

中集安瑞科 (3899.HK): 2024 中报点评

投资评级

买入

维持评级

周期性和成长性共振，订单饱满后劲足

◆ 清洁能源业务大幅提升支撑营收增长，新签订单增长较快，经营状况稳健

2024H1 公司实现营收 114.8 亿元、同比+6.7%，归母净利润 4.9 亿元、同比-14.5%，毛利率 14.3%、同比-2.2pct，净利率 4.4%、同比-0.9pct。海外收入 52.6 亿元、同比-5.6%，国内收入 62.2 亿元、同比+20.0%。支柱业务清洁能源收入大幅增长，同比+25.1%，其中海外业务增速快于国内，水上清洁能源和氢能业务增速较快。化工环境受海外罐箱需求弱复苏影响，同比-47.1%，收入下滑较多。液态食品收入增长稳健，同比+14.7%。截至 2024H1，公司累计新签订单 164 亿元、同比+29.5%，在手订单 293.5 亿元、同比+42.5%。其中，清洁能源的新签订单大幅增长，化工环境的新签订单环比改善。公司的现金与应付账款周转天数显著改善，资产负债结构整体稳健。

◆ 清洁能源：油气价差维持高位推动天然气需求走旺，航运绿色转型带动新船订单，氢能等新业务增长迅速

国内天然气表观消费与进口量齐增长，叠加全球航运业绿色转型加速，作为天然气、石油气等全产业链布局的领先企业，公司的清洁能源板块充分受益。2024H1 清洁能源业务收入 78.76 亿元、同比+25.1%，毛利率 12.6%、同比+0.4pct。分地区来看，海外业务增速领先于国内，但国内仍是经营重心。2024H1 国内收入 57.1 亿元、同比+17.8%。海外收入 21.7 亿元、同比+49.6%。分产品来看，下游和上游环节产品的增速领先。2024H1 上游加工处理及其他收入 17.3 亿元、同比+26.9%，中游存储和运输收入 49.1 亿元、同比+17.6%，下游终端运输收入 12.4 亿元、同比+63.7%。订单方面，2024H1 累计新签订单 129.2 亿元、同比+63.3%，在手订单 229.3 亿元、同比+70.7%。

1) 陆上清洁能源：天然气需求走旺推动天然气储运装备收入和订单量快速增长，海外业务进展良好。2024H1 收入 56.6 亿元、同比+17.0%。天然气仅为柴油价格的 60%左右，更具经济性，推动下游 LNG 重卡渗透率提升。2024H1 公司 LNG 车用瓶收入 7.2 亿元、同比+711%，LNG 车用瓶累计新签订单 7.9 亿元、同比+168.8%。分地区来看，海外收入 9.5 亿元、同比-1.7%，国内收入 47 亿元、同比+21.7%。2024H1 累计新签订单 56.1 亿元、同比+23.1%。海外业务拓展有力，2024H1 海外累计新签订单 15.1 亿元、同比+48.8%，包括获取批量 LNG 罐箱、储罐、槽车订单，中标气化站、液化工厂等多个海外项目。2024H1 国内累计新签订单约 41 亿元、同比约+15.6%，实现稳步增长。2024H1 在手订单 75.4 亿元、同比+12.4%，订单储量丰富。

2) 水上清洁能源：清洁燃料船舶装备海外业务发展迅速，内河船舶清洁替代潜力大。随着全球航运对清洁燃料船舶新船需求的提升。公司新造船业务大幅增长，并实现量价齐升。2024H1 收入 17.7 亿元、同比+48.9%。分地区来看，海外收入 12.1 亿元、同比+153.6%，国内收入 5.6 亿元、同比-21.6%。2024H1 累计新签订单 68.6

相关研究报告

【中航新能源首次覆盖】中集安瑞科 3899.HK-洁源装备全能选手 御风而行，化工罐箱装备龙头 全球稳固 -0526 -2024-05-27

公司基本数据

总股本(百万股)	2028
总市值(百万)	11785
1月最高/最低价(元港币)	7.34/6.12
资产负债率(%)	58.05
每股净资产(元)	5.39
净资产收益率(%)	4.39

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

亿元、同比+128%，斩获 80%全球 4 万方或以下 LNG 加注船订单。与海外船东新签 12 艘主力船型新订单，包括 8 艘 LNG 运输船、加注船，4 艘 4 万立方米 MGC 船。2024H1 实现交付 3 艘船，在手订单 150.6 亿元、同比+136.9%。2023 年全球船舶 LNG 加注量约 100 万吨，预测 2025 年将达 1,000 万吨，2030 年可达 3,000-4,000 万吨。国内新旧设备更新政策出台将带动内河流域船舶升级换代，预计新增 1 万艘内河 LNG 动力船和 50 座 LNG 加注站，市场规模达到 305 亿元。

- 3) **氢能：订单和收入增长迅速，产业链实现全覆盖将充分受益于绿色产业。** 2024H1 收入 4.5 亿元、同比+65.2%。2024H1 累计新签订单 4.5 亿元、同比+29.3%，在手订单 3.3 亿元、同比-11%。在氢能领域，公司实现全产业链布局，尤其在储运领域取得领先。IV 型瓶产线将于 2024 年下半年实现批量生产，瞄准国内和东南亚市场。2024H1 公司交付多个固定式及撬装式加氢站，并中标国内最大绿氢氨醇储氢球罐工程。焦炉气制氢/天然气项目，公司与鞍钢、凌钢、首钢达成合作，其中鞍钢项目已投产，凌钢和首钢项目计划在 2025 年及之后投产。绿色甲醇有望成为继 LNG 后航运主流清洁燃料之一。公司深化布局绿色甲醇替代燃料项目，稳步推进广东生物质制绿色甲醇示范项目。

◆ **化工环境：环比收入和订单大幅增长，非罐箱业务稳步推进，下半年有望后程发力**
全球化工行业呈现出弱复苏的态势，导致罐式集装箱市场需求增长有所放缓。作为全球罐箱市场连续 20 年市占率第一的企业，公司化工环境板块，尤其是海外罐箱业务收入下滑较多，但 2024Q2 收入环比明显改善。2024H1 化工环境收入 13 亿元、同比-47.1%，毛利率 15.7%、同比-7pct，其中 2024Q2 收入为 7.4 亿元、环比+30.8%。标准罐箱的新箱需求逐步回归常态，并已于 6 月恢复双班排产。分地区来看，2024H1 海外业务收入下滑较多，而国内业务收入迎来较快增长。其中，全球联运收入 10.2 亿元、同比-54.3%，本地联运收入 2.8 亿元、同比+22.2%。分产品来看，罐箱收入下滑较多，非罐箱收入则稳健增长。其中，标准罐箱收入 6.2 亿元、同比-53.8%，特种罐箱收入 5.1 亿元、同比-46.7%，医疗设备部件等其他收入 1.1 亿元、同比+2.3%，后市场服务 0.6 亿元、同比+8.1%。从订单情况来看，2024H1 累计新签订单 16.9 亿元、同比-26.8%，2024Q2 累计新签订单 13.1 亿元、环比+245.4%，在手订单 15.2 亿元、同比-27.6%。受益于国内铁水联运、绿色物流的推广，公司开拓国内罐箱市场潜力较大。医疗设备部件业务稳健推进，公司突破西门子、飞利浦等核心客户。在罐箱后市场服务上，公司具备先发优势，业务持续推进，并在荷兰、浙江等地营造服务体系。

◆ **液态食品：啤酒业务增长稳健，国内市场和烈酒等新业务开拓有力。**
收入总体稳步增长，但部分海外烈酒项目被客户延缓，致成本增加和毛利率下滑。2024H1 液态食品收入 23.1 亿元、同比+14.7%，毛利率 19.1%、同比-3.1pct。分地区来看，海外收入 20.8 亿元、同比+9.2%，国内收入 2.2 亿元、同比+113.9%。分业务来看，2024H1 啤酒收入 17.1 亿元、同比+9.5%，非啤酒收入 5.9 亿元、同比+32.7%。订单方面，2024H1 累计新签订单 17.9 亿元、同比-26.9%，在手订单 49 亿元、同比-3.4%。订单增速下滑，主要系去年同期屡获海外大单所致。全球消费表现疲弱，客户资本开支较审慎。但公司紧抓国内市场，中标多个国内威士忌项目。在生物医药、国内烈酒等非啤酒业务的的市场空间广阔，公司取得积极进展。2024 年 8 月 8 日液态食品板

块所属的子公司中集醇科正式挂牌全国中小企业股份转让系统，将引入社会资本参与投资和拓展板块业务。

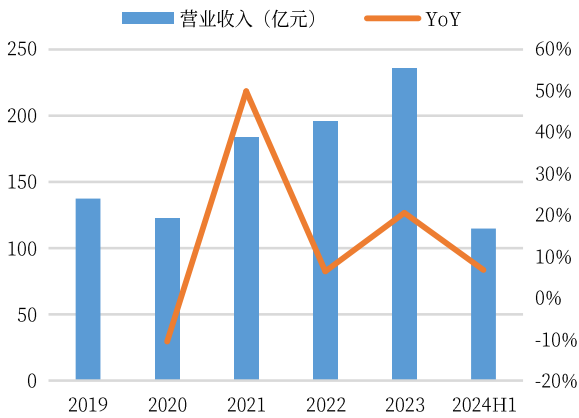
投资建议与盈利预测：公司在清洁能源领域行业领先地位稳固，天然气产销量增长和氢能产业快速发展，拉动产业链装备和工程服务需求。化工环境和液态食品业务总体有望稳健增长，新业务领域的进展有望超预期。另外，H股整体处于低估状态，未来全球资本流动有望改善流动性，优质的企业有望率先实现估值修复。预计公司 2024~2026 年归母净利润 13.6/16.3/18.1 亿元，当前股价对应 2024~2026 年 PE 9/7/7 倍，维持“买入”评级。

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。

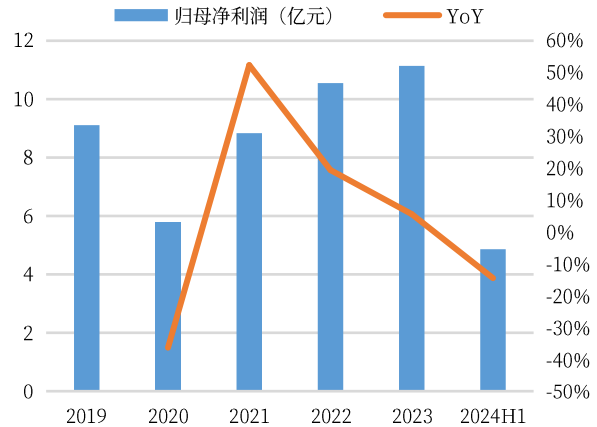
财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	19601.76	23626.28	27067.58	30860.26	35425.07
增长率 (%)	6.39%	20.53%	14.57%	14.01%	14.79%
归母净利润 (百万元)	1055.06	1113.97	1364.38	1631.09	1814.52
增长率 (%)	19.41%	5.58%	22.48%	19.55%	11.25%
毛利率	17.35%	15.75%	16.17%	16.44%	16.33%
每股收益 (元)	0.52	0.55	0.67	0.80	0.89
市盈率 PE	11.28	10.68	8.72	7.30	6.56
市净率 PB	1.30	1.06	0.98	0.91	0.83
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

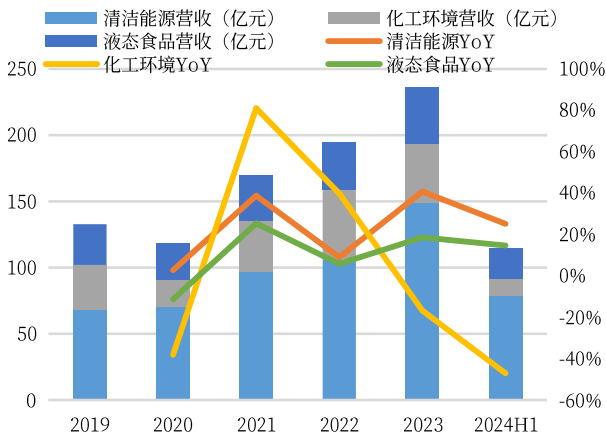
*本报告采取的货币单位如无特殊注释，均为人民币(元)

图1 公司营收与增速


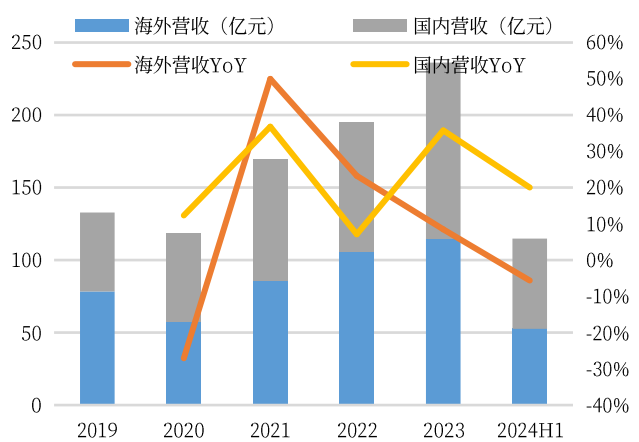
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图2 公司归母净利润与增速


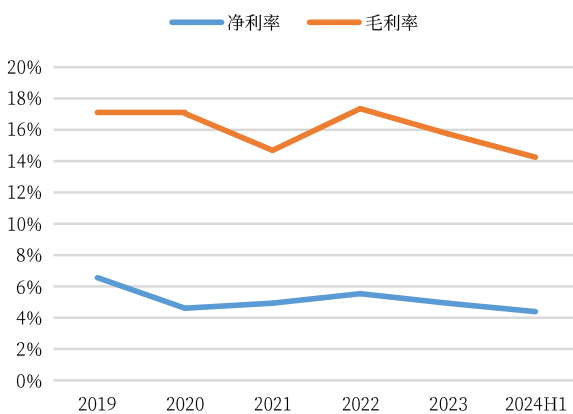
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图3 公司三大主营业务历年收入与增速


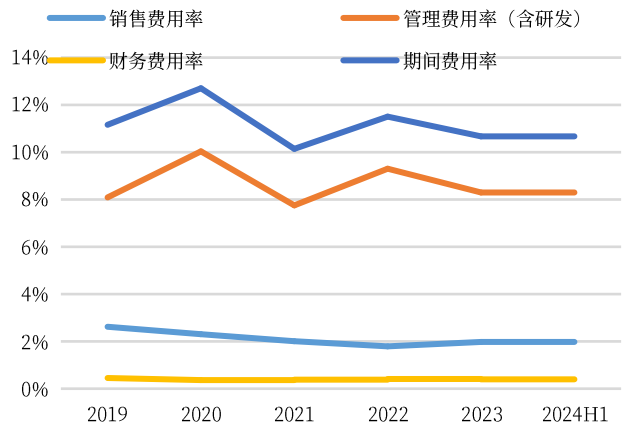
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图4 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

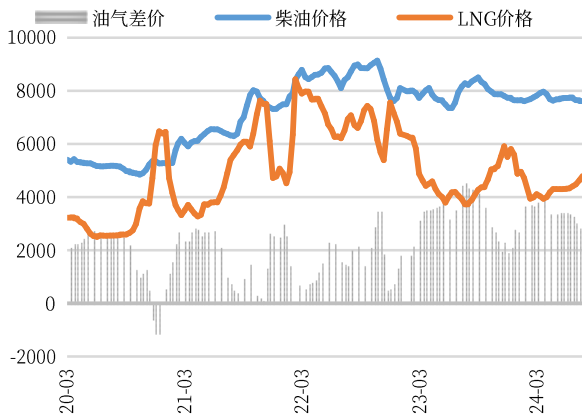
图5 公司净利率和毛利率


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图6 公司期间费用率及分项构成


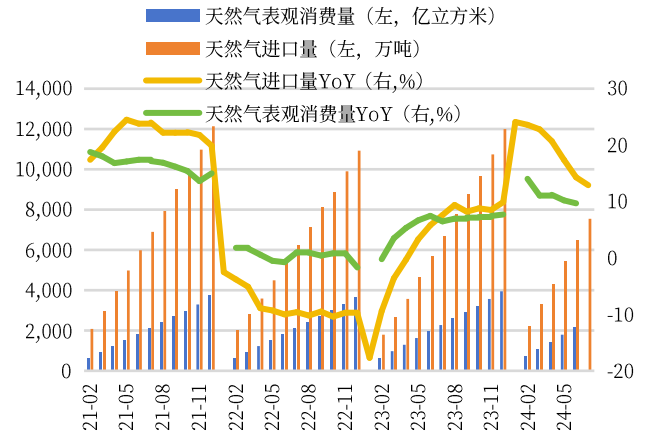
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图7 油气价差处于高位(元/吨)



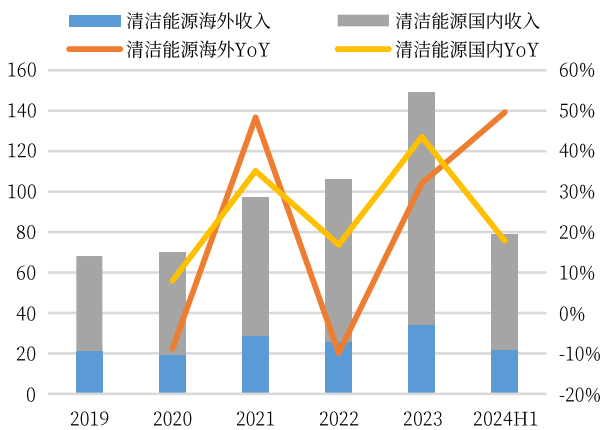
资料来源：国家统计局，中航证券研究所

图8 天然气表观消费与进口量双双增长



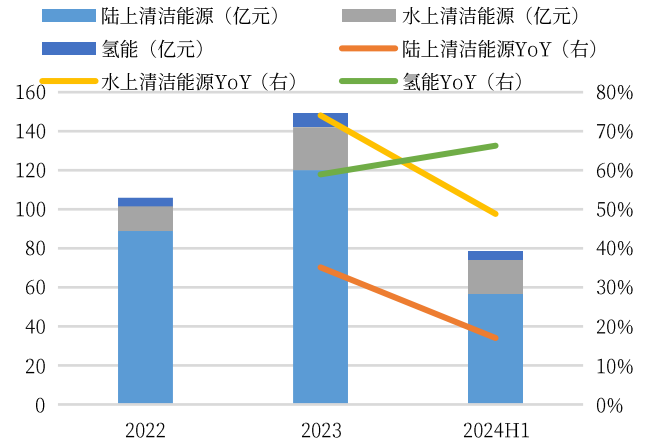
资料来源：发改委，海观总署，中航证券研究所

图9 清洁能源分地区结构 (亿元)



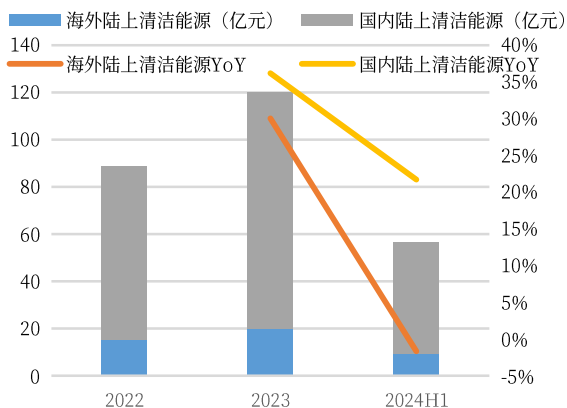
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图10 清洁能源分业务结构



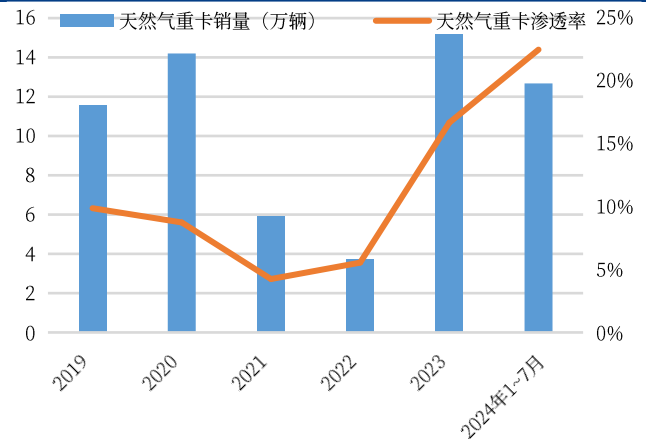
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图11 陆上清洁能源主要经营地区为国内市场



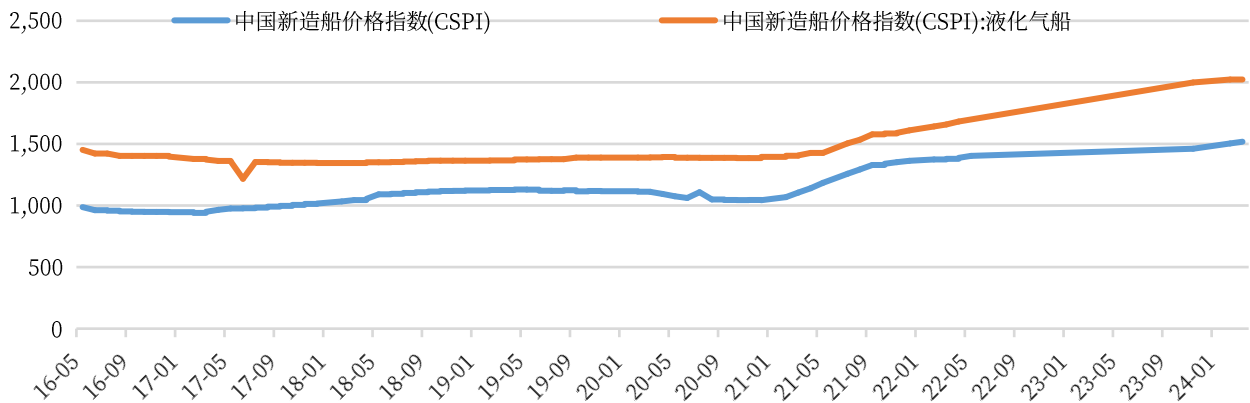
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图12 天然气重卡的渗透率和销量创新高



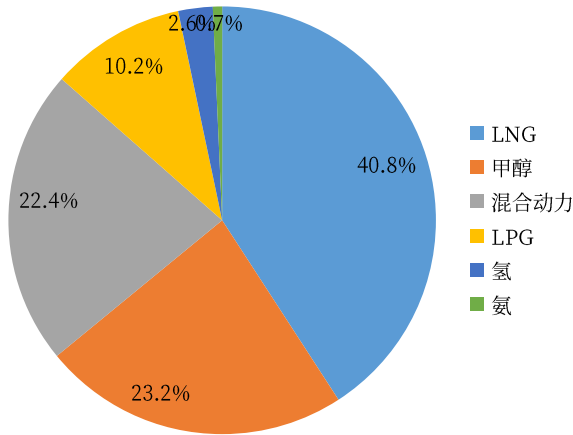
资料来源：第一商用车网，中汽协，中航证券研究所

图13 国内新造船和 LNG 新造船价格指数创下 2016 年 5 月以来的新高



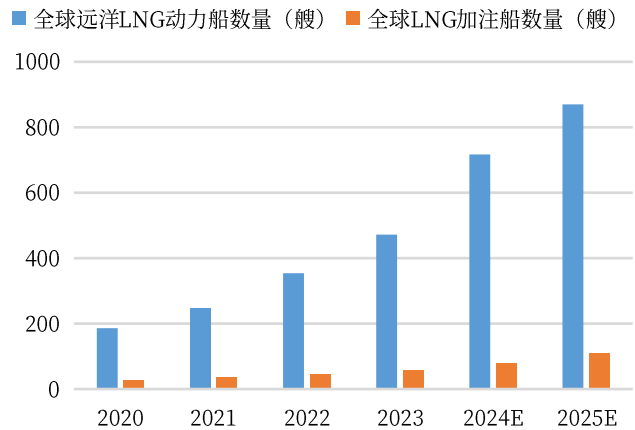
资料来源: iFind, 中航证券研究所

图14 2023 年全球新造替代燃料船舶订单占比结构



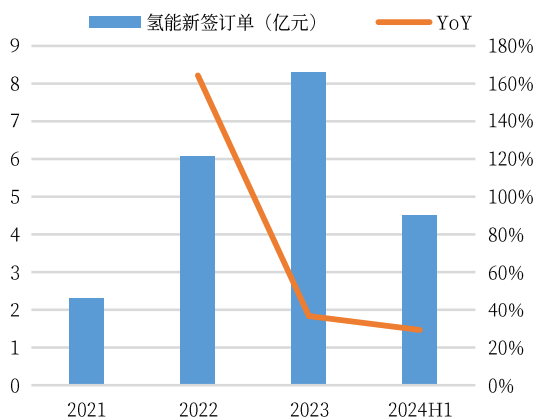
资料来源: Clarksons, 中航证券研究所

图15 船舶绿色改造促 LNG 动力/加注船舶数量增长



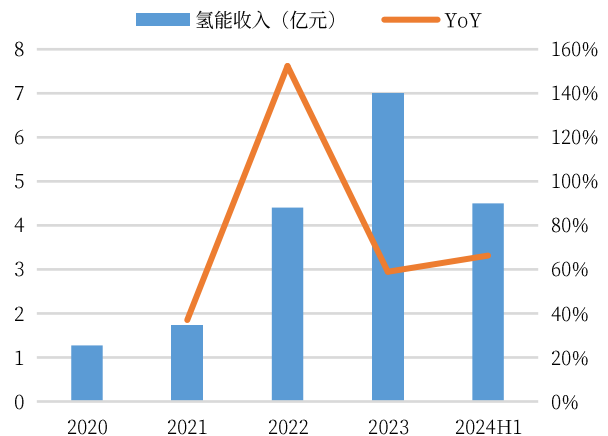
资料来源: DNV, 中航证券研究所

图16 公司氢能业务新签订单快速增长

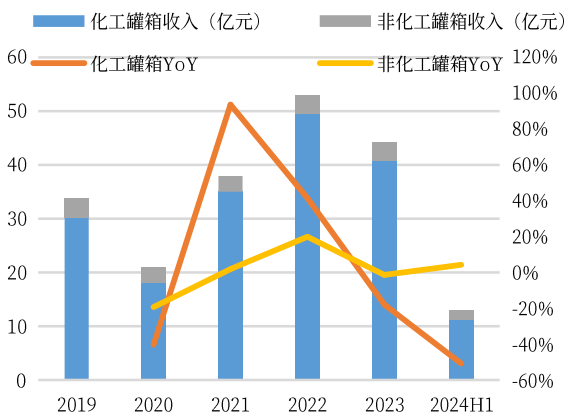


资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

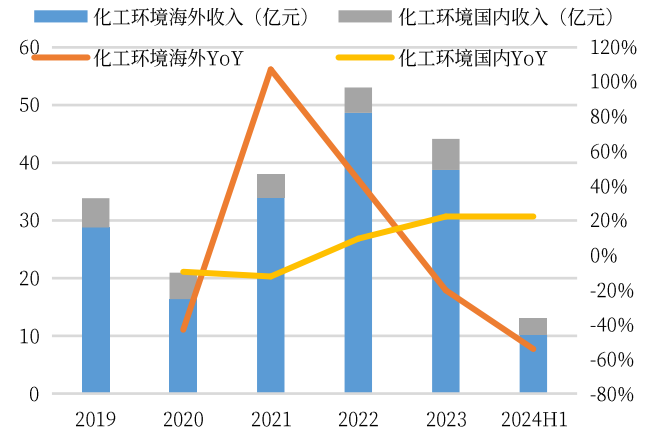
图17 公司氢能业务的收入和增速



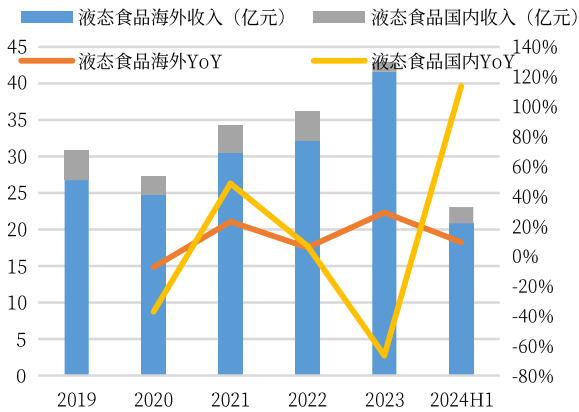
资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

图18 化工环境板块细分业务收入和增速


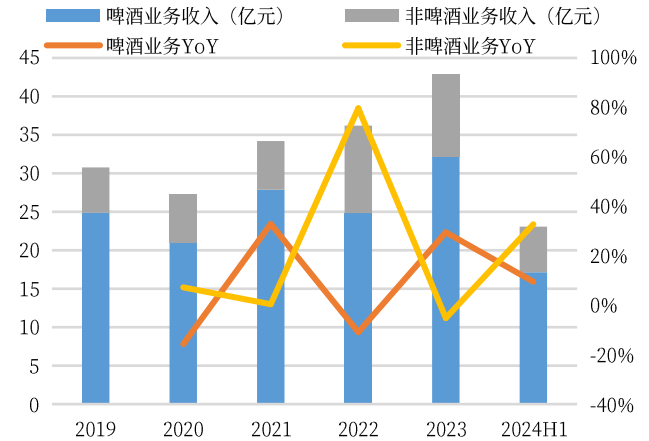
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图19 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

图20 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21 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

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、内容或其复印本给予任何其他人。

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