

燃气	收盘价 港元 7.16	目标价 港元 9.04↓	潜在涨幅 +26.3%	2024年3月27日
----	----------------	-----------------	----------------	------------

中集安瑞科 (3899 HK)

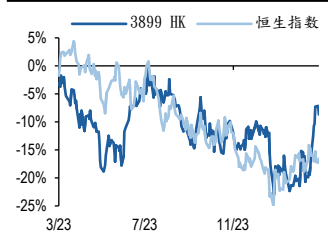
2023年派息比率有惊喜，今年增长点仍在清洁能源板块

- 2023年清洁能源板块支撑公司整体增长，派息比率有所提高。安瑞科2023年核心盈利同比增长4.4%至12.8亿元（人民币，下同），高于我们/市场预期5/8%。唯整体毛利较我们预期低3%，主要因为化工板块收入/毛利率低于我们预期13%/2.2个百分点，同时液态食品的毛利率亦低于我们预期约3个百分点。清洁能源板块支撑公司整体增长，收入/毛利分别大增41%/44%（高于我们预期13%/15%），抵消另外两个板块不如预期的部分影响。氢能产品销售继续高增，2023年收入增长59%至7亿元，合乎预期。公司同比提高末期息25%，全年分红比例由2022年41%增至49%。
- 海上清洁能源产品支持板块增长，化工板块收入有待回稳。我们预期清洁能源板块仍处于较快的增长期（2023-26收入复合增长19%），当中海上清洁能源在手订单仍同比上升1.1倍，整体在手订单同比增长54%至166亿元，足以覆盖我们2024年预测收入的90%，预期2024年板块毛利率大致同比持平。氢能板块方面，管理层预期2024年收入将同比增长42%至10亿元左右，较去年指引约一倍的增长转保守，我们认为当中因素是部分收入应分配在合营公司。至于去年化工板块在2022高基数下收入同比回落16%，我们认为2024年该板块的收入端仍将小幅下跌~4%，目前公司化工板块在手订单在2023年底仅为11亿元，为过去两年的谷值，虽然公司接单至发货可以在1个月内完成，但目前我们并未有确定板块收入有反弹的讯号。
- 未来3年保持11%盈利复合增长，估值仍有提升空间。我们微调2024/25年每股盈利预测-0.1%/+0.9%，以反映化工/液态食品较保守的毛利率，以及氢能产品略为减慢的收入预期。目前预测公司未来3年盈利复合增长约为11%。我们重新以12.3倍2024市盈率作为公司估值基准（过去5年平均），因过去两年的历史平均足以反映公司在氢能板块高速增长下市场所认同的估值。我们将目标价重订为9.04港元（前值为9.82港元），维持买入。目前我们认为公司的盈利仍依靠清洁能源板块的成长，年内催化剂预期是化工板块的收入转稳，或氢能板块新的产品/合作项目有所进展。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	7.83
52周低位 (港元)	6.03
市值 (百万港元)	14,448.81
日均成交量 (百万)	5.66
年初至今变化 (%)	1.42
200天平均价 (港元)	6.75

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	19,602	23,626	27,551	31,792	36,338
同比增长 (%)	6.4	20.5	16.6	15.4	14.3
净利润 (百万人民币)	1,055	1,114	1,365	1,545	1,760
每股盈利 (人民币)	0.52	0.63	0.67	0.76	0.87
同比增长 (%)	19.4	21.5	6.5	13.2	13.9
前EPS预测值 (人民币)			0.67	0.75	
调整幅度 (%)			-0.1	0.9	
市盈率 (倍)	12.7	10.4	9.8	8.7	7.6
每股账面净值 (人民币)	4.51	5.54	5.94	6.38	6.88
市账率 (倍)	1.46	1.19	1.11	1.03	0.96
股息率 (%)	3.2	4.0	5.0	5.6	6.4

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2023 年业绩概要

收入(人民币百万)	FY22	FY23	FY23E	同比 (%)	差异 (%)
收益	19,602	23,626	22,443	20.5	5.3
销售成本	(16,200)	(19,905)	(18,604)	22.9	7.0
毛利	3,401	3,721	3,838	9.4	(3.1)
其他经营收入	263	332	287	26.2	15.5
其他收益净额	41	(137)	0	NM	NM
减值亏损	(59)	36	0	NM	NM
销售费用	(351)	(467)	(404)	33.1	15.6
行政费用	(1,824)	(1,960)	(2,087)	7.5	(6.1)
经营利润	1,472	1,525	1,634	3.6	(6.7)
融资成本	(80)	(94)	(82)	16.2	14.1
应占联营/合营业绩	6	26	35	300.9	(25.7)
除税前利润	1,398	1,457	1,587	4.2	(8.2)
所得税费用	(313)	(294)	(352)	(6.3)	(16.6)
少数股东权益	(30)	(50)	(12)	66.0	301.5
年度盈利	1,055	1,114	1,223	5.6	(8.9)
核心盈利	1,228	1,281	1,223	4.4	4.8

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 新签订单和在手订单情况

新签订单(人民币百万)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	同比 (%)
清洁能源设备	2,432	5,359	8,193	11,263	3,101	7,912	13,230	18,573	64.9
其中: 氢能产品	105	230	434	608	169	345	582	831	36.7
化工设备	1,413	2,526	3,681	4,540	1,291	2,309	2,969	3,304	-27.2
液体食品设备	958	2,861	3,520	4,460	1,117	2,445	3,559	4,762	6.8
总计	4,803	10,746	15,394	20,258	5,509	12,666	19,758	26,639	31.5
在手订单(人民币百万)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	同比 (%)
清洁能源设备	8,687	9,644	10,318	10,838	11,712	13,438	15,510	16,637	53.5
其中: 氢能产品	209	170	269	299	365	373	419	335	12.0
化工设备	2,865	2,591	2,375	2,480	2,409	2,095	1,439	1,138	-54.1
液体食品设备	3,947	5,111	4,677	4,294	4,842	5,069	5,207	5,075	18.2
总计	15,499	17,346	17,370	17,604	18,963	20,602	22,156	22,850	29.8

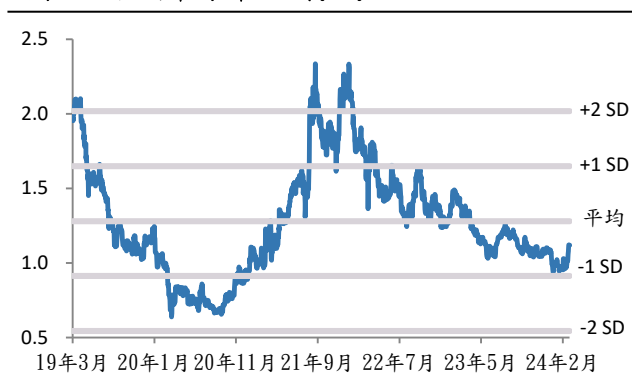
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 分部收入、毛利和毛利率预测

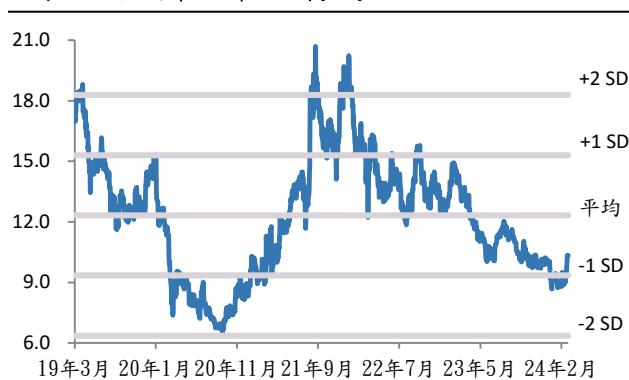
年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
(人民币百万)					
收入					
清洁能源设备	10,591	14,907	18,226	21,622	25,021
化工设备	5,242	4,414	4,258	4,243	4,502
液体食品设备	3,620	4,293	5,066	5,927	6,816
其他	149	12	0	0	0
总计	19,602	23,626	27,551	31,792	36,338
增长 (%)					
清洁能源设备	-5.5	40.8	22.3	18.6	15.7
化工设备	38.2	-15.8	-3.5	-0.4	6.1
液体食品设备	5.8	18.6	18.0	17.0	15.0
其他	NM	-91.9	0	0	0
总计	6.4	20.5	16.6	15.4	14.3
毛利					
清洁能源设备	1,322	1,908	2,290	2,712	3,147
化工设备	1,194	927	866	866	890
液体食品设备	869	889	1,013	1,185	1,363
其他	16	-3	0	0	0
总计	3,401	3,721	4,169	4,764	5,400
毛利率 (%)					
清洁能源设备	12.5	12.8	12.6	12.5	12.6
化工设备	22.8	21.0	20.3	20.4	19.8
液体食品设备	24.0	20.7	20.0	20.0	20.0
其他	11.0	-23.8	0	0	0
总计	17.4	15.7	15.1	15.0	14.9

资料来源：公司资料，交银国际预测

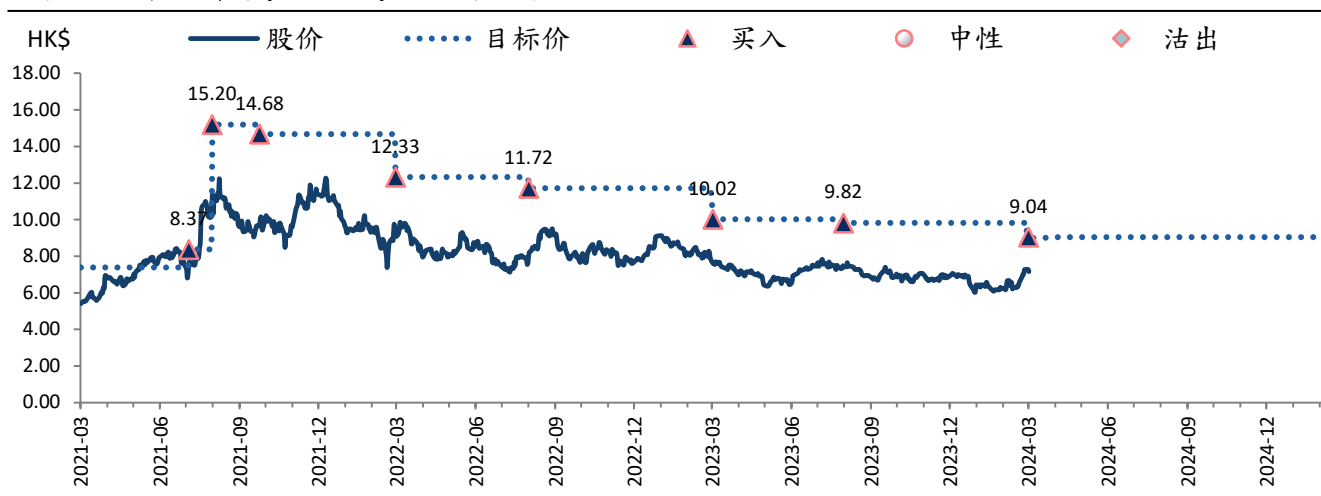
图表 4: 预测市净率区间(倍)



图表 5: 预测市盈率区间(倍)



图表 6: 中集安瑞科 (3899 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 7: 交银国际燃气行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
135 HK	昆仑能源	买入	6.79	8.52	25.5%	2024年03月26日	分销商
2688 HK	新奥能源	中性	60.45	66.30	9.7%	2024年03月25日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.35	6.92	-5.9%	2023年11月28日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	25.05	25.40	1.4%	2023年08月28日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	7.16	9.04	26.3%	2024年03月26日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 3 月 26 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	19,602	23,626	27,551	31,792	36,338
主营业务成本	(16,200)	(19,905)	(23,382)	(27,028)	(30,939)
毛利	3,401	3,721	4,169	4,764	5,400
销售及管理费用	(2,175)	(2,427)	(2,672)	(3,052)	(3,452)
其他经营净收入/费用	245	231	344	358	373
经营利润	1,472	1,525	1,840	2,069	2,320
财务成本净额	(80)	(94)	(90)	(93)	(72)
应占联营公司利润及亏损	6	26	32	41	51
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	1,398	1,457	1,782	2,018	2,299
税费	(313)	(294)	(356)	(404)	(460)
非控股权益	(30)	(50)	(61)	(69)	(79)
净利润	1,055	1,114	1,365	1,545	1,760
作每股收益计算的净利润	1,055	1,281	1,365	1,545	1,760

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,223	6,998	4,190	2,798	2,811
应收账款及票据	5,115	5,818	7,189	8,296	9,482
存货	4,636	4,777	6,692	7,735	8,854
其他流动资产	1,681	3,523	3,677	3,711	3,747
总流动资产	16,655	21,115	21,748	22,539	24,895
物业、厂房及设备	3,738	3,838	4,982	6,051	7,045
无形资产	139	217	236	255	272
合资企业/联营公司投资	220	624	656	697	748
其他长期资产	1,462	1,793	1,775	1,757	1,738
总长期资产	5,559	6,472	7,650	8,760	9,804
总资产	22,214	27,587	29,398	31,299	34,699
短期贷款	368	1,546	1,831	1,850	750
应付账款	5,503	6,510	8,008	8,923	11,527
其他短期负债	4,665	5,961	5,419	5,439	5,462
总流动负债	10,536	14,017	15,258	16,212	17,739
长期贷款	1,466	385	69	66	850
其他长期负债	686	811	811	811	811
总长期负债	2,151	1,197	881	877	1,661
总负债	12,687	15,214	16,139	17,089	19,400
股本	19	19	19	19	19
储备及其他资本项目	9,123	11,214	12,037	12,919	13,929
股东权益	9,142	11,232	12,056	12,938	13,947
非控股权益	386	1,141	1,203	1,272	1,351
总权益	9,528	12,374	13,258	14,210	15,298

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	1,398	1,457	1,782	2,018	2,299
合资企业/联营公司收入调整	(6)	(26)	(32)	(41)	(51)
折旧及摊销	351	361	385	461	537
营运资本变动	797	333	(1,942)	(1,270)	262
利息调整	74	94	90	93	72
税费	(389)	(279)	(339)	(383)	(437)
其他经营活动现金流	337	(159)	0	0	0
经营活动现金流	2,561	1,780	(56)	877	2,683
资本开支	(448)	(1,780)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
其他投资活动现金流	(36)	(301)	(30)	(30)	(30)
投资活动现金流	(484)	(2,081)	(1,530)	(1,530)	(1,530)
负债净变动	174	98	(31)	15	(316)
权益净变动	5	0	0	0	0
股息	(364)	(433)	(541)	(663)	(750)
其他融资活动现金流	108	2,315	(650)	(93)	(72)
融资活动现金流	(77)	1,980	(1,222)	(740)	(1,139)
汇率收益/损失	50	96	0	0	0
年初现金	3,173	5,223	6,998	4,190	2,798
年末现金	5,223	6,998	4,190	2,798	2,811

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.520	0.632	0.673	0.762	0.868
全面摊薄每股收益	0.520	0.632	0.673	0.762	0.868
每股股息	0.213	0.267	0.327	0.370	0.421
每股账面值	4.507	5.538	5.944	6.379	6.876
利润率分析(%)					
毛利率	17.4	15.7	15.1	15.0	14.9
净利率	5.4	4.7	5.0	4.9	4.8
盈利能力(%)					
ROA	5.5	4.6	4.6	4.9	5.1
ROE	13.4	11.4	11.3	11.9	12.6
ROIC	8.3	6.3	5.6	5.9	5.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
存货周转天数	104.5	87.6	104.5	104.5	104.5
应收账款周转天数	64.6	56.5	64.6	64.6	64.6
应付账款周转天数	78.7	81.4	78.7	78.7	95.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。