

燃气	收盘价 港元 6.41	目标价 港元 8.45↓	潜在涨幅 +31.8%
----	----------------	-----------------	----------------

2024年8月26日

## 中集安瑞科 (3899 HK)

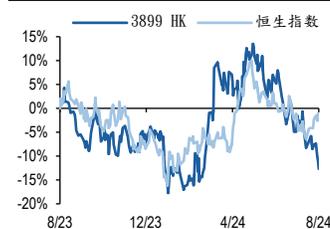
### 化工板块已见复苏迹象，清洁能源增长优于预期

- 上半年清洁能源分部增长强劲，唯化工板块大幅拖累整体盈利水平。公司2024年上半年核心盈利同比下跌3.5%至6.0亿元（人民币，下同）。清洁能源分部延续今年1季度的强劲增长，当中海外收入同比大增72%，主要受海上产品所带动，另外氢能产品期内收入同比上升74%至1.7亿元。唯化工及液态食品表现仍偏弱，化工板块因行业需求在上半年处于周期底部，毛利同比下跌63%。液态食品板块则受美洲的两个项目延后所影响，上半年毛利同比持平。氢能产品收入同比上升65%至4.5亿元。
- 下半年预计化工板块触底小幅反弹，清洁能源增长仍有较好能见度。虽然公司上半年业绩偏弱，但我们认为触底的可能性较大，特别是化工板块，其今年2季度的收入已环比上升32%，2季度/1H24新签订单环比大幅反弹245.4%/69.6%。同时，公司标准罐箱新箱需求逐步回归常态，6月恢复双班排产，我们估计公司化工板块在今年3季度有环比改善的空间。至于液态食品分部，管理层表示有数个项目到达进度关键节点，估计全年分部收入/毛利同比增长在10%以上/20%。我们估计化工/液态食品在今年下半年的加总毛利为8.1亿元，同比跌幅将大幅收窄至4%（上半年同比跌幅为34%）。清洁能源板块方面，我们认为强增长趋势将延续至下半年，上半年在手订单同比增长71%，管理层对下半年的指引为水上产品/氢能有35-40亿元/10亿元的交付，我们估计下半年分部收入/毛利仍有25%/26%的同比增长。
- 2025年盈利应重回双位数增长，3季度收入对估值修复的进度起关键作用。我们下调了公司2024/25年盈利预测4%/6%，预计2024-25年清洁能源较预期好的增长将大部份抵销化工板块景气度偏低的影响。我们估计公司2024年盈利增长为2%，2025/26年恢复至10%以上，2024-26年公司盈利复合增长率为11%。估值基准方面，我们下修至预测市盈率10.8倍（历史平均12倍加10%折让），基准年移至2025年，重订目标价8.45元（前值为9.04港元）。我们认为目前8.2倍的2025年市盈率已反映了近期的盈利波动，今年3季度经营情况将对估值修复的进度起关键作用。维持**买入**评级。

### 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)	8.33
52周低位 (港元)	6.03
市值 (百万港元)	12,920.64
日均成交量 (百万)	7.96
年初至今变化 (%)	(9.21)
200天平均价 (港元)	7.26

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	27,454	32,003	37,267
同比增长 (%)	6.4	20.5	16.2	16.6	16.4
净利润 (百万人民币)	1,055	1,114	1,306	1,457	1,604
每股盈利 (人民币)	0.52	0.63	0.64	0.72	0.79
同比增长 (%)	19.4	21.5	1.9	11.5	10.1
前EPS预测值 (人民币)			0.67	0.76	0.87
调整幅度 (%)			-4.3	-5.7	-8.9
市盈率 (倍)	11.3	9.3	9.1	8.2	7.4
每股账面净值 (人民币)	4.51	5.54	5.91	6.32	6.76
市账率 (倍)	1.30	1.06	0.99	0.93	0.87
股息率 (%)	3.6	4.5	5.3	5.9	6.5

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: 1H24 业绩概要

收入(人民币百万)	1H23	2H23	1H24	同比 (%)
<b>收益</b>	<b>10,756</b>	<b>12,870</b>	<b>11,480</b>	<b>6.7</b>
销售成本	(8,985)	(10,920)	(9,844)	9.6
<b>毛利</b>	<b>1,771</b>	<b>1,950</b>	<b>1,636</b>	<b>(7.6)</b>
其他经营收入	122	210	226	84.9
其他收益净额	(52)	(85)	43	(183.3)
减值亏损	(13)	49	(25)	93.7
销售费用	(191)	(276)	(224)	17.1
行政费用	(886)	(1,075)	(954)	7.7
<b>经营利润</b>	<b>751</b>	<b>773</b>	<b>702</b>	<b>(6.6)</b>
融资成本	(38)	(55)	(48)	25.1
应占联营/合管业绩	17	9	(3)	(119.5)
<b>除税前利润</b>	<b>730</b>	<b>727</b>	<b>651</b>	<b>(10.9)</b>
所得税费用	(160)	(133)	(147)	(8.4)
少数股东权益	(1)	(48)	(18)	1,201.5
<b>年度盈利</b>	<b>569</b>	<b>545</b>	<b>486</b>	<b>(14.5)</b>
<b>核心盈利</b>	<b>626</b>	<b>655</b>	<b>604</b>	<b>(3.5)</b>

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)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	同比 (%)
清洁能源设备	3,101	7,912	13,230	18,573	6,208	12,919	63.3
其中: 氢能产品	169	345	582	831	219	446	29.3
化工设备	1,291	2,309	2,969	3,304	379	1,688	-26.9
液体食品设备	1,117	2,445	3,559	4,762	891	1,792	-26.7
<b>总计</b>	<b>5,509</b>	<b>12,666</b>	<b>19,758</b>	<b>26,639</b>	<b>7,478</b>	<b>16,399</b>	<b>29.5</b>
在手订单(人民币百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	同比 (%)
清洁能源设备	11,712	13,438	15,510	16,637	20,011	22,933	70.7
其中: 氢能产品	365	373	419	335	390	332	-11.0
化工设备	2,409	2,095	1,439	1,138	963	1,522	-27.4
液体食品设备	4,842	5,069	5,207	5,075	5,930	4,896	-3.4
<b>总计</b>	<b>18,963</b>	<b>20,602</b>	<b>22,156</b>	<b>22,850</b>	<b>26,904</b>	<b>29,351</b>	<b>42.5</b>

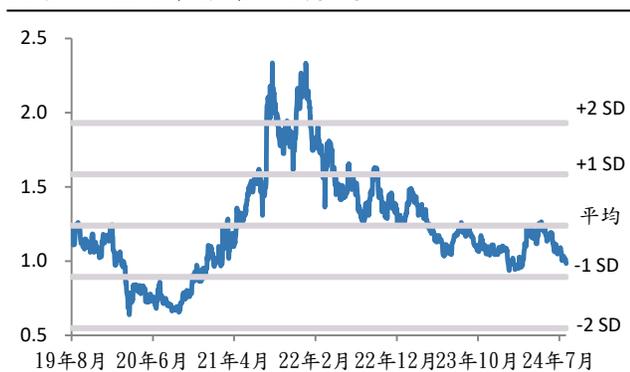
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 分部收入、毛利和毛利率预测

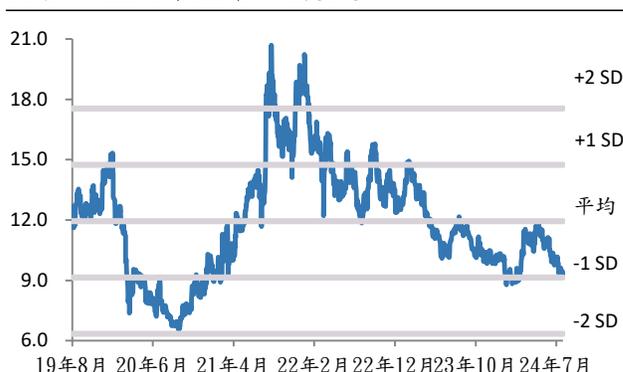
年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>					
清洁能源设备	10,591	14,907	19,660	23,405	27,506
化工设备	5,242	4,414	2,900	2,969	3,149
液体食品设备	3,620	4,293	4,894	5,628	6,472
其他	149	12	0	0	0
<b>总计</b>	<b>19,602</b>	<b>23,626</b>	<b>27,454</b>	<b>32,003</b>	<b>37,127</b>
<b>增长 (%)</b>					
清洁能源设备	-5.5	40.8	31.9	19.1	17.5
化工设备	38.2	-15.8	-34.3	2.4	6.0
液体食品设备	5.8	18.6	14.0	15.0	15.0
其他	NM	-91.9	NM	0	0
<b>总计</b>	<b>6.4</b>	<b>20.5</b>	<b>16.2</b>	<b>16.6</b>	<b>16.0</b>
<b>毛利</b>					
清洁能源设备	1,322	1,908	2,538	3,023	3,562
化工设备	1,194	927	470	512	515
液体食品设备	869	889	979	1,126	1,294
其他	16	-3	0	0	0
<b>总计</b>	<b>3,401</b>	<b>3,721</b>	<b>3,987</b>	<b>4,660</b>	<b>5,372</b>
<b>毛利率 (%)</b>					
清洁能源设备	12.5	12.8	12.9	12.9	13.0
化工设备	22.8	21.0	16.2	17.2	16.4
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
<b>总计</b>	<b>17.4</b>	<b>15.7</b>	<b>14.5</b>	<b>14.6</b>	<b>14.5</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

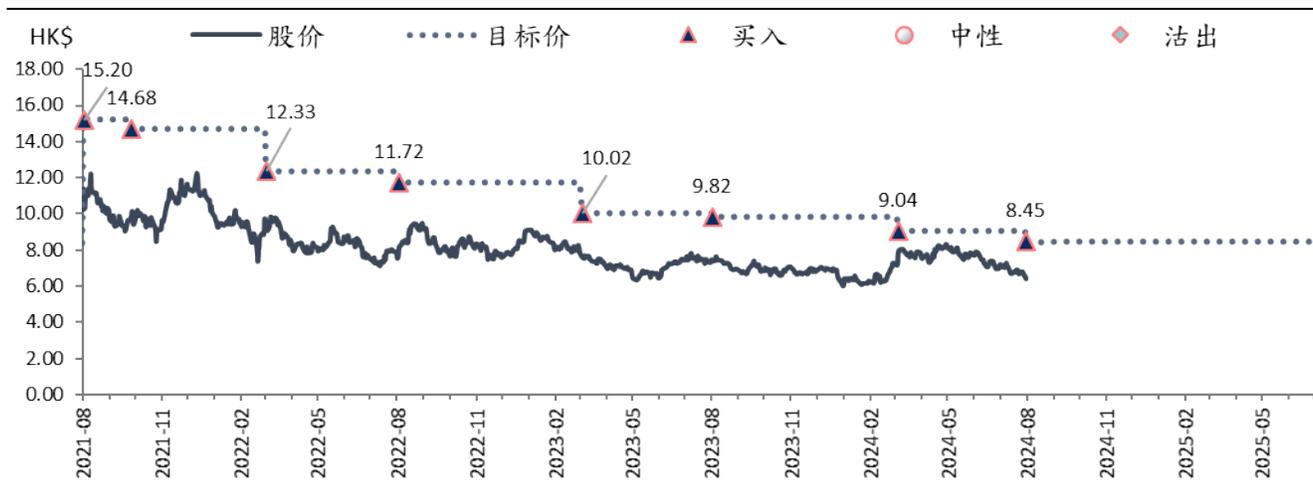
图表 4: 预测市净率区间(倍)



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
2688 HK	新奥能源	买入	53.50	65.10	21.7%	2024年08月26日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.26	8.52	17.4%	2024年03月26日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	6.61	6.82	3.2%	2024年06月25日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	27.30	22.90	-16.1%	2024年04月01日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.41	8.45	31.8%	2024年08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 8 月 23 日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	19,602	23,626	27,454	32,003	37,267
主营业务成本	(16,200)	(19,905)	(23,467)	(27,343)	(31,878)
<b>毛利</b>	<b>3,401</b>	<b>3,721</b>	<b>3,987</b>	<b>4,660</b>	<b>5,389</b>
销售及管理费用	(2,175)	(2,427)	(2,636)	(3,104)	(3,652)
其他经营净收入/费用	245	231	389	403	418
<b>经营利润</b>	<b>1,472</b>	<b>1,525</b>	<b>1,741</b>	<b>1,958</b>	<b>2,154</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>1,398</b>	<b>1,457</b>	<b>1,683</b>	<b>1,906</b>	<b>2,133</b>
税费	(313)	(294)	(337)	(381)	(427)
非控股权益	(30)	(50)	(40)	(69)	(102)
<b>净利润</b>	<b>1,055</b>	<b>1,114</b>	<b>1,306</b>	<b>1,457</b>	<b>1,604</b>
作每股收益计算的净利润	1,055	1,281	1,306	1,457	1,604

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,223	6,998	4,091	2,554	2,301
应收账款及票据	5,115	5,818	7,164	8,351	9,724
存货	4,636	4,777	6,716	7,825	9,123
其他流动资产	1,681	3,523	3,676	3,713	3,755
<b>总流动资产</b>	<b>16,655</b>	<b>21,115</b>	<b>21,647</b>	<b>22,443</b>	<b>24,903</b>
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
<b>总长期资产</b>	<b>5,559</b>	<b>6,472</b>	<b>7,650</b>	<b>8,760</b>	<b>9,804</b>
<b>总资产</b>	<b>22,214</b>	<b>27,587</b>	<b>29,296</b>	<b>31,202</b>	<b>34,707</b>
短期贷款	368	1,546	1,831	1,850	750
应付账款	5,503	6,510	7,988	8,968	11,769
其他短期负债	4,665	5,961	5,418	5,437	5,458
<b>总流动负债</b>	<b>10,536</b>	<b>14,017</b>	<b>15,236</b>	<b>16,255</b>	<b>17,977</b>
长期贷款	1,466	385	69	66	850
其他长期负债	686	811	811	811	811
<b>总长期负债</b>	<b>2,151</b>	<b>1,197</b>	<b>881</b>	<b>877</b>	<b>1,661</b>
<b>总负债</b>	<b>12,687</b>	<b>15,214</b>	<b>16,117</b>	<b>17,132</b>	<b>19,638</b>
股本	19	19	19	19	19
储备及其他资本项目	9,123	11,214	11,979	12,801	13,697
<b>股东权益</b>	<b>9,142</b>	<b>11,232</b>	<b>11,997</b>	<b>12,819</b>	<b>13,716</b>
非控股权益	386	1,141	1,182	1,250	1,353
<b>总权益</b>	<b>9,528</b>	<b>12,374</b>	<b>13,179</b>	<b>14,070</b>	<b>15,068</b>

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	1,683	1,906	2,133
合资企业/联营公司收入调整	(6)	(26)	(32)	(41)	(51)
折旧及摊销	351	377	385	461	537
营运资本变动	797	1,090	(1,962)	(1,352)	87
利息调整	74	86	90	93	72
税费	(389)	(286)	(320)	(362)	(405)
其他经营活动现金流	337	(918)	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,561</b>	<b>1,780</b>	<b>(156)</b>	<b>705</b>	<b>2,372</b>
资本开支	(448)	(843)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
其他投资活动现金流	(36)	(1,238)	(30)	(30)	(30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(484)</b>	<b>(2,081)</b>	<b>(1,530)</b>	<b>(1,530)</b>	<b>(1,530)</b>
负债净变动	174	30	(31)	15	(316)
权益净变动	5	0	0	0	0
股息	(364)	(433)	(541)	(634)	(708)
其他融资活动现金流	108	2,383	(650)	(93)	(72)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(77)</b>	<b>1,980</b>	<b>(1,222)</b>	<b>(712)</b>	<b>(1,096)</b>
汇率收益/损失	50	96	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>3,173</b>	<b>5,223</b>	<b>6,998</b>	<b>4,091</b>	<b>2,554</b>
<b>年末现金</b>	<b>5,223</b>	<b>6,998</b>	<b>4,091</b>	<b>2,554</b>	<b>2,301</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.520	0.632	0.644	0.718	0.791
全面摊薄每股收益	0.520	0.632	0.644	0.718	0.791
每股股息	0.213	0.267	0.313	0.349	0.384
每股账面值	4.507	5.538	5.915	6.320	6.762
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	17.4	15.7	14.5	14.6	14.5
净利率	5.4	4.7	4.8	4.6	4.3
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	5.5	4.6	4.5	4.7	4.6
ROE	13.4	11.4	10.9	11.4	11.7
ROIC	8.3	6.3	5.4	5.6	5.4
<b>其他</b>					
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**

2024年8月26日  
中集安瑞科 (3899 HK)

## 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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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。**