

燃气	收盘价 港元 7.01	目标价 港元 8.12↓	潜在涨幅 +15.8%
----	----------------	-----------------	----------------

2025 年 3 月 27 日

中集安瑞科 (3899 HK)

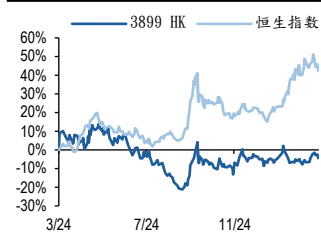
清洁能源产品增长稳定，制氢项目的盈利贡献预期持续增长

- ④ **2024 年核心盈利合乎预期。**公司 2024 年核心盈利同比增长 4%至 13.4 亿元（人民币，下同），与我们预期相若。其中，整体毛利低于我们预期约 10%，主要原因是我们对公司清洁能源的收入及毛利率预测偏高，但期内的管理费用及税费较预期低，使核心盈利仍合乎预期。期内，清洁能源收入同比增长 15%，当中氢能产品的收入为 8.5 亿元（同比增加 21%），水上产品收入大增 108%至 46.6 亿元。化工板块回稳的趋势明显，下半年收入/毛利同比反弹 40%/51%。公司维持每股 0.3 港元分红不变。
- ④ **来年增长仍偏重清洁能源产品，制氢合营项目贡献将持续增长。**订单情况方面，增长仍集中在清洁能源分部，2024 年 4 季度新签/在手订单同比增 17%/40%，管理层表示目前水上清洁能源产品（LNG 运输船）的交付已排期至 2028 年。另外，氢能产品在 2025 年将聚焦储运环节，推进高压/低温储氢技术，合资公司的车载瓶产线预期年内投产及开展海外销售，目前预期 2025 年氢能产品收入 10 亿元（同比增长约 15%）。同时，公司与鞍钢合营的焦炉气制氢联产 LNG 项目进展顺利，去年三个月的营运期已有 2,600 万元的盈利，预期在 2025 年将提高利用率，公司与凌钢和首钢的制氢项目亦预期分别在 2025 年中及 2026 年投产。
- ④ **盈利构成仍处于重整期，预期未来三年盈利复合增长约为 8%。**我们认为目前公司仍处于盈利构成的重整期：1）化工/液态食品分部仍有待盈利增长加速及可见度改善；2）氢能相关的合营公司在 2025-27 年间的贡献将持续增厚。按公司订单增长趋势及合营公司的发展情况，我们下调公司 2025/26 年盈利 3%/5%，预期公司 2024-27 年的盈利复合增长为 8%。维持公司估值标准在 10.8 倍 2025 年市盈率，下调目标价至 8.12 港元，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)	5.75
市值 (百万港元)	14,191.04
日均成交量 (百万)	2.92
年初至今变化 (%)	(0.71)
200天平均价 (港元)	6.80

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	23,626	24,756	28,287	31,988	36,066
同比增长 (%)	20.5	4.8	14.3	13.1	12.7
净利润 (百万人民币)	1,114	1,095	1,411	1,523	1,670
每股盈利 (人民币)	0.63	0.66	0.70	0.75	0.82
同比增长 (%)	21.5	4.2	5.7	7.9	9.7
前EPS预测值 (人民币)			0.72	0.79	
调整幅度 (%)			-3.1	-5.0	
市盈率 (倍)	10.4	9.9	9.4	8.7	8.0
每股账面净值 (人民币)	5.54	5.67	6.09	6.54	7.05
市账率 (倍)	1.18	1.15	1.08	1.00	0.93
股息率 (%)	4.2	4.2	4.5	4.8	5.3

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: 2024 业绩概要

收入 (人民币百万)	2023	2024	2024E 交银国际预测	同比 (%)	差异 (%)
收益	23,626	24,756	27,454	4.8	(9.8)
销售成本	(19,905)	(21,202)	(23,467)	6.5	(9.7)
毛利	3,721	3,554	3,987	(4.5)	(10.9)
其他经营收入	332	443	389	33.6	13.9
其他收益净额	(137)	66	0	(148.5)	NM
减值亏损拨回	36	17	0	(54.0)	NM
销售费用	(467)	(520)	(494)	11.4	5.3
行政费用	(1,960)	(2,022)	(2,141)	3.1	(5.6)
经营利润	1,525	1,538	1,741	0.9	(11.6)
融资成本	(94)	(104)	(90)	11.6	15.7
应占联营/合营业绩	26	10	32	(62.0)	(69.6)
除税前利润	1,457	1,444	1,683	(0.9)	(14.2)
所得税费用	(294)	(300)	(337)	2.2	(10.9)
少数股东权益	(50)	(49)	(40)	(1.3)	21.2
年度盈利	1,114	1,095	1,306	(1.7)	(16.2)
核心盈利	1,281	1,336	1,306	4.2	2.3

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 新签订单和在手订单情况

新签订单 (人民币百万)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	同比 (%)
清洁能源设备	18,573	6,208	12,919	16,160	21,790	17.3
其中: 氢能产品	831	219	446	660	850	2.3
化工设备	3,304	379	1,688	2,208	2,990	-9.5
液体食品设备	4,762	891	1,792	2,393	2,700	-43.3
总计	26,639	7,478	16,399	20,761	27,490	3.2

在手订单 (人民币百万)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	同比 (%)
清洁能源设备	16,637	20,011	22,933	22,119	23,210	39.5
化工设备	1,138	963	1,522	1,110	940	-17.4
液体食品设备	5,075	5,930	4,896	4,503	4,150	-18.2
总计	22,850	26,904	29,351	27,732	28,300	23.9

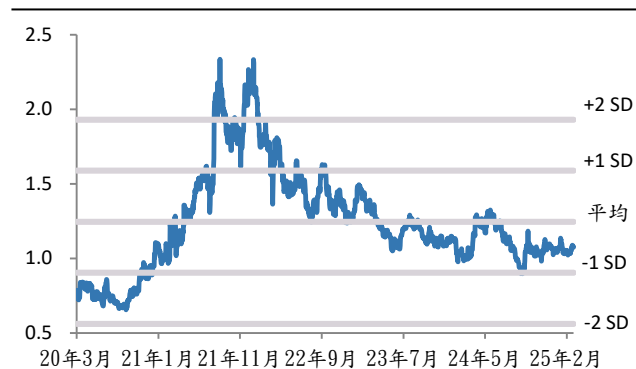
资料来源：公司资料，交银国际

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入					
清洁能源设备	14,907	17,183	20,036	23,053	26,392
化工设备	4,414	3,116	3,354	3,549	3,749
液体食品设备	4,293	4,451	4,896	5,386	5,924
其他	12	5	0	0	0
总计	23,626	24,756	28,287	31,988	36,066
增长 (%)					
清洁能源设备	40.8	15.3	16.6	15.1	14.5
化工设备	-15.8	-29.4	7.7	5.8	5.7
液体食品设备	18.6	3.7	10.0	10.0	10.0
其他	-91.9	-59.0	0	0	0
总计	20.5	4.8	14.3	13.1	12.7
毛利					
清洁能源设备	1,908	2,165	2,514	2,894	3,315
化工设备	927	511	553	586	620
液体食品设备	889	953	1,048	1,153	1,268
其他	-3	-74	0	0	0
总计	3,721	3,554	4,115	4,633	5,203
毛利率 (%)					
清洁能源设备	12.8	12.6	12.5	12.6	12.6
化工设备	21.0	16.4	16.5	16.5	16.5
液体食品设备	20.7	21.4	21.4	21.4	21.4
其他	NM	NM	0	0	0
总计	15.7	14.4	14.5	14.5	14.4

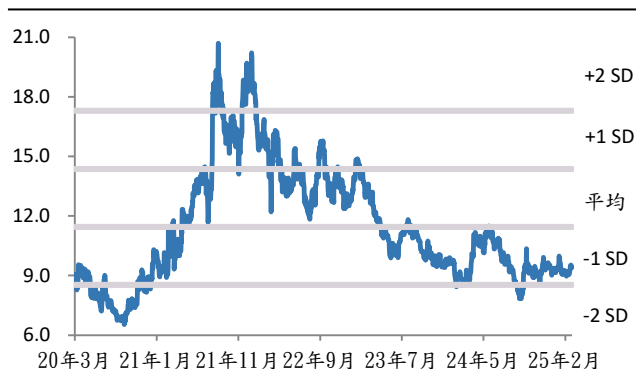
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 预测市净率区间(倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5: 预测市盈率区间(倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

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
135 HK	昆仑能源	买入	7.84	9.02	15.1%	2025 年 03 月 27 日	分销商
2688 HK	新奥能源	买入	59.45	65.10	9.5%	2024 年 08 月 26 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.26	5.92	-18.5%	2024 年 12 月 02 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	28.75	28.90	0.5%	2024 年 09 月 02 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	7.01	8.12	15.8%	2025 年 03 月 27 日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 3 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	23,626	24,756	28,287	31,988	36,066
主营业务成本	(19,905)	(21,202)	(24,172)	(27,355)	(30,863)
毛利	3,721	3,554	4,115	4,633	5,203
销售及管理费用	(2,427)	(2,542)	(2,687)	(3,071)	(3,462)
其他经营净收入/费用	231	526	475	488	503
经营利润	1,525	1,538	1,903	2,050	2,244
财务成本净额	(94)	(104)	(105)	(112)	(120)
应占联营公司利润及亏损	26	10	40	45	50
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	1,457	1,444	1,838	1,983	2,175
税费	(294)	(300)	(368)	(397)	(435)
非控股权益	(50)	(49)	(59)	(63)	(70)
净利润	1,114	1,095	1,411	1,523	1,670
作每股收益计算的净利润	1,281	1,336	1,411	1,523	1,670

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6,998	7,264	6,777	5,778	4,909
应收账款及票据	5,818	5,674	6,480	7,328	8,262
存货	4,777	5,221	5,960	6,745	7,610
其他流动资产	3,523	4,218	4,238	4,260	4,283
总流动资产	21,115	22,378	23,456	24,111	25,065
物业、厂房及设备	3,838	4,369	5,932	7,432	8,831
无形资产	217	211	255	272	289
合资企业/联营公司投资	624	642	682	727	777
其他长期资产	1,793	1,782	1,744	1,726	1,708
总长期资产	6,472	7,004	8,613	10,158	11,606
总资产	27,587	29,382	32,069	34,269	36,671
短期贷款	1,546	235	300	400	500
应付账款	6,510	7,217	8,763	9,675	10,681
其他短期负债	5,961	5,747	5,747	5,743	5,742
总流动负债	14,017	13,199	14,809	15,818	16,923
长期贷款	385	130	300	500	700
其他长期负债	811	2,948	2,948	2,948	2,948
总长期负债	1,197	3,078	3,248	3,448	3,648
总负债	15,214	16,277	18,057	19,266	20,571
股本	19	19	19	19	19
储备及其他资本项目	11,214	11,481	12,329	13,256	14,284
股东权益	11,232	11,499	12,347	13,275	14,302
非控股权益	1,141	1,606	1,665	1,728	1,798
总权益	12,374	13,105	14,012	15,003	16,100

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,457	1,444	1,838	1,983	2,175
合资企业/联营公司收入调整	(26)	(10)	(40)	(45)	(50)
折旧及摊销	377	364	461	531	632
营运资本变动	1,090	679	(20)	(742)	(817)
利息调整	86	104	105	112	120
税费	(286)	(285)	(349)	(377)	(413)
其他经营活动现金流	(918)	191	0	0	0
经营活动现金流	1,780	2,486	1,994	1,463	1,646
资本开支	(843)	(1,500)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
其他投资活动现金流	(1,238)	(398)	(30)	(30)	(30)
投资活动现金流	(2,081)	(1,898)	(2,030)	(2,030)	(2,030)
负债净变动	30	925	210	276	277
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(433)	(564)	(564)	(595)	(642)
其他融资活动现金流	2,383	(737)	(98)	(112)	(120)
融资活动现金流	1,980	(375)	(451)	(432)	(485)
汇率收益/损失	96	53	0	0	0
年初现金	5,223	6,998	7,264	6,777	5,778
年末现金	6,998	7,264	6,777	5,778	4,909

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.632	0.659	0.696	0.751	0.823
全面摊薄每股收益	0.632	0.659	0.696	0.751	0.823
每股股息	0.278	0.278	0.294	0.317	0.347
每股账面值	5.538	5.669	6.087	6.545	7.051
利润率分析(%)					
毛利率	15.7	14.4	14.5	14.5	14.4
净利率	4.7	4.4	5.0	4.8	4.6
盈利能力(%)					
ROA	4.6	4.5	4.4	4.4	4.6
ROE	11.4	11.6	11.4	11.5	11.7
ROIC	6.1	6.5	6.3	6.2	6.2
其他					
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	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5
存货周转天数	87.6	89.9	90.0	90.0	90.0
应收账款周转天数	56.5	52.9	53.0	53.0	53.0
应付账款周转天数	81.4	93.5	90.0	90.0	90.0

交銀國際

香港中環德輔道中 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**

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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，而并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。