

## 中集安瑞科 (3899.HK)

### 洁源装备全能选手 御风而行，化工罐箱设备龙头 全球稳固

#### ◆ 清洁能源和化工罐箱装备业内领先，产业全球布局完善，兼具成长性和红利价值

公司依托核心的压力容器与温控技术发展成为清洁能源、化工环境、液态食品三大领域的领先企业。公司的清洁能源板块的2023年营收贡献超60%，覆盖天然气、石油气、氢气等气体产业链，而化工环境与液态食品装备营收贡献占比相近。公司通过全球资源整合，逐步奠定了三大板块业务的全球布局，以及海外和国内市场营收贡献相当的格局。2023年收入贡献占比分别为海外48.5%和国内51.5%。

2023年公司营业收入236.3亿元、同比+20.5%，归母净利润11.1亿元、同比+5.6%，业绩增长动力主要源于清洁能源板块收入增长，以及海外市场和新业务开拓取得成果。2020年~2023年公司营收和归母净利润CAGR分别均约为15%和5%，主要源于化工环境、液态食品业务的全球化扩张，以及清洁能源业务布局和运营的深化。自2019年以来公司的派息比率维持在38%以上，并在2023年达到约49%的新高。

#### ◆ 清洁能源：受益于全球天然气产业景气度提升，积极开拓新业态和海外市场，氢能和绿色甲醇业务潜力足

全球低碳转型叠加油气价差维持高位，拉动天然气产业链需求上行。预计2024年全球天然气产销两端均稳步放量。公司的清洁能源业务覆盖天然气、石油气的生产加工、运输、终端应用各个环节，2023年收入149.1亿元、同比+40.8%，毛利率12.8%。

1) 陆上清洁能源：围绕天然气实现全产业链布局，主要产品包括LNG、LPG、CNG和工业气体储运装备，在国内市场产销量领先。受益于国内油改气、煤改气进程加快，2023年陆上清洁能源收入120.1亿元、同比35.1%，占清洁能源板块收入约81%。

在上游加工处理及运营相关的业务领域，通过丰富气源渠道开发非传统气源和建立多个生产基地来拓宽业务范围，并成功地快速复制焦炉气制氢联产LNG项目。中游储运装备及业务工程领域，开拓天然气、LNG应急调峰储备项目等新业务。终端引用领域，由于重卡国6B标准实施快速拉动天然气重卡销量，2023年公司的LNG车用瓶订单增长近39倍。海外积极布局非洲、沙特等地区业务，并在海外工程项目上取得积极进展，2023年海外陆上清洁能源业务收入达20亿元、同比+30.0%，创历史新高。

2) 水上清洁能源：全球航运绿色升级、清洁能源替代传统燃料船的需求旺盛，带动公司船舶和LNG等燃料罐箱装备订单持续增长。作为全球市占率居前的中小型液化气船细分市场领导者，2023年公司水上清洁能源业务收入22亿元、同比+74%，占清洁能源板块收入约15%。2023年公司船舶在手订单约96亿元，LNG船用燃料罐箱订单近20亿元（同比+142%）。前期通过收购储备充足造船产能，并依托专业的船舶制造能力丰富产品线，未来有望持续受益于全球清洁能源船舶需求的放量。

3) 氢能和绿色甲醇：氢能产品线覆盖制、储、运、加、应用等全产业链环节，基本涵盖各压力等级和应用场景。受益于全球氢能产业升温，近年来公司氢能业务订单量倍增，

投资评级

买入

首次评级

#### 相关研究报告

阿斯麦 (ASML) 2024Q1 业绩点评：中国大陆需求强劲，存储订单明显回温 —2024-05-08  
台积电(TSMC)2024Q1 业绩说明会：AI需求一枝独秀，下修半导体增速预期 —2024-04-26  
台积电(TSMC)2023Q4 业绩说明会：3nm开始放量，2024将为复苏年 —2024-01-21

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	2028
总市值(百万)	15032
1月最高/最低价(元)	8.37/7.28
资产负债率(%)	55.14
每股净资产(元)	5.54
市盈率(PE)	13.52
市净率(PB)	1.34
净资产收益率(%)	9.92

#### 相关研究报告

##### 作者

曾帅 分析师  
SAC执业证书：S0640522050001  
联系电话：  
邮箱：zengshuai@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

1

2020~2023 年公司氢能业务收入的 CAGR 达到 76.5%，2023 年营收创新高达 7 亿元、同比+59.0%。氢能产业发展潜力大，公司有望充分受益于行业景气度上行。

甲醇作为船用替代燃料已迈出实质性步伐，2023 年马士基首条绿色甲醇燃料船成功航行。全球绿色甲醇产业有望迎来突破。公司已经锁定超过 100 万吨的生物质资源，并与合作伙伴在广东落地首个项目，后续有望基于燃料乙醇工厂迅速复制。

◆ **化工环境：罐箱需求总体稳定，后市场服务和医疗设备等新业务取得突破**

作为全球罐箱龙头，2023 年公司化工环境板块受到影响收入达 44.1 亿元、同比约-17%。随着全球经济复苏叠加化工品涨价，预计 2024 年全球化工罐箱需求稳健增长，有望支撑公司的化工环境板块业务平稳增长。

随着铁水联运的普及、绿色物流的推广等，公司或将受益于国内市场罐箱渗透率的提升。化工环境板块国内市场收入的占比已由 2022 年的 8.3% 升至 2023 年的 12.2%。公司在罐箱后市场和医疗设备业务均取得进展，2023 年收入分别突破 1 亿元（同比+39.2%）和 2 亿元（同比+20.3%）。

◆ **液态食品：海外啤酒业务稳扎稳打，在烈酒、生物制药等新业务领域取得进展。**

作为全球领先的食品装备和工程供应商，公司积累了优质的海外客户资源，并完成全球化产能布局。2023 年液态食品板块收入达 42.9 亿元、同比+18.6%。2023 年液态食品业务的新签和在手订单创下新高，海外啤酒交钥匙工程项目进展顺利。海外啤酒业务为液态食品业务的重心，拥有优质的客户资源，全球化产销网络布局完善，有望受益于酒饮行业的景气度上行。公司还发力拓展烈酒和生物制药装备市场，在国内白酒和威士忌项目和吸入剂混合系统装备上取得突破。近两年非啤酒业务拓展成果显著，在液态食品板块的收入占比扩大至 25% 以上。

**投资建议与盈利预测：**公司在清洁能源领域行业领先地位稳固，天然气产销量增长和氢能产业快速发展，拉动产业链装备和工程服务需求。化工环境和液态食品业务总体有望稳健增长，新业务领域的进展有望超预期。另外，H 股整体处于低估状态，未来全球资本流动有望改善流动性，优质的企业有望率先实现估值修复。预计公司 2024~2026 年归母净利润 13.6/16.3/18.1 亿元，当前股价对应 2024~2026 年 PE 11/9/8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 10.1 元，目标估值 2024~2026 年 PE 15/13/11 倍。

◆ **风险提示：全球经济景气度影响下游需求；汇率与原材料价格大幅波动影响公司盈利；新业务开拓不及预期。**

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	19601.76	23626.28	27067.58	30860.26	35425.07
增长率 (%)	6.39%	20.53%	14.57%	14.01%	14.79%
归母净利润 (百万元)	1055.06	1113.97	1364.38	1631.09	1814.52
增长率 (%)	19.41%	5.58%	22.48%	19.55%	11.25%
毛利率	17.35%	15.75%	16.17%	16.44%	16.33%
每股收益 (元)	0.52	0.55	0.67	0.80	0.89
市盈率 PE	14.25	13.49	11.02	9.22	8.28
市净率 PB	1.64	1.34	1.24	1.15	1.05
净资产收益率 ROE	11.54%	9.92%	11.29%	12.44%	12.73%

资料来源：iFinD，中航证券研究所（本报告采取的货币单位如无特殊注释，均为人民币(元)）

## 正文目录

一、 全球领先的能源+化工+食品装备制造制造商，业绩稳定增长、重视分红	5
二、 三大业务板块具备增长动能，清洁能源板块将持续引领	9
(一) 清洁能源：产品链齐全、市占率居前，行业景气度有望上行	9
1、 陆上清洁能源	10
2、 水上清洁能源	12
3、 氢能和绿色甲醇	14
(二) 化工环境：罐箱需求总体稳定，后市场等新业务潜力大	17
(三) 液态食品：海外啤酒业务稳固，烈酒、生物制药新领域突破	19
三、 盈利预测	22
(一) 业务拆分	22
(二) 估值比较	22
四、 风险提示	23

## 图表目录

图 1 公司股权结构及主要子公司（截止于 2023 年 12 月 31 日）	5
图 2 公司业务布局全球化	6
图 3 公司营收增长稳健、2019~2023CAGR 约 15%	6
图 4 公司盈利稳步提升、2019~2023CAGR 约 5%	6
图 5 公司三大主营业务历年收入与增速	7
图 6 公司国内与海外历年收入与增速	7
图 7 公司净利率和毛利率	7
图 8 公司期间费用率及分项构成	7
图 9 公司历年分红金额及比例	8
图 10 公司股息率稳步提升，在可比公司中处于中间水平	8
图 11 油气价差处于高位(元/吨)	9
图 12 中国 LNG 消费需求有望上行	9

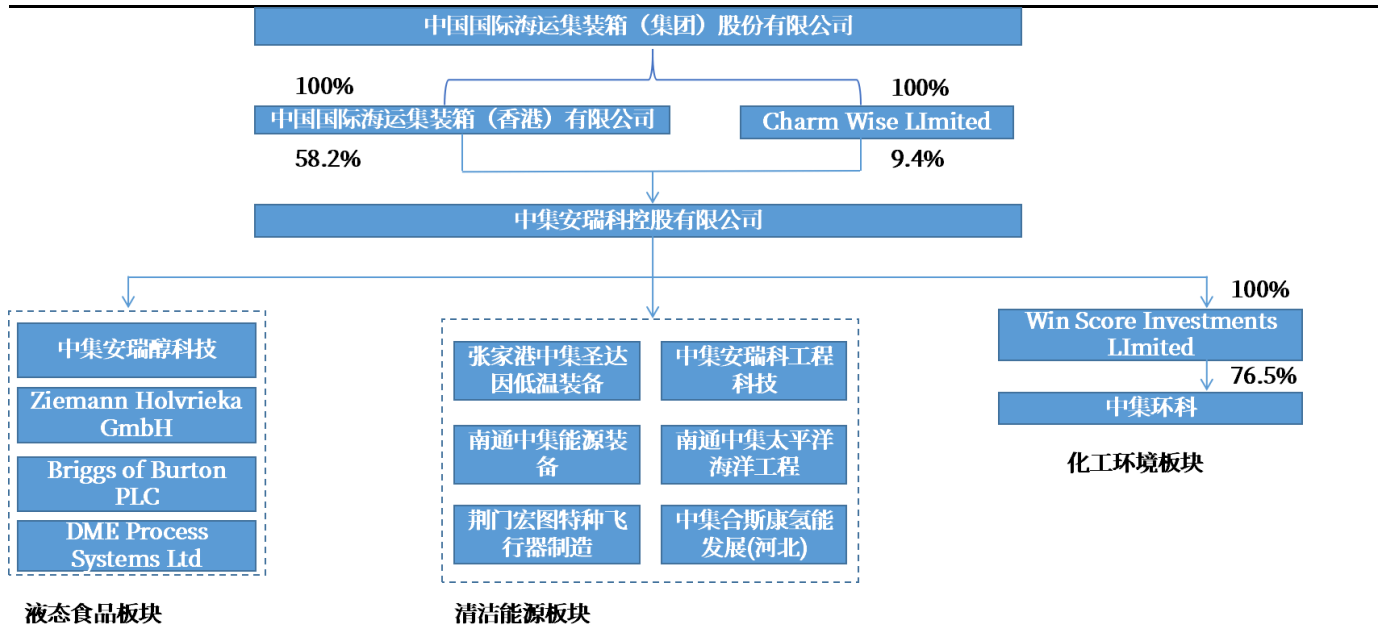


图 13 中国天然气需求预计恢复正增长(亿立方米).....	10
图 14 海外重兴天然气开发热(亿立方米).....	10
图 15 清洁能源 2019~2023 收入 CAGR 为 21.6%，主要以国内市场为重心....	10
图 16 陆上清洁能源是清洁能源业务的重心，且主要经营地区为国内市场 .....	12
图 17 2023 年中国天然气重卡的渗透率和销量创新高 .....	12
图 18 水上清洁能源业务收入增长迅速，在清洁能源业务的占比增至 15% .....	13
图 19 船舶绿色改造促 LNG 动力/加注船舶数量增长 .....	13
图 20 2023 年全球新造替代燃料船舶订单占比结构 .....	13
图 21 中国新造船和 LNG 新造船价格指数创下 2016 年 5 月以来的新高.....	13
图 22 中国电解槽产能占比位居全球前列 .....	14
图 23 全球氢气需求稳步提升，绿氢占比有望迎来突破.....	14
图 24 全球和中国在营加氢站数量齐增长 .....	15
图 25 2023 年全球主要国家的氢燃料汽车年销量总体下滑，中国氢燃料汽车销量跃居第一.....	15
图 26 2023 年公司氢能业务新签订单以储运设备为主 .....	16
图 27 公司氢能业务的收入和增速.....	16
图 28 全球绿色甲醇产能及预测（百万吨） .....	16
图 29 国际绿氢制甲醇相关标准.....	17
图 30 中国化工产品价格指数 CCPI 和液化石油气价格走势.....	18
图 31 全球罐箱保有量稳步增长.....	18
图 32 全球罐箱产量出现周期性波动 .....	18
图 33 化工环境板块细分业务收入和增速 .....	19
图 34 化工环境板块海外和国内市场收入和增速 .....	19
图 35 液态食品板块海外和国内市场的收入及增速 .....	20
图 36 液态食品板块啤酒和非啤酒收入及增速 .....	20
图 37 预计全球制药装备市场规模稳步增长（亿元） .....	21
图 38 全球酒精饮料市场规模（十亿美元） .....	21
表 1 公司主要业务和应用领域.....	5
表 2 公司分业务拆分(百万元) .....	22
表 3 可比港股公司的当前估值对比.....	22

# 一、全球领先的能源+化工+食品装备制造商，业绩稳定增长、重视分红

公司业务主要包括清洁能源、化工环境、液态食品装备三大类，下游主要应用于天然气、氢气、化工产品、酒精饮料、医药等领域。石油与天然气的商品价格、全球经济景气度、各国贸易政策与低碳环保政策等因素会对公司业绩产生影响。

图1 公司股权结构及主要子公司（截止于 2023 年 12 月 31 日）



资源来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

表 1 公司主要业务和应用领域

业务板块		主要产品或服务			主要应用领域
		上游	中游	下游	
清洁能源	陆上清洁能源	液化工厂/井口撬装设备，井口气处理与加工	清洁能源运输装备，LNG 调峰储存装备与工程，其他清洁能源储存装备与工程	车用 LNG 燃料罐，工商业 LNG 燃料装备	天然气、石油气、氢气、工业气体等领域
	水上清洁能源	海上油气处理模块	中小型液化气体运输船 (LEG/LPG/LNG)	LNG 加注船，船舶油改气	
	氢能	焦炉气制氢示范项目，碱性电解槽	氢气管束运输车，氢气储罐	加氢站，氢能楼宇热电联供解决方案，III 型、IV 型车载储氢瓶	
化工环境		不锈钢液体罐箱、特种不锈钢液体罐箱、碳钢气体罐箱、碳钢粉末罐箱、罐箱后市场服务、医疗设备部件			化工产品、医疗设备
液态食品		工业啤酒、精酿啤酒、烈酒交钥匙工程项目，果汁罐，医药罐			啤酒、威士忌、白酒、果汁、医药

资源来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

公司通过全球资源整合，逐步奠定了三大板块业务的全球布局。清洁能源领域收购四川金科深冷、辽宁哈深冷、南通太平洋海工等，并与挪威海克斯康 Hexagon 合作氢

能业务。化工环境领域并购荷兰 Burg Service B.V.、德国 LFTS。液态食品装备领域拥有荷兰 Holvrieka、德国 Ziemann、英国 Briggs 等国际子公司。

图2 公司业务布局全球化

全球业务布局



资料来源：公司官网，中航证券研究所

成长性与周期性兼备，业绩不断创新高。近五年来随着公司全球化扩张和产业布局的深化，公司业绩稳健增长，2019~2023 年营收和归母净利润 CAGR 分别约为 15%和 5%。清洁能源是公司的核心业务，近五年平均收入占比在 57%左右，而且呈上升趋势。化工环境和液态食品的收入占比均在 20%左右。海外与国内的收入占比相近，近五年的收入占比分别在 52%和 48%左右。2020 年疫情影响下，全球供应链和需求普遍受到影响，公司化工环境和液态食品板块收入明显下滑拖累整体收入和利润。随着多国出台经济刺激政策，叠加全球供应链逐步恢复，公司业绩在 2021 年后快速反弹。2023 年公司营业收入 236.3 亿元、同比+20.5%，归母净利润 11.1 亿元、同比+5.6%，收入与业绩增长动力主要源于油气价差扩大、天然气需求回暖带动装备和工程建设需求提升，全球航运业绿色升级加速带动天然气等替代燃料船舶需求增长，以及公司海外市场和新业态、新产品等取得积极进展。

图3 公司营收增长稳健、2019~2023CAGR 约 15%

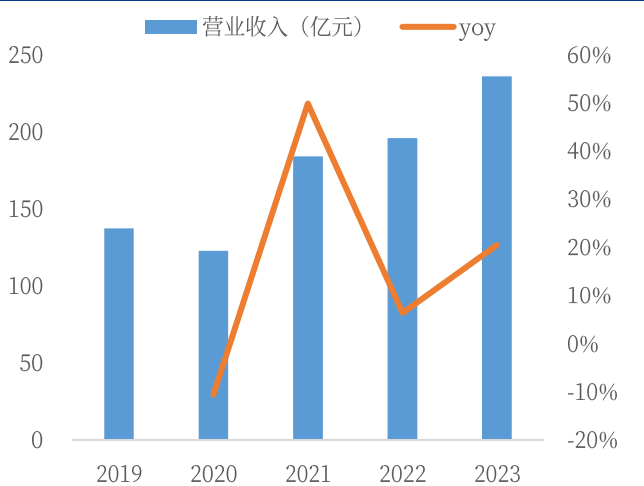
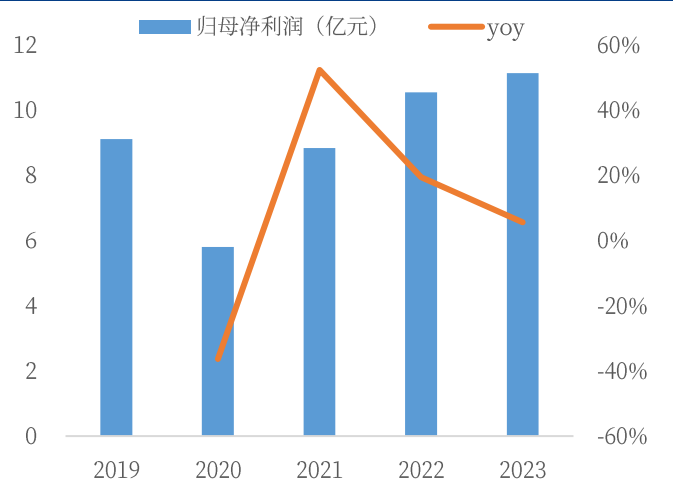
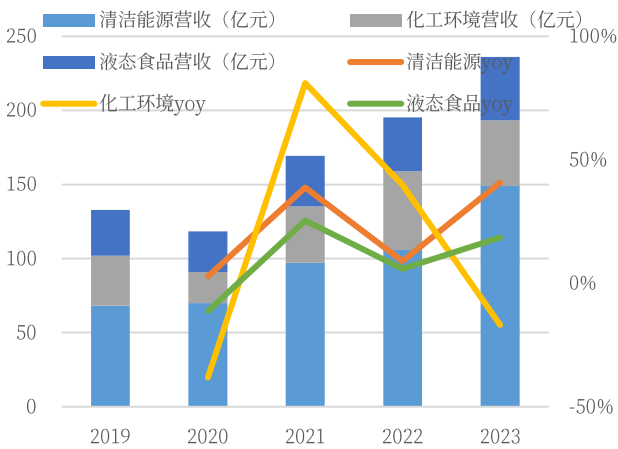


图4 公司盈利稳步提升、2019~2023CAGR 约 5%

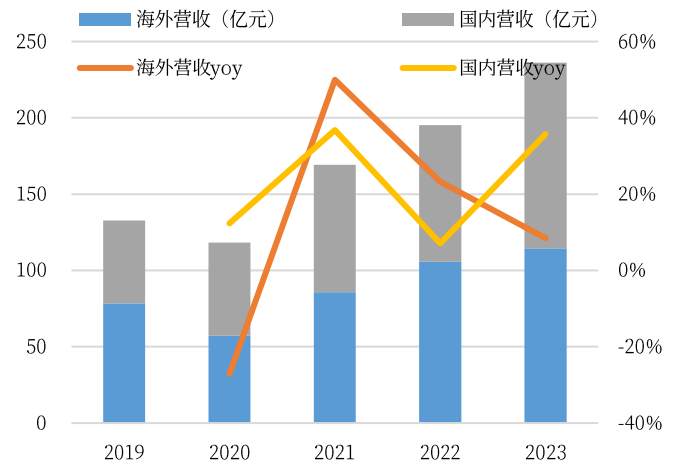


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

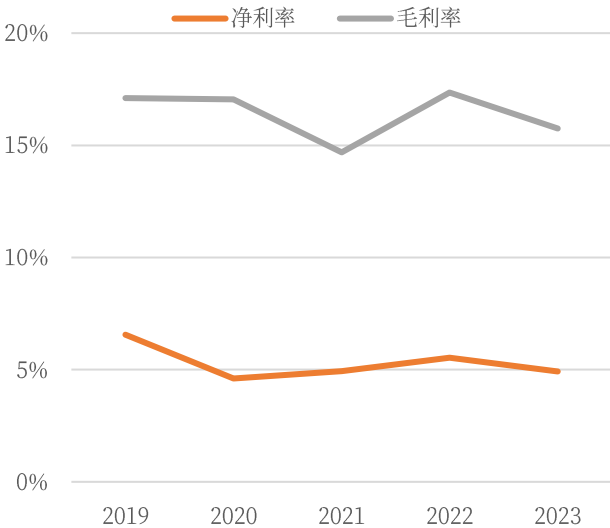
**图5 公司三大主营业务历年收入与增速**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

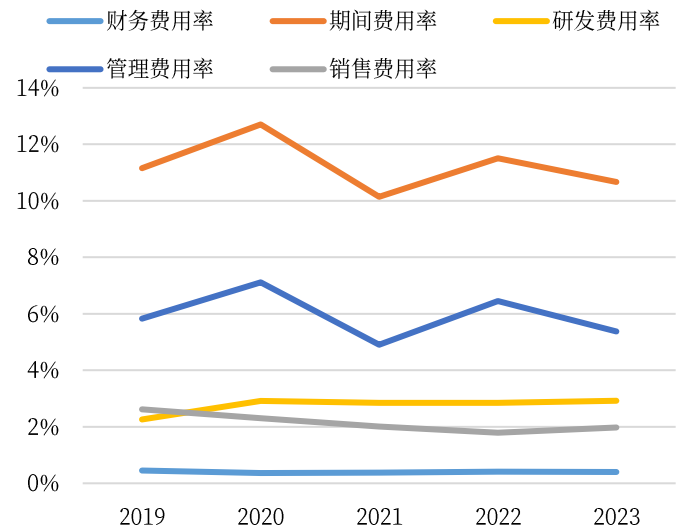
**图6 公司国内与海外历年收入与增速**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

在规模效应下，费用整体控制合理，研发费用维持一定强度，盈利能力表现稳健。公司的期间费用率在 10%左右，波动范围控制较为合理，其中管理费用率占比较大。随着收入规模扩大，期间费用率有下行趋势。但是公司重视研发投入，研发费用率稳中有升。近五年公司毛利率和净利率分别在 16%和 5%左右。2023年公司毛利率为 15.8%、同比下降 1.6pct，主要受到化工环境和液态食品板块毛利率下滑的影响。2023 年公司净利率为 4.9%、同比下降 0.6pct，主要受毛利率下滑影响。

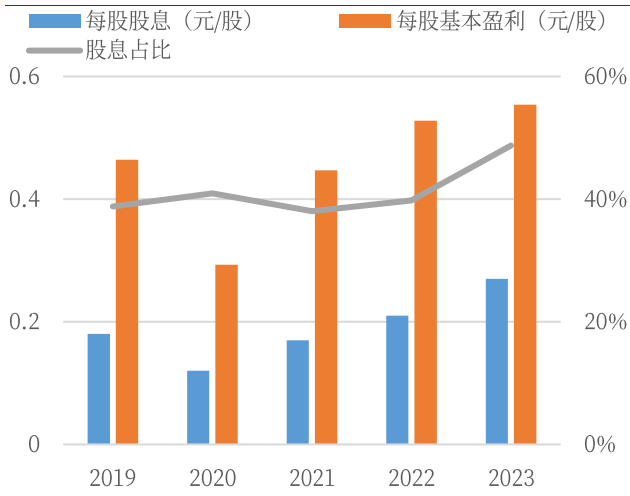
**图7 公司净利率和毛利率**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

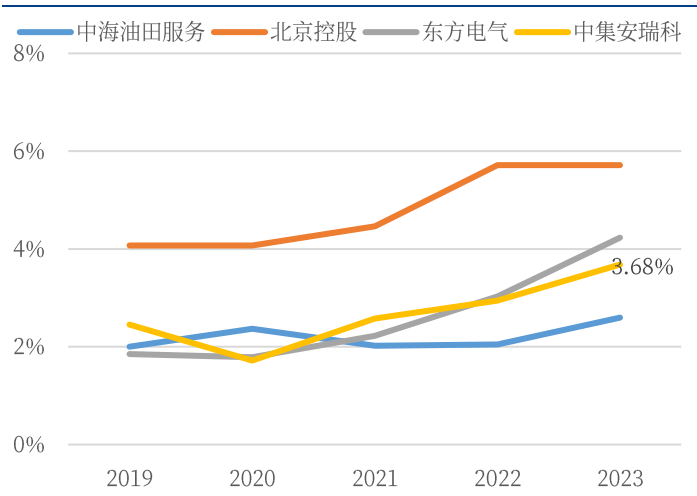
**图8 公司期间费用率及分项构成**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

重视股东利润分配，股息率和分红比例创新高。即使经营状况由于宏观环境等因素出现波动，但公司自 2019 年以来的派息比率维持在 38%以上，并且在 2023 年达到约 49%的新高。同时，公司的股息率水平持续提升，在 2023 年达到 3.7%。相较于港股的可比公司，公司的股息率处于中等水平。

**图9 公司历年分红金额及比例**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图10 公司股息率稳步提升，在可比公司中处于中间水平**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

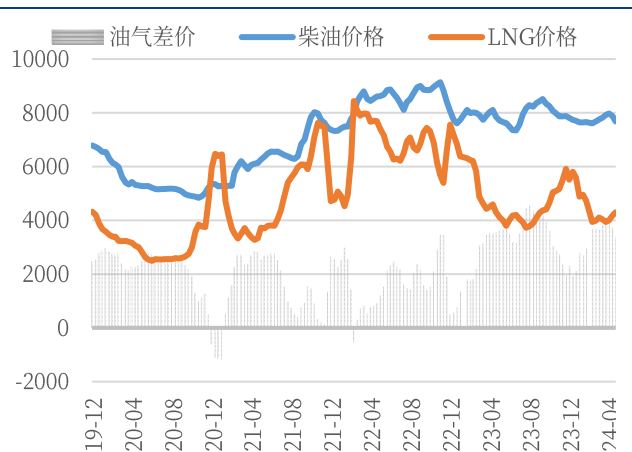


## 二、三大业务板块具备增长动能,清洁能源板块将持续引领

### (一) 清洁能源: 产品链齐全、市占率居前, 行业景气度有望上行

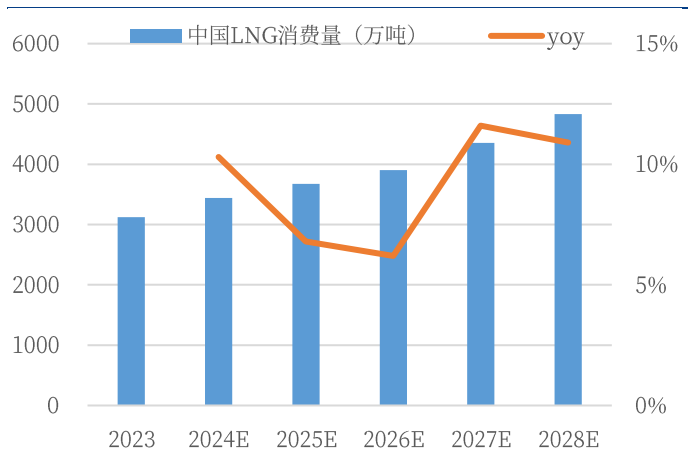
全球天然气产销两端预计放量, 天然气产业链景气度有望上行。俄乌冲突长期化趋势, 尽管中东地区局势不稳定等地缘冲突因素, OPEC+国家减产石油, 但美国等非 OPEC+ 国家选择扩产, 全球原油供给量面临不确定性。据 IEA 预计 2024Q2 全球原油市场将面临供应缺口, 若 OPEC+国家预期继续减产, 2024Q3 全球原油供应缺口将扩大。基于全球经济乐观前景的假设下, 预计 2024 年原油价格中枢将得到支撑。据中国石油, 2024 年全球天然气处于供需再平衡状态, 需求或将成为影响价格的主导因素, 全年天然气价格预计较为稳定。据 IEA 预计 2024 年全球天然气需求将小幅增长 2.5%, 亚太、非洲等地区的需求增速将高于欧洲和美洲地区。低碳转型背景下, 国内煤改气、油改气进程有序推进, 带动国内天然气需求增长。据来佰特预测, 国内 LNG 需求有望在未来五年 CAGR 达到约 9%, 在 2028 年国内 LNG 合计需求量将达到 4831 万吨。近年来海外多个国家重兴天然气开采热, IEA 预计 2024 年全球天然气产量有望实现正增长。原油天然气与价差有望维持一定水平, 叠加政策刺激的驱动, 天然气下游应用需求和普及程度均有望提升, 相应地将拉动天然气开采、储运、终端应用等装备需求。

图11 油气价差处于高位(元/吨)

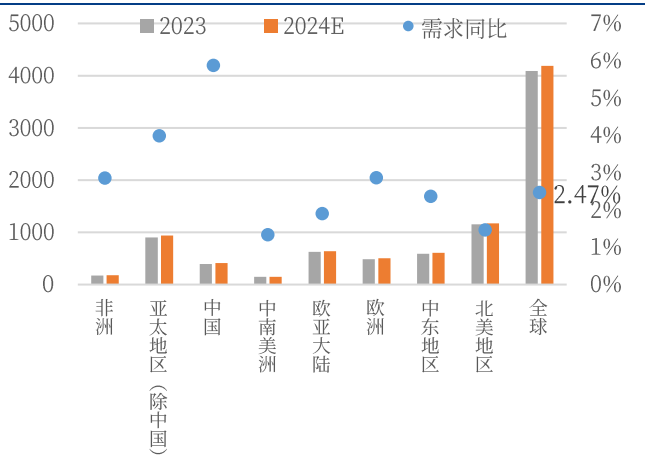


资料来源: 国家统计局, 中航证券研究所

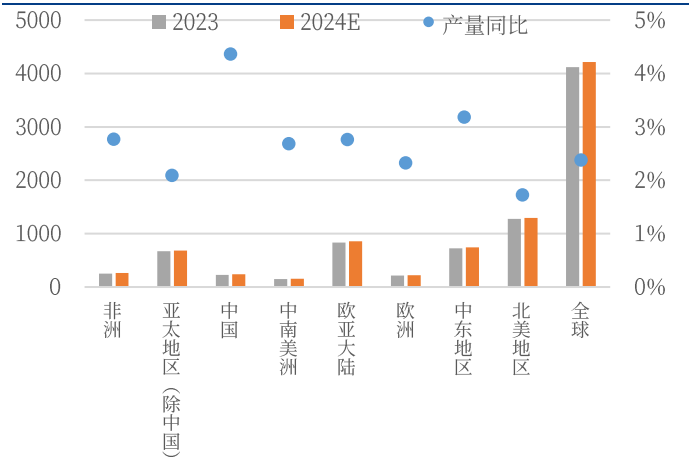
图12 中国 LNG 消费需求有望上行



资料来源: 来佰特, 中航证券研究所

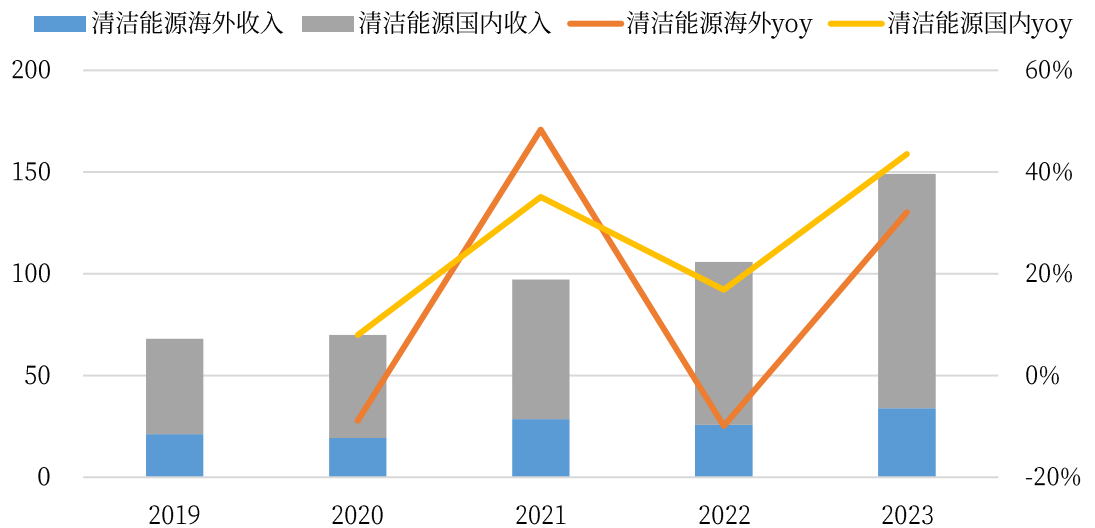
**图13 中国天然气需求预计恢复正增长(亿立方米)**


资料来源：IEA，中航证券研究所

**图14 海外重兴天然气开发热(亿立方米)**


资料来源：IEA，中航证券研究所

清洁能源业务收入增长迅速，而且主要由国内市场拉动。在国内煤改气、油改气和全球低碳转型背景下，天然气产业链景气度上行。叠加公司积极深化天然气、石油气等工业气体相关的产业链布局。公司清洁能源业务营收快速增长，2019~2023CAGR为21.6%。清洁能源业务的重心主要在国内市场，国内市场的营收占比在73%左右。同时，公司在海外和国内市场的清洁能源业务均实现增长，海外和国内清洁能源营收CAGR分别为12.6%和25.1%，国内市场增速快于海外市场。

**图15 清洁能源 2019~2023 收入 CAGR 为 21.6%，主要以国内市场为重心**


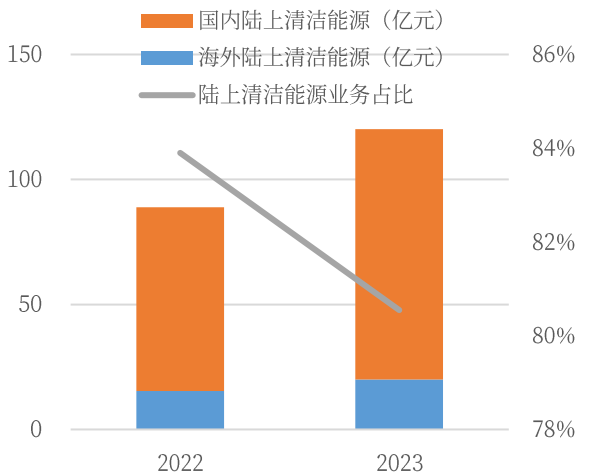
资料来源：公司公告，中航证券研究所

## 1、陆上清洁能源

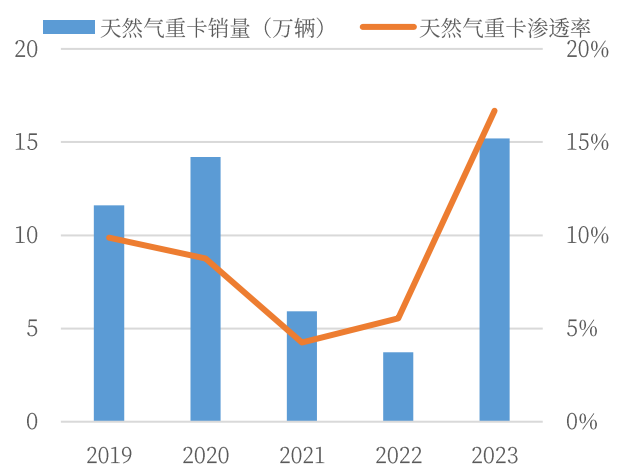
陆上清洁能源全产业链覆盖，新业务和海外市场的开拓打开新空间。依托控股股东中集集团，公司获得LNG低温装备企业张家港圣达的资产注入，还通过并购荆门宏图

进入 LPG 等中压储运装备领域，并购南京扬子石油化工设计工程公司形成能化工程领域的完整布局，并购四川金科深冷公司和辽宁哈深冷公司来深化 LNG 领域布局。当前，公司已经成长为国内围绕天然气实现全产业链布局的领先关键装备制造和工程服务商，主要产品包括 LNG、LPG、CNG 和工业气体储运装备，在国内市场产销量领先。2023 年陆上清洁能源收入 120.1 亿元、同比+35.1%，占清洁能源板块收入约 81%。

- 1) 终端应用领域。国内更加严格的重卡国 6B 标准实施于 2023 年 7 月正式实行，有望开启新一轮重卡更新周期。2023 年国内天然气重卡销量和渗透率快速提升，销量为 15.2 万辆，同比+307.4%，渗透率达到 16.7%，同比+11.1pct。在销量和渗透率方面，2023 年国内天然气重卡均创下新高。国内天然气重卡销量爆涨拉动了 LNG 车用瓶需求。2023 年公司累计新签 LNG 车用瓶订单近 12.9 亿元，同比增长 39 倍。新建 LNG 车用瓶产线已在 2024Q1 投产，年产能达到 20 万只。同时，公司积极拓展综合能源管理等新业务。2023 年公司继续加强清洁能源多能互补业务，成立上海能源系统公司，围绕工业、建筑、农业节能及移动供能四大领域，拓展低碳综合能源服务业务。
- 2) 中游储运装备及业务工程领域。国内天然气消费需求景气度提升，拉动中游储运装备及工程业务需求。在能源安全背景下，LNG 应急调峰储备项目是重点建设方向。2023 年公司中标了陕西一项 29000m<sup>3</sup> 天然气调峰储备站项目及深圳市天然气储备与调峰库二期扩建工程 EPC 总承包项目等天然气调峰项目。
- 3) 上游加工处理及运营相关的业务领域。依托液化模块、存储运输装备等能源装备和工程优势，以及现有客户资源优势，公司围绕和聚焦不同区位优势资源，开发多元化非传统气源（包括焦炉气、井口气、煤层气等边际气体），拓展和建立了西北、东北、西南三个主要气源生产基地，实现从上游资源端到终端应用场景的‘制储运加+’闭环经营和数智化一体产业互动的增值业态。2023 年公司快速复制上游焦炉气制氢联产 LNG 项目模式，相继与鞍钢、凌钢和首钢水钢达成合作，工程将于 2024~2025 年陆续投产。同时，公司亦凭借边际气体加工处理及分销的一体化解决方案能力，不断丰富气源渠道，并于 2023 年取得快速增长。
- 4) 海外市场进展顺利。2023 年公司加速拓展海外市场，海外陆上清洁能源收入迅速增长、达 20 亿元（同比+30.0%）创历史新高，其中海外工程业务收入同比增长 40%。2023 年公司新签首个海外 LNG 液化工厂 EPC 订单，在海外收获多个 LNG 工程项目，包括非洲天然气工程、LPG 球罐项目等顺利推进建设，通过与沙特地区企业签署备忘录着手于中东市场布局。

**图16 陆上清洁能源是清洁能源业务的重心，且主要经营地区为国内市场**


资料来源：公司公告，中航证券研究所

**图17 2023年中国天然气重卡的渗透率和销量创新高**


资料来源：第一商用车网，中汽协，中航证券研究所

## 2、水上清洁能源

全球航运加速绿色升级，LNG 新船价格指数创新高。2023 年 5 月欧盟通过立法将航运业纳入欧盟碳排放交易体系，法案于 2024 年 1 月 1 日生效。2023 年 7 月国际海事组织通过了新修订的《2023 年船舶温室气体减排战略》，提出在 2050 前后达到净零排放。一方面，政策和行业规章等促使全球航运业着眼于绿色转型。另一方面，甲醇、氨、LNG 等清洁燃料船舶技术的不断突破和成熟推动着全球航运产业绿色升级的落地。从新造船舶数量和价格指数来看，全球航运业在加速低碳转型。

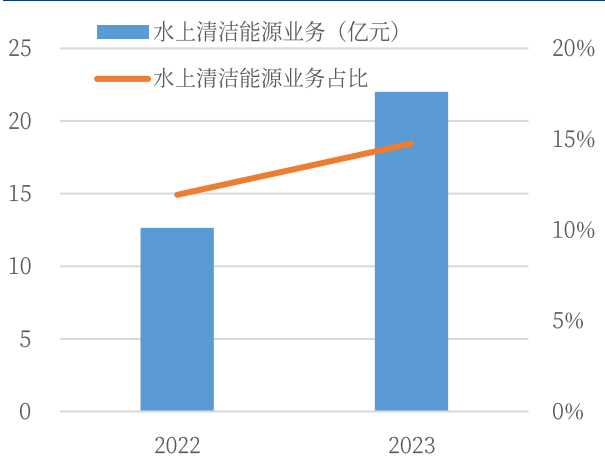
- 1) 新造船舶数量方面。据 Clarkson 数据显示，2023 年全球有 539 艘新造船舶使用清洁燃料作为替代燃料，大约占新造船舶总量的 45%。使用 LNG、甲醇作为燃料的新造船舶数量分别达到 220 艘、125 艘，在清洁燃料新船中的占比分别为 40.8% 和 23.2%。据 DNV 预测，2024 年全球在运营 LNG 船舶数量将再创新高突破 794 艘。
- 2) 新造船舶价格指数方面。据 Clarkson 数据显示，LNG 新造船价格指数在 2023 年底达到 198.1 点，远高于近五年的平均价格指数 155.6 点。据国际船舶网，中国 LNG 新造船价格指数在 2024 年 3 月达到 2026 点并创下 2016 年 5 月以来的新高。

水上清洁能源业务前期布局充分，有望充分受益于全球航运绿色转型。公司是全球市场占有率居前的中小型液化气船细分市场的领导者。在业务布局方面，公司重整收购覆盖 IMOC 型液货罐、LEG、LPG、LNG 运输船等业务的南通太平洋 (SOE)，并收购了丰顺船舶长江岸线的船坞和船台等核心资产拓展造船产能。产品链涵盖海上油气处理模块、LNG 动力系统、中小型气体运输船和加注船站等。得益于全球航运业清洁能源船舶需求高增，2023 年公司的水上清洁能源业务收入 22 亿元、同比+74.1%，占清洁

能源板块收入约 15%。

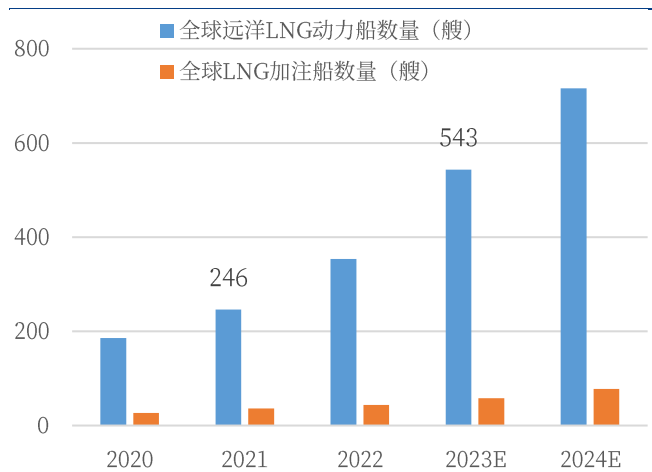
- 1) 船舶制造业务方面。全球绿色新造船舶需求增长给公司带来丰厚订单。2023 年公司获签 20 艘主力船型新船订单及备选订单，金额约 96 亿元，涵盖使用 LNG、LPG、液氨等燃料船舶，客户来自于欧洲、新加坡等地区。造船产能准备充分，船舶研制专业度高。公司拥有专业的液化气船造船厂，并通过收购优质造船企业和资产拓展造船产能和产线。在 2023 年公司成功拓展 A 型舱 MGC 新船型，未来该船型有望成为零碳能源运输中坚。
- 2) 船舶用燃料罐和液货舱方面。全球绿色船舶产业链景气度上行，相应地带动公司船舶用 LNG 燃料罐和液货舱订单大幅增长。LNG 船舶用燃料罐需求火爆，2023 年订单近 20 亿元（同比+142%）。在定制化服务和产品力方面，公司为客户定制开发了 3400 立方米 LNG 可替换用甲醇或氨的不锈钢船用罐，成功覆盖 ABC 型液货舱全系列产品，交付了国内最大的 LNG B 型船用液货舱。

图18 水上清洁能源业务收入增长迅速，在清洁能源业务的占比增至 15%



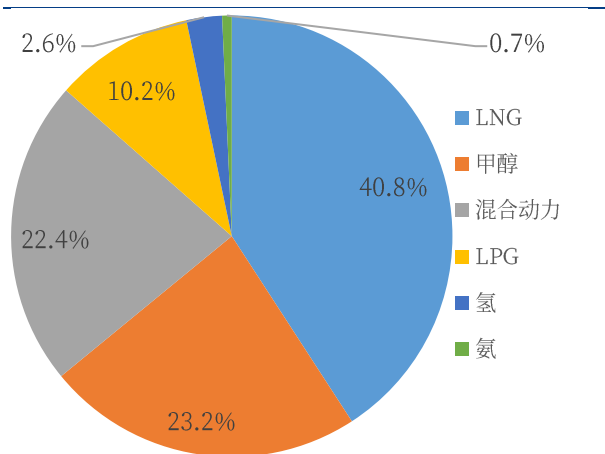
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图19 船舶绿色改造促 LNG 动力/加注船舶数量增长



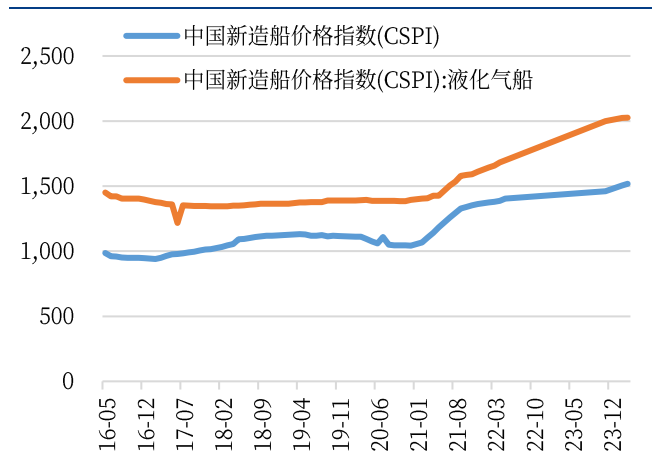
资料来源：DNV，中航证券研究所

图20 2023 年全球新造替代燃料船舶订单占比结构



资料来源：Clarksons，中航证券研究所

图21 中国新造船和 LNG 新造船价格指数创下 2016 年 5 月以来的新高



资料来源：iFind，中航证券研究所

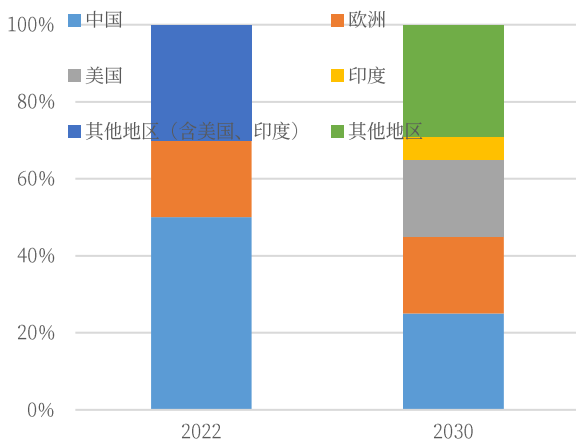
### 3、氢能和绿色甲醇

绿氢需求放量潜力足，将带动相关产业发展。全球氢气来源超八成为灰氢，而且主要应用领域为石油炼化、化工、炼钢等高能耗、重污染行业。未来绿氢替代需求上升空间广阔。IEA 预测在碳中和的背景下，2030 年全球氢气需求量将达到 1.5 亿吨，2022 年~2030 年的 CAGR 为 6%。绿氢在氢气产量的占比预计由 2022 年的不足 1% 上升至 34%。绿氢的放量将带动氢产业链的装备需求，产业增长潜力可期。

绿氢的放量将带动电解槽设备的装机需求，国内电解槽产业有望实现引领全球。据 IEA，2023 年全球电解槽装机量将突破 2GW，2030 年装机量至少达 175GW。国内电解槽产能规模领先全球。据 IEA，国内电解槽产能在 2022 年占据全球产能的 50%。未来随着全球电解槽产能的扩张，国内电解槽产能占比预计下降至 25%，但仍将居于全球首位。国内电解槽产业在碱性电解槽已实现规模化生产，产能和成本优势明显，在 PEM 和其他技术路线电解槽上与国外的差距快速缩小。未来国内电解槽产业有望引领全球电解槽产业的商业化落地。

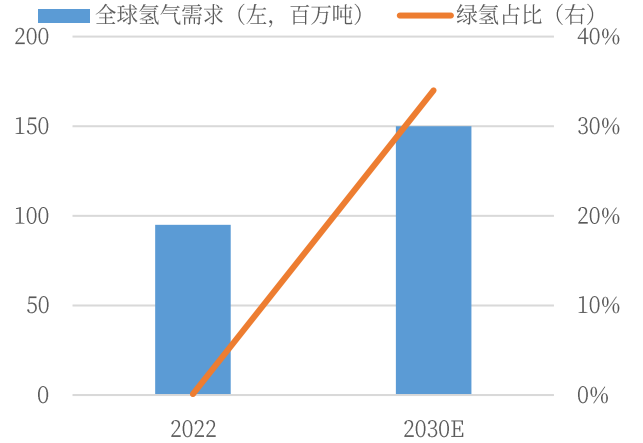
氢储运环节是氢能产业链的枢纽，也是氢产业降本的关键环节。当前氢气储运方式主要分为气态、液态、固态三大方式。高压气态储氢和低温液态储氢已进入商业应用阶段。氢能产业的发展势必将拉动氢储运设备材料的需求放量。

图22 中国电解槽产能占比位居全球前列



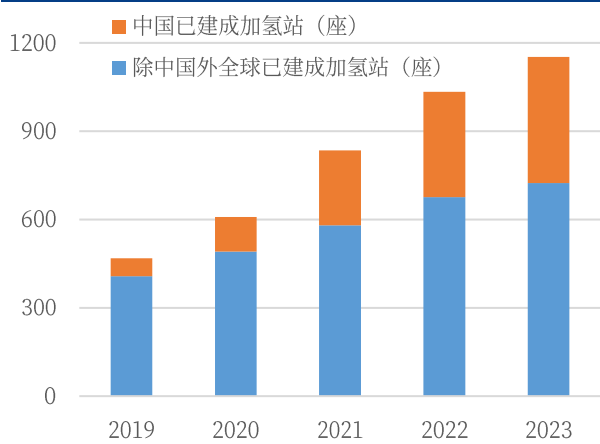
资料来源：IEA，中航证券研究所

图23 全球氢气需求稳步提升，绿氢占比有望迎来突破

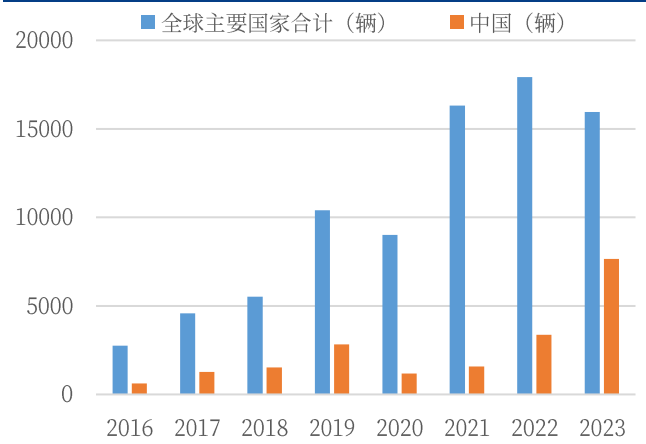


资料来源：IEA，中航证券研究所

中国在全球氢燃料汽车产业链上实现规模第一的突破。全球已建成加氢站数量达到 1152 座，其中国内数量达到 428 座、占比约 37.2%。全球主要国家氢燃料汽车销量由于补贴力度下滑等因素，在 2023 年销量达到 15952 辆、同比-11%。但是国内氢燃料汽车销量 7654 辆跃居全球第一、同比+127.3%。交通领域应用曾经一度被氢能产业寄予厚望，但我们认为石化/煤化工/精细化工等领域的应用场景更值得期待。

**图24 全球和中国在营加氢站数量齐增长**


资料来源：H2station, 中国氢能产业联盟, 香橙会, 中航证券研究所

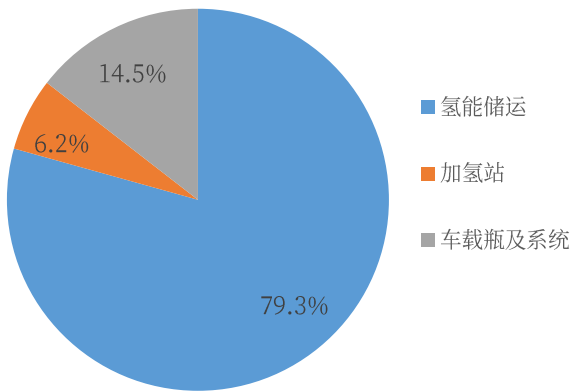
**图25 2023年全球主要国家的氢燃料汽车年销量总体下滑, 中国氢燃料汽车销量跃居第一**


资料来源：北极星氢能网, 香橙会, 中汽协, 中航证券研究所

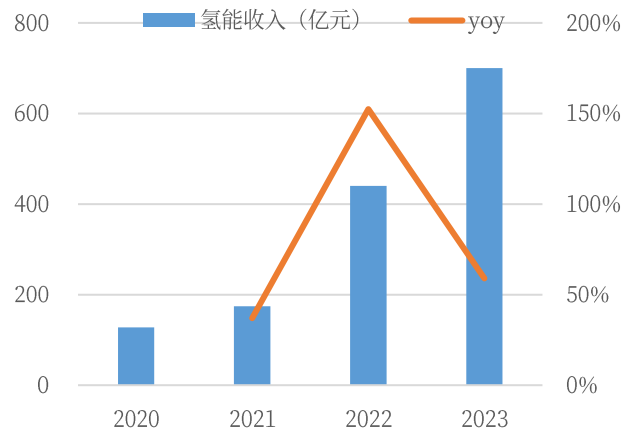
公司在氢能产业与多家行业细分龙头企业和研究机构合作。1) 与 Hexagon Purus 成立氢能合资公司, 国产化全球领先的 IV 型车载储氢瓶, 生产基地已于 2024 年 3 月完成建设。2) 与鞍钢股份成立合资公司, 利用焦炉煤气制 LNG 联产氢气。3) 与大连化学物理研究所携手推进液态阳光制氢加氢装备在氢能产业链上的应用, 共同开展北京 2022 年冬奥会液态阳光加氢站示范项目。

在加氢站的核心设备压缩机、制氢装备、储运氢装备等领域, 公司实现自主突破。1) 在国内领先完成 45MPa 隔膜氢气压缩机研发。2) 下线 1200Nm<sup>3</sup>/h 碱性电解槽。3) 下线撬装甲醇制氢设备。4) 下线首台 40 立方米商用液氢罐车和 40 英尺液氢罐箱。5) 下线国内首台 30MPa 氢气管束式集装箱, 99/103MPa 站用储氢瓶组, 并实现批量交付。

公司的氢能产品线覆盖制、储、运、加、应用等全产业链环节。在石家庄、南通、廊坊、张家港、启东, 公司设有五大氢能装备生产制造基地。依托 LNG&压力容器技术的延伸, 产品线包括甲醇/焦炉煤气/电解水制氢装备、氢气管束运输车、氢气储罐、加氢站、III 型和 IV 型车载储氢瓶及供氢系统、热电联供解决方案, 基本涵盖各压力等级和应用场景。随着全球氢能产业的升温, 近年来公司氢能业务订单量倍增。2020~2023 年公司氢能业务收入的 CAGR 达到 76.5%, 2023 年营收/新增订单分别 7 亿元(同比+59.0%)和 8.3 亿元(+36.7%)均创新高, 订单构成以氢储运装备为主。未来公司在氢能业务有望持续受益于全球氢能产业景气度上行。

**图26 2023 年公司氢能业务新签订单以储运设备为主**


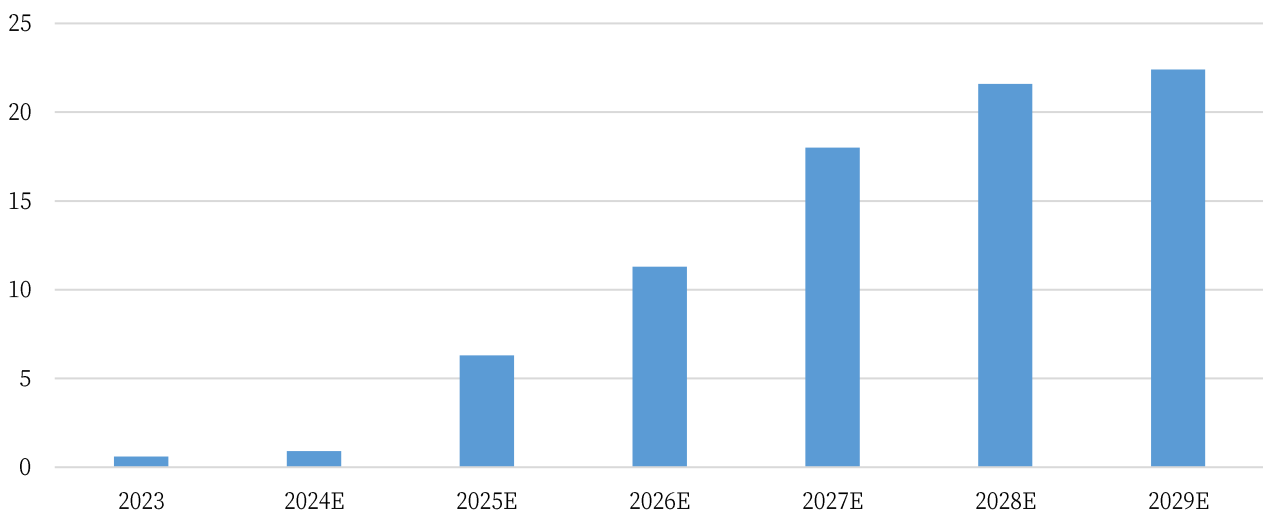
资料来源：公司公告，中航证券研究所

**图27 公司氢能业务的收入和增速**


资料来源：公司公告，中航证券研究所

绿色甲醇在全球航运业的应用有望起量。随着全球航运的绿色转型，甲醇等替代燃料船舶的数量和占比将提升。绿色甲醇作为航运燃料的使用需求上升潜力较大。2023 年马士基首条绿色甲醇燃料船成功航行，标志着绿色甲醇作为船用替代燃料迈出实质性步伐。

绿色甲醇成本下降可期。绿色甲醇按制取方式可以大致分为绿电制甲醇、生物质制甲醇。绿色甲醇的生产不涉及试验性技术。但当前绿色甲醇成本高于化石燃料制甲醇，其中绿电制甲醇的成本高于生物质制甲醇。据全球甲醇协会，2023 年全球绿色甲醇产能约为 60 万吨。截至 2024 年 4 月全球已有 147 个绿色甲醇项目。如果项目推进顺利 2027 年和 2029 年全球绿色甲醇产能将分别达到 1800 万吨和 2240 万吨。随着绿色甲醇生产规模和投资的扩大，生产成本有望降低，并将有利于绿色甲醇的商业化应用落地。

**图28 全球绿色甲醇产能及预测（百万吨）**


资料来源：全球甲醇行业协会，中航证券研究所



在目前国际上对于绿电制甲醇的标准较高，特别对碳源的溯源要求较为严苛。而生物质制甲醇比较容易达到欧盟等制定的绿色甲醇标准。但生物质原料具有稀缺性，并决定了生物质甲醇产能的上限，能否掌握优质充足的生物质资源足以构成竞争壁垒。

公司积极布局生物质制甲醇业务，产能和技术储备充分。1) 开拓原料供应渠道，首个项目落地广东。对 39 个选址地完成了考察及条件筛选，确认 1 个项目地及 3 个候选地锁定了超过 100 万吨的生物质资源，已与合作伙伴在广东落地首个项目，后续基于燃料乙醇工厂迅速复制。2) 开发生物质制甲醇技术。制取全生命周期绿色甲醇，以符合绿色认证。生物质制甲醇的关键工艺：生物质高效气化技术。公司采取的技术路线为气化热解+甲醇合成，二氧化碳 100%来自生物质，电力来源为绿电。目前公司已经开展了多达 100 多次生物质原料测试，并进行了中试验证，试验结果符合技术要求。未来公司有望充分受益于绿色甲醇行业需求的扩张。

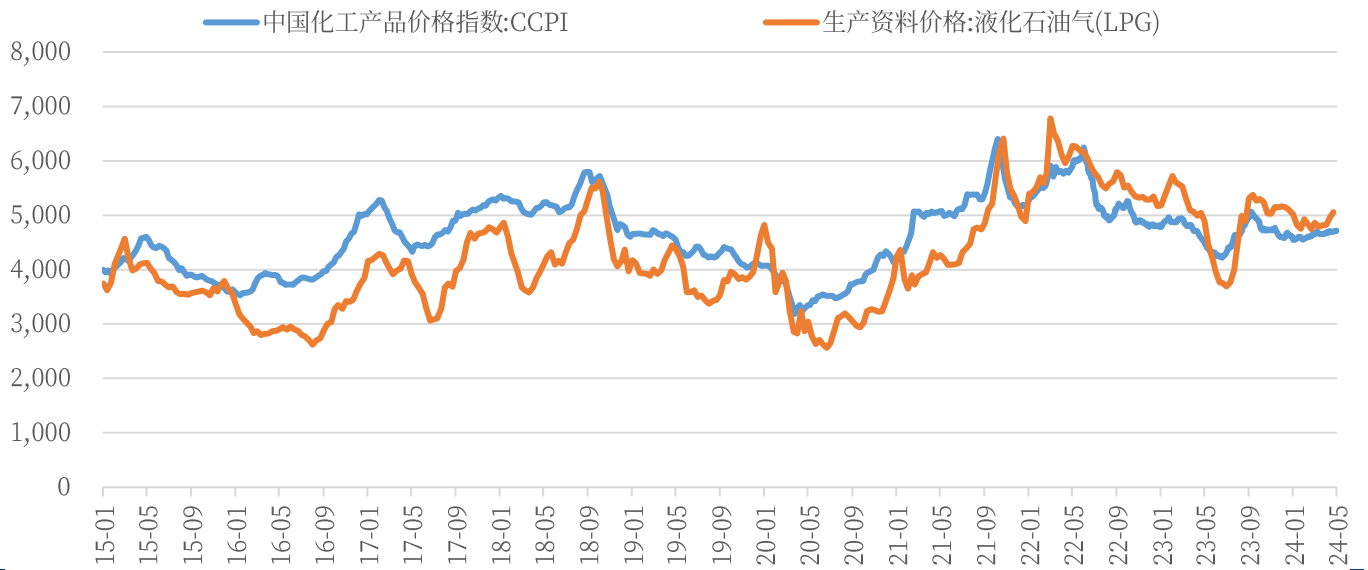
**图29 国际绿氢制甲醇相关标准**

	欧盟 RED	国际绿氢组织 GHS 2.0
碳排放(kgCO <sub>2</sub> /kg 甲醇)	≤0.56	≤0.3
绿氢来源	100%可再生电源制氢； 绿电比例超过 90%的网电制氢。	非绿电使用量不超过 5%
碳来源	从空气捕捉的 CO <sub>2</sub> ； 地质来源的 CO <sub>2</sub> ； 由生物燃料、非生物来源的可再生燃料和再循环碳燃料燃烧产生的 CO <sub>2</sub> ； 能源行业（火电、炼油、焦炉）、冶金制造业、矿物制品业及造纸业所排放的 CO <sub>2</sub> （上游被碳定价系统覆盖，并且碳排放已受到碳定价的约束）	生物质来源； 直接空气捕获； 不可避免的工业排放； 支付过碳税的碳排放。

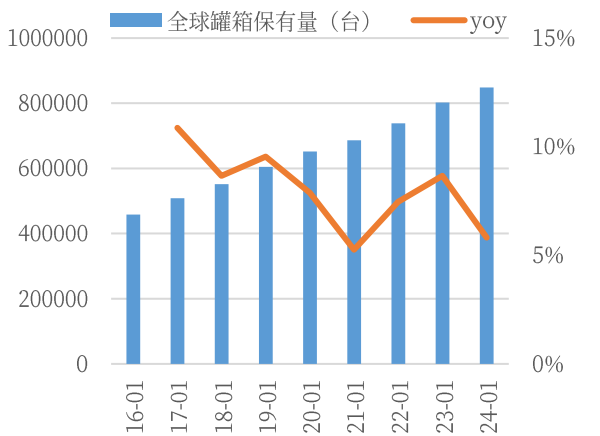
资料来源：环球零碳，中航证券研究所

## （二）化工环境：罐箱需求总体稳定，后市场等新业务潜力大

供应链受阻带来全球化工罐箱行业需求高点。据 ITCO，全球罐箱保有量增速与中国化工产品价格指数呈正相关关系。由于全球供应链受阻，2021~2022 年中国化工产品价格指数处于较高区间水平。与之相伴，全球罐箱产量在 2021 年和 2022 年分别维持着 49%和 27%的增速。随着全球供应链的恢复，以及化工产品价格指数的回落，2023 全球化工罐箱的年产量同比-17%。据 IEA 等机构，全球经济复苏叠加 OPEC+预期减产的背景下，预计 2024 年全球原油价格将得到支撑。同时，化工产品价格与原油的价格正相关。在 2024 年化工产品价格指数有望稳中有升的趋势下，预计 2024 年全球化工罐箱的需求有望实现稳健增长。

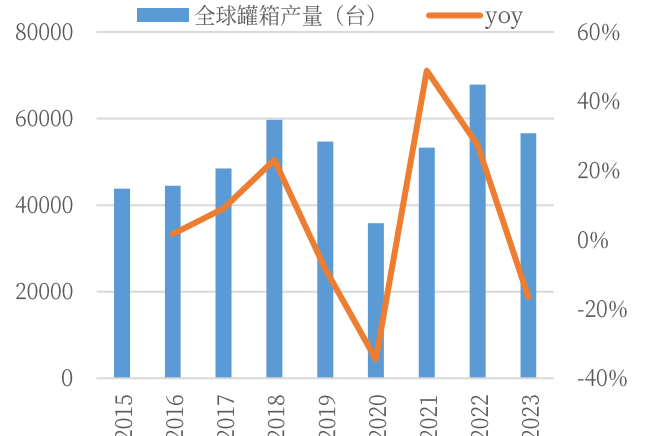
**图30 中国化工产品价格指数 CCPI 和液化石油气价格走势**


资料来源: 同花顺金融, 国家统计局, 中航证券研究所

**图31 全球罐箱保有量稳步增长**


资料来源: ITCO, 中航证券研究所

注: 罐箱保有量数据在每年 1 月份公布

**图32 全球罐箱产量出现周期性波动**


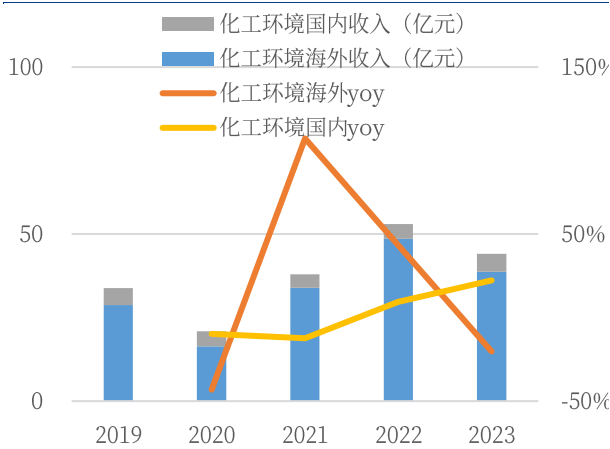
资料来源: ITCO, 中航证券研究所

化工环境业务实现全球化布局, 并成功拆分至创业板上市。控股股东中集集团将南通中集罐箱注入公司, 开启化工罐箱业务。而后公司通国收购荷兰 BURG SERVICE B.V、德国 LFTS 等国际罐箱企业, 完善罐箱业务的国际化布局。2023 年化工环境板块业务完成拆分, 并以中集环科的名义在创业板上市。中集环科 2023 年的营收为 46.6 亿元、同比-15.8%, 归母净利润 6.0 亿元、同比-15.8%。

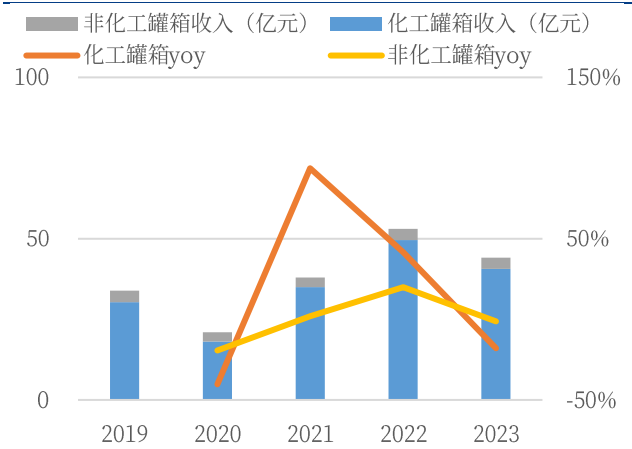
化工环境业务表现与全球化工罐箱产业景气度正相关, 预计受益于行业需求恢复。公司作为全球罐箱龙头, 已经连续 18 年保持化工罐箱市占率全球第一。而且, 化工罐箱业务是公司化工环境板块的主要构成, 收入占比稳定在 90% 以上。而且, 海外业务在化工环境板块的收入占比在 86% 左右。因而公司化工环境板块表现与全球化工罐箱产

业的景气度相关。在 2021 和 2022 年，公司化工环境板块收入分别实现 81%和 40% 的高速增长。而后在 2023 年全球化工罐箱需求下滑的背景下，公司所产的化工罐箱的销量和收入分别下滑约 17%和 18%。2023 年化工环境板块全年营收 44.1 亿元、同比-16.8%。全球化工罐箱行业需求恢复和增速企稳，将支撑公司的化工环境板块业务实现平稳增长。

化工罐箱后市场等新业务和国内化工罐箱渗透率提升或称为公司化工环境板块的新发力点。一方面公司积极开拓罐箱后市场和医药设备等新领域，另一方面，随着铁水联运的普及、绿色物流的推广等，公司有望受益于国内市场罐箱的渗透率提升。1) 国内市场占比在提升。化工环境板块国内市场收入的占比由 2022 年的 8.3%升至 2023 年的 12.2%。2) 化工罐箱后市开拓潜力较大。2023 年公司在罐箱后市场取得进展，收入突破 1 亿元（同比+39.2%），按照罐箱日常维护费 5200 元/年，罐箱保有量 80 万台计算，全球罐箱后市场规模至少为 41.7 亿元。3) 2023 年公司与飞利浦就医疗设备业务达成合作，营业额突破 2 亿元（同比+20.3%）。

**图33 化工环境板块细分业务收入和增速**


资料来源：公司公告，中航证券研究所

**图34 化工环境板块海外和国内市场收入和增速**


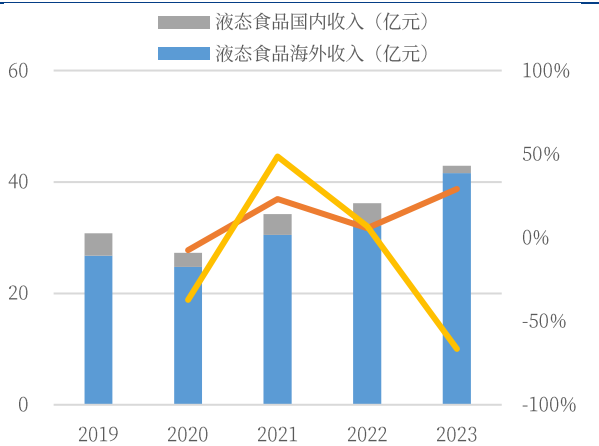
资料来源：公司公告，中航证券研究所

### (三) 液态食品：海外啤酒业务稳固，烈酒、生物制药新领域突破

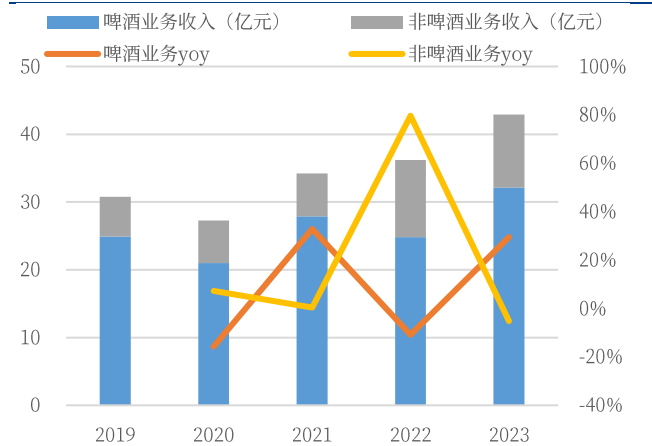
全球领先的食品装备和工程供应商。公司的液态食品装备业务覆盖啤酒发酵罐、精酿啤酒工程设计与装备制、蒸馏酒装备、烈性酒装备与酵母、液态食品系统总包、生物制药等。2023 年液态食品板块营收 42.9 亿元、同比+18.6%。在业务布局方面，公司通过收并购等方式实现了全球制造和销售基地布局。控股股东中集集团将啤酒发酵罐品牌荷兰 Holvrieka 注入公司。同时，公司通过并购世界一流啤酒系统设计和 EPC 总包品牌 Ziemann 完善工业啤酒交钥匙工程能力，并购英国老牌烈酒装备工程供应商

Briggs 横向拓展烈酒、酵母、制药、生物燃料等行业新机会，并购北美精酿啤酒工程设计和装备制造 DME 和德国 Künzel 等深化液态食品产业链和全球化布局。

海外啤酒业务市场根基深厚、订单创下新高，有望受益于全球食品饮料市场的稳步扩张。液态食品板块收入主要来自于海外地区和啤酒业务。2019~2023 年液态食品业务的海外市场的平均营收占比在 91%左右，啤酒业务的平均营收占比在 76.6%。在酒类和饮料行业拥有美国星座集团、英国帝亚吉欧集团、摩森康胜等优质海外客户。由于食品行业的卫生要求严苛，因此全球主流酒类与饮料巨头选择供应商更加慎重，公司的客户群稳固。2023 年公司液态食品板块新签和在手订单创下新高，在南美、东南亚等海外地区的啤酒交钥匙工程项目需求旺盛。据 stastia，全球酒精饮料市场规模有望稳步增长，预计 2025 年规模接近 20000 亿美元。

**图35 液态食品板块海外和国内市场的收入及增速**


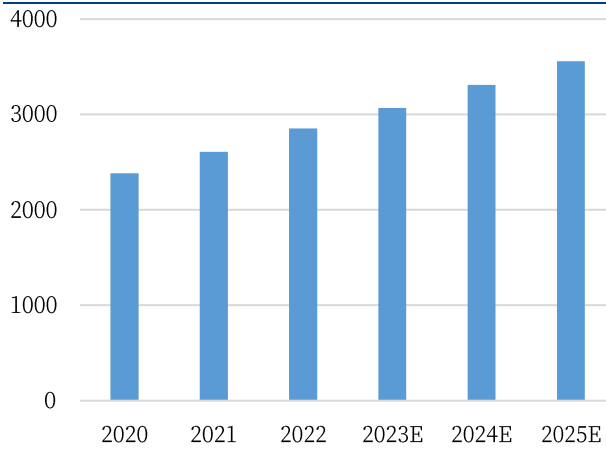
资料来源：公司公告，中航证券研究所

**图36 液态食品板块啤酒和非啤酒收入及增速**


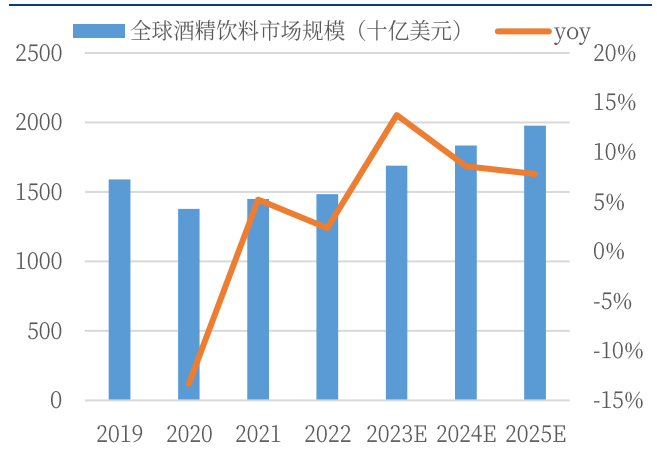
资料来源：公司公告，中航证券研究所

除啤酒业务外，公司还发力拓展烈酒市场，在 2021 年中标首个白酒项目订单-水井坊邛崃全产业链基地项目，2023 年中标国内数个威士忌项目。据智研咨询，国内威士忌市场规模在 2026 年有望达到 222 亿元，相比 2022 年预计增长 231.3%。

此外，生物制药等非啤酒业务取得积极进展。子公司 Briggs 积极将酿造和蒸馏行业的技术优势延伸到制药行业，并在吸入剂混合系统装备领域取得市场领先地位。非啤酒业务拓展成果显著，近两年收入占比增至 25%以上。

**图37 预计全球制药装备市场规模稳步增长（亿元）**


资料来源：灼识咨询，中航证券研究所

**图38 全球酒精饮料市场规模（十亿美元）**


资料来源：Stastia，中航证券研究所

### 三、盈利预测

#### (一) 业务拆分

**表 2 公司分业务拆分(百万元)**

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
清洁能源	营业收入	10591	14907	17030	19996	23806
	营业成本	9267	12999	14816	17296	20592
	毛利润	1324	1908	2214	2699	3214
	毛利率	12.5%	12.8%	13.0%	13.5%	13.5%
化工环境	营业收入	5305	4414	4819	5064	5363
	营业成本	4095	3476	3855	4051	4291
	毛利润	1210	938	964	1013	1073
	毛利率	22.8%	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%
液态食品	营业收入	3620	4293	5205	5784	6237
	营业成本	2751	3404	4008	4425	4740
	毛利润	869	889	1197	1359	1497
	毛利率	24.0%	20.7%	23.0%	23.5%	24.0%
合计	营业收入	19602	23626	27068	30860	35425
	营业成本	16200	19905	22691	25786	29639
	毛利润	3401	3721	4377	5074	5786
	毛利率	17.4%	15.7%	16.2%	16.4%	16.3%

资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所测算

#### (二) 估值比较

**表 3 可比港股公司的当前估值对比**

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
2883.HK	中海油田服务	8.38	731.52	0.63	0.87	1.06	1.22	13.27	9.63	7.91	6.87
0392.HK	北京控股	27.75	349.10	4.37	5.16	5.63	6.56	6.35	5.38	4.93	4.23
2727.HK	上海电气	1.59	637.23	0.02	0.04	0.10	0.19	86.87	39.75	15.90	8.37
1072.HK	东方电气	11.92	579.26	1.14	1.39	1.71		10.47	8.58	6.97	
可比公司平均值				1.54	1.87	2.13	2.66	29.24	15.83	8.93	6.49
3899.HK	中集安瑞科	8.14	165.10	0.55	0.67	0.80	0.89	13.49	11.02	9.22	8.28

资料来源：Wind，中航证券研究所

注：收盘价为 5 月 24 日收盘价，可比公司预测来源为 Wind 盈利预测

## 四、风险提示

- 1) **全球经济景气度影响下游需求**：公司的主要下游应用领域为天然气、化工产品和啤酒等液态食品，而且进行全球化经营。因而公司产品和服务的需求与受到全球宏观环境和经济景气度影响。如果全球经济复苏不及预期，公司下游需求将会受到负面影响，进而影响订单的交付进度，收入、业绩的增长程度。
- 2) **汇率与原材料价格大幅波动影响公司盈利**：公司客户分布于全球，且化工环境和液态食品业务重心在海外地区，清洁能源业务在海外取得突破。海外市场对于公司的重要程度较高。如果未做好汇兑损益管理，或发生汇率大幅波动，将对公司业绩会产生影响。作为装备制造，钢材等原材料是公司业务成本的重要构成。如果原材料发生大幅涨价，将给公司带来较大的成本压力。
- 3) **新业务开拓不及预期**：公司近年来布局氢能、绿色甲醇、罐箱后市场、医药设备、制药等新业务。一方面，部分新兴业务的下游领域的市场扩张规模和景气程度可能不及预期，进而影响公司新业务的收入增长潜力。另一方面，公司在开拓新业务时可能存在产品或服务竞争力不足、市场开拓战略失误等风险，导致新业务收入和利润增长不及预期。

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5606	7569	5186	5472	5902	营业额	19602	23626	27068	30860	35425
应收账款	3470	3660	4439	5061	5810	销售成本	16200	19905	22691	25786	29639
预付款项、按金及	1537	1789	1899	2165	2485	其他费用	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	351	467	521	594	682
存货	4636	4777	6055	6881	7909	管理费用	1824	1960	2287	2608	2994
其他流动资产	1406	3321	2713	3088	3539	财务费用	80	94	45	0	-1
<b>流动资产总计</b>	<b>16655</b>	<b>21115</b>	<b>20291</b>	<b>22666</b>	<b>25645</b>	其他经营损益	0	0	0	0	0
长期股权投资	220	624	624	624	624	投资收益	6	26	0	0	0
固定资产	3738	3838	4160	4913	5503	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	600	500	500	<b>营业利润</b>	<b>1153</b>	<b>1226</b>	<b>1523</b>	<b>1872</b>	<b>2112</b>
无形资产	840	904	754	603	452	其他非经营损益	245	231	261	261	261
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	1398	1457	1784	2133	2373
其他非流动资产	761	1106	1101	1096	1091	所得税	313	294	374	447	497
<b>非流动资产合计</b>	<b>5559</b>	<b>6472</b>	<b>7238</b>	<b>7736</b>	<b>8170</b>	税后利润	1085	1164	1410	1686	1875
<b>资产总计</b>	<b>22214</b>	<b>27587</b>	<b>27530</b>	<b>30402</b>	<b>33815</b>	<b>归属于非控制股东</b>	<b>30</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>61</b>
短期借款	503	2242	0	0	0	<b>归属于母公司股东利</b>	<b>1055</b>	<b>1114</b>	<b>1364</b>	<b>1631</b>	<b>1815</b>
应付账款	3492	4441	4907	5577	6410	EBITDA	1842	1938	2263	2635	2937
其他流动负债	6540	7334	8150	9274	10654	NOPLAT	957	1054	1240	1480	1669
<b>流动负债合计</b>	<b>10536</b>	<b>14017</b>	<b>13057</b>	<b>14851</b>	<b>17064</b>	EPS (元)	0.52	0.55	0.67	0.80	0.89
长期借款	1497	385	385	385	385						
其他非流动负债	654	811	811	811	811	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>2151</b>	<b>1197</b>	<b>1197</b>	<b>1197</b>	<b>1197</b>	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>12687</b>	<b>15214</b>	<b>14254</b>	<b>16047</b>	<b>18260</b>	<b>成长能力</b>					
股本	19	19	19	19	19	营收额增长率	6.39%	20.53%	14.57%	14.01%	14.79%
储备	9123	11214	11214	11214	11214	EBIT 增长率	22.21%	4.87%	17.94%	16.60%	11.19%
留存收益	0	0	857	1881	3020	EBITDA 增长率	19.36%	5.21%	16.75%	16.46%	11.43%
归属于母公司股东	9142	11232	12089	13113	14252	税后利润增长率	19.44%	7.25%	21.20%	19.55%	11.25%
归属于非控制股东	386	1141	1187	1242	1303	<b>盈利能力</b>					
<b>权益合计</b>	<b>9528</b>	<b>12374</b>	<b>13276</b>	<b>14355</b>	<b>15555</b>	毛利率	17.35%	15.75%	16.17%	16.44%	16.33%
<b>负债和权益合计</b>	<b>22214</b>	<b>27587</b>	<b>27530</b>	<b>30402</b>	<b>33815</b>	净利率	5.53%	4.92%	5.21%	5.46%	5.29%
						ROE	11.54%	9.92%	11.29%	12.44%	12.73%
						ROA	4.75%	4.04%	4.96%	5.37%	5.37%
						ROIC	11.22%	13.43%	12.71%	13.28%	13.54%
<b>现金流量表</b>						<b>估值倍数</b>					
<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	P/E	14.25	13.49	11.02	9.22	8.28
税后经营利润	889	958	1204	1480	1669	P/S	0.77	0.64	0.56	0.49	0.42
折旧与摊销	363	387	434	503	565	P/B	1.64	1.34	1.24	1.15	1.05
财务费用	80	94	45	0	-1	股息率	0.02	0.04	0.03	0.04	0.04
其他经营资金	1228	342	-277	-296	-335	EV/EBIT	-0.79	-0.86	-0.44	-0.31	-0.24
<b>经营性现金净流量</b>	<b>2561</b>	<b>1780</b>	<b>1406</b>	<b>1687</b>	<b>1899</b>	EV/EBITDA	-0.63	-0.69	-0.36	-0.25	-0.19
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-484</b>	<b>-2081</b>	<b>-994</b>	<b>-794</b>	<b>-794</b>	EV/NOPLAT	-1.21	-1.27	-0.65	-0.44	-0.34
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-77</b>	<b>1980</b>	<b>-2795</b>	<b>-607</b>	<b>-674</b>						
<b>现金流量净额</b>	<b>2000</b>	<b>1679</b>	<b>-2383</b>	<b>286</b>	<b>430</b>						

数据来源: iFinD, 中航证券研究所



### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对市场基准指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对市场基准指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对市场基准指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期市场基准指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期市场基准指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期市场基准指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637