



中集安瑞科 (03899.HK)

买入（首次评级）
港股公司深度研究
证券研究报告

抓 LNG 把握当下，向氢能放眼未来

投资逻辑

公司迈入业绩成长期，LNG 和氢能装备是核心。能源转型带来天然气和氢能装备双重机会，LNG 把握当下、氢能布局未来，公司作为储运装备龙头充分受益，再迈入成长周期。

LNG 行业持续扩张，储运装备龙头充分受益。全球天然气消费量整体呈上升趋势，2023 年全球 LNG 贸易量增长 2.1%。随着能源低碳转型的需求、新兴经济体对 LNG 需求的增长以及低位的天然气价，全球 LNG 贸易需求将迎来持续增长，产业链的“储-运-用”装备需求也将同步受益。天然气储、运、用业务是公司清洁能源板块的增长核心，受三大因素驱动迈入高景气周期：1) 国内 LNG 进口量增长，带动接收储罐+运输罐需求；2) 地缘政治冲突，欧洲大量天然气从管道转航运进口，带动船用天然气储罐+LNG 运输船需求；3) LNG 扩产带来低气价，LNG 重卡经济性显现，提振车用 LNG 气瓶需求。公司是 LNG 储运装备和 LNG 加注船细分赛道龙头，卡位优势显著，受益于行业高景气盈利能力将持续提升。

氢能业务放眼未来，打开业绩增长天花板。政策和经济性推动氢能行业大发展，现阶段绿氢制取逐步向全面平价点逼近，氢能产业将迎爆发，带来储、运、用环节氢瓶机会。公司产品主要为产业链上的各类氢瓶，主要驱动力来自：1) 绿氢大基地建设和氢气制用端的分离，带动储氢球罐和储氢瓶大规模应用；2) 政策支持和成本下行推动燃料电池汽车放量，带来车载储氢瓶的需求高增。公司在高压运输车和站用储氢瓶已为市场龙头，市占率超过 40%。随着氢能行业的政策落地和商业模式的逐步成熟，公司卡位产业关键环节将充分受益。新签订单持续增长，24H1 达 4.5 亿元，同比+29.3%，未来氢能业务将接力 LNG 成为业绩增长的重要驱动力。

化工装备+液态食品：全球市场领先，稳健增长为业绩奠基。化工环境装备和液态食品长期需求稳健，公司在罐式集装箱全球市占率第一，作为全球龙头将持续保持强韧发展；液态食品公司凭借全球品牌优势和横向拓展发展战略，板块稳步增长。

盈利预测、估值和评级

我们预计 24-26 年公司实现归母净利润 11.7/14.6/17.4 亿元，对应 PE10.9/8.7/7.3 倍。公司作为清洁能源储运装备龙头，将充分受益天然气需求增长和氢能发展，给予公司 24 年 15XPE，考虑汇率转换，目标价为 9.41 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

天然气需求不及预期、油气价格大幅波动、氢能产业发展不及预期、汇率波动风险。

国金证券研究所

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）

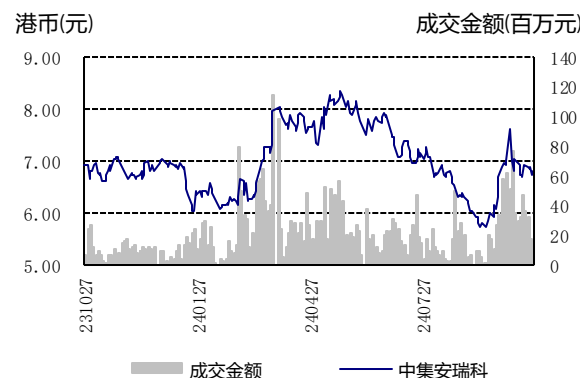
yaoy@gjzq.com.cn

联系人：唐雪琪

tangxueqi@gjzq.com.cn

市价（港币）：6.810 元

目标价（港币）：9.41 元



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,602	23,626	28,019	32,962	37,917
营业收入增长率	6.39%	20.53%	18.59%	17.64%	15.03%
归母净利润(百万元)	1,055	1,114	1,171	1,458	1,743
归母净利润增长率	19.41%	5.58%	5.09%	24.50%	19.60%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.55	0.58	0.72	0.86
每股经营性现金流净额	1.26	0.88	0.70	0.75	0.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.54%	9.92%	9.68%	11.05%	11.96%
P/E	13.95	11.83	10.85	8.72	7.29
P/B	1.61	1.17	1.05	0.96	0.87

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、清洁能源装备先进智造龙头，立足中国面向全球.....	5
1.1 清洁能源、化工罐箱、液态食品三大核心板块，公司为多项装备领域龙头.....	5
1.2 清洁能源业务势头强劲，公司现金分红丰厚.....	5
二、LNG 行业持续扩张，储运装备龙头充分受益.....	8
2.1 LNG 行业位于扩张周期，带动“储-运-用”装备需求提升.....	8
2.2 地缘政治冲突带来贸易结构调整，LNG 船运需求激增带动罐箱和运输船需求.....	11
2.3 公司是天然气储运装备多个细分领域龙头，充分受益 LNG 向上大周期.....	13
2.3.1 水上清洁能源装备：LNG 船舶+燃料罐，航运转型+更迭大周期带动.....	14
2.3.2 陆上清洁能源装备：天然气储罐+LNG 车用气瓶，加速拓展海外市场.....	16
三、氢能业务放眼未来，打开业绩增长天花板.....	17
3.1 政策和经济性推动氢能行业大发展，储运成为氢能大规模应用的重点环节.....	17
3.2 多元化布局氢能装备，公司作为氢能储运瓶龙头订单充沛.....	23
四、化工装备+液态食品：全球市场领先，稳健增长为业绩奠基.....	25
4.1 化工环境装备：罐式集装箱全球市占率第一，做好长版延伸发展.....	25
4.2 液态食品：板块稳步增长，啤酒烈酒工程全球领先，拓展多品类液态食品总包能力.....	27
五、盈利预测与投资建议.....	29
5.1 盈利预测.....	29
5.2 投资建议.....	31
六、风险提示.....	31

图表目录

图表 1： 公司通过并购不断拓展业务版图.....	5
图表 2： 清洁能源、化工环境和液态食品三大板块业务布局.....	5
图表 3： 公司营业收入稳中有升.....	6
图表 4： 公司归母净利润周期性波动.....	6
图表 5： 毛利率和净利率整体稳定.....	6
图表 6： 化工和食品毛利率提升，能源受业务拓展调整.....	6
图表 7： 期间费用率稳中有降.....	6
图表 8： 研发费用逐年增长.....	6
图表 9： 清洁能源板块贡献主要增长.....	7
图表 10： 收入海内外各贡献一半.....	7
图表 11： 在手订单逐年高增.....	7



图表 12:	新签订单以清洁能源板块为主要增长点	7
图表 13:	公司现金分红累计达到 35 亿港元	7
图表 14:	公司平均股利支付率达到 30.62%	7
图表 15:	全球能源结构中天然气消费占比提升 (EJ)	8
图表 16:	中国能源结构中天然气消费占比提升 (EJ)	8
图表 17:	中国天然气消费量逐年增长	8
图表 18:	中国天然气进口量逐年增长	8
图表 19:	液化天然气 (LNG) 是国内天然气进口主力军	9
图表 20:	国内 LNG 接收能力不断提高	9
图表 21:	已投产和计划投产的 LNG 进口能力 (百万吨/年)	9
图表 22:	LNG 进口产业链涉及多类储运罐	10
图表 23:	全球 LNG 市场供需偏松 (十亿立方米)	10
图表 24:	LNG 进口价低位徘徊 (美元/MMBtu)	10
图表 25:	过半 LNG 出口项目在美国和中东 (百万吨/年)	11
图表 26:	超 90% LNG 进口项目在亚洲和欧洲 (百万吨/年)	11
图表 27:	天然气重卡年销量周期性波动	11
图表 28:	天然气重卡销量和油气价差呈现正相关性	11
图表 29:	全球 LNG 贸易量及其在天然气贸易量中的占比逐年提升	12
图表 30:	2021 年欧洲天然气供给进口占比高达 84%	12
图表 31:	2023 年欧洲天然气供给自给率提升至 42%	12
图表 32:	全球 LNG 运输船近 2-3 年为交付高峰期	13
图表 33:	按细分市场预测全球小型天然气液化需求达到 960 万吨 (百万吨/年)	13
图表 34:	公司清洁能源业务冠军产品集中在中游储、运装备	13
图表 35:	上游生产加工收入和订单占比	14
图表 36:	中游储存环节收入和订单占比	14
图表 37:	中游运输环节收入和订单占比	14
图表 38:	下游应用环节收入和订单占比	14
图表 39:	水上清洁能源业务新签订单高增将为持续贡献未来收入	14
图表 40:	预计 2025 年 LNG 运输和加注船需求持续增加 (艘)	15
图表 41:	LNG 动力和加注船设备市场新增需求达 305 亿元	15
图表 42:	新船造价不断上涨	15
图表 43:	全球各类替代燃料船舶数量高增 (艘)	16
图表 44:	公司对内河绿色航运一体化解决方案	16
图表 45:	陆上清洁能源业务新签订单贡献稳健收入	16
图表 46:	天然气市场需求持续回暖带动公司 LNG 罐箱等储运装备需求高增	16



图表 47: 国内 LNG 价格较柴油经济性显现 (元/吨)	17
图表 48: 天然气重卡渗透率及 LNG 车用气瓶市场规模	17
图表 49: 天然气重卡气瓶竞争格局集中	17
图表 50: 顶层定调发展氢能	18
图表 51: 地方政策不断跟进出台推广氢能应用 (部分省份推广和放开政策一览)	19
图表 52: 氢气成本下行主要由设备投资和电耗费用贡献	20
图表 53: 绿氢成本正在向全面平价点逼近	20
图表 54: I、II 型瓶适用于固定式储氢, III、IV 型瓶适用于燃料电池汽车	21
图表 55: 国内绿氢项目立项达到 600 万吨	21
图表 56: 长管拖车气氢运输场景	22
图表 57: 2025 年车载高压储氢瓶销量随车辆放量带动	22
图表 58: 2025 年车载高压供氢系统销量随车辆放量带动	22
图表 59: 碳纤维是车载储氢瓶成本占比最高的环节	23
图表 60: 中国碳纤维逐步国产化, 价格降至 175.6 元/kg	23
图表 61: 车载储氢瓶市场份额相对集中	23
图表 62: 公司氢能板块布局以储运设备为基石, 延伸覆盖全产业链设备	24
图表 63: 公司氢能发展在“储、运、加、用”罐方面不断突破	25
图表 64: 氢能业务新签订单和在手订单逐年创新高	25
图表 65: 全球罐式集装箱保有量螺旋式增长 (万台)	26
图表 66: 公司在罐式集装箱行业中全球市占率第一	26
图表 67: 子公司中集环科在深交所分拆上市	27
图表 68: 化工环境板块订单改善	27
图表 69: 公司拥有液态食品装备相关领域全球知名品牌	28
图表 70: 生物医药和烈酒市场装备行业规模均达千亿	28
图表 71: 公司液态食品业务多元化齐发展	29
图表 72: 公司液态食品板块收入和订单稳健	29
图表 73: 公司营业收入拆分及预测	31
图表 74: 可比公司估值比较	31

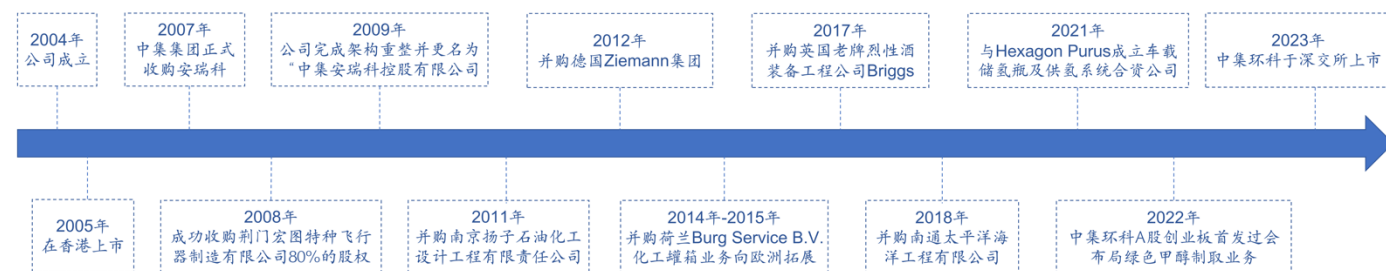


一、清洁能源装备先进智造龙头，立足中国面向全球

1.1 清洁能源、化工罐箱、液态食品三大核心板块，公司为多项装备领域龙头

坚持主航道发展新领域，公司通过并购打造业务一体化版图。公司 2007 年被中集集团收购，成为其在能源、化工、食品三大行业发展的主体公司，发挥公司在装备领域的优势，并在过往 17 年通过不断并购优质资产，实现多个领域关键装备+核心工艺+综合服务的一体化方案以及全球新业务的拓展。

图表1：公司通过并购不断拓展业务版图



来源：公司官网、国金证券研究所

以清洁能源、化工环境和液态食品三大核心业务领域，多项装备业内领先。传统主赛道内业务基础夯实，在清洁能源板块，公司的低温运输设备、高压气体运输设备和 LNG、CNG、LPG 储存设备实现全国领先；在化工环境板块，公司的 ISO 液体罐箱全球第一；液态食品板块，啤酒厂交钥匙工程实现全球领先。此外，新兴拓展板块的氢能、环境保护和非啤酒业务近年来也不断实现突破。其中氢能板块，公司上游专注于制氢设备的制造，中游提供储氢罐与运输系统，下游聚焦氢能的终端应用，近年来订单快速增长。

图表2：清洁能源、化工环境和液态食品三大板块业务布局



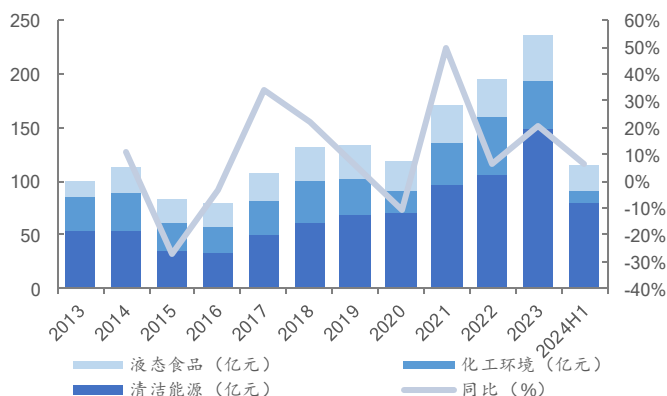
来源：公司官网、Wind、国金证券研究所，注：营业收入和占比为 2023 年公司业绩

1.2 清洁能源业务势头强劲，公司现金分红丰厚

营业收入稳中有升，清洁能源业务增长势头强劲。整体看，公司业绩与能源（天然气价格和油气价差）及化工（罐箱）行业的周期波动强相关。放眼当下，从 2021 年起至今，随着天然气价格的持续走低、罐箱市场的逐步复苏等，公司业务开始进入景气增长周期。2023 年实现收入 236.26 亿元，同比增长 20.53%，2024H1 实现收入 114.80 亿元，同比增长 6.73%。此外，公司在 2016 年发生了近 10 年来的唯一一次净亏损，则是由于当年终止收购南通太平洋而计提大幅拨备的影响，与经营层面无关。

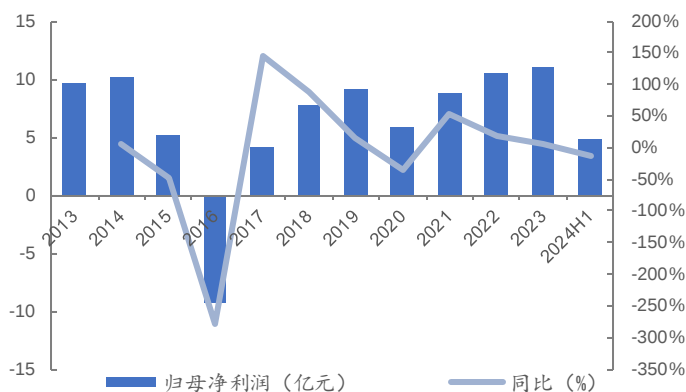


图表3：公司营业收入稳中有升



来源：iFind、国金证券研究所

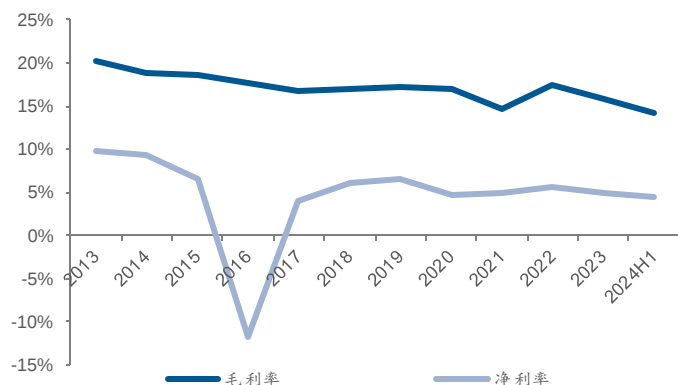
图表4：公司归母净利润周期性波动



来源：iFind、国金证券研究所

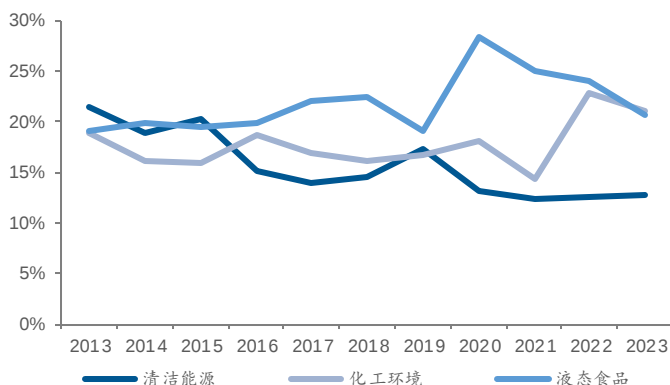
盈利能力整体稳定，化工环境和液态食品毛利率有所起伏。近5年公司净利率保持稳定，化工环境板块业务毛利率受汇率波动、原材料价格上涨等因素影响存在波动，从2022年起公司采用对钢材提前锁价等，保证后续毛利率平稳；液态食品毛利率受原材料及海运成本增长等因素影响；清洁能源整体毛利率稳定。

图表5：毛利率和净利率整体稳定



来源：iFind、国金证券研究所

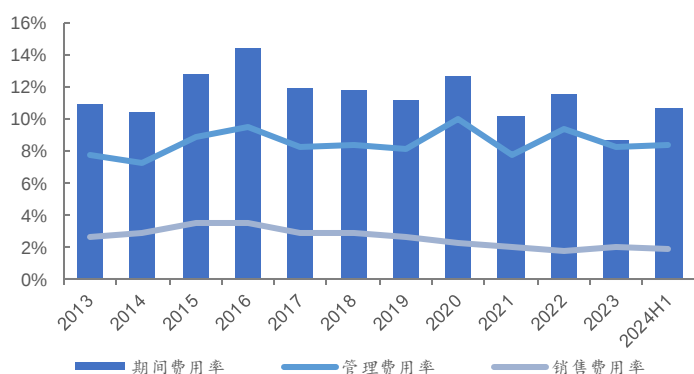
图表6：化工和食品毛利率提升，能源受业务拓展调整



来源：iFind、国金证券研究所

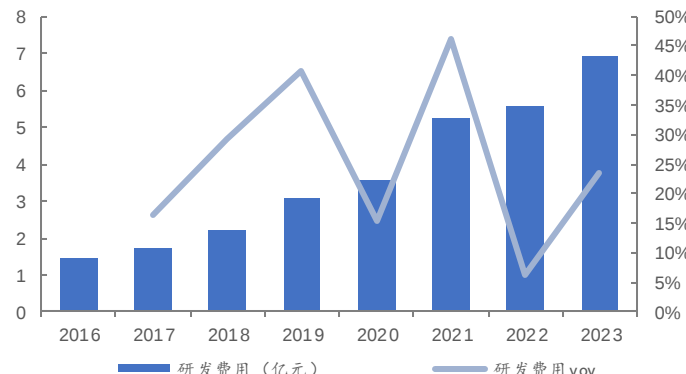
期间费用率总体稳中有降，研发费用逐年增长。公司期间费用率从2013年的10.92%波动下降至2023年的8.69%。其中，销售费用率呈现持续下降趋势，从2013年的2.70%降至2023年的1.98%，控制销售支出的效果较为明显。同时，公司重视研发投入，2023年达到6.9亿元，同比增长23.66%。

图表7：期间费用率稳中有降



来源：iFind、国金证券研究所

图表8：研发费用逐年增长



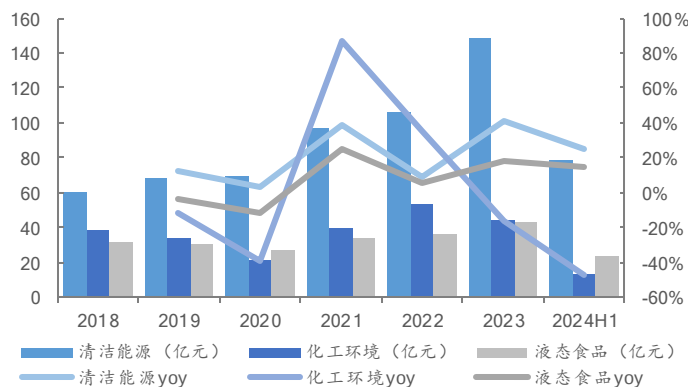
来源：iFind、国金证券研究所

清洁能源板块贡献主要增长，全球市场齐发展。分业务从收入看，2018至2023年，清洁能源板块收入从60.71亿元增长至149.07亿元，收入占比过半是公司业绩增长的主力军，市场主要在国内，化工环境和液态食品收入则是90%来自海外市场。从订单看，清洁能源



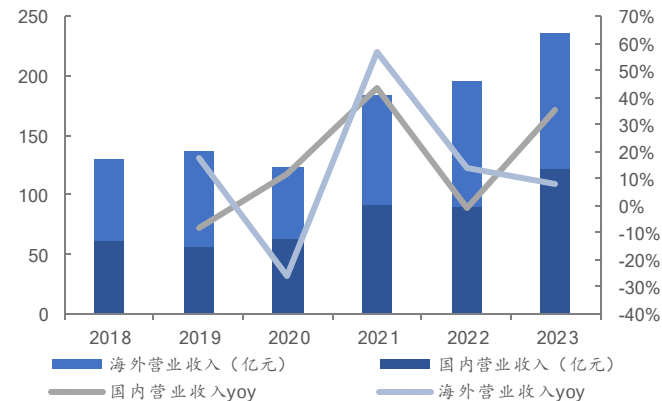
业务贡献主要增量，并保持显著增长，23/24H1 在手订单达到 166.4/229.3 亿元，同比增长 54/71%，23/24H1 新签订单达到 185.7/129.2 亿元，同比增长 65/63%；化工环境业务受罐箱周期性影响，在手订单波动，23/24H1 在手订单达到 11.4/15.2 亿元，同比减少 27/54%，但 24H1 环比上涨 245%；液态食品板块在手订单自 2020 年起基本稳定在 50 亿元左右，23/24H1 在手订单达到 50.8/49 亿元，同比+18/-3%。

图表9：清洁能源板块贡献主要增长



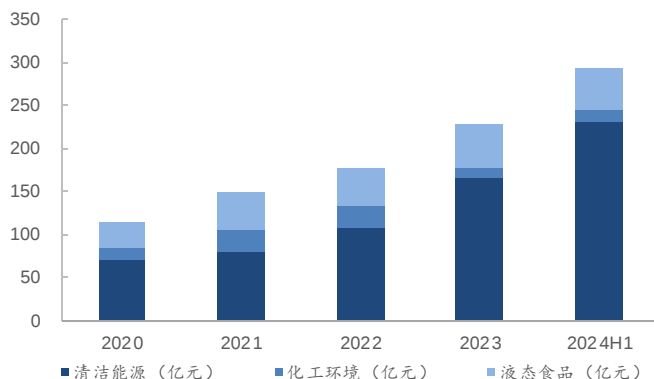
来源：iFind、国金证券研究所

图表10：收入海内外各贡献一半



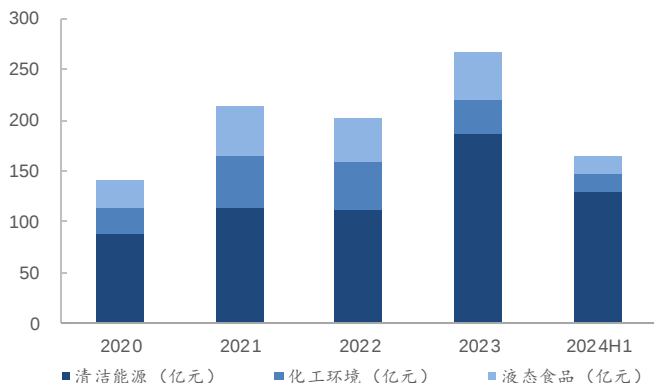
来源：iFind、国金证券研究所

图表11：在手订单逐年高增



来源：公司官网、国金证券研究所

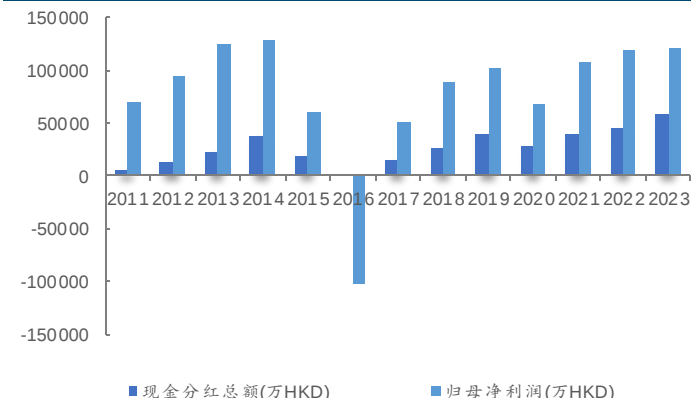
图表12：新签订单以清洁能源板块为主要增长点



来源：公司官网、国金证券研究所

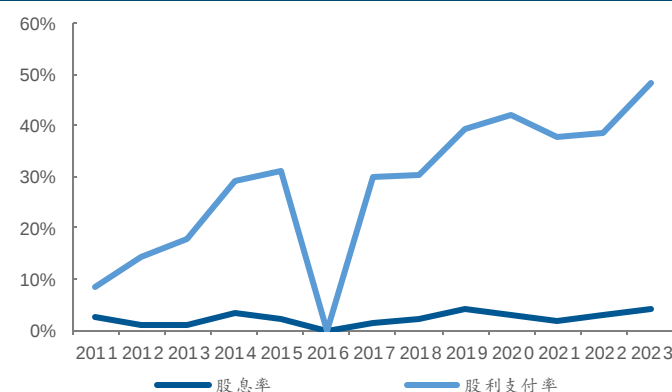
随着业绩迈入高景气，公司进入高分红时期。公司 2011 年以来累计分红 12 次，仅在 2016 年净亏损时未分红，累计现金分红金额达到 35 亿港元，平均股利支付率达到 30.62%。2023 年公司股息支付率为 49%，创下新高，对比 2021 年和 2022 年分别为 38%和 41%。随着公司核心的清洁能源业务迈入高景气周期，分红将逐步水涨船高。

图表13：公司现金分红累计达到 35 亿港元



来源：iFind、国金证券研究所

图表14：公司平均股利支付率达到 30.62%



来源：iFind、国金证券研究所

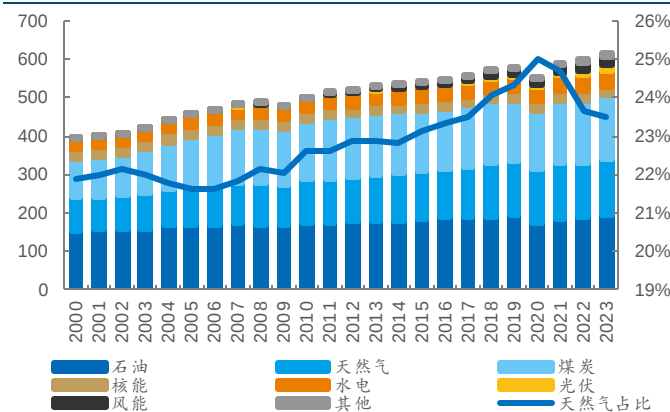


二、LNG 行业持续扩张，储运装备龙头充分受益

2.1 LNG 行业位于扩张周期，带动“储-运-用”装备需求提升

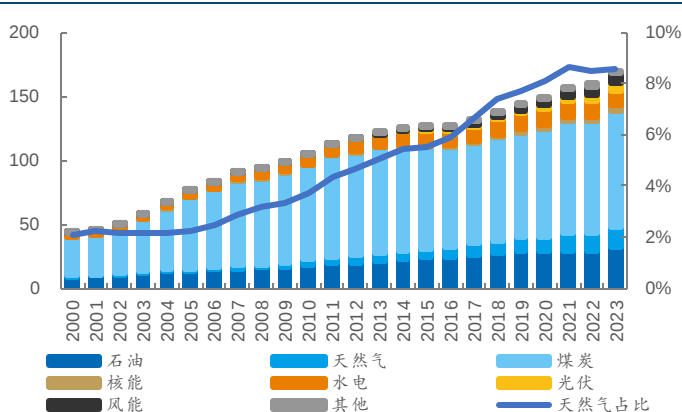
天然气作为全球能源转型中的关键过渡能源，消费量持续维持高位。天然气是全球能源转型中的关键过渡能源，短期对传统化石能源有替代效应，是化石能源转型至可再生能源的关键桥梁。国内天然气利用需要由过去的替代煤炭为主转为支撑新能源规模化发展与替代高碳高污染并重，在工业燃料、城市燃气、发电等领域都将保持较快增长。随着用气结构持续优化，多能互补成效初显，市场需求将不断增长。

图表15：全球能源结构中天然气消费占比提升（EJ）



来源：EI、国金证券研究所

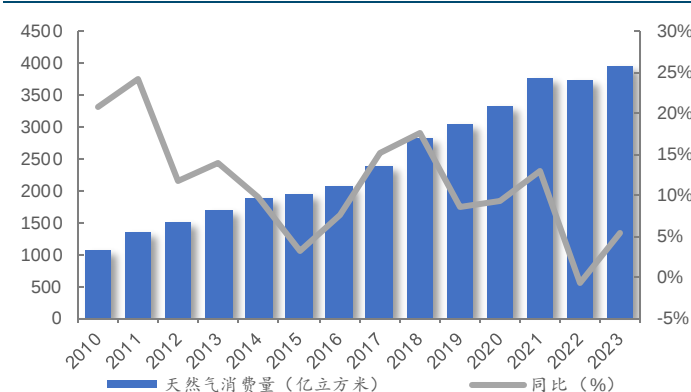
图表16：中国能源结构中天然气消费占比提升（EJ）



来源：EI、国金证券研究所

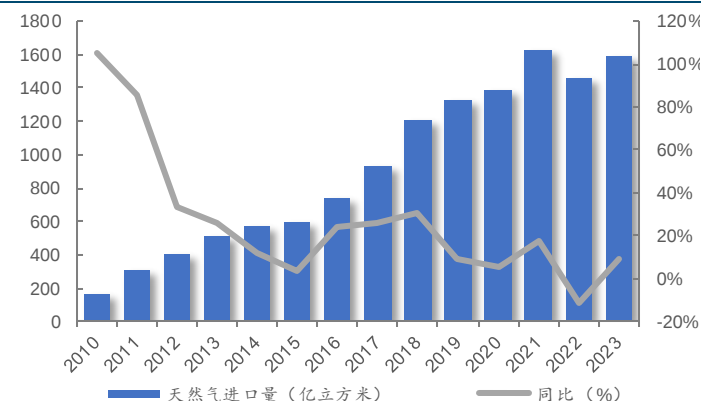
国内天然气消费和进口快速增长，LNG 进口量增幅显著。近年来，我国天然气消费整体保持快速增长态势，由 2010 年的 1076 亿立方米增至 2023 年的 3945 亿立方米，复合增长率达 9.7%。2023 年中国天然气供应结构中，LNG 进口恢复性增长，占比 25%，全年进口 LNG 总量 7132 万吨，同比增长 11.7%，其中现货采购占比 35%，预计随着国际天然气供应宽松以及较为平稳的 LNG 价格，我国 LNG 进口量将不断增长。2021—2023 年，中国企业集中签订超过 6300 万吨/年 LNG 中长约，到 2025 年已签合同量达到 7490 万吨/年，2030 年将达到 1.06 亿吨/年，进口量增幅显著。

图表17：中国天然气消费量逐年增长



来源：iFind、国金证券研究所

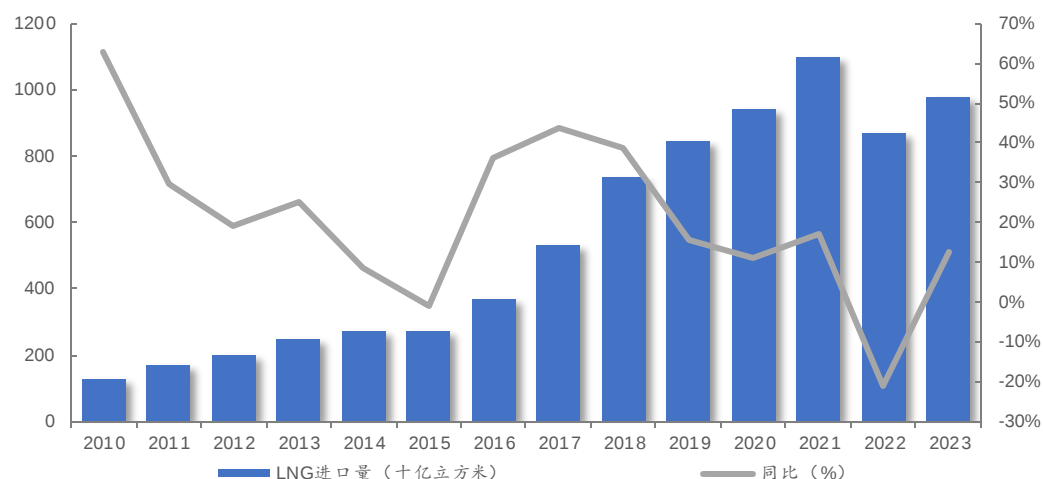
图表18：中国天然气进口量逐年增长



来源：iFind、国金证券研究所



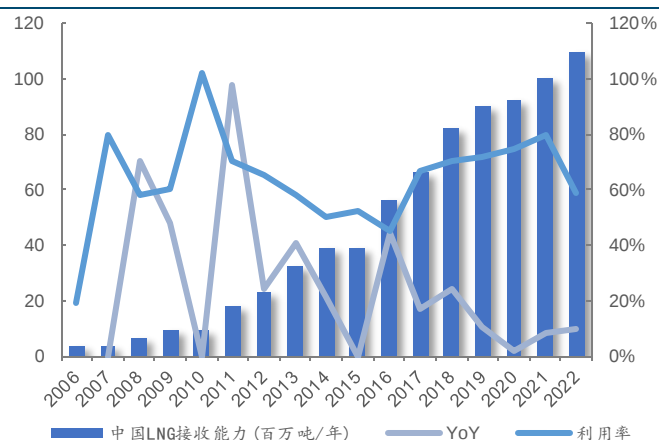
图表19: 液化天然气 (LNG) 是国内天然气进口主力军



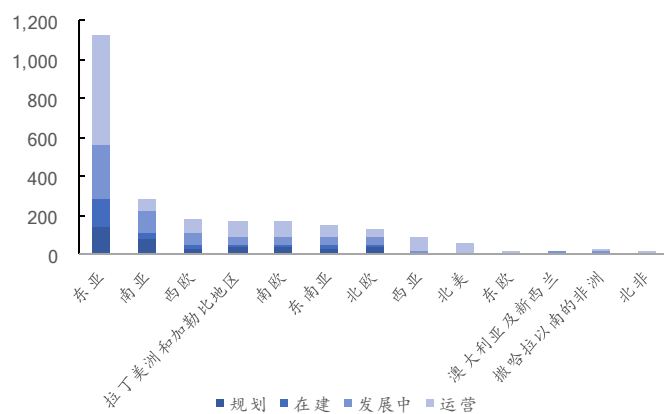
来源: iFind、国金证券研究所

LNG 接收站扩张, 进口主体多元化程度持续增加。在 LNG 进口环节, 进口主体多元化程度持续增加, 全国 LNG 进口企业增至近 20 家, 燃气及发电企业签订多份长期 LNG 购销协议、积极参与 LNG 现货交易。同时, 国内 LNG 接收站产能快速扩张, 2024 年全国在运 LNG 接收站将达 33 座, 总接卸能力 16304 万吨/年; 2025 年预计 6 座新建 LNG 接收站投产, 2 座在运 LNG 接收站完成扩建, 全国载运 LNG 接收站 39 座, 总接卸能力 20144 万吨/年; 2030 年底, 全国接卸能力或将新增 4353 万吨/年, 接卸能力提升至 24497 万吨/年。LNG 进口规模提升有望加速放量, 从而直接带动 LNG 运输船、储罐、槽车等储运装备的需求扩容。

图表20: 国内 LNG 接收能力不断提高



图表21: 已投产和计划投产的 LNG 进口能力 (百万吨/年)



来源:《中国 LNG 接收站公平开放实践与展望》、《中国天然气市场发展 2022 年回顾与 2023 年展望》、国金证券研究所

来源: GGIT、国金证券研究所



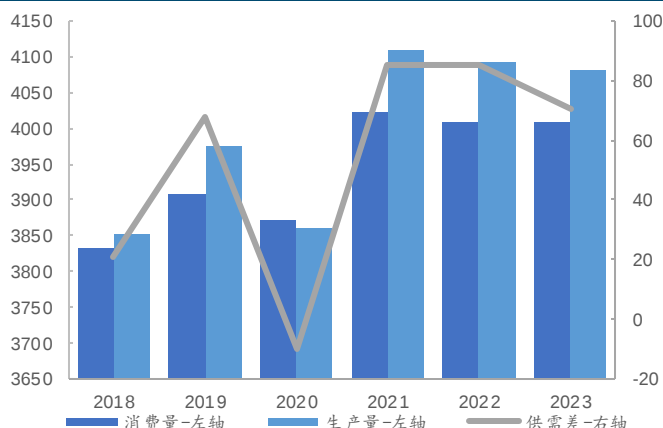
图表22: LNG 进口产业链涉及多类储运罐



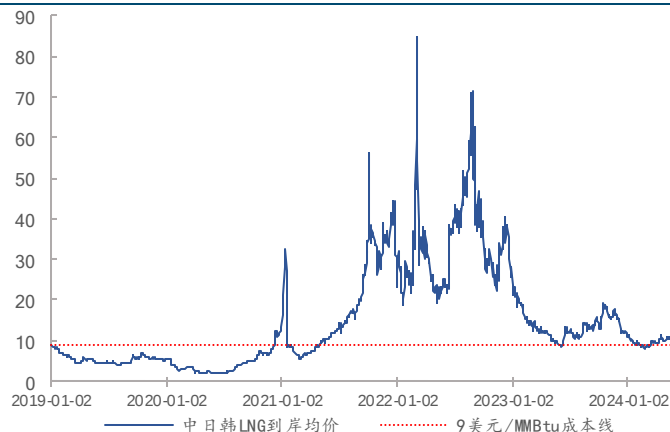
来源：公司公告、华商纵横、国金证券研究所

全球天然气市场供需持续宽松，LNG 进口价持续走低，进一步带动进口需求。当前正在开发的液化天然气（LNG）项目，每年新增出口能力达到 9.17 亿吨，新增进口能力为 7.05 吨，同比分别增长 18%和 4%。其中，1.93 吨/年的出口产能和 2.03 吨/年的进口产能仍处在建设中，投产后将分别使全球产能增长 41%和 19%。并且一半的出口项目在美国和卡塔尔建设，全球 LNG 供需随着项目的陆续投产，整体呈现宽松趋势。目前，中日韩 LNG 到岸均价已低于 10 美元/MMBtu，接近 2019-2021 年的历史平均水平。在全球天然气液化产能与 LNG 接收能力快速提升的背景下，10 美元/MMBtu 有望成为未来几年东北亚 LNG 到岸价的上限。在当前全球天然气市场供需持续宽松背景下，国际天然气价格走低，我国 LNG 进口量显著。

图表23: 全球 LNG 市场供需偏松(十亿立方米)



图表24: LNG 进口价低位徘徊 (美元/MMBtu)

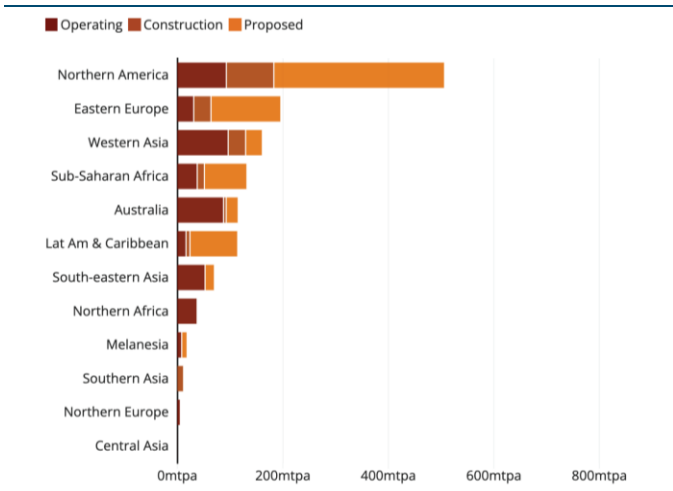


来源：Statista、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

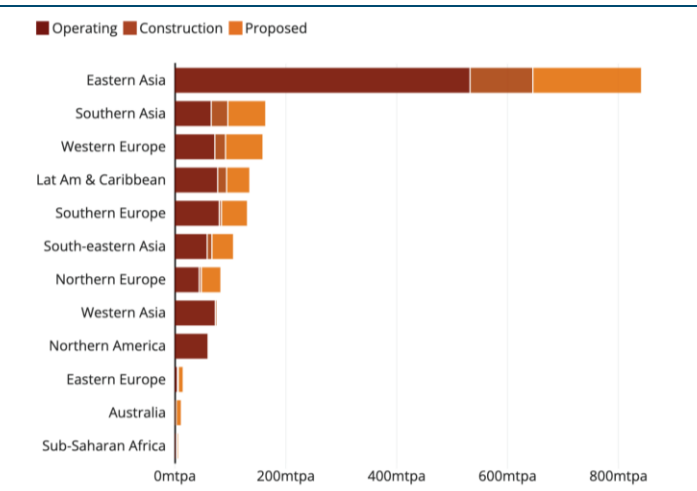


图表25: 过半 LNG 出口项目在美国和中东 (百万吨/年)



来源: Global Energy Monitor、国金证券研究所

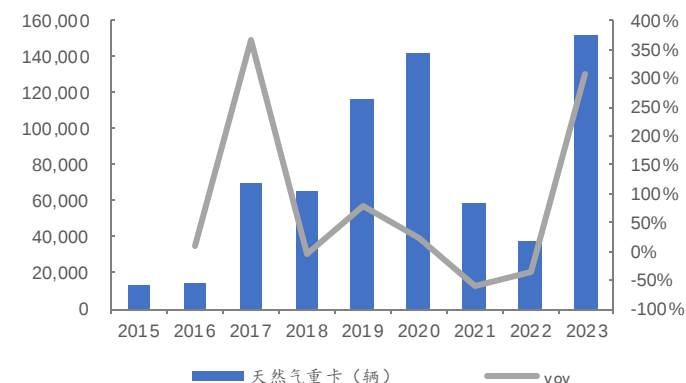
图表26: 超 90% LNG 进口项目在亚洲和欧洲 (百万吨/年)



来源: Global Energy Monitor、国金证券研究所

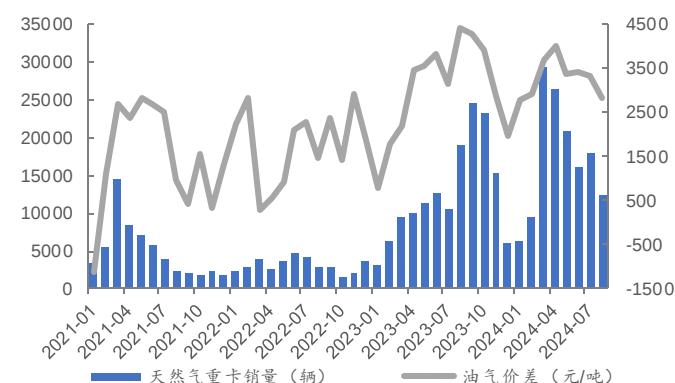
随着天然气价走低,带来对其他能源的替代效应加强。LNG 的下游终端应用,如天然气重卡、船舶等市场空间有望打开。以 LNG 重卡为例,2023 年国内天然气价格回落至经济区间,天然气重卡在燃料经济性驱动下销量高涨。2023 年全年国内天然气重卡累计销量达到 15.2 万辆,渗透率达到 17%,同比大幅增长 307%。

图表27: 天然气重卡年销量周期性波动



来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 天然气重卡销量和油气价差呈现正相关性



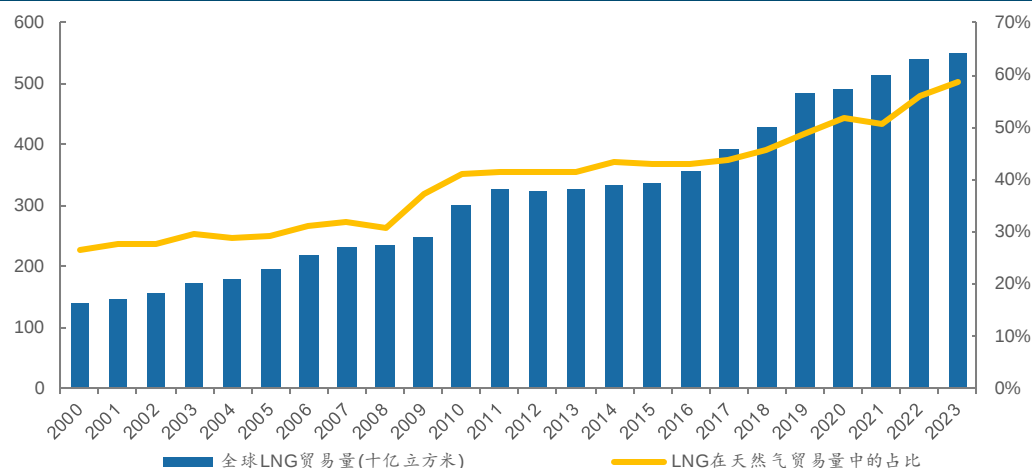
来源: Wind、国金证券研究所, 油为柴油(0#国 VI)价格、气为液化天然气(LNG)价格

2.2 地缘政治冲突带来贸易结构调整, LNG 船运需求激增带动罐箱和运输船需求

全球 LNG 贸易比重不断提升,成为全球天然气贸易一大趋势。近年来, LNG 在全球天然气贸易中的比重不断提升,在全球天然气贸易和地缘政治格局中发挥着重要作用,全球天然气供需和贸易格局正面临深度调整。过去 10 年间,全球 LNG 贸易保持了 5.3%的年均增长率,已成为和管道气同等重要的跨区域贸易方式。LNG 产业链主要包括勘探、开采、液化、运输、接收、储存和再气化,以及终端消费等环节,其中液化、运输和接收是 LNG 特有的关键环节。



图表29：全球 LNG 贸易量及其在天然气贸易量中的占比逐年提升

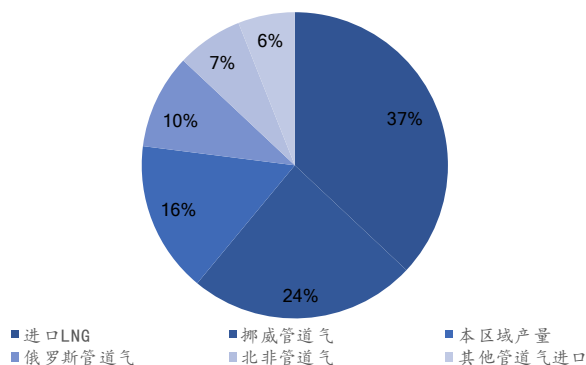


来源：Wind、国金证券研究所

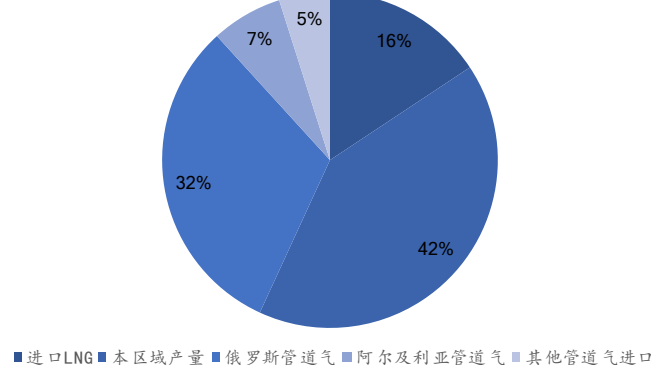
2022 年以来，全球 LNG 需求随欧洲供应格局变化出现逆市增长。俄乌冲突后，欧洲一方面发展新能源，同时 LNG 进口需求也开始持续增长，替代对北溪管道气下降的影响，全年 LNG 进口量为 1.26 亿吨，同比增长 63%。总体来看，在地缘政治危机下，高度灵活的 LNG 一定程度上减轻了欧洲对管道气的依赖。并且新能源发展需要一定时间，同时需要 LNG 配套调峰，欧洲仍然将通过大量海运 LNG 进口来补充供需的缺口，从而带动船运需求，以及产业链运输、液化和接收装备等一系列需求。

图表30：2021 年欧洲天然气供给进口占比高达 84%

图表31：2023 年欧洲天然气供给自给率提升至 42%



来源：Statista、国金证券研究所



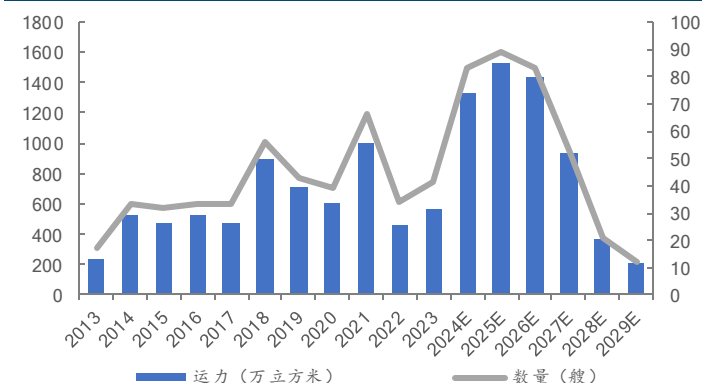
来源：UK Department for Business, Energy & Industrial Strategy、国金证券研究所

海运需求带动 LNG 运输船需求高增，LNG 加注和小型 LNG 进出口项目规模持续扩大。截至 2023 年 6 月，全球共有 20 艘 LNG 加注船，随着 LNG 动力船船队规模不断增长，还有 12 艘处于在建状态。除 LNG 运输船外，现有 408 艘 LNG 动力船投入运营，LNG 动力船手持订单达到 529 艘。目前全球拥有 LNG 加注设施的港口达到 170 个，预计 2026 年将超过 250 个。LNG 小型项目多建于大型 LNG 运输船难以到达的地区，因而小型 LNG 运输船的潜在需求高增，并难以被大船替代。

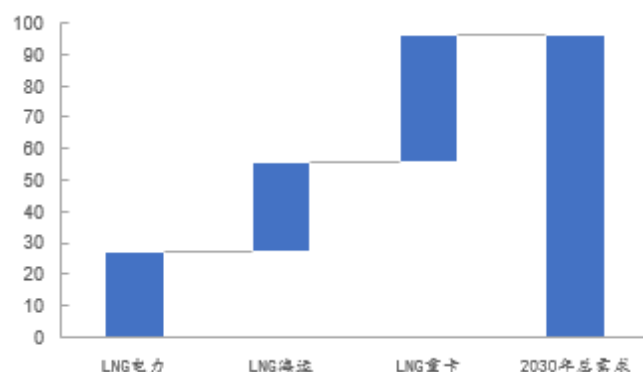


图表32：全球 LNG 运输船近 2-3 年为交付高峰期

图表33：按细分市场预测全球小型天然气液化需求达到 960 万吨(百万吨/年)



来源：国际船舶网、国金证券研究所



来源：Engie、国金证券研究所

2.3 公司是天然气储运装备多个细分领域龙头，充分受益 LNG 向上大周期

公司天然气相关业务在清洁能源业务板块内体现，分为水上和陆上清洁能源业务。清洁能源的核心业务，天然气储、运、用业务则是公司清洁能源板块的增长核心，其核心业务板块迈入了高景气周期。主要受到三大因素驱动：1) 国内 LNG 进口量增长，带动接收储罐+运输罐增长；2) 地缘政治冲突，欧洲大量天然气从管道转航运进口，带动船用天然气储罐+LNG 运输船需求；3) LNG 扩产带来低气价，LNG 重卡经济性显现，提振车用 LNG 气瓶需求。

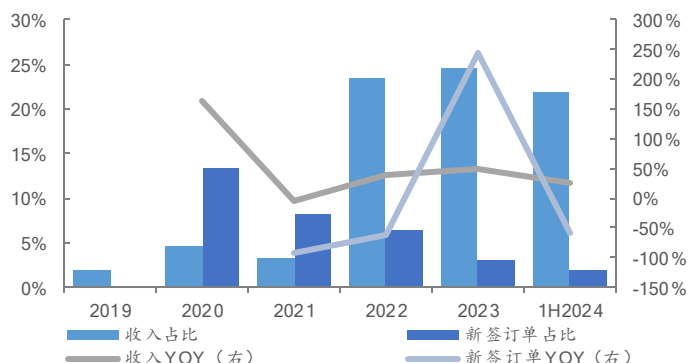
图表34：公司清洁能源业务冠军产品集中在中游储、运装备



来源：公司官网、国金证券研究所

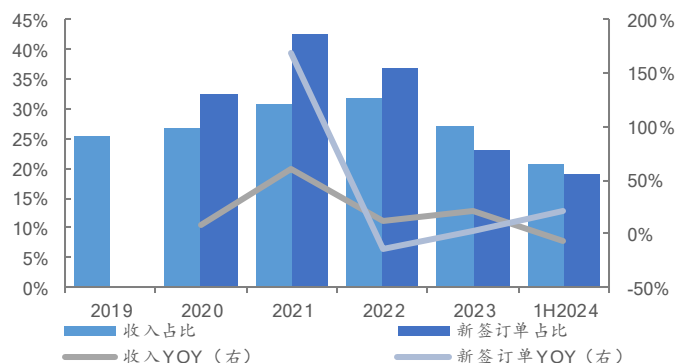


图表35：上游生产加工收入 and 订单占比



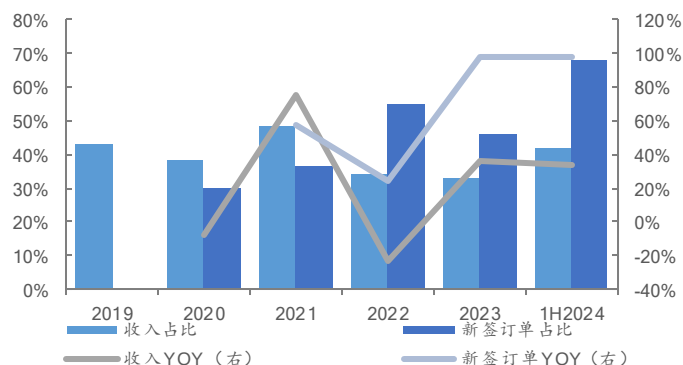
来源：公司官网、国金证券研究所

图表36：中游储存环节收入 and 订单占比



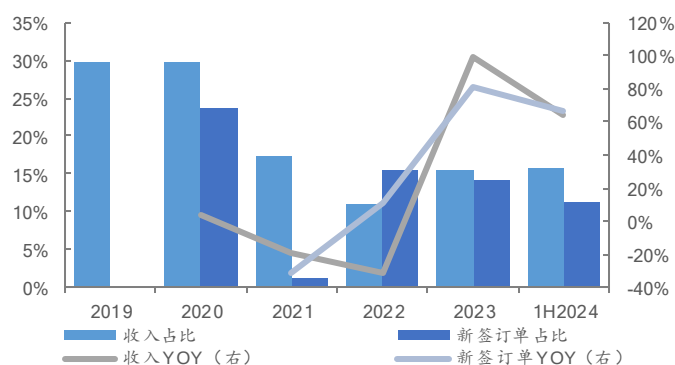
来源：公司官网、国金证券研究所

图表37：中游运输环节收入 and 订单占比



来源：公司官网、国金证券研究所

图表38：下游应用环节收入 and 订单占比

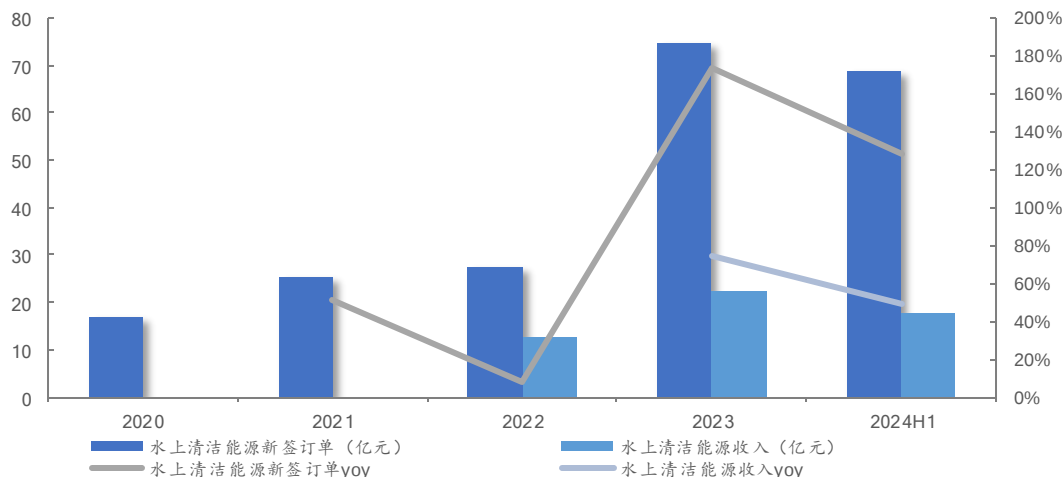


来源：公司官网、国金证券研究所

2.3.1 水上清洁能源装备：LNG 船舶+燃料罐，航运转型+更迭大周期带动

公司水上清洁能源装备领先，是世界中小型液化气船细分市场的领军者。公司的水上清洁能源装备业务主要由全资子公司南通中集太平洋（CIMC SOE，以下简称 SOE）负责，作为世界中小型液化气船细分市场的领军者，产品包括 LNG 中小型液化气船、LNG 再气化模块、船用 LNG 燃料罐、船用 LNG 燃料罐等业务。2024H1 公司水上清洁能源业务收入约 17.7 亿元，海外收入占比 15.4%，占整体清洁能源业务收入的 22.5%，同比提升 48.9%；订单方面，2024H1 公司水上清洁能源新签订单 68.6 亿元，同比大幅增长 128%，在手订单高达 150.6 亿元，创下历史新高，主要受益于造船和 LNG 船用燃料罐订单高增。

图表39：水上清洁能源业务新签订单高增将为持续贡献未来收入



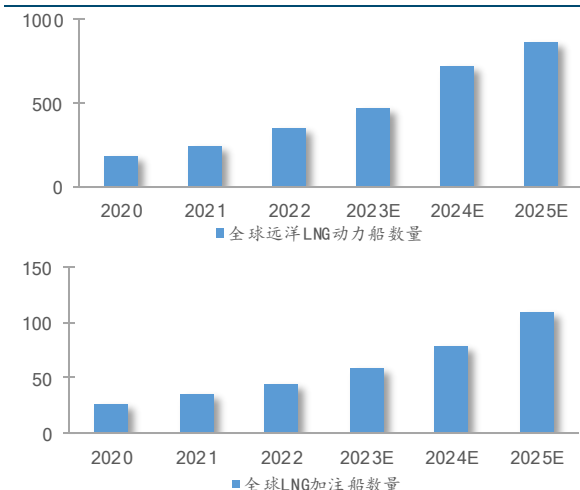
来源：公司官网、国金证券研究所



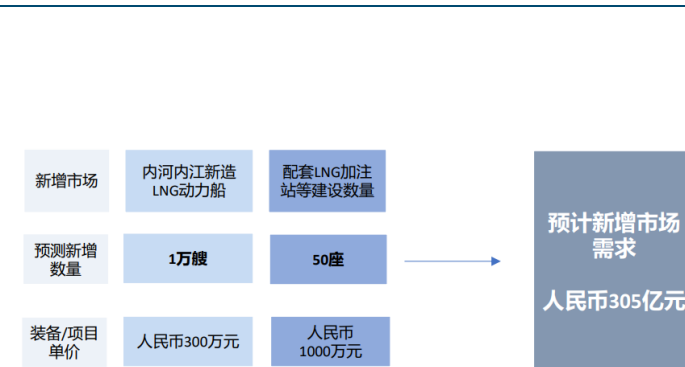
公司是世界中小型液化气船细分市场的领先者，新造船订单大幅增长、量利齐升。根据国际海事组织（IMO）规定，若连续三年未获得国际能效符合证明，该船将退出船运市场，即目前评为 D/E 的船舶 2026 年必须进入整改期。截至 2023 年底，共 2.5 万艘船舶评级为 D/E，待改造船舶数量高达 1.8 万艘。航运业排放规定趋严的背景下，清洁能源替代燃料船舶市场火热，2023 年替代燃料新造船订单共 539 艘，其中 LNG 为占比第一的替代燃料，占比 40.8%，其次为甲醇，占比 23.2%。据 Clarksons 预测，2024/2025/2026 年+2027 年将有 89 艘 LNG 运输船（舱容总量约 1490 万立方米）/1450 万立方米舱容总量船舶/131 艘船舶（舱容总量约 2290 万立方米）交付，近三年合计扩张总量为当前全球 LNG 运输船舶总量的 32%（2023 年底全球 LNG 运输船舶队数量为 753 艘、舱容总量 1.13 亿立方米）。公司作为中小型液化气船细分市场的领先者，将大幅受益行业高景气带动，相关 LNG 船型，主要为 LNG 动力船和加注船订单持续高增。2024 年上半年公司交付 3 艘船并新签 12 艘主力船型新船订单，在同期 LNG 运输加注船（4 万方或以下）订单市占率高达 80%。此外，公司的船用燃料罐和 LNG 加注站等设备，也将同步受益于 LNG、甲醇等清洁能源替代需求的高增带动，预计 LNG 动力船新增 1 万辆，配套 LNG 加注站等建设数量 50 座时，新增 LNG 动力和加注船装备市场需求将高达 305 亿元。

图表40：预计 2025 年 LNG 运输和加注船需求持续增加（艘）

图表41：LNG 动力和加注船设备市场新增需求达 305 亿元

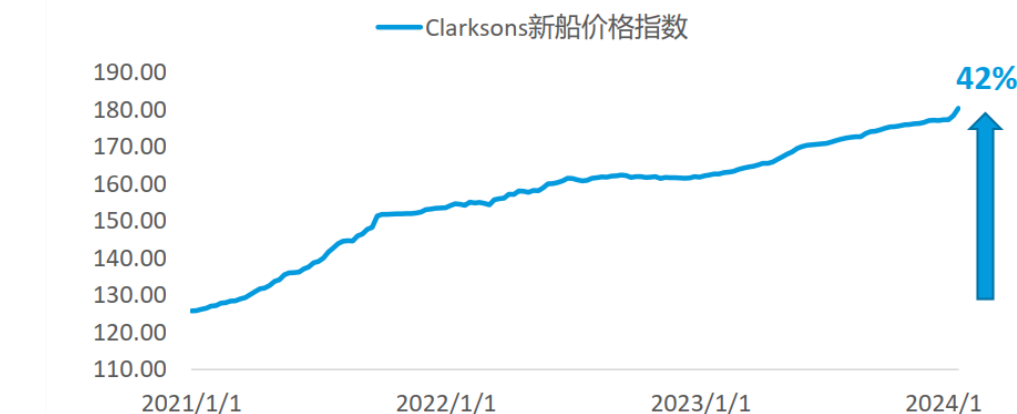


来源：公司官网、国金证券研究所



来源：公司官网、国金证券研究所

图表42：新船造价不断上涨

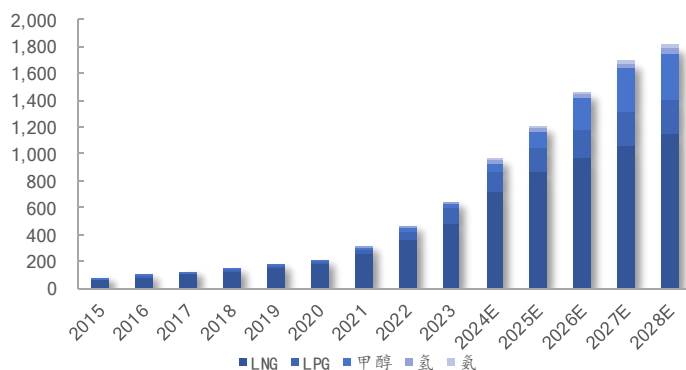


来源：Clarksons、国金证券研究所

内河船舶油改气在政策推动下将加快实施，公司作为广东省 LNG 动力船舶改造指定装备供应商之一，为客户提供装备+工艺+服务的一揽子解决方案。承接的广东省绿色航运“气化珠江”旧船改造项目开始交付，公司已获得 121 艘船舶油改气订单。目前全国已建成船舶 LNG 加注站共 24 座，其中岸基加注站 14 座，加注趸船 10 艘，其中岸基加注过三成、趸船加注过半为公司建造。



图表43：全球各类替代燃料船舶数量高增（艘）



图表44：公司对内河绿色航运一体化解决方案



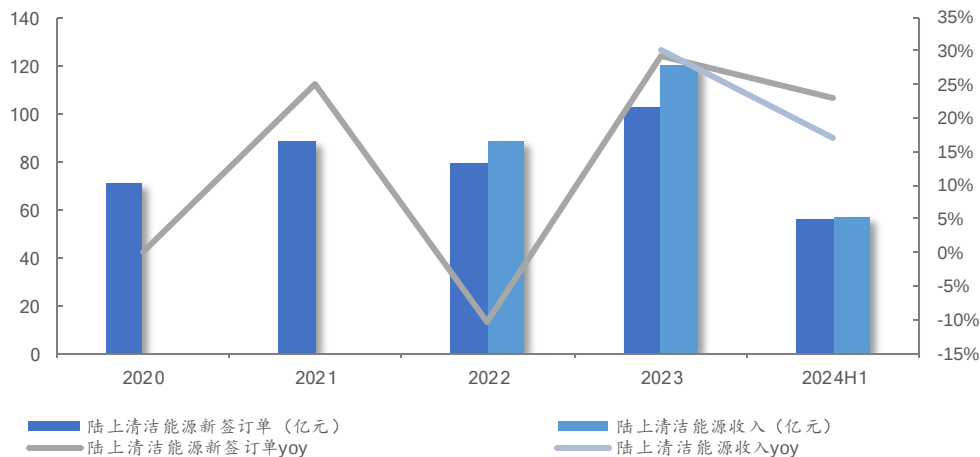
来源：DNV AFI、国金证券研究所

来源：公司官网、国金证券研究所

2.3.2 陆上清洁能源装备：天然气储罐+LNG 车用气瓶，加速拓展海外市场

公司陆上清洁能源装备产品类别覆盖齐全，新签订单稳健增长贡献收入。从上游天然气开采与加工环节装备，至中游储运环节的天然气罐式产品，乙烷、乙烯等工业气体储罐制造能力，LNG、LPG、CNG 和工业气体产品，以及在下游应用环节，公司是国内 LNG 车用气瓶龙头制造商之一。2024H1 公司陆上清洁能源业务收入约 61.1 亿元，占整体清洁能源业务收入的 77.5%；订单方面，2023/2024H1 公司陆上清洁能源业务新签订单达 102.6/56.1 亿元，同比增长 30%/23%。此外，公司的陆上清洁能源业务在海外拓展加速，在美洲、欧洲、非洲、东南亚等地区设立海外办事处，并积极开拓中东市场。2023 年陆上清洁能源海外业务收入超 20 亿元，创历史新高，同比增长 30%。2024H1 陆上清洁能源海外业务持续拓展，新签订单 15.1 亿元，同比增长 48.8%。

图表45：陆上清洁能源业务新签订单贡献稳健收入



来源：公司官网、国金证券研究所

天然气市场供需两旺，带动公司陆上清洁能源装备需求增长。受国内经济形势及海内外天然气价格走势影响，预期天然气市场需求将持续回暖，天然气表观消费与进口量双双增长，LNG 罐箱等天然气储运装备需求同步高增，带动公司 LNG 罐箱等天然气储运装备销售大涨。

图表46：天然气市场需求持续回暖带动公司 LNG 罐箱等储运装备需求高增

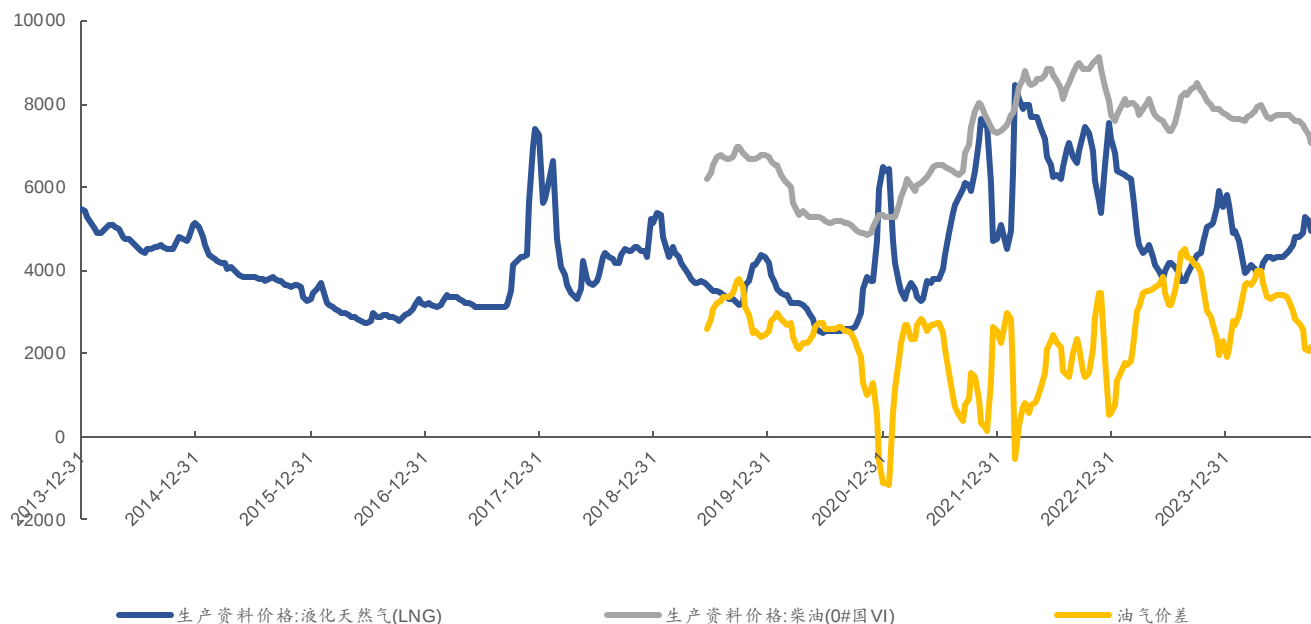


来源：公司官网、国金证券研究所



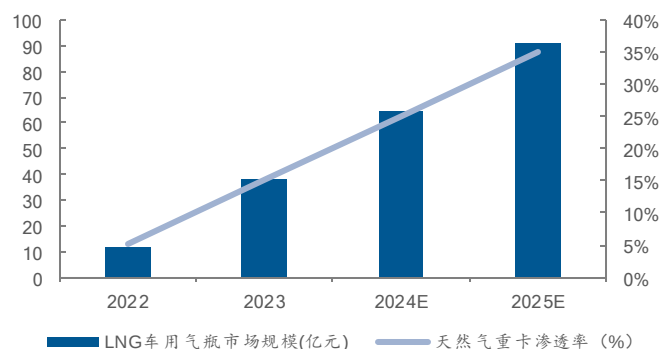
低气价+清洁化，LNG 重卡国内渗透率逐步提升，带动车用气瓶需求。LNG 价格走低，较柴油经济性凸显，下游应用端天然气重卡渗透率将受益逐步提高。2023 年 LNG 重卡年销量达 15.2 万辆，同比增长 307%，在重卡行业中的渗透率升至 16.7%，创下历史新高。受益于 LNG 重卡需求井喷，公司 LNG 车用瓶订单也持续高涨，2023 年/2024H1 累计新签订单 13/7.9 亿元，同比增长 39/1.7 倍。一季度中标国内单笔最大的搭载双 1500L 气瓶的燃气车订单，将为重卡和物流客户签订的 1000 台 LNG 牵引车战略合作协议提供智能化双 1500L 气瓶。从行业竞争格局看，LNG 车用气瓶市占率高度集中，主要厂商包括致远新能、中集圣达因、富瑞特装、奥扬科技（未上市）四家公司。24Q1 公司 LNG 车用瓶年产能 10 万支产线投产，LNG 车用瓶双班年产能可达 20 万只瓶/年，作为行业龙头将充分受益行业高增需求。

图表47：国内 LNG 价格较柴油经济性显现（元/吨）



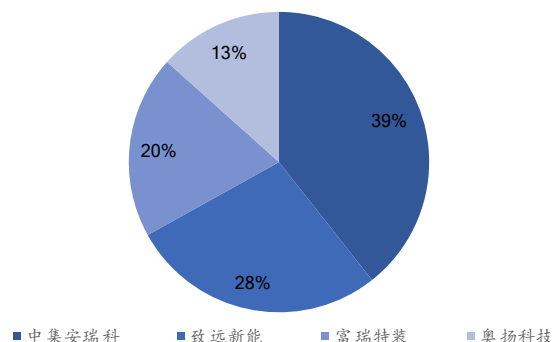
来源：iFind、国金证券研究所

图表48：天然气重卡渗透率及 LNG 车用气瓶市场规模



来源：中汽协、第一商用车网、国金证券研究所

图表49：天然气重卡气瓶竞争格局集中



来源：公司官网、致远新能投资者关系记录表、富瑞特装官网、奥扬科技招股说明书、国金证券研究所

三、氢能业务放眼未来，打开业绩增长天花板

3.1 政策和经济性推动氢能行业大发展，储运成为氢能大规模应用的重点环节

顶层定调发展氢能，氢能被中央层面多次提及重要性。中央层面加快发展新质生产力，今年两会期间，加快前沿新兴氢能产业发展首次被写入政府工作报告，氢能作为重要产业之



一，发展重要性被中央层面多次提出，氢能是未来国家能源体系的重要组成部分不容置疑。

图表50：顶层定调发展氢能

时间	颁布机构	文件	政策内容
2022/3/24	国家发改委、能源局	《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》	氢能是一种来源丰富、绿色低碳、应用广泛的二次能源，正逐步成为全球能源转型发展的重要载体之一。氢能是未来国家能源体系的重要组成部分；氢能是用能终端实现绿色低碳转型的重要载体；氢能产业是战略性新兴产业和未来产业重点发展方向。到 2025 年，燃料电池汽车保有量达到 5 万辆，可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年，成为新增氢能消费的重要组成部分。
2023/7/19	国家标准委与国家发展改革委、工信部、生态环境部等部门联合	《氢能产业标准体系建设指南（2023 版）》	系统构建了氢能制、储、输、用全产业链标准体系。
2024/3/7	国务院	2024 年《政府工作报告》	加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展。
2024/7/5	工信部	“推动高质量发展”系列主题新闻发布会	加快推动氢能、新型储能等绿色低碳产业发展。
2024/7/15	国家发展改革委	《煤电低碳化改造建设行动方案（2024—2027 年）》	提出利用风电、太阳能发电等可再生能源富余电力，通过电解水制绿氢并合成绿氨，实施燃煤机组掺烧绿氨发电，替代部分燃煤。
2024/8/11	国务院	中共中央国务院关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见	推进氢能“制储输用”全链条发展。完善充（换）电站、加氢（醇）站、岸电等基础设施网络。建立健全氢能“制储输用”标准。

来源：政府官网、国金证券研究所

地方政策不断跟进出台，推广氢能应用。顶层定调氢能地位，各省市积极跟进出台各类氢能发展政策。今年以来氢气的政策管理条例开始逐步松绑，氢能能源属性政策破冰，并且在下游上不断推进和拓展氢能应用领域，政策不断。


图表51： 地方政策不断跟进出台推广氢能应用（部分省份推广和放开政策一览）

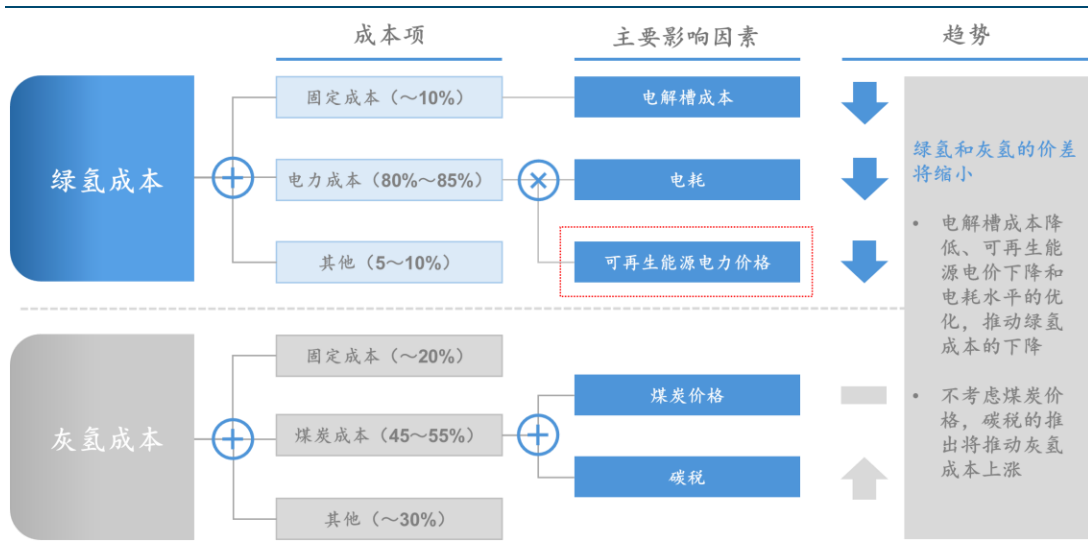
地点	时间	政策	政策内容
吉林	2023. 11	《吉林省氢能产业安全管理办法（试行）》	绿氢生产项目不需在化工园区内建设。绿氢生产不需取得危险化学品安全生产许可。
	2024. 8	《省交通运输厅、省财政厅、省发展和改革委员会关于对氢能车辆行驶吉林省高速公路实施优惠的通知》	2024年9月1日0时至2026年8月31日24时，安装ETC套装设备的吉林省籍氢能车辆，在吉林省各高速公路收费站间点对点免费通行
	2022. 11	《支持氢能产业发展若干政策措施（试行）》	对年产绿氢100吨以上（含100吨）的项目，以首年每公斤15元标准为基数，采取逐年退坡的方式。
山东	2024. 3	《关于对氢能车辆暂免收取高速公路通行费的通知》	自2024年3月1日起，对行驶山东省高速公路安装ETC套装设备的氢能车辆暂免收取高速公路通行费，政策试工期2年。
	2022. 1	《山东省化工行业投资项目管理规定》	新增二氧化碳收集、可再生能源发电制氢、为非化工项目配套的空分以及依托钢铁企业副产煤气就地实施钢化联产项目可以在省政府认定的化工园区、专业化化工园区和重点监控点外实施，且不受投资额限制。
内蒙古	2022. 12	《内蒙古自治区加氢站管理暂行办法》	加氢站参照天然气加气站管理模式，经营性加氢站应取得燃气经营许可证或批复。
	2023. 8	《支持氢能产业发展若干措施的通知》	对落地鄂尔多斯且氢气产能大于5000吨/年的风光制氢一体化项目主体，给予退坡补贴，2022—2023年补贴4000元/吨，2024年补贴3000元/吨，2025年补贴2000元/吨。
	2024. 6	《内蒙古自治区人民政府办公厅关于进一步加快推动氢能产业高质量发展的通知》	支持新能源大基地布局制氢项目，促进新能源消纳；2强化绿氢生产用水保障，鼓励优先利用非常规水源制氢；并网型风光制氢一体化项目年上网电量不超过项目年总发电量的20%。
新疆	2023. 11	《布尔津县加氢站管理办法（暂行）（征求意见稿）》	加氢站参照城镇燃气加气站管理，由住建部门核发燃气经营许可证。
	2024. 3	《克拉玛依市支持氢能产业发展的有关扶持政策》	对落地克拉玛依且氢气产能大于5000吨/年的风光制氢一体化项目主体，2024年补贴3000元/吨，2025年补贴1500元/吨。
四川	2024. 3	《支持新能源与智能网联汽车产业高质量发展若干政策措施》	进一步加强氢燃料电池汽车示范应用，支持在化工园区外探索开展制氢加氢一体站试点。
	2024. 4	《四川省进一步推动氢能全产业链发展及推广应用行动方案（2024—2027年）（征求意见稿）》	提出对安装使用ETC装备的氢能车辆，在四川省免除高速公路通行费。
广东	2024. 6	《广湛氢能高速示范项目实施方案》	推进广湛氢能高速示范项目，2025年年底前投入运营2000辆4.5吨和100辆49吨燃料电池冷藏车，示范期内销售价格不超过35元/公斤
广东	2023. 6	《广东省燃料电池汽车加氢站建设管理暂行办法》	允许在非化工园区建设制氢加氢一体站。
陕西	2024. 8	陕西省能源局	自2024年9月1日起，对安装使用ETC装备的氢能车辆，在省内全额免除高速公路通行费，政策至2027年9月1日结束。

来源：政府官网、国金证券研究所

绿氢大规模应用拐点将出现在光储氢平价点，现阶段正向全面平价点逼近。新能源的大规模应用往往出现在其与原有能源的成本平价的时点之后，例如光伏行业的爆发是在2018年平价上网政策之后，对应看氢能行业的爆发拐点将出现在光储氢平价点之后。当前在新能源成本下行的背景下，阶段性的区域绿氢平价已实现，绿氢成本正在向全面平价点逼近，绿氢的大规模应用处在爆发前夜。随着各类设备成本的不断下行，绿氢的经济性长期看可自行达成，外部催化则可加速进程。

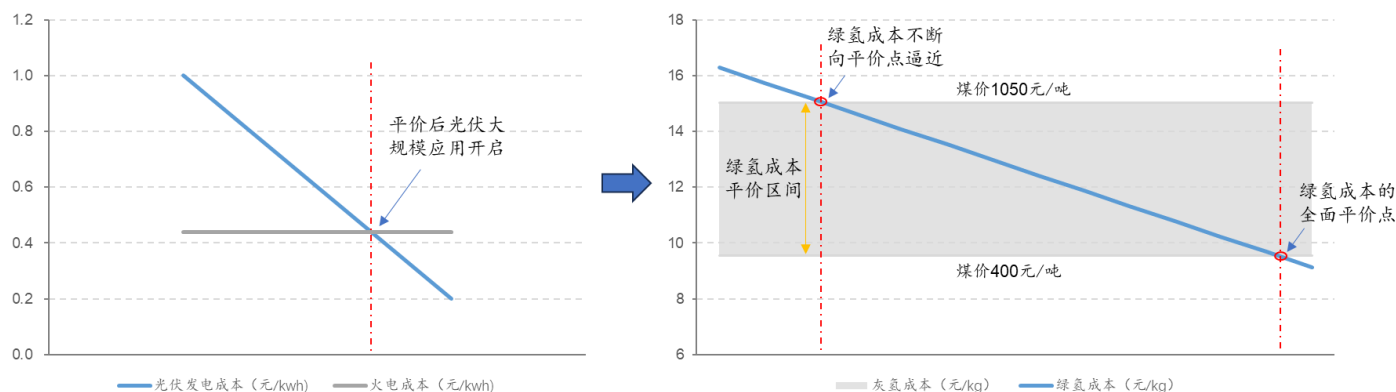


图表52: 氢气成本下行主要由设备投资和电耗费用贡献



来源: BCG、国金证券研究所

图表53: 绿氢成本正在向全面平价点逼近



来源: 国金证券研究所测算

氢能产业的大规模爆发, 带来储、运氢环节机会。高压储氢作为一种最常见、应用最广泛的储氢方式, 其特点在于可利用气瓶作为储存容器, 通过高压压缩方式储存气态氢, 是目前应用最成熟的方式。随着氢燃料电池车数量的增多和地方政府政策支持, 加氢站的数量增加, 高压储氢瓶作为车载装备市场容量将迎来快速增长, 带来储、运氢环节投资机遇。从种类来看, 储氢容器分为储氢球罐、储氢瓶, 以及液氢储罐, I型和II型主要材料为钢, 通常在制氢基地的大型球罐、加氢站的储氢罐以及运氢的高压气罐等应用, 而III型瓶和IV型瓶由于材料的轻量化改进, 通常用于车载储氢瓶。

- 绿氢项目通过制氢设备生产氢气后, 必须先以大容量容器进行存储, 此时需要气态储氢球罐或液氢储罐, 又由于制氢和加/用氢在不同地点, 储氢罐的氢气将通过长管拖车到达加氢站, 经过压缩机增压后的氢气会存储到加氢站的储氢容器中, 而车载储氢系统采用的是轻量型储氢瓶。



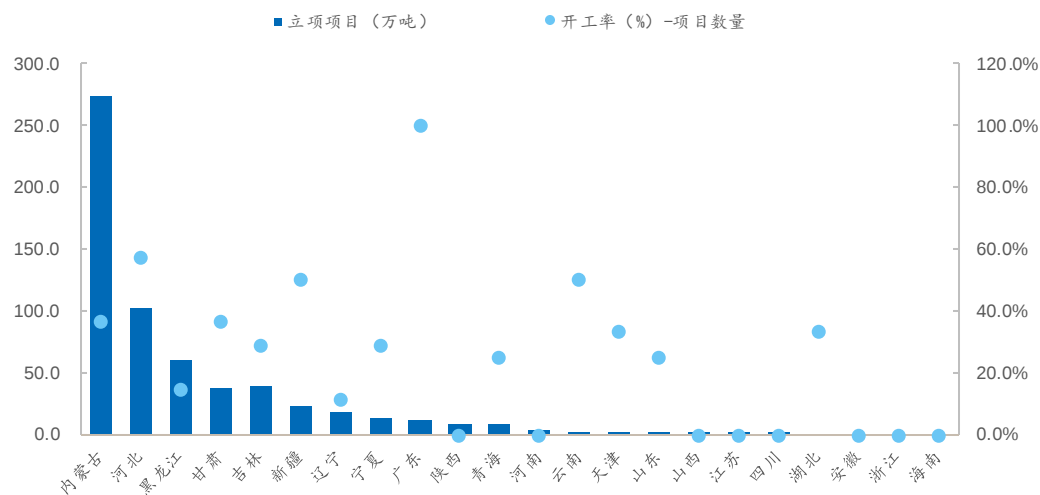
图表54: I、II型瓶适用于固定式储氢, III、IV型瓶适用于燃料电池汽车

型号	I 型: 纯钢型	II 型: 钢制内胆纤维缠绕	III 型: 金属内胆纤维缠绕	IV 型: 塑料内胆纤维缠绕
制作工艺	全金属 (钢质)	内胆为金属 (钢质), 纤维环向缠绕	内胆为金属 (钢/铝质), 纤维全缠绕	内胆为塑料, 纤维全缠绕
工作压力 (MPa)	17.5-20	26-30	30-70	30-70
储氢密度 (g/L)	14.28-17.23	14.28-17.23	40.4	48.8
重量体积比 (kg/L)	0.9-1.3	0.6-1.0	0.35-1.0	0.3-0.8
成本	低	中等	最高	高
使用寿命	15 年	15 年	15-20 年	15-20 年
应用场景及现状	加氢站等固定式储氢应用	加氢站等固定式储氢应用	车载, III型瓶为我国发展重点, 已有 35MPa 和 70MPa 成熟产品	车载, 研发阶段。存在工艺落后、碳纤维、数值性能差、标准缺失等问题

来源: 中国氢能联盟、国金证券研究所

绿氢大基地的建设和氢气制用端的分离, 带动储氢球罐和储氢瓶大规模应用。随着政策的推进和经济性的出现, 绿氢项目数量逐步高增, 当前立项的项目绿氢产能总量达到 600 万吨, 数量超过 200 个, 都将在未来陆续动工, 从而带来项目地、运输和加氢站等一系列的储运瓶需求高增。其中, 氢能项目配套储氢球罐单次业务价值量最高, 其是依据招投标项目设计配套, 属于非标产品, 具备强工程价值, 并且需同步配压缩机、管道阀门等, 单次合同价值可在几千万至上亿不等。

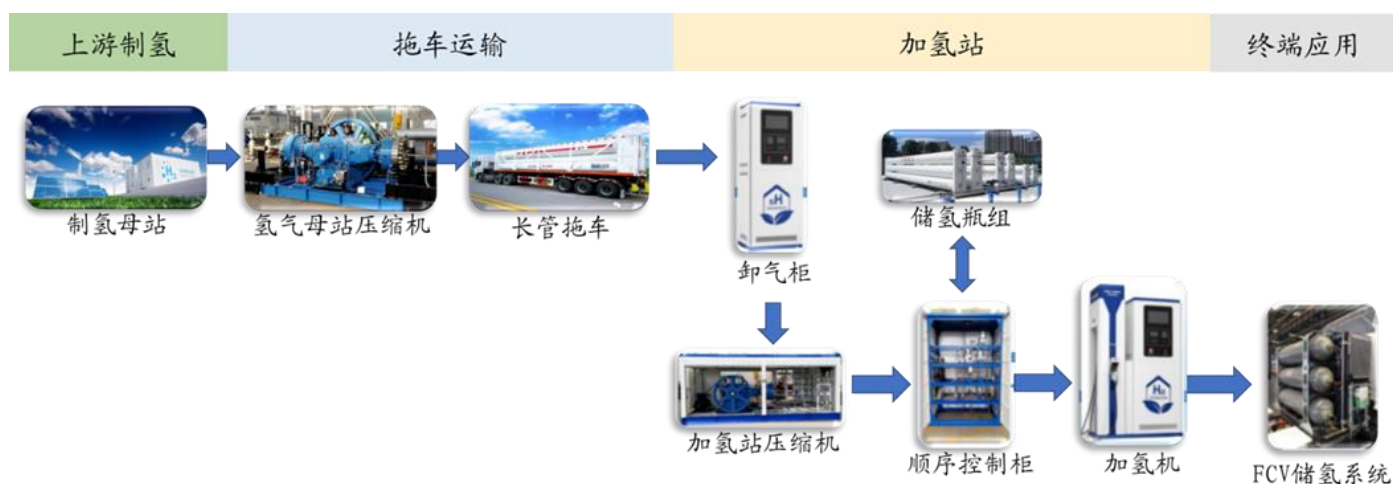
图表55: 国内绿氢项目立项达到 600 万吨



来源: 中国能源新闻网、政府官网、国金证券研究所



图表56：长管拖车气氢运输场景

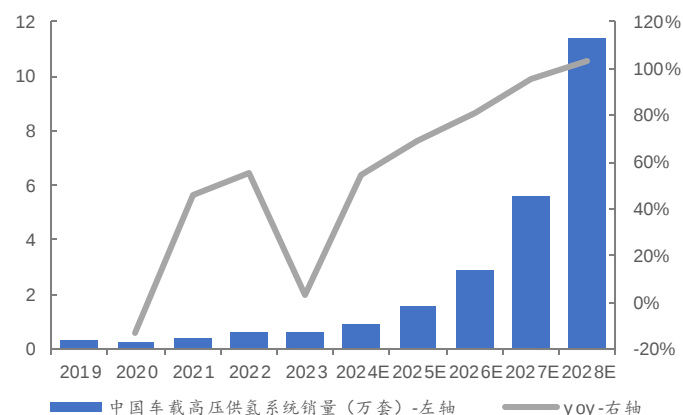
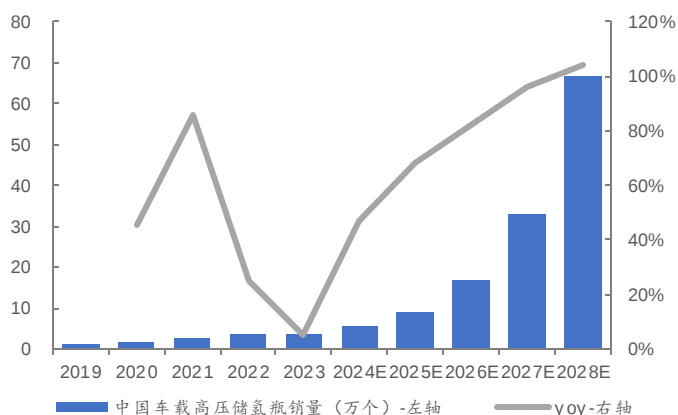


来源：《集装箱束运输车在氢气运输中的应用》、国金证券研究所

政策支持和成本下行推动燃料电池汽车放量，带动车载储氢瓶需求。政策在燃料电池汽车的目标和补贴上都给予了大力支持，一方面国家顶层规划 2025 年 5 万辆燃料电池汽车，同时燃料电池汽车示范城市群政策的补贴下发，加上各省陆续推进氢能示范高速建设，将加速其应用；另一方面，燃料电池重卡在当前补贴和廉价氢气下初步具备经济性，针对性政策的不断落地也将加速推广，免除高速公路费用将使燃料电池重卡 TCO 优势更加显著。车载储氢系统作为燃料电池汽车的能源供应部件，将随着燃料电池汽车的放量，需求同步高增。

图表57：2025 年车载高压储氢瓶销量随车辆放量带动

图表58：2025 年车载高压供氢系统销量随车辆放量带动



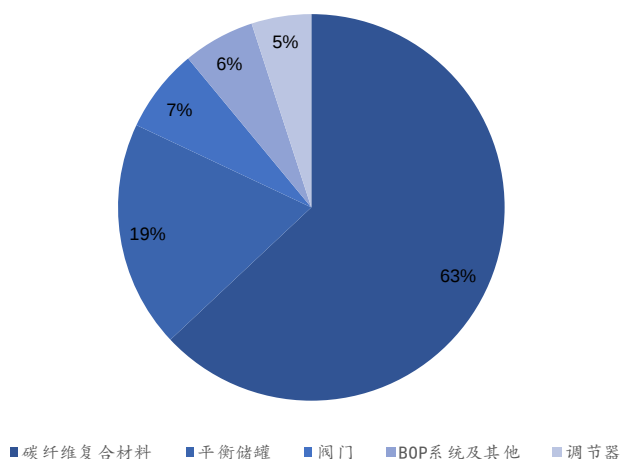
来源：弗若斯特沙利文、国金证券研究所，车载高压储氢瓶销量包括：作为单个产品销售的载高压储氢瓶；以及作为车载高压储氢系统零部件销售的车载高压储氢瓶。

来源：弗若斯特沙利文、国金证券研究所

- 车载储氢系统占据燃料电池汽车成本的 14% 左右，相比燃料电池成本的下降速度，车载储氢系统成本的下降速度偏慢，目前车载储氢系统太贵正在成为制约燃料电池车发展的一大瓶颈。以 8*210L 车载储氢系统为例，三年前全进口配置的储氢系统价格为 25 万，当前价格为 21 万，价格的下降幅度在 16%，目前国产 8*210L 车载储氢系统价格在 17-18 万。
- 现阶段国内燃料电池汽车的车载储氢系统以 35MPa 储氢系统为主，系统主要由储氢瓶组、管阀件等部件组成。从成本占比来看，储氢瓶组占储氢系统成本的 60%-70%，瓶阀、管路等管阀件占 15%-20%，框架等其他零部件占 10% 左右。

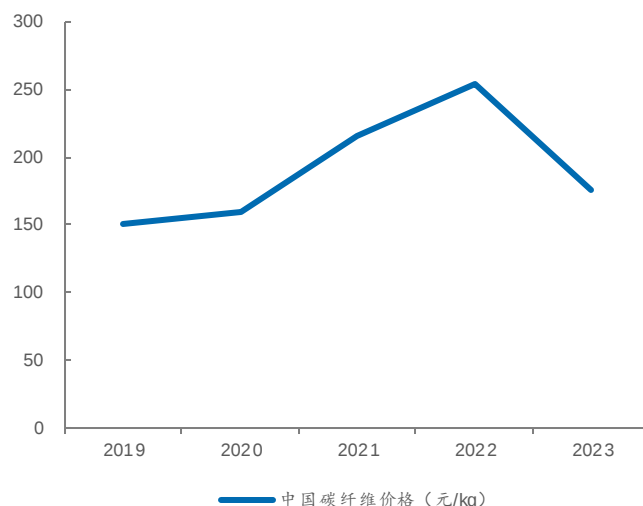


图表59：碳纤维是车载储氢瓶成本占比最高的环节



来源：DOE 美国能源局、国金证券研究所

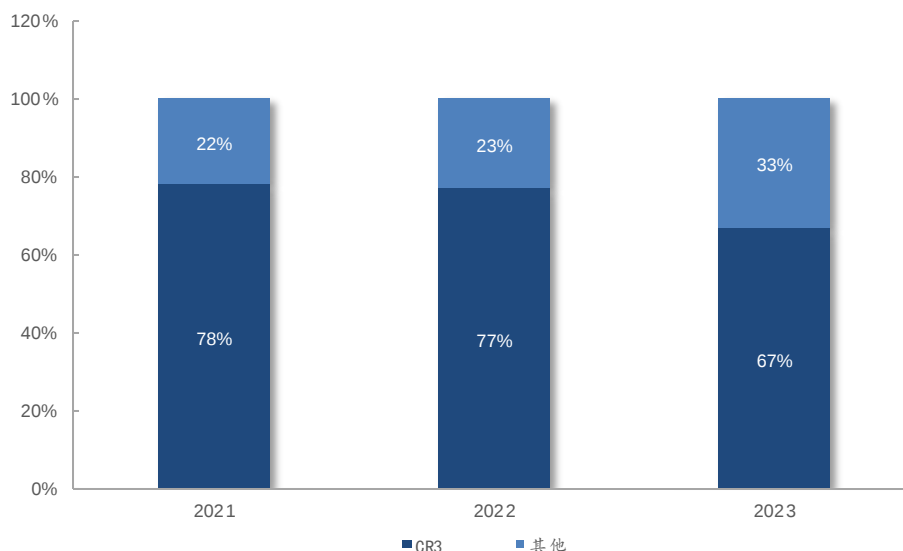
图表60：中国碳纤维逐步国产化，价格降至175.6元/kg



来源：百川盈孚、国金证券研究所

储氢瓶行业准入壁垒较高，轻量化+低成本的IV型瓶将成为未来车载储氢瓶发展主流。从车载储氢瓶III、IV型瓶看，IV型储氢瓶高储氢质量密度、低成本等优势明显，未来将成为车载供氢系统的主流规格，目前国外已经应用，国内也已设定标准，未来将陆续落地。此外，储氢瓶属于特种设备，较高的行业准入壁垒带来相对稳定的竞争格局。从有明确统计数据的下游客载储氢瓶为例分析，从近两年储氢瓶市占率看，国内储氢瓶企业有实际产品装车应用的不到10家，其中TOP5市场集中度从2021年96%降到2022年85%。当前碳纤维已实现国产化，其原材料价格将持续走低，带动车载储氢瓶降本，从而进一步带动车载储氢瓶放量机会。

图表61：车载储氢瓶市场份额相对集中



来源：GGII、国金证券研究所

3.2 多元化布局氢能装备，公司作为氢能储运瓶龙头订单充沛

公司多元化布局氢能装备，立足储运装备向上、下游拓展。公司以中集氢能为主体发展氢能，作为全球领先的氢能解决方案供应商，是国内唯一一家布局中压、高压、液氢、液氨等多元化氢能储运技术路线，并成功实现向上游制氢及下游热电联供等多元业务拓展的装备制造类企业。公司在石家庄、廊坊、南通、张家港、启东、荆门设有七大国际领先的装备制造生产基地，以国际化视野和集团化运作方式，形成覆盖“制储运加用”氢能全产业链的产业格局，业务范围以京津冀、长三角、粤港澳大湾区为核心，辐射至韩国、日本、丹麦、瑞士、美国等十余个国家，为客户打造绿色、便捷、经济的氢能利用整体解决方案。



图表62：公司氢能板块布局以储运设备为基石，延伸覆盖全产业链设备



来源：公司官网、国金证券研究所

公司自 2006 年起开展氢能业务，并于 2020 年初与挪威的 HEXAGON PURUS 成立合资公司，共同将欧洲已成熟运用的四型储氢瓶技术国产化，布局中国及东南亚快速增长的高压氢气储运的市场。2023 年以来至今，公司在氢能产业链各环节取得多项新突破：

- **上游制氢环节：**公司成功下线 1200Nm³/h 碱性电解槽和撬装甲醇蒸汽重整制氢装置，并与首钢水钢合作开展焦炉气制氢联产 LNG 项目；中标国内最大储氢球罐-绿色氢氨醇一体化项目——中能建松原氢能产业园（绿色氢氨醇一体化）总承包项目中储氢环节装备，包括氨氢事业部提供的 15 台氢气球罐以及气氢事业部提供的 8 套压缩机缓冲罐设备。公司已为中国华电、金风科技等行业知名企业的绿氢项目交付储氢及关联设备。
- **中游储、运、加环节：**国内大容积钢制无缝气瓶容器的开创者，拥有中国最大的大容积钢制无缝气瓶及储运设备生产基地，技术水平领先行业。业务落地方面，在高压氢气领域，公司 30MPa 缠绕气瓶管束式集装箱与 99MPa 站用储氢瓶组成功实现批量销售；在中压储运领域，2023 年成功中标内蒙古首个大型球罐储氢 EPC 项目；在液氢领域，公司成功下线 40 英尺液氢罐箱和国内首台商用液氢罐车，并实现国内首台商用液氢球罐的开工建设，进一步完善液氢装备布局。
- **下游应用环节：**车载储氢瓶方面，加速建设 IV 型车载瓶及供氢系统在石家庄的生产基地；向用于出口的氢能重卡与氢能智轨实现 IV 型车载瓶供氢系统的配套；完成 390L III 型气瓶的开发、批量生产及销售。加氢站方面，2023 年成功下线 90MPa/1000kg 液驱压缩机及 45MPa 隔膜压缩机，显著降低加氢站建造成本；交付多个固定式加氢站及撬装式加氢站。



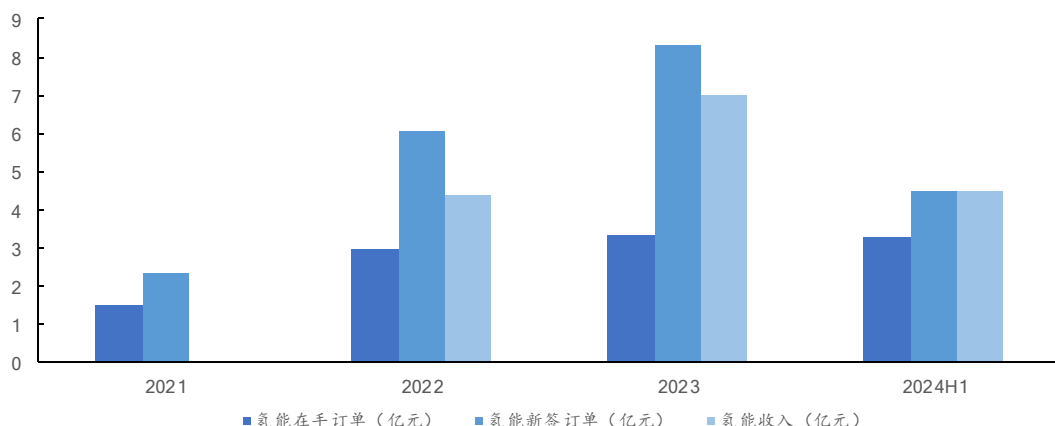
图表63：公司氢能发展在“储、运、加、用”罐方面不断突破



来源：公司官网、国金证券研究所

氢能行业高增叠加公司自身氢瓶龙头地位，公司氢能板块收入有望持续高增长。公司氢能订单自2021年以来呈现快速增长态势，2021年至2023年氢能在手订单从1.50亿元增至3.35亿元，新签订单则从2.32亿元快速攀升至8.31亿元。在全球能源转型背景下，氢能市场的需求有望进一步增长，预计未来氢能业务将成为接力LNG板块业绩增长的新兴驱动力。

图表64：氢能业务新签订单和在手订单逐年创新高



来源：公司官网、国金证券研究所

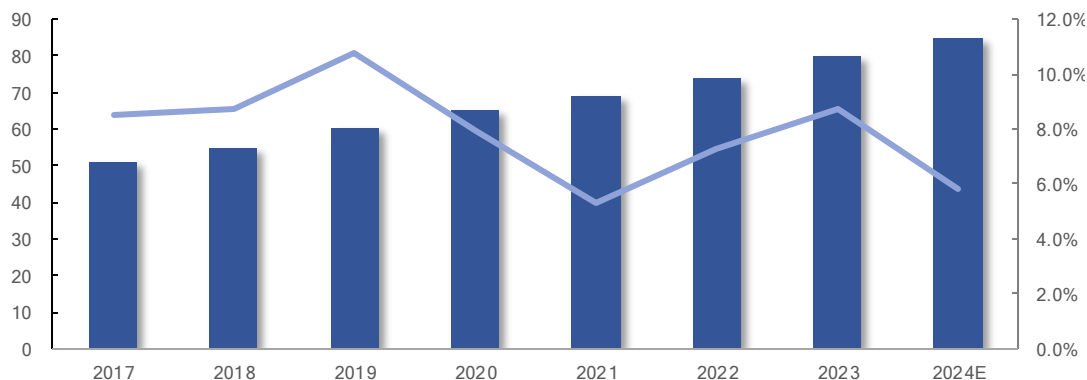
四、化工装备+液态食品：全球市场领先，稳健增长为业绩奠基

4.1 化工环境装备：罐式集装箱全球市占率第一，做好长版延伸发展

化工罐箱市场规模持续扩张，国内新能源和半导体等高速发展行业成为罐箱的增长驱动力。罐式集装箱作为一般化学品运输手段，和化学品市场景气度具有较高相关性。近年来罐式集装箱保有量稳定增长，2013-2023年全球罐式集装箱保有量年均复合增长率为8.2%，假设未来保有量增长率为10%左右，未来年均市场需求约8万台。国内新能源和半导体等高速发展行业正在成为罐箱的增长驱动力。芯片、LED电子、光纤基材、锂电池、核级钠等新材料及新能源领域的危化品的需求拉动下，高端特种罐箱产品在这些细分领域的需求增长较快。



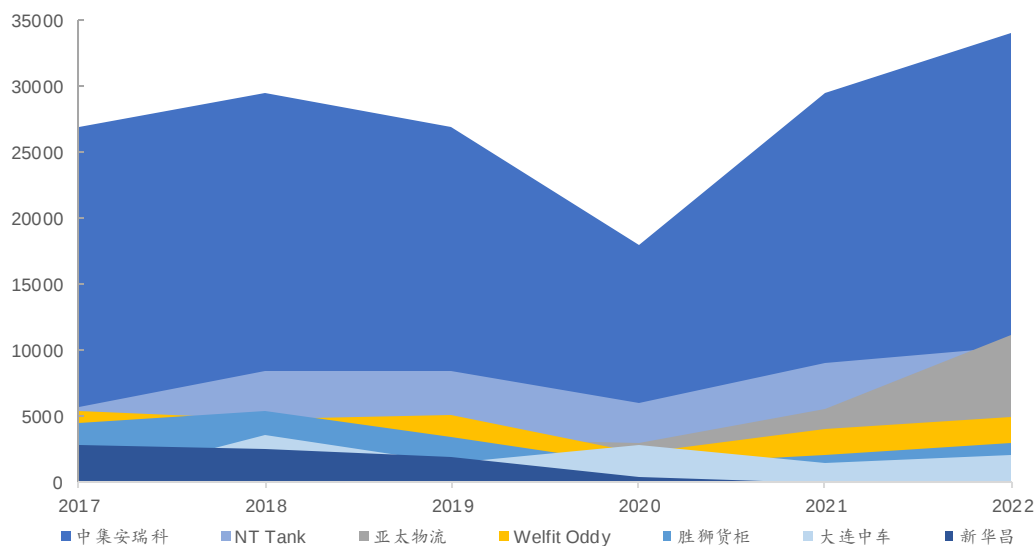
图表65：全球罐式集装箱保有量螺旋式增长（万台）



来源：ITCO、国金证券研究所

公司罐式集装箱全球市占率第一，格局稳定下收入和利润将逐步回升。公司化工环境板块的王牌产品罐式集装箱连续 18 年化工罐箱全球市占率第一，罐式集装箱全球市场份额超过 50%，接客户主要包括 EXSIF、Ermewa 集团、CS Leasing、Peacock Container、Trifleet、Seaco 等国外知名租箱公司及 Den Hartogh、Eagle Liner、Bertschi、Suttons International、中铁铁龙、密尔克卫等终端运营商，运输的化学品种类涉及全球几乎所有的精细化工和基础化工巨擘及活跃参与者，包括巴斯夫、拜耳、杜邦、中化等。此外子公司中集环科 2023 年在深交所上市，随着新品类拓展以及需求从周期底部上升，格局稳定下收入和利润将回升。

图表66：公司在罐式集装箱行业中全球市占率第一



来源：ITCO、国金证券研究所



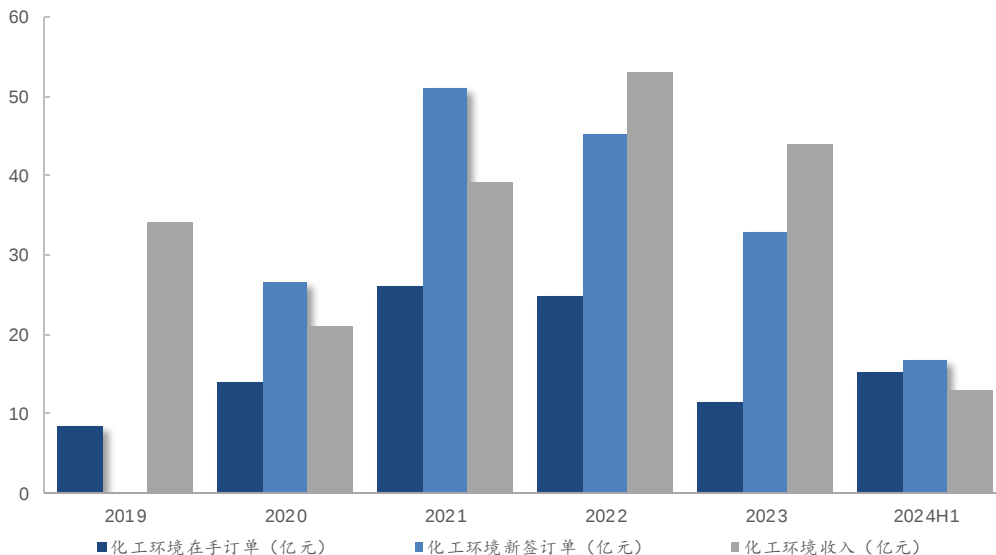
图表67：子公司中集环科在深交所分拆上市



来源：公司官网、国金证券研究所

保持强韧发展，拓展罐箱后市场服务网点。为顺应不同新兴行业发展，公司持续研发放量在半导体、锂电池、医疗核磁设备等行业的罐箱及产品，根据公司官网推介资料，每台罐箱日常维护成本约 5200 元/年，以 80.2 万台的全球罐箱保有量计算，罐箱后市场服务市场空间约 41.7 亿元，公司存在巨大提升潜力。同时，化工罐箱积极因素积累，客户提箱趋势向好、速度加快，公司工厂内新库存明显下降，已接近正常水平。从订单数据看，2024Q2 化工板块新签订单为 12.1 亿元，环比大幅增加 245.4%，同比增加 28.6%，标准罐箱新箱需求在逐步回归常态，2024H1 贡献了化工板块收入的 48%，下半年板块或延续反弹。同时，公司将继续夯实全球罐箱龙头地位，看好板块持续性改善。

图表68：化工环境板块订单改善



来源：公司官网、国金证券研究所

4.2 液态食品：板块稳步增长，啤酒烈酒工程全球领先，拓展多品类液态食品总包能力

公司拥有全球液态食品装备相关领域全球知名品牌，布局啤酒、烈酒及其他液态食品业务。公司液态食品业务板块的实施主体为中集醇科，主要分为啤酒业务和非啤酒业务，同时拓展医药、化学、乳品、果汁等领域，多元化发展。



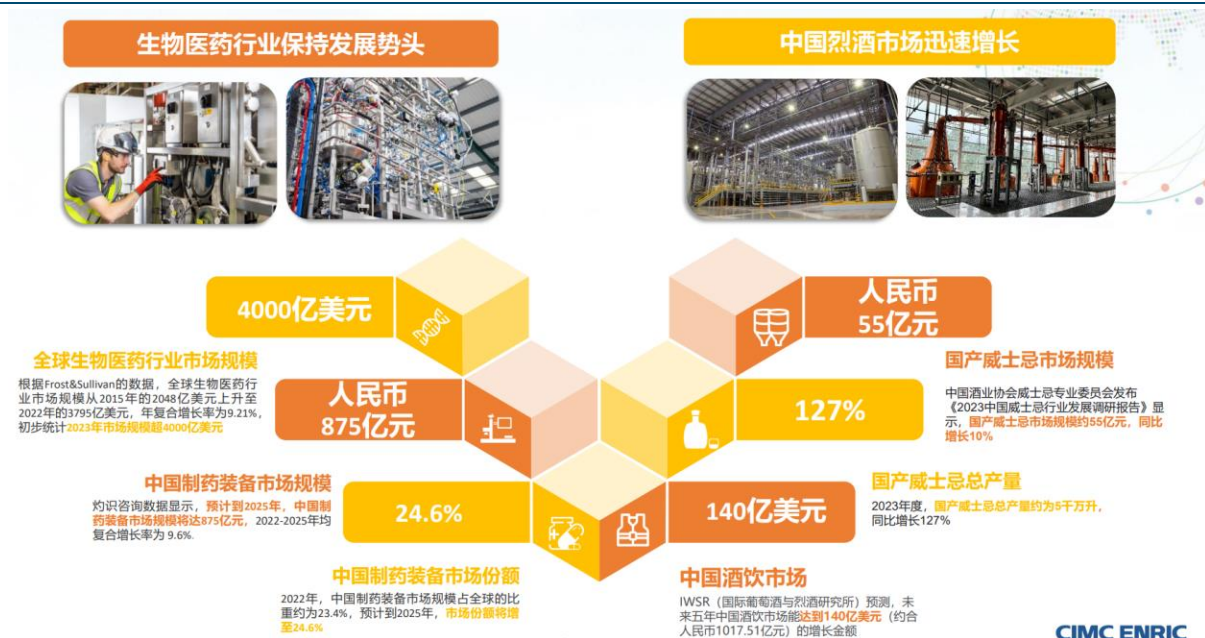
图表69：公司拥有液态食品装备相关领域全球知名品牌



来源：公司官网、国金证券研究所

- 啤酒烈酒交钥匙工程处于全球领先地位，包括 ZIEMANN HOLVRIEKA、DME 和 NSI 等品牌。ZIEMANN HOLVRIEKA 是全球啤酒厂交钥匙工程以及糖化车间技术的领先供应商，而 DME 是北美精酿啤酒工程设计和装备制造的领导者。
- 非啤酒业务涵盖果汁、汽泡酒、白酒、乳制品等液态食品领域的不锈钢储罐的工程、制造及销售业务，包含 BRIGGS 和 MC MILLAN 等品牌。BRIGGS 拥有 280 年历史，是苏格兰威士忌等酒类的蒸馏系统的工程设计及装备制造商；MC MILLAN 是苏格兰铜制蒸馏器的领先供应商。

图表70：生物医药和烈酒市场装备行业规模均达千亿



来源：公司官网、国金证券研究所



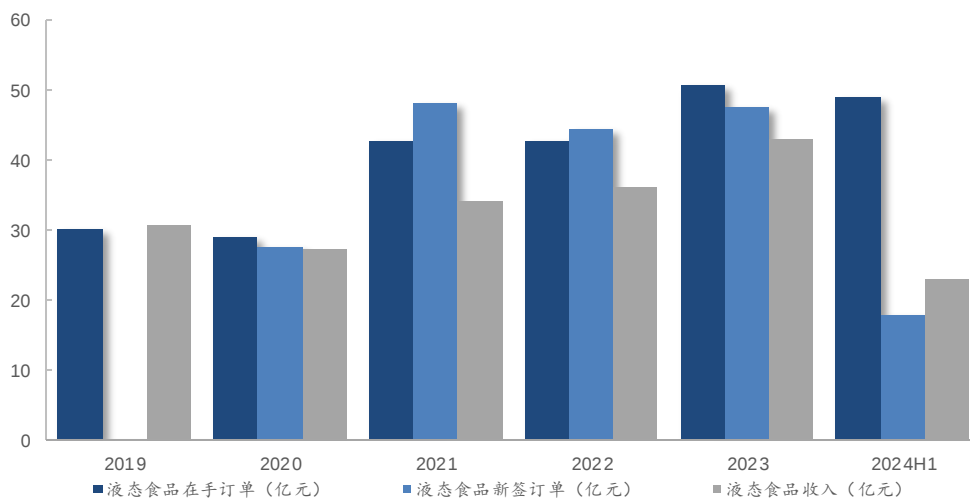
图表71：公司液态食品业务多元化齐发展



来源：公司官网、国金证券研究所

业绩稳健增长，在手订单充足。公司液态食品板块收入稳健增长，截至 2024H1，公司在手订单 49 亿元，同比微降 3.35%，整体在手订单充沛，为业绩持续增长提供坚实保障。公司成功收购原粮处理公司 Künzel Maschinenbau，持续完善液态食品产业链前端装备与整体解决方案能力；墨西哥、泰国等市场的啤酒交钥匙工程业务继续蓬勃发展；烈酒业务增强中国市场布局，此外也加强了固态发酵和生物制药等新业务领域的开拓。同时，推进分拆中集醇科，并筹划在 A 股北交所上市。

图表72：公司液态食品板块收入和订单稳健



来源：公司官网、国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 280/330/379 亿元，同比+18.6/17.6/15.0%，归母净利润 11.7/14.6/17.4 亿元，同比+5.1/24.5/19.6%，对应 EPS 为 0.58/0.72/0.86 元。

1. 清洁能源

营业收入：分为水上清洁能源、陆上清洁能源以及氢能，天然气储、运、用业务则是公司清洁能源板块短期的增长核心，其核心业务板块迈入了高景气周期。主要受到：1) 国内 LNG 需求和进口量增长，带动接收储罐+运输罐增长；2) 地缘政治冲突，欧洲大量天然气从管道转航运进口，带动船用天然气储罐+LNG 运输船需求；3) 车用 LNG 气瓶，主要受 LNG 气



价低迷，LNG 重卡经济性显现。氢能则是作为新兴业务板块，接力天然气增长后的未来增长核心业务。

- **水上清洁能源：**产品包括中小型液化气船（LEG/LPG/LNG）、船用燃料罐、海上油气处理模块、船舶“油改气”等，全球船舶动力绿色化发展背景下，公司的造船业务受益于清洁燃料替代运输、造船量价双升带动，并且船用燃料罐也将受益同步带动。公司当前在手订单高企，2024H1 板块订单达到 150.60 亿元，同比+136.9%，预计 24-26 年收入为 39/49/58 亿元，同比+75/25/18%。
- **陆上清洁能源：**产品包括 LNG 储罐和 LNG/CNG/LPG 运输车、LNG 燃料罐和工商业 LNG 燃料装置等，主要受到国内 LNG 需求和进口量增长，带动公司的储罐和运输罐需求量增长以及 LNG 气价低迷下的车用 LNG 气瓶需求量高增。公司当前在手订单稳健增长，2024H1 板块订单达到 75.4 亿元，同比+12.4%，预计 24-26 年收入为 150/168/183 亿元，同比+25/12/9%。
- **氢能业务：**产品包括氢气储罐、氢气管束车、加氢站核心装备、车载储氢瓶、碱性电解槽和焦炉气联产制氢项目等，中游“储运加”方面为发展重点，其中高压运输车和站用储氢瓶已为市场龙头。随着氢能行业的政策落地和商业模式的逐步成熟，公司卡位产业链关键环节将充分受益。当前新签订单持续增长，2024H1 板块订单达到 4.5 亿元，同比+29.3%，预计 24-26 年收入为 12/20/32 亿元，同比+70/65/65%。

毛利率：公司是清洁能源领域的储运装备龙头，随着天然气和氢能产业的高速发展，产能利用率将逐步提高，同时受益于动力船的量价双升带动，毛利率有望逐步提升，预计 24-26 年清洁能源板块的毛利率为 12.9/13.3/13.5%。

2. 化工环境

营业收入：产品包括标准罐箱、特种罐箱和后市场服务等，由于海外化工罐箱市场复苏缓慢，化工板块业绩承压。公司全球罐箱龙头地位夯实，连续 20 年保持全球市场份额第一，随着标准罐箱的新箱需求逐步恢复常态，以及后市场服务业务的逐步突破，罐箱需求或从 24 年起逐步筑底回暖，公司作为全球龙头将持续保持强韧发展。2024H1 板块在手订单为 15.2 亿元，环比改善，预计 24-26 年收入为 30/36/43 亿元，同比-33/+23/+18%。

毛利率：公司是全球罐箱龙头，行业地位稳固，随着化工罐箱行业的回暖以及在后市场服务的持续拓展，毛利率将企稳回升，预计 24-26 年化工环境板块的毛利率为 17.5/17.8/18.2%。

3. 液态食品

营业收入：产品包括酒类生产过程所需的核心装备，公司拥有全球多个国际知名品牌，主要分为啤酒业务和等非啤酒业务，同时拓展医药、化学、乳品、果汁等领域，多元化发展，并且下游需求相对稳定。公司在此板块收入稳健，2024H1 在手订单饱满，达到 49 亿元，随着在手项目的稳步推进，收入将实现较快增长，预计 24-26 年收入为 52/61/67 亿元，同比+21/16/11%。

毛利率：公司凭借全球品牌优势和横向拓展发展战略，毛利率将维持相对稳定，预计 24-26 年液态食品板块的毛利率为 20.7/21/21.2%。


图表73：公司营业收入拆分及预测

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	184.25	196.02	236.14	280.19	329.62	379.17
yoy	49.92%	6.39%	20.47%	18.65%	17.64%	15.03%
毛利率	14.69%	17.35%	15.71%	14.78%	15.13%	15.32%
——水上清洁能源收入（亿元）	-	12.82	22.36	39.13	48.91	57.72
——陆上清洁能源收入（亿元）	-	88.65	119.70	149.63	167.59	182.67
——氢能业务收入（亿元）	1.75	4.40	7.00	11.90	19.64	32.40
清洁能源总收入（亿元）	97.16	105.91	149.07	200.66	236.13	272.78
yoy	38.75%	9.01%	40.75%	34.61%	17.68%	15.52%
毛利率	12.30%	12.50%	12.80%	12.90%	13.30%	13.50%
化工环境	39.29	53.05	44.14	29.62	36.44	42.88
yoy	87.54%	35.01%	-16.79%	-32.90%	23.02%	17.66%
毛利率	14.40%	22.80%	21.00%	17.50%	17.80%	18.20%
液态食品	34.20	36.20	42.93	49.90	57.04	63.51
yoy	25.39%	5.82%	18.59%	16.26%	14.30%	11.34%
毛利率	24.90%	24.00%	20.70%	20.70%	21.00%	21.20%

来源：Wind、国金证券研究所

费用率预测：考虑到海内外天然气供需两旺，将持续带来清洁能源业务业绩强劲增长以及新建工厂的投产等，公司业务的规模效应将不断显现，我们预计公司的三项费率将稳中微降，预计 2024-2026 年公司销售费率为 1.85/1.84/1.83%、管理费率维持在 8.0%、研发费率维持在 2.8%。

5.2 投资建议

公司在清洁能源领域的储运装备行业领先地位稳固，天然气需求增长和氢能产业的快速发展带动相应产业链装备和工程需求高增，化工和食品业务稳健增长，多个板块新业务的拓展也为公司创造新兴增长极。另外，H 股整体处于低估状态，全球流动性改善下，公司作为优质标的将率先受益实现估值修复。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.7/14.6/17.4 亿元，同比+5.1/24.5/19.6%，现价对应 PE 10.9/8.7/7.3 倍，参考可比公司估值，给予公司 2024 年 15XPE，合理估值为 176 亿元，目标价 8.65 元/股，以汇率 0.92 转换后，对应合理价值为 9.41 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表74：可比公司估值比较

代码	名称	收盘价	EPS（元）					PE（倍）				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
300228	富瑞特装	7.39	-0.39	0.26	0.42	0.62	0.79	/	27.77	17.60	11.92	9.35
002353	杰瑞股份	33.68	2.19	2.40	2.62	3.08	3.53	12.77	11.73	12.86	10.95	9.55
0317.HK	中船防务	11.59	0.49	0.03	0.36	0.73	1.56	13.55	277.68	32.29	15.83	7.43
000723	美锦能源	5.12	0.51	0.07	-0.15	0.12	0.15	17.66	99.69	/	43.91	33.05
2039.HK	中集集团	5.40	0.60	0.08	0.49	0.68	0.86	8.86	58.00	10.96	7.88	6.31
	平均值		0.68	0.57	0.75	1.05	1.38	13.21	94.97	18.43	18.10	13.14
3899.HK	中集安瑞科	6.27	0.47	0.50	0.58	0.72	0.86	13.55	11.65	10.85	8.72	7.29

来源：Wind、国金证券研究所，数据日期为 2024/10/25；除富瑞特装采用最新研报预测数据外，其余标的盈利预测采用 Wind 一致预期。

六、风险提示

天然气需求不及预期：天然气的消费和进口需求影响对应储运装备需求，若碳减排政策加码，新能源等对天然气替代进程加速导致需求快速下行，则将对公司业绩产生较大影响。



油气价格大幅波动：天然气和石油在大多终端应用场景下是替代关系，油气价差走扩将导致天然气应用经济性减弱，则将减少天然气的需求，公司相应储运和应用场景装备的订单可能出现下滑。

氢能产业发展不及预期：氢能产业是公司未来清洁能源板块重要发力点，也是接力天然气需求高增发展后的成长点，若氢能产业政策和降本进度不及预期，公司可能在天然气需求高峰过后氢能产业尚未发展成规模前，业绩承受一定压力。

汇率波动风险：公司业务板块出口占比近半，部分产品以美元计价，2024H1 海外收入占比达 45.8%，其中化工环境和液态食品板块海外收入占比分别达到 78.3%和 90.3%，汇率波动将对公司业绩产生一定影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	18,425	19,602	23,626	28,019	32,962	37,917
增长率	49.9%	6.4%	20.5%	18.6%	17.6%	15.0%
主营业务成本	15,719	16,200	19,905	23,879	27,974	32,107
%销售收入	85.3%	82.6%	84.3%	85.2%	84.9%	84.7%
毛利	2,706	3,401	3,721	4,140	4,987	5,809
%销售收入	14.7%	17.4%	15.7%	14.8%	15.1%	15.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	370	351	467	518	606	694
%销售收入	2.0%	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
管理费用	1,428	1,824	1,960	2,242	2,637	3,014
%销售收入	7.8%	9.3%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	525	558	690	785	923	1,062
%销售收入	2.8%	2.8%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	1,170	1,447	1,412	1,544	1,921	2,292
%销售收入	6.4%	7.4%	6.0%	5.5%	5.8%	6.0%
财务费用	31	49	-45	2	1	-4
%销售收入	0.2%	0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	-3	6	26	45	50	55
%税前利润	-0.2%	0.5%	1.8%	2.9%	2.6%	2.4%
营业利润	818	1,111	1,230	1,299	1,648	1,991
营业利润率	4.4%	5.7%	5.2%	4.6%	5.0%	5.3%
营业外收支						
税前利润	1,140	1,398	1,457	1,542	1,920	2,296
利润率	6.2%	7.1%	6.2%	5.5%	5.8%	6.1%
所得税	231	313	294	316	394	471
所得税率	20.3%	22.4%	20.2%	20.5%	20.5%	20.5%
净利润	908	1,085	1,164	1,226	1,526	1,825
少数股东损益	25	30	50	55	69	82
归属于母公司的净利润	884	1,055	1,114	1,171	1,458	1,743
净利率	4.8%	5.4%	4.7%	4.2%	4.4%	4.6%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	884	1,055	1,114	1,171	1,458	1,743
少数股东损益	25	30	50	55	69	82
非现金支出	40	210	296	-48	-72	-92
非经营收益						
营运资金变动	-822	932	-17	-102	-288	-391
经营活动现金净流	435	2,561	1,780	1,421	1,518	1,710
资本开支	-760	-459	-847	-700	-640	-570
投资	183	-65	-738	-150	-48	-8
其他	19	40	-496	120	153	181
投资活动现金净流	-558	-484	-2,081	-730	-535	-397
股权募资	142	43	32	0	0	0
债权募资	937	-62	514	500	145	135
其他	-325	-58	1,434	-557	-592	-587
筹资活动现金净流	754	-77	1,980	-57	-447	-452
现金净流量	612	2,050	1,775	734	636	962

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,173	5,223	6,998	7,732	8,368	9,330
应收款项	4,356	5,272	5,884	6,981	8,167	9,374
存货	4,312	4,636	4,777	5,306	5,906	6,600
其他流动资产	1,741	1,524	3,456	4,254	5,069	5,901
流动资产	13,583	16,655	21,115	24,274	27,510	31,204
%总资产	71.4%	75.0%	76.5%	77.8%	79.3%	81.0%
长期投资	210	220	624	659	679	689
固定资产	3,996	4,066	4,444	4,644	4,784	4,854
%总资产	21.0%	18.3%	16.1%	14.9%	13.8%	12.6%
无形资产	492	533	652	752	832	882
非流动资产	5,441	5,559	6,472	6,941	7,191	7,306
%总资产	28.6%	25.0%	23.5%	22.2%	20.7%	19.0%
资产总计	19,025	22,214	27,587	31,214	34,700	38,510
短期借款	413	503	2,242	2,742	2,887	3,022
应付款项	3,303	3,492	4,441	5,326	6,217	7,135
其他流动负债	4,796	6,540	7,334	8,777	10,211	11,652
流动负债	8,511	10,536	14,017	16,845	19,314	21,808
长期贷款	1,379	1,466	385	385	385	385
其他长期负债	635	686	811	700	550	400
负债	10,525	12,687	15,214	17,930	20,249	22,594
普通股股东权益	8,243	9,142	11,232	12,088	13,186	14,569
其中：股本	19	19	19	19	19	19
未分配利润	8,610	9,591	11,680	12,436	13,434	14,717
少数股东权益	256	386	1,141	1,197	1,265	1,347
负债股东权益合计	19,025	22,214	27,587	31,214	34,700	38,510

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.45	0.53	0.55	0.58	0.72	0.86
每股净资产	4.07	4.51	5.54	5.96	6.50	7.18
每股经营现金净流	0.21	1.26	0.88	0.70	0.75	0.84
每股股利	0.19	0.22	0.28	0.28	0.28	0.28
回报率						
净资产收益率	10.72%	11.54%	9.92%	9.68%	11.05%	11.96%
总资产收益率	4.64%	4.75%	4.04%	3.75%	4.20%	4.53%
投入资本收益率	9.06%	9.77%	7.52%	7.48%	8.62%	9.43%
增长率						
主营业务收入增长率	49.92%	6.39%	20.53%	18.59%	17.64%	15.03%
EBIT 增长率	48.82%	23.69%	-2.46%	9.32%	24.45%	19.33%
净利润增长率	52.36%	19.41%	5.58%	5.09%	24.50%	19.60%
总资产增长率	18.35%	16.77%	24.19%	13.15%	11.17%	10.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.2	59.0	54.3	51.3	51.1	51.3
存货周转天数	94.3	99.4	85.1	76.0	72.1	70.1
应付账款周转天数	66.0	75.5	71.7	73.6	74.3	74.9
固定资产周转天数	72.6	74.0	64.8	58.4	51.5	45.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.41%	-27.38%	-29.06%	-29.78%	-31.87%	-35.09%
EBIT 利息保障倍数	20.1	19.7	16.4	10.9	14.5	18.1
资产负债率	55.32%	57.11%	55.15%	57.44%	58.36%	58.67%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究