

香港股市 | 工业 | 设备

中集安瑞科 (3899 HK)

FY24 核心盈利增长，在手订单保持充裕

FY24 股东净利润同比下跌 1.7%

FY24 股东净利润同比下跌 1.7%至 11.0 亿元(人民币, 下同), 较我们预测 11.2 亿元, 低 2.5%, 主因(一)清洁能源板块全年收入同比仅上升 15.3%至 171.8 亿元, 增幅低于预期(注: FY23 同比增长 40.8%); (二)清洁能源板块毛利率由 FY23 的 12.8%下跌至 FY24 的 12.6%; (三)化工环境板块毛利率由 FY23 的 21.0%下跌至 FY24 的 16.4。虽然如此, 剔除股权激励费用及可换股债券推算利息支出, 核心核心净利润同比增长 4.3%至 13.4 亿元。公司维持每股分红 0.30 港元, 分红因此由 FY23 的 49.8%上升至 FY24 的 51.0%(见图表 1)。

新签订单金额同比增幅放缓

FY24 新签订单金额同比上升 3.2%至 274.9 亿元, 同比增幅低于 FY23 的 31.5%。按类别, 清洁能源板块同比上升 17.3%至 217.9 亿元(FY23 同比上升 64.9%); 化工环境板块同比下跌 9.4%至 29.9 亿元(FY23 同比下跌 27.3%); 液态食品板块同比下跌 43.3%至 27.0 亿元(FY23 同比上升 6.7%)。

FY24 下半年新签订单情况相对逊色。2H24 新签金额同比下跌 20.6%至 110.9 亿元, 相反 1H24 同比上升 29.4%至 164.0 亿元。2H24 占全年比例为 40.3%, 低于 2H23 的 52.4%相关占比。

在手订单金额同比升幅仍吸引

虽然如此, 截至 2024 年 12 月 31 日, 在手订单金额同比增长 23.8%至 283.0 亿元(FY23 同比上升 29.8%), 足以可支持业务持续发展。其中清洁能源、化工环境、液态食品板块分别占有 232.1 亿、9.4 亿、41.5 亿元。

降低盈利预测, 下调评级至“中性”

考虑到上述 FY24 业绩, 我们分别降低 FY25-26 股东净利润预测 7.2%及 10.2%, 并相应将目标价由 7.55 港元下调至 7.00 港元, 对应 10.5 倍 FY25 目标市盈率和 1.0%上升空间。由于有限上行空间, 我们将评级由“增持”下调至“中性”。

风险提示: (一)生产或项目开发延误; (二)钢材及能源价格大幅波动; (三)汇兑损失。

主要财务数据 (人民币百万元) (更新于 2025 年 3 月 27 日)

年结:12 月 31 日	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	19,602	23,626	24,756	28,830	32,020
增长率 (%)	6.4	20.5	4.8	16.5	11.1
股东净利润	1,055	1,114	1,095	1,244	1,369
增长率 (%)	19.4	5.6	(1.7)	13.6	10.1
每股盈利 (人民币)	0.53	0.55	0.54	0.61	0.68
市盈率 (倍)	12.1	11.5	11.8	10.4	9.4
每股股息 (港币)	0.24	0.30	0.30	0.33	0.37
股息率 (%)	3.5	4.3	4.3	4.8	5.3
每股净资产 (人民币)	4.51	5.54	5.67	6.01	6.40
市净率 (倍)	1.41	1.15	1.12	1.06	1.00

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

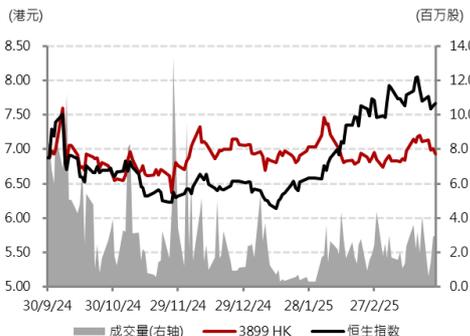
评级: 中性

目标价: 7.00 港元

股票数据 (更新至 2025 年 3 月 27 日)

现价	6.93 港元
总市值	14,055.96 百万港元
流通股比例	29.59%
已发行总股本	2,028.28 百万
52 周价格区间	5.70-8.60 港元
3 个月日均成交额	13.47 百万港元
主要股东	中集集团 (2039 HK) (占 70.04%)
来源:	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

相关报告

20241028 - 中集安瑞科 (3899 HK) 更新报告: 24Q3 运营表现好坏参半

20240827 - 中集安瑞科 (3899 HK) 更新报告: FY24 中期业绩逊预期, 但清洁能源板块保增长

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2024 年业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2023 年 实际	2024 年 实际	增长 (同比%)	2024 年 中泰国际 预测	实际与 预测之差 (%)	中泰国际评论
收入	23,626	24,756	4.8	26,594	(6.9)	(一)清洁能源板块收入同比上升 15.3%至 171.8 亿元, 其中氢能业务收入上升 21.7%至 8.5 亿元; (二)化工环境板块收入同比下跌 29.4%至 31.2 亿元; (三)液态食品板块收入同比上升 3.7%至 44.5 亿元
销售成本	(19,905)	(21,202)	6.5	(22,718)	(6.7)	
毛利	3,721	3,554	(4.5)	3,877	(8.3)	毛利率略逊预期
其他收入/收益(不含利息收入)	100	338	237.5	160	111.7	(一)应付款项及客户垫款回拨由 785 万元上升至 1.1 亿元; (二)汇兑亏损下跌; (三)资产出售收益由亏损转为净利
销售费用	(467)	(520)	11.4	(529)	(1.7)	支出占收入比率大致持平
行政费用	(1,960)	(2,022)	3.1	(2,128)	(5.0)	支出占收入比率大致持平
经营利润	1,394	1,350	(3.1)	1,379	(2.1)	
利息收入	131	188	43.6	168	12.2	
财务费用	(94)	(104)	11.6	(97)	8.1	
应占联营和合营公司利润	26	10	(62.0)	27	(63.8)	
税前利润	1,457	1,444	(0.9)	1,478	(2.3)	
所得税	(294)	(300)	2.2	(297)	0.9	实质税率由 20.5%上升至 20.9%
税后利润	1,164	1,144	(1.7)	1,181	(3.1)	
少数股东权益	(50)	(49)	(1.3)	(58)	(15.1)	
股东净利润	1,114	1,095	(1.7)	1,123	(2.5)	
每股盈利(人民币)	0.55	0.54	(2.2)	0.55	(2.1)	
每股股息(港币)	0.30	0.30	0.0	0.30	(0.3)	分红比率由 49.8%上升至 51.0%
利润率(%)			变动 (百分点)		实际与 预测之差 (百分点)	
毛利率	15.7	14.4	(1.4)	14.6	(0.2)	清洁能源板块毛利率由 12.8%下跌至 12.6%
经营利润率	5.9	5.5	(0.4)	5.2	0.3	
股东净利润率	4.7	4.4	(0.3)	4.2	0.2	

来源：公司资料、中泰国际研究部

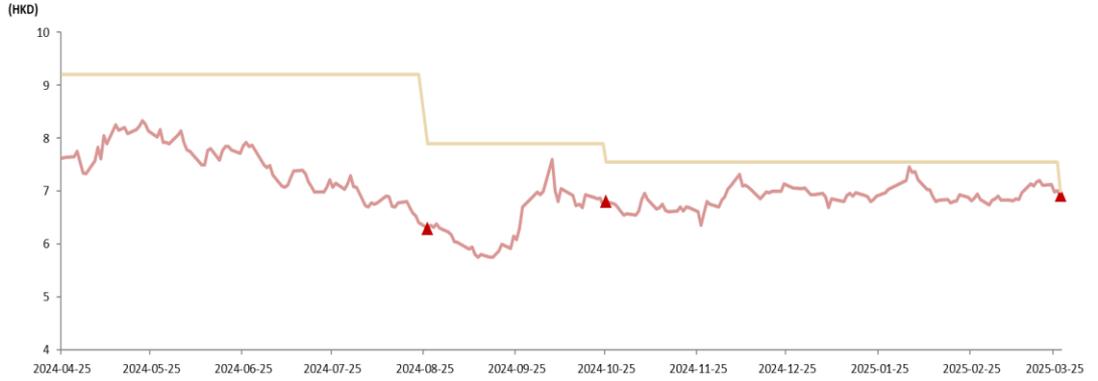
图表 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	现金流量表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 估计	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	19,602	23,626	24,756	28,830	32,020	经营活动现金流	2,561	1,780	2,486	1,473	1,747
销售成本	(16,200)	(19,905)	(21,202)	(24,609)	(27,382)	净利润	1,055	1,114	1,095	1,244	1,369
毛利	3,401	3,721	3,554	4,221	4,638	折旧与摊销	411	387	410	435	462
其他收/收益 (不含利息)	221	100	338	156	170	营运资本变动	932	(17)	307	(436)	(235)
销售费用	(351)	(467)	(520)	(571)	(628)	其它	163	296	674	229	151
行政费用	(1,824)	(1,960)	(2,022)	(2,278)	(2,498)	投资活动现金流	(484)	(2,081)	(1,898)	(540)	(567)
经营利润	1,448	1,394	1,350	1,528	1,683	资本性支出净额	(393)	(824)	(593)	(415)	(436)
利息收入	24	131	188	215	221	其它	(91)	(1,257)	(1,304)	(125)	(131)
财务费用	(80)	(94)	(104)	(114)	(109)	融资活动现金流	(77)	1,980	375	(717)	(686)
应占联营和合营公司利润	6	26	10	10	11	股本变动	5	0	0	0	0
所得税	(313)	(294)	(300)	(341)	(375)	已派股息	(364)	(433)	(560)	(560)	(622)
税后利润	1,085	1,164	1,144	1,299	1,430	其它	298	2,383	1,040	(94)	(89)
少数股东权益	(30)	(50)	(49)	(55)	(61)	净现金流	2,000	1,679	964	216	495
股东净利润	1,055	1,114	1,095	1,244	1,369						
息税折旧摊销前利润	1,842	1,938	1,958	2,189	2,377						
息税前利润	1,479	1,551	1,548	1,753	1,914						
每股盈利(人民币)	0.53	0.55	0.54	0.61	0.68						
每股股息(港币)	0.24	0.30	0.30	0.33	0.37						
资产负债表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	主要财务指标	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测
总资产	22,214	27,587	29,382	32,642	35,349	增长率 (%)					
流动资产	16,655	21,115	22,378	25,617	28,005	收入	6.4	20.5	4.8	16.5	11.1
现金及现金等价物	5,223	6,998	7,264	8,178	8,673	毛利	25.7	9.4	(4.5)	18.8	9.9
限制性现金	382	1,183	1,554	1,240	1,341	经营利润	22.2	(3.8)	(3.1)	13.2	10.1
贸易应收款	3,470	3,660	3,589	4,324	4,803	息税折旧摊销前利润	19.4	5.2	1.0	11.8	8.6
预付款项及其他应收款	1,644	2,158	2,085	2,508	2,786	息税前利润	22.2	4.9	(0.2)	13.2	9.2
合约资产	1,102	2,237	2,501	2,883	3,202	股东净利润	19.4	5.6	(1.7)	13.6	10.1
存货	4,637	4,777	5,221	6,270	6,964	每股盈利	18.2	4.9	(2.3)	13.2	10.1
其它流动资产	196	102	163	212	235	利润率 (%)					
非流动资产	5,559	6,472	7,004	7,025	7,344	毛利率	17.4	15.7	14.4	14.6	14.5
固定资产净额	3,738	3,838	4,369	4,055	4,160	经营利润率	7.4	5.9	5.5	5.3	5.3
其它非流动资产	1,821	2,634	2,635	2,970	3,184	息税折旧摊销前利润	9.4	8.2	7.9	7.6	7.4
总负债	12,687	15,214	16,277	18,791	20,654	息税前利润率	7.5	6.6	6.3	6.1	6.0
流动负债	10,536	14,017	13,199	15,530	17,214	股东净利润率	5.4	4.7	4.4	4.3	4.3
短期借款	503	789	244	135	115	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
可换股债券	0	1,453	0	0	0	其他 (%)					
贸易应付款	3,492	4,441	5,430	6,343	7,044	实际税率	22.5	20.5	20.9	20.9	20.9
其他应付账款	2,011	2,069	1,788	2,595	2,882	派息比率	41.8	49.8	51.0	50.0	50.0
合约负债	3,816	4,442	4,614	5,189	5,764	已动用资本回报率	9.0	8.2	6.8	7.3	7.6
其它流动负债	713	823	1,124	1,269	1,409	平均净资产收益率	12.1	10.9	9.6	10.5	10.9
非流动负债	2,151	1,197	3,078	3,261	3,440	平均资产收益率	5.1	4.5	3.8	4.0	4.0
长期借款	77	385	130	175	220	利息覆盖倍数(倍)	18.4	16.6	14.8	15.4	17.6
可换股债券	1,389	0	1,992	2,007	2,023						
其它非流动负债	686	811	956	1,078	1,198						
权益总额	9,528	12,374	13,105	13,851	14,695						
股东权益	9,142	11,232	11,499	12,190	12,973						
少数股东权益	386	1,141	1,606	1,661	1,722						
权益及负债总额	22,214	27,587	29,382	32,642	35,349						
净现金/(负债)	3,254	5,824	4,899	5,861	6,316						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

中集安瑞科(3899 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 彭博、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2024/8/26	HK\$6.30	买入 (维持)	HK\$7.90
2	2024/10/25	HK\$6.81	增持 (下调)	HK\$7.55
3	2025/3/27	HK\$6.93	中性 (下调)	HK\$7.00

来源: 彭博、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805