

# 中远海发 (601866)

证券研究报告  
2024年06月09日

## 集装箱制造：从产量增长，到价格上行

### 集运涨价，集装箱价格上涨

2023年底以来，国际集运运价大幅上涨，有望带动集装箱价格上涨。2023年12月到2024年6月初，上海出口集装箱运价总指数SCFI上涨215%，国际集运景气度大幅上升，港口出现集装箱短缺。2023年12月初到2024年6月初，中国20英尺和40英尺高箱的二手箱价格分别上涨12%和49%，新造箱价格分别上涨14%和8%。回顾2020-2022年，集装箱价格伴随着国际集运运价上涨，但涨幅偏低。所以我们预计2024年集装箱价格将随着集运运价上涨。

### 外贸复苏，集装箱产量有望翻倍

预计2024年全球集装箱产量有望翻倍，2025年继续增长。2023年下半年开始外贸复苏，欧美商品进口增速回升，东亚部分地区出口增速大幅回升，中国港口集装箱吞吐量增速上升，带动集装箱使用需求增长。中国集装箱产量与库存周期相关，2024-25年库存周期有望上行，带动集装箱产量增长。Drewry预期2023-2025年全球集装箱产量233、460、550万TEU，2023Q1开始产量逐季回升，2024Q1已经达到114万TEU。

### 造箱行业复苏，盈利有望上行

中远海发的集装箱制造业务量价齐升，盈利有望上行。2024Q1中远海发的集装箱制造业务全球市场份额27%，我们预计2024年产量120万TEU左右，高于2022年。随着集装箱价格上涨，我们预计中远海发的集装箱制造业务毛利率将上升。但是我们预计2024年集装箱制造均价或将低于2022年，毛利率也或将低于2022年。

### 下调盈利预测，维持“买入”评级

由于美元利率维持高位、财务费用超预期，下调2024-2025年预测归母净利润至24.8、36.9亿元（原预测36.7、50.5亿元），引入2026年预测归母净利润为38.1亿元；考虑集装箱涨价带来的盈利弹性，维持“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。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,633.79	15,685.13	25,760.36	28,410.39	23,060.34
增长率(%)	(31.03)	(38.81)	64.23	10.29	(18.83)
EBITDA(百万元)	9,671.96	8,056.25	9,616.29	10,433.56	9,959.30
归属母公司净利润(百万元)	3,921.56	1,409.13	2,478.49	3,691.84	3,812.89
增长率(%)	(35.61)	(64.07)	75.89	48.95	3.28
EPS(元/股)	0.29	0.10	0.18	0.27	0.28
市盈率(P/E)	9.66	26.88	15.28	10.26	9.93
市净率(P/B)	1.31	1.29	1.17	1.12	1.03
市销率(P/S)	1.48	2.41	1.47	1.33	1.64
EV/EBITDA	7.38	9.22	7.93	6.93	6.73

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/航运港口
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	2.79元
目标价格	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)	27,620.83
流通A股市值(百万元)	22,974.62
每股净资产(元)	2.19
资产负债率(%)	76.30
一年内最高/最低(元)	2.86/2.15

### 作者

<b>陈金海</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
<b>邹嫒</b>	联系人
zouman@tfzq.com	

### 股价走势



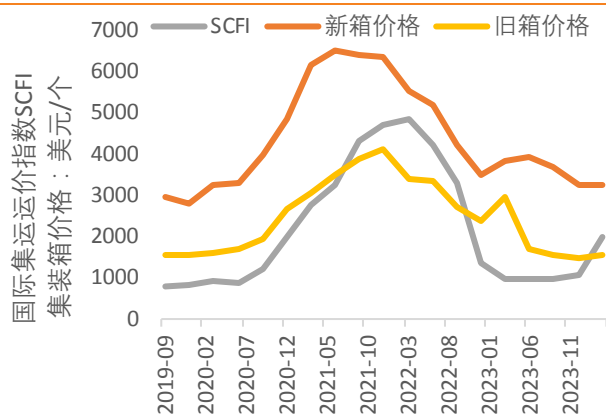
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中远海发-首次覆盖报告:造箱业务回升，盈利有望上行》2023-10-27

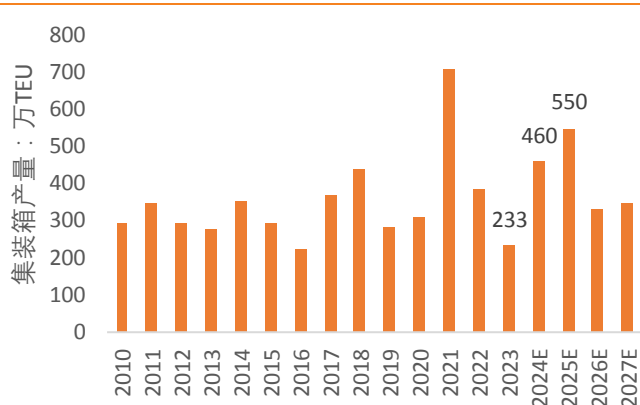
## 附录

图 1：国际集运运价上涨，带动集装箱价格上涨



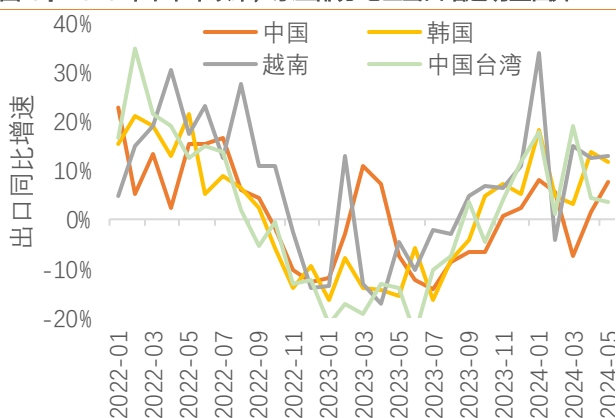
资料来源：Wind, Drewry, 天风证券研究所

图 2：2024 年全球集装箱产量有望翻倍增长



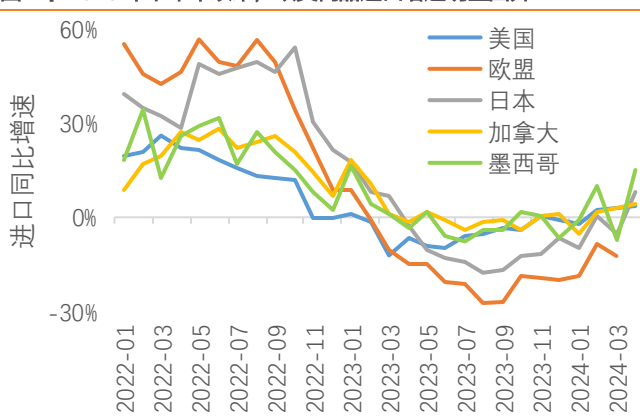
资料来源：Drewry, 天风证券研究所

图 3：2023 年下半年以来，东亚部分地区出口增速明显回升



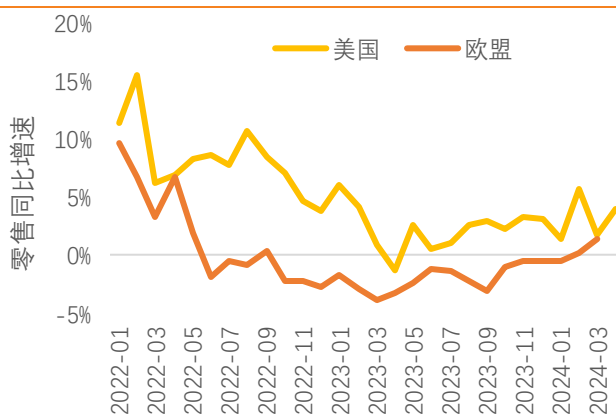
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 4：2023 年下半年以来，欧美商品进口增速明显回升



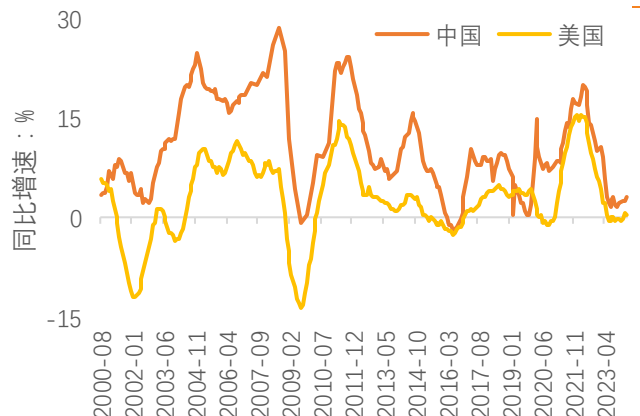
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 5：2023 年下半年以来，欧美商品零售增速回升



资料来源：Wind, 天风证券研究所

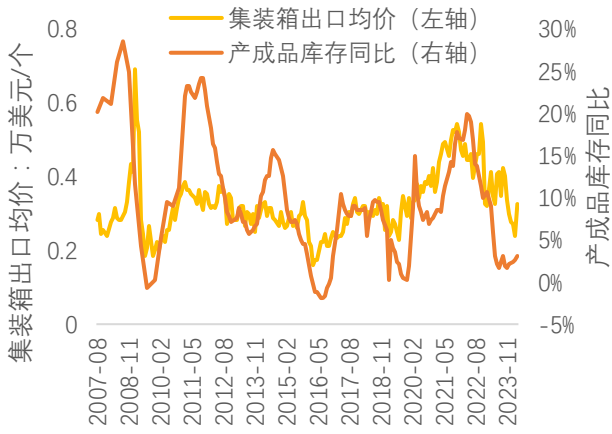
图 6：中美库存周期都处于相对底部区域，未来有望回升



资料来源：Wind, 天风证券研究所

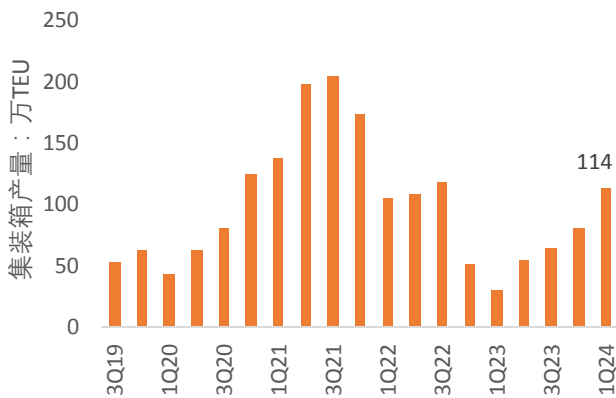
图 7：中国集装箱产量与库存周期密切相关

图 8：中国集装箱出口均价与库存周期密切相关



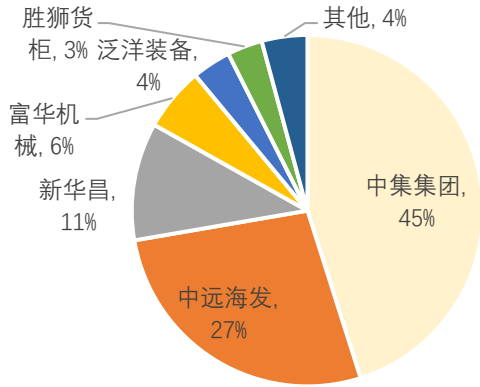
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 2023Q1 开始, 全球集装箱产量逐季回升

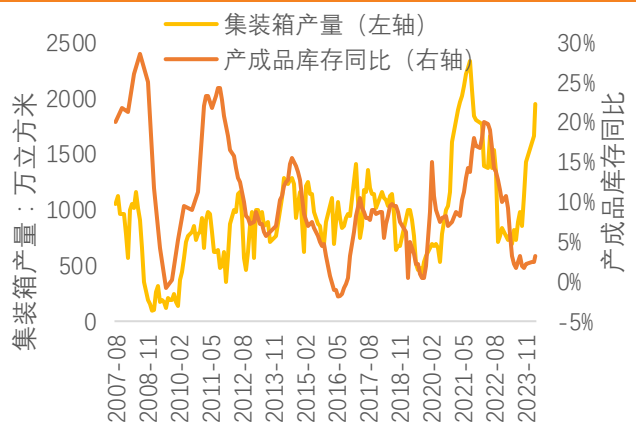


资料来源: Drewry, 天风证券研究所

图 11: 2024Q1 中远海发的集装箱产量份额为 27%

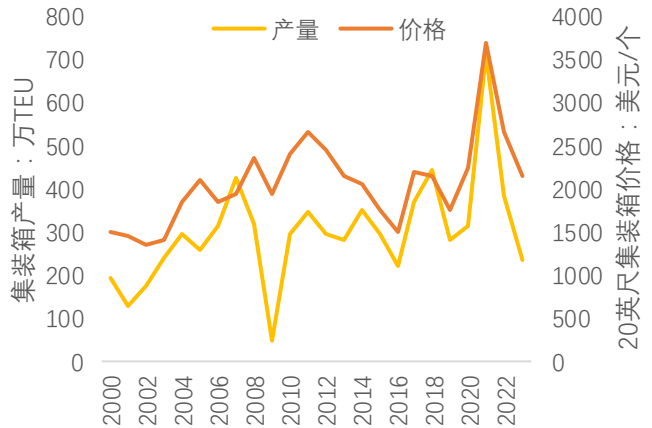


资料来源: Drewry, 天风证券研究所



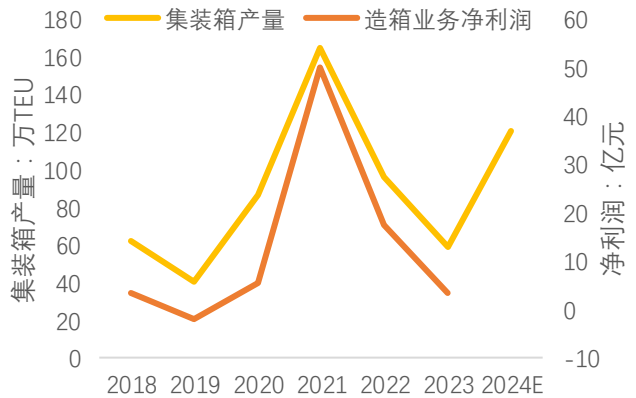
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 集装箱价格和集装箱产量密切相关



资料来源: Drewry, 天风证券研究所

图 12: 2024 年中远海发集装箱产量有望增长, 带动盈利增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,561.00	13,026.57	7,728.11	8,523.12	12,955.21
应收票据及应收账款	540.29	1,778.29	2,029.61	2,170.02	1,238.76
预付账款	124.26	1,331.78	1,237.28	1,579.95	626.94
存货	4,049.88	2,197.55	8,825.48	3,262.33	6,206.69
其他	4,614.66	4,287.42	4,543.62	4,332.43	4,452.75
<b>流动资产合计</b>	<b>24,890.09</b>	<b>22,621.62</b>	<b>24,364.10</b>	<b>19,867.85</b>	<b>25,480.35</b>
长期股权投资	24,501.66	25,801.42	25,801.42	25,801.42	25,801.42
固定资产	42,760.98	45,006.05	43,133.50	41,217.44	39,263.27
在建工程	400.15	228.57	197.14	178.29	166.97
无形资产	651.78	638.79	646.72	652.15	655.08
其他	34,942.07	31,634.55	31,631.99	31,629.44	31,626.89
<b>非流动资产合计</b>	<b>103,256.64</b>	<b>103,309.37</b>	<b>101,410.78</b>	<b>99,478.74</b>	<b>97,513.63</b>
<b>资产总计</b>	<b>128,146.73</b>	<b>125,930.99</b>	<b>125,774.87</b>	<b>119,346.58</b>	<b>122,993.98</b>
短期借款	20,013.09	18,745.16	18,996.24	15,806.27	15,000.00
应付票据及应付账款	2,430.96	2,603.39	6,279.27	3,461.43	4,168.98
其他	19,327.55	16,799.58	19,426.09	17,385.83	18,235.78
<b>流动负债合计</b>	<b>41,771.59</b>	<b>38,148.14</b>	<b>44,701.60</b>	<b>36,653.53</b>	<b>37,404.76</b>
长期借款	48,519.71	49,629.06	40,000.00	40,000.00	40,000.00
应付债券	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00
其他	657.05	807.06	807.06	807.06	807.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>57,176.77</b>	<b>58,436.12</b>	<b>48,807.06</b>	<b>48,807.06</b>	<b>48,807.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>99,252.42</b>	<b>96,647.31</b>	<b>93,508.67</b>	<b>85,460.59</b>	<b>86,211.82</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	13,586.48	13,575.94	13,575.94	13,575.94	13,575.94
资本公积	2,704.85	2,465.08	2,465.08	2,465.08	2,465.08
留存收益	15,009.73	15,251.08	16,986.02	19,570.31	22,239.33
其他	(2,406.75)	(2,008.41)	(760.83)	(1,725.33)	(1,498.19)
<b>股东权益合计</b>	<b>28,894.31</b>	<b>29,283.68</b>	<b>32,266.21</b>	<b>33,885.99</b>	<b>36,782.15</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>128,146.73</b>	<b>125,930.99</b>	<b>125,774.87</b>	<b>119,346.58</b>	<b>122,993.98</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,921.56	1,409.13	2,478.49	3,691.84	3,812.89
折旧摊销	2,267.39	2,452.07	2,546.04	2,579.49	2,612.55
财务费用	1,616.67	3,931.88	3,534.37	2,619.28	1,960.64
投资损失	(1,783.83)	(1,670.32)	(1,700.00)	(1,700.00)	(1,700.00)
营运资金变动	4,107.94	1,890.95	(799.05)	435.71	379.64
其它	1,083.06	(2,699.34)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,212.79</b>	<b>5,314.36</b>	<b>6,059.86</b>	<b>7,626.31</b>	<b>7,065.72</b>
资本支出	7,131.40	5,660.96	650.00	650.00	650.00
长期投资	30.59	1,299.76	0.00	0.00	0.00
其他	(7,462.64)	(5,997.99)	400.00	400.00	400.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(300.66)</b>	<b>962.73</b>	<b>1,050.00</b>	<b>1,050.00</b>	<b>1,050.00</b>
债权融资	681.30	(5,987.07)	(12,912.35)	(5,809.26)	(2,766.90)
股权融资	(5,848.57)	148.02	504.04	(2,072.05)	(916.73)
其他	(9,324.99)	(3,088.71)	(0.00)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(14,492.26)</b>	<b>(8,927.76)</b>	<b>(12,408.31)</b>	<b>(7,881.31)</b>	<b>(3,683.63)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(3,580.13)</b>	<b>(2,650.67)</b>	<b>(5,298.46)</b>	<b>795.01</b>	<b>4,432.09</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>25,633.79</b>	<b>15,685.13</b>	<b>25,760.36</b>	<b>28,410.39</b>	<b>23,060.34</b>
营业成本	18,363.79	10,854.66	19,152.07	21,002.09	16,452.05
营业税金及附加	120.24	105.80	128.80	142.05	115.30
销售费用	14.18	11.08	18.19	20.06	16.28
管理费用	1,120.84	1,189.73	1,288.02	1,278.47	1,037.72
研发费用	94.18	86.95	103.04	113.64	92.24
财务费用	1,242.24	3,519.67	3,534.37	2,619.28	1,960.64
资产/信用减值损失	(785.59)	(476.23)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
公允价值变动收益	(996.86)	67.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,783.83	1,670.32	1,700.00	1,700.00	1,700.00
其他	(176.03)	(2,755.88)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
<b>营业利润</b>	<b>4,852.96</b>	<b>1,411.52</b>	<b>2,935.87</b>	<b>4,634.79</b>	<b>4,786.11</b>
营业外收入	8.47	2.95	10.00	10.00	10.00
营业外支出	34.97	31.96	30.00	30.00	30.00
<b>利润总额</b>	<b>4,826.47</b>	<b>1,382.51</b>	<b>2,915.87</b>	<b>4,614.79</b>	<b>4,766.11</b>
所得税	904.91	(26.62)	437.38	922.96	953.22
<b>净利润</b>	<b>3,921.56</b>	<b>1,409.13</b>	<b>2,478.49</b>	<b>3,691.84</b>	<b>3,812.89</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,921.56</b>	<b>1,409.13</b>	<b>2,478.49</b>	<b>3,691.84</b>	<b>3,812.89</b>
每股收益(元)	0.29	0.10	0.18	0.27	0.28

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-31.03%	-38.81%	64.23%	10.29%	-18.83%
营业利润	-39.57%	-70.91%	107.99%	57.87%	3.26%
归属于母公司净利润	-35.61%	-64.07%	75.89%	48.95%	3.28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.36%	30.80%	25.65%	26.08%	28.66%
净利率	15.30%	8.98%	9.62%	12.99%	16.53%
ROE	13.57%	4.81%	7.68%	10.89%	10.37%
ROIC	7.67%	7.46%	7.66%	8.21%	7.90%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.45%	76.75%	74.35%	71.61%	70.09%
净负债率	268.52%	265.18%	228.02%	205.37%	174.95%
流动比率	0.59	0.59	0.55	0.54	0.68
速动比率	0.50	0.53	0.35	0.45	0.52
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	26.94	13.53	13.53	13.53	13.53
存货周转率	4.68	5.02	4.67	4.70	4.87
总资产周转率	0.20	0.12	0.20	0.23	0.19
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.29	0.10	0.18	0.27	0.28
每股经营现金流	0.83	0.39	0.45	0.56	0.52
每股净资产	2.13	2.16	2.38	2.50	2.71
<b>估值比率</b>					
市盈率	9.66	26.88	15.28	10.26	9.93
市净率	1.31	1.29	1.17	1.12	1.03
EV/EBITDA	7.38	9.22	7.93	6.93	6.73
EV/EBIT	9.64	13.24	10.79	9.20	9.13

### 分析师声明

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

### 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

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

### 投资评级声明

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

### 天风证券研究

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