

## 全球集装箱龙头，集装箱需求回暖共振海工复苏

2024年03月18日

► **全球集装箱需求开始复苏。**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。目前主要从事集装箱、道路运输车辆、能源/化工/液态食品装备、海洋工程装备、空港装备的制造及服务业务。2019-2021年受益于海运需求上升，公司集装箱业务量价齐升，营收占比由22.57%增长40.3%，毛利率由6.89%提升至25.64%，带动公司整体毛利率、净利率由14.5%/2.9%增长至18%/5.1%，2022年随着海运需求回归正常化，集装箱供不应求局面有所改变，导致整体毛利率净利率承压，2023年前三季度，公司毛利率/净利率分别为13.7%/1.5%。**集装箱需求筑底，2024年有望进入周期上行阶段。**上一轮周期上行启动于2019年，于2021年演绎至巅峰，核心驱动因素在于全球各地区经济复苏不平衡，港口拥堵或关闭造成船期延误，叠加航运公司削减主要航线的运力，整体造成集装箱运力较为紧张，从而推高了集装箱运价及需求量。2023年上半年全球集装箱产量仅为85万TEU，触及近10年低点。考虑到全球经济温和复苏，集运需求具备韧性，2021年集装箱行业由于供不应求超买所透支的替换需求有望逐步缓解，**参考过去行业周期性波动时限，2024年集装箱制造行业有望进入周期上行期。**

► **海工业务有望迎来盈亏转折点。**公司主要通过烟台中集来福士运营海洋工程业务，分为**海洋油气、海洋清洁能源和特种装备**：1) 油气板块产品包括钻井平台、FPSO等油气生产及储存平台，受益海上石油开采需求回暖；2) 海洋清洁能源产品包括海上风电安装船、模块化升压站、固定式导管架等风电装置，同时布局半潜浮式光伏装置及可再生能源制氢制甲醇装置，受益海风建设稳健增长；3) 特种装备产品包括滚装船和特种工程船，其中滚装船以新能源汽车运输滚装船为主，受益我国新能源车出海。公司海工业务有望迎来盈亏拐点。

► **道路运输机能源装备业务稳健增长。**公司道路运输车辆运营主体为控股子公司中集车辆，2022-2023年，半挂车海外市场表现强劲，国内市场受商用车市场低迷影响收入有所下滑，随着国内商用车市场复苏，我们预计公司国内半挂车业务也将迎来复苏。能源装备主体为港股上市公司中集安瑞科，业务范围涵盖清洁能源、化工环境、液态食品三大领域，受益LPG、氢能、新能源等行业需求释放保持稳健增长。

► **投资建议：**基于公司主业将迎来恢复性增长，新业务进展如火如荼，我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为2.78/31.32/42.93亿元，同比增长率分别为-91.4%/1028.4%/37.1%，对应PE分别为173X/15X/11X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**经济周期波动的风险，贸易保护主义和逆全球化的风险，主要原材料价格波动风险，汇率波动风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	141,537	128,594	160,199	181,055
增长率(%)	-13.5	-9.1	24.6	13.0
归属母公司股东净利润(百万元)	3,219	278	3,132	4,293
增长率(%)	-51.7	-91.4	1028.4	37.1
每股收益(元)	0.60	0.05	0.58	0.80
PE	15	173	15	11
PB	1.0	1.0	1.0	0.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年3月18日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

8.91元



分析师 李哲

执业证书: S0100521110006

邮箱: lizhe\_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书: S0100521110010

邮箱: luosong@mszq.com

# 目录

<b>1 集装箱行业领军者，多元布局加速成长</b>	<b>3</b>
1.1 公司历史悠久，是全球领先的物流及能源行业设备及解决方案供应商	3
1.2 集装箱需求筑底，营收短期略有波动	6
<b>2 集装箱业务：周期底部，拐点初现</b>	<b>8</b>
2.1 集装箱行业概况	8
2.2 全球货物贸易及集运需求具备韧性	9
2.3 北美本轮去库接近尾声，补库周期开启或带来全球商品贸易的共振	10
2.4 集装箱行业周期性明显，替换需求支撑产量中枢	12
<b>3 海洋工程业务：海油投资回暖，迎来盈亏转折点</b>	<b>14</b>
3.1 中集来福士：建造类订单饱满，资产运营显著改善	14
3.2 海洋油气：海上油气回暖，资本开支走强	15
3.3 清洁能源：海上风电新增装机持续增长，新装及运维双轮驱动	15
3.4 特种装备：新能源车出海高增，强力拉动滚装船需求	18
<b>4 道路运输车辆：北美半挂车业务高景气，带动业绩大幅提升</b>	<b>20</b>
4.1 中集车辆：全球半挂车龙头企业	20
4.2 半挂车：增长稳定，国内渗透率具备提升空间	21
<b>5 能源装备：能源转型推动清洁能源需求增长</b>	<b>24</b>
5.1 中集安瑞科：化工业务长坡厚雪，清洁能源业务亮眼	24
<b>6 盈利预测与投资建议</b>	<b>27</b>
6.1 盈利预测假设与业务拆分	27
6.2 估值分析	29
6.3 投资建议	30
<b>7 风险提示</b>	<b>31</b>
<b>插图目录</b>	<b>33</b>
<b>表格目录</b>	<b>33</b>

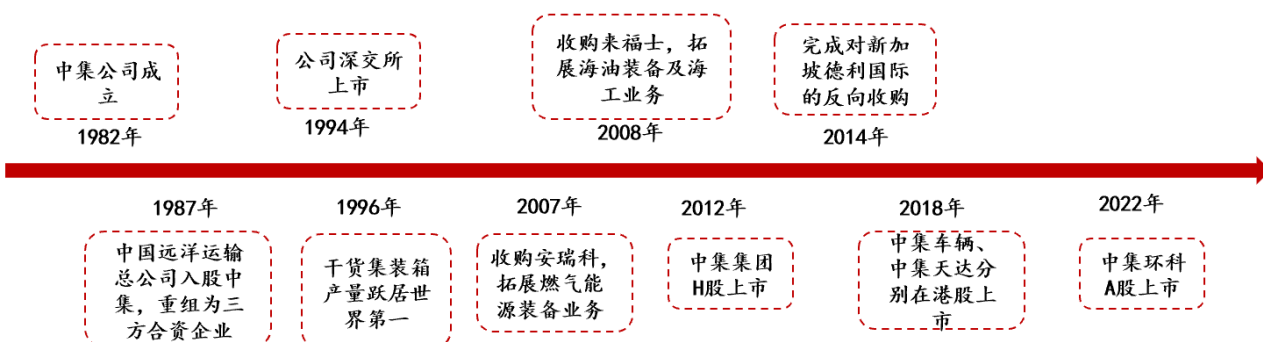
# 1 集装箱行业领军者，多元布局加速成长

## 1.1 公司历史悠久，是全球领先的物流及能源行业设备及解决方案供应商

**中集集团历史悠久，具备国际化基因。**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。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。

**公司是全球领先的物流及能源行业设备及解决方案供应商**，目前主要从事集装箱、道路运输车辆、能源/化工/液态食品装备、海洋工程装备、空港装备的制造及服务业务。作为一家为全球市场服务的多元化跨国产业集团，中集集团在亚洲、北美、欧洲、澳洲等地区拥有 300 余家成员企业及 3 家上市公司，客户和销售网络分布在全球 100 多个国家和地区。

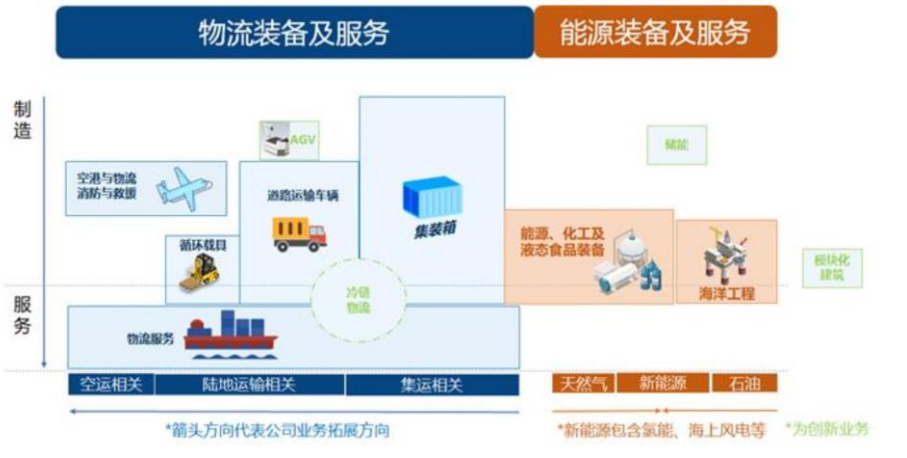
图1：中集集团发展历程



资料来源：中集集团官网，民生证券研究院整理

**经过多年发展，中集集团已形成物流领域及能源行业领域两大产业集群。**在物流领域，公司以集装箱制造业务为核心，孵化出道运输车辆业务、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，公司也在不断开发新兴产业并拥有服务本集团自身的金融及资产管理业务。

图2：公司主要业务板块



资料来源：中集集团公告，民生证券研究院

**深耕集装箱制造业务及相关产业，多元化布局拓展装备制造业务。**产品体系方面，公司主要产品包括国际标准干货集装箱、冷藏集装箱、特种集装箱、罐式集装箱、集装箱木地板、公路罐式运输车、天然气加工处理应用装备和静态储罐、道路运输车辆、循环载具、重型卡车、自升式钻井平台、半潜式钻井平台、特种船舶、旅客登机桥及桥载设备、机场地面支持设备、消防及救援车辆设备、自动化物流系统、智能停车系统的设计、制造及服务。

**表1：中集集团主要业务**

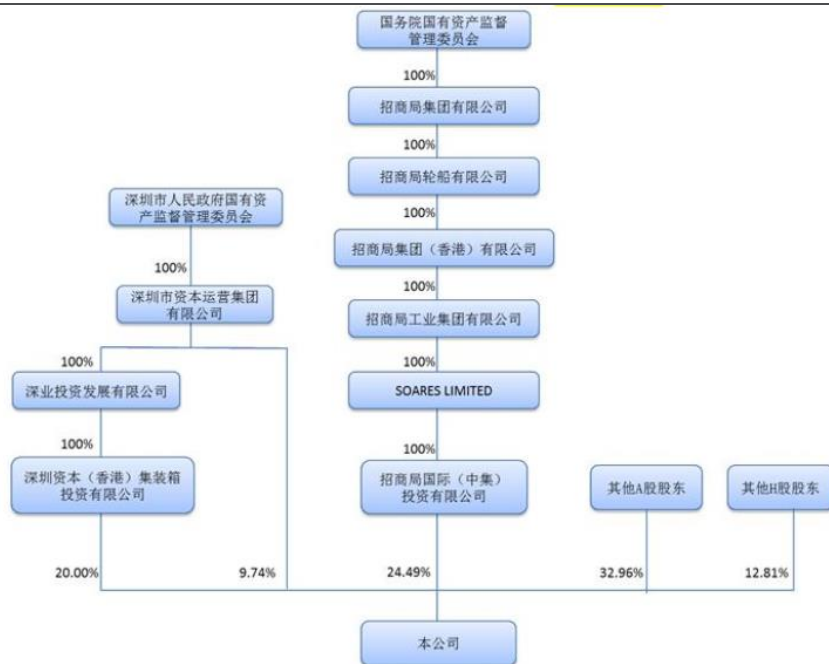
布局领域	细分范围	运营主体	重点业务
物流领域	集装箱	中集集团	干货箱、冷藏箱、特箱、模块化建筑、集成装备
	道路运输车辆	中集车辆	中集车辆的六大业务或集团包括：深耕全球半挂车市场的“灯塔先锋业务”、“北美业务”以及“欧洲业务”，及聚焦专用车上装以及厢体高端制造的“强冠业务集团”、“太字节业务集团-渣土车业务”以及“太字节业务集团-城配厢体业务”。目前公司业务范围覆盖全球四大主要市场、40多个国家和地区，在国内外拥有24家“灯塔”工厂。
	空港、自动化物流及消防装备	中集天达	登机桥、桥载设备、消防车、摆渡车、平台车、食品车、拖头、旅客行李处理系统（BHS）、自动化立体仓库、自动化输送分拣系统、航空货物处理系统（CHS）、视觉引导停泊系统（VDGS）、海港旅客登机桥、自动导引搬运车（AGV）、机场消防车、城市主战消防车、泡沫消防车、森林消防车、消防水泵、消防水带
	物流服务	中集世联达	集装箱堆存管理、修洗、码头服务、房（特）箱、集装箱船货代业务；国际贸易进出口代理、物流操作及进出口分拨、保税及非保仓储、运抵、报关、报检、检疫、海关查验、综合物流电商平台、多式联运；供应链物流及金融解决方案、一站式的供应链综合服务解决方案；滚装船货代业务、散杂货船代业务；钢制物流器具、53尺集装箱、工位器具、托盘箱、IBC、BUSDECK
能源领域	能源、化工及液态食品装备	中集安瑞科	低温液体储罐、高压长管拖车、LNG运输车、LNG运输船、LNG铁路罐箱、LNG接收站EPC总包、LNG液化、LNG储罐、LNG加气站、CNG加气站、CNG运输、LNG水运、LNG车船应用、沼气工厂、井口气回收、油田用压缩机、螺杆压缩机、ISO液体罐箱、压力容器、核燃料储运、球罐工程、啤酒厂交钥匙工程、液态食品船运罐、液态食品罐式集装箱、液态食品储罐
	海洋工程	中集来福士	半潜式钻井平台、自升式钻井平台、超深水钻井平台
其他	金融	中集集团财务有限公司	资产类产品和服务、负债类产品和服务、中间业务产品和服务、同业金融及投资理财、个性化金融服务
	产城发展	中集产城	围绕产业园区投资开发、招商运营两大核心业务
	创新业务	中集物联科技	智能停车、智慧交通、智慧养殖
	-	中集同创	内部服务、材料贸易、金属加工、循环物资
	-	中集安防科技	模块化执勤装备的EPC总包服务和智慧消防物联网运营服务
-	中集集鲜生商业管理	跨境生鲜（包括水果、水产品、肉类等）供应链综合服务业务	

资料来源：中集集团官网，民生证券研究院整理

**国资占据主导地位，股权架构稳定。**中集集团无实控人，主要控股股东为深圳资本集团及招商局集团。深圳资本集团是深圳市属唯一的国有资本运营公司，截至2023年3月底，深圳资本集团及其全资子公司深圳资本（香港）共持有公司已发行股份的29.74%，为本公司第一大股东。招商局集团于1986年10月在中国注册成立，招商局集团通过其子公司招商局国际（中集）投资有限公司持有公司已发行股份的24.49%，为本公司第二大股东。除上述两者以外，无其他法人或个人持有公司已发行总股份的10%或以上股份，公司股权结构稳定。



图3：截至 2023 年 3 月 31 日公司股权结构

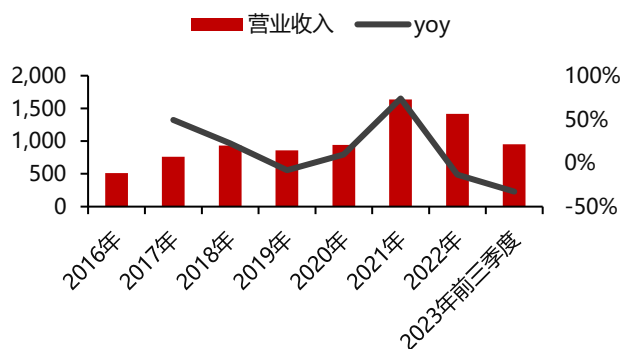


资料来源：中集集团公告，民生证券研究院

## 1.2 集装箱需求筑底，营收短期略有波动

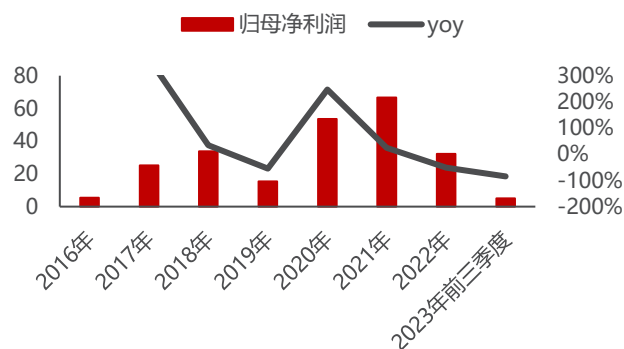
2016-2021 年公司收入利润稳健增长，2022 年开始底部蓄力。集装箱业务波动上升叠加公司多元布局成果逐步显现，2016 和 2021 年公司实现营业收入 511.12 亿元和 1636.96 亿元，年复合增长率为 26.2%；实现归母净利润 5.40 和 66.65 亿元，年均复合增长率 65%。2022 年集装箱需求回落，公司收入业绩有所下滑，2023 年前三季度公司实现营业收入 951.24 亿元，同比-32.8%，归母净利润 4.96 亿，同比-85%。

图4：2016-2023 年前三季度收入（亿元）及增速



资料来源：中集集团公告，民生证券研究院

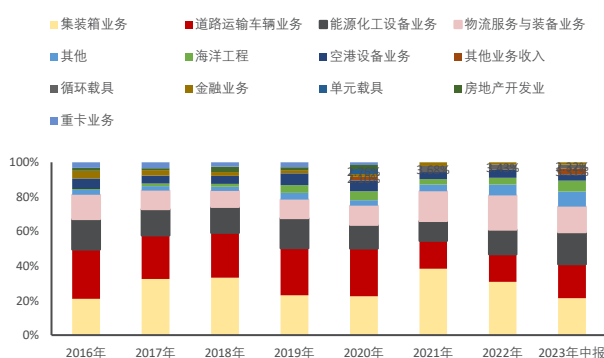
图5：2018-2023 年前三季度归母净利润（亿元）及增速



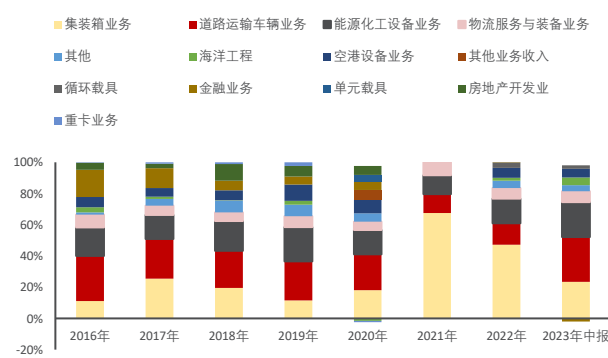
资料来源：中集集团公告，民生证券研究院

集装箱业务受下游周期性影响短期下滑，其余业务稳步增长。公司主要业务为集装箱业务、道路运输车辆、物流业务、能源化工业务、海工、循环载具业务

等。2022 年开始受集运市场周期性调整影响，集装箱业务营收占比下降，但道路运输车辆、能源化工、物流服务与装备业务下游需求高景气，营收占比稳步增加，2023H1 公司集装箱业务收入占比下滑至 21.41%，道路运输车辆、能源化工、物流服务与装备业务营收占比分别上升至 19.65%、18.42%、14.83%。毛利结构方面，集装箱业务 2021 年一季度贡献 57.3%毛利来源，主要受益于下游需求快速扩张，随着下游需求周期性下滑，集装箱业务毛利贡献逐步下滑至 2023H1 的 22.49%，其余对公司毛利贡献较高的业务包括道路运输车辆、能源化工、物流服务与装备业务，2023H1 营收占比分别为 27.72%、21.48%、6.83%。

**图6：2016-2023H1 公司收入结构 (%)**


资料来源：中集集团公告，民生证券研究院

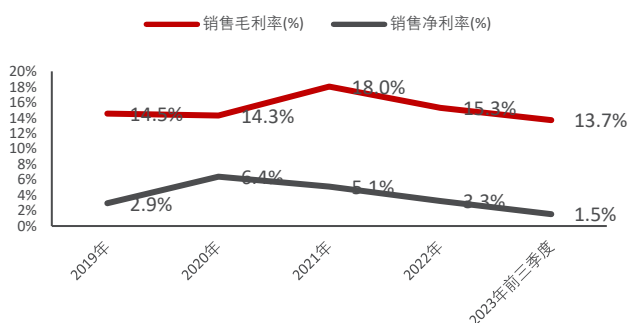
**图7：2016-2023H1 公司毛利结构 (%)**


资料来源：中集集团公告，民生证券研究院

**2019-2023 年前三季度公司毛利率净利率先升后降，主要受集运及集装箱行业需求周期性波动影响。**2019-2021 年受益于海运需求上升，公司集装箱业务量价齐升，营收占比由 22.57%增长至 40.3%，毛利率由 6.89%提升至 25.64%，带动公司整体毛利率、净利率由 14.5%/2.9%增长至 18%/5.1%，2022 年随着海运需求回归正常化，集装箱供不应求局面有所改变，导致整体毛利率净利率承压，2023 年前三季度，公司毛利率/净利率分别为 13.7%/1.5%。

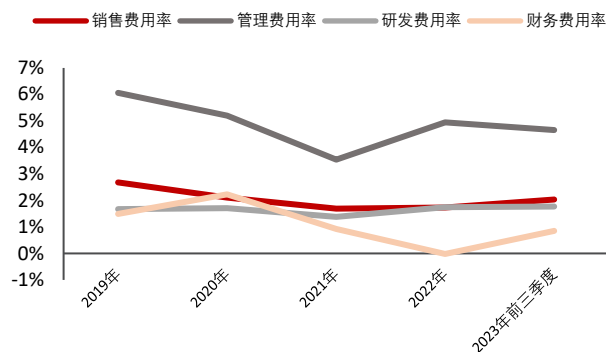
**费用率方面，2019-2023 年前三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率呈稳步下降趋势，研发费用率略有波动。**2019-2023 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别从 2.7%、6.1%、1.5%下降至 2.0%、4.7%、0.9%，下降趋势明显，主要系营收规模上升叠加公司降本增效。

图8：2019-2023 年前三季度公司毛利率 (%)



资料来源：中集集团公告，民生证券研究院

图9：2019-2023 年前三季度公司费用率情况 (%)



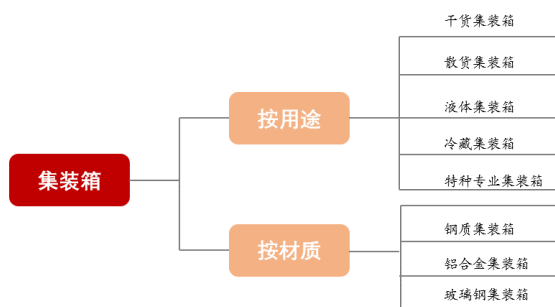
资料来源：中集集团公告，民生证券研究院

## 2 集装箱业务：周期底部，拐点初现

### 2.1 集装箱行业概况

集装箱种类繁多，其按用途可分为干货集装箱、散货集装箱、液体集装箱、冷藏集装箱及特种专用集装箱；按材质可分为钢质集装箱、铝合金集装箱、玻璃钢质集装箱等。

图10：集装箱行业分类

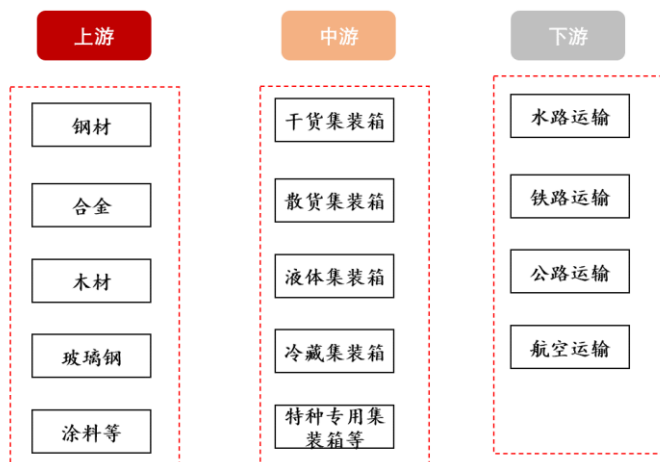


资料来源：华经情报网，民生证券研究院

集装箱行业产业链上游为原材料环节，主要包括钢材、合金、玻璃钢、木材、涂料等原材料；中游为集装箱生产供应环节，主要包括干货集装箱、散货集装箱、液体集装箱、冷藏集装箱及特种专用集装箱；下游应用于各类物流运输环节。



图11: 集装箱行业分类



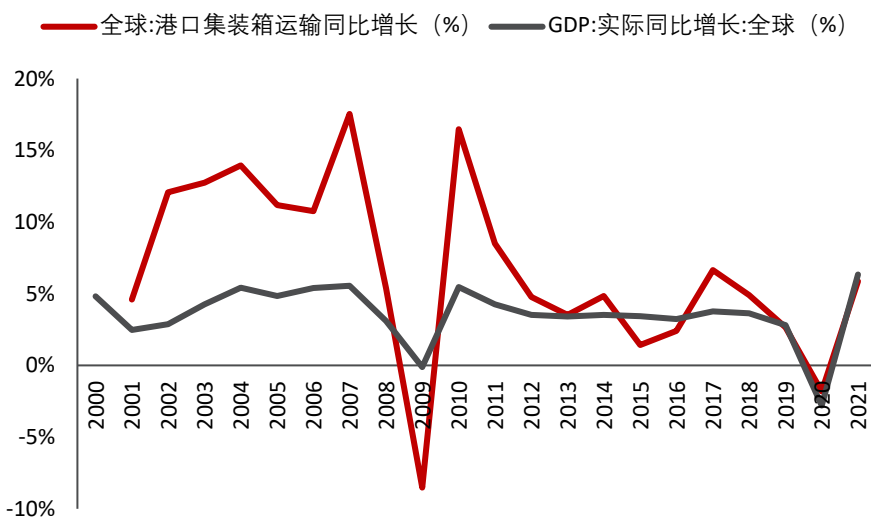
资料来源: 华经情报网, 民生证券研究院

## 2.2 全球货物贸易及集运需求具备韧性

集装箱制造行业周期性波动主要受全球贸易需求所决定的下游航运业景气度、更新需求、箱价、产能利用率等因素的影响, 多因素相互影响, 综合反映为箱价和销量的周期性变化。

集装箱下游需求来自于全球贸易活动所带来的跨区域实物运输, 与全球经济活动高度相关。复盘 2020-2021 年全球 GDP 增速比全球港口集装箱运输量增速, 可以看到二者基本同频波动, 集装箱运输量增速较 GDP 增速波动幅度更为剧烈。根据世界银行发布的《全球经济展望》, 预计 2024 年全球经济将增长 2.4%, 2025 年经济增速有望恢复至 2.7%, 有望带动实物贸易及集装箱运输需求上升。

图12: 全球港口集装箱运输量增速比 GDP 增速同频

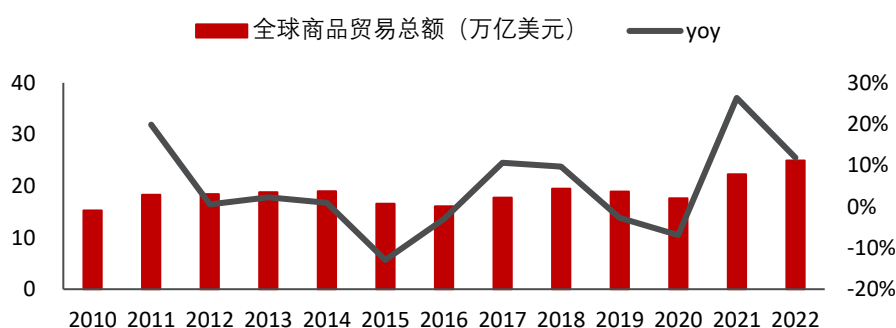


资料来源: 世界银行, 国际货币基金组织, 民生证券研究院

全球货物出口量持续攀升, 低基数效应下, 集装箱海运需求自 2023 年 Q3

有所反弹。2010-2022 年，全球货物贸易总额波动上升，2022 年达到 24.67 万亿美元，同比增长 12%。实物层面，根据克拉克森的统计，全球货物贸易量逐年攀升，全球海运贸易量在经过 2020 年的小幅下挫后，2021 年稳步抬升，2021、2022 年全年海运的贸易量均超过 120 亿吨，其中 2022 年贸易量增长短暂停滞。2023 年全球海运贸易量同比增加 3%至 124 亿吨；初步预计 2024 年将达到 126 亿吨。全球海运贸易细分货种中汽车、LPG 和干散货表现最为强劲，同比分别增长 15%、6%和 4.3%，其中干散货的增长主要受到中国需求复苏的支撑。集装箱海运贸易整体疲软，不过自 3 季度开始反弹，部分受到 2022 年同期比较基数较低的影响。

图13: 2010-2022 年全球货物贸易总额 (万亿美元) 及同比

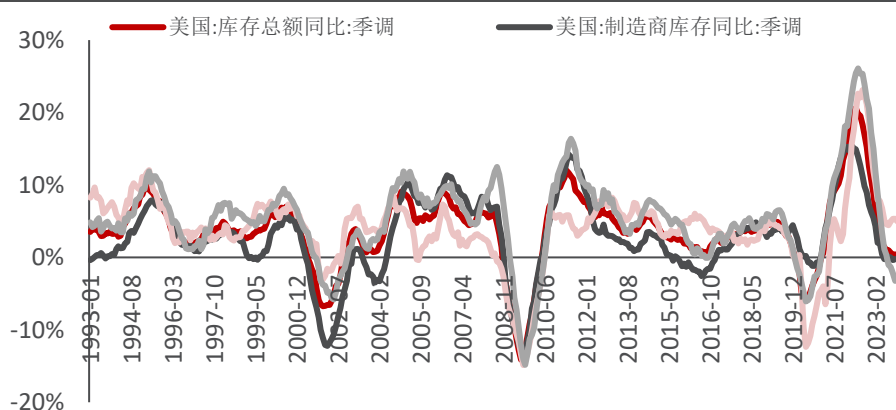


资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

## 2.3 北美本轮去库接近尾声，补库周期开启或带来全球商品贸易的共振

2023 年前 3 季度，全球宏观经济增长受高通胀及加息持续影响，整体贸易增长低迷；叠加消费者的服务性消费倾向增长，商品贸易增速承压。参考美国历史前 5 轮周期情况，本轮去库从 2022 年 6 月开始，截止 2023 年 12 月，历时 19 个月，参考前 5 轮去库周期（剔除第 4 轮异常情况），本轮去库有望在 2024 年 3 月结束。

图14: 美国前五轮库存周期情况



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

**表2：美国历史前五轮库存周期与本轮周期情况**

次数	开始时间	结束时间	持续时间 (月)	库存顶点	补库时间 (月)	去库时间 (月)	补库时间	去库时间
第 1 轮	1994 年 3 月	1997 年 1 月	35	1995 年 4 月	13	21	1994 年 3 月- 1995 年 4 月	1995 年 4 月- 1997 年 1 月
第 2 轮	1997 年 1 月	2002 年 1 月	61	2000 年 8 月	44	17	1997 年 1 月- 2000 年 8 月	2000 年 8 月- 2002 年 1 月
第 3 轮	2002 年 1 月	2009 年 8 月	92	2006 年 8 月	56	37	2002 年 1 月- 2006 年 8 月	2006 年 8 月- 2009 年 8 月
第 4 轮	2009 年 8 月	2016 年 10 月	87	2011 年 5 月	21	66	2009 年 8 月- 2011 年 5 月	2011 年 5 月- 2016 年 10 月
第 5 轮	2016 年 10 月	2020 年 7 月	46	2019 年 6 月	32	13	2016 年 10 月- -2019 年 6 月	2019 年 6 月- 2020 年 7 月
第 6 轮	2020 年 7 月	2024 年 3 月 E	45	2022 年 6 月	23	22	2020 年 7 月- 2022 年 6 月	2022 年 6 月- 2024 年 3 月
1-5 轮平均时长			64		33	31 (剔除第 4 轮 为 22 个月)		

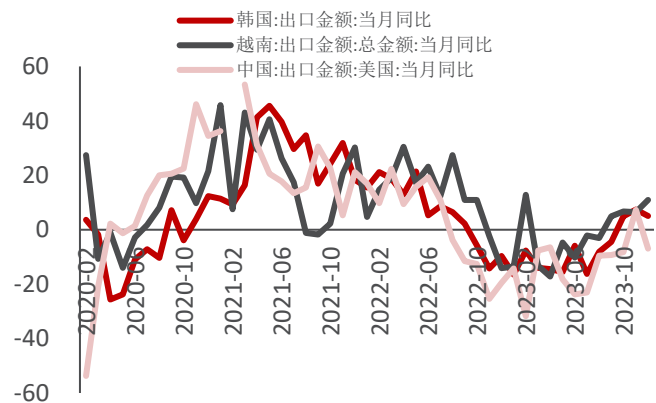
资料来源：同花顺，民生证券研究院

### 2.3.1 越南/韩国出口进入增长周期，我国港口集装箱吞吐量进入增长周期

我们从越南/韩国出口数据以及中国对美出口数据来看：①越南，本轮下行从 2022 年 11 月开始，2023 年 7 月开始降幅收窄，9 月转正，12 月同比增幅扩大至 11.0%；②韩国：本轮下行从 2022 年 10 月开始，2023 年 8 月开始降幅收窄，9 月降幅收窄至 4.4%，10 月同比增 4.9%，结束连续 12 月的同比下滑，2024 年 1 月同比增速达 18.03%；③我国对美出口金额数据，本轮下行从 2022 年 8 月开始，2023 年 3-4 月有明显降幅收窄迹象，后开始扩大，2023 年 8-10 月降幅出现明显收窄，11 月同比增 7.3%，结束 15 个月的同比下滑，12 月同比又出现下滑，但降幅相比前期仍在收窄。

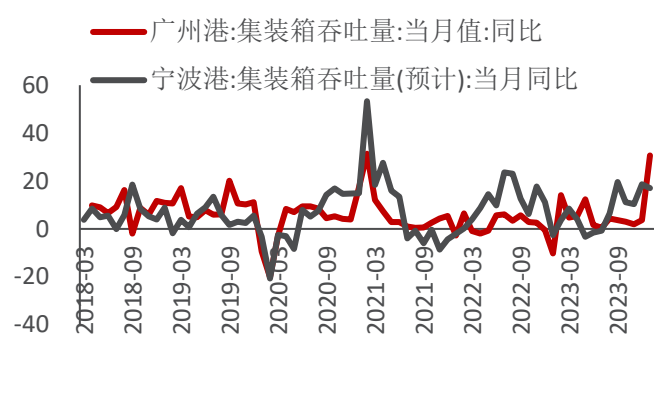
从广州港跟宁波港的集装箱吞吐量当月同比数据来看：①宁波港，2023 年 8-9 月出现明显加速趋势，2023 年 9 月-2024 年 1 月，增幅连续 5 个月维持在 10%-20%，2024 年 1 月宁波港集装箱吞吐量也创历史新高；②广州港，2023 年 2-5 月有一波同比高增，后开始走弱，8-9 月增速开始上行，2024 年 1 月增幅达 30.6%，单月集装箱吞吐量也创历史新高。

图15: 韩国/越南出口及中国对美出口同比情况 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 广州港/宁波港集装箱吞吐量当月同比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

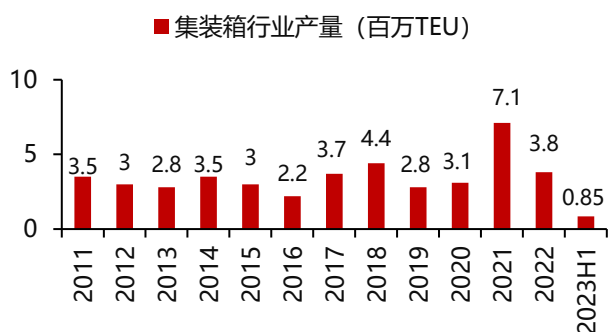
## 2.4 集装箱行业周期性明显，替换需求支撑产量中枢

**集装箱行业周期性波动明显，替换需求支撑产量中枢。**根据 Drewry 统计的数据，剔除 2021 年集装箱行业产量极端值的情况下，2011 年-2022 年全球集装箱行业产量周期性波动明显，上升期和下降期均为 2-3 年，周期高点值为 350 万 - 440 万 TEU，周期低点值为 220 万 TEU-280 万 TEU。拆解集装箱需求，可分为新增需求及替换需求，替换需求或是支撑集装箱产量中枢的主要因素。

**1) 新增需求:** 新增集运贸易带来的集装箱新增需求，与全球经济增长、全球货物贸易量、集装箱行业景气度、运力投放等因素高度相关，考虑到全球经济及货物贸易基数，理论上保持低速增长。

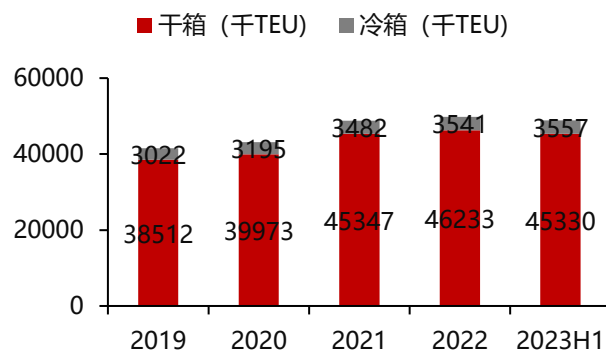
**2) 替换需求:** 2019-2022 年全球集装箱保有量均值为 4582.6 万 TEU，集装箱使用寿命 12-15 年，按照上限 15 年的使用寿命计算，年替换需求为 305 万 TEU，考虑到集装箱存在超期服役现象，以及船东需要考率自身资本开支规划，因而替换需求在不同年份存在一定波动。

图17: 2011-2023H1 全球集装箱行业产量 (百万 TEU)



资料来源: Drewry, 民生证券研究院

图18: 2019-2023H1 全球集装箱保有量 (千 TEU)



资料来源: Drewry, 民生证券研究院

**集装箱需求筑底，2024 年有望进入周期上行阶段。**上一轮周期上行启动于 2019 年，于 2021 年演绎至巅峰，核心驱动因素在于全球各地区经济复苏不平衡，港口拥堵或关闭造成船期延误，叠加航运公司削减主要航线的运力，整体造成集装箱运力较为紧张，从而推高了集装箱运价及需求量。随着港口拥堵局面缓解及前期超买集装箱供给释放，全球集装箱产量逐步进入下行期，2023 年上半年全球集装箱产量仅为 85 万 TEU，触及近 10 年低点。考虑到全球经济温和复苏，集运需求具备韧性，2021 年集装箱行业由于供不应求超买所透支的替换需求有望逐步缓解，**参考过去行业周期性波动时限，2024 年集装箱制造行业有望进入周期上行期。**

### 3 海洋工程业务：海油投资回暖，迎来盈亏转折点

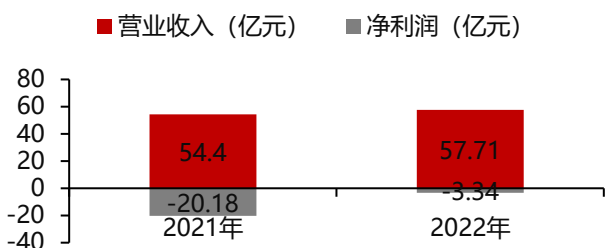
#### 3.1 中集来福士：建造类订单饱满，资产运营显著改善

中集集团主要通过烟台中集来福士（截至 2023 年 6 月 30 日，集团持有中集来福士约 83.3%的股权）运营海洋工程业务。公司海工业务集制造和运营为一体，制造端提供批量化、产业化总包建造高端海洋工程装备及其他特殊用途船舶的服务，是中国领先的高端海洋工程装备总包制造商之一，主要业务包括各类钻井平台及生产平台的装备制造、海上风电装备的建造及风场运维、特种船舶制造等。运营端提供各类海工装备及船舶的租赁服务、运营管理、技术服务等，提供定制化交付方案，成功交付、处置和运营了二十余个海工资产。

公司海洋工程业务主要分为三个板块，分别为海洋油气、海洋清洁能源和特种装备。1) 油气板块产品包括钻井平台、FPSO 等油气生产及储存平台；2) 海洋清洁能源产品包括海上风电安装船、模块化升压站、固定式导管架等风电装置，同时布局半潜浮式光伏装置及可再生能源制氢制甲醇装置；3) 特种装备产品包括滚装船和特种工程船，其中滚装船以新能源汽车运输滚装船为主，满足客户大重量、高安全性诉求。

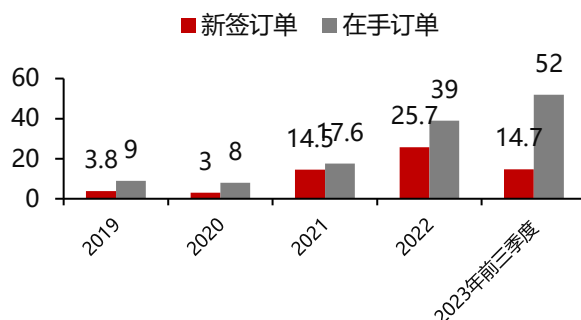
海上油气景气度回升，海洋工程业务有望扭亏为盈。此前受海上油气需求不景气影响，公司海上钻井平台存在空置现象，导致相关业务出现大额减值及亏损，2021-2022 年，公司海洋油气业务营业收入分别为 54.4 亿、57.71 亿，亏损额分别为 20.18 亿、3.34 亿。随着海上石油开采需求的回暖，公司建造领域及运营领域订单大幅增长，2023 年前三季度，公司海工建造新签订单 14.7 亿美元，在手订单 52 亿美元，同比增长 38%；10 座平台获得租约，其中包括自升式 6 座，半潜式 4 座（含 2 座生活平台），租约剩余合同服务时间在 6-70 个月不等。业绩改善趋势明显，2023 年前三季度公司实现营业收入 67.33 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%，随着在手订单逐步释放，海洋工程业务有望扭亏为盈。

图19：2021-2022 公司海洋工程业务营收及利润情况



资料来源：Drewry，民生证券研究院

图20：2019-2023 年前三季度公司海洋工程业务新签订单及在手订单（亿美元）



资料来源：Drewry，民生证券研究院



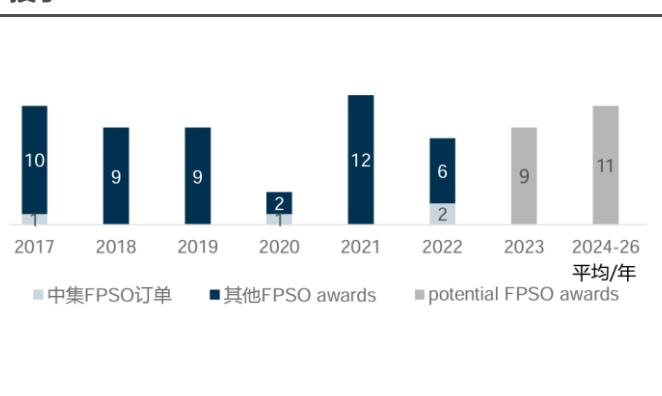
**图21：公司海上平台租约情况**

平台	规格	地点	租约到期
Blue Whale I	第七代超深水半潜	South China Sea	Jun-25
Deepsea Yantai	第六代恶劣环境半潜	North Sea	Nov-24
CIMC Gretha	半潜生活平台	South China Sea	Mar-26
OOS Tiradentes	半潜生活平台	Brazil	Apr-27
Gulf Driller VI	400尺自升式	Mexico	Nov-25
Perro Negro 11	400尺自升式	Middle East	Jul-28
Gulf Driller VIII	400尺自升式	Mexico	Nov-25
Caspian Driller	300尺自升式	Caspian Sea	Jan-24
Gulf Driller III	300尺自升式	South China Sea	Apr-26
Perro Negro 12	300尺自升式	Middle East	Mar-27
Gulf Driller V	300尺自升式	Longkou, China	2022年底处置, 处置金额约6200万美金
Illusion Plus	游艇	Spain	待处置
Blue Whale II	第七代超深水半潜	Yantai, China	
North Dragon	第六代恶劣环境半潜	Yantai, China	温停状态
Beacon Pacific	第六代恶劣环境半潜	Yantai, China	积极寻找租约
HAI SHI SHEN LOU	半潜生活平台	Yantai, China	

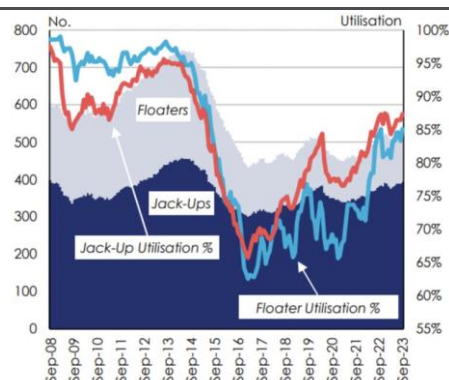
资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.2 海洋油气：海上油气回暖，资本开支走强

2023 年上半年开始海上油气需求回暖，市场整体持续走强。根据克拉克森数据，2023 年上半年海上油气项目资本支出达 680 亿美元，同比增长 57%，较十年趋势增长 41%。巴西、圭亚那和西非对战略天然气项目和 FPSO 开发油田的投资依然强劲；预计 2023 年全年将签订 13 份 FPSO 合同，创 11 年来新高。深水钻井平台已经出现牛市。活跃浮式钻井平台利用率已从 2018 年 65% 的低点反弹至 2023 年超过 85%。到 2030 年，全球深水产量将增长 60%，达到每天 1700 万桶石油当量。

**图22：预计 2023-2025 年平均将有 12 艘 FPSO 合同授予**


资料来源：SBM offshore，民生证券研究院

**图23：全球海上钻井平台需求情况**


资料来源：克拉克森，民生证券研究院

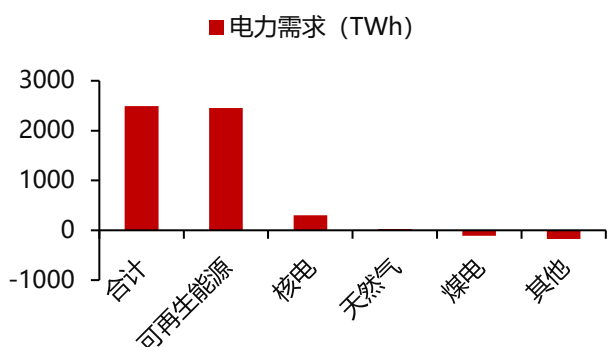
### 3.3 清洁能源：海上风电新增装机持续增长，新装及运维

#### 双轮驱动

世界能源价格长期处于高位，世界各国政府纷纷出台政策加速能源转型并试

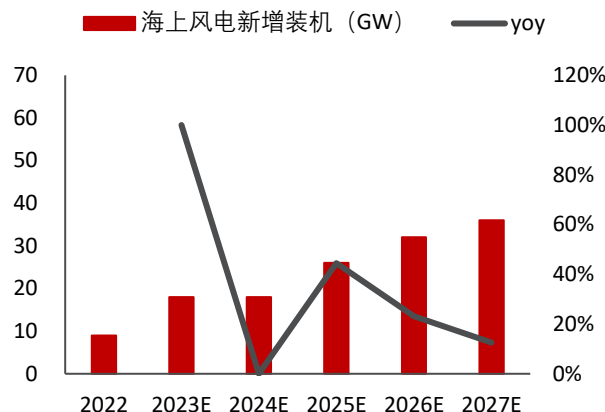
图摆脱对化石能源的依赖，如美国的通胀削减法案和欧盟的 REPowerEU 计划等。根据国际能源署的数据，2022 年至 2025 年间新增的 2518TWh 发电量中，98% 将由可再生能源提供。GWEC 预计 2023 年至 2027 年间，全球将新增 680GW 风电装机容量，其中 130GW 为海上风电，海上风电重要性愈加凸显，预计 2023 年至 2025 年全球新增装机容量将超过 60GW，2026 年至 2027 年将新增 68GW。

图24：2022 年-2025 年合计全球发电量增长



资料来源：IEA，民生证券研究院

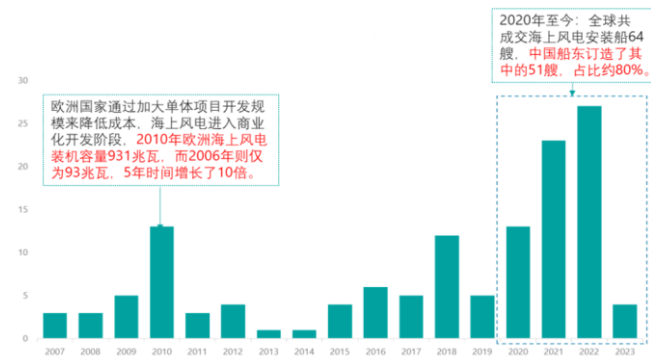
图25：全球海上风电新增装机量 (GW)



资料来源：GWEC，民生证券研究院

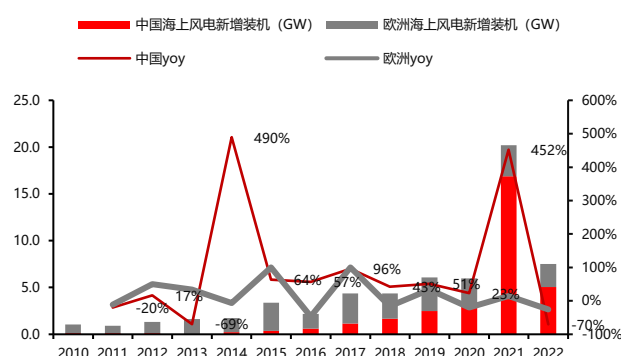
海上风电安装船自 2001 年起步，发展至今已从起重船配合其他工程船舶的形式发展到专用风电安装船为市场主流。历史上的两波海上风电安装船小高潮分别由欧洲和中国海风发展带动，2010 年左右，欧洲海风需求高增，当年成交的 13 艘风电安装船中有 10 艘为欧洲船东定制；2020 年后中国海风产业迅速发展，2022 年至今全球成交的风电安装船中，超过 80% 为中国船东定制。同时，随着海上风机的大型化，原有海上风电安装船无法满足大兆瓦风机安装需求，老旧风电安装船迎来更新需求。据中国船舶工业行业协会统计，2023 年海上风电安装船为匹配 20MW 风机施工安装，起重能力已达到 3500 吨。

图26：2007-2023 年海上风电安装船订单数量 (艘)



资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

图27：中国、欧洲海上风电新增装机量 (GW)



资料来源：GWEC，民生证券研究院

海上安装船船东分布全球，格局相对分散，主要由欧洲引领。根据中国船舶工业行业协会数据，截至 23 年上半年，全球共有 72 家船东定制过专用的海上风电安装船，绝大多数船东拥有不超过 5 艘风电安装船，供给格局相对分散，部分

传统欧洲海上工程总承包商转型涉足海上风电相关业务，具备领先优势。中国船东随中国海风发展逐步开始加速布局。

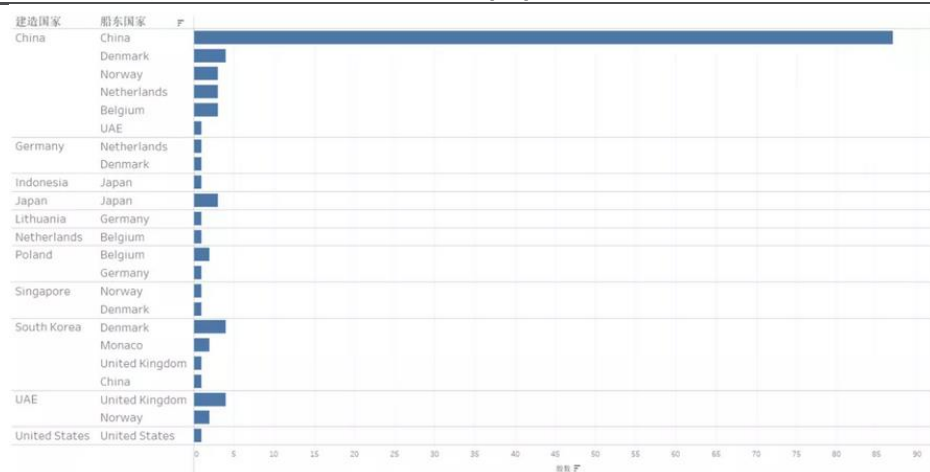
**表3：中集车辆主要产品类别及覆盖区域**

地区	船东	主营业务	进入时间	备注
欧洲	ENETI	散货船	2020年8月	-
	DEME	海洋工程、疏浚、环境工程	超过20年海风经验	参与了近1800座水下基础安装、超过2200座风机安装、超过860公里海缆铺设。2019年成立海风业务子公司 DEME Offshore
	Jan De Nul	疏浚及围海造陆，海上石油、天然气、可再生能源工程	2012年	安装风机超过400台，超过450座基础座，超过1400公里电缆。2019年在中国船厂投资建造2艘大型风电安装船
	Van Oord	海上工程服务承包商	2002年	2016年收购德国 Bilfinger 海上风电业务
中国	中交第三航务工程局	传统海上港口航道工程总承包商	-	船东数量：2010年2家，2020年6家，2022年14家
	中国铁建港航局		-	
	中国电建港航建设	-		
	中交海峰风电发展	大型企业设立新公司	2022年	
	北京神大科技		2021年	
美国	Dominion Energy	公用事业	2020年	2020年退出州际天然气管道业务，投资建设1艘海上风电安装船

资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

中国已成为海上风电安装船制造的第一大国，在船舶协会统计到的129艘海上风电安装船订单中，78%的订单由中国船厂获取，绝大多数为中国船东订单，中国船厂受益于国内海上风电发展的同时亦在积极拓展国际船东，129艘订单中亦有欧洲船东订单。据克拉克森统计，国内有过海上风电安装船建造或改造经验的船厂超过30家，主要船厂包括中集来福士、招商局重工、中远海运重工、上海振华重工等。中集来福士作为传统海工企业，相对竞争对手设计能力更强，可以满足客户的定制化需求，有望充分受益于海风装机规模提升。

**图28：海上风电安装船建造国与船东国（艘）**



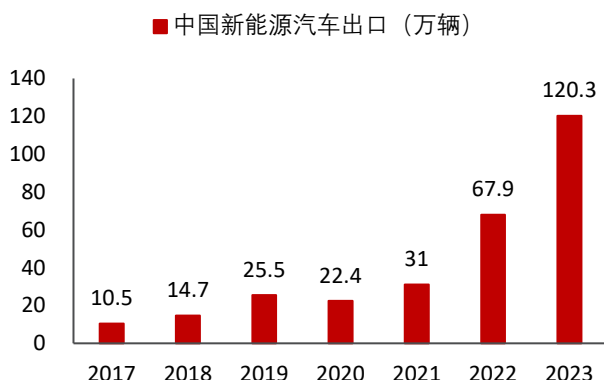
资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院

### 3.4 特种装备：新能源车出海高增，强力拉动滚装船需求

滚装运输是水路运输汽车的主要物流方式之一，汽车滚装船（PCTC）可以通过踏板，使车辆自行驶上驶下，具有显著的专业性和便捷性优势，通常为远洋汽车运输的首选。与燃油车相比，新能源车更大、更重，需要占用滚装船更多空间和载重吨。

中国新能源车竞争力强劲，根据乘联会数据，2023 年我国出口新能源车近 120.3 万辆，同比增长 77%。2023 年中国汽车合计出口 522 万辆，同比增长 54%。从中国自主品牌汽车出口区域来看，出口结构由非洲等不发达国家向高端市场倾斜，其中欧洲 23 年汽车出口增速高达 161%。随着中国汽车品牌“走出去”进程的加快，滚装船需求有望进一步提升。

图29：2017 年-2023 年中国新能源汽车出口数量



资料来源：乘联会，民生证券研究院

图30：中国自主品牌汽车分区域出口增速情况

自主出口部分国家	北美洲	大洋洲	非洲	南美洲	欧洲	亚洲其他	总计
2017年	0.0	0.3	1.6	7.3	4.0	3.5	16.7
2018年	0.2	0.6	2.2	9.1	4.9	4.1	21.1
2019年	0.8	1.4	3.2	9.3	5.8	5.9	26.3
2020年	0.6	2.3	4.7	8.3	8.9	7.9	32.6
2021年	2.7	6.5	7.8	17.1	19.0	11.3	64.4
2022年	8.9	8.9	7.6	18.8	31.5	26.8	102.6
2022年类	8.9	8.9	7.6	18.8	31.5	27.0	102.8
2023年	13.1	12.9	11.1	16.2	82.3	41.5	177.3
22年增速	232%	37%	-2%	10%	65%	138%	59%
23年增速	47%	45%	46%	-14%	161%	54%	72%
23年12月增速	28%	10%	76%	55%	90%	43%	61%

资料来源：乘联会，民生证券研究院

全球各国 PCTC 船东实力与本国汽车出口市场发展息息相关，截至 2021 年底，PCTC 运力全球排名前五的船东中，日本占据了三席，按国别看，传统汽车出口强国日本 PCTC 船东占全球运力比例高达 39.67%。中国船东截至 2021 年底在全球 PCTC 运力市场份额很小，国内排名第一的船东安吉物流仅排名全球第 32 位，中远海运和招商局集团排名全球第 34、35 位。

PCTC 船东下订单时一般优先选择本国制造商，同时考虑价格和经验。由于日本船东在全球运力中的主导地位，日本 PCTC 制造能力亦相对较强。截至 2021 年，中集来福士全球制造经验排名第 24 位，占全球比例 0.84%，但随着中国汽车出口的拉动，中国船厂将增加 PCTC 订单，2022 年行业迎来订单潮，中国船企合计接受订单 46 艘，其中中集来福士 8 艘，国内占比超过 17%。中集来福士汽车滚装船业务有望长期受益于中国新能源汽车行业高速发展。

**表4：2021年PCTC船东全球格局**

排名	国家	船东名称	现有运力 (艘)	现有运力 (万载重吨)	平均吨位 (万载重吨)	平均船龄 (年)
1	日本	日本邮船	61	116.9	1.92	14.07
2	日本	商船三井	68	114.2	1.68	14.31
3	以色列	Ray Car Carriers	59	106.3	1.8	12.94
4	日本	川崎汽船	50	83.1	1.66	13.06
5	韩国	现代汽车集团	32	67.9	2.12	8.75
6	挪威	雷夫里诺集团	34	67.8	1.99	15.76
7	韩国	Cido Shipping Co., Ltd	37	63.4	1.71	16.02
8	挪威	Eukor Car Carriers	26	59.6	2.29	13.47
9	瑞典	Wallenius	22	56.5	2.57	15.09
10	挪威	Withelmsen,With.,ASA	21	47.2	2.25	11.74
11	日本	金冶造船	18	37	2.05	10.41
12	意大利	格里马尔迪集团	20	29.5	1.48	10.15
13	英国	佐迪亚克	14	22.9	1.64	11.49
14	挪威	P.Gram	19	21.3	1.12	12.5
15	日本	Toyofuji	21	19.8	0.94	15.24
16	日本	Hakuyo Shpg	11	19.5	1.78	12.75
17	挪威	NOCC	8	14.6	1.83	11.83
18	希腊	Neptune Shippng	12	11.3	0.94	13.09
19	新加坡	Singapore Shipping Corp	5	10.6	2.11	17.01
20	日本	明志海运	6	10.6	1.7	15.83

资料来源：Battleships，民生证券研究院

**表5：1995-2021年累计PCTC造船情况**

排名	国家	船厂	艘	万载重吨	比例
1	日本	今治造船	74	147.3	10.66%
2	日本	新来岛丰桥造船	66	129	9.33%
3	韩国	现代三湖	44	101.1	7.32%
4	日本	三菱重工	64	100.9	7.30%
5	日本	新来岛造船	60	100.6	7.28%
24	中国	中集来福士	6	11.6	0.84%

资料来源：Battleships，民生证券研究院

## 4 道路运输车辆：北美半挂车业务高景气，带动业绩大幅提升

### 4.1 中集车辆：全球半挂车龙头企业

公司道路运输车辆运营主体为控股子公司中集车辆（2023年9月30日持股比例约为36.1%）。中集车辆于2002年开始制造及销售半挂车，自2013年起连续十年保持半挂车产量全球第一。2022年，中集车辆在中国半挂车的市场占有率达14.45%，连续四年位列全国第一；欧洲SDC市占率稳居英国市场第一；混凝土搅拌车在中国市场的占有率达26.3%，销量连续六年全国第一。

**产品谱系齐全，下游市场广阔。**中集车辆的主营业务包括：1) 在全球四大市场开展七大类半挂车产品业务，其中包括集装箱骨架车、平板车及其衍生车型、侧帘半挂车、厢式半挂车、冷藏半挂车、罐式半挂车以及其它特种半挂车；2) 在中国开展专用车上装产品业务，包括城市渣土车上装生产及混凝土搅拌车上装生产和整车销售；3) 轻型厢式车厢体的生产和整车销售，包括冷藏厢式车厢体及干货城配车厢体。

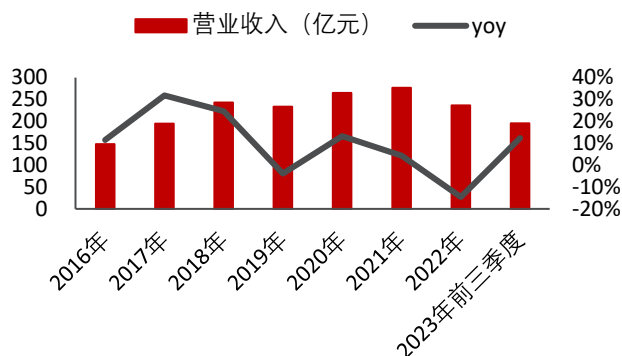
表6：中集车辆主要产品类别及覆盖区域

产品分类	产品类别	中国	北美	欧洲	其他地区
半挂车	集装箱骨架车	●	●	●	●
	平板车及其衍生车型，主要包括栏板车及仓栅车	●		●	●
	侧帘半挂车	●		●	●
	厢式半挂车	●	●	●	●
	冷藏半挂车	●	●	●	●
	罐式半挂车，主要包括粉罐车及液罐车	●		●	●
	其他特种类别半挂车，主要包括中置轴轿运车及码头车等	●		●	●
专用车上装	城市渣土车上装	●			
	混凝土搅拌车上装生产和整车销售	●			●
冷藏厢式车	冷藏厢式车的厢体生产和整车销售	●			
零部件	半挂车及专用车零部件	●	●	●	●

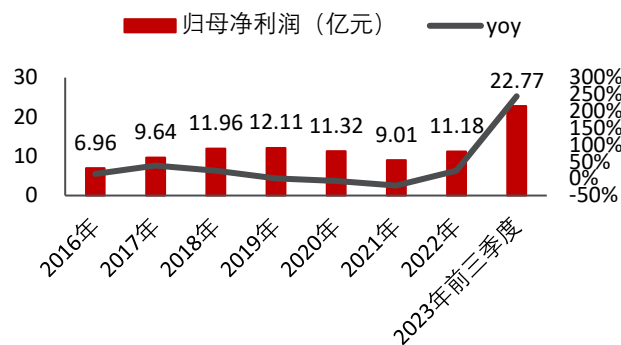
资料来源：中集车辆招股说明书，民生证券研究院

**营收稳步增长，业绩加速释放。**2023年前三季度，中集车辆实现营业收入195.68亿元，同比增长12.42%，经营质量稳中向好；实现归属于上市公司股东的净利润22.77亿元，同比增长244.64%。全球销售各类车辆合计116273辆/台套，连续十一年蝉联全球半挂车榜首。国内半挂车业务重塑的“星链计划”1.0建设阶段全面收官，项目稳步推进；新能源头挂一体创新技术与产品的解决方案加速落地。



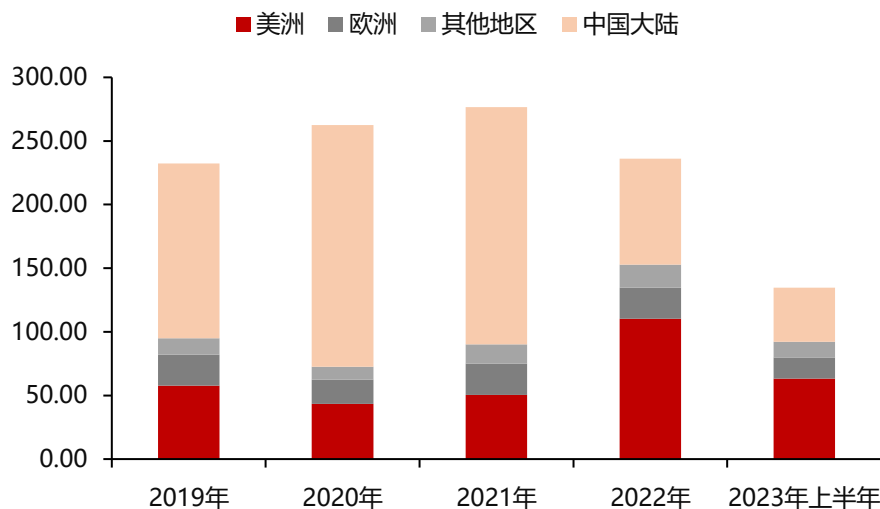
**图31：2016-2023 年前三季度收入（亿元）及增速**


资料来源：中集车辆公告，民生证券研究院

**图32：2016-2023 前三季度归母净利润（亿元）及增速**


资料来源：中集车辆公告，民生证券研究院

**海外市场表现强劲，国内市场受商用车市场低迷影响收入有所下滑。**中集车辆多品类半挂车在北美、欧洲市场的销量排名前列，受益于海外市场货物运输需求维持较强景气度，道路物流运输车辆新增需求与更新需求推动订单激增，中集车辆积极捕捉业务增长契机，北美市场 2023H1 实现营业收入 63.23 亿元，同比增长 32.4%。国内商用物流车受货运需求不振影响，表现承压，2023H1 实现收入人民币 42.39 亿元，同比下降 4.4%，长期看，受政策和市场双重因素驱动，国内半挂车行业存在变革契机，头部集中效应凸显。

**图33：中集车辆分地区收入情况（亿元）**


资料来源：同花顺，民生证券研究院

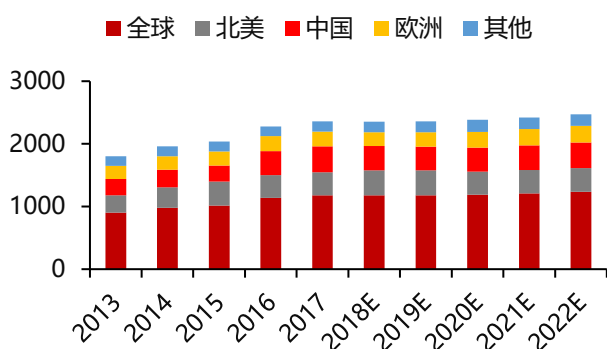
## 4.2 半挂车：增长稳定，国内渗透率具备提升空间

半挂车目前已发展成为专业性较强的交通运输工具，作为专业运输车辆，逐步成为国内运输市场的“主力军”。半挂车可以运输体积大，且不易拆分的大型工程机械、商贸货物、集装箱，也可运输蔬果肉品等分装生鲜物品，具有很好的兼容性与快捷性。近年来，半挂车在专业运输和专项作业中的重要性日趋明显，

逐步衍生出类似于专用汽车的细分车型种类，包括厢式半挂车、罐式半挂车、冷藏厢式半挂车、混凝土搅拌半挂车等多种车型，用于适应下游的不同需求。

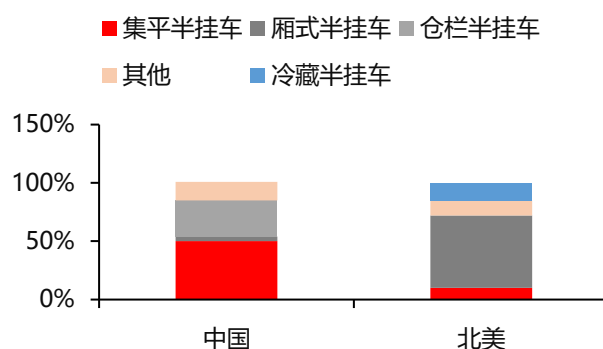
**全球半挂车行业自 2013 年开始呈现成长态势**，2013 年至 2017 年全球半挂车销量从 90.17 万辆增长至 117.99 万辆，复合增长率达 6.95%，主要受益于中国和印度积极发展建造活动。不同国家地区半挂车行业的发展态势各不相同，中国市场较其他地区增速明显。2013 至 2017 年，中国市场复合增长率为 11.99%，美国和欧洲市场分别为 7.33%和 3.37%。中国市场与欧美市场产品构成存在差异。国内车辆运输商出于成本控制等考虑，往往使用运载功能不相匹配的半挂车运载货物。而在美国，半挂车的使用更加细分化、专业化，2017 年我国厢式半挂车、冷藏半挂车等专业度较高的半挂车销量占比仅 4%，远低于北美 77%的比例，主要原因是我国平板车及其衍生车型和仓栅半挂车等价格相对较低的普通半挂车被用来运输对温度、包装专业度等要求较高的货物。

图34：全球半挂车销量情况（千辆）



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

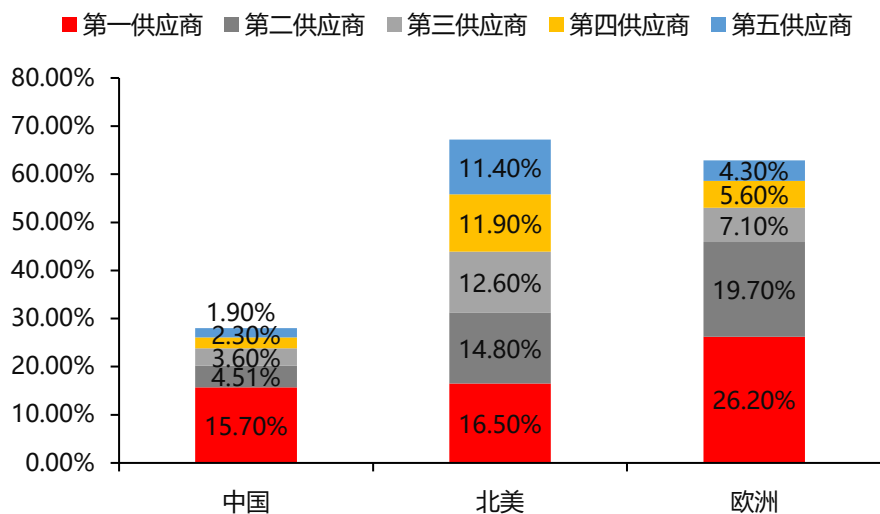
图35：中美半挂车市场产品对比



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

**海外市场格局稳定，国内具备格局集中空间。**北美、欧洲半挂车市场建立较早，目前已发展较为成熟，市场都较为集中。美国前五大供应商市场份额皆在 10% 以上，欧洲前两大供应商市场份额 46%，前四大供应份额均高于 5%。中国半挂车市场正处于发展阶段，市场尚不成熟，专业化程度不高，市场集中度较低，供给端相对分散（如下图所示）。2017 年，我国前五大供应商市占率仅 28%，远低于欧洲和北美等发达地区。

图36: 各国/地区半挂车市场集中度 (2017年)



资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

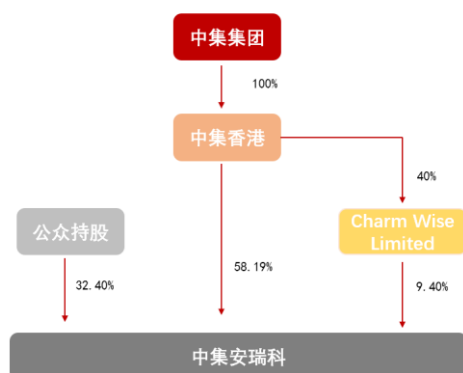
半挂车作为国内货物运输的主力军,其发展直接影响到公路运输的效率。与其他公路运输方式相比,半挂车易于实现甩挂运输、滚装运输,从而提升运输周转效率,降低空载率。甩挂运输即用一辆牵引车在到达目的地后,牵引车换挂,拖着其他半挂车连续运输,减少装卸货物等待时间;滚装运输则是将集装箱连同半挂车直接装船和上岸,将公路运输和水运直接联运起来的现代运输管理办法,缩短了多式联运的转换时间。在欧美等发达国家,半挂牵引车与半挂车的拖挂比例高达 1:3,而我国半挂牵引车与半挂车的拖挂比例仅为 1:1.2。对比欧美市场,我国运输市场中甩挂运输的拖挂比仍有很大增长空间,未来半挂车的产销量增长空间较大。

## 5 能源装备：能源转型推动清洁能源需求增长

### 5.1 中集安瑞科：化工业务长坡厚雪，清洁能源业务亮眼

中集集团能源装备主体为港股上市公司中集安瑞科。中集安瑞科控股有限公司于 2004 年成立，自 2005 年在香港联交所上市，2007 年为中集集团正式收购。公司业务起步于燃气装备制造，2008 年成功收购荆门宏图特种飞行器制造有限公司 80% 股权，进入 CNG、LNG、LPG 三大储运装备领域，2014-2015 年，公司并购 Ziemann 集团，提升液态食品领域工程总包能力，进入核燃料储运装备行业。经过多年发展，中集安瑞科业务范围涵盖清洁能源、化工环境、液态食品三大领域，已成为清洁能源围绕天然气和氢能实现全产业链布局的关键装备制造和工程服务商、领先的氢能关键设备和解决方案提供商，全球罐式集装箱制造规模最大、系列最全、品种最多、服务链最完善的领先企业。

图37：中集安瑞科股权结构



资料来源：中集安瑞科官网，民生证券研究院

中集安瑞科深耕清洁能源、化工环境以及液态食品工程三个行业，主营各种类型的用于储存、运输、加工的物流装备产品和关键设备产品的研发、设计、制造、销售和维护等。

- 1) **能源装备**：以清洁能源 CNG、LNG 储运装备作为重点产品，逐步延伸到 CNG、LNG 的加气站配套设备、城市气化、商业非管网供气的工程服务和整体解决方案。如今，业务已覆盖从预处理、液化、运输、储存、再汽化、管输到终端应用的天然气上、中、下游全产业链。LNG 低温罐箱、低温液体运输半挂车、中压气体罐车国内市场占有率稳居第一；高压长管拖车产销量从 2002 年起至今连续全球产量第一；稳占中国低温工程储罐设计 70% 以上的市场份额；大型 LNG 接收站和存储站成为世界知名品牌
- 2) **化工装备**：以符合国际多式联运标准的集装化、标准化罐式储运装备作为化学品转运中标准化的运输工具，并融合中欧设计和制造优势，实现对货物在物流全程的智能监控与管理，可实现为客户提供现代化的粉末、

液态、气态化学品物流整体解决方案。ISO 罐箱产销量从 2004 年起至今稳居世界第一；国内进入核电领域的先锋。

- 3) **液态食品装备**：提供啤酒、果汁和牛奶等液态食品行业的酿造和储运装备工程设计、罐体制造和系统安装的整个工艺流程，可向全球市场特别是亚太地区酿酒及食品饮料行业提供专业的交钥匙工程服务。拥有 Holvrieka 和 Ziemann 两大世界领先的啤酒酿造交钥匙工程国际品牌。

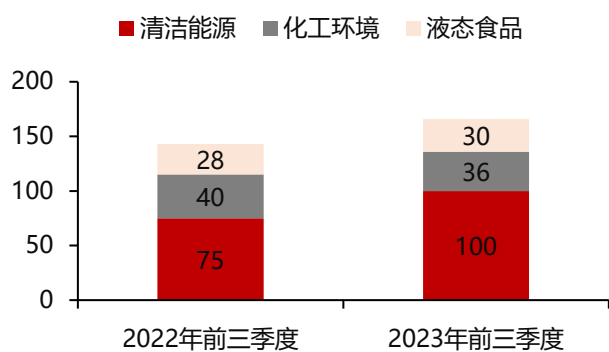
**表7：中集安瑞科产品覆盖范围广泛**

业务领域	细分领域	类别	产品
清洁能源	陆上清洁能源	上游能源开采与加工	天然气、煤层气、焦炉气液化装置；井口气回收装置成套；LNG 接收站；换热器、塔器容器
		中游储存与运输	液氨罐箱、LNG 罐箱、核燃料运输容器、核电压力容器、低温液体球形储罐、低温液体运输车、低温液体带泵车、LNG 运输车、高压储气瓶组、LNG 储罐、中压罐车等
		下游终端应用	LNG 加气站、LNG 车用瓶、LNG 气化站、
	海上清洁能源	上游能源开采与加工	LNG 再气化模块、道达尔 MHN 模块
		中游储存与运输	LEG 运输船、LNG 运输船
		下游终端应用	LNG 船用燃料仓、LPG 船用储罐、船用燃料罐、LNG 加注系统
化工环境	化工罐箱	罐箱制造	标准液体罐箱、SAWAAPBODY 箱、电子化学品罐箱、气体罐箱、食品级罐箱、粉末箱
		罐箱服务	欧洲博格堆场、嘉兴堆场、连云港堆场
		智能化	罐箱智能化、电气温控系统、罐箱信息化
液态食品		啤酒	精酿啤酒交钥匙工程、精酿啤酒模块化
		非啤酒	医药发酵罐、油脂储罐、果汁储罐、日化储罐、调味品发酵罐、奶仓

资料来源：中集安瑞科官网，民生证券研究院整理

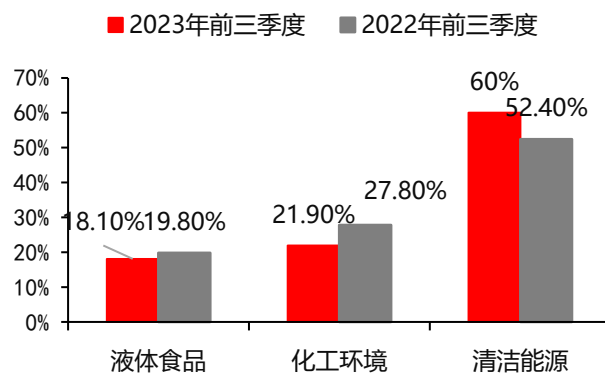
2023 年前三季度，公司实现营业收入 166 亿元，同比增长 17%。拆分结构来看，清洁能源实现营业收入 100 亿元，同比增长 33.9%，主要受益于 LNG 价格回落至正常值，油气价差扩大，LNG 经济性凸显带来天然气储运及终端装备需求应用提升，其次是船舶行业维持高景气度，清洁能源替代燃料船需求旺盛，LNG 船用罐需求也大幅提升；化工与环境业务实现收入 36 亿元，同比下滑 7.9%，主要受下游 CAPEX 略有波动影响；液态食品实现营业收入 30 亿元，同比增长 7.2%，保持平稳增长。

图38: 2023 年前三季度主要业务营收情况 (亿元)



资料来源: 中集安瑞科公告, 民生证券研究院

图39: 2023 年前三季度公司清洁能源占比显著提升



资料来源: 中集安瑞科公告, 民生证券研究院



## 6 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测假设与业务拆分

分业务情况假设情况如下：

#### (1) 集装箱业务

本集团的集装箱制造业务自 1996 年起产销量全球领先，作为全球集装箱行业领导者，生产基地覆盖中国沿海和内陆各大重要港口，可生产拥有自主知识产权的全系列集装箱产品，主要产品包括标准干货箱、标准冷藏箱和特种箱。集装箱有周期性，与全球货运量有关，上一轮周期高点出现在 2021 年，经过 2022-2023 年的下滑，我们预计 2024 年将进入上行周期，我们假设 2023-2025 年收入增速分别为-29.4%/+74.0%/+10.0%，毛利率分别为 13.0%/15.0%/15.0%。

#### (2) 道路运输车辆

本集团道路运输车辆业务的经营主体——中集车辆，全球领先的半挂车与专用车高端制造企业，中国道路运输装备高质量发展的先行者，中国新能源专用车领域的探索创新者。公司道路运输车辆最近 2 年的变化是国内需求下滑，北美需求上升，北美产品毛利率好于国内，带动该业务毛利率提升。我们预计 2024 年国内业务将逐步发力，北美可能会出现一定的下滑，但下降幅度有限，公司整体营收仍保持一定增长，2025 年随着管理体制等效益的体现，公司收入将出现显著提升，我们假设 2023-2025 年收入增速分别是+10%/+5%/+25%，毛利率分别是 16.8%/16.8%/16.8%。

#### (3) 能源化工装备

本集团能源、化工及液态食品装备业务板块主要从事广泛用于能源、化工及液态食品装备三个行业的各类型运输、储存及加工装备的设计、开发、制造、工程、销售及运作，并提供有关技术保养服务。其主要经营主体为中集安瑞科。该业务主要包括清洁能源业务、化工环境业务、液态食品业务。其中，清洁能源业务占比最大，以 LNG 储运设备为主，同时布局氢能，呈现稳定增长趋势；化工环境业务以特箱为主，需求增长驱动力较多；液态食品业务具备全球份额提升逻辑。我们假设 2023-2025 年该业务营收增速分别是+20%/+15%/+15%，毛利率保持在 15.9%。

#### (4) 物流服务业务

本集团的物流服务业务经营主体——中集世联达。中集世联达依托全球化网络布局，打造“江、海、陆、铁、空”一体化多式联运产品矩阵，持续探索为客户提供高效、低碳、可视化的物流服务，并针对特定客户提供专业化、个性化的物流解决方案。2023 年上半年集运及铁路货运量实现增长，但同期海运及空运市场运价低位运行等影响使得业绩下滑。随着全球贸易量的增加，我们假设

2024-2025 年该业务营收增速将有一定恢复，我们给予 2023-2025 年营收增速分别为-47.8%/+5%/+5%，毛利率保持在 6.3%。

### (5) 海洋工程业务

本集团主要通过烟台中集来福士海洋科技集团有限公司运营海洋工程业务。海洋工程业务集设计、采购、生产、建造、调试、运营一体化运作模式，提供批量化、产业化总包建造高端海洋工程装备及其它特殊用途船舶的服务。主要业务包括各类钻井平台及生产平台的装备建造，海上风电装备的建造及风场运维，特种船舶制造等。2021 年开始，海工订单持续增加，驱动 2022 年以来，公司收入毛利率的改善。我们假设 2023-2025 年该业务营收增速分别是 +46.5%/+30%/+30%，毛利率分别是 10.2%/15%/20%。

### (6) 空港设备

本集团通过子公司中集天达经营空港与物流装备、消防与救援设备业务，空港与物流装备业务主要包括旅客登机桥、机场地面支持设备、机场行李处理系统、物流处理系统及智能仓储系统；消防与救援设备业务主要涵盖各类消防车为主的综合性消防救援移动装备，另外还包括各类消防泵炮、消防车辆智能控制及管理系统和各类灭火系统等其他消防救援装备及服务。该业务保持稳健的增长态势。假设 2023-2025 年营收增速分别是-5%/+5%/+5%，毛利率均为 20%。

### (7) 循环载具

本集团的循环载具业务专注于为客户提供循环包装的综合解决方案，助力碳中和，主要为汽车、新能源动力电池、光伏、家电、生鲜农产品、液体化工、橡胶和大宗商品等行业客户提供专业的循环载具研发制造、共享运营服务及综合解决方案等服务。本集团循环载具业务通过中集运载科技开展。该业务受益新能源电池循环包装需求放量，我们假设 2023-2025 年营收增速分别是 +24.1%/+0%/+0%，毛利率保持在 12.7%。

2023-2025 年公司总体营收增速分别为-9.1%/+24.6%/+13.0%。

期间费用率假设如下：

(1) **销售费用率**：2020-2022 年该数据分别是 2.1%/1.7%/1.7%，我们假设 2023-2025 年分别为 2.0%/1.7%/1.7%，2023 年受营收下滑影响导致费用率略有提升，后随着营收增速提速，销售费用率降至 1.7%；

(2) **管理费用率**：2020-2022 年该数据分别是 5.2%/3.5%/5.0%，我们假设 2023-2025 年均为 4.8%；

(3) **研发费用率**：2020-2022 年该数据分别是 1.7%/1.4%/1.7%，我们假设 2023-2025 年略为上行均为 1.8%。

**表8：公司盈利预测假设**

		2022	2023E	2024E	2025E
集装箱业务	主营业务收入 (百万元)	435.3	307.2	534.4	587.9
	同比增长率%	-53%	-29%	74%	10%
	毛利率%	22.2%	13.0%	15.0%	15.0%
道路运输车辆	主营业务收入 (百万元)	226.7	249	261.9	327.3
	同比增长率%	-14%	10%	5%	25%
	毛利率%	17.3%	16.8%	16.8%	16.8%
能源化工装备	主营业务收入 (百万元)	206.7	248	285.2	328.0
	同比增长率%	11%	20%	15%	15%
	毛利率%	16.4%	15.9%	15.9%	15.9%
物流服务业务	主营业务收入 (百万元)	291.3	180	179.6	179.6
	同比增长率%	0%	-48%	5%	5%
	毛利率%	5.7%	6.3%	6.3%	6.3%
海洋工程业务	主营业务收入 (百万元)	52.6	77	100.2	130.3
	同比增长率%	8%	47%	30%	30%
	毛利率%	6.3%	10.2%	15.0%	20.0%
空港设备业务	主营业务收入 (百万元)	65.2	61.9	65.0	68.3
	同比增长率%	-2%	-5%	5%	5%
	毛利率%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%
循环载具业务	主营业务收入 (百万元)	22.7	28.2	28.2	28.2
	同比增长率%	-58%	24%	0%	0%
	毛利率%	17.5%	12.7%	12.7%	12.7%
营收总计	主营业务收入 (百万元)	1,415.4	1,285.9	1,602.0	1,810.6
	同比增长率%	-13.5%	-9.1%	24.6%	13.0%
	毛利率%	15.3%	13.0%	14.2%	14.8%

资料来源：同花顺，民生证券研究院预测

## 6.2 估值分析

公司主要产品包括集装箱、道路运输车辆、能源化工装备、物流服务、海洋工程业务、空港设备业务等，选择我国造船设备龙头中国船舶，重卡龙头中国重汽，LNG 能源设备龙头富瑞特装，海洋工程零部件龙头纽威股份作为对标企业。

以 2024 年 3 月 18 日收盘价为基准，可比公司 2023-2025 年对应平均 PE 分别为 36X/19X/13X，中集集团 2023-2025 年对应 PE 分别为 173X/15X/11X。2023 年公司处于周期底部，利润较低，但我们预计 2024-2025 年进入上行周期，我们预计未来几年公司道路运输车辆、能源化工业务、海工业务均出现改善，且集装箱业务的波动幅度将降低，估值相比可比公司具备一定优势。

**表9: 可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600150	中国船舶	35.12	0.63	1.21	2.08	56	29	17
000951	中国重汽	16.76	0.86	1.23	1.61	19	14	10
300228	富瑞特装	8.32	0.17	0.48	0.73	49	17	11
603699	纽威股份	16.96	0.91	1.10	1.30	19	15	13
可比公司均值						36	19	13
000039	中集集团	8.91	0.05	0.58	0.8	173	15	11

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2024 年 3 月 18 日

## 6.3 投资建议

目前公司主要产品包括国际标准干货集装箱、冷藏集装箱、特种集装箱、罐式集装箱、集装箱木地板、公路罐式运输车、天然气加工处理应用装备和静态储罐、道路运输车辆、循环载具、重型卡车、自升式钻井平台、半潜式钻井平台、特种船舶、旅客登机桥及桥载设备、机场地面支持设备、消防及救援车辆设备、自动化物流系统、智能停车系统的设计、制造及服务。

基于公司主业将迎来恢复性增长, 新业务进展如火如荼, 我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.78/31.32/42.93 亿元, 同比增长率分别为-91.4%/1028.4%/37.1%, 对应 PE 分别为 173X/15X/11X。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

## 7 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本集团的经营管理能力提出了更高的要求。

**2) 贸易保护主义和逆全球化的风险。**2022年初发生的地缘政治危机更加剧了全球通胀压力，扰乱各国的政策立场，给世界经济增长带来威胁。本集团的部分主营业务将受到全球贸易保护主义和逆全球化的影响。

**3) 主要原材料价格波动风险。**在公司产品的成本结构中，原材料占比较高。同时，本集团主要生产成品为金属制品，原材料包含钢材、铝材、木材等。今年以来，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，预计将对本集团的经营业绩带来不确定性。

**4) 汇率波动风险。**公司出口业务收入占比较大，尤其集装箱业务、半挂车业务，海工业务，均会受人民币汇率波动的影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	141,537	128,594	160,199	181,055
营业成本	119,912	111,904	137,475	154,339
营业税金及附加	551	501	624	705
销售费用	2,452	2,572	2,723	3,078
管理费用	7,012	6,172	7,690	8,691
研发费用	2,463	2,315	2,884	3,259
EBIT	9,293	5,233	8,932	11,128
财务费用	-24	876	901	877
资产减值损失	-459	-1,969	-1,984	-2,005
投资收益	-595	-579	240	272
营业利润	7,505	1,822	6,303	8,535
营业外收支	-567	-280	-280	-280
利润总额	6,938	1,542	6,023	8,255
所得税	2,337	617	2,108	2,889
净利润	4,601	925	3,915	5,366
归属于母公司净利润	3,219	278	3,132	4,293
EBITDA	12,808	9,131	13,497	15,957

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,112	29,891	32,216	35,587
应收账款及票据	22,926	20,546	25,596	28,928
预付款项	6,023	5,621	6,906	7,753
存货	18,332	17,022	20,911	23,477
其他流动资产	12,592	10,247	11,927	13,078
流动资产合计	76,984	83,326	97,556	108,821
长期股权投资	10,532	10,712	10,902	11,102
固定资产	39,202	39,989	40,751	41,489
无形资产	4,331	4,174	4,343	4,485
非流动资产合计	68,916	68,654	68,539	68,855
资产合计	145,900	151,980	166,095	177,676
短期借款	4,371	9,371	9,371	9,371
应付账款及票据	19,692	18,377	22,576	25,346
其他流动负债	38,935	38,598	44,919	49,099
流动负债合计	62,998	66,346	76,866	83,815
长期借款	16,214	19,468	19,468	19,468
其他长期负债	4,032	3,992	3,755	3,966
非流动负债合计	20,246	23,460	23,223	23,434
负债合计	83,244	89,806	100,089	107,249
股本	5,393	5,393	5,393	5,393
少数股东权益	14,043	14,690	15,473	16,547
股东权益合计	62,656	62,174	66,005	70,427
负债和股东权益合计	145,900	151,980	166,095	177,676

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-13.54	-9.14	24.58	13.02
EBIT 增长率	-45.77	-43.69	70.70	24.59
净利润增长率	-51.70	-91.38	1028.37	37.06
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	15.28	12.98	14.19	14.76
净利润率	2.27	0.22	1.96	2.37
总资产收益率 ROA	2.21	0.18	1.89	2.42
净资产收益率 ROE	6.62	0.58	6.20	7.97
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.22	1.26	1.27	1.30
速动比率	0.72	0.83	0.83	0.84
现金比率	0.27	0.45	0.42	0.42
资产负债率 (%)	57.06	59.09	60.26	60.36
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	57.47	57.47	57.47	57.47
存货周转天数	55.80	55.80	55.80	55.80
总资产周转率	0.94	0.86	1.01	1.05
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.60	0.05	0.58	0.80
每股净资产	9.01	8.81	9.37	9.99
每股经营现金流	2.71	2.41	1.88	2.29
每股股利	0.18	0.02	0.18	0.24
<b>估值分析</b>				
PE	15	173	15	11
PB	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.11	7.16	4.85	4.10
股息收益率 (%)	2.02	0.17	1.97	2.69

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	4,601	925	3,915	5,366
折旧和摊销	3,514	3,898	4,565	4,828
营运资金变动	7,594	4,012	-1,905	-1,463
经营活动现金流	14,617	13,015	10,135	12,325
资本开支	-2,980	-5,237	-5,864	-6,317
投资	-2,832	-23	0	0
投资活动现金流	-6,258	-5,942	-5,750	-6,245
股权募资	3,004	0	0	0
债务募资	-7,381	8,653	0	0
筹资活动现金流	-9,763	5,707	-2,060	-2,710
现金净流量	-618	12,779	2,325	3,370



## 插图目录

图 1: 中集集团发展历程	3
图 2: 公司主要业务板块	4
图 3: 截至 2023 年 3 月 31 日公司股权结构	6
图 4: 2016-2023 年前三季度收入 (亿元) 及增速	6
图 5: 2018-2023 年前三季度归母净利润 (亿元) 及增速	6
图 6: 2016-2023H1 公司收入结构 (%)	7
图 7: 2016-2023H1 公司毛利结构 (%)	7
图 8: 2019-2023 年前三季度公司毛利率 (%)	8
图 9: 2019-2023 年前三季度公司费用率情况 (%)	8
图 10: 集装箱行业分类	8
图 11: 集装箱行业分类	9
图 12: 全球港口集装箱运输量增速比 GDP 增速同频	9
图 13: 2010-2022 年全球货物贸易总额 (万亿美元) 及同比	10
图 14: 美国前五轮库存周期情况	10
图 15: 韩国/越南出口及中国对美出口同比情况 (%)	12
图 16: 广州港/宁波港集装箱吞吐量当月同比 (%)	12
图 17: 2011-2023H1 全球集装箱行业产量 (百万 TEU)	12
图 18: 2019-2023H1 全球集装箱保有量 (千 TEU)	12
图 19: 2021-2022 年公司海洋工程业务营收及利润情况	14
图 20: 2019-2023 年前三季度公司海洋工程业务新签订单及在手订单 (亿美元)	14
图 21: 公司海上平台租约情况	15
图 22: 预计 2023-2025 年平均将有 12 艘 FPSO 合同授予	15
图 23: 全球海上钻井平台需求情况	15
图 24: 2022 年-2025 年合计全球发电量增长	16
图 25: 全球海上风电新增装机量 (GW)	16
图 26: 2007-2023 年海上风电安装船订单数量 (艘)	16
图 27: 中国、欧洲海上风电新增装机量 (GW)	16
图 28: 海上风电安装船建造国与船东国 (艘)	17
图 29: 2017 年-2023 年中国新能源汽车出口数量	18
图 30: 中国自主品牌汽车分区域出口增速情况	18
图 31: 2016-2023 年前三季度收入 (亿元) 及增速	21
图 32: 2016-2023 年前三季度归母净利润 (亿元) 及增速	21
图 33: 中集车辆分地区收入情况 (亿元)	21
图 34: 全球半挂车销量情况 (万辆)	22
图 35: 中美半挂车市场产品对比	22
图 36: 各国/地区半挂车市场集中度 (2017 年)	23
图 37: 中集安瑞科股权结构	24
图 38: 2023 年前三季度主要业务营收情况 (亿元)	26
图 39: 2023 年前三季度公司清洁能源占比显著提升	26

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 中集集团主要业务	5
表 2: 美国历史前五轮库存周期与本轮周期情况	11
表 3: 中集车辆主要产品类别及覆盖区域	17
表 4: 2021 年 PCTC 船东全球格局	19
表 5: 1995-2021 年累计 PCTC 造船情况	19
表 6: 中集车辆主要产品类别及覆盖区域	20
表 7: 中集安瑞科产品覆盖范围广泛	25

表 8: 公司盈利预测假设 .....	29
表 9: 可比公司 PE 数据对比 .....	30
公司财务报表数据预测汇总 .....	32

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026