

香港股市 | 工业 | 设备

中集安瑞科 (3899 HK)

2023 年三季度新签订单加快增长

2023 年首三季度收入同比上升 17.0%

公司公布 2023 年三季度运营数据，整体符合预期。首三季度收入同比上升 17.0%至 166.4 亿元(人民币，下同)，主因天然气消耗增长及 LNG 价格维持在 4,000 元/吨合理区间，支持天然气储运装备需求，导致清洁能源设备收入同比大幅增长 33.9%至 99.8 亿元，其中 77.0%来自中国，其余 23.0%是海外收入。根据行业统计，2023 年首三季度全国天然气表观消费量及进口量分别同比上升 7.1%及 8.2%至 2,879 亿立方米及 8,777 万吨。

氢能设备业务持续较快增长，氢能储运装备、车载储氢瓶及供氢系统销售额皆上升。首三季度收入合共同比上升 62.7%至 4.4 亿元，总收入占比同比上升 0.7 个百分点至 2.6%。公司在研发方面获得突破，例如成功下线氢气 90MPa 液驱压缩机、45MPa 隔膜压缩机、国内首台 30MPa 氢气管束式集装箱及国内首台低温无水氨运输车等。

2023 年 10 月公司成功分拆化工环保设备业务(中集环科(301559 SZ))在深交所创业板上市。上市后公司维持控股权，持有 76.5%股份。但首三季度化工环保分部收入同比下跌 7.9%至 36.4 亿元，主因标准罐箱的需求下滑。

首三季度新签订单金额同比增长 28.3%

第三季公司新签订单额同比上涨 52.6%至 70.9 亿元，当中清洁能源设备同比增长 87.6%至 53.2 亿元。首三季度清洁能源设备新签订单同比上涨 61.5%至 132.3 亿元，带动首三季度新签订单总额同比上升 28.3%至 197.6 亿元。首三季度及三季度氢能设备新签订单分别同比上升 34.1%及 16.2%至 5.8 亿及 2.4 亿元。

截止 9 月底公司在手订单金额同比上升 27.6%至 221.6 亿元，达到历史新高，其中清洁能源及氢能部份分别同比上升 50.3%及 55.8%至 155.1 亿及 4.2 亿元。

重申“买入”评级

更新上述数据后，我们技术性上调 2023 年股东净利润预测 0.3%但下降 2024 年预测 0.4%，并新增 2025 年预测。我们相应将 DCF 估计的目标价由 11.20 港元调整至 11.02 港元，对应 13.2 倍 2024 年市盈率和 60.6%上升空间。重申“买入”评级。

风险提示：(一)生产或项目开发延误；(二)钢材及能源价格大幅波动；(三)汇兑损失。

主要财务数据 (人民币百万元) (更新于 2023 年 8 月 24 日)

年结:12 月 31 日	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	18,425	19,602	23,131	25,495	27,745
增长率 (%)	49.9	6.4	18.0	10.2	8.8
股东净利润	884	1,055	1,257	1,535	1,660
增长率 (%)	52.4	19.4	19.2	22.1	8.1
每股盈利 (人民币)	0.45	0.53	0.62	0.76	0.82
市盈率 (倍)	14.0	11.8	10.1	8.2	7.6
每股股息 (港币)	0.21	0.24	0.29	0.35	0.38
股息率 (%)	3.1	3.5	4.2	5.1	5.5
每股净资产 (人民币)	4.07	4.51	5.03	5.68	6.37
市净率 (倍)	1.54	1.39	1.24	1.10	0.98

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

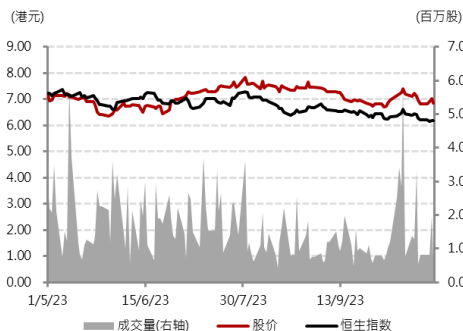
评级：买入

目标价：11.02 港元

股票数据 (更新至 2023 年 10 月 26 日)

现价	6.86 港元
总市值	13,913.98 百万港元
流通股比例	32.22%
已发行总股本	2,028.28 百万
52 周价格区间	6.21-9.32 港元
3 个月日均成交额	10.09 百万港元
主要股东	中集集团 (2039 HK) (占 67.60%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20230425 - 中集安瑞科 (3899 HK) 更新报告：清洁能源业务增长加速

20230425 - 中集安瑞科 (3899 HK) 更新报告：天然气需求恢复，一季度运营略胜预期

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2023 年三季度运营表现回顾

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2022 年 7-9 月	2023 年 7-9 月	增长 (同比%)	2022 年 1-9 月	2023 年 1-9 月	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入							
清洁能源	2,769	3,688	33.2	7,454	9,982	33.9	中国天然气表观消费量与进口量皆增长 氢能储运装备、车载储氢瓶及供氢系统销售上升 (一)化工环境业务已成功分拆及于 2023 年 10 月在深交所创业板上市; (二)标准罐箱需求下滑因供需关系趋于平衡 2023 年上半年烈酒新签订单下跌影响三季度收入
- 氢能	99	166	67.7	268	436	62.7	
化工环保	1,403	1,190	(15.2)	3,953	3,641	(7.9)	
液体食品	1,098	1,002	(8.7)	2,812	3,014	7.2	
总计	5,270	5,880	11.6	14,219	16,637	17.0	
新签订单							三季度加快增长
清洁能源	2,834	5,318	87.6	8,193	13,230	61.5	
- 氢能	204	237	16.2	434	582	34.1	
化工环保	1,155	660	(42.9)	3,681	2,969	(19.3)	
液体食品	659	1,114	69.0	3,520	3,559	1.1	
总计	4,648	7,092	52.6	15,394	19,758	28.3	
在手订单							
清洁能源				10,318	15,510	50.3	
- 氢能				269	419	55.8	
化工环保				2,375	1,439	(39.4)	
液体食品				4,677	5,207	11.3	
总计				17,370	22,156	27.6	

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：贴现现金流估值

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	2028 年 预测	2029 年 预测	2030 年 预测	2031 年 预测	2032 年 预测	2033 年 预测
息税前利润	2,077	2,244	2,457	2,629	2,787	2,926	3,043	3,119	3,182	3,245
加：折旧及摊销	504	499	527	564	598	628	653	670	683	697
减：税费	(445)	(482)	(527)	(564)	(598)	(628)	(653)	(669)	(682)	(696)
营运资金变动	214	145	141	136	129	122	114	105	97	89
资本开支	(422)	(443)	(375)	(401)	(425)	(446)	(464)	(476)	(485)	(495)
自由现金流	1,928	1,963	2,224	2,364	2,492	2,603	2,694	2,750	2,794	2,840
永续增长率	2.0%									
贝塔系数	1.05									
无风险收益率	5.0%									
风险溢价	11.0%									
权益成本	16.6%									
债务成本	4.5%									
债务/权益	15.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	14.6%									
股权价值(港币百万元)	22,359									
每股价值(港元)	11.02									
目标价(港元)	11.02 (四舍五入, 精确至 0.01)									

来源：中泰国际研究部预测

图表 3：每股股权价值的敏感性分析

港币		永续增长率 (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
加权平均资金成本 (%)	14.4%	10.91	11.04	11.19	11.34	11.51
	14.5%	10.83	10.96	11.10	11.26	11.42
	14.6%	10.76	10.89	11.02	11.17	11.33
	14.7%	10.68	10.81	10.94	11.09	11.25
	14.8%	10.61	10.73	10.87	11.01	11.16

来源：中泰国际研究部预测

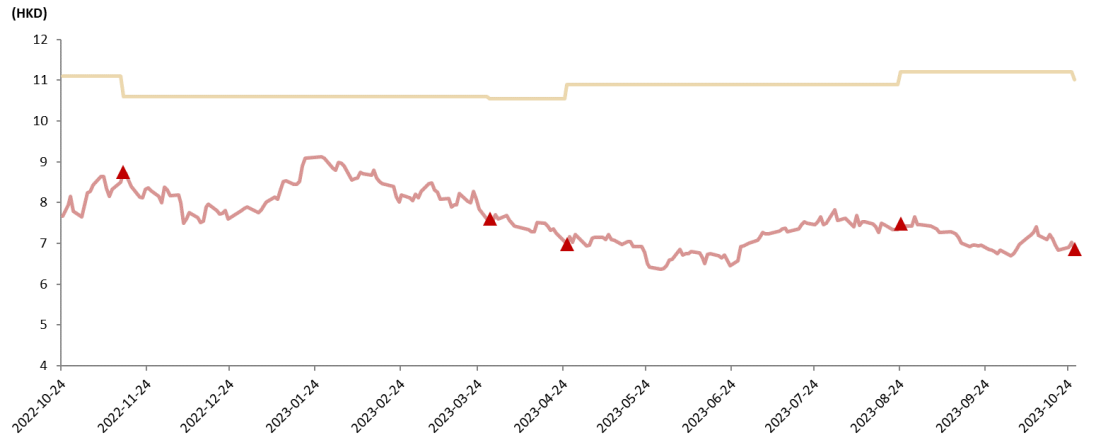
图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	现金流量表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	18,425	19,602	23,131	25,495	27,745	经营活动现金流	435	2,561	862	1,269	2,260
销售成本	(15,719)	(16,200)	(19,231)	(21,193)	(23,076)	净利润	884	1,055	1,257	1,535	1,660
毛利	2,706	3,401	3,900	4,302	4,668	折旧与摊销	361	411	455	504	499
其他收/收益 (不含利息)	277	221	254	334	363	营运资本变动	(822)	932	112	(214)	(145)
销售费用	(370)	(351)	(405)	(436)	(474)	其它	13	163	(962)	(557)	245
行政费用	(1,428)	(1,824)	(2,082)	(2,167)	(2,358)	投资活动现金流	(558)	(484)	(723)	(802)	(842)
经营利润	1,185	1,448	1,668	2,033	2,199	资本性支出净额	(680)	(393)	(402)	(422)	(443)
利息收入	28	24	40	38	37	其它	122	(91)	(322)	(380)	(399)
财务费用	(70)	(80)	(89)	(90)	(95)	自由现金流	1,482	251	1,293	1,928	1,963
应占联营和合营公司利润	(3)	6	7	7	8	融资活动现金流	754	(77)	(485)	(504)	(758)
所得税	(231)	(313)	(364)	(445)	(482)	净债务变动	1,004	(16)	27	94	(38)
税后利润	908	1,085	1,262	1,542	1,667	已派股息	(236)	(364)	(443)	(528)	(645)
少数股东权益	(25)	(30)	(5)	(6)	(7)	其它	(44)	298	(69)	(70)	(75)
股东净利润	884	1,055	1,257	1,535	1,660	净现金流	631	2,000	(346)	(38)	660
息税折旧摊销前利润	1,571	1,889	2,171	2,581	2,743						
息税前利润	1,210	1,479	1,715	2,077	2,244						
每股盈利(人民币)	0.45	0.53	0.62	0.76	0.82						
每股股息(港币)	0.21	0.24	0.29	0.35	0.38						
资产负债表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	主要财务指标	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
总资产	19,025	22,214	22,827	25,295	27,679	增长率 (%)					
流动资产	13,583	16,655	16,674	18,453	20,225	收入	49.9	6.4	18.0	10.2	8.8
现金及现金等价物	3,173	5,223	4,877	4,840	5,500	毛利	29.2	25.7	14.7	10.3	8.5
限制性现金	437	382	486	631	597	经营利润	50.0	22.2	15.2	21.8	8.2
贸易应收款	2,949	3,470	3,470	4,079	4,439	息税折旧摊销前利润	34.5	20.3	14.9	18.9	6.2
预付款项及其他应收款	1,213	1,644	1,388	1,836	1,998	息税前利润	47.9	22.2	16.0	21.1	8.0
合约资产	1,251	1,102	1,388	1,530	1,665	股东净利润	52.4	19.4	19.2	22.1	8.1
存货	4,312	4,637	4,858	5,303	5,771	每股盈利	52.3	18.2	17.3	22.1	8.1
其它流动资产	247	196	208	235	255						
非流动资产	5,441	5,559	6,153	6,842	7,454	利润率 (%)					
固定资产净额	3,220	3,738	4,242	4,754	5,256	毛利率	14.7	17.4	16.9	16.9	16.8
其它非流动资产	2,222	1,821	1,911	2,089	2,198	经营利润率	6.4	7.4	7.2	8.0	7.9
总负债	10,525	12,687	12,236	13,386	14,354	息税折旧摊销前利润	8.5	9.6	9.4	10.1	9.9
流动负债	8,511	10,536	10,200	11,327	12,275	息税前利润率	6.6	7.5	7.4	8.1	8.1
短期借款	408	503	456	588	588	股东净利润率	4.8	5.4	5.4	6.0	6.0
贸易应付款	3,303	3,492	4,048	4,462	4,855						
其他应付账款	1,838	2,011	2,082	2,295	2,497	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
合约负债	2,419	3,816	3,007	3,314	3,607						
其它流动负债	544	713	607	669	728	其他 (%)					
非流动负债	2,014	2,151	2,036	2,059	2,079	实际税率	20.2	22.5	22.5	22.5	22.5
长期借款	144	77	151	113	76	派息比率	42.8	41.3	42.0	42.0	42.0
可换股债券	1,235	1,389	1,399	1,410	1,421	已动用资本回报率	8.4	9.0	10.0	11.0	10.8
其它非流动负债	635	686	486	535	583	平均净资产收益率	11.4	12.1	13.0	14.1	13.6
权益总额	8,500	9,528	10,591	11,909	13,325	平均资产收益率	5.0	5.1	5.6	6.4	6.3
股东权益	8,243	9,142	10,200	11,512	12,921	利息覆盖倍数(倍)	17.2	18.4	19.4	23.0	23.6
少数股东权益	256	386	391	397	404						
权益及负债总额	19,025	22,214	22,827	25,295	27,679						
净现金/(负债)	1,387	3,254	2,871	2,729	3,416						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

中集安瑞科(3899 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 彭博、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2022/11/15	HK\$8.75	买入 (维持)	HK\$10.60
2	2023/3/28	HK\$7.61	买入 (维持)	HK\$10.54
3	2023/4/25	HK\$6.98	买入 (维持)	HK\$10.90
4	2023/8/24	HK\$7.48	买入 (维持)	HK\$11.20
5	2023/10/26	HK\$6.86	买入 (维持)	HK\$11.02

来源: 彭博、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805