



清洁能源需求旺盛，造船利润加速释放

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 全球绿色减排的要求提高，天然气需求旺盛。根据壳牌报告数据，全球平均每年新增约 600 亿立方米的需求。预计到 2040 年，全球 LNG 需求将增长 50% 以上达到每年 6.25-6.85 亿吨左右；2) 公司水上清洁能源受益于航运业环保追求，2024 年上半年水上清洁能源新签订单人民币 68.6 亿元，同比大幅增长 128%；3) 收入和利润逐步增长，分红提高回报股东，2019 年将分红比例提高至 40.4%，2023 年进一步提高，分红比例为 50%，每股派息达 0.3 港元(0.27 元)。
- 全球为应对气候变化提出多项措施，天然气减排效果显著，下游应用需求增加。** 天然气相较于传统燃料而言，燃烧过程中几乎不产生二氧化硫，产生的氮氧化物相对较少，二氧化碳约比煤炭少一半、比石油少 30% 左右。据壳牌报告数据，全球平均每年新增约 600 亿立方米的需求。壳牌在《2024 年液化天然气》中展望，在中国工业需求以及南亚和东南亚经济发展的推动下，预计到 2040 年，全球 LNG 需求将增长 50% 以上达到每年 6.25-6.85 亿吨左右。
- 水上清洁能源业务受益于航运业的环保追求。** 从 BRS 统计的数据来看，2023 年船舶在手订单中（不包含 LNG 船）双燃料订单以及双燃料预备订单占比为 30.5%，具体来看以 LNG 作为燃料的船舶占比 15.1%，LNG 船舶未来交付将需要相应的加注船以及船舶燃料罐。公司水上清洁能源业务将受益于航运业绿色发展趋势。2024 年上半年公司水上清洁能源新签订单人民币 68.6 亿元，同比大幅增长 128%。
- 收入和利润逐步增长。** 归母净利润从 2020 年 5.8 亿元增长至 2023 年 11.1 亿元，2024 年上半年实现归母净利润 4.9 亿元。公司分红比例逐步提高，2019 年将分红比例提高至 40.4%，2023 年进一步提高，分红比例为 50%，每股派息达 0.3 港元(0.27 元)。
- 盈利预测与评级。** 我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.54/0.64/0.76 元，认为公司水上清洁能源受益于造船利润加速释放，陆上清洁能源保持稳定增长，氢能后续发展空间较大；化工环境分部，随着经济逐步复苏触底回升；液态食品分部稳定，整体来看公司具有一定成长性，我们给予公司 2025 年 12 倍 PE，对应目标价为 8.33 港元 (0.9222 人民币=1 港币)，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 汇率风险、原材料价格波动风险、宏观经济环境风险等。

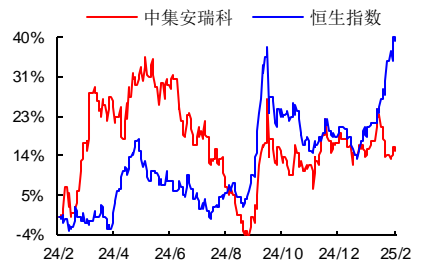
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23626.28	26445.84	30653.34	34878.05
增长率	20.53%	11.93%	15.91%	13.78%
归属母公司净利润(百万元)	1113.97	1091.79	1303.51	1541.18
增长率	5.58%	-1.99%	19.39%	18.23%
每股收益 EPS (元)	0.55	0.54	0.64	0.76
净资产收益率	9.92%	9.16%	10.23%	11.24%
PE	11.56	11.80	9.88	8.36

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn
联系人: 杨蕊
电话: 021-58351985
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	5.75-8.33
3 个月平均成交量(百万)	2.48
流通股数(亿)	20.28
市值(亿)	139.55

相关研究

目 录

1 中集安瑞科：科技型低碳智慧新能源解决方案综合服务商.....	1
2 绿色减排的要求提高，清洁能源应用范围变广.....	3
3 收入和利润逐步增长，分红提高回报股东.....	10
4 盈利预测及估值.....	13
5 风险提示.....	15

图 目 录

图 1: 公司主要业务.....	1
图 2: 2022&2023 年公司各分部业务营收占比.....	1
图 3: 2022&2023 年公司各地区营收占比.....	2
图 4: 公司发展历程.....	2
图 5: 公司股权结构 (2025.01.07)	3
图 6: 全球应对气候变化措施.....	4
图 7: 2023 年各地区按能源种类划分的一次能源需求量 (艾焦)	5
图 8: 各地区 LNG 需求达峰年限预测.....	6
图 9: 中国天然气消费量.....	6
图 10: 中国天然气产量.....	6
图 11: 中国天然气进口量.....	7
图 12: 中国 LNG 消费量预测.....	7
图 13: 公司清洁能源业务一览.....	7
图 14: 欧洲天然气价格 (美元/百万英热单位)	9
图 15: 中国 LNG 以及天然气价格.....	9
图 16: 公司清洁能源分部在手订单 (亿元)	9
图 17: 公司营业收入情况.....	10
图 18: 公司毛利情况.....	10
图 19: 公司分业务毛利率情况.....	11
图 20: 公司清洁能源分部收入情况.....	11
图 21: 公司化工环境分部收入情况.....	11
图 22: 公司液态食品分部收入情况.....	11
图 23: 公司期间费用率情况.....	12
图 24: 公司净利润情况.....	12
图 25: 公司资产负债率情况 (%)	12
图 26: 公司资产周转率情况.....	12
图 27: 公司净资产收益率(ROE)(%)	12
图 28: 公司分红情况.....	13

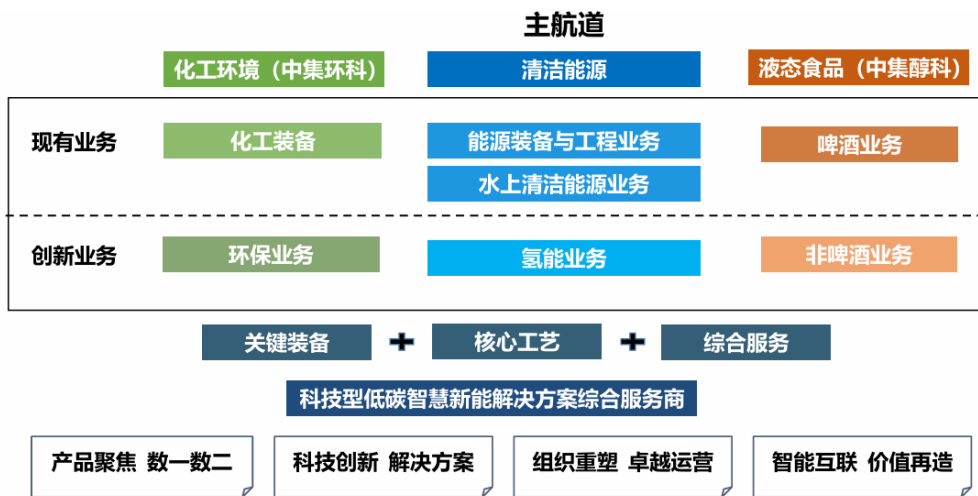
表 目 录

表 1: 环保能源相关政策.....	4
表 2: 2023 年双燃料以及双燃料预备在手订单情况 (除 LNG 船)	8
表 3: 公司清洁能源分部 2023 以及 2024H1 新签订单 (亿元)	9
表 4: 公司分业务收入.....	14
表 5: 可比公司估值.....	14
附: 财务报表.....	16

1 中集安瑞科:科技型低碳智慧新能源解决方案综合服务商

公司深耕能源行业二十年，产品矩阵丰富。中集安瑞科是中集集团的重要成员之一，在能源、化工、食品装备行业中，为客户提供运输、储存、加工的关键装备、工程服务及系统解决方案。公司在清洁能源装备领域实现了全产业链布局，覆盖了天然气为主的水陆清洁能源上中下游产业链，包括生产加工、运输存储和终端应用等环节，在氢能储运设备制造方面，公司同样居于行业前列；公司化工环境分部生产制造的罐式集装箱全球市场份额蝉联第一；液态食品分部活跃于全球范围内的多种交钥匙项目，包括啤酒、蒸馏酒等。

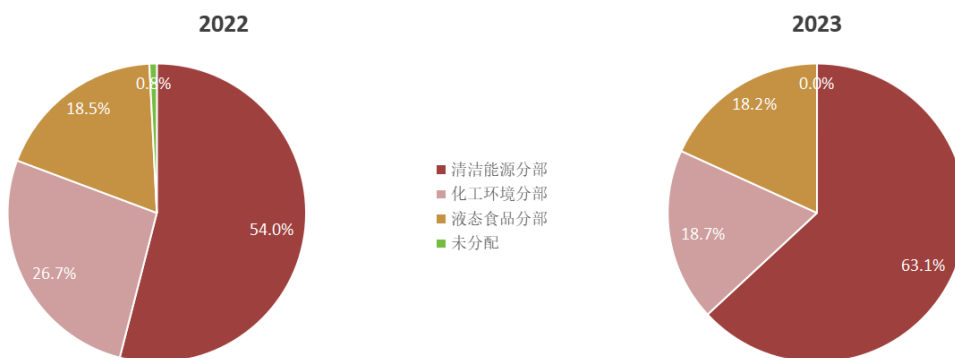
图 1：公司主要业务



数据来源：公司官网，西南证券整理

具体来看公司业务，清洁能源是公司核心业务，占比进一步提升。公司业务按照不同的行业分部，大体可以分为清洁能源分部、化工环境分部、液态食品分部。2023 年公司实现收入 236.3 亿元，其中清洁能源分部实现收入 149.1 亿元，占比 63.1%，较 2022 年上涨 9.1pp；化工环境分部实现收入 44.1 亿元，占比 18.7%，较 2022 年下降 8pp；液态食品分部实现收入 42.9 亿元占比 18.2%，较 2022 年下降 0.3pp。

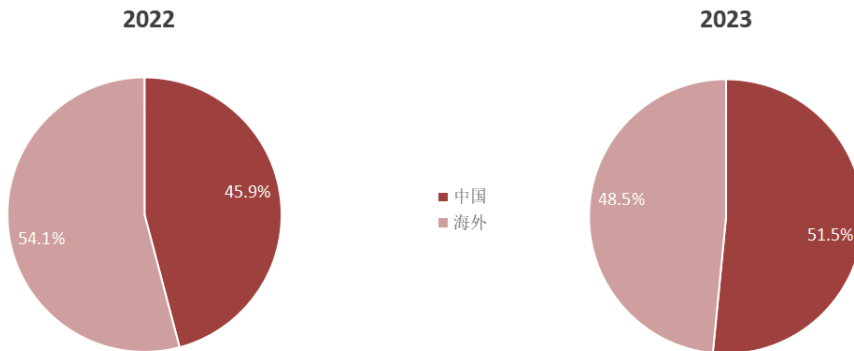
图 2：2022&2023 年公司各分部业务营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

全球业务布局，海内外齐发力。中集安瑞科业务遍布中国、德国、荷兰、丹麦及比利时等国家 20 多个制造基地和国际领先的研发中心，形成了中欧互动、分布合理、互为支持的产业格局。其营销网络遍布欧洲、南美、北美、中亚、东南亚及中国、泰国、尼日利亚、巴基斯坦、乌兹别克斯坦等一百多个地区和国家。2023 年中国大陆地区实现营收 121.8 亿元，占比 51.5%，较 2022 年上涨 5.7pp；海外地区实现营收 114.5 亿元，占比 48.5%。

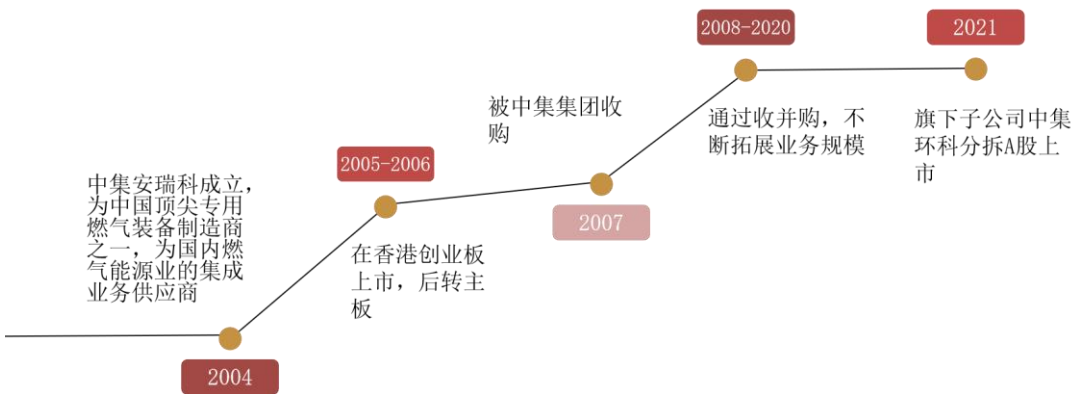
图 3：2022&2023 年公司各地区营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

通过并购与研发，不断提升竞争力。中集安瑞科成立于 2004 年，成立之初为中国顶尖专用燃气装备制造制造商之一，并于 2005 年在香港创业板上市，2006 年转主板；2007 年，公司被中集集团收购，2008 年收购荆门宏图特种飞行器制造 80% 股权，进入 CNG、LNG、LPG 储运装备领域；2009 年注入 Holvrieka 啤酒发酵罐业务，液态食品板块业务初具规模；2013 年，公司自主研发中国首台 LNG 铁路运输箱，填补国内空白；后续通过收并购，进一步扩大相关业务规模；2021 年分拆旗下子公司中集环科到 A 股上市，2023 年完成上市。经过多年发展，中集安瑞科已经成为业内具有领先地位的集成业务服务商与关键设备制造商：ISO 液体罐箱产销量、高压运输车产销量居世界前列；低温运输车及低温储罐市场占有率国内领先，LNG 接收站大型储罐、LNG 加气站模块化产品及 CNG 加气站在国内市场占有率均排名前三。

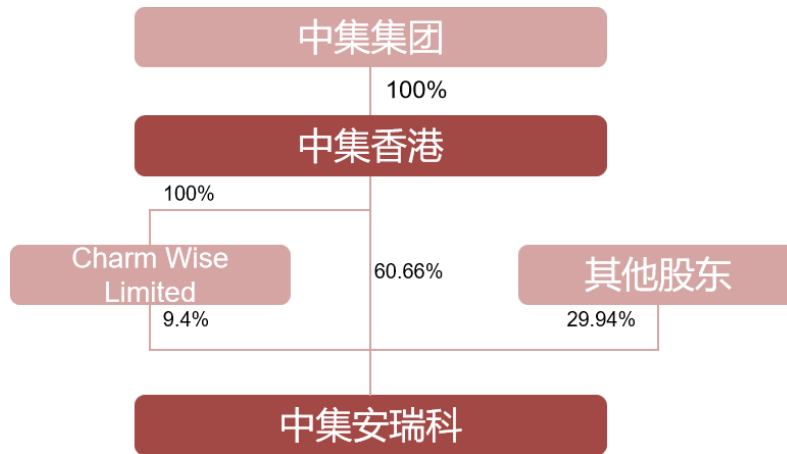
图 4：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

中集集团为公司间接控股股东，增持公司股份彰显集团对公司发展充满信心。截止到2024H1，中集香港（中集集团的子公司）直接持有以及通过全资附属公司 Charm Wise Limited 持有中集安瑞科的股权合计 67.6%，其中中集香港直接持有公司 58.2%的股权，Charm Wise Limited 持有 9.4%的股权。2024 年 10 月以来，控股股东从公开市场继续购买公司股份，截止到 2025 年 1 月 7 日，中集集团通过中集香港以及全资附属公司合计持有公司 14.2 亿股，占已发行股份总数的 70.1%。

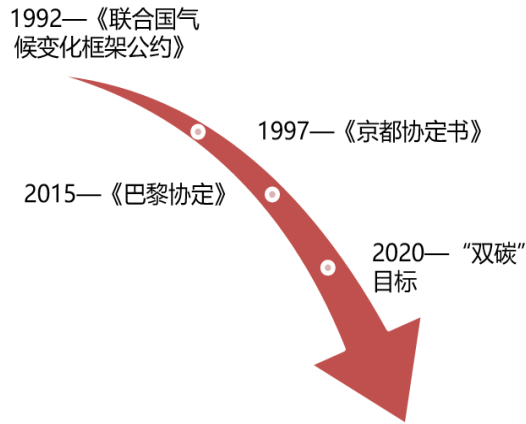
图 5：公司股权结构（2025.01.07）



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 绿色减排的要求提高，清洁能源应用范围变广

认识并重视气候变化问题，全球为应对气候变化提出多项措施。国际上，1992 年通过的《联合国气候变化框架公约》（UNFCCC）旨在将大气温室气体的浓度稳定在防止气候系统受到危险的人为干扰的水平上，确立国际合作应对气候变化的基本原则。为加强《公约》实施，1997 年通过的《京都议定书》进一步为主要工业化发达国家规定了二氧化碳等温室气体的量化减排责任和时间表。2015 年通过的《巴黎协定》对 2020 年后应对气候变化国际机制作出安排，标志着全球应对气候变化进入新阶段。截至 2023 年底，全球已有超 150 个国家提出碳中和目标。欧美等主要经济体均明确提出加强财政投入以促进低碳产业发展，推动工业绿色转型。

图 6：全球应对气候变化措施


数据来源：中国外交部，西南证券整理

国内，2020 年习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话：中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。在“双碳”目标指引下，国家发改委、国家能源局等部委出台了《关于加快建立产品碳足迹管理体系的意见》、《天然气利用政策（征求意见稿）》等支持政策。2024 年年初，《碳排放权交易管理暂行条例（草案）》审议通过，意味着促进减排降碳、绿色发展的市场化方式取得突破进展。

表 1：环保能源相关政策

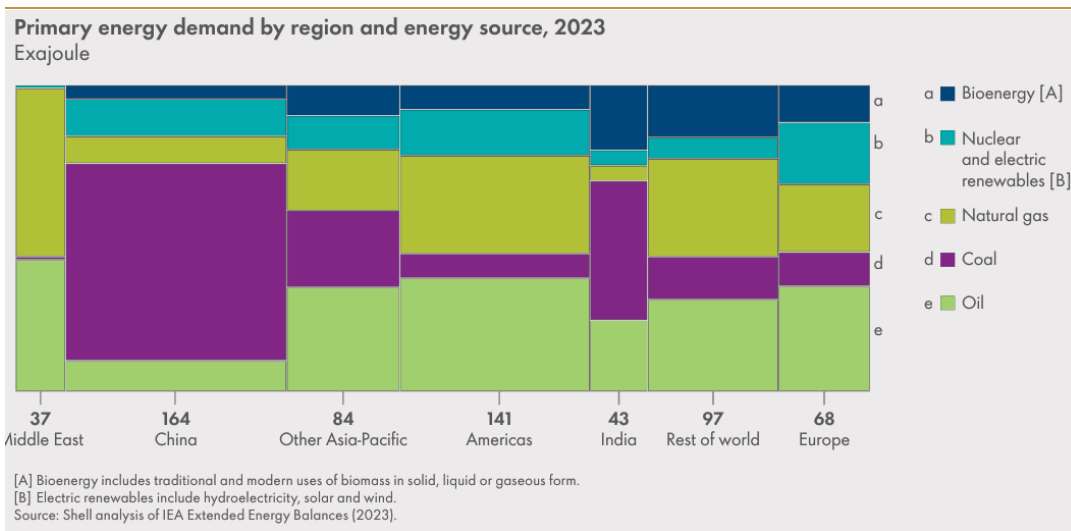
时间	机构	文件	重点内容
2020 年 4 月	能源局	《关于中华人民共和国能源法（征求意见稿）》	采取措施积极合理发展天然气，优化天然气利用结构，提高天然气在一次能源消费中的比重；电网、石油天然气管网等能源输送管网设施应当完善公平接入机制，依法向符合条件的能源生产、销售企业等市场主体公平、无歧视开放。首次在法律层面将氢气确定为能源，氢能的能源地位在顶层设计中得到固化，成为优化能源消费结构，保障能源供应安全的战略选择
2020 年 4 月	发改委、财政部等五部门	《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》	加强统筹规划布局，制定发布全国年度储气设施建设重大工程项目清单，各省（区、市）编制发布省级储气设施建设专项规划，提出本地区储气设施建设项目清单。城镇燃气企业储气任务纳入省级专项规划，集中建设供应城市的储气设施
2020 年 12 月	国务院	《新时代的中国能源发展》白皮书	中国坚定不移推进能源革命，能源生产和消费结构不断优化，能源利用效率显著提高，生产生活用能条件明显改善，能源安全保障能力持续增强。加速发展绿氢制取、储运和应用等氢能产业链技术装备，促进氢能燃料电池技术链、氢燃料电池汽车产业链发展
2021 年 2 月	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	要使发展建立在高效利用资源、严格保护生态环境、有效控制温室气体排放的基础上，统筹推进高质量发展和高水平保护，确保实现碳达峰、碳中和目标，推动我国绿色发展迈上新台阶
2022 年 2 月	国家发展改革委、国家能源局	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	推行电动、氢能、先进生物液体燃料、天然气等清洁能源交通工具，完善充换电、加氢、加气（LNG）站点布局及服务设施，降低交通运输领域清洁能源使用成本

时间	机构	文件	重点内容
2022年3月	国家发展改革委、国家能源局	《「十四五」现代能源体系规划》	鼓励重卡等领域使用 LNG 等清洁能源替代, 加强交通运输行业清洁能源供应保障
2023年4月	国家能源局	《2023年能源工作指导意见》	强调天然气较快上产, 加快建设重要天然气产能项目。加快油气勘探开发与新能源融合发展, 促进油气上游智能化、绿色化发展
2023年11月	国家发展改革委等五部门	《关于加快建立产品碳足迹管理体系的意见》	提升我国重点产品碳足迹管理水平, 提出到 2025 年、2030 年分别出台 50 个和 200 个左右重点产品碳足迹核算规则 and 标准等目标

数据来源: 公司公告, 各政府网站, 西南证券整理

天然气减排效果显著, 下游应用需求增加。天然气相较于传统燃料而言, 燃烧过程中几乎不产生二氧化硫, 产生的氮氧化物相对较少, 二氧化碳比石油少 20%-30%。环保追求下, 天然气需求也呈现稳步增长态势, 根据壳牌报告数据, 平均每年新增约 600 亿立方米的需求。液化天然气 (LNG) 的需求增长速度要快得多, 从 1983 年的约 3000 万吨/年增长到 2023 年的超过 4 亿吨/年。如今, 液化天然气在全球天然气市场中约占 13%, 预计到 2040 年这一比例将超过 20%。

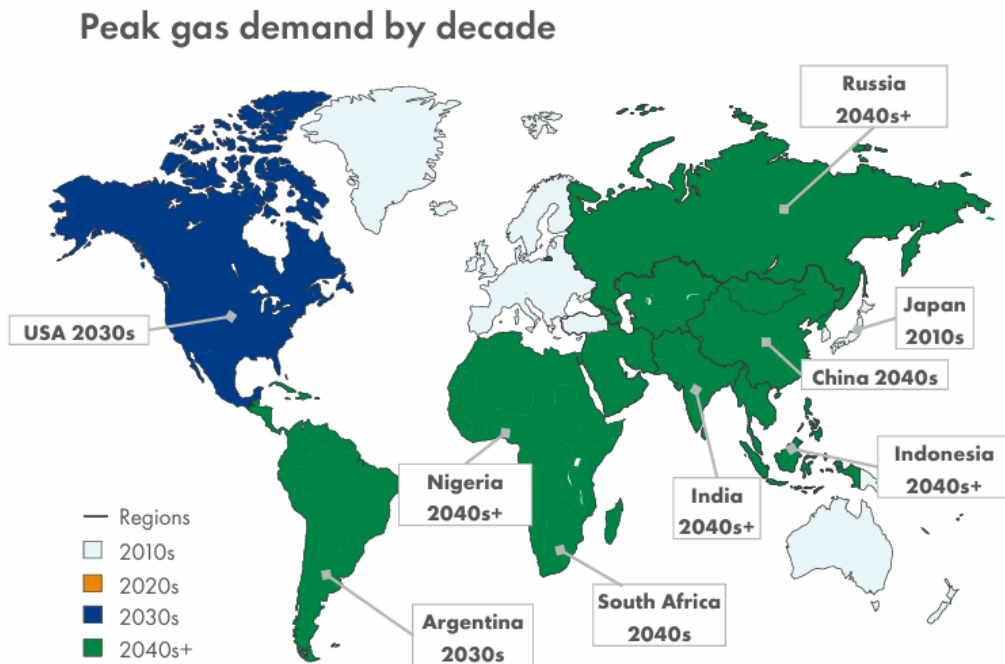
图 7: 2023 年各地区按能源种类划分的一次能源需求量 (艾焦)



数据来源: shell, 西南证券整理

天然气作为过渡能源, 中期来看需求仍然比较旺盛。壳牌在《2024 年液化天然气》中展望, 尽管在部分地区 LNG 需求已经达峰, 但在中国工业需求以及南亚和东南亚经济发展的推动下, 全球 LNG 需求将在 2040 年后继续增长, 预计到 2040 年, 全球 LNG 需求将增长 50% 以上达到每年 6.25-6.85 亿吨左右。

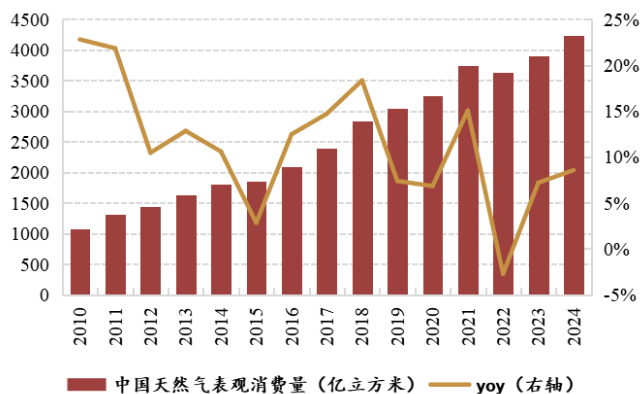
图 8：各地区 LNG 需求达峰年限预测



数据来源: shell, 西南证券整理

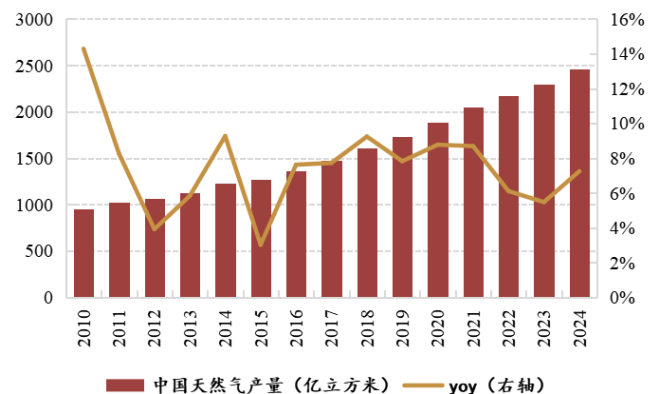
国内天然气消费复苏。据国家发改委数据，2024 年全国天然气表观消费量 4234 亿立方米，同比增长 8.6%。据统计局数据显示，我国 2024 年天然气产量为 2463.7 亿立方米，同比增长 7.3%，天然气进口量亦实现同比增长，2024 年进口 1831.1 亿立方米，同比增长 9.8%，其中 LNG 进口量 7665 万吨，同比增长 7.5%。根据来佰特报告预测，2023 年-2028 年，中国 LNG 消费将保持持续增长，2028 年合计消费 LNG 4831 万吨，较 2023 年增长 38.8%。

图 9：中国天然气消费量



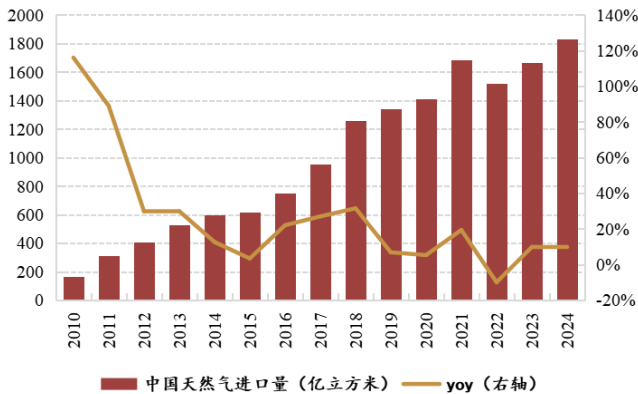
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10：中国天然气产量



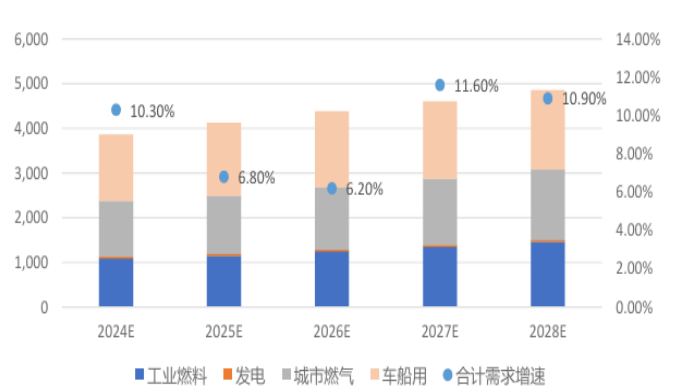
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 中国天然气进口量



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 12: 中国 LNG 消费量预测



数据来源: 来佰特, 公司官网, 西南证券整理

天然气作为中期减排的替代燃料发展迅速, 考虑长远氢气等燃料具有更大发展空间。随着上游绿氢项目落地, 下游应用场景丰富, 氢储运需求空间巨大, 国内氢能支持政策加速落地, 《2024 年政府工作报告》中提出, 要加快前沿新兴氢能等新增长引擎。我们认为政策从各个方面加速了绿氢相关的项目落地, 氢能产业有望实现快速发展。

公司作为中国领先的围绕天然气和氢能实现全产业链布局的关键装备制造和工程服务商、也是领先的氢能关键设备和解决方案提供商。公司清洁能源业务主要是基于全球技术平台, 整合资源, 为全球用户提供储、运及加工产业上的各种标准化或量身定制的装备。按照具体的服务板块可以分为水上清洁能源、陆上清洁能源以及氢能。从产业链来看, 可以分为上游制造部分、中有储备和运输、以及下游加注及运用。

图 13: 公司清洁能源业务一览



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

水上清洁能源业务受益于航运业的环保追求。当前航运业的环保政策趋严，采用替代燃料作为较多船东的选择，从 BRS 统计的数据来看，新船中配备双燃料推进装置的数量快速增加，其中 LNG 作为首选替代燃料，相关的船舶订单占比较高，2023 年船舶在手订单中（不包含 LNG 船）双燃料订单以及双燃料预备订单占比为 30.5%，具体来看以 LNG 作为燃料的船舶占比 15.1%，LNG 船舶未来交付将需要相应的加注船以及船舶燃料罐。

公司拥有种类齐全的 IMO C 型罐产品自主设计和制造能力，可独立完成液化气船和液货舱的设计建造。在中小型气体运输船、LNG 加注船、大型乙烷运输船、IMO C 型液货舱及 LNG 燃料罐、海洋油气模块领域拥有杰出的设计、制造能力，是世界中小型液化气船细分市场的领导者，产品链覆盖能装载 LPG、乙烷、LEG、LNG、液氨等各种液化气的全压式和半冷半压式系列运输船、LNG 加注船，全球市场占有率名列前茅，公司水上清洁能源业务将受益于航运业绿色发展趋势。

表 2：2023 年双燃料以及双燃料预备在手订单情况（除 LNG 船）

双燃料	现有船舶	在手订单	合计
LNG	590	601	1191
LPG	107	110	217
甲醇	34	360	394
乙烷	23	17	40
电池	60	121	181
风力辅助	29	11	40
氢	1	10	11
氨	33	162	195
双燃料合计	812	1216	2028
船舶合计	42077	3986	46063
双燃料船舶占比	1.9%	30.5%	4.4%

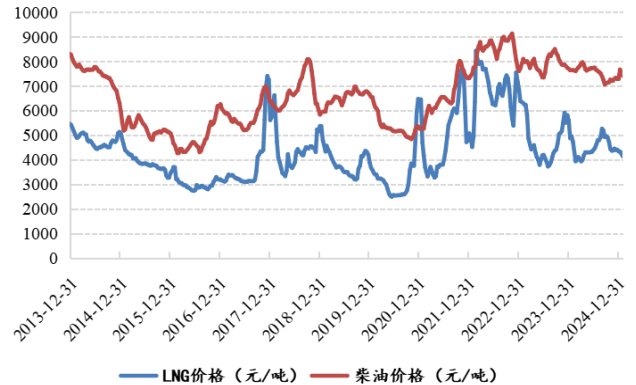
数据来源：BRS，西南证券整理

LNG 价格重回轨道，经济型凸显，陆上业务稳定发展。俄乌冲突等地缘政治对国际能源市场影响的边际效应减弱，欧洲天然气价格基本已经回到俄乌冲突爆发之前的水平。国家统计局数据显示，除了冬季供暖季，国内 LNG 市场价基本在人民币 4000 元/吨浮动，2024 年国内 LNG 市场均价约为人民币 4534.5 元/吨，较 2023 年的 LNG 市场均价人民币 4819.3 元/吨下降 5.9%，相较 LNG 价格高峰 2022 年均价 6775.7 元/吨下降 33.1%。而柴油价格维持高位，油气价差扩大，截止 2025 年 2 月 10 日，LNG、柴油价格比从 2022 年高点的 1.07 回落至 0.56，天然气更具经济性优势，终端应用需求增加。

2024 年上半年期内国内天然气重卡市场累计销售 11 万辆，同比增长 104%，创下历史同期新高，带动 LNG 车用瓶市场强劲增长。公司在天然气全产业链各细分领域，市场份额名列前茅，广受客户认可。其中，LNG、LPG、CNG 和工业气体相应的储运类产品产销量全国领先。此外通过加强了陆上清洁能源海外营销网络的建设，加速拓展海外市场。随着终端应用需求增加，公司陆上清洁能源业务将保持稳健增长。

图 14: 欧洲天然气价格 (美元/百万英热单位)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 15: 中国 LNG 以及天然气价格


数据来源: wind, 西南证券整理

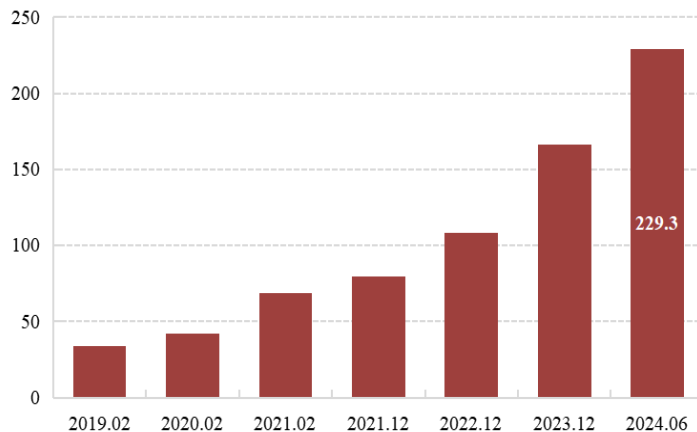
公司积极拓展新能源领域开发项目, 在氢能装备领域取得进展。2024 年公司与鞍钢股份首个焦炉气制氢联产 LNG 项目正式投产, 为焦炉气的高附加值利用提供了「端到端」的绿色解决方案, 助力钢铁行业节能减碳。

整体来看, 公司清洁能源新签订单大幅增长。2024 年上半年公司总体新签订单为 164 亿元, 同比增长 29.5%, 其中清洁能源新签订单为 129.2 亿元, 大幅增长 63.3%, 具体来看水上清洁能源新签订单人民币 68.6 亿元, 同比大幅增长 128%; 陆上清洁能源海外业务新签订单 56.1 亿元, 同比增长 23.1%。我们认为随着后续清洁能源的进一步发展, 公司在相关业务上凭借过硬的制造实力能够获取更多的订单, 同时通过进一步提高交付效率利润释放有望加快。

表 3: 公司清洁能源分部 2023 以及 2024H1 新签订单 (亿元)

	2023	2024H1	2024H1 同比
陆上清洁能源	102.6	56.1	23.1%
水上清洁能源	74.8	68.6	128.0%
氢能	8.3	4.5	29.3%
清洁能源合计	185.7	129.2	63.3%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

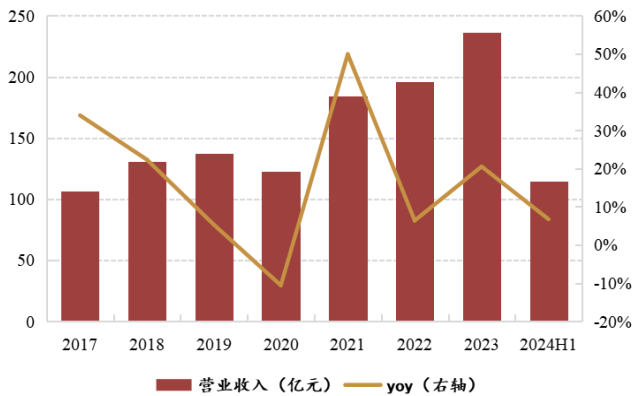
图 16: 公司清洁能源分部在手订单 (亿元)


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3 收入和利润逐步增长，分红提高回报股东

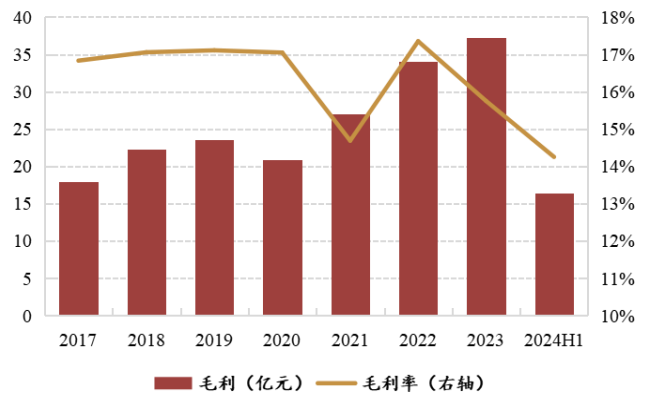
收入和利润逐步增长。主要得益于国内天然气消费复苏及经济复苏等因素，2020-2023年公司业绩增长稳健，营业收入从122.9亿元增长至236.3亿元，CAGR达24.3%，2024年上半年营收进一步增长6.7%为114.8亿元，对应毛利来看，2023年实现毛利增长9.4%至37.2亿元，毛利率为15.7%，2024年上半年实现毛利16.4亿元，毛利率为14.3%。

图 17：公司营业收入情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

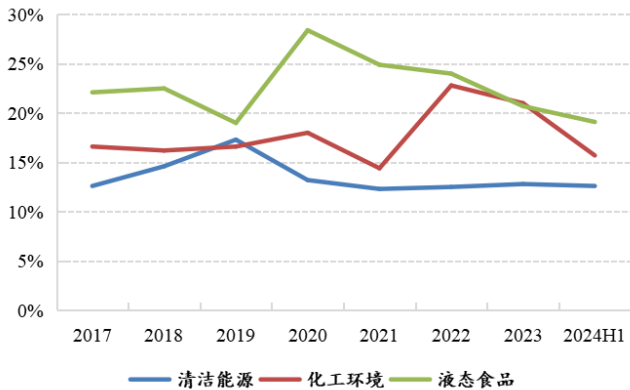
图 18：公司毛利情况



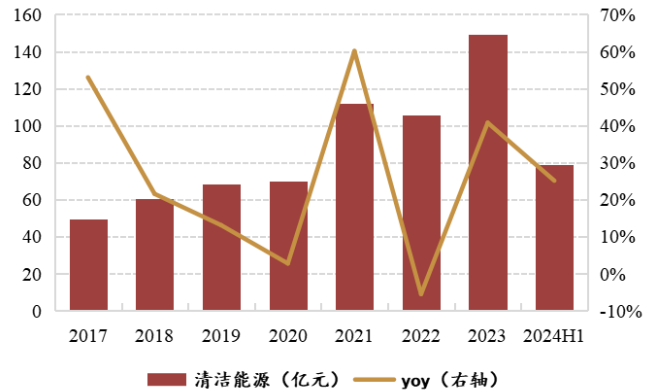
数据来源：Wind, 西南证券整理

清洁能源、液态食品稳步增长，化工环境业务需求放缓。清洁能源分部受益于国家对环境保护和节能减排的要求不断提高，收入增速亮眼；化工环境方面，2023年罐式集装箱需求恢复至正常水准，公司持续市占率世界第一，2023年10月成功分拆中集环科(301559)至深交所创业板上市，开启化工环境业务新篇章。液态食品方面，公司积极推进分拆中集安瑞醇科技股份有限公司（“中集醇科”），并筹划在北交所上市。2023年公司清洁能源/化工环境/液体食品分别实现营业收入149.1/44.1/42.9亿元，同比+40.8%/-15.8%/+18.6%，占收入比例分别为63.1%/18.7%/18.2%，清洁能源占比超6成，为营收的主要贡献来源。2024年上半年，公司清洁能源/化工环境/液体食品分别实现营业收入78.8/13/23.1亿元，同比+25.1%/-47.1%/+14.7%，占收入比例分别为68.6%/11.3%/20.1%。

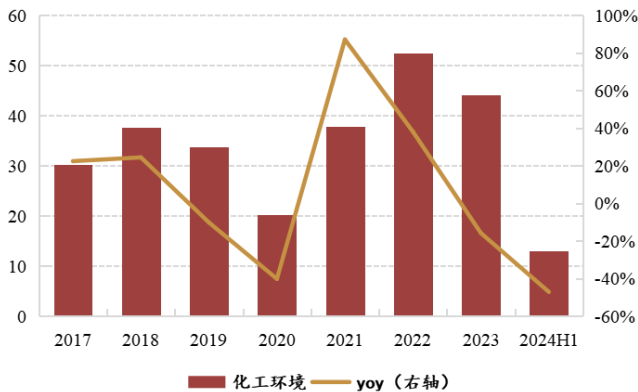
清洁能源毛利率稳定，化工环境以及液态食品毛利率均有所下降。公司整体毛利率由2022年的17.4%下降至2023年的15.7%，其中化工环境及液态食品分部的毛利率有不同程度的跌幅。清洁能源分部的毛利率由2022年12.5%略微增加至2023年12.8%，主要由于海外客户收入增加，2024年上半年为12.6%；化工环境分部的毛利率由2022年22.8%减少至2023年21.0%，主要是由于全球罐箱供需配置趋于平衡，标准罐箱的需求已恢复常态，已从2022年的高位回落，而产线的产能利用率下降，影响毛利率，2024年上半年进一步下降至15.7%；液态食品分部的毛利率由24%下降至20.7%，主要由于海外项目所在部分国家政府采取加息政策，导致客户投资推后，影响若干项目进度及导致部分成本上升，2024年上半年为19.1%。

图 19：公司分业务毛利率情况


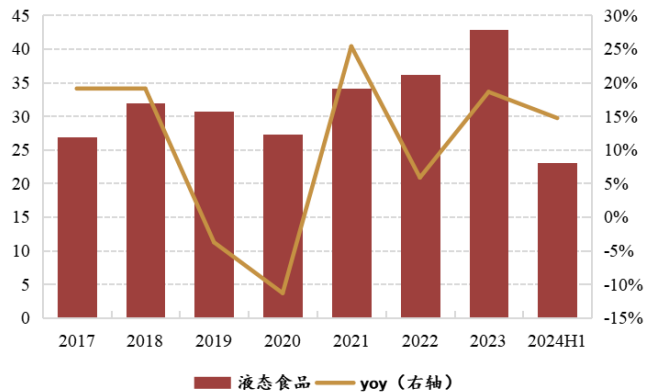
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 20：公司清洁能源分部收入情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 21：公司化工环境分部收入情况


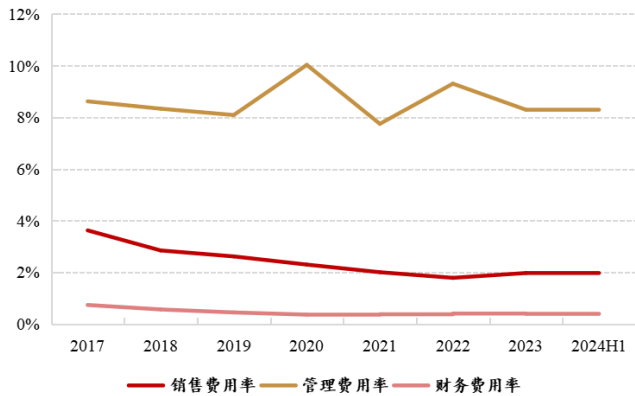
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 22：公司液态食品分部收入情况


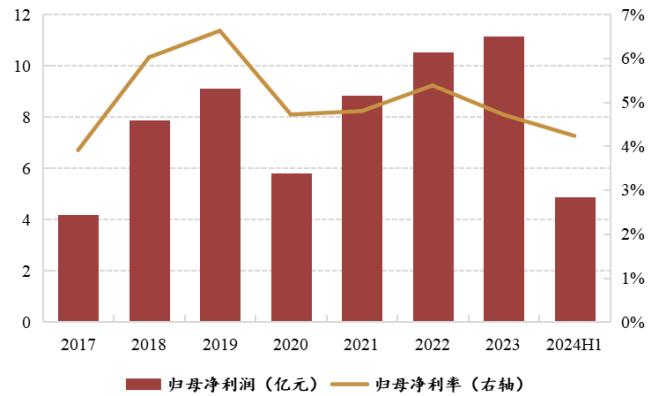
数据来源：Wind, 西南证券整理

期间费用率震荡下行，研发投入持续发力。2023 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2%/8.3%/0.4%，同比+0.2pp/-1pp/-0pp。2023 年研发投入约 6.9 亿元，同比增长 23.7%，研发费用率维持在 3%左右。公司期间费用主要由管理费用构成，销售费用率和财务费用率较为平稳，2024 年上半年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2%/8.3%/0.4%。

归母净利润从 2020 年 5.8 亿元增长至 2023 年 11.1 亿元，CAGR 为 24.3%，2024 年上半年实现归母净利润 4.9 亿元。受毛利率下降影响，整体归母净利率有所下降，2023 年归母净利率为 4.7%，较 2022 年下降 0.7pp，2024 年上半年为 4.2%。

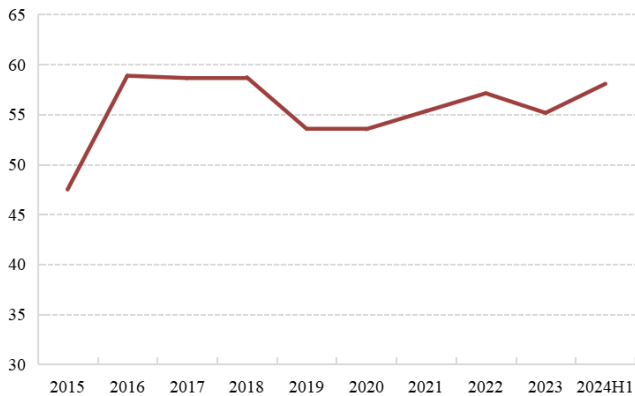
图 23: 公司期间费用率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

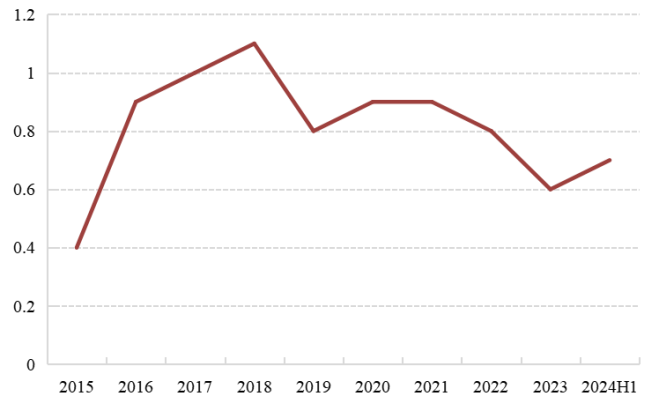
图 24: 公司净利润情况


数据来源: wind, 西南证券整理

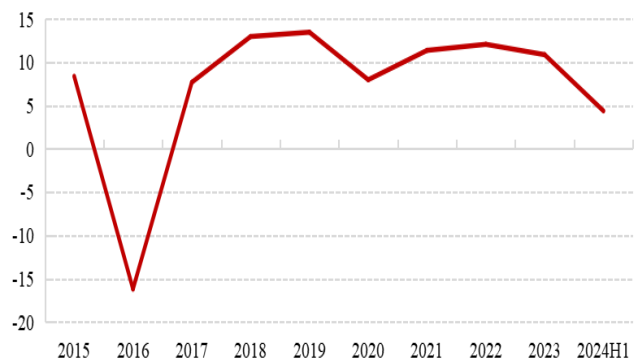
ROE 主要受净利率波动影响，净利率企稳后 ROE 有望迎来改善。2020-2023 年公司 ROE 波动不大，2023 年公司 ROE 为 10.9%。公司资产负债结构较稳定，整体资产负债率常年保持在 60%以下，截止到 2024 年 H1，公司资产负债率为 58.1%，ROE 主要受净利率变化、以及资产周转率影响。展望后续，随着罐箱需求回升及海外高毛利业务占比提升，净利率有望企稳回升，带动 ROE 改善。

图 25: 公司资产负债率情况 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 26: 公司资产周转率情况


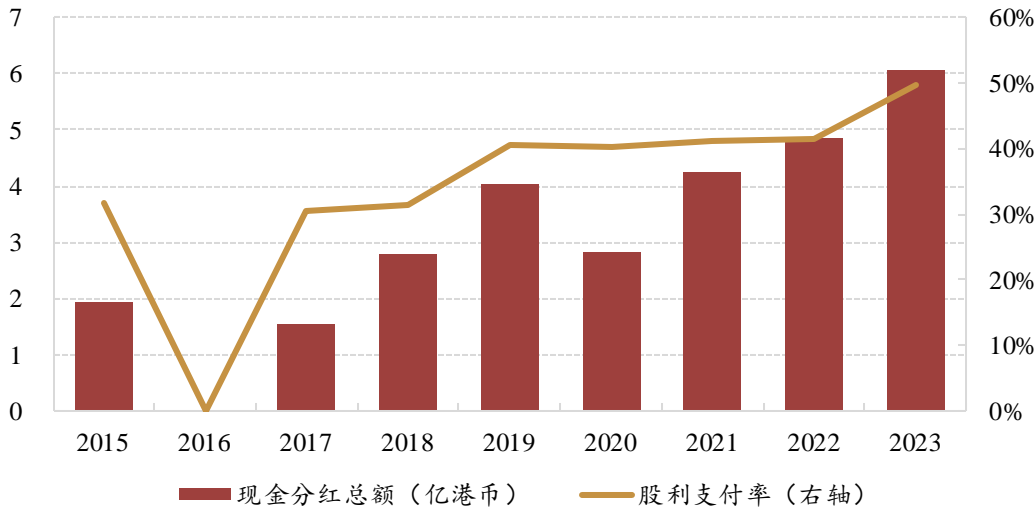
数据来源: wind, 西南证券整理

图 27: 公司净资产收益率(ROE)(%)


数据来源: wind, 西南证券整理

为更好地回报股东，公司将分红比例提升 50%。公司分红比例逐步提高，2015 年公司股利支付率为 31.6%，后续几年保持 30% 左右的派息率（除 2016 年亏损特殊情况外），2019 年将分红比例提高至 40.4%，2023 年进一步提高，分红比例为 50%，每股派息达 0.3 港元（0.27 元）。

图 28：公司分红情况



数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测及估值

关键假设：

1) 随着全球环保政策的执行，LNG 作为过渡燃料未来需求将有进一步增长，同时航运业的环保追求使得短时间 LNG 燃料需求增加，截止 2024 年 Q3，公司水上清洁能源订单为 143 亿元，我们按照造船 2 年周期推算，预计公司 2024-2026 年水上清洁能源营收同比增长 85%、30%、20%；陆上清洁能源营收保持稳定增长，预计 2024-2026 年同比增长 15%、15%、15%；氢能相关业务当前占比较小，但发展空间巨大，预计 2024-2026 年同比增长 35%、15%、10%；由于后续新船在手订单交付价格逐步增加，我们认为公司水上清洁能源相关毛利率能够有较为稳健增长，同时陆上相关业务表现稳定，预计 2024-2025 年公司清洁能源相关业务毛利率为 13.1%、13.6%、14.1%；

2) 化工环境业务因为受到化工行业不景气的影响，罐箱行业减少闲置库存，2024 年需求承压，我们预计 2024 年业务同比下降 30%，未来随着中国经济逐步复苏相应的化工需求增加，我们预计 2025-2026 年化工环境业务同比增长 10%、5%；受行业下行影响，我们预计 2024-2026 年公司化工环境业务毛利率为 15.5%、15.3%、15%；

3) 液态食品业务整体经营稳健，我们预计 2024-2026 年营收同比增长 5%、10%、10%；2024-2026 年毛利率为 20.1%、20.1%、20%。

表 4：公司分业务收入

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
清洁能源				
收入	14907.0	18848.4	22296.2	25855.1
yoy	40.8%	26.4%	18.3%	16.0%
毛利率	12.8%	13.1%	13.6%	14.1%
化工环境				
收入	4414.0	3089.8	3398.8	3568.7
yoy	-15.8%	-30.0%	10.0%	5.0%
毛利率	21.0%	15.5%	15.3%	15.0%
液态食品				
收入	4293.0	4507.7	4958.4	5454.3
yoy	18.6%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	20.7%	20.1%	20.1%	20.0%
营业总收入	23626.3	26445.9	30653.4	34878.1
yoy	20.5%	11.9%	15.9%	13.8%
营业成本	19905.5	22591.8	26104.4	29606.3
毛利率	15.7%	14.6%	14.8%	15.1%

数据来源：wind，西南证券

我们看好公司全球绿色减排背景下，LNG 作为过度燃料的在中期的需求有保障，同时氢能更为清洁的属性在长期有更大的发展空间，终端应用需求的增加将使得公司的具体业务开展有保证，我们预计公司 2024-2026 年营收为 264.5、306.5、348.8 亿元，归母净利润为 10.9、13、15.4 亿元，EPS 为 0.54、0.64、0.76 元。

表 5：可比公司估值

公司	代码	股价 (元/港元)	每股净收益 (元/港元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
杰瑞股份	002353.SZ	35.62	2.4	2.64	3.13	3.61	15	13	11	10
中船防务	0317.HK	9.12	0.04	0.37	0.73	1.54	228	25	12	6
中集集团	2039.HK	5.51	0.06	0.6	0.77	0.94	92	9	7	6
可比公司估值							112	16	10	7
中集安瑞科	3899.HK	6.88	0.60	0.58	0.70	0.82	12	12	10	8

数据来源：wind，西南证券整理。注：港股对应单位为港元，股价为 2025-02-24 收盘价，0.9222 人民币=1 港币

考虑到公司主营业务当中水上清洁能源主要与造船业务相关，我们选取中船防务作为可比公司，化工环境造箱业务与中集集团相近，杰瑞股份作为快速发展的环保一体化解决方案提供商，与公司整体相近，三家可比公司 2025 年平均 PE 为 10 倍。我们认为公司未来清洁能源业务当中水上清洁能源受益于造船利润加速释放，同时陆上清洁能源保持稳定增长，氢能后续发展空间较大；化工环境分部，随着经济逐步复苏，相应化工需求修复，对应来看化工环境业务触底回升；液态食品分部，公司积极获取订单，业务稳定，整体来看公司具有一定成长性，我们给予公司 2025 年 12 倍 PE，对应目标价为 8.33 港元（0.9222 人民币=1 港币），首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

汇率风险、原材料价格波动风险、宏观经济环境风险等。

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7568.52	9256.04	10728.67	12207.32	营业额	23626.28	26445.84	30653.34	34878.05
应收账款	3660.26	4337.45	5027.54	5720.44	销售成本	19905.46	22591.74	26104.41	29606.32
预付款项、按金及其他应收款项	1789.30	1854.96	2150.09	2446.42	销售费用	467.14	476.03	551.76	627.80
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	1960.24	2115.67	2452.27	2790.24
存货	4776.51	6028.18	6965.48	7899.89	财务费用	93.54	95.42	102.36	101.65
其他流动资产	3320.71	2651.39	3067.54	3485.39	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	21115.29	24128.03	27939.30	31759.45	投资收益	26.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	623.86	623.86	623.86	623.86	公允价值变动损益	0.00	0.00	1.00	2.00
固定资产	3837.91	3236.63	2635.36	2034.09	营业利润	1225.91	1166.98	1443.54	1754.03
在建工程	0.00	0.00	0.67	1.83	其他非经营损益	231.38	260.55	260.55	260.55
无形资产	904.22	753.52	603.09	453.03	税前利润	1457.29	1427.53	1704.09	2014.58
长期待摊费用	0.00	0.00	0.50	1.00	所得税	293.73	299.08	356.81	421.65
其他非流动资产	1106.14	1101.15	1097.12	1093.97	税后利润	1163.56	1128.46	1347.29	1592.93
非流动资产合计	6472.13	5715.16	4960.60	4207.78	归属于非控制股东利润	49.59	36.66	43.77	51.75
资产总计	27587.42	29843.19	32899.90	35967.24	归属于母公司股东利润	1113.97	1091.79	1303.51	1541.18
短期借款	2241.90	2640.39	2815.18	2844.99	EBITDA	1938.16	2279.92	2564.02	2875.04
应付账款	4441.20	4885.88	5645.56	6402.91	NOPLAT	1053.50	997.92	1221.45	1465.74
其他流动负债	7334.16	8024.66	9283.78	10542.62	EPS(元)	0.55	0.54	0.64	0.76
流动负债合计	14017.26	15550.93	17744.51	19790.53					
长期借款	385.04	385.04	385.04	385.04	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	811.48	811.48	811.48	811.48	成长能力				
非流动负债合计	1196.52	1196.52	1196.52	1196.52	营收额增长率	20.5%	11.9%	15.9%	13.8%
负债合计	15213.78	16747.45	18941.03	20987.05	EBIT 增长率	4.9%	-1.8%	18.6%	17.1%
股本	18.52	18.52	18.52	18.52	EBITDA 增长率	5.2%	17.6%	12.5%	12.1%
留存收益	0.00	685.44	1503.79	2471.36	税后利润增长率	7.2%	-3.0%	19.4%	18.2%
归属于母公司股东权益	11232.25	11917.69	12737.04	13706.61	盈利能力				
归属于非控制股东权益	1141.39	1178.05	1221.83	1273.58	毛利率	15.7%	14.6%	14.8%	15.1%
权益合计	12373.64	13095.74	13958.87	14980.19	净利率	4.9%	4.3%	4.4%	4.6%
负债和权益合计	27587.42	29843.19	32899.90	35967.24	ROE	9.9%	9.2%	10.2%	11.2%
					ROA	4.0%	3.7%	4.0%	4.3%
					ROIC	9.2%	6.7%	7.6%	8.6%
现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E	估值倍数				
税后经营利润	958.06	922.49	1140.32	1384.97	P/E	11.56	11.80	9.88	8.36
折旧与摊销	387.34	756.97	757.57	758.81	P/S	0.55	0.49	0.42	0.37
财务费用	93.54	95.42	102.36	101.65	P/B	1.15	1.08	1.01	0.94
其他经营资金	341.54	-190.04	-319.85	-325.31	股息率	0.04	0.03	0.04	0.04
经营性现金净流量	1780.48	1584.84	1680.39	1920.13	EV/EBIT	2.48	2.81	2.49	2.17
投资性现金净流量	-2081.08	205.96	204.96	203.96	EV/EBITDA	1.99	1.88	1.76	1.59
筹资性现金净流量	1979.68	-103.29	-412.73	-645.44	EV/NOPLAT	3.65	4.29	3.69	3.13
现金流量净额	1679.08	1687.52	1472.63	1478.65					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
