

中集集团 (000039.SZ)

买入 (首次评级)

集装箱+海工复苏共振，多元业务协同发展

当前价格: 8.50元

投资要点:

➤ 中集集团：全球集装箱龙头，多元业务协同发展

公司业务多元，在集装箱业务保持全球行业领先地位，全球市占率约45%。公司在道路运输车辆、能源/化工/液态食品装备以及海工业务也在全球形成了较强的竞争力。2023年公司业绩下降，主要因为集装箱市场回调，新箱市场遭遇周期性低谷。2023年，公司实现营业收入1278亿元，同比-9.70%；公司实现归母净利润4.21亿元，同比-86.91%；实现销售毛利率/净利率分别为13.77%/1.46%，同比-1.51pct/-1.79pct。

➤ 集装箱行业：市场触底回升，公司业绩有望反弹

宏观来看，集装箱需求与全球贸易、库存周期密切相关。据WT预测2023年商品贸易增速承压，24年有增速有望达3.3%。中观来看，21年后超买库存积压，23年集装箱销量预计成为历史低点，有望在24年修复至行业正常水平。今年受红海局势、新运力配箱以及春节前出货小高峰等因素影响，导致集装箱周转减缓，船公司等主流客户购箱意愿增强，市场需求回暖。公司角度来看，公司标准干货集装箱2024Q1销量约49.44万TEU，同比+499%，第三季度订单饱和，开始接第四季度订单。

➤ 海工行业：生产平台订单持续，钻井平台租赁火热

国际油价企稳在每桶80美元左右，并预计在2024年保持稳定，各机构对未来油气投资持乐观态度。在此背景下，海工行业保持热度，23年各类海工装备订单均出现不同程度回暖，浮式生产装备订单接近历史高峰。海洋钻井平台利用率高位运行，租金节节攀升，市场需求保持活跃。2023年公司海洋工程业务的营业收入为104.52亿元，同比上升81.12%；净亏损0.31亿元，同比减亏3.03亿元。下游装备租赁需求十分活跃，租赁收入同比+80%。公司在手三座半潜式钻井平台未来有望获得高额租约，为公司带来收益。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2023-2026年收入CAGR为10%，归母净利润CAGR为130%，EPS分别为0.55元、0.79元、0.95元。采用可比公司估值法，2024-2026年可比公司调整后的平均PE分别为14、11、9倍，预计中集集团2024-2026年归母净利润为29.70、42.75、51.02亿元，对应PE15、11、9，考虑到集装箱和海工行业景气度向上，并且公司在全球市场处于领先地位，我们认为公司仍具备估值性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

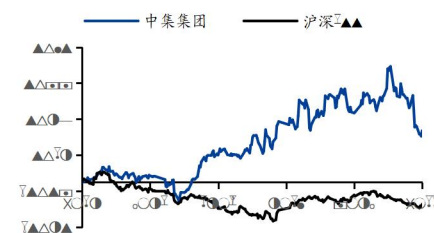
➤ 风险提示

经济周期波动的风险，金融市场波动与汇率风险，原材料价格波动风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	5,392.52/2,301.41
流通A股市值(百万元)	19,561.96
每股净资产(元)	8.46
资产负债率(%)	61.34
一年内最高/最低价(元)	10.79/6.31

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 俞能飞(S0210524040008)
 ynf30520@hfzq.com.cn
 联系人: 曹钰涵(S0210124050059)
 cyh30565@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	141,537	127,810	154,955	159,712	171,644
增长率	-14%	-10%	21%	3%	7%
净利润(百万元)	3,219	421	2,970	4,275	5,102
增长率	-52%	-87%	605%	44%	19%
EPS(元/股)	0.60	0.08	0.55	0.79	0.95
市盈率(P/E)	14.2	108.8	15.4	10.7	9.0
市净率(P/B)	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键变量

关键变量一：经济复苏贸易回暖带来新增需求，12年替换周期带来更新需求，24年集装箱需求有望触底反弹，公司作为全球集装箱龙头，预计深度受益。预计2024-2026年，营收增速分别为47%/-12.8%/1.5%。集装箱价格较为稳定，产量增加规模效应显现，毛利率提升为22.9%/22.9%/23.3%。

关键变量二：海工市场复苏回暖，FPSO订单+海工平台运营有望带来高增速；非油气业务平滑油气波动，风电船舶和PCTC船需求缺口大，公司有望受益。预计2024-2026年，营收增速分别为44%/33%/25%，毛利率为13.5%/15%/18%。

我们区别于市场的观点

市场认为：2024年集装箱低点反弹，但2025年集装箱需求已提前释放，若红海绕行结束，可能会重现2023年情况。

我们的观点：回看历史，公司净利润低点当年也是集装箱行业产量历史低点，2009年到2011年集装箱产量从低点恢复增长105%，公司利润增长约285%；2016-2018年集装箱产量从低点恢复增长100%，公司利润增长约526%。增长周期有望持续2年。新箱需求由更新和新增需求推动，即使2025年红海绕行结束，新增需求下降，更新需求仍然存在，因此我们认为2025年新箱需求不会出现2023年情况，后续仍有增长空间。

股价上涨的催化因素

集运价格超预期上涨，带动集装箱需求；

油气价格上涨，带动海洋油气装备新造价格、租赁价格上升；

公司市场份额进一步提升等

估值和目标价格

中集集团业务多元，选取同为集装箱制造的<中远海发>，同为道路运输车辆的<中国重汽>、同为海洋工程的<海油工程>、<振华重工>；以及船舶制造领域的<中国船舶>作为可比公司。公司作为集装箱制造龙头公司，将深度受益于集装箱行业周期反弹；此外，海工市场复苏，公司在手订单饱满，海工平台租金上涨，海工平台租赁也具有较大弹性。2024-2026年可比公司调整后的平均PE分别为14、11、9倍，预计中集集团2024-2026年归母净利润为29.70、42.75、51.02亿元，对应PE 15、11、9，考虑到集装箱和海工行业景气度向上，并且公司在全球市场处于领先地位，我们认为公司仍具备估值性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

经济周期波动的风险，金融市场波动与汇率风险，原材料价格波动风险。



正文目录

1 中集集团：全球集装箱龙头，多元业务协同发展.....	5
1.1 公司历史悠久，全球实力强劲.....	5
1.2 战略目标明确，业务多元发展.....	6
1.3 2023 年业绩承压，有望筑底回升.....	7
2 集装箱行业：市场触底回升，公司业绩有望反弹.....	8
2.1 宏观：全球贸易回暖，零售商进入补库存周期.....	8
2.2 中观：红海绕行使得集装箱周转减缓，5-6 月集装箱行业景气度持续攀升... ..	11
2.3 公司：集装箱市占率 45%+，深度受益于集装箱行业复苏.....	12
3 海工行业：生产平台订单持续，钻井平台租赁火热.....	13
3.1 宏观：石油价格支撑下，海洋石油投资回暖.....	13
3.2 中观：海工市场订单部分复苏，租赁市场热度攀升.....	14
3.3 公司：中集来福士已大幅减亏，租赁收入大幅提升.....	16
4 盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议.....	19
5 风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 中集集团历史沿革.....	5
图表 2： 公司股权结构.....	6
图表 3： 公司业务矩阵.....	6
图表 4： 中集集团重要并购活动.....	7
图表 5： 2023 年营业收入 1278 亿元，同比-9.70%.....	7
图表 6： 2023 年归母净利润 4.21 亿元，同比-86.91%.....	7
图表 7： 公司毛利率整体稳定，保持在 15%左右.....	8
图表 8： 2023 年公司财务费用率同比+1.2pct.....	8
图表 9： 商品贸易数量下降，服务性消费增长.....	9
图表 10： 2023 年美国人均商品消费逐季增长.....	9
图表 11： 美国批发商库存得到控制.....	9
图表 12： 2024 年美国制造商、零售商有望持续补库.....	10
图表 13： 美国库存去化减缓，PPI 回升.....	10
图表 14： 集装箱产量与价格.....	11
图表 15： 德鲁里全球集装箱指数.....	11
图表 16： 上海至各港口集装箱运价（美元/个）.....	11
图表 17： 全球集装箱产量 2016 年为低点、2017 年反弹.....	11
图表 18： 中集集团集装箱销量分别在 09-10、16-17 年反弹.....	11
图表 19： 中集集团干货集装箱季度销量.....	12
图表 20： 中集集团冷藏集装箱季度销量.....	12
图表 21： 行业干箱新签价格 2023 年以来维持稳定.....	12
图表 22： 中集集团市占率近 45%.....	12
图表 23： 布伦特原油价格.....	13
图表 24： 全球原油供需平衡表（百万桶/天）.....	13
图表 25： 各机构对油气行业预测.....	14
图表 26： 2003-2023 年全球海工市场订单成交金额.....	14
图表 27： 典型海工装备价格走势.....	15
图表 28： 钻井平台利用率提升.....	16
图表 29： 公司海工主要产品及业务.....	16
图表 30： 预计 22-26 年全球平均每年有 11 艘 FPSO 订单.....	16
图表 31： 公司平台租售状态.....	17
图表 32： 公司业绩拆分预测表.....	19



图表 33: 可比公司估值表.....	20
图表 34: 财务预测摘要.....	21

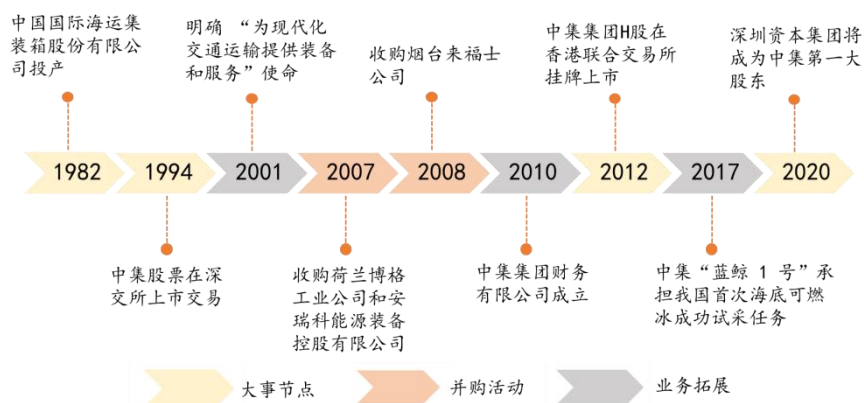


1 中集集团：全球集装箱龙头，多元业务协同发展

1.1 公司历史悠久，全球实力强劲

中集集团于1980年1月创立于深圳，由招商局与丹麦宝隆洋行合资成立，是世界领先的物流装备和能源装备供应商。1994年公司在深圳证券交易所上市，2012年12月在香港联交所上市，目前是A+H股公众上市公司，主要股东为深圳市资本运营集团、招商局集团等。

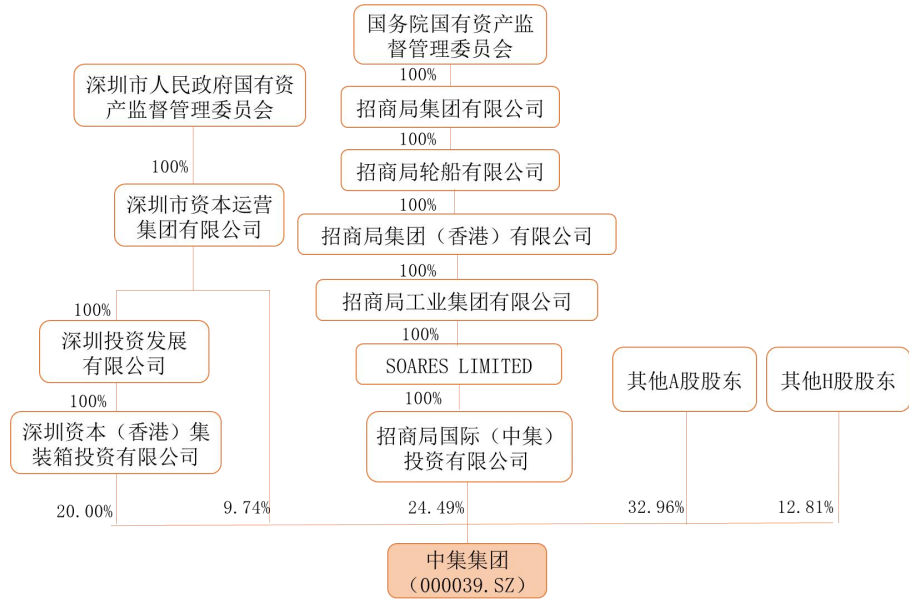
图表 1：中集集团历史沿革



数据来源：公司官网，华福证券研究所

国有资本占主导地位，混合所有制企业股权结构均衡。两大股东为深圳资本集团和招商局集团。2020年10月12日，公司股东方中远海运发展股份有限公司及其子公司与深圳市资本运营集团有限公司及其子公司签署了股份转让协议，2020年12月18日，本次股份转让完成。截至2023年底，深圳市资本运营集团有限公司及其子公司合计持有本公司29.74%股权，成为本公司第一大股东。第二大股东为招商局集团，通过其子公司招商局国际（中集）投资有限公司持有本公司已发行股份的24.49%。除上述两者以外，无其他法人或个人持有公司已发行总股份的10%或以上股份。

图表 2: 公司股权结构

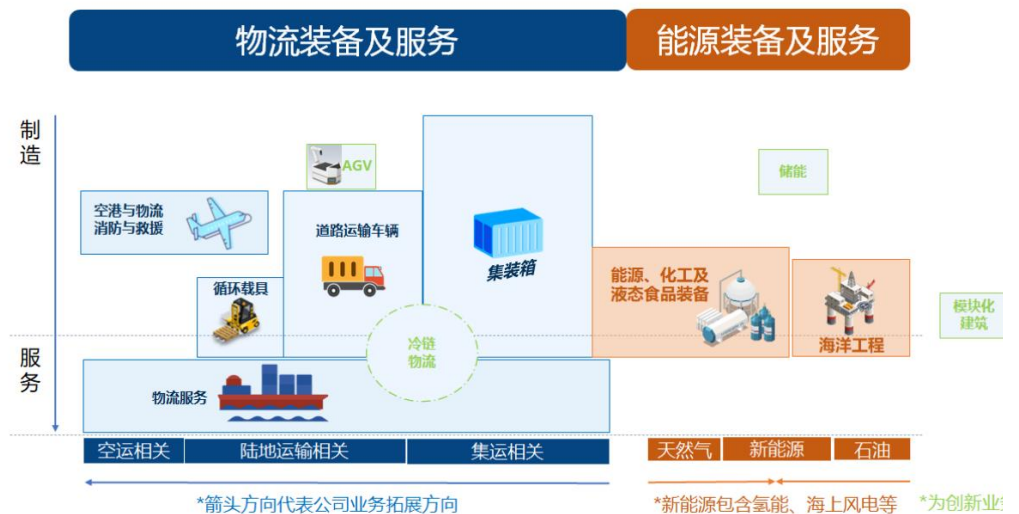


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

1.2 战略目标明确, 业务多元发展

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

图表 3: 公司业务矩阵



数据来源: 公司 2023 年报, 华福证券研究所

2001 年公司确定了“为现代化交通运输提供装备和服务”的使命, 即从全球视



野的角度，建立和并行发展三个层面的业务：第一层面为核心业务集装箱业务；第二层面为厢式半挂车业务，后逐渐调整为道路运输车辆业务；第三层面为以更广泛的形式介入现代化交通运输装备及服务行业中有生命力的业务。不同业务领域有清晰的发展脉络。

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

图表 4：中集集团重要并购活动

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

数据来源：公司官网，华福证券研究所

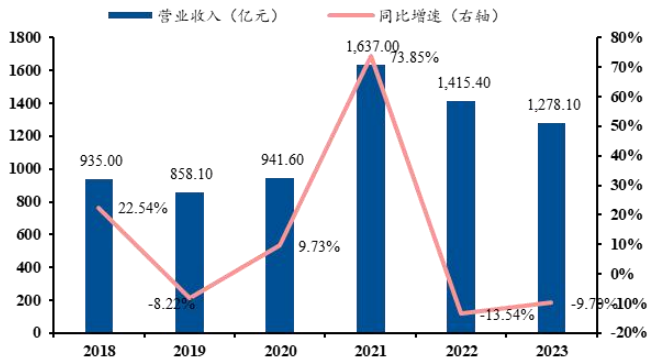
1.3 2023 年业绩承压，有望筑底回升

2023 年，公司实现营业收入 1278 亿元，同比-9.70%。其中，道路运输车辆业务、能源/化工及液态食品装备业务、海洋工程业务，空港与物流装备、金融及资产管理业务的营业收入有所提升，集装箱制造业务、物流服务业务、循环载具业务有所下降。

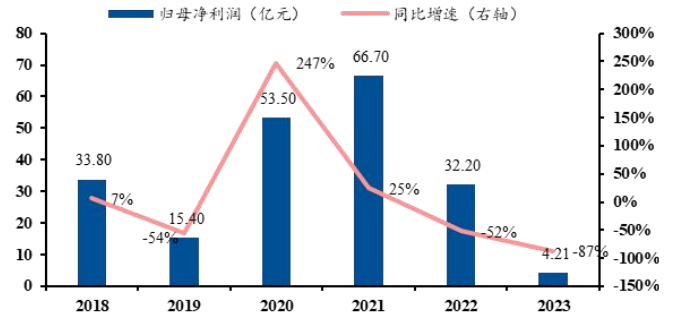
2023 年，公司实现归母净利润 4.21 亿元，同比-86.91%。业绩大幅下降主要系主营业务集装箱受市场周期性调整影响，新箱市场遭遇周期性低谷所致。公司为克服行业低谷，积极调整经营策略，开源节流。一方面，通过智能制造水平的提升、全面优化内涵、提效降本等措施。另一方面，通过不断加强产品技术创新，解决市场与行业的痛点，在 2023 年成功抓住运车集装箱、自装卸集装箱、特种铁路集装箱等产品领域的市场机遇。

图表 5：2023 年营业收入 1278 亿元，同比-9.70%

图表 6：2023 年归母净利润 4.21 亿元，同比-86.91%



数据来源: Wind, 华福证券研究所

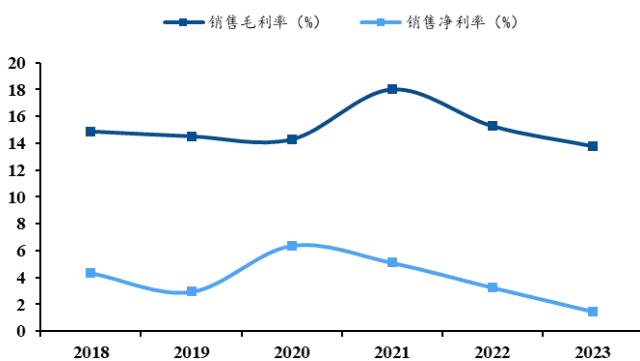


数据来源: Wind, 华福证券研究所

公司毛利率整体稳定,保持在15%左右。2023年公司销售毛利率/净利率分别为13.77%/1.46%,同比-1.51pct/-1.79pct。公司的销售净利率在2020年有所抬升,达到6.38%;销售毛利率在2021年有所抬升,2021年达到18.03%,之后二者都出现下滑。主要原因是2022年海外通胀高企和欧美大幅加息,全球经济、贸易增长动能减弱。由于集装箱整体需求的放缓,叠加原材料价格下跌等因素的影响,全年新箱箱价和销量相较2021年的历史高位出现回落。

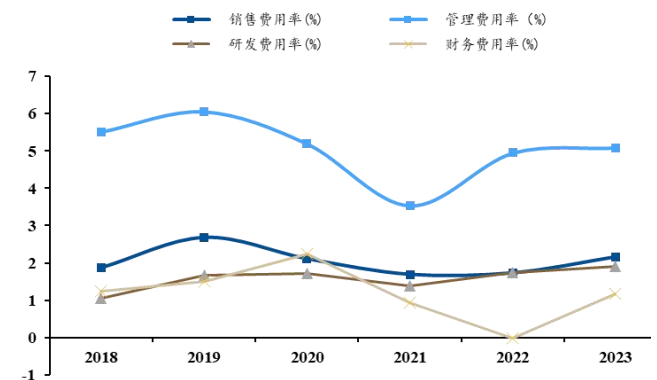
2023年由于美元贷款利率上升,公司的美元浮动利息支出增加,导致财务费用同比增长。2023全年,公司2023年销售/管理/研发/财务费用率分别为2.16%/5.09%/1.90%/1.18%,同比+0.43pct/+0.14pct/+0.16pct/+1.2pct,财务费用同比上升,主要是由于2023年美元贷款利率上升导致利息支出同比增加,且去年同期美元汇率波动产生大额汇兑收益。

图表 7: 公司毛利率整体稳定,保持在15%左右



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 8: 2023年公司财务费用率同比+1.2pct



数据来源: Wind, 华福证券研究所

2 集装箱行业: 市场触底回升, 公司业绩有望反弹

2.1 宏观: 全球贸易回暖, 零售商进入补库存周期

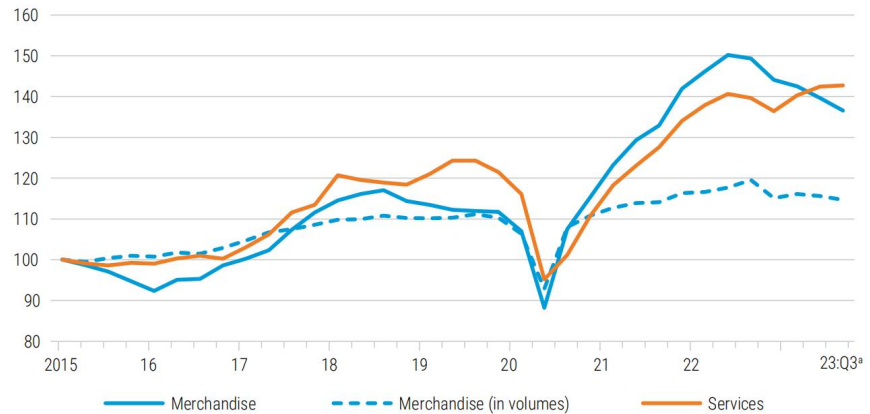


集装箱需求与全球贸易、库存周期密切相关。一般来说，经济增长带动贸易增长，从而集运运量增长，集装箱需求增加，集装箱量价齐升。我国是世界上最大的集装箱生产国，集装箱产量全球占比 90%以上，因此研究中国集装箱产量具有一定代表性。

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

图表 9：商品贸易数量下降，服务性消费增长

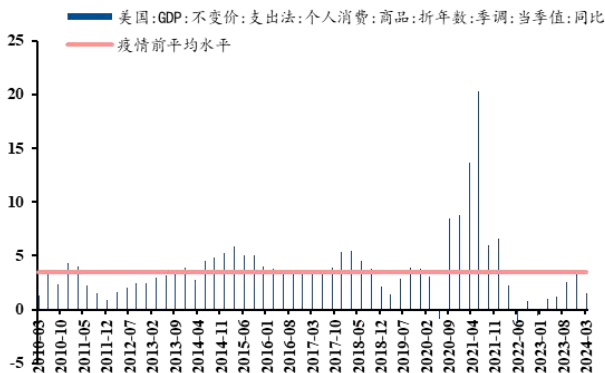
Quarterly world trade, merchandise (in values and volumes) and services (in values)
(Index numbers, first quarter of 2015=100)



数据来源：UNCTAD 《TRADE AND DEVELOPMENT REPORT 2023》，华福证券研究所

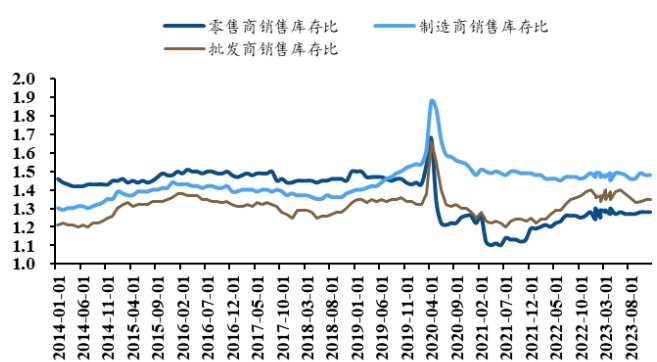
2023 年，美国商品消费保持同比增长，零售商主动去库存或告一段落。美国商品消费复苏趋势明显，2023 年，美国人均商品消费逐季保持增长，Q1-Q4 同比增速分别为 0.97%、1.17%、2.53%、3.34%，增速提升，第四季度已经接近疫情前平均增长水平（3.47%）。截至 2024 年 4 月美国零售商、制造商、批发商库存比分别回落至 1.30、1.45、1.35，得以控制，零售商主动去库存或告一段落。

图表 10：2023 年美国人均商品消费逐季增长



数据来源：同花顺，华福证券研究所

图表 11：美国批发商库存得到控制

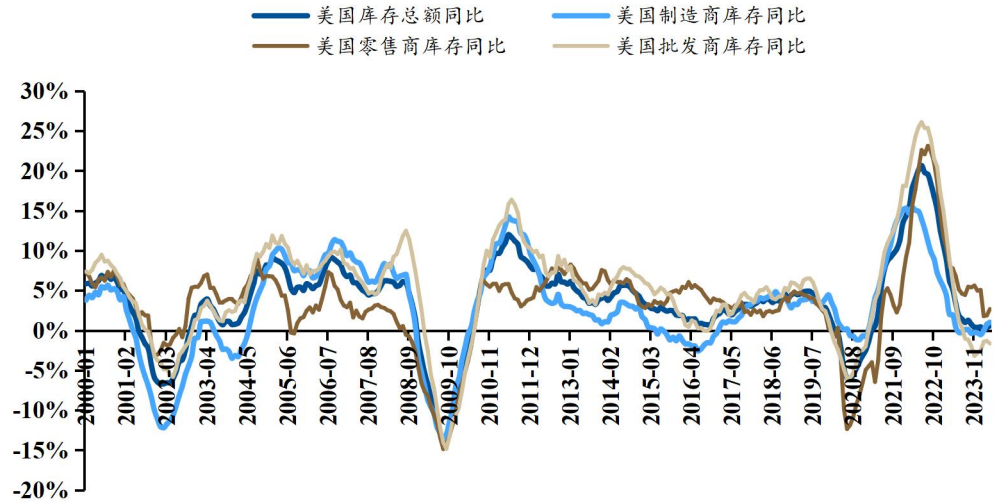


数据来源：U.S. Census Bureau, FRED, 华福证券研究所



库存周期上行，有望带动集装箱需求。美国去库存周期已持续一年以上，零售商率先开始补库存，制造商次之，2024年4月美国零售商库存同比提升2.67%，制造商库存同比+1.02%，批发商库存同比-1.64%，库存总额同比+0.57%，2024年美国有望持续补库。

图表 12: 2024 年美国制造商、零售商有望持续补库



数据来源：同花顺，华福证券研究所

美国产成品库存的领先指标 PPI 从 2024 年 8 月开始同比降幅收窄。2024 年 3-5 月，美国 PPI 增速已转正。2023 年下半年，中国集装箱产量提升趋势明显，但集装箱价格有所下降。集运价格上行有望带动集装箱价格上涨。

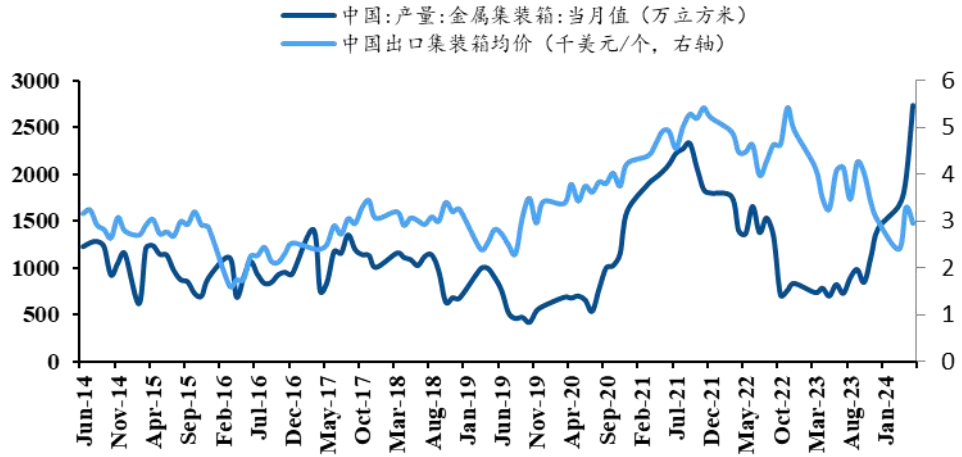
图表 13: 美国库存去化减缓，PPI 回升



数据来源：同花顺，华福证券研究所



图表 14: 集装箱产量与价格

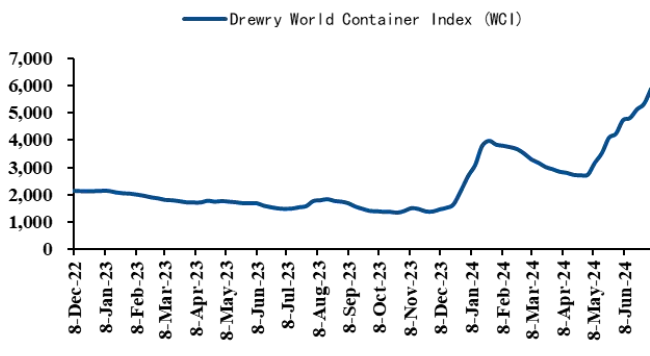


数据来源: 同花顺, 华福证券研究所

2.2 中观: 红海绕行使得集装箱周转减缓, 5-6月集装箱行业景气度持续攀升

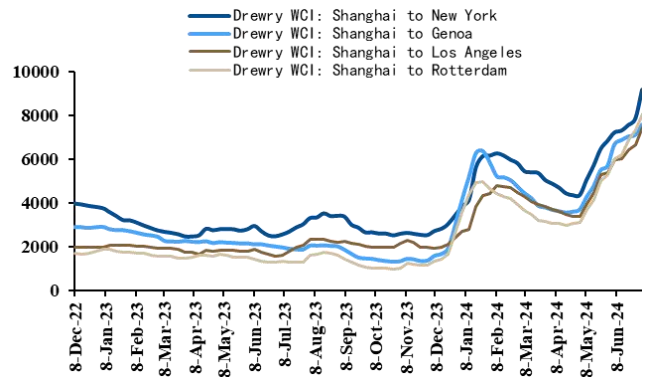
集装箱指数 5-6 月不断攀升。集装箱运价 2024 年 5 月底开始迅速上升, 截至 2024 年 7 月 4 日的德鲁里 WCI 综合指数为 5868 美元/个 (40 英尺集装箱), 同比去年增长了 298%, 比 2019 年 (疫情前) 1420 美元的平均价格高 313%, 比 2021 年 9 月的 10377 美元的疫情时峰值低 43%。截至 2024 年 7 月 4 日的平均综合指数为每 40 英尺集装箱 3664 美元, 比 10 年平均水平 2756 美元高 909 美元。

图表 15: 德鲁里全球集装箱指数



数据来源: Drewry, 华福证券研究所,注: 40ft 集装箱

图表 16: 上海至各港口集装箱运价 (美元/个)

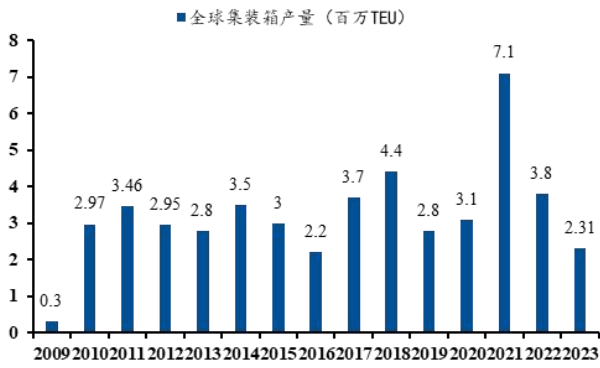


数据来源: Drewry, 华福证券研究所,注: 40ft 集装箱

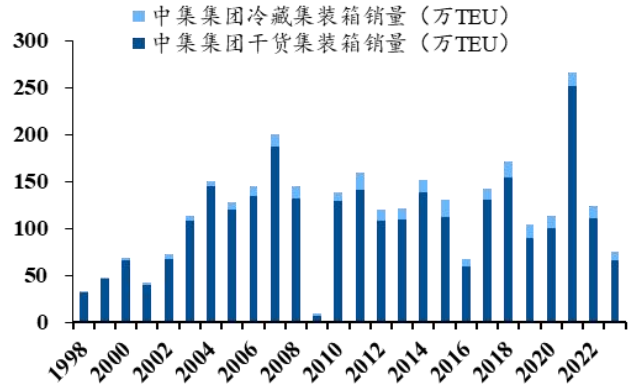
21 年后超买库存积压, 23 年集装箱销量预计成为历史低点。21 年后供应链效率恢复, 客户超买的集装箱积压, 22-23 年消化积压库存, 叠加全球经济及贸易增长动能减弱, 因此 2023 年集装箱需求陷入自金融危机以来的最低点。按照历史规律, 集装箱产量低点之后的一年都会出现反弹。例如 09 低点、10 年反弹, 16 年低点、17 年反弹。2023 年属于历史低点, 预计 24 年较 23 年低点会有一定幅度的增长。

图表 17: 全球集装箱产量 2016 年为低点、2017 年反弹

图表 18: 中集集团集装箱销量分别在 09-10、16-17 年反弹



数据来源: Drewry, 每日经济新闻, 公司 2023 中期业绩说明会, 公司 2009 年报, 中国航务周刊, 涂界, 华福证券研究所



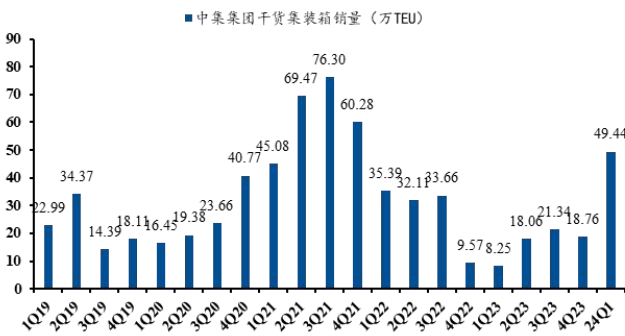
数据来源: Wind, 华福证券研究所

目前来看, 多因素导致集装箱周转减缓, 集装箱需求进一步回暖。今年红海局势的持续紧张, 船舶被迫改道好望角航线, 航程拉长, 可用运力随之减少, 从而推高了运价。根据 VesselsValue 的数据, 2024 年第一季度, 通过好望角的集装箱货运量比 2023 年第一季度增长了近 200%。今年受红海局势、新运力配箱以及春节前出货小高峰等因素影响, 导致集装箱周转减缓, 船公司等主流客户购箱意愿增强, 市场需求回暖。

2.3 公司: 集装箱市占率 45%+, 深度受益于集装箱行业复苏

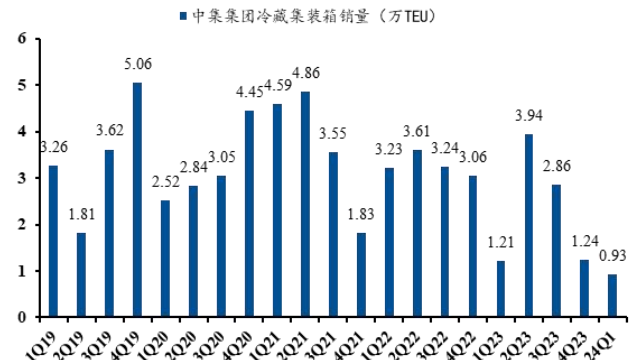
随着集装箱销量上升, 价格稳定, 公司将深度受益于集装箱市场周期反弹。销量: 单季度看, 公司新箱销量呈现稳步复苏趋势, 标准干货集装箱 2024 年第一季度销量约 49.44 万 TEU, 同比+499%, 第三季度订单饱和, 开始接第四季度订单。公司市占率维持在 45%左右, 有望深度受益市场复苏。

图表 19: 中集集团干货集装箱季度销量



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

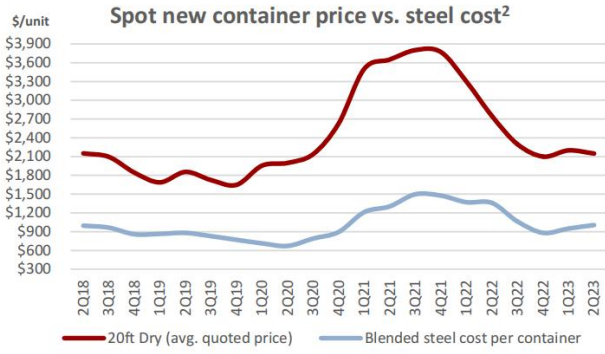
图表 20: 中集集团冷藏集装箱季度销量



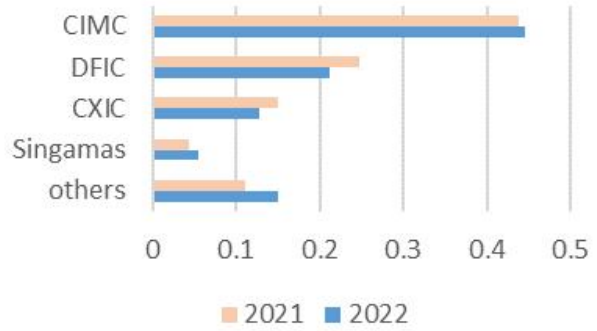
数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 行业干箱新签价格 2023 年以来维持稳定

图表 22: 中集集团市占率近 45%



数据来源: Textainer, 华福证券研究所



数据来源: Textainer, 华福证券研究所

3 海工行业: 生产平台订单持续, 钻井平台租赁火热

3.1 宏观: 石油价格支撑下, 海洋石油投资回暖

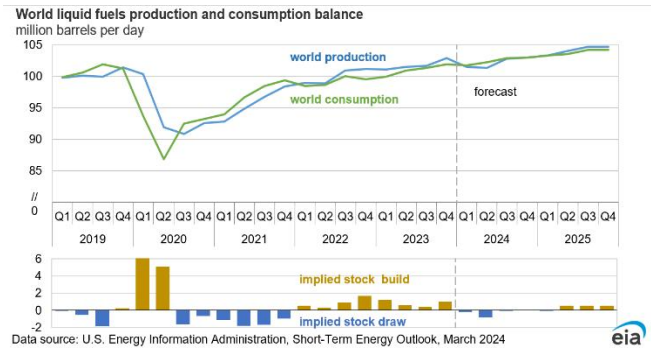
国际油价有望维持高位。根据公司公告, 国际油价企稳在每桶 80 美元左右, 并预计在 2024 年保持稳定, 在能源清洁及各国保障能源安全的共同作用下, 油气下游需求量在下半年实现回暖。2023 年 OPEC 持续减产, EIA 预计 2024 年全球原油有望进入供需平衡状态, 且能持续到 25 年。

图表 23: 布伦特原油价格



数据来源: 同花顺, 华福证券研究所

图表 24: 全球原油供需平衡表 (百万桶/天)



数据来源: EIA, U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, March 2024, 华福证券研究所



图表 25: 各机构对油气行业预测

机构	观点
Rystad Energy	睿咨得能源近期公布的 2024 年潜在“高影响”油井评估报告显示，今年已经确定了 36 口“高影响”油井，创 2015 年以来的新高，相较于 2023 年增长了 33.3%。受劳动力和原材料成本上升等外部因素影响，中国、巴西、马来西亚、韩国和新加坡的浮式生产储卸油装置建造成本预计将在 2024 年和 2025 年温和增长。
克拉克森	目前，全球大部分地区海工油气装备费率普遍高于 2014 年水平，尤其是中东、巴西和西非，这将带动相关指数在 2024 年创新高。2023 年第四季度，超过 16 万美元/天的高规格自升式钻井平台价格变得越来越普遍，而位于核心海上探区的浮式钻井平台价格则超过 50 万美元/天。海上石油支持船需求一直保持高增长趋势，自 2020 年以来增长 26%，整体利用率高达 73%。全球海上油气行业 2023 年资本支出达 1160 亿美元，较 10 年前的平均水平高出 49%，预计今年有望进一步升至 1250 亿美元。
能源情报集团	根据能源情报集团预计，2024 年全球上游勘探与生产支出将比 2023 年增长 5%，达到 5350 亿美元，这一数字与伍德麦肯兹和睿咨得能源的预测相近。
Wood Mackenzie	伍德麦肯兹指出，2024 年，一系列深水项目正等待最终投资决定。这些项目来自巴西、安哥拉、加纳、墨西哥、尼日利亚和美国等，可采储量总计约为 52 亿桶，预计投资总额约为 550 亿美元。到 2030 年，深水油气产量预计实现 60% 的增长，占上游总产量的 8%，而超深水油气产量有望占据所有深水产量的一半。

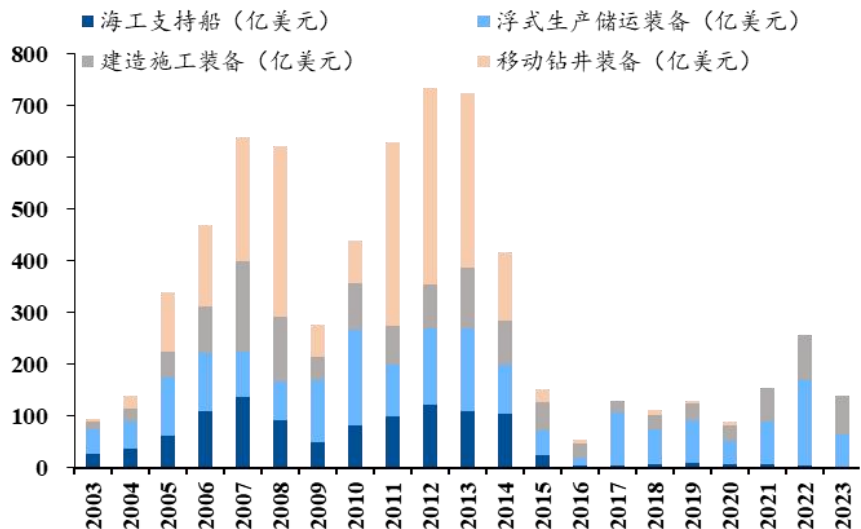
数据来源：中国石油新闻中心，中国能源报，睿咨得能源，克拉克森，伍德麦肯兹，华福证券研究所

3.2 中观：海工市场订单部分复苏，租赁市场热度攀升

当前各类海工装备订单均出现不同程度回暖，浮式生产装备订单接近历史高峰。

2023 年，海工市场成交 122 座/艘，共计 125 亿美元，以金额计同比下跌 54%。从具体船型来看，海上风电相关船舶与浮式生产装备是当前市场成交的主力。海洋油气相关船舶占比超过 60%。浮式生产装备较 2022 年高位回落，（2022 年全球浮式生产装备成交 16 艘，金额 164 亿美元，创下近 20 年新高），2023 年市场回归正常水平，成交金额 65 亿美元。浮式生产装备作为超大型海工装备项目，技术难度高、成交周期长，过去几年市场需求平稳，年均成交量维持在 10 艘左右，2024 年南美、西非等地区仍有许多浮式生产装备项目有望落地，对于稳定市场预期至关重要。

图表 26: 2003-2023 年全球海工市场订单成交金额



数据来源：中国船舶工业行业协会，华福证券研究所

图表 27: 典型海工装备价格走势

日期	移动钻井平台新造价格指数	350 英尺自升式钻井平台新造价格 (百万美元)	超深水钻井船新造价格 (百万美元)	海工支持船新造价格指数	80 吨系柱拉力三用工作船新造价格 (百万美元)	3200 载重吨平台供应船新造价格 (百万美元)
Sep-22	84.5	180	470	79.8	15	27.3
Oct-22	95.7	210	525	78.6	15	26.5
Nov-22	95.7	210	525	80.2	15	27.5
Dec-22	95.7	210	525	82.2	15	29
Jan-23	95.7	210	525	81.7	15	28.6
Feb-23	99.5	210	575	81.4	15	28.4
Mar-23	99.5	210	575	80.9	15	28
Apr-23	99.5	210	575	81.6	15	28.6
May-23	99.5	210	575	80.3	15	27.7
Jun-23	99.5	210	575	81.8	15.5	27.8
Jul-23	99.5	210	575	84	15.5	29.3
Aug-23	99.5	210	575	81.9	15.5	28.1
Sep-23	99.5	210	575	82.8	15.5	28.5
Oct-23	109.2	240	625	83.9	15.5	28.6
Nov-23	109.2	240	625	85.6	16	28.6
Dec-23	109.2	240	625	85.9	16	28.6
较年初变动	+14.11%	+14.29%	+19.05%	+5.14%	+6.67%	0.00%

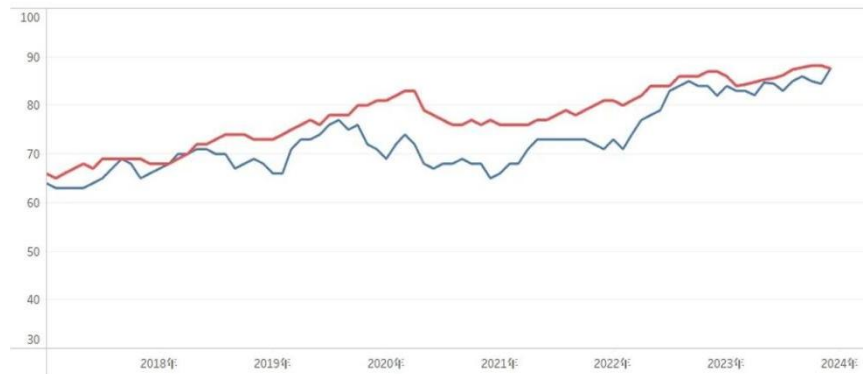
数据来源: 中国船舶工业行业协会, 华福证券研究所

海洋钻井平台利用率高位运行, 市场需求保持活跃。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%。浮式钻井平台利用率一度突破 90%, 年末收于 88.3%, 较年初上涨 5.8 个百分点。自升式钻井平台利用率年内先降后升, 年末收于 87.6%, 较年初小幅下降。

海工装备租金节节攀升, 与历史低位相比已经明显回升。钻井装备租金指数较近几年低点实现翻番, 同比增长 19%。其中自升式钻井平台平均日租金 12.9 万美元/天, 同比增长 13.9%; 浮式钻井平台平均日租金 31.3 万美元/天, 同比增长 13.8%。热点区域如西非、英国等地区浮式钻井平台利用率达到 100%。


图表 28: 钻井平台利用率提升

钻井平台利用率: 自升式: 88% 浮式: 88%



数据来源: 中国船舶工业行业协会, 华福证券研究所

3.3 公司: 中集来福士已大幅减亏, 租赁收入大幅提升

2023 年公司海洋工程业务的营业收入为 104.52 亿元, 同比上升 81.12%; 净亏损 0.31 亿元, 去年同期净亏损 3.34 亿元。其中, 烟台中集来福士海洋科技集团有限公司已于 2023 年实现盈利。

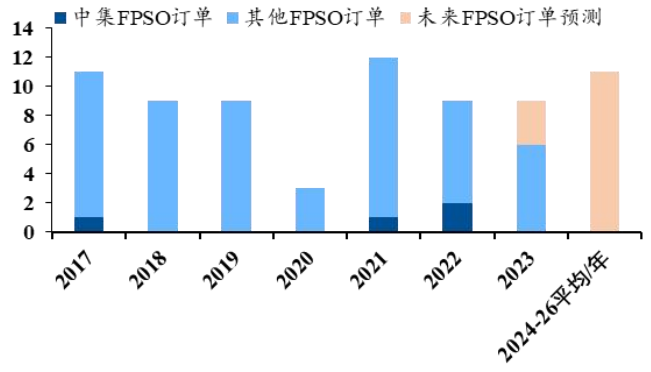
2023 新签订单方面: 2023 全年新签订单 16.3 亿美元, 包括 2 个油气模块项目, 3 条风电安装船, 5 条滚装船及其它清洁能源订单。2023 年底, 累计持有在手订单价值同比增长 35% 至 54 亿美元 (其中已确认收入 18 亿美元), 其中油气业务、风电安装船及滚装船占比约为 4: 3: 3。**2023 年项目建造及交付方面:** 全年完工交付项目 16 个, 交付合同额 6.5 亿美元, 其中油气业务包括向客户交付 P78 分段、FPSO 改装船等; 特种船业务交付“3060”海上风电船及 1 条汽车滚装船; 其他业务交付主要是海上导管架及渔业网箱等。

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

图表 29: 公司海工主要产品及业务
图表 30: 预计 22-26 年全球平均每年有 11 艘 FPSO 订单



数据来源：南方 Plus、公司业绩说明会，华福证券研究所



数据来源：公司公告，SBM Offshore 年报，国际船舶网，同花顺财经，华福证券研究所

下游装备租赁需求十分活跃，2023 年租赁收入同比+80%，2024 年一季度 2 座平台续约，日费率提升明显。2023 年租赁运营收入实现同比提升超过 80%。2024 年一季度，公司 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，剩余资产正积极参与市场投标和客户谈判。

图表 31：公司平台租售状态

序号	类别	数量	期初租售状态	期末租售状态
1	超深水半潜式钻井平台	2	1 座出租	1 座出租
2	恶劣海况半潜式钻井平台	3	1 座出租	1 座出租
3	半潜式起重/生活支持平台	3	2 座出租	2 座出租
4	400 尺自升式钻井平台	3	3 座全部出租	3 座全部出租
5	300 尺自升式钻井平台	4	2 座出租；1 座待交付买家客户	3 座出租；1 座待交付买家客户

数据来源：公司公告，华福证券研究所，注：一季报情况

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 集装箱业务：经济复苏贸易回暖带来新增需求，12 年替换周期带来更新需求，24 年集装箱需求有望触底反弹。受到红海绕行等影响，2-3 季度公司订单饱满，24 全年集装箱需求有望大幅增长，公司作为全球集装箱龙头，预计深度受益。预计 2024-2026 年，营收增速分别为 47%/-13%/1.5%。集装箱价格较为稳定，产量增加规



模效应显现，毛利率提升为 22.9%/22.9%/23.3%。

(2) 海洋工程: 海工市场复苏回暖, FPSO 订单+海工平台运营有望带来高增速; 非油气业务平滑油气波动, 风电船舶和 PCTC 船需求缺口大, 公司有望受益。预计 2024-2026 年, 营收增速分别为 45%/32%/26%, 毛利率为 13.5%/15%/18%。

(3) 道路运输车辆: 中集车辆是全球领先的半挂车与专用车高端制造企业, 根据《Global Trailer》, 公司连续十年蝉联半挂车生产制造商榜首。2023 年, 国内经济与消费复苏显现, 国内重卡行业回暖趋势明确; 北美半挂车市场供需逐步恢复至正常水平, 欧洲市场产品价格维持相对高位, 新兴市场半挂车需求保持强劲。中集车辆 2024 年开始实施星链计划, 国内市场市占率有望提升。中集车辆 2024 上半年接受双反调查, 结果认定中集车辆不存在通过泰国工厂规避双反税率的行为, 该结果利于公司的正常生产经营, 并有利于促进公司北美业务回归常态化后的稳健发展。预计 2024-2026 年, 营收增速分别为-3%/3%/3%, 毛利率为 19%/20%/21%。

(4) 能源化工设备业务: 中集安瑞科是国内唯一一家围绕天然气实现全产业链布局的关键装备制造和工程服务商。受益于国内政策支持及天然气消费复苏、LNG 价格平稳等利好因素, LNG、LPG 业务各环节均取得较好的增长。陆上天然气重卡市场的暴涨, 有望持续带动 LNG 车用瓶订单增长。此外, 全球绿色航运发展持续驱动清洁动力船舶、LNG 船用燃料罐、液货舱订单的大幅增长。预计 2024-2026 年, 营收增速分别为 15%/10%/10%, 毛利率为 16%/16.5%/17%。

(5) 物流服务: 我国经济持续恢复, 带动国内物流需求回暖, “一带一路”跨境铁路呈现增长态势。公司围绕“一带一路”泛亚铁路沿线, 积极打造具有多种业态的公铁联运综合枢纽、多式联运集运中心以及保税仓储综合物流等示范项目, 加大对印尼、马来西亚、越南的投资布局, 新增印尼航线业务。预计 2024-2026 年, 营收增速分别为 5%/5%/5%, 毛利率为 7%/7%/7%。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年总营收为 1548、1598、1716 亿元, 同比+21%、+3%、+7%, 综合毛利率分别为 16.1%、16.2%、16.9%。归母净利润分别为 29.70、42.75、51.02 亿元, 同比+605%、+44%、+19%, 对应 EPS 为 0.55、0.79、0.95 元。


图表 32: 公司业绩拆分预测表

单位: 百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
集装箱业务	收入	30,213.34	44,540.50	38,828.44	39,416.44
	增速	-33.9%	47.4%	-12.8%	1.5%
	毛利率	16.0%	22.9%	22.9%	23.3%
道路运输车辆	收入	25,086.58	24,333.98	25,064.00	25,815.92
	增速	6.2%	-3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	19.0%	19.0%	20.0%	21.0%
能源化工设备业务	收入	25,026.29	28,780.23	31,658.26	34,824.08
	增速	17.8%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%
物流服务	收入	20,166.05	21,174.35	22,233.07	23,344.72
	增速	-31.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
海洋工程服务	收入	10,451.59	15,120.00	19,880.28	25,018.56
	增速	81.1%	44.7%	31.5%	25.8%
	毛利率	9.3%	13.5%	15.0%	18.0%
空港设备业务	收入	6,961.45	7,170.29	7,457.11	7,829.96
	增速	4.3%	3.0%	4.0%	5.0%
	毛利率	21.1%	21.6%	21.6%	21.6%
循环载具业务	收入	2,834.34	2,919.37	3,006.95	3,097.16
	增速	25.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	11.9%	13.0%	13.0%	13.0%
金融	收入	2,218.16	2,439.98	2,683.97	2,952.37
	增速	29.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-21.0%	-15.0%	-10.0%	-8.0%
其他	收入	8,072.70	8,476.33	8,900.15	9,345.16
	增速	-13.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
内部抵消	收入	-3,220.98	-3,382.03	-3,551.13	-3,728.68
	增速	51.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利	-431.41	-450.00	-480.00	-500.00
合计	收入	127,809.52	154,955.04	159,712.22	171,644.38
	增速	-9.7%	21.2%	3.1%	7.5%
	毛利率	13.8%	16.1%	16.2%	16.9%

数据来源: 同花顺, 公司公告, 华福证券研究所

4.2 投资建议

中集集团业务多元, 我们选取同为集装箱制造的<中远海发>, 同为道路运输车辆的<中国重汽>, 同为海洋工程的<海油工程>、<振华重工>; 以及船舶制造领域的<中国船舶>作为可比公司。公司作为集装箱制造龙头公司, 将深度受益于集装箱行业周期反弹; 此外, 海工市场复苏, 公司在手订单饱满, 海工平台租金上涨, 海工平台租赁也具有较大弹性。2024-2026 年可比公司估值调整后的平均 PE 分别为 14、



11、9 倍，预计中集集团 2024-2026 年归母净利润为 29.70、42.75、51.02 亿元，对应 PE 15、11、9，考虑到集装箱和海工行业景气度向上，并且公司在全球市场处于领先地位，我们认为公司仍具备估值性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 33: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)				
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601866	中远海发	284	14.09	24.78	36.92	38.13	20	11	8	7	
600320	振华重工	144	5.20	8.17	10.92	13.02	28	18	13	11	
600150	中国船舶	1873	29.57	54.65	84.81	115.28	63	34	22	16	
000951	中国重汽	165	10.80	14.57	18.41	22.69	15	11	9	7	
600583	海油工程	261	16.21	19.84	23.32	27.56	16	13	11	9	
			调整后的平均 PE					21	14	11	9
000039	中集集团	458	4.21	29.70	42.75	51.02	107	15	11	9	

数据来源：中国船舶及中集集团为华福预测，其他为 iFinD 一致预期，公司公告，华福证券研究所，注：调整后的平均 PE 计算方式为，去掉当年最高值和最低值的算数平均。截至 2024.7.11

5 风险提示

1) 经济周期波动的风险：公司各项主营业务所处的行业均依赖于全球和中国经济的表现，并随着经济周期的波动而变化。近年来，全球经济环境日趋复杂，不确定因素增多，尤其是贸易保护主义将对全球经济和贸易的增长带来负面影响。全球经济环境的变化与风险对公司的经营管理能力提出了更高的要求。

2) 金融市场波动与汇率风险：公司合并报表的列报货币是人民币，公司的汇率风险主要来自以非人民币结算之销售、采购以及融资产生的外币敞口。全球金融市场持续波动可能导致的人民币对美元汇率波动幅度与频率加大，将为增加公司外汇和资金管理带来挑战。

3) 原材料价格波动风险：在公司产品的成本结构中，原材料占比较高。同时，公司主要生产成品为金属制品，原材料包含钢材、铝材、木材等。同时，全球经济呈现区域分化走势，供需及价格亦将复杂多变，预计将对公司的经营业绩带来不确定性。



图表 34: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,324	30,991	31,942	34,329	营业收入	127,810	154,955	159,712	171,644
应收票据及账款	23,682	26,280	27,520	30,164	营业成本	110,212	130,002	133,853	142,639
预付账款	8,484	6,626	7,950	8,907	税金及附加	541	620	639	687
存货	19,200	20,847	21,902	23,688	销售费用	2,761	3,409	3,466	3,708
合同资产	7,198	5,233	6,273	7,402	管理费用	6,505	7,872	8,097	8,685
其他流动资产	15,750	15,685	16,457	18,609	研发费用	2,429	3,719	3,035	3,433
流动资产合计	88,440	100,428	105,772	115,697	财务费用	1,507	830	534	640
长期股权投资	11,997	11,997	11,997	11,997	信用减值损失	-145	-365	-276	-262
固定资产	40,312	40,370	40,588	41,121	资产减值损失	-526	-450	-200	-500
在建工程	4,484	4,484	4,384	3,484	公允价值变动收益	-611	-705	-598	-582
无形资产	5,874	5,989	6,281	6,791	投资收益	-334	-330	-250	-100
商誉	2,654	2,654	2,654	2,654	其他收益	571	320	300	403
其他非流动资产	8,003	8,106	8,233	8,384	营业利润	2,832	6,998	9,088	10,836
非流动资产合计	73,323	73,600	74,137	74,431	营业外收入	125	105	300	400
资产合计	161,763	174,028	179,909	190,128	营业外支出	123	650	100	150
短期借款	12,401	23,174	22,175	24,295	利润总额	2,834	6,453	9,288	11,086
应付票据及账款	24,863	24,230	25,708	28,720	所得税	971	2,210	3,181	3,797
预收款项	11	16	19	20	净利润	1,863	4,243	6,107	7,289
合同负债	13,053	12,068	14,169	15,375	少数股东损益	1,442	1,273	1,832	2,187
其他应付款	6,336	6,336	6,336	6,336	归属母公司净利润	421	2,970	4,275	5,102
其他流动负债	22,321	24,139	25,365	25,798	EPS (按最新股本摊薄)	0.08	0.55	0.79	0.95
流动负债合计	78,985	89,962	93,771	100,544					
长期借款	13,523	11,510	8,130	5,435					
应付债券	1,960	1,697	1,851	1,836					
其他非流动负债	2,664	2,664	2,664	2,664					
非流动负债合计	18,148	15,872	12,645	9,936					
负债合计	97,133	105,834	106,416	110,479					
归属母公司所有者权益	47,858	50,149	53,615	57,585					
少数股东权益	16,773	18,045	19,877	22,064					
所有者权益合计	64,630	68,194	73,492	79,649					
负债和股东权益	161,763	174,028	179,909	190,128					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,703	8,073	10,732	9,607
现金收益	6,652	8,562	10,164	11,521
存货影响	-869	-1,647	-1,055	-1,786
经营性应收影响	-2,690	-290	-2,364	-3,101
经营性应付影响	4,485	-628	1,481	3,013
其他影响	-4,876	2,076	2,505	-40
投资活动现金流	-8,175	-5,954	-4,212	-4,859
资本支出	-5,681	-3,663	-3,933	-3,735
股权投资	-1,465	0	0	0
其他长期资产变化	-1,029	-2,291	-279	-1,124
融资活动现金流	9,705	7,548	-5,569	-2,362
借款增加	10,888	8,497	-4,226	-590
股利及利息支付	-3,900	-2,655	-3,149	-3,299
股东融资	2,203	0	0	0
其他影响	514	1,706	1,806	1,527

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-9.7%	21.2%	3.1%	7.5%
EBIT 增长率	-37.2%	67.8%	34.9%	19.4%
归母公司净利润增长率	-86.9%	605.0%	43.9%	19.4%
获利能力				
毛利率	13.8%	16.1%	16.2%	16.9%
净利率	1.5%	2.7%	3.8%	4.2%
ROE	0.7%	4.4%	5.8%	6.4%
ROIC	5.9%	9.3%	11.2%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	60.0%	60.8%	59.2%	58.1%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	64	56	59	59
存货周转天数	61	55	57	58
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.55	0.79	0.95
每股经营现金流	0.50	1.50	1.99	1.78
每股净资产	8.87	9.30	9.94	10.68
估值比率				
P/E	109	15	11	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	209	148	119	104

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn