



中集集团 (000039.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

集装箱、海工景气复苏，全球龙头乘风再起

投资逻辑：

全球物流及能源装备龙头，经营业绩显著改善。公司为全球物流及能源装备领域龙头，受益集装箱和海工景气复苏，公司1Q24收入同比+21.7%，扣非后归母净利润同比+656.2%，经营业绩显著改善。

集装箱行业景气提升，公司作为全球龙头业绩有望复苏。24年随着中美逐步进入补库存周期，全球商品贸易回暖，WTO预计24/25年全球商品贸易额增速为2.6%/3.3%，较23年的-1.2%逐步复苏。集装箱需求和全球商品贸易量正相关，商品贸易复苏有望带动集装箱需求提升。同时红海航线改道后，航线拉长、航时增加使得部分集装箱无法及时回流，在岸港口可能面临集装箱空缺问题。船东为保证运输效率，如果加大运力投入或减少港口挂靠，将导致部分港口拥堵，进一步降低集装箱周转效率，刺激短期需求提升。1-4M24我国集装箱累计产量已同比+164%，呈现显著复苏趋势。公司是全球集装箱行业龙头，公告显示23年标准干货箱、冷藏箱、特种箱产量均保持全球第一。1Q24公司集装箱制造业务产销量同比明显回升，其中干货箱销量49万TEU，同比+499%。未来随着全球商品贸易复苏和短期地缘政治的催化，公司集装箱销量有望持续回暖，集装箱业绩有望持续复苏。

海工景气周期向上，公司海工业绩修复可期。21年以来全球原油需求复苏，海上勘探资本开支持续增长，带动海工油气装备需求上行。根据克拉克森，23年末全球钻井平台利用率88%，预计24/25年将提升到91%/93%。同时伴随着行业10年下行期，供给端产能大幅出清，供需错配下，钻井平台造价、租金持续上行。公司海工装备技术领先，截至4M21公司建造和交付的深水半潜式平台全球份额25%，排名世界第一。此外，近年来全球海风景气向上，Wind Europe预计24/25年欧洲海风新增装机5.0/6.7GW，同比+32%/+33%。我国23年海风新增装机6.8GW，我们预计24/25年新增装机10/15GW，保持较高增速，海风建设高景气有望带动风电安装船需求释放。公司能够批量设计、建造海上风电安装船、模块化升压站等装备，技术领先，海风业务收入有望实现长期增长。23年公司海工业务收入105亿元，同比+81%；净亏损0.31亿元，同比减亏3.03亿元。未来伴随行业周期上行，设备造价、租金持续提升，我们看好公司海工业务盈利能力提升。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司24-26年公司营业收入分别为1496/1676/1819亿元，归母净利润为24.0/34.2/44.7亿元，对应PE为22X/16X/12X。考虑到集装箱和海工行业景气度向上，以及公司在国内市场的领先地位，我们给予公司24年28倍PE，对应目标价12.46元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

全球商品贸易复苏不及预期、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险、汇率波动风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

联系人：房灵聪

fanglingcong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.94元

目标价 (人民币)：12.46元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	141,537	127,810	149,644	167,550	181,880
营业收入增长率	-13.54%	-9.70%	17.08%	11.97%	8.55%
归母净利润(百万元)	3,219	421	2,400	3,424	4,465
归母净利润增长率	-51.70%	-86.91%	469.73%	42.65%	30.41%
摊薄每股收益(元)	0.597	0.078	0.45	0.63	0.83
每股经营性现金流净额	2.75	0.51	1.15	1.72	1.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.62%	0.88%	4.69%	6.38%	7.81%
P/E	16.65	127.24	22.33	15.66	12.01
P/B	1.10	1.12	1.05	1.00	0.94

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、全球物流及能源装备龙头，业绩有望开启回升.....	5
1.1 全球物流及能源装备龙头，多元业务布局完善.....	5
1.2 集装箱业务有望复苏，看好 24 年业绩改善.....	6
2、集装箱行业景气提升，公司作为全球龙头业绩有望复苏.....	8
2.1 全球贸易有望复苏+旧箱更新替换，看好集装箱 24 年需求复苏.....	8
2.2 公司是全球集装箱龙头，受益行业景气提升业绩有望复苏.....	13
3、海工景气周期向上，公司海工业绩修复可期.....	14
3.1 油气装备：油气装备需求景气+供给端大幅出清，装备租金持续上行.....	16
3.1.1 需求端：海上油气勘探景气+设备更新替换，看好海工油气装备需求上行.....	16
3.1.2 供给端：供给底部出清，当前行业产能较为紧缺.....	18
3.2 清洁能源装备：全球海风发展前景广阔，利好风电安装船需求释放.....	20
3.3 公司：布局海工装备制造+资产运营，看好未来海工业绩持续改善.....	22
3.3.1 海工装备制造：国内海工装备龙头，在手订单充足，看好未来业绩持续改善.....	23
3.3.2 海工资产运营：海工资产逐步盘活，23 年租赁业务收入高增.....	25
4、盈利预测与投资建议.....	26
4.1 盈利预测.....	26
4.2 投资建议.....	29
5、风险提示.....	30

图表目录

图表 1：公司业务涵盖物流及能源领域.....	5
图表 2：集装箱业务为公司第一大业务板块，近年来收入占比约四分之一.....	6
图表 3：21-23 年公司集装箱业务收入持续回落（亿元）.....	6
图表 4：2023 年公司集装箱业务收入同比下滑 33.9%.....	6
图表 5：1Q24 公司实现收入 324 亿元，同比+21.7%.....	7
图表 6：1Q24 公司归母净利润 0.84 亿元，同比-47.8%.....	7
图表 7：22-23 年公司盈利能力短期承压.....	7
图表 8：22-23 年公司集装箱业务毛利率阶段性下滑.....	7
图表 9：公司费用管控能力良好.....	7
图表 10：公司研发费用率近年来整体呈中枢上移趋势.....	7
图表 11：中国集装箱产量 21 年后开始下滑.....	8
图表 12：集装箱需求传导逻辑.....	8
图表 13：集装箱行业产量增速与全球商品贸易额增速正相关.....	9
图表 14：中国制造业库存周期已呈现上行趋势.....	9
图表 15：美国制造业库存周期已呈现上行趋势.....	10
图表 16：世界货物贸易指数有望开启回升.....	10
图表 17：2010-2015 年，我国集装箱产量均值处于历史相对较高水平.....	11
图表 18：23 年底以来我国集装箱月产量显著回升.....	11



图表 19:	5M24 美国集装箱进口量同比+11.9% (万 TEU)	11
图表 20:	中国集装箱出口均价已出现向上拐点	12
图表 21:	上海出口集装箱运价指数显著回升	12
图表 22:	弘景·集装箱供应链景气指数近期显著回升	12
图表 23:	23 年以来, 新箱库存指数整体呈稳步下降趋势	13
图表 24:	4M24 集装箱新箱库存较 3 月下降 11.39%	13
图表 25:	22 年公司整体集装箱产量全球份额接近 45%	13
图表 26:	22-23 年公司集装箱业务收入降幅小于中远海发 (单位: 亿元)	14
图表 27:	18-23 年公司集装箱业务毛利率领先中远海发	14
图表 28:	1Q24 公司干货箱销量显著提升	14
图表 29:	1Q24 公司冷藏箱销量降幅环比收窄	14
图表 30:	海洋工程装备分类	15
图表 31:	海洋工程产业链	15
图表 32:	公司海工业务收入体量行业领先 (亿元)	16
图表 33:	公司海工业务收入增速波动幅度相对较小	16
图表 34:	21 年以来, 公司海工业务毛利率显著改善	16
图表 35:	21 年以来全球原油需求持续复苏	17
图表 36:	目前布伦特原油价格仍处于历史较高位置	17
图表 37:	24 年全球上游勘探资本支出预计增长 5.7%	17
图表 38:	24 年全球上游海上勘探资本支出预计增长 19%	17
图表 39:	21 年以来, 全球钻井平台利用率持续上行	18
图表 40:	截至 2022 年, 全球海工装备船队中, 20 年船龄以上装备占比达 35%	18
图表 41:	2014 年以来, 全球钻井平台供给端大幅出清	19
图表 42:	2014 年以来, 全球较多的海工装备企业退出市场	19
图表 43:	21 年以来全球钻井平台造价持续上行	20
图表 44:	21 年以来全球海上钻井平台日租费持续上行	20
图表 45:	欧洲各国海风装机目标 (23 年底累计装机 34GW)	20
图表 46:	2024/25 年欧洲海风新增装机 5.0/6.7GW	20
图表 47:	我国各省“十四五”期间海上风电新增装机总规模约 5000 万千瓦	20
图表 48:	预计 2024/25 年我国海风新增装机将达 10/15GW	21
图表 49:	我国风电安装船市场规模高速增长	21
图表 50:	中国海上风电安装船下单量全球领先 (单位: 艘)	22
图表 51:	我国海上风电安装船接单量全球领先	22
图表 52:	1-10M23 全球海风安装船 89% 由中国船厂承制	22
图表 53:	中集来福士主要产品一览	23
图表 54:	中集来福士从 1977 年成立逐步成长为国内高端海工设备领军企业	23
图表 55:	2023 年公司成功建造及交付多个海工项目	24
图表 56:	23 年公司海工业务新签订单 16.3 亿美元	24
图表 57:	23 年末公司海工业务在手订单 54 亿美元	24
图表 58:	近年来, 公司逐步构建平抑周期的海工业务组合	25
图表 59:	23 年公司海工业务营收同比+80.12%	25



图表 60: 22 年以来公司海工业务持续减亏.....	25
图表 61: 截至 1Q24 末, 公司仅剩 3 座半潜式钻井平台和 1 座半潜生活平台待出租.....	26
图表 62: 23 年公司金融及资产管理业务收入增长 43.8%.....	26
图表 63: 18-23 年公司金融及资产管理业务净利润情况.....	26
图表 64: 公司盈利预测.....	28
图表 65: 可比公司估值.....	29



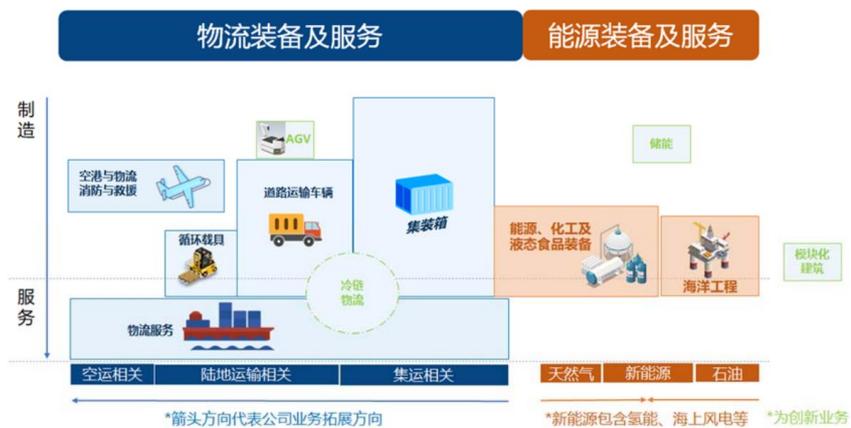
1、全球物流及能源装备龙头，业绩有望开启回升

1.1 全球物流及能源装备龙头，多元业务布局完善

布局物流+能源装备两大板块，多元业务布局完善。在物流领域，公司以集装箱制造为核心，并行生出道路运输车辆、空港与物流装备、物流服务及循环载具业务，主要产品包括干货/冷藏/特种/罐式集装箱、道路运输车辆、旅客登机桥等；在能源装备领域，公司业务包括能源化工装备、海洋工程等，产品包括钻井平台、特种船舶等。此外，公司不断开发新兴产业，拥有服务集团自身的金融及资管业务。

公司是全球物流及能源装备龙头。根据德路里（Drewry）统计，23 年公司标准干货集装箱、冷藏箱、特种集装箱产量均保持全球第一；根据国际罐式集装箱协会，23 年公司罐式集装箱的产量保持全球第一；根据《Global Trailer》，子公司中集车辆为全球排名第一的半挂车生产制造商，子公司中集天达为全球登机桥主要供货商之一，公司也是中国高端海洋工程装备企业之一。

图表1：公司业务涵盖物流及能源领域



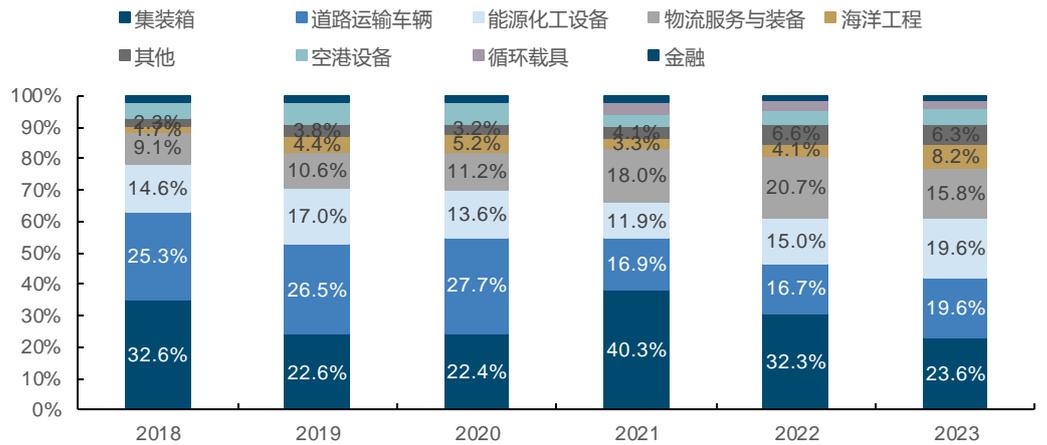
来源：公司公告，国金证券研究所

公司集装箱业务贡献主要营收，1Q24 新箱销量增长显著。

- ✓ 公司业务以集装箱、道路运输车辆、能源化工装备、物流服务业务为主，18-23 年合计收入占比基本保持在 75% 以上。其中，集装箱业务收入占比最高，18 年以来保持在 20% 以上。18-21 年公司集装箱业务收入由 315 亿元增长至 660 亿元，CAGR 为 27.9%。其中，21 年全球贸易增长、港口拥堵导致行业集装箱产量高增，公司集装箱业务收入同比增长近 200%。其后，受海外通胀高企、欧美加息等因素影响，全球经济增速和商品贸易增速放缓，全球流通集装箱出现冗余，公司集装箱业务收入持续回落，23 年实现收入 302.13 亿元，同比下滑 33.9%。
- ✓ 根据公司公告，24 年一季度，全球商品贸易呈现稳步复苏迹象，北美集装箱进口量增速加快。为应对红海危机长期化等事件导致全球集装箱运输的不确定性风险增多的影响，客户备箱意愿明显增强。1Q24 公司集装箱制造业务产销销量同比出现明显回升。其中标准干货集装箱累计销量 49.44 万 TEU，同比上涨约 499%。



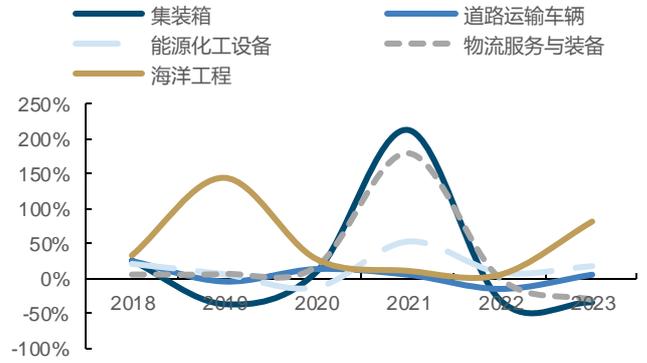
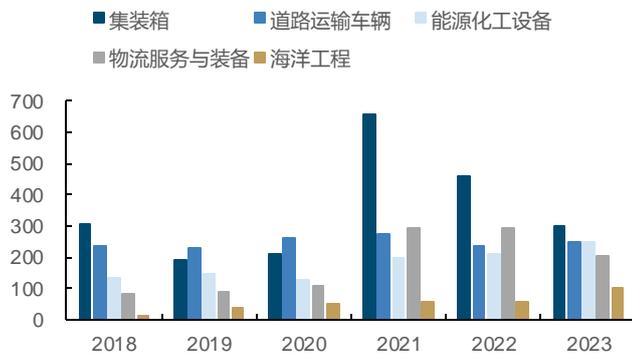
图表2: 集装箱业务为公司第一大业务板块, 近年来收入占比约四分之一



来源: iFind, 国金证券研究所

图表3: 21-23年公司集装箱业务收入持续回落(亿元)

图表4: 2023年公司集装箱业务收入同比下滑33.9%



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

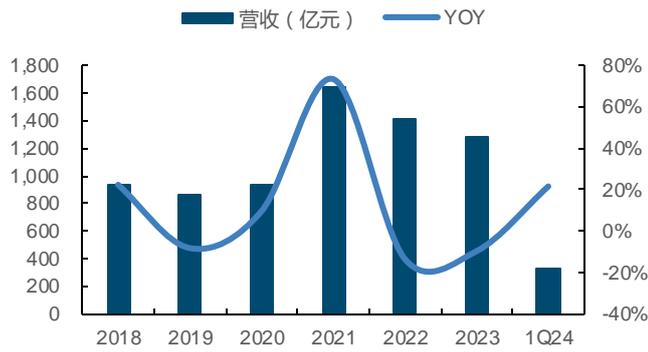
1.2 集装箱业务有望复苏, 看好24年业绩改善

营收、利润高位回落, 看好24年业绩改善。

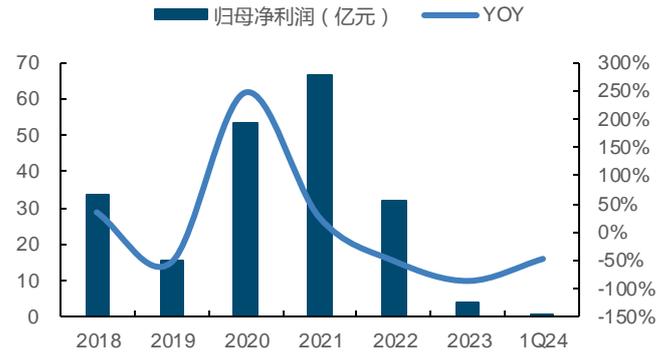
- ✓ 18-21年公司营收由934.98亿元增长至1636.96亿元, CAGR为20.53%, 归母净利润由33.80亿元增长至66.65亿元, CAGR为25.40%。22年以来, 受海外通胀和欧美加息影响, 全球贸易增长动能减弱, 集装箱需求减弱。2023年公司整体营收回落至1278.10亿元, 同比下降9.7%, 归母净利润回落至4.21亿元, 同比下降86.91%。
- ✓ 展望24年, 据克拉克森预测, 全球集装箱贸易里程增速将从23年的1.9%提升至24年的8.3%, 集运市场供需失衡局面将明显缓解, 集装箱需求将步入复苏轨道, 我们看好公司24年业绩实现改善。1Q24公司实现收入324.43亿元, 同比增长21.74%, 扣非后归母净利润2.25亿元, 同比增长656.19%。



图表5: 1Q24 公司实现收入 324 亿元, 同比+21.7%



图表6: 1Q24 公司归母净利润 0.84 亿元, 同比-47.8%

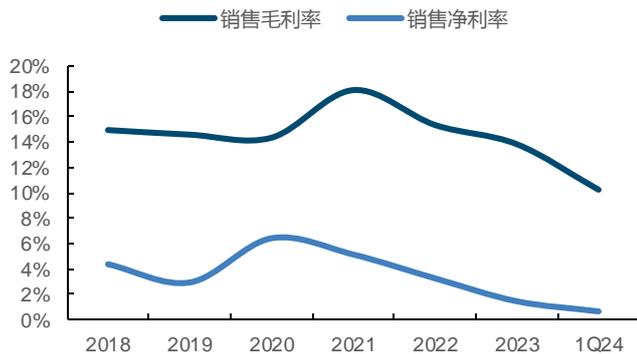


来源: iFind, 国金证券研究所

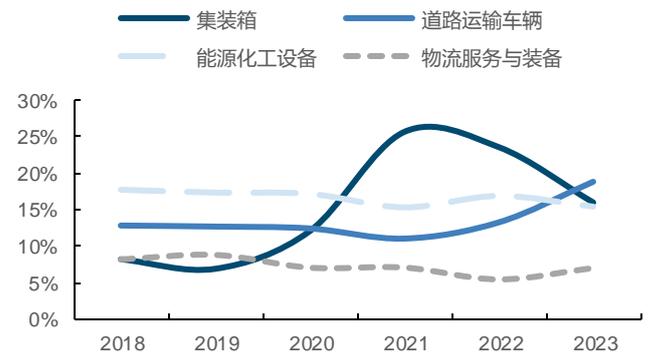
来源: iFind, 国金证券研究所

盈利能力阶段性承压, 看好后续逐步修复。18-21 年公司毛利率由 14.88% 提升至 18.03%, 23 年回落至 13.77%, 盈利能力承压。分业务来看, 公司毛利率变化趋势与集装箱业务毛利率趋同, 18-21 年公司集装箱业务毛利率由 8.19% 提升至 25.64%, 23 年回落至 15.97%。除集装箱外, 道路运输车辆、能源化工设备、物流服务与装备等收入占比较大的业务板块近几年毛利率相对稳定, 其中道路运输车辆业务 23 年毛利率同比提升 5.68pcts 至 18.96%, 主要系子公司中集车辆 23 年高毛利产品占比提升、销售模式创新所致。1Q24 由于北美半挂车市场供需回归常态, 欧洲半挂车市场在通胀与地缘政治影响下需求放缓, 中集车辆 1Q24 毛利率较 23 年末下滑 3.7pcts, 导致公司综合毛利率下滑至 10.18%。展望 24 年, 随着集装箱制造和海洋工程领域景气度上行, 公司未来盈利能力有望逐步改善。

图表7: 22-23 年公司盈利能力短期承压



图表8: 22-23 年公司集装箱业务毛利率阶段性下滑

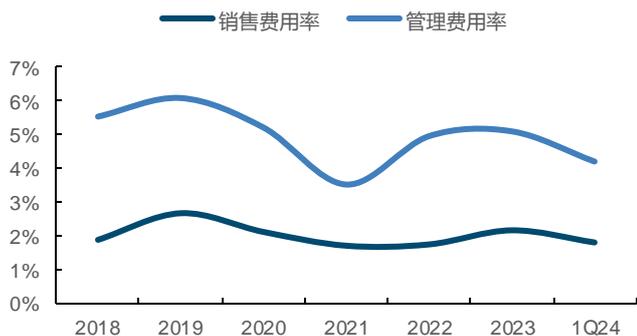


来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

公司费用管控良好, 重视研发投入。18 年以来, 公司管理费用率呈下滑趋势, 18-20 年均保持在 5% 以上, 21-23 年基本保持在 5% 以下, 1Q24 进一步下滑至 4.21%。销售费用率较为稳定, 近年来基本保持在 2% 的较低水平, 控费能力良好。公司重视研发投入, 18-23 年研发费用由 9.93 亿元提升至 24.29 亿元, CAGR 为 19.59%, 超过期间收入复合增速; 研发费用率由 1.06% 提升至 1.9%, 整体呈上升趋势。

图表9: 公司费用管控能力良好



图表10: 公司研发费用率近年来整体呈中枢上移趋势



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

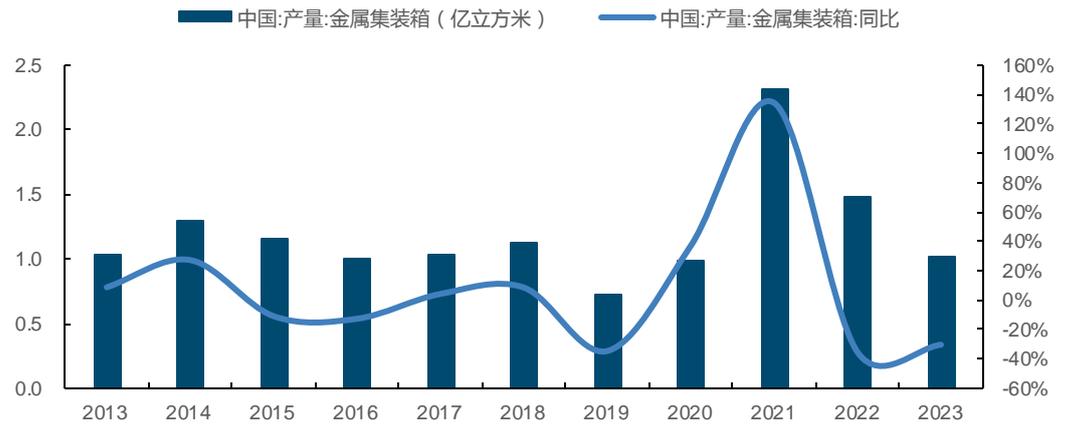


2、集装箱行业景气提升，公司作为全球龙头业绩有望复苏

2.1 全球贸易有望复苏+旧箱更新替换，看好集装箱 24 年需求复苏

受全球商品贸易增速波动影响，我国集装箱产量 21 年后开始下滑。21 年随着全球经济逐渐复苏，集装箱海运市场发展较快，全球集装箱运输市场供不应求导致行业产量激增。根据 iFinD，21 年我国集装箱总产量达 2.31 亿立方米，同比增长 133.8%。22 年以来，受海外通胀高企、欧美大幅加息等因素影响，全球经济增速和商品贸易增速放缓，集运市场呈现周期性调整，新箱市场需求疲软，叠加 21 年产量激增导致的供给过剩，我国产量持续下滑，23 年产量仅为 1.02 亿立方米，同比下滑 31.0%。

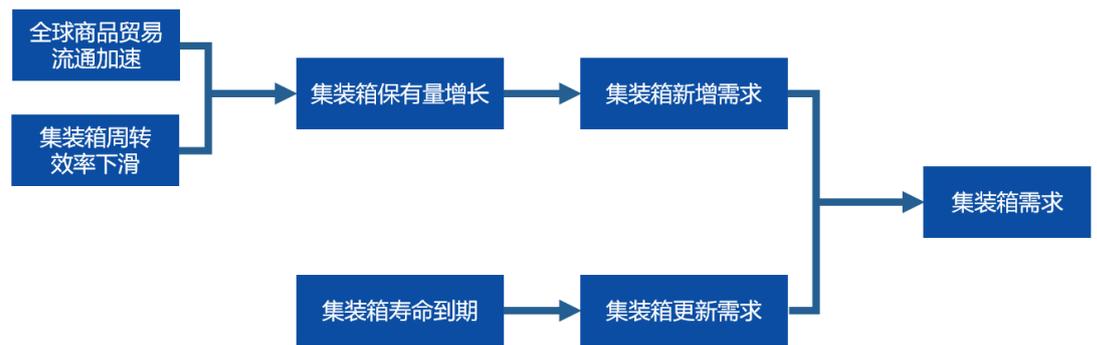
图表 11：中国集装箱产量 21 年后开始下滑



来源：iFinD，国金证券研究所

我们认为，当前时点，全球集装箱供给过剩局面已大幅缓解，24 年集装箱需求有望开启复苏。集装箱需求来自于两个方面：第一是全球商品贸易流通加速，或者集装箱周转效率下滑带来的新增需求；第二是集装箱到达使用年限所带来的更新需求。

图表 12：集装箱需求传导逻辑



来源：国金证券研究所

(1) 集装箱新增需求：

集装箱的新增需求，一方面来自于全球商品贸易流通加速，另一方面来自于航速下滑或者航线周期拉长导致的集装箱周转效率下滑，从而带来新增需求提升。

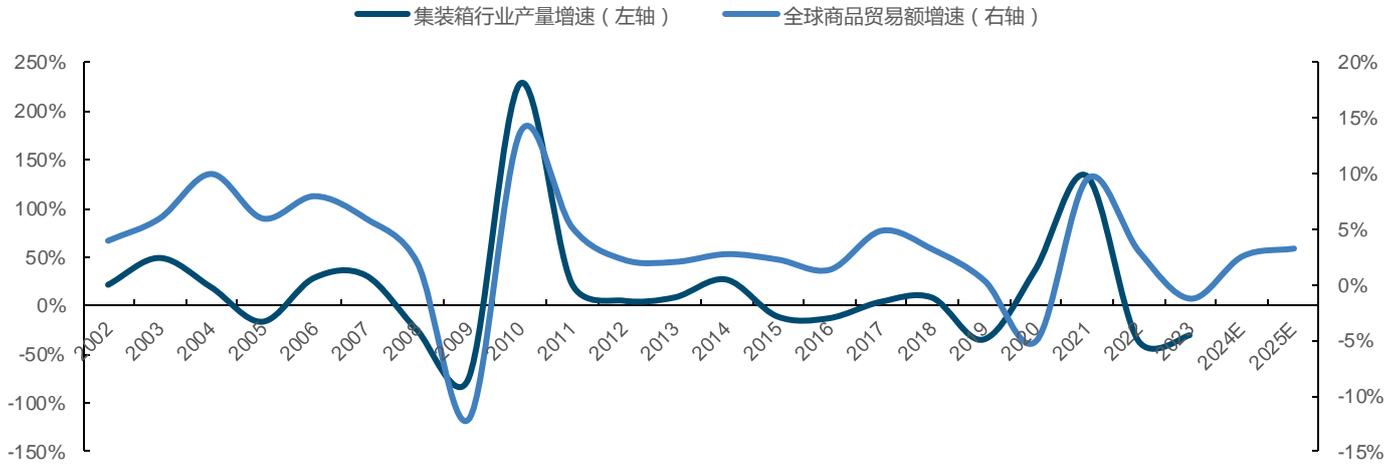
■ 全球商品贸易流通加速带来的新增需求

我们复盘了过去 20 余年的集装箱行业产量和全球商品贸易额，发现二者增速呈现正相关关系：根据海运网，中国干货集装箱产量占全球的 96% 以上，冷藏箱产量全球占比达 100%，罐式集装箱产量全球占比超 90%。因此我们大致可以用中国集装箱产量增速代表全球产量增速。全球商品贸易额增速采用 WTO 官网发布的历年数据，经过对比发现，二者存在较为明显的正相关关系。



根据 WTO 在 24 年 4 月最新预测数据，24-25 年全球商品贸易额增速预计分别为 2.6% 和 3.3%，较 23 年的 -1.2% 呈现逐步复苏趋势。因此，我们预计未来全球商品贸易增速的逐步回升有望带来集装箱产量的逐步复苏。

图表13: 集装箱行业产量增速与全球商品贸易额增速正相关



来源: iFind, WTO, 国金证券研究所

除了 WTO 预测未来商品贸易额增速将逐步回升以外，我们从库存周期视角同样可以判断未来全球商品贸易流通有望加速。根据 Wind，2024 年以来，中美补库存趋势加强。中国上一轮去库存周期于 23 年下半年触底，23 年 11 月到 24 年 3 月，中国工业企业产成品存货同比分别为 1.7%/2.1%/2.4%/2.5%，补库存趋势逐月加强。美国方面，24 年 1-4 月制造业 PPI 增速分别为 -2.1%/-0.4%/0.3%/1.2%，1-3 月制造商库存同比增速分别为 -0.57%/-0.24%/0.65%，增速均于 24 年转正，呈现稳步回升趋势，中美库存周期共振，拐点向上，有望带动全球商品贸易流通持续回暖。

图表14: 中国制造业库存周期已呈现上行趋势



来源: Wind, 国金证券研究所



图表15: 美国制造业库存周期已呈现上行趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

得益于中美补库存周期逐步开启, 全球商品贸易额有望加速回升。根据Wind统计, 23年9月到24年2月, 世界货物贸易量指数同比分别为-3.47%/-2.09%/-1.36%/-0.14%/-0.89%/+1.18%, 降幅整体呈不断收窄趋势, 并于24年2月实现增速转正。随着商品贸易额增长逐步回暖, 我们判断24年全球集装箱需求有望开启复苏。

图表16: 世界货物贸易指数有望开启回升



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 集装箱周转效率下滑带来的新增需求

红海航线改道降低集装箱运输效率, 催化短期集装箱需求提升。23年12月以来, 巴以冲突升级, 胡塞武装宣布禁止任何前往以色列的船舶在红海和阿拉伯海航行, 全球主要集装箱船班轮公司暂停途经红海航运服务绕道好望角。根据Clarksons, 从远东出发至北欧的航线绕航好望角后, 运距将增加30%, 航程时间从31天延长至40天, 航线拉长以及航时增加使得部分集装箱无法及时回流, 导致集装箱周转效率下滑, 在岸港口可能面临集装箱空缺的问题。此外, 船东为提高运输效率, 如果加大运力投入, 会导致港口出现“船只聚集”效应, 集装箱积压港口, 港口集装箱装卸效率下滑, 进一步降低集装箱的周转效率。

根据罐箱界和海运网官微, 24年5月6日, 全球集装箱航运巨头马士基宣布, 由于局势升级, 将继续将旗下船舶无限期绕航。马士基预计, 由于红海事件导致船舶拥堵、延误以及集装箱和运力短缺, 24Q2 远东至北欧和地中海航线运力将减少15%-20%。为应对运输时间的延长, 提高船期可靠性, 马士基正在增加运力投入, 截至24年5月6日, 马士基已经额外租用了12.5万个集装箱。

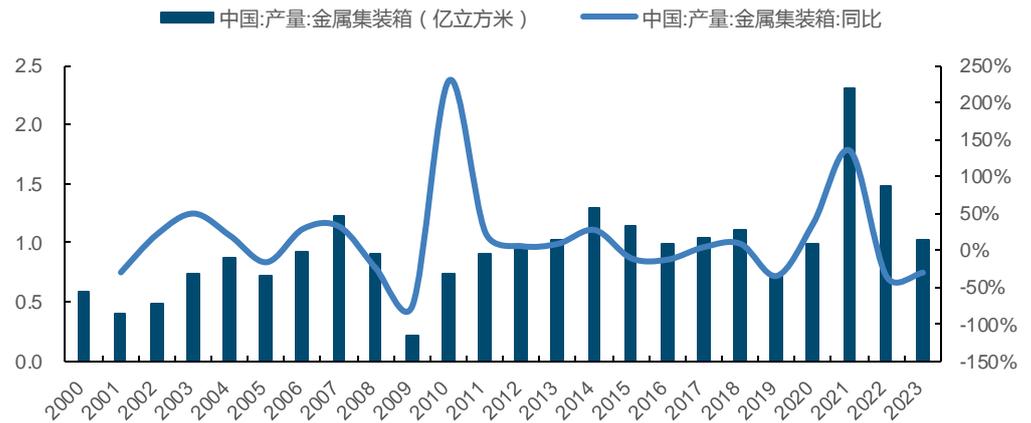
因此, 随着中美补库存周期的逐步开启, 24年全球商品贸易有望回暖, 同时伴随着红海危机导致的集装箱周转效率的下滑, 我们判断24年集装箱新增需求有望复苏。



(2) 集装箱更新需求:

根据深圳港集团官微，集装箱的使用寿命一般为10-15年，因此集装箱年更新数量和10-15年前集装箱购买量大致相当。回顾历史，2008、2009年，受金融危机影响，全球商品贸易大幅下滑，中国集装箱产量分别同比下滑26%和75%。2010年经济复苏带来全球集运恢复，集装箱市场需求迅速反弹，中国集装箱全年产量同比增长229%。其后，2010-2015年，我国集装箱产量整体呈稳步增长趋势，期间均值为1.01亿立方米，处于历史相对较高水平（2000-2020年均值为0.86亿立方米），历史上相对较高的集装箱产量有望为未来旧箱更换需求提供有力支撑。

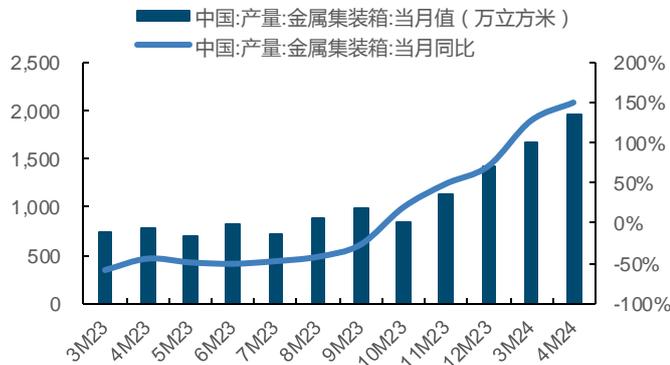
图表17: 2010-2015年，我国集装箱产量均值处于历史相对较高水平



来源: iFinD, 国金证券研究所

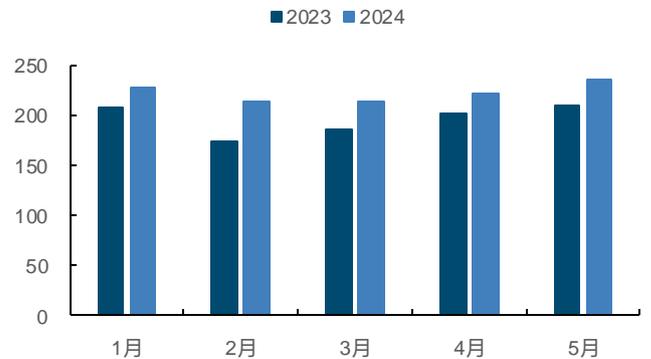
综上，得益于全球商品贸易复苏和集装箱周转效率下滑带来的新增需求，以及旧箱寿命到期带来的更新需求，我们判断24年全球集装箱需求有望开启复苏。从24年以来我国集装箱产量、出口均价、运价等数据来看，全球集装箱需求已经呈现显著复苏态势。

图表18: 23年底以来我国集装箱月产量显著回升



来源: Wind, 国金证券研究所

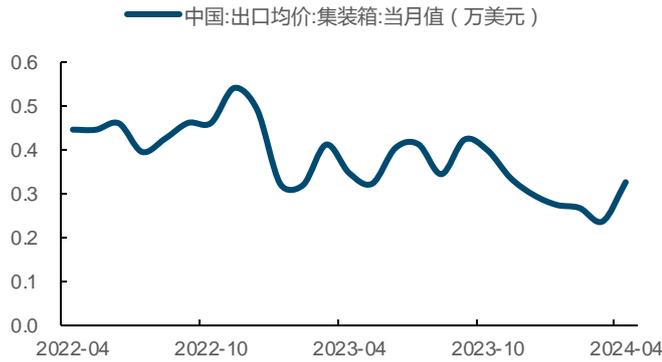
图表19: 5M24美国集装箱进口量同比+11.9% (万TEU)



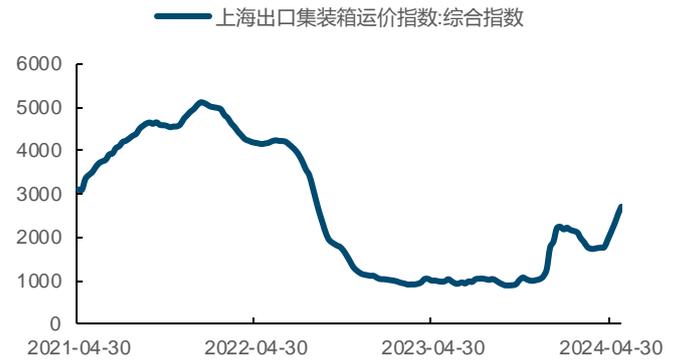
来源: Descartes, 国金证券研究所



图表20: 中国集装箱出口均价已出现向上拐点



图表21: 上海出口集装箱运价指数显著回升



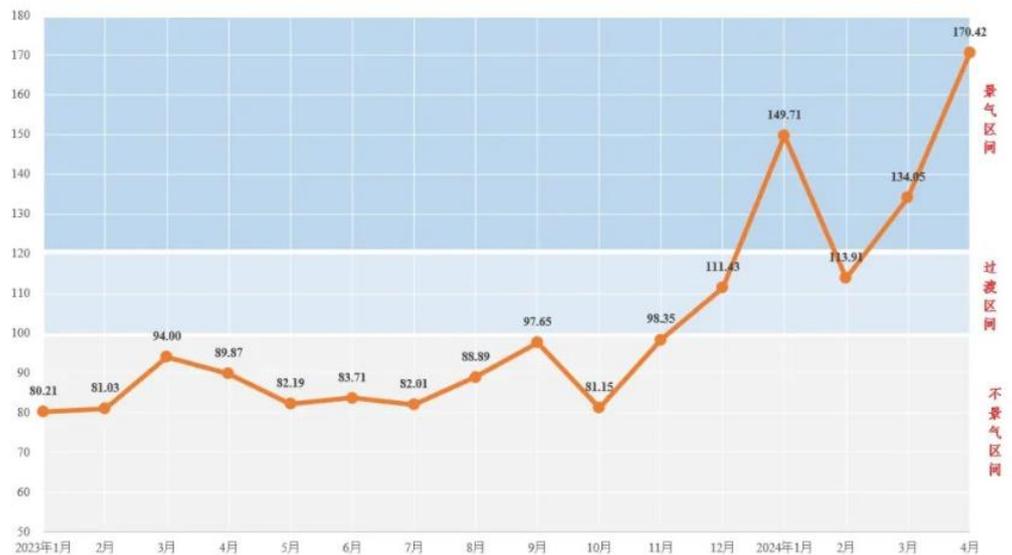
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

从弘景·集装箱供应链/新箱库存/库存消耗指数来看:

- ✓ 供应链景气度指数: 根据弘景智库, 4M24 弘景·集装箱供应链景气指数为 170.42, 环比 3 月上升 36.37 点。行业景气值大幅提升, 集装箱供应链景气度持续升温。
- ✓ 新箱库存指数: 4M24 弘景·集装箱新箱库存指数为 143.34, 较 3 月下降 18.43 点, 集装箱新箱库存明显下降。我国外贸出口回升向好态势增强, 港口空箱堆存量明显下降, 部分船公司出现空箱短缺现象。集装箱新箱市场需求旺盛, 新箱发货量逐周提升, 新箱库存快速消耗。
- ✓ 新箱库存消耗指数: 4M24 弘景·集装箱新箱库存消耗指数为 11.39, 表明集装箱新箱库存较 3 月下降 11.39%。集装箱新箱产量继续保持高位, 但集装箱新箱发货量较上月增长近一倍, 拉动集装箱新箱库存消耗指数大幅上升。

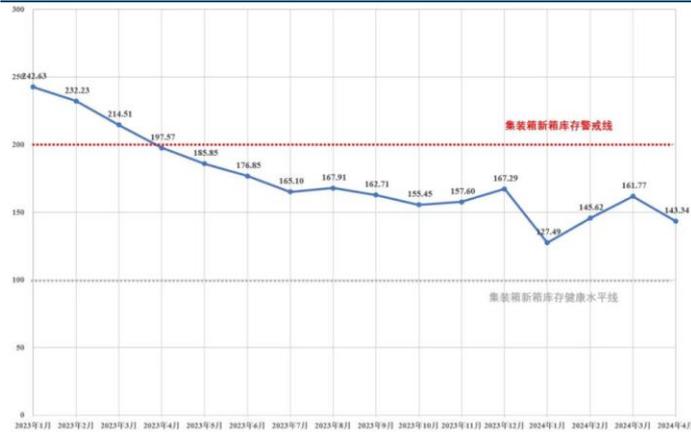
图表22: 弘景·集装箱供应链景气指数近期显著回升



来源: 弘景智库, 国金证券研究所 注: 弘景·集装箱供应链景气指数反映集装箱行业供需关系, 以 19 年为基准, 基期值为 100 点, 当指数值大于 100 点, 行业处于景气状态, 集装箱供应链景气度高于 19 年; 小于 100 点, 则景气度低于 19 年



图表23: 23年以来, 新箱库存指数整体呈稳步下降趋势



来源: 弘景智库, 国金证券研究所

图表24: 4M24 集装箱新箱库存较 3 月下降 11.39%



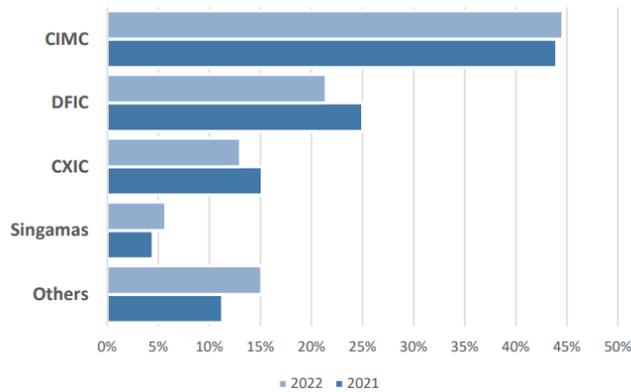
来源: 弘景智库, 国金证券研究所

2.2 公司是全球集装箱龙头, 受益行业景气提升业绩有望复苏

公司是全球集装箱行业龙头, 集装箱产销量世界领先。全球集装箱行业主要参与者包括公司 (CIMC)、东方国际集装箱 (DFIC)、新华昌 (CXIC) 和胜狮货柜 (Singamas)。集装箱行业市场集中度高, 根据 Textainer, 2022 年公司、东方国际集装箱 (DFIC)、新华昌 (CXIC) 三家企业占据全球 85% 的市场份额。根据公司官网, 自 96 年以来, 公司的集装箱产销量保持世界领先, 07 年成为全球集装箱行业首家年产量突破 200 万 TEU 的企业。根据 Textainer, 22 年公司整体集装箱产量全球份额接近 45%, 位居全球第一。根据公司年报援引 Drewry 数据, 23 年公司标准干货集装箱、冷藏箱、特种集装箱产量均保持全球第一。

图表25: 22 年公司整体集装箱产量全球份额接近 45%

Container TEU production by manufacturer¹

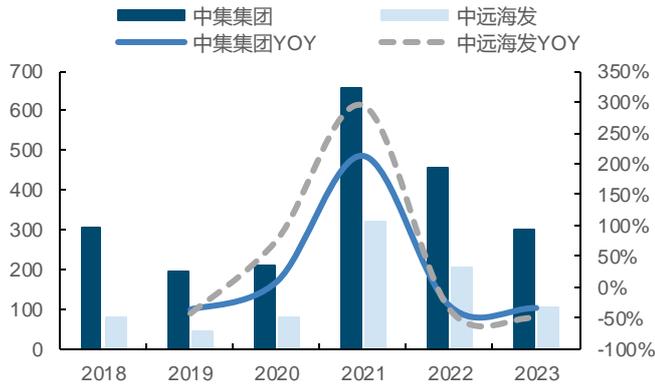


来源: Textainer, 国金证券研究所

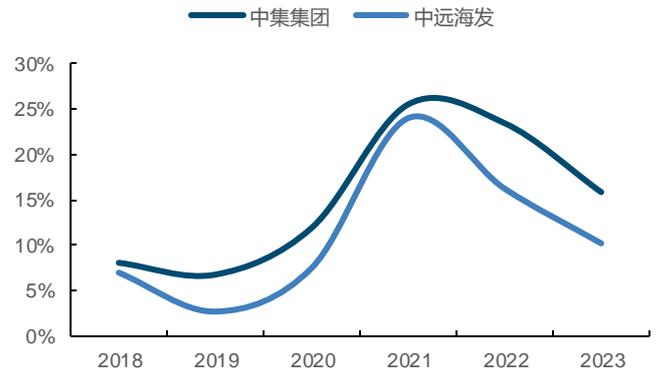
与可比公司中远海发相比, 22-23 年公司收入降幅较小, 毛利率更高。中远海发是中远海运集团旗下专门从事航运物流产融服务的公司, 主营集装箱制造、集装箱租赁、船舶租赁等业务。根据中远海发官网, 21 年 11 月, 中远海发收购了东方国际集装箱 (DFIC), 收购后, 中远海发成为全球第二大集装箱制造企业。23 年, 中远海发的集装箱制造业务收入占比接近 70%, 可作为公司的可比公司。从集装箱业务体量上看, 公司收入规模较为领先, 且在 22-23 年公司集装箱业务收入降幅低于中远海发。同时, 18 年以来, 公司集装箱业务毛利率也一直处于相对领先地位, 23 年公司集装箱业务毛利率为 15.97%, 较中远海发的 10.25% 领先 5.72pcts。



图表26: 22-23年公司集装箱业务收入降幅小于中远海发(单位:亿元)



图表27: 18-23年公司集装箱业务毛利率领先中远海发

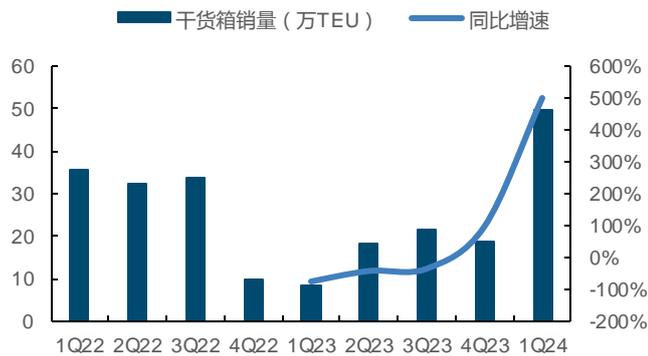


来源: iFind, 国金证券研究所

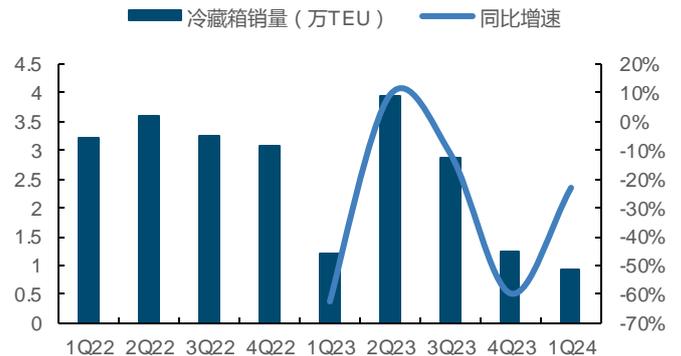
来源: iFind, 国金证券研究所

1Q24 公司集装箱销量显著回暖, 看好 24 年销量持续复苏。根据公司公告, 1Q24 全球商品贸易稳步复苏, 北美集装箱进口量增速加快, 为应对红海事件等带来的全球集运的不确定性风险, 公司客户备箱意愿明显增强。1Q24 公司集装箱制造业产销销量同比出现明显回升, 其中标准干货集装箱累计销量 49.44 万 TEU, 同比上涨约 499.27%。冷藏箱由于全球冷货消费需求受海外高通胀、经济增长动能不足等因素压制, 1Q24 累计销量 0.93 万 TEU, 同比下降约 23.14%, 但与 23 年逐季度来看, 降幅已显著收窄。未来随着全球商品贸易的持续复苏, 以及旧箱更新替换的催化, 公司集装箱销量有望持续复苏。

图表28: 1Q24 公司干货箱销量显著提升



图表29: 1Q24 公司冷藏箱销量降幅环比收窄



来源: 公司公告, 国金证券研究所

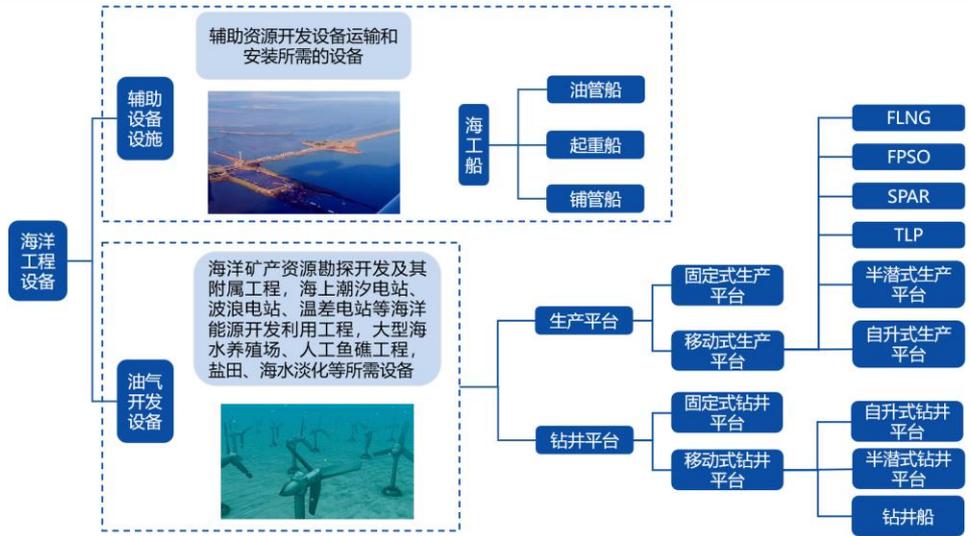
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、海工景气周期向上, 公司海工业绩修复可期

海洋工程装备是指以开发、利用、保护、恢复海洋资源为目的, 并且工程主体位于海岸线向海一侧的新建、改建、扩建工程设备, 主要包括油气开发设备、海工船和配套设施。其中, 油气开发平台包括 FPSO 等生产平台、钻井平台; 海工船包括起重船、铺管船、油管船、调查船、疏浚挖泥船、打捞船等; 相关配套设施包括锚、系泊链等。



图表30：海洋工程装备分类



来源：头豹研究院，国金证券研究所

海工装备制造业上游环节为装备设计和原材料供应，所用材料主要是钢材。海工装备设计是产业链中技术含量最高的环节，目前欧美国家在海工装备设计领域占据垄断地位。中游海工装备制造包括钻井装备制造、生产装备制造、辅助船舶制造等，代表性企业有中国船舶、海油工程、振华重工、中集集团等。下游油田服务中，代表性企业有中海油服、海油工程、杰瑞股份、中信海直等。

图表31：海洋工程产业链

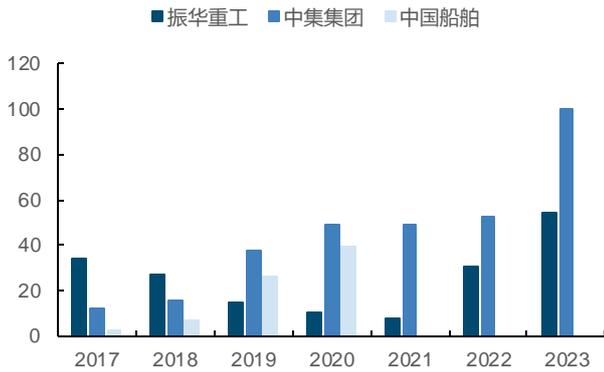


来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

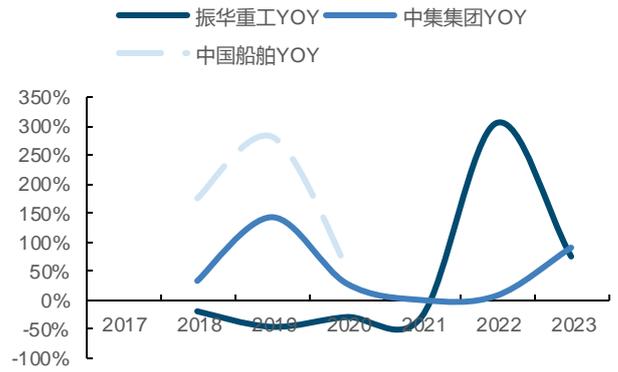
在中游海工装备制造环节，公司主要可比公司包括中国船舶（FPSO、半潜式、自升式钻井平台、海工辅助船）、振华重工（起重船、疏浚船、铺管船、风电安装船、钻井平台等）。与其相比，公司海工业务收入体量相对领先，收入增速相对稳定，21 年开始海工业务毛利率增长较为明显。



图表32: 公司海工业务收入体量行业领先 (亿元)



图表33: 公司海工业务收入增速波动幅度相对较小

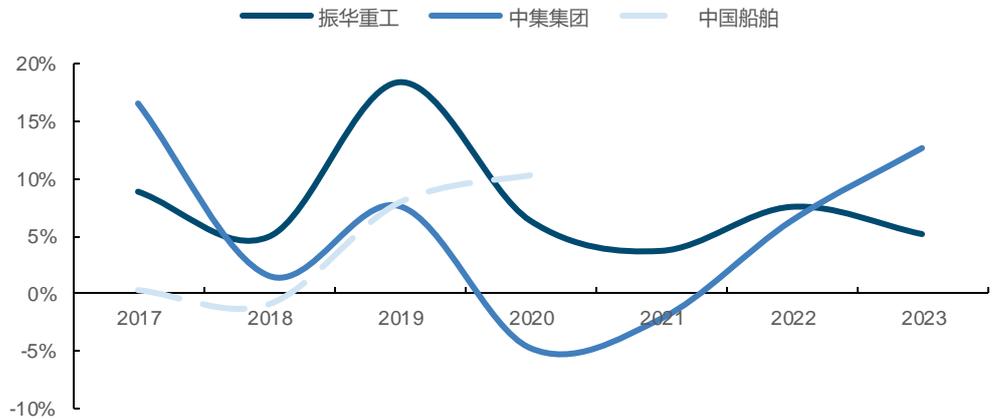


来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

注: 中国船舶的海工业务从 21 年开始计入“船舶造修及海洋工程”

图表34: 21 年以来, 公司海工业务毛利率显著改善



来源: iFind, 国金证券研究所

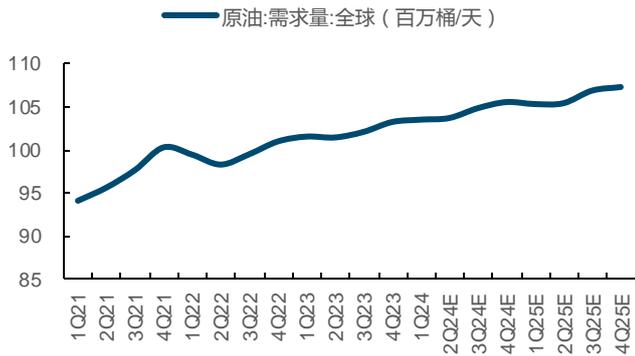
3.1 油气装备: 油气装备需求景气+供给端大幅出清, 装备租金持续上行

3.1.1 需求端: 海上油气勘探景气+设备更新替换, 看好海工油气装备需求上行

全球原油需求持续复苏, 油价整体保持上涨态势。自 20 年下半年以来, 全球油价持续上涨。22 年受俄乌冲突影响, 布伦特原油现货价格最高达 120 美元/桶, 随后受美元加息、欧盟对俄罗斯石油设置价格上限等因素影响, 原油阶段性下跌。23 年底以来, 布伦特原油价格稳步提升, 24 年 4 月已提高到 90.05 美元/桶的较高位置。展望未来, 根据 OPEC 预测, 24-25 年全球原油需求仍将持续增长, 1Q24-4Q25 全球原油需求量将由 103.56 提升到 107.37 百万桶/天。根据美国能源信息署(EIA)预测, 24-25 年全球布伦特原油价格仍将保持在 80 美元/桶以上的历史较高位置, 我们判断未来持续增长的原油需求和相对较高的原油价格将动油气开采行业景气度持续上行。



图表35: 21年以来全球原油需求持续复苏



图表36: 目前布伦特原油价格仍处于历史较高位置



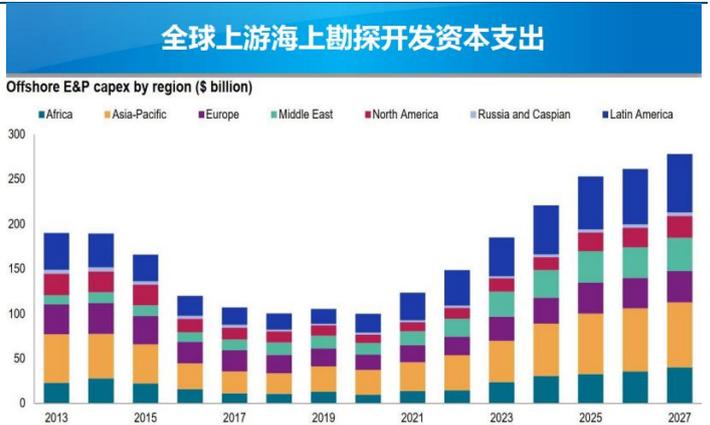
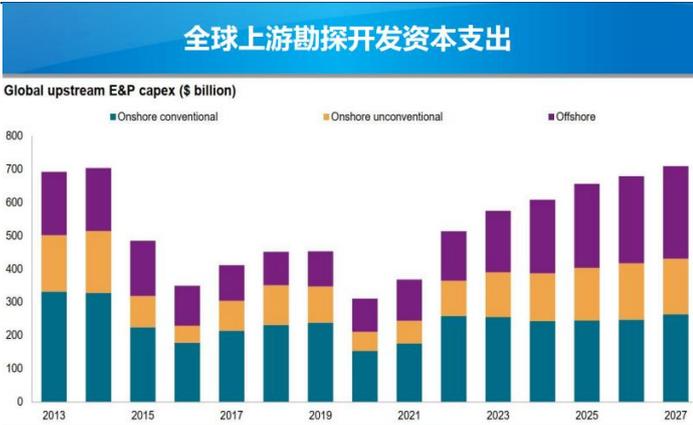
来源: iFind, OPEC, 国金证券研究所

来源: iFind, IMF, 国金证券研究所

全球石化资本开支扩张, 海上勘探开发资本支出高增。根据中海油服官网, 24 年全球原油需求持续复苏, 上游勘探开发资本支出有望同比 23 年增长 6%, 其中, 海上勘探开发资本支出预计增长 19%, 表明当前海油勘探景气度较高。

图表37: 24 年全球上游勘探资本支出预计增长 5.7%

图表38: 24 年全球上游海上勘探资本支出预计增长 19%



来源: 中海油服官网, IHS Markit, 国金证券研究所

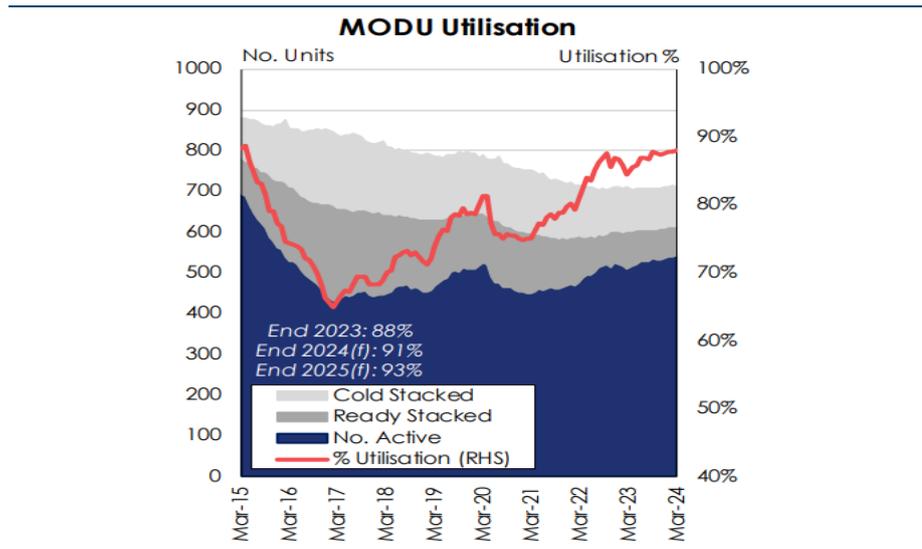
来源: 中海油服官网, IHS Markit, 国金证券研究所

我们认为当前国际油价维持在较高位置, 24 年海上油气勘探开发资本开支增速较高, 利好钻井平台和生产平台需求上行。

- ✓ 钻井平台装有钻井、动力、通讯、导航等设备, 是海上油气勘探开发的重要装备, 分为移动式 and 固定式两种, 移动式平台包括坐底式平台、自升式平台、钻井船、半潜式平台等。生产平台是指后期抽取海洋石油, 并进行提炼和存储的装备, 分为固定式和移动式。移动式为市场主流, 包括张力腿式 (TLP)、单圆柱式 (Spar)、半潜式 (Semi)、浮式生产存储及卸货平台 (FPSO)。
- ✓ 根据克拉克森, 21 年以来, 全球钻井平台利用率稳步提升, 23 年末已达 88%, 预计 24、25 年将进一步提升到 91% 和 93%。根据克拉克森, 24 年全球油气生产平台需求旺盛, 预计将产生 17 个新建造/改造合同, 预计订单金额达 170 亿美元, 并将与 22 年的历史最高纪录“持平”。其中, 南美市场预计 24 年将有 5 艘新造浮式生产储油船 (FPSO)。



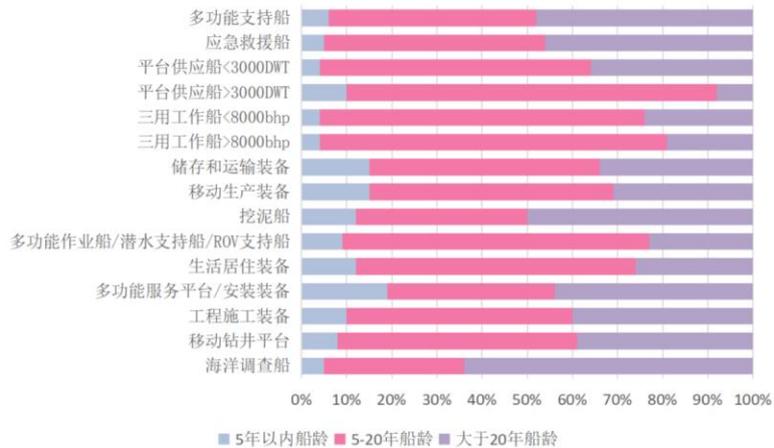
图表39: 21 年以来, 全球钻井平台利用率持续上行



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

老龄船队占比较高, 看好未来海工装备更换需求释放。根据中国船舶工业行业协会, 从船龄来看, 截至 2022 年底, 全球海洋工程装备船队数量共 12911 艘, 平均船龄高达 20 年, 20 年船龄以上装备占比 35%。老旧船舶在作业效率、功能参数等方面, 均已远远落后于新式海工装备, 未来几年老旧海工装备拆解周期即将到来, 看好海工装备更新需求释放。

图表40: 截至 2022 年, 全球海工装备船队中, 20 年船龄以上装备占比达 35%



来源: 中国船舶工业行业协会, 国金证券研究所

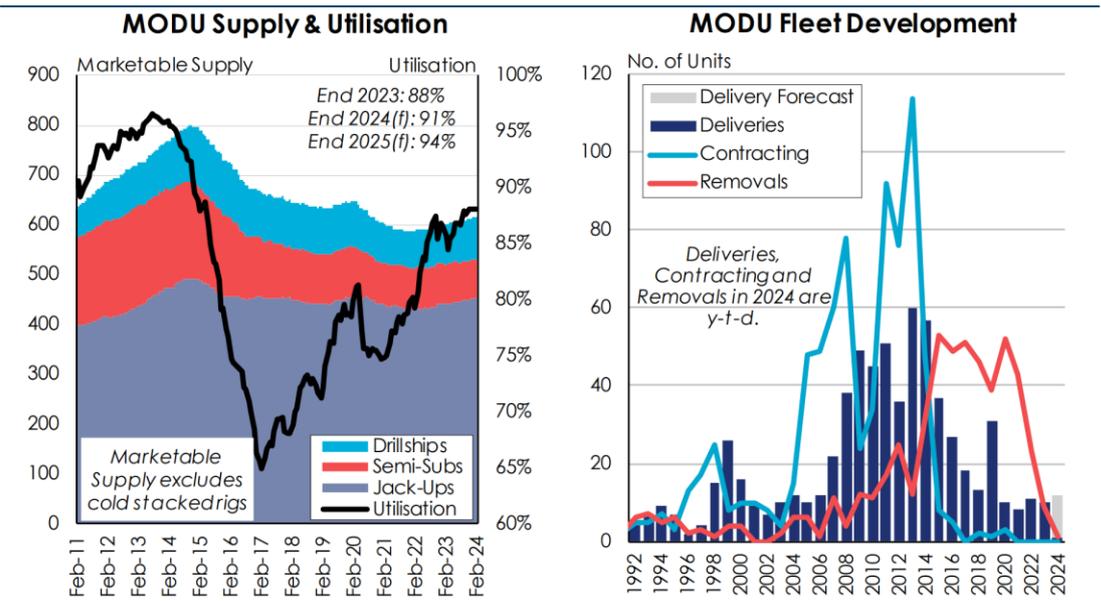
3.1.2 供给端: 供给底部出清, 当前行业产能较为紧缺

行业 10 年低迷期, 较多的海工船厂退出市场, 供给端大幅出清。2014 年国际油价大幅调整后, 全球海工市场需求低迷, 海工船厂订单萎缩, 较多的海工船厂选择退出市场。例如, 2016 年, 由于海工订单量低迷, 现代重工关闭了昂山海工装备造船厂; 2017 年, 日本川崎重工撤销了最后一艘海工船订单, 退出海工市场; 2019 年, 由于钻井平台需求低迷, 新加坡胜科海事关闭了裕廊船厂; 2021 年, 吉宝集团退出海上钻井平台建造业务, 重心转向基础设施和海上可再生能源领域。

行业产能紧缺, 未来供给增长预计较为缓慢。根据中国船舶工业行业协会, 2014 年以来, 全球服役海洋钻井平台供应持续下滑, 截至 2023 年末, 全球服役移动钻井装置数量仅 826 座/艘, 连续 8 年出现下降, 较 2015 年高点已下降 20%。根据克拉克森, 截至 2024 年 2 月初, 全球自升式和浮动式钻井平台的市场供应量仅为 617 台。并且, 由于行业产能有限, 未来供给端扩张较为缓慢, 预计 24-25 年全球活跃钻机供应量增速为 2%左右, 到 2025 年底将达到 643 座/艘。



图表41: 2014 年以来, 全球钻井平台供给端大幅出清



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

图表42: 2014 年以来, 全球较多的海工装备企业退出市场

时间	公司	事件
2016	现代重工	由于油价下降、订单枯竭, 现代重工于 2016 年 3 月关闭昂山海工装备造船厂, 并解雇 70% 员工
	辽河重工	前期多座钻井平台遭到船东拒收, 中石油旗下的辽河重工退出海洋工程装备制造市场
2017	川崎重工	日本川崎重工撤销了为挪威海工船东 Island Offshore 建造的最后一艘大型海底作业船订单, 并退出海工装备市场
	宏华集团	受国际油价波动的不利影响, 宏华集团挂牌出售子公司江苏海洋 (主要制造海洋钻井设备) 100% 间接股权
2018	Simek	由于海工市场长期低迷导致的订单缺乏, 挪威著名的海工支援船 (OSV) 建造商 Simek 在成立 51 年之后关闭
	现代重工	由于海工订单枯竭, 韩国现代重工计划在 8 月关闭其位于蔚山工业城的海工船厂
2019	胜科海事	由于钻井平台需求低迷, 新加坡胜科海事停止运营 Tanjong Kling 船厂 (原裕廊船厂)
	大船海工	受国际油价波动影响, 国外买方弃船, 大船海工发生严重债务危机, 2019 年初, 大船海工宣告破产
2021	吉宝集团	吉宝宣布, 子公司吉宝岸外与海事将进行重大转型重组, 彻底退出海上钻井平台建造业务, 重心转向基础设施项目和海上可再生能源
2023	吉宝集团	21 年退出海工钻井平台业务后, 一直在剥离海工资产, 23 年将旗下一家船厂出售给新加坡科技工程有限公司

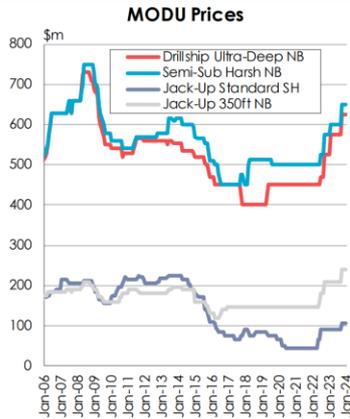
来源: 国际船舶网, 船海装备网, 国金证券研究所

供需错配下, 海工装备造价、租金持续上行, 看好装备建造商、运营商业绩改善。

- ✓ 根据中国船舶工业行业协会, 截至 23 年末, 全球 200 吨系柱拉力三用工作船期租租金 50650 美元/天, 同比增长 39%; 自升式 (jack-up) 钻井平台平均日租金 12.9 万美元, 同比增长 13.9%; 浮式 (floater) 钻井平台平均日租金 31.3 万美元, 同比增长 13.8%。根据克拉克森统计, 21 年以来全球钻井平台造价、租金均呈持续上行趋势。截至 1M24, 全球自升式钻井平台平均日租金已达 11-14 万美元; 浮式钻井平台平均日租金已超 40 万美元, 处于历史较高水平。
- ✓ 根据中国船舶工业行业协会, 截至 23 年末, 钻井平台运营商 Shelf drilling 旗下 36 座/艘钻井平台中的 34 座/艘均获得租约, 在手租约 25 亿美元, 1-3Q23 营业收入同比+43%, EBITDA 同比+29.7%。海工支持船运营商 Hornbeck Offshore 在 20 年曾申请破产保护, 现在随着市场的复苏已经走出低谷, 于 23 年 12 月提交 IPO 申请, 1-3Q23 实现营业收入 4.39 亿美元, 同比+37.8%, 实现利润 1.15 亿美元, 营业利润率 26.3%。伴随着造价、租金的持续上行, 我们看好海工装备建造商、运营商业绩持续改善。

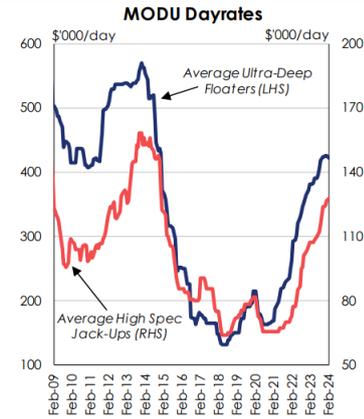


图表43: 21年以来全球钻井平台造价持续上行



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

图表44: 21年以来全球海上钻井平台日租费持续上行



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

3.2 清洁能源装备: 全球海风发展前景广阔, 利好风电安装船需求释放

全球各国不断设定或提高海风发展目标, 欧洲海风装机有望超预期。

- ✓ 根据 GWEC, 随着全球各国对海上风电重视程度的不断提高, 各国不断调整能源政策, 加强对海上风电发展的规划部署, 提高其发展目标, 加大对项目的投入和建设。例如英国, 根据《英国能源安全战略》, 到 2030 年, 英国海上风电的发展目标将从之前的 40GW 提高到 50GW。德国《海上风电法案》(WindSeeG) 修正案将 2030 年海风装机目标由 20GW 提高到 30GW, 2035 年和 2040 年目标分别设定和提高到 40GW 和 70GW。
- ✓ 2023 年欧洲各国政府风电招标约 27GW, 其中陆风、海风各占 50%, 考虑海风项目建设周期约 2-3 年, 预计 2024-2026 欧洲海风将迎来高速增长期。根据 Wind Europe 的预测, 2024/25 年欧洲海风新增装机为 5.0/6.7GW, 同比+32%/+33%。

图表45: 欧洲各国海风装机目标(23年底累计装机 34GW)

	2027	2030	2035	2040	2045	2050
欧盟		260.0				≥300
英国		50.0				
德国		30.0	40.0		≥70	
荷兰		22.2		50.0		70.0
丹麦		12.9				
比利时		5.7				
法国			18.0			40.0
波兰	10.9					
挪威				30.0		
爱尔兰		7.0				30.0
西班牙		3.0				
希腊		2.0				
葡萄牙		10.0				
奥斯坦德宣言		120.0				300.0

来源: GWEC, 国金证券研究所

图表46: 2024/25 年欧洲海风新增装机 5.0/6.7GW



来源: Wind Europe, 国金证券研究所

中国海风“十四五”规划装机空间较大。为落实双碳政策目标, 我国各省政府在“十四五”发展规划中积极引导海上风电产业规划布局。根据 GWEC, “十四五”期间各省海风新增装机规模约 50GW, 到 2025 年累计并网容量将超过 60GW。

图表47: 我国各省“十四五”期间海上风电新增装机总规模约 5000 万千瓦

省份	“十四五”海上新增并网(投产)容量	“十四五”海上开工规模	到 2025 年累计并网(投产)容量
江苏	909	1212	1500
浙江	500	996	500
福建	410	1030	600
广东	1700	1700	1800
山东	800	1000	500
上海	30	—	60
辽宁	50	—	290
广西	300	500	300

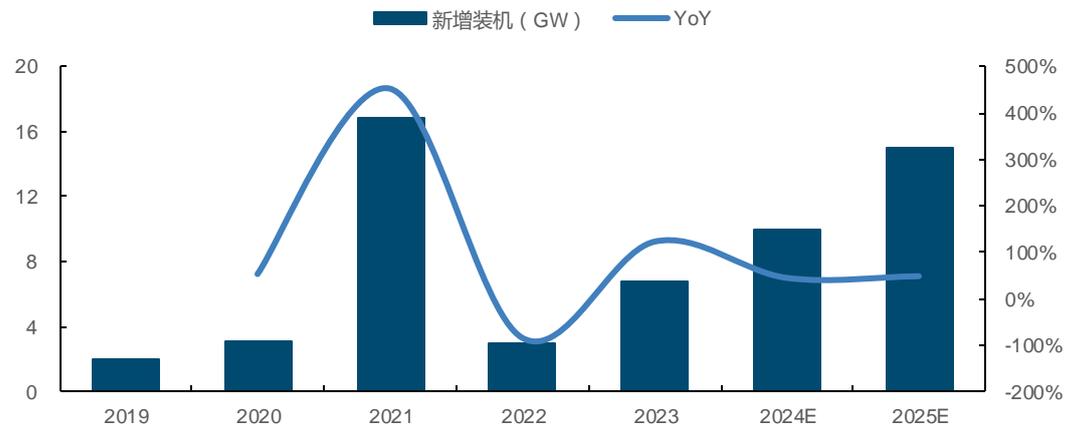


省份	“十四五”海上新增并网（投产）容量	“十四五”海上开工规模	到 2025 年累计并网（投产）容量
海南	200	1100	200
天津	90	90	—
河北	—	300	500（到 2027 年）
合计	4989	7928	约 6000

来源：风电叶片官微，GWEC，国金证券研究所

预计 2024/25 年我国海风新增装机将达 10/15GW。参照各省“十四五”海风新增并网规划、现有项目开工&招标情况，我们预计 2024-2025 年计划并网的海风项目约 30GW 以上，考虑到海风建设周期较长，我们预计 2024/25 年海风新增装机分别为 10/15GW，剩余项目将递延至 2026 年及以后并网，海风高景气度有望延续。

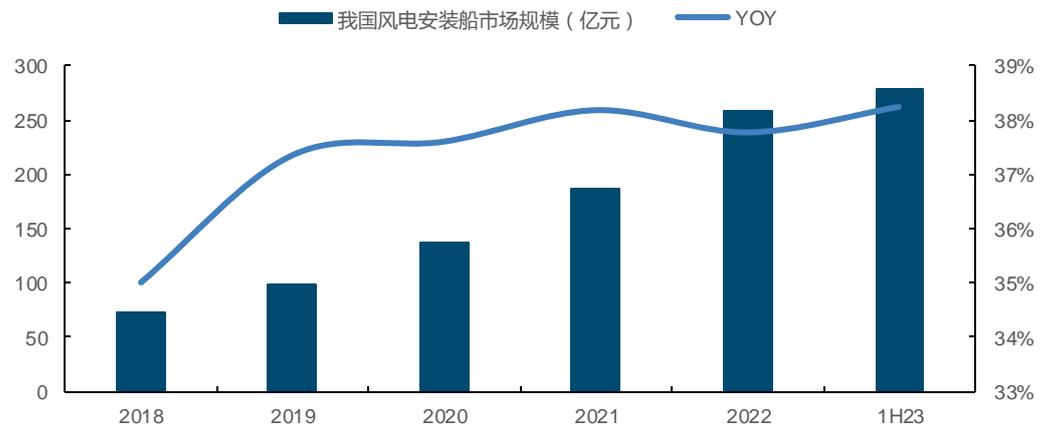
图表48：预计 2024/25 年我国海风新增装机将达 10/15GW



来源：中电联，国金证券研究所 注：24-25 年数据为国金电新组预测值

海风项目建设景气向上，利好风电安装船需求释放。海上风电项目从项目勘测、基础安装、电缆敷设、机组吊装、机组运维到设备改造与拆解等工程环节均需用到风电安装船，海风项目景气向上，利好未来风电安装船舶需求释放。根据智研瞻产业研究院，我国风电安装船行业市场规模不断扩容，22 年达到 258.84 亿元，同比增长 37.77%，1H23 达 178.30 亿元，同比增长 38.24%。

图表49：我国风电安装船市场规模高速增长



来源：智研瞻产业研究院，国金证券研究所

海上风电安装船起于欧洲盛于中国，近年来中国成交量、接单量全球领先。

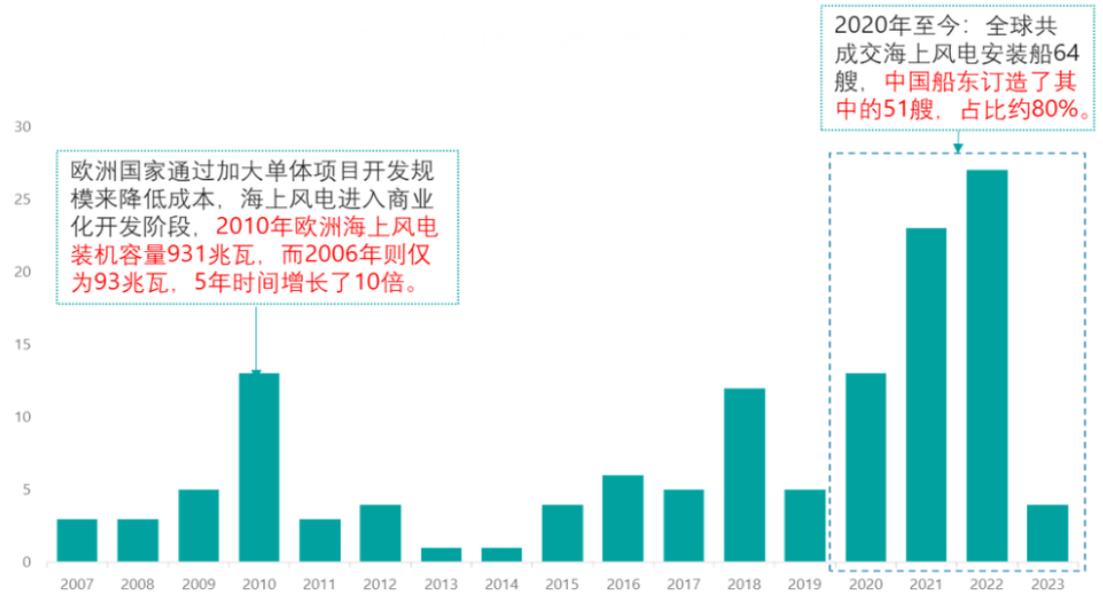
- ✓ 下单量：根据中国船舶工业行业协会，海上风电安装船市场自 01 年起从 0 起步，截至 23 年 5 月，现有服役船队数量已经突破 80 艘，在建船舶近 50 艘。欧洲是早期海风产业引领者，10 年前后在欧洲海风需求的带动下（当年成交 13 艘风电安装船，欧洲船东订造了其中的 10 艘），海上风电安装船迎来一波小高潮，其后几年，全球海上风电安装船需求归于平稳。20 年之后，中国海风产业快速发展，海上风电安



船迎来加速发展期。据中国船舶工业行业协会统计，在 20 年至 23 年初全球成交的 64 艘风电安装船中，中国船东订造了其中的 80%。

- ✓ 接单量：我国海上风电安装船制造能力领先，承接制造比例近九成。根据中集集团微信公众号，23 年以来，海上风电项目持续开工，促进风电安装、运维等装备需求释放。1-10M23 全球船厂海上风电安装船订单共 37 艘，其中 33 艘由我国船厂承接制造，承接比例近九成。

图表50：中国海上风电安装船下单量全球领先（单位：艘）



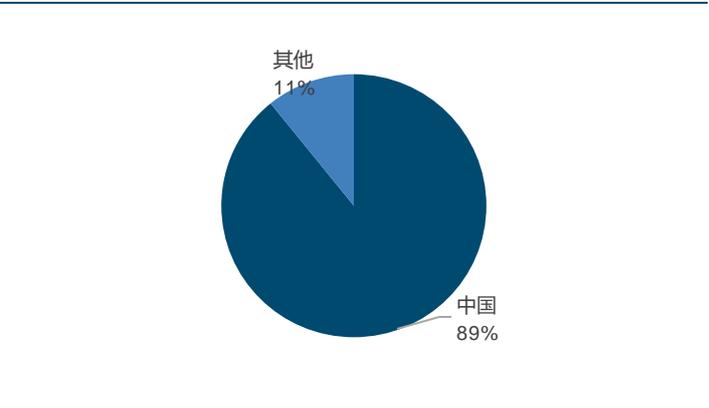
来源：中国船舶工业行业协会，国金证券研究所

图表51：我国海上风电安装船接单量全球领先



来源：中集集团微信公众号，国金证券研究所

图表52：1-10M23 全球海风安装船 89%由中国船厂承制



来源：中国船舶工业行业协会，国金证券研究所

3.3 公司：布局海工装备制造+资产运营，看好未来海工业绩持续改善

公司通过子公司中集来福士经营海洋工程业务。中集来福士前身为 1977 年成立于烟台的造船厂，2022 年由公司和烟台国丰集合资组建。根据公司公告和中集来福士官网，中集来福士集团业务涵盖海洋油气、海洋渔业、海洋清洁能源、特种船、海洋空间利用、资产运营管理等领域，是中国领先的高端海洋工程装备总包建造商之一。截至 2023 年末，公司持有中集来福士 80.04% 股份。



图表53：中集来福士主要产品一览



来源：中集来福士官网，国金证券研究所

3.3.1 海工装备制造：国内海工装备龙头，在手订单充足，看好未来业绩持续改善 中集来福士海工建造能力较强，全球市场份额领先。

- ✓ 建造能力较强：(1) 油气装备领域：根据中集来福士官网，中集来福士拥有三个建造基地，分别为烟台中集来福士、海阳中集来福士、龙口中集来福士，分别位于山东省烟台市、海阳市和龙口市，均处于中国重要的油气产区渤海和黄海周边，地理位置优越。根据公司官网，中集来福士拥有先进的海洋装备建造设施，先进的数字化、智能化制造技术，开创了模块陆地平行建造、大型驳船下水、2万吨起重机坞内合拢、-18米深水码头水下安装推进器等一系列创新型建造工艺。(2) 清洁能源领域：根据公司官网，在海上风电和光伏领域，公司能够批量化设计和建造海上风电安装船、模块化升压站、固定式导管架等风电装备，并自主研发了多型浮式风机、浮式光伏等面向未来的创新装备。同时已成立了多家海上新能源专业公司，包括专注海上风电全生命周期运维的集风新能源、专注于海上光伏开发利用的中集集光、从事海上新能源制氢的中集集电等。
- ✓ 全球份额领先：根据央视财经微信公众号，2017年，中集来福士在深水半潜式钻井平台全球市场份额已增长至27%，在建深水平台数量居世界第一。根据王牌航运微信公众号，中集来福士是国内海工装备产业龙头，截至20年初已交付了9座深水半潜式钻井平台，占中国同期80%的市场份额。根据中集来福士官微，截至21年4月，中集来福士建造和交付各类深水半潜式平台15座，全球市场份额达到25%，排名世界第一，中集来福士已形成强大的浮式平台核心设计建造能力，浮式技术跻身世界第一梯队。

图表54：中集来福士从1977年成立逐步成长为国内高端海工设备领军企业

时间	事件
1977年	烟台造船厂成立
1978年	中国第一座坐底式钻井平台“胜利一号”交付
1994年	烟台造船厂与新加坡企业合资，成立烟台普泰造船有限公司
2008年	中集集团开始正式收购烟台来福士
2010年	更名为烟台中集来福士海洋工程有限公司
2013年	中集来福士成为中集集团旗下全资子公司
2016年	中集来福士交付我国首座海洋牧场平台“六十里”1号，开启以装备引领的中国



时间	事件
	第六次海洋渔业浪潮
2017年	中集来福士交付全球最先进超深水半潜式钻井平台“蓝鲸1号”
2019年	巴西国油 P71FPSO 船体交付，在海洋油气生产领域实现新突破
2020年	中集“蓝鲸2号”助力我国可燃冰第二轮试采成功，创两项世界记录
2021年	全球首座十万吨级半潜式生产储油平台“深海一号”能源站交付
2023年	中集来福士自主研发的国内首个半潜式海上光伏发电平台交付

来源：中集来福士官网，国金证券研究所

23年以来，公司海工装备项目开工、交付进展顺利。23年3月公司顺利交付中海油公司的自升式平台“海洋石油165”项目；4月顺利交付我国第二座海上移动式自安装井口平台站桩；8月，为挪威 Havfram Wind 公司建造的首条大型风电安装船顺利开工建造；11月，公司自主研发建造的国内首个半潜式海上光伏发电平台投入使用，标志着我国海洋工程装备技术实现新突破。24年2月改装建造的30万吨级海上浮式生产储油船从烟台出发前往巴西；3月1500吨自航自升式风电安装平台“华夏鸿鹄01”在海阳基地举行下水仪式。

图表55：2023年公司成功建造及交付多个海工项目

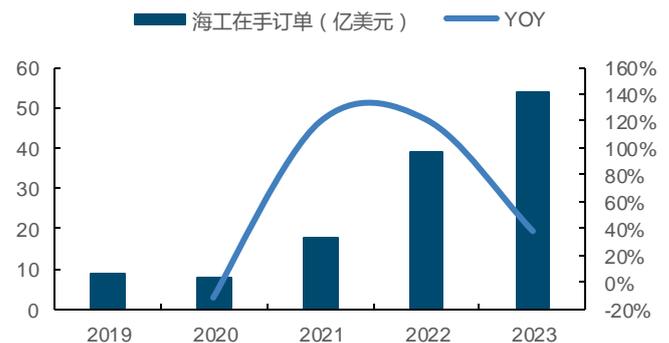
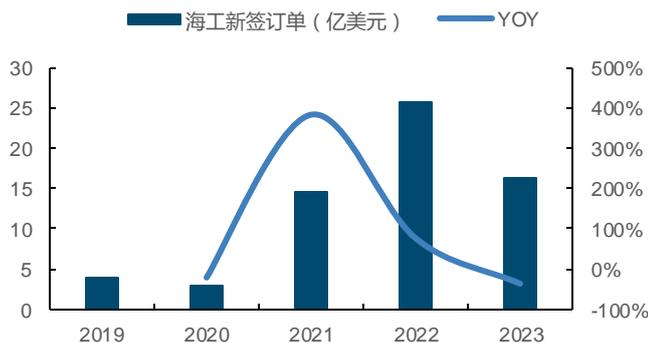
时间	海工业务建造开工及交付进展情况
2023年1月	PCTC系列汽车运输船第三艘在龙口中集来福士正式开工
2023年2月	为新加坡吉宝（巴西国家石油公司P80项目总包商）建造的P80FPSO主船体项目开工
2023年3月	完成中海油公司的自升式平台“海洋石油165”项目交付
2023年3月	为经海承建的005号网箱顺利完成交付，累计8座深海网箱投入使用
2023年4月	我国第二座海上移动式自安装井口平台在南海顺利完成站桩交付
2023年5月	PCTC系列汽车运输船首条系统调试正式开始
2023年6月	中铁建自升式风电安装平台及华夏金租1500吨自航自升式风电安装平台在海阳基地举行铺龙骨仪式
2023年7月	为巴油 Petrobras 建造的P80FPSO船体艉部分段铺龙骨仪式顺利举行
2023年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
2023年9月	22000吨多功能工程船H573项目顺利下水漂浮
2023年11月	自主研发建造的国内首个半潜式海上光伏发电平台投入使用
2024年1月	1月承建的P82 FPSO E-House模块举行合拢仪式
2024年2月	2月改装建造的30万吨级海上浮式生产储油船（FPSO Mero 3项目）从烟台出发前往巴西
2024年3月	3月1500吨自航自升式风电安装平台“华夏鸿鹄01”在海阳基地下水

来源：公司公告，国金证券研究所

在手订单充足，利好公司收入长期增长。21年开始，国际油价显著回升，海工行业景气度回暖，公司海工业务21、22年新接订单量分别同比增长383%、77%。23年由于订单时间节点靠后，全年共新接订单16.3亿美元，同比-36.3%。截至23年底，公司海工业务累计在手订单金额54亿美元，同比+35%。在手订单金额持续攀升，看好公司海工业务收入长期增长。

图表56：23年公司海工业务新签订单16.3亿美元

图表57：23年末公司海工业务在手订单54亿美元



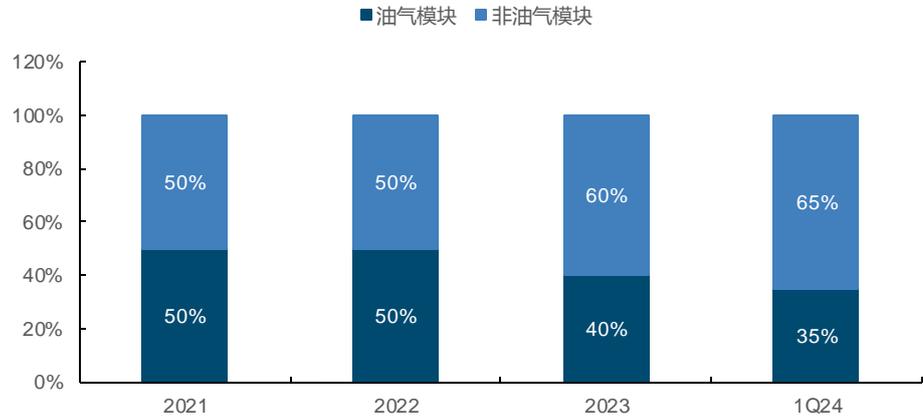
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所



订单结构优化，逐步构建平抑周期的海工业务组合。公司近年来战略转型取得显著成效，业务布局从传统油气装备逐步向新能源拓展，订单结构逐步优化，逐步构建平抑周期的业务组合。23年公司新签订单16.3亿美元，包括2个油气模块项目，3条风电安装船，5条滚装船及其它清洁能源订单。截至23年底，海工业务在手订单中油气业务、风电安装船及滚装船占比约为4:3:3。截至1Q24，海工业务在手订单中非油气业务占比进一步提升至65%。

图表58：近年来，公司逐步构建平抑周期的海工业务组合

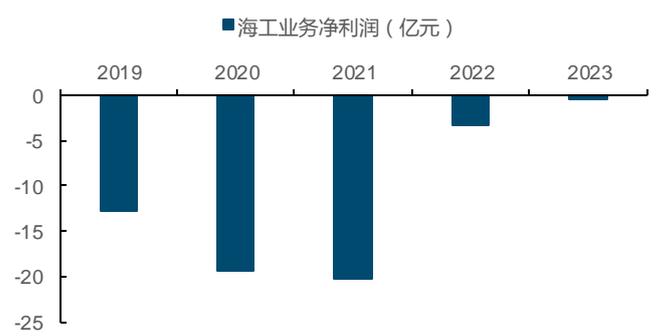
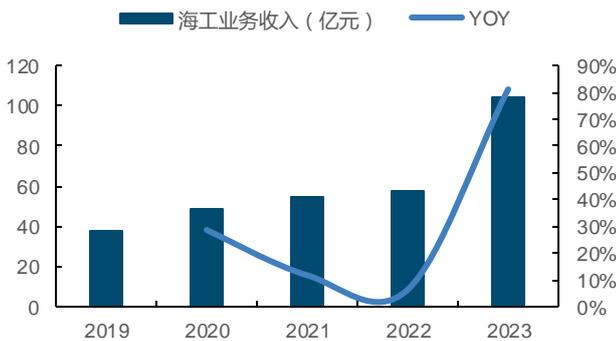


来源：公司公告，国金证券研究所

23年海工业务收入高增，利润端22年以来持续减亏。(1)收入端：19-23年，公司海工业务收入由37.98亿元提升至104.52亿元，CAGR达28.80%。2023年，随着海工新接订单陆续进入建造期，公司海工项目建设交付顺利，全年实现营收104.52亿元，同比增长81.12%。(2)利润端：20-21年，公司海工业务分别亏损19.43/20.18亿元，分别同比增亏51.21%/3.87%，主要系公司计提存货跌价准备、资产减值拨备或资产处置损失所致，剔除以上因素，20-21年海工业务均同比减亏。22年以来，公司海工业务持续减亏，23年净亏损0.31亿元。伴随着行业景气度向上，海工装备造价上行，我们看好公司海工业务业绩改善，24年有望实现扭亏为盈。

图表59：23年公司海工业务营收同比+80.12%

图表60：22年以来公司海工业务持续减亏



来源：iFind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3.2 海工资产运营：海工资产逐步盘活，23年租赁业务收入高增

海工资产运营管理方面，中集来福士旗下拥有多个运营公司，能够为客户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。根据公司公告，公司海工资产运营管理业务涉及到的各类海工船舶资产共15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（其中1座正在进行启动调试，预计2024年交付买家客户），另外有1座豪华游艇（已于23年交付买家客户）。

✓ 2023年：根据公司公告，23年随着国际油价企稳在每桶80美元左右的较高水平，油气投资热度驱动钻井市场复苏，海工装备利用率和日费逐步上涨。23年，公司有1座平台正在进行续约谈判，1座豪华游艇实现销售并按期交付客户，多个签订合同平台在23年开始执行作业，包括2座自升式钻井平台和1座半潜式生活平台。受益于市场回暖，23年公司海工资产运营管理业务实现3座平台获得租约合同，租赁运



营业收入同比提升超 80%。

- ✓ 1Q24: 根据公司公告, 受 OPEC+及俄罗斯持续减产、国际原油需求上升、美元降息预期以及中东地缘冲突影响, 国际油价保持高位。1Q24 公司的 1 座自升式钻井平台 Caspian Driller 获得客户 3+2 年续约合同; 1 座中深水半潜式钻井平台 Deepsea Yantai 获得客户续约合同, 新租约较当前合同日费率提升明显, 剩余资产正结合具体市场机会, 积极参与市场投标和客户谈判。

图表61: 截至 1Q24 末, 公司仅剩 3 座半潜式钻井平台和 1 座半潜生活平台待出租

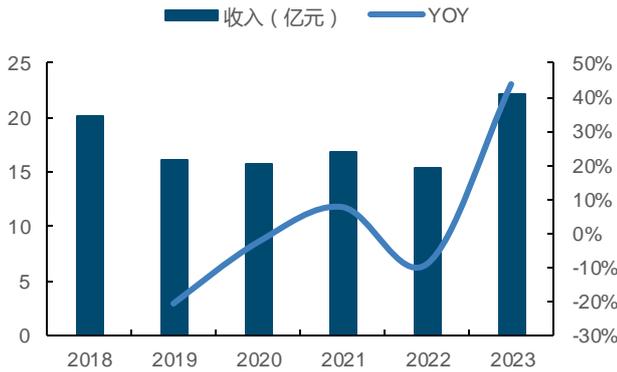
类别	数量	期初租售状态	期末租售状态
超深水半潜式钻井平台	2	1 座出租	1 座出租
恶劣海况半潜式钻井平台	3	1 座出租	1 座出租
半潜式起重/生活支持平台	3	2 座出租	2 座出租
400 尺自升式钻井平台	3	3 座全部出租	3 座全部出租
300 尺自升式钻井平台	4	3 座出租, 1 座交付买家客户	3 座出租, 1 座交付买家客户

来源: 公司公告, 国金证券研究所

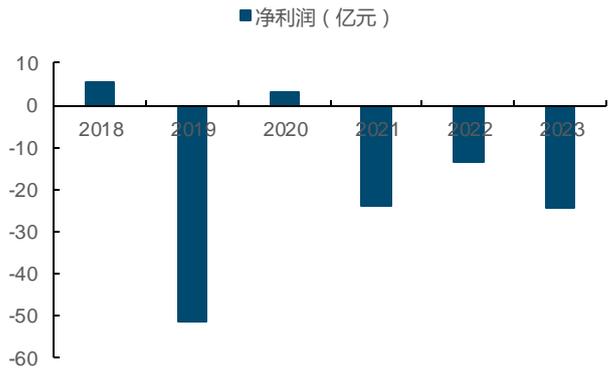
从业务板块上看, 公司的金融及资产管理业务 (中集财务公司+中集海工资产管理) 23 年实现营收 22.16 亿元, 同比上升 44%; 净亏损 24.41 亿元, 同比增亏 10.83 亿元, 主要由于美元利率上升导致海工资产运营管理业务利息费用大幅增加以及 22 年中集租赁出表前利润贡献所致。展望未来, 随着国际油价维持高位, 海工行业景气复苏, 钻井平台日租金上行, 公司金融及资产管理业务业绩有望持续改善。

图表62: 23 年公司金融及资产管理业务收入增长 43.8%

图表63: 18-23 年公司金融及资产管理业务净利润情况



来源: iFind, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 收入、毛利率预测:

集装箱业务:

- ✓ 行业层面: 全球集装箱产量与商品贸易额正相关, 24 年随着中美逐步进入补库存周期, 全球商品贸易回暖, 有望带动集装箱需求提升; 同时红海航线改道导致部分集装箱无法及时回流, 集装箱周转效率下滑, 进一步扩大集装箱新增需求。另外, 集装箱使用寿命一般为 10-15 年, 2010-2015 年, 我国集装箱产量均值为 1.01 亿立方米, 为历史较高水平, 有望带动未来较高的旧箱更换需求释放。根据 Wind, 1-4M24 我国集装箱累计产量已经同比提升 164.2%, 呈现显著复苏趋势。
- ✓ 公司层面: 根据公司官网, 自 96 年以来, 公司的集装箱产销量保持世界领先, 07 年成为全球集装箱行业首家年产量突破 200 万 TEU 的企业。根据 Textainer, 22 年公司整体集装箱产量全球份额接近 45%, 位居全球第一。根据公司年报援引 Drewry 数据, 23 年公司标准干货集装箱、冷藏箱、特种集装箱产量均保持全球第一。1Q24 公司集装箱制造业务产销量同比明显回升, 其中干货箱销量 49.44 万 TEU, 同比提升 499.27%。未来随着全球商品贸易的持续复苏, 以及旧箱更新替换的催化, 公司集装箱销量有望持续回暖, 集装箱业绩有望持续复苏。我们预计 24-26 年公司集装箱业务收入分别为 430/498/538 亿元, 同比增长 42.5%/15.6%/8.1%。行业景气复苏下,



集装箱业务毛利率有望小幅提升，预计 24-26 年分别为 15.0%/15.5%/15.5%。

海洋工程业务：

- ✓ 行业层面：（1）油气装备：21 年以来全球原油需求复苏，海上勘探资本开支持续增长，带动海工油气装备需求上行。同时伴随着行业 10 年下行期，供给端产能大幅出清，供需错配下，钻井平台利用率持续攀升，造价、租金持续上行。根据克拉克森，23 年末全球钻井平台利用率已达 88%，预计 24、25 年将进一步提升到 91%和 93%。海工景气度上行，装备造价上行，利好海工企业盈利提升。（2）风电安装船：近年来全球海风建设景气向上，各国海风装机目标不断提升，风电安装船规模有望持续扩容。根据智研瞻产业研究院，我国风电安装船行业市场规模不断扩容，22 年达到 258.84 亿元，同比增长 37.77%，1H23 达 178.30 亿元，同比增长 38.24%，24 年预计仍将保持较高增速。
- ✓ 公司层面：公司是国内海工装备龙头，根据中集来福士官微，截至 4M21 公司深水半潜式平台全球份额 25%，排名世界第一。行业周期上行背景下，公司作为行业龙头有望充分受益。此外，公司能够批量化设计和建造海上风电安装船、模块化升压站等风电装备，技术行业领先，海风业务收入有望贡献收入长期增量。21、22 年公司海工业务新接订单量分别同比增长 383%、77%。截至 23 年底，公司海工业务累计在手订单 54 亿美元，同比+35%。在手订单金额持续攀升，看好公司海工业务收入长期增长。我们预计 24-26 年公司海洋工程业务收入为 146/179/204 亿元，分别同比增长 40%/22%/14%；毛利率分别为 14.0%/15.0%/16.5%。

道路运输车辆：

- ✓ 行业层面：根据公司公告，24 年国内交通运输预计延续恢复态势，中国半挂车市场有望迎来持续复苏、头部效应加速集中的格局；同时，在国家推动新型基础设施建设下，中国专用车市场需求有望释放。海外市场，随着北美半挂车制造供应链紧张得到缓解，北美半挂车市场供需回归常态；地缘政治复杂态势持续和货币政策收紧造成欧洲经济发展放缓，欧洲半挂车行业面临需求放缓压力；“一带一路”政策的推进以及中国商用车出海战略全面开拓，其他市场半挂车预计存在一定增长空间。
- ✓ 公司层面：公司通过子公司中集车辆开展道路运输业务，主要分为半挂车、专用车上装和轻型厢式车厢体业务三部分。根据公司年报援引《Global Trailer》数据，中集车辆是全球排名第一的半挂车生产制造商。24 年在国内市场，随着中国物流需求恢复，全国物流总额增长，公司国内车辆销量有望实现同比提升。但是海外市场，在通胀压力以及美联储降息预期放缓的背景下，北美半挂车市场供需回归常态，北美半挂车的销量预计承压；欧洲半挂车市场在通胀持续与地缘政治影响下，市场需求放缓。从内外销占比上看，22、23 年，中集车辆在大陆地区销售占比 35%左右，美洲、欧洲占比分别在 45%和 11%左右。受欧美市场需求放缓影响，24 年公司道路运输车辆业务预计阶段性承压，我们预计 24-26 年公司道路运输车辆业务收入为 233/248/263 亿元，分别同比-7.3%/+6.7%/+5.8%，毛利率为 16%/16%/16%。

物流服务业务：

- ✓ 行业层面：根据公司公告，23 年，全球经济增速放缓，使得集运市场需求疲软，同时大量新船交付，运力供给增加，全球集运运量同比下降，运价同比弱势运行。1Q24，集运市场主要航线货量呈现回暖态势，海运运价攀升，带动中欧班列以及全球航线价格上涨。随着中美库存周期的开始，我们判断 24-26 年商品贸易有望复苏，物流行业需求有望持续改善。
- ✓ 公司层面：根据公司公告，公司通过中集世联达经营物流服务业务，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。1Q24 公司获得物流业权威杂志《Transport Topics》公布的 2024 全球海运货代 TOP50 中第 13 名，公司行业地位较为领先。1Q24 公司物流服务业务规模与盈利均实现同比增长。其中，海运业务方面，公司重点推进欧洲、北美、东南亚产品能力的打造；陆运业务方面，一体化整合发展，稳步推进公司化运营；空运业务方面，借助电商出货高峰，大力发展直客。我们预计公司物流服务业务在去年低基数基础上有望实现增长，24-26 年收入分别为 232/250/271 亿元，分别同比增长 15%/8%/8%，毛利率分别为 7.2%/7.2%/7.2%。

能源化工装备业务：

- ✓ 行业层面：（1）清洁能源领域：我们看好 LNG 等清洁能源未来市场需求增长，天然气具有供应稳定、应用广泛等优势，是碳中和阶段支撑可再生能源发展较好的过渡能源，其消费需求仍有较大提升空间。根据公司公告援引壳牌《2024 年液化天然气》



数据，在中国工业需求以及南亚和东南亚经济发展的推动下，全球 LNG 需求将在 2040 年后继续增长，预计到 2040 年，全球 LNG 需求将增长 50%以上达到每年 6.25-6.85 亿吨左右。除了 LNG 外，在双碳的发展进程中，氢能等可再生能源规模及应用也有望高速增长。(2) 化工环境领域：伴随全球产业的进步和对环境保护及安全法规的加强，化工产品市场规模逐步增长，利好罐式集装箱需求长期持续增长。(3) 液态食品领域，根据公司公告援引 Imarc Group 统计数据，23 年全球食品和饮料加工设备市场规模 614 亿美元，预计 24-32 年期间的年复合增长率为 4.7%。

- ✓ 公司层面：公司能源、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，主要经营主体为中集安瑞科。(1) 清洁能源领域：根据公司公告，中集安瑞科是中国唯一一家围绕天然气、氢能实现全产业链布局的关键装备制造制造商和工程服务商，并提供一站式系统解决方案，在 LNG、氢能、LPG、CNG 和工业气体相应的储运类产品产销量全国领先。根据公司公告，1Q24 公司清洁能源分布受益于国内天然气消费量增长、LNG 价格平稳且油气价差进一步扩大、船舶行业需求强劲及氢能利好政策频出等影响，收入增长 21.2%，后续有望延续增长趋势。(2) 化工环境领域，根据公司公告，1Q24 化工环境业务收入同比下降，主要受化工罐箱需求疲软，但是一季度内客户提箱趋势向好、速度加快，工厂内新箱库存明显下降，已接近正常水平，我们判断全年有望恢复增长。(3) 液态食品领域，受到个别工业啤酒交钥匙工程应客户指示推迟进度的影响，1Q24 收入同比下降。截至 24 年 3 月底，液态食品在手订单维持增长，有望支撑其后续收入稳健增长。综上，我们看好公司能源化工装备业务收入长期增长，预计 24-26 年收入分别为 271/305/336 亿元，分别同比增长 8.3%/12.6%/10.1%，毛利率分别为 15.8%/15.8%/15.8%。

■ 费用率预测：

- ✓ 销售、管理费用率：复盘历史，我们发现公司销售、管理费用摊薄效应的大小，也与行业周期存在一定相关性。例如，21 年受益全球贸易复苏，公司收入同比增长超 70%，销售、管理费用率摊薄效果明显，分别较 20 年下滑 0.42/1.66pct 至 1.69%/3.54%。22 年受收入增速下滑影响，销售、管理费用率摊薄效应减弱，费用率小幅提升。未来随着全球贸易逐步复苏，集装箱景气周期向上，同时海工业务景气向上，公司销售、管理费用率摊薄效果预计将小幅提升。并且从公司 1Q24 的费用率小幅下滑也能印证这一判断，因此我们预计 24-26 年公司销售费用率分别为 1.8%/1.7%/1.7%，管理费用率分别为 4.5%/4.4%/4.4%。
- ✓ 研发费用率：考虑到公司未来将在集装箱制造工艺改进升级（智能化、自动化工厂建设等）、海上光伏发电平台等制造领域保持较高的研发投入，我们预计公司研发费用率 24-26 年有望保持在 1.6%。

综上：我们预计公司 24-26 年公司营业收入分别为 1496/1676/1819 亿元，分别同比 +17.1%/12.0%/8.6%；归母净利润为 24.0/34.2/44.7 亿元，分别同比 +470%/43%/30%。

图表64：公司盈利预测

单位：亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1637.0	1415.4	1278.1	1496.4	1675.5	1818.8
yoy	73.9%	-13.5%	-9.7%	17.1%	12.0%	8.6%
毛利率	18.0%	15.3%	13.8%	13.8%	14.2%	14.4%
集装箱						
收入	659.7	457.1	302.1	430.5	497.8	538.2
yoy	212.6%	-30.7%	-33.9%	42.5%	15.6%	8.1%
毛利率	25.6%	23.6%	16.0%	15.0%	15.5%	15.5%
道路运输车辆						
收入	276.5	236.2	250.9	232.5	248.2	262.6
yoy	6.2%	-14.6%	6.2%	-7.3%	6.7%	5.8%
毛利率	11.0%	13.3%	19.0%	16.0%	16.0%	16.0%
物流服务业务						
收入	294.7	293.5	201.7	231.9	250.5	270.5
yoy	179.9%	-0.4%	-31.3%	15.0%	8.0%	8.0%
毛利率	7.1%	5.3%	7.0%	7.2%	7.2%	7.2%
空港设备						



单位：亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	68.4	66.7	69.6	72.4	75.3	78.3
yoy	15.6%	-2.5%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利率	—	21.6%	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
循环载具业务						
收入	60.2	48.5	28.3	29.2	30.1	31.0
yoy	131.5%	-19.4%	-41.6%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	—	16.4%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
能源化工装备						
收入	195.3	212.5	250.3	271.1	305.2	336.1
yoy	52.1%	8.8%	17.8%	8.3%	12.6%	10.1%
毛利率	15.4%	17.0%	15.5%	15.8%	15.8%	15.8%
海洋工程业务						
收入	54.4	57.7	104.5	146.3	178.5	203.5
yoy	11.5%	6.1%	81.1%	40.0%	22.0%	14.0%
毛利率	—	6.9%	9.3%	14.0%	15.0%	16.5%
金融业务						
收入	37.6	17.1	22.2	27.7	32.7	38.6
yoy	140.0%	-54.6%	29.8%	25.0%	18.0%	18.0%
毛利率	—	2.3%	-21.1%	5.0%	7.0%	8.0%
其他						
收入	67.2	26.1	48.5	54.8	57.3	59.9
yoy	35.3%	-61.2%	86.0%	12.9%	4.6%	4.6%
毛利率	—	-5.3%	8.6%	9.2%	10.5%	11.9%

来源：iFind，国金证券研究所

4.2 投资建议

公司是全球物流及能源装备龙头司，业务涵盖集装箱、道路运输车辆、海洋工程等领域。(1) 集装箱制造为公司核心业务，23年收入占比24%。22年以来由于全球商品贸易增速放缓，集运市场需求疲软，新箱需求低迷。展望24年，受益全球商品贸易复苏预期+集装箱周转效率下滑+旧箱更新替换需求，行业需求有望触底反弹。公司是全球集装箱制造龙头，23年集装箱产量全球份额第一，受益行业景气复苏，集装箱制造业有望开启回升。(2) 海洋工程领域，公司是国内海洋工程领域领先企业，产品业务包括钻井平台、生产平台等油气装备制造，海上风电安装船、升压站等海风装备制造以及特种船舶制造等。受益海上原油勘探景气持续+海上风电建设持续景气上行，同时供给端产能大幅出清，当前钻井平台利用率、造价、租金持续上行，利好公司盈利能力提升。22年以来公司海工制造业务持续减亏，同时公司海工资产租赁业务不断盘活，23年租赁运营收入同增80%+，未来海工业务业绩有望持续改善。

道路运输车辆领域我们选取中国重汽作为可比公司，海洋工程领域选取中国船舶、振华重工作为可比公司，我们预计公司24-26年公司营业收入分别为1496/1676/1819亿元，归母净利润为24.0/34.2/44.7亿元，对应PE为22X/16X/12X。考虑到集装箱和海工行业景气度向上，以及公司在国内市场的领先地位，我们给予公司24年28倍PE，对应目标价12.46元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表65：可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	EPS (元)					PE				
			2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
000951.SZ	中国重汽	14.97	0.18	0.92	1.21	1.53	1.89	83.17	16.27	12.37	9.78	7.92
600150.SH	中国船舶	38.87	0.04	0.66	1.34	2.07	2.82	1022.89	58.80	28.94	18.78	13.77
600320.SH	振华重工	3.56	0.07	0.10	0.15	0.21	0.25	50.86	35.60	23.73	16.95	14.24
平均值								385.64	36.89	21.68	15.17	11.98
000039.SZ	中集集团	9.94	0.60	0.08	0.45	0.63	0.83	16.65	127.24	22.33	15.66	12.01

来源：Wind，国金证券研究所（备注：股价对应日为2024年6月18日，中国重汽、振华重工盈利预测来自wind一致预期）



5、风险提示

- **全球商品贸易复苏不及预期。**公司的集装箱制造、物流服务等业务受全球经济贸易影响较大。近年来全球经济环境日趋复杂，全球贸易增长不确定性较大，如果24年全球贸易复苏不及预期，将影响公司业绩增长弹性。
- **原材料价格波动风险。**公司主要生产成品为金属制品，原材料包含钢材、铝材、木材等。如果原材料价格大幅波动，将影响公司经营业绩稳定。
- **行业竞争加剧风险。**公司各项主营业务都存在来自国内外企业的竞争，如果因需求不振或产能相对过剩导致供求关系失衡，引起行业竞争加剧，将影响公司盈利能力稳定。
- **汇率波动风险。**21-23年公司海外业务收入占比由9.19%提升至15.64%，海外业务占比提升，如果未来汇率出现较大波动，将影响公司业绩稳定。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	163,696	141,537	127,810	149,644	167,550	181,880	货币资金	16,443	17,112	21,324	22,426	23,477	25,429	
增长率		-13.5%	-9.7%	17.1%	12.0%	8.6%	应收款项	32,267	26,807	29,313	32,954	36,439	39,057	
主营业务成本	-134,176	-119,912	-110,212	-128,949	-143,786	-155,681	存货	19,837	18,332	19,200	22,257	24,424	26,444	
%销售收入	82.0%	84.7%	86.2%	86.2%	85.8%	85.6%	其他流动资产	12,911	14,734	18,602	19,523	21,557	23,206	
毛利	29,520	21,625	17,598	20,695	23,765	26,199	流动资产	81,457	76,984	88,440	97,160	105,896	114,136	
%销售收入	18.0%	15.3%	13.8%	13.8%	14.2%	14.4%	%总资产	52.8%	52.8%	54.7%	55.8%	57.2%	58.3%	
营业税金及附加	-634	-551	-541	-599	-670	-655	长期投资	19,271	14,845	16,044	17,318	18,320	19,321	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	44,067	43,943	44,839	45,734	46,709	47,663	
销售费用	-2,759	-2,452	-2,761	-2,694	-2,848	-3,092	%总资产	28.6%	30.1%	27.7%	26.3%	25.2%	24.4%	
%销售收入	1.7%	1.7%	2.2%	1.8%	1.7%	1.7%	无形资产	7,316	7,797	9,412	10,958	11,377	11,770	
管理费用	-5,801	-7,012	-6,505	-6,734	-7,372	-8,003	非流动资产	72,865	68,916	73,323	76,897	79,241	81,539	
%销售收入	3.5%	5.0%	5.1%	4.5%	4.4%	4.4%	%总资产	47.2%	47.2%	45.3%	44.2%	42.8%	41.7%	
研发费用	-2,252	-2,463	-2,429	-2,394	-2,681	-2,910	资产总计	154,323	145,900	161,763	174,057	185,136	195,675	
%销售收入	1.4%	1.7%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	短期借款	19,639	8,562	22,076	22,996	24,515	26,018	
息税前利润 (EBIT)	18,074	9,147	5,361	8,274	10,193	11,539	应付款项	32,103	26,709	31,244	33,450	35,706	37,809	
%销售收入	11.0%	6.5%	4.2%	5.5%	6.1%	6.3%	其他流动负债	17,681	27,727	25,665	26,723	29,387	30,593	
财务费用	-1,507	24	-1,507	-1,896	-2,143	-2,271	流动负债	69,423	62,998	78,985	83,168	89,608	94,420	
%销售收入	0.9%	0.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	长期贷款	21,652	16,214	13,523	18,323	19,323	20,323	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	6,268	4,032	4,624	3,221	3,058	2,940	
公允价值变动收益	-72	-1,077	-611	-895	-895	-895	负债	97,342	83,244	97,133	104,713	111,989	117,684	
投资收益	1,268	-595	-334	-400	-450	-450	普通股股东权益	45,119	48,613	47,858	51,221	53,674	57,169	
%税前利润	9.5%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	3,595	5,393	5,393	5,393	5,393	5,393	
营业利润	13,472	7,505	2,832	5,679	7,230	8,548	未分配利润	31,627	31,598	30,802	32,231	34,684	38,178	
营业利润率	8.2%	5.3%	2.2%	3.8%	4.3%	4.7%	少数股东权益	11,861	14,043	16,773	18,123	19,473	20,823	
营业外收支	-176	-567	2	3	3	3	负债股东权益合计	154,323	145,900	161,763	174,057	185,136	195,675	
税前利润	13,295	6,938	2,834	5,682	7,233	8,551	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	8.1%	4.9%	2.2%	3.8%	4.3%	4.7%	每股指标							
所得税	-4,934	-2,337	-971	-1,932	-2,459	-2,736	每股收益	1.854	0.597	0.078	0.445	0.635	0.828	
所得税率	37.1%	33.7%	34.3%	34.0%	34.0%	32.0%	每股净资产	12.550	9.015	8.875	9.499	9.953	10.601	
净利润	8,361	4,601	1,863	3,750	4,774	5,815	每股经营现金净流	5.828	2.747	0.510	1.152	1.718	1.946	
少数股东损益	1,695	1,382	1,442	1,350	1,350	1,350	每股股利	0.690	0.180	0.022	0.022	0.022	0.022	
归属于母公司的净利润	6,665	3,219	421	2,400	3,424	4,465	回报率							
净利率	4.1%	2.3%	0.3%	1.6%	2.0%	2.5%	净资产收益率	14.77%	6.62%	0.88%	4.69%	6.38%	7.81%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.32%	2.21%	0.26%	1.38%	1.85%	2.28%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	11.02%	6.77%	3.43%	4.82%	5.63%	6.18%	
净利润	8,361	4,601	1,863	3,750	4,774	5,815	增长率							
少数股东损益	1,695	1,382	1,442	1,350	1,350	1,350	主营业务收入增长率	73.85%	-13.54%	-9.70%	17.08%	11.97%	8.55%	
非现金支出	8,290	4,291	4,256	3,195	3,358	3,603	EBIT 增长率	326.26%	-49.39%	-41.39%	54.35%	23.19%	13.21%	
非经营收益	952	-1,869	2,754	3,523	3,796	3,954	净利润增长率	24.59%	-51.70%	-86.91%	469.73%	42.65%	30.41%	
营运资金变动	3,350	7,789	-6,122	-4,257	-2,665	-2,879	总资产增长率	5.55%	-5.46%	10.87%	7.60%	6.37%	5.69%	
经营活动现金净流	20,952	14,813	2,752	6,211	9,262	10,493	资产管理能力							
资本开支	-5,824	-2,980	-5,066	-5,478	-4,672	-4,872	应收账款周转天数	49.2	61.6	64.6	65.0	64.0	63.0	
投资	1,243	-2,832	-1,991	-2,270	-1,997	-1,997	存货周转天数	48.0	58.1	62.1	63.0	62.0	62.0	
其他	1,738	-190	-995	-400	-450	-450	应付账款周转天数	42.1	51.8	60.8	58.0	54.0	52.0	
投资活动现金净流	-2,843	-6,003	-8,052	-8,148	-7,119	-7,319	固定资产周转天数	78.0	101.1	115.2	98.9	89.2	82.8	
股权募资	2,389	3,004	2,203	1,953	0	0	偿债能力							
债权募资	-5,845	-7,381	12,210	4,507	2,519	2,504	净负债/股东权益	44.01%	13.31%	24.13%	29.01%	29.37%	28.12%	
其他	-4,413	-5,386	-4,708	-3,198	-3,449	-3,608	EBIT 利息保障倍数	12.0	-388.9	3.6	4.4	4.8	5.1	
筹资活动现金净流	-7,869	-9,763	9,705	3,263	-930	-1,104	资产负债率	63.08%	57.06%	60.05%	60.16%	60.49%	60.14%	
现金净流量	10,015	-168	4,609	1,326	1,214	2,070								

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	9	18	31
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究