525	81.7	15	28.6
Feb-23	99.5	210	575	81.4	15	28.4
Mar-23	99.5	210	575	80.9	15	28
Apr-23	99.5	210	575	81.6	15	28.6
May-23	99.5	210	575	80.3	15	27.7
Jun-23	99.5	210	575	81.8	15.5	27.8
Jul-23	99.5	210	575	84	15.5	29.3
Aug-23	99.5	210	575	81.9	15.5	28.1
Sep-23	99.5	210	575	82.8	15.5	28.5
较年初变动	3.97%	0.00%	9.52%	1.35%	3.33%	-0.35%

资料来源: 中国船舶工业行业协会, 德邦研究所

2023 年前三季度, 公司海洋工程业务的营收为 67.3 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。

2023 前三季度新签订单方面: 截至 9 月底已生效/中标订单 14.7 亿美元, 对

比去年同期 23 亿美金减少 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。**2023 前三季度项目建造及交付方面**：7 月为巴油 Petrobras 建造的 P80 FPSO 船体艉部分段铺龙骨仪式顺利举行；8 月为挪威 Havfram Wind 公司建造的首条大型风电安装船开工建造；9 月份 22000 吨多功能工程船 H573 项目顺利下水漂浮。

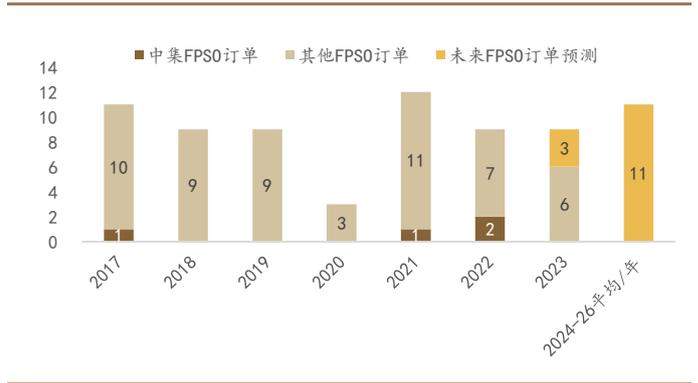
公司具有巴西国油 FPSO 总包资质，订单价值量大幅提升。公司在单艘 FPSO 取得的订单价值量实现大幅提升，同时获取了巴油 FPSO 的总包资质、巴油年度最佳供应商称号。2022 年中集来福士新签 2 条 FPSO 船体订单，新签金额累计达 13 亿美金。据 SBM Offshore 预测，24-26 年全球平均每年都有 11 艘 FPSO 新订单。

图 53：公司海工主要产品及业务



资料来源：南方 Plus、公司业绩说明会材料，德邦研究所

图 54：预计 22-26 年全球平均每年有 11 艘 FPSO 订单



资料来源：公司公告，SBM Offshore，德邦研究所

2023 年海工装备租赁市场十分活跃。克拉克森海工市场指数已经达到 102.33，已经超过了 2014 年高峰时期的水平。全球自升式钻井平台平均租金达到了 12.17 万美元/天，环比上涨 2.7%，同比上涨 13.8%；浮式钻井平台平均日租金达到了 31.16 万美元/天，环比上涨 1.5%，同比上涨 19.9%。

表 6：2013 年与 2023 年全球海工市场主要数据对标

主要数据	2013.9	2023.9	同比
国际油价 (美元/桶)	108.37	95.31	-12.05%
克拉克森海工市场指数	100.99	102.33	+1.34pct
自升式钻井平台日租金 (万美元/天)	17.88	12.17	-31.94%
自升式钻井平台日利用率 (%)	93.9	87	-6.9pct
移动钻井装备新造价格指数	94.55	99.53	+4.98pct
5-10 年船龄 350 英尺自升式钻井平台二手价格 (百万美元)	225	90	-60.00%
400 英尺自升式钻井平台新造价格 (百万美元)	220	235	+6.82%
全球海工装备船队数量 (座)	11891	13045	+9.70%

资料来源：中国船舶工业行业协会微信公众号，德邦研究所

多数库存钻井平台订单已经落实租约，下游装备租赁需求十分活跃。截至 2023 年 9 月底，中集海工资产运营管理业务涉及的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。2023 年三季度，期内油价上涨促进市场对钻井平台需求回暖。**集团现有 16 个海工资产中，10 座平台已获得租约，其中包括 6 座自升式钻井平台和 4 座半潜平台 (含 2 座生活平台)，租约剩余合同服务时间在 6-70 个月不等，包含自营湿租及干租等模式。**

3.3. 转型非油气业务，成功平滑油气波动

除了油气海工装备，公司也进入海上风电、特种船舶等领域。2023 年前三季度公司在手订单中，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。

2023 年前三季度，海上风电相关船舶迎来“交付潮”，仅风电安装船就交付 20 艘，创历史新高。据中国船舶工业行业协会统计，从订单来看，截至 2023 年 10 月底，全球船厂海上风电安装船订单为 37 艘，其中 33 艘由我国船厂承接制造。据克拉克森统计，国内共有 30 余家船厂有过海上风电安装船建造或改装业绩（含在建船舶），主要船厂包括招商局重工、中集来福士、中远海运重工、江苏大津重工、上海振华重工等。

图 55：海上风电安装船订单数量

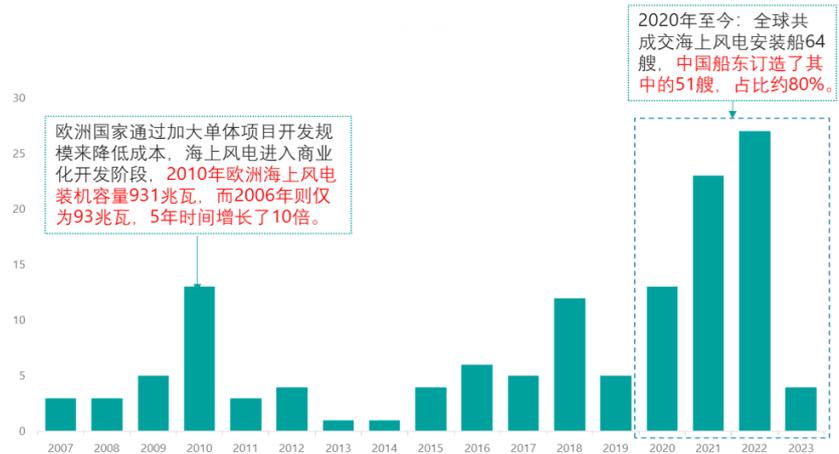


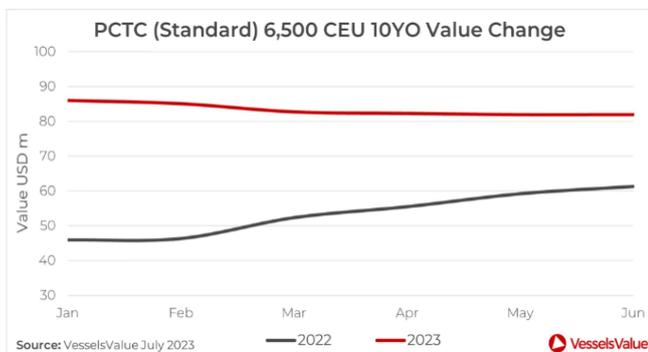
图 1 海上风电安装船订单数量变化

资料来源：中国船舶工业行业协会，德邦研究所

汽车运输船市场依然高位运行，中国出口汽车需求增长，带动相应汽车运输船订单。截至 2023 年 6 月底，10 年船龄的 6,500 标准车位汽车运输船一年期租金已连续 6 个月维持在 8000-9000 万美元的历史高位。

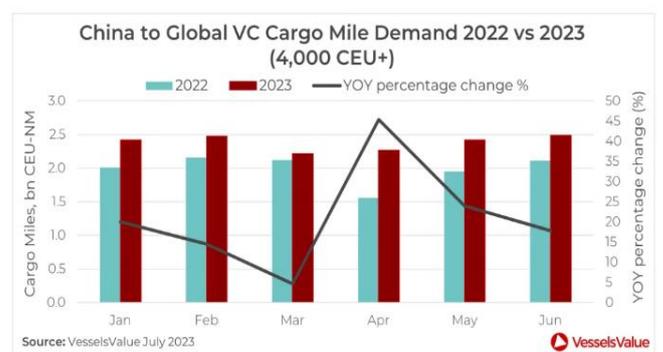
23 年上半年，中国到全球货运里程数增长 19.8%，而 PCTC 订单放缓，PCTC 运力存在长期缺口。上半年 34 艘 PCTC 订单，总价值量超过 32 亿美元，按船舶数量计算，较 2022 年上半年相比下降了 26%。平均船舶尺寸为 8017CEU，与 2022 年上半年相比增长了 5%。

图 56：10 年 6500 标准车位 PCTC 的价值变化



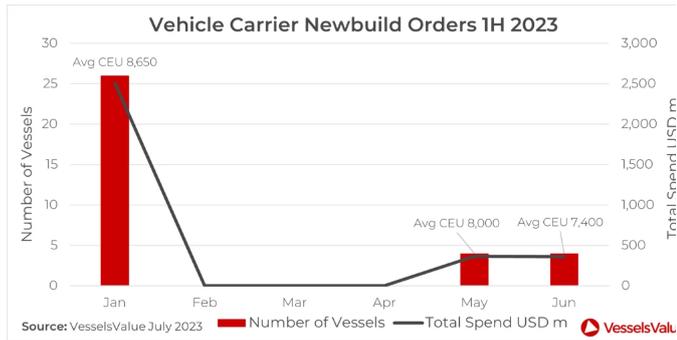
资料来源：VesselValue，德邦研究所

图 57：中国对全球车辆运输船货运里程需求 (4000 CEU+)



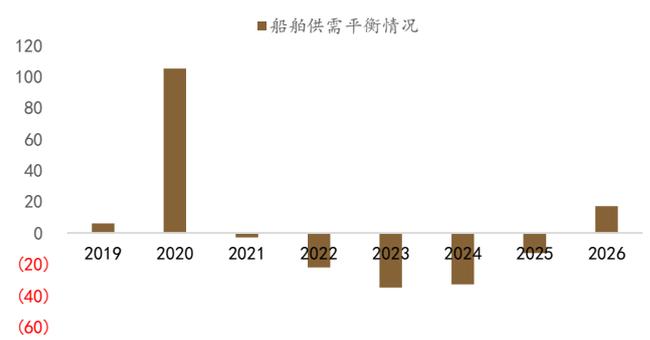
资料来源：VesselValue，德邦研究所

图 58: 2023 上半年汽车运输船订单放缓



资料来源: VesselValue, 德邦研究所

图 59: 直至 25 年, PCTC 运力存在缺口



资料来源: Gram Car Carries, Fearnresearch, LMC Automotives per Q2 2023, Clarksons, 德邦研究所

在汽车运输船建造领域，中集来福士的手持订单排名全球第四位。据国际船舶网，11 月挪威汽车运输船公司 NOCC 与中集来福士签订了两艘 7000 车 LNG 双燃料汽车运输船 (PCTC) 建造合同，最早将于 2025 年交付。截至 2023 年 11 月，据克拉克森，中集来福士目前总计 18 艘手持订单中有 16 艘为 LNG 双燃料汽车运输船 (不包括 NOCC 的订单)，分别是 Zodiac Maritime 的 10 艘 7000 车位、Atlas Maritime 的 4 艘 7000 车位以及 Wallenius Lines 的 2 艘 6500 车位汽车运输船。

4. 盈利预测与相对估值

4.1. 盈利预测

关键假设:

(1) 集装箱业务: 经济复苏贸易回暖带来新增需求, 12 年替换周期带来更新需求, 24 年集装箱需求有望触底反弹, 公司作为全球集装箱龙头, 预计深度受益。预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 -55%/35%/30%, 集装箱价格稳定, 毛利率为 23.6%/23.7%/23.8%。

(2) 道路运输车辆: 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》, 公司连续十年蝉联半挂车生产制造商榜首。首先国内经济与消费复苏显现, 国内重卡行业回暖趋势明确。其次, 北美半挂车市场供需逐步恢复至正常水平, 欧洲市场产品价格维持相对高位, 新兴市场半挂车需求保持强劲。预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 10%/5%/5%, 毛利率为 13.3%/13.4%/13.5%。

(3) 能源化工设备业务: 中集安瑞科是国内唯一一家围绕天然气实现全产业链布局的关键装备制造和工程服务商。受益于天然气消费持续复苏, 以及 LNG 价格维持在正常区间, 公司天然气储运装备需求回暖。此外由于油气价差扩大, LNG 经济性凸现, LNG 重卡市场爆发增长, 带动中集安瑞科 LNG 车用瓶等终端应用装备需求大幅上扬。预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 13%/10%/5%, 毛利率为 18%/19%/20%。

(4) 物流服务: 我国经济持续恢复, 带动国内物流需求回暖, “一带一路”跨境铁路呈现增长态势。公司围绕“一带一路”泛亚铁路沿线, 积极打造具有多种业态的公铁联运综合枢纽、多式联运集运中心以及保税仓储综合物流等示范项目, 加大对印尼、马来西亚、越南的投资布局, 新增印尼航线业务。预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 5%/5%/5%, 毛利率为 5.4%/5.4%/5.4%。

(5) 海洋工程: 海工市场复苏回暖, FPSO 订单+海工平台运营有望带来高增速; 非油气业务平滑油气波动, 风电船舶和 PCTC 船需求缺口大, 公司有望受益。预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 40%/20%/15%, 毛利率为 8%/8.5%/9%。

(6) 空港设备业务: 预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 3%/3%/3%, 毛利率为 21.6%/21.6%/21.6%。

(7) 循环载具: 预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 3%/3%/3%, 毛利率为 16.4%/16.4%/16.4%。

(8) 金融: 预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 3%/3%/3%, 毛利率为 3%/3%/3%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年总营收为 1327、1474、1622 亿元, 同比 -6.3%/+11.1%/+10.0%, 综合毛利率分别为 13.9%/14.5%/15.1%。

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
集装箱业务	收入	45,710.82	20,569.87	27,769.32	36,100.12
	增速	-30.7%	-55.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	23.6%	23.6%	23.7%	23.8%
道路运输车辆	收入	23,620.61	25,982.67	27,281.81	28,645.90
	增速	-14.6%	10.0%	5.0%	5.0%

	毛利率	13.3%	13.3%	13.4%	13.5%
能源化工设备业务	收入	21,250.40	24,012.95	26,414.24	27,734.95
	增速	8.8%	13.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%
物流服务	收入	29,346.35	30,813.67	32,354.35	33,972.07
	增速	0.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
海洋工程服务	收入	5,770.64	8,078.90	9,694.68	11,148.88
	增速	6.1%	40.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	6.9%	8.0%	8.5%	9.0%
空港设备业务	收入	6,671.92	6,872.08	7,078.24	7,290.59
	增速	-2.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%
循环载具业务	收入	4,849.34	4,994.82	5,144.66	5,299.00
	增速	-19.4%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
金融	收入	1,708.79	1,760.05	1,812.86	1,867.24
	增速	-54.6%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%
其他	收入	9,303.95	9,583.07	9,870.56	10,166.67
	增速	38.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
合计	收入	141,536.65	132,668.07	147,420.72	162,225.43
	增速	-13.5%	-6.3%	11.1%	10.0%
	毛利率	15.3%	13.9%	14.5%	15.1%

资料来源: Wind, 德邦研究所测算

4.2. 相对估值

中集集团业务多元, 我们选取同为道路运输车辆的<中国重汽>、同为海洋工程的<海油工程>、<振华重工>; 船舶制造领域的<中国船舶>; 物流服务领域的<顺丰控股>作为可比公司。公司作为集装箱制造龙头公司, 将深度受益于集装箱行业周期反弹; 此外, 海工市场复苏, 公司在手订单饱满, 海工平台租金上涨, 海工平台租赁也具有较大弹性。预计 2023-2025 年归母净利润为 6.85、24.8、34.9 亿元, 对应 PE 62、17、12, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值 (股价数据截至 2024 年 1 月 2 日收盘)

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)					
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
002352	顺丰控股	1,919	61.74	86.87	113.07	141.29	45.80	22	17	14		
600320	振华重工	138	3.72	5.47	8.34	13.00	45.47	25	17	11		
600150	中国船舶	1,333	1.72	26.34	63.38	89.68	579.76	51	21	15		
000951	中国重汽	157	2.14	9.70	14.56	19.06	81.58	16	11	8		
600583	海油工程	271	14.57	20.22	25.71	30.48	18.38	13	11	9		
			平均 PE						154	26	15	11
000039	中集集团	422	32.19	6.85	24.80	34.92	11.79	62	17	12		

资料来源: 中国船舶及中集集团为德邦预测, 其他为 Wind 一致预期, 公司公告, 德邦研究所

5. 风险提示

1) 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。

2) 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, 公司的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。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, 将为增加公司外汇和资金管理带来挑战。

3) 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。2023 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, 预计将对公司的经营业绩带来不确定性。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.13	0.46	0.65
每股净资产	9.01	8.92	9.38	10.03
每股经营现金流	2.71	0.28	1.93	1.36
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	11.93	61.63	17.02	12.09
P/B	0.78	0.88	0.83	0.78
P/S	0.29	0.31	0.28	0.26
EV/EBITDA	3.77	8.59	5.24	3.88
股息率%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.3%	13.9%	14.5%	15.1%
净利润率	3.3%	0.7%	2.4%	3.1%
净资产收益率	6.6%	1.4%	4.9%	6.5%
资产回报率	2.2%	0.5%	1.8%	2.4%
投资回报率	6.8%	3.2%	5.8%	7.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-13.5%	-6.3%	11.1%	10.0%
EBIT 增长率	-45.8%	-54.1%	75.1%	26.8%
净利润增长率	-51.7%	-78.7%	262.1%	40.8%
偿债能力指标				
资产负债率	57.1%	54.6%	52.2%	51.0%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
现金比率	0.3	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	60.8	60.9	56.6	55.7
存货周转天数	57.3	58.4	54.7	53.8
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1
固定资产周转率	3.8	3.5	4.0	4.9

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,219	685	2,480	3,492
少数股东损益	1,382	294	1,063	1,497
非现金支出	4,291	4,507	3,750	3,451
非经营收益	-1,869	1,658	871	315
营运资金变动	7,594	-5,637	2,232	-1,446
经营活动现金流	14,617	1,506	10,396	7,310
资产	-2,980	571	-1,659	393
投资	-2,832	-5,339	-2,312	-1,010
其他	-445	509	837	731
投资活动现金流	-6,258	-4,259	-3,134	114
债权募资	-7,381	-2,500	-6,448	-4,279
股权募资	3,004	147	0	0
其他	-5,386	-2,680	-1,023	-683
融资活动现金流	-9,763	-5,032	-7,471	-4,962
现金净流量	-618	-7,722	-209	2,462

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 2 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	141,537	132,668	147,421	162,225
营业成本	119,912	114,257	126,022	137,702
毛利率%	15.3%	13.9%	14.5%	15.1%
营业税金及附加	551	597	575	633
营业税金率%	0	0	0.4%	0.4%
营业费用	2,452	2,282	2,521	2,758
营业费用率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	7,012	6,633	7,342	7,949
管理费用率%	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%
研发费用	2,463	2,295	2,536	2,725
研发费用率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
EBIT	9,293	4,262	7,462	9,463
财务费用	-24	2,756	2,011	1,787
财务费用率%	0.0%	2.1%	1.4%	1.1%
资产减值损失	-459	-2,037	-1,410	-1,379
投资收益	-595	133	737	811
营业利润	7,505	1,956	6,052	8,136
营业外收支	-567	-450	-600	-460
利润总额	6,938	1,506	5,452	7,676
EBITDA	12,808	6,731	9,802	11,535
所得税	2,337	527	1,908	2,687
有效所得税率%	33.7%	35.0%	35.0%	35.0%
少数股东损益	1,382	294	1,063	1,497
归属母公司所有者净利润	3,219	685	2,480	3,492

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,112	9,390	9,181	11,643
应收账款及应收票据	22,926	23,228	24,500	27,214
存货	18,332	18,754	19,527	21,663
其它流动资产	18,615	18,485	17,644	20,796
流动资产合计	76,984	69,857	70,853	81,316
长期股权投资	10,532	12,254	13,306	14,918
固定资产	39,202	37,570	35,474	31,211
在建工程	4,741	711	107	16
无形资产	4,331	4,056	3,804	3,557
非流动资产合计	68,916	67,763	67,040	63,646
资产总计	145,900	137,619	137,892	144,962
短期借款	4,371	3,371	1,871	871
应付票据及应付账款	19,692	20,856	21,679	23,813
预收账款	24	14	19	22
其它流动负债	38,911	32,405	34,956	39,080
流动负债合计	62,998	56,645	58,525	63,785
长期借款	16,214	14,214	9,214	6,214
其它长期负债	4,032	4,323	4,173	3,993
非流动负债合计	20,246	18,537	13,387	10,207
负债总计	83,244	75,182	71,912	73,992
实收资本	5,393	5,393	5,393	5,393
普通股股东权益	48,613	48,101	50,581	54,074
少数股东权益	14,043	14,336	15,399	16,896
负债和所有者权益合计	145,900	137,619	137,892	144,962

信息披露

分析师与研究助理简介

俞能飞 (S0120522120003)：德邦证券研究所智能制造组组长，机械设备首席分析师。厦门大学经济学硕士，曾于西部证券、华西证券、国泰君安等从事机械、中小盘研究，擅长挖掘底部、强预期差、高弹性标的研究。作为团队核心成员获得 2016 年水晶球机械行业第一名；2017 年新财富、水晶球等中小市值第一名；2018 年新财富中小市值第三名；2020 年金牛奖机械行业最佳行业分析团队。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。