

水上清洁能源板块放量可期，业务多元化 增长新动能不断释放

中集安瑞科（3899.HK）2024 年报点评

2024 年公司实现营收 247.6 亿元、同比+4.8%，归母净利润 11 亿元、同比-1.7%，核心净利润 13.4 亿元、同比+4.3%，毛利率 14.4%、同比-1.4%。海外收入 114.8 亿元、同比+0.2%，国内收入 132.7 亿元、同比+9.1%。2024 年累计新签订单 274.9 亿元、同比+3.2%，在手订单 283 亿元、同比+23.8%。每股派息 0.3 港元，与 2023 年持平，派息率达 50%。

◆ 清洁能源：在水上清洁能源板块拉动下，收入和订单增长强劲。

2024 年清洁能源板块收入 171.8 亿元、同比+15.3%，毛利率 12.6%、同比-0.2pct。清洁能源板块海外收入达 48.1 亿元、同比+41.6%，国内收入达到 123.7 亿元、同比+7.5%。水上清洁能源板块的快速增长，支撑清洁能源板块收入稳步上升。2024 年累计新签订单 217.9 亿元、同比+17.3%，其中水上清洁能源贡献较多增量。2024 年累计在手订单 232.1 亿元、同比+39.5%，增长主要来自于水上清洁能源在手订单。

- 1) 陆上清洁能源：国内天然气需求稳步增长，海外市场开拓成果逐步落地。2024 年陆上清洁能源收入达 116.7 亿元、同比-2.5%，海外市场收入 22 亿元、同比+10%，国内市场 94.7 亿元、同比-5.0%。2024 年累计新签订单 100.8 亿元、同比-1.7%。2024 年天然气表观消费量和进口量分别同比+8%和 10%。公司 LNG 罐箱等储运设备销量大涨。2024 年全年天然气/柴油价格的比值大约在 60%左右，油气价差总体维持高位。2024 年国内天然气重卡累计销量达到 17.8 万辆，在重卡市场渗透率超 20%，均创下 2019 年来的新高。受此影响，2024 年公司 LNG 车用瓶销售收入达 11.4 亿元、同比+31%。海外主要开拓中东、东南亚、非洲市场，2024 年海外累计新签订单 25.3 亿元。LNG 车用瓶新灯塔产线投产后，产能及交付效率大幅提升，致使在手订单同比下降。另外，公司实现气体储能装备规模化、标准化、模块化生产，并在与三峡集团合作项目上实现批量交付。
- 2) 水上清洁能源：海外清洁船舶业务突飞猛进，订单增长迅速且交付能力在提升。公司拥有海工船舶、海上油气处理模块到海上风电装备制造

作者

王卓亚 分析师

SAC 执业证书：S0640523110001

联系电话：

邮箱：wangzybj@avicsec.com

曾帅

分析师

SAC 执业证书：S0640522050001

联系电话：

邮箱：zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

【中航新能源】中集安瑞科（3899.HK）2024 三季度营收数据点评-清洁能源增长迅速，其他业务有所放缓_20241117 —2024-11-21

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

的深海科技能力。2024 年水上清洁能源收入达 46.6 亿元、同比+108.4%。其中海外地区收入达 26.1 亿元，已超过 2023 年水上清洁能源板块收入。2024 年水上清洁能源累计新签订单 108.6 亿元、同比+45.2%，在手订单 163.9 亿元、同比+71.5%。2024 年新签 21 艘造船订单，成功交付 14 艘船，主要客户来自欧洲、新加坡、加拿大等地。公司船舶交付能力有所提升，船舶燃料罐引领行业。航运业被纳入欧盟碳市场，全球航运业加速绿色转型，从装备至清洁燃料产业全面受益。随着新船的交付，公司船舶业务毛利率有望提升。国内内河流域船舶的清洁改造潜力较大，公司产品覆盖清洁能源船舶以及配套设备。目前与济宁能源合作“气化运河”战略示范项目。在国内船舶旧改补贴政策发布后，公司已获得 100 艘清洁能源船舶 LNG 动力包订单。

- 3) **氢能：焦炉气制氢和联产 LNG 项目进展顺利，绿色燃料业务有望实现突破。**2024 年收入达 8.5 亿元、同比+21.7%。2024 年累计新签订单 8.5 亿元、同比+2.3%。鞍钢中集制氢联产 LNG 天然气项目顺利投产，项目收入 2.2 亿元，项目利润 2600 万元。同时，公司年内吸收北京众联盛核心团队强化焦炉气综合利用工程及工艺包设计能力。凌钢和首钢项目分别预计于 2025 年中旬和 2026 年投产。公司积极开拓焦炉气制氢联产 LNG 项目，至 2027 年产能有望达到 20 万吨氢气+100 万吨 LNG。绿色甲醇示范项目计划 2025 年投产首期 5 万吨产能，2027 投产第二期 20 万吨产能。

◆ **化工环境：海外化工罐箱业务遭遇低谷期，国内市场和罐箱业务有望成为新发力点**

2024 年化工环境板块收入 31.2 亿元、同比-29.4%，毛利率 16.4%、同比-4.6pct。作为全球市占率第一的化工罐箱龙头，受美联储未如期降息，以及全球化工行业弱复苏等因素影响，2024 年化工环境板块遭遇低谷。但 2024 年单季度收入呈逐季改善的趋势。海外市场是化工环境板块经营重心。化工环境板块海外收入达 26 亿元、同比-32.9%，国内收入达 5.2 亿元、同比-3.9%。海外收入大幅下滑拖累板块整体表现。2024 年化工环境板块累计新签订单 29.9 亿元、同比-9.4%，在手订单 9.4 亿元、同比-17.5%。罐箱业务收入 27.5 亿元、同比-32.8%，非罐箱业务收入 3.7 亿元、同比+12.6%。全球罐箱保有量呈螺旋式增长，公司服务存量的罐箱后市服务稳扎稳打前进。在国内多式联运、食品安全趋严的推动下，公司有望打开国内罐箱市场。医疗设备更新政策放大公司优势产品的市场潜力。

◆ **液态食品：收入和毛利率均小幅增长，国内市场放量迅速。**

2024 年液态食品板块收入 44.5 亿元、同比+3.7%，毛利率 21.4%、同比+0.7pct。液态食品板块海外收入达 40.8 亿元、同比-1.9%，国内收入达 3.7 亿元、同比+177.6%。2024 年累计新签订单 27 亿元、同比-43.3%，在手订单 41.5 亿元、同比-18.3%。全球消费端相对疲弱，叠加政策的不确定性，客户资本开支更为审慎，新签订单承压。国内市场稳步开拓，中标多个啤酒、烈酒项目。此外，公司积极拓展生物制药装备业务，国内市场放量潜力较大。

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。国内天然气产销量增长和全球航运绿色转型，叠加公司积极开拓海外市场，共同拉动清洁能源产业链装备和工程服务订单和收入增长。此外，公司在化工环境和液态食品板块具备行业领先地位，并积极寻找新增长点。预计公司 2025~2027 年归母净利润 14.1/16.9/18.9 亿元，当前股价对应 PE 分别 9/8/7 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	23626.28	24755.74	28709.55	33336.24	38466.32
增长率（%）	20.53%	4.78%	15.97%	16.12%	15.39%
归母净利润（百万元）	1113.97	1094.87	1412.04	1692.04	1891.77
增长率（%）	5.58%	-1.71%	28.97%	19.83%	11.80%
毛利率	15.75%	14.36%	16.17%	16.44%	16.33%
每股收益（元/股）	0.55	0.54	0.70	0.83	0.93
市盈率 PE	11.47	11.68	9.05	7.55	6.76
市净率 PB	1.14	1.11	1.02	0.93	0.85
净资产收益率 ROE	9.92%	9.52%	11.29%	12.33%	12.54%

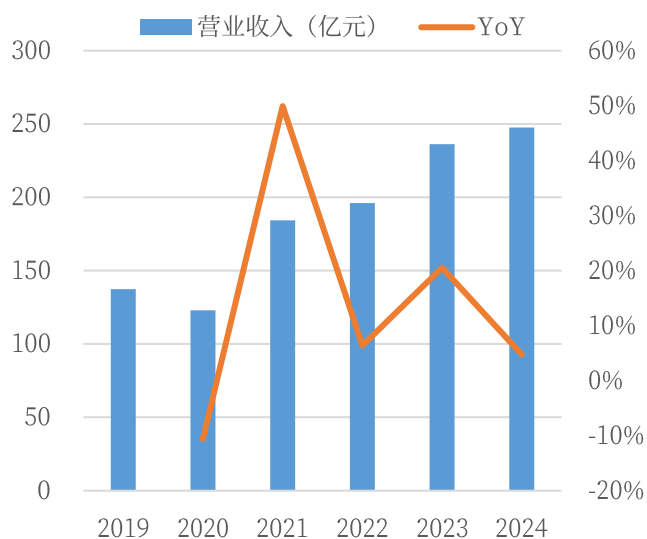
资料来源：iFind，中航证券研究所

*本报告采取的货币单位如无特殊注释，均为人民币(元)

图表目录

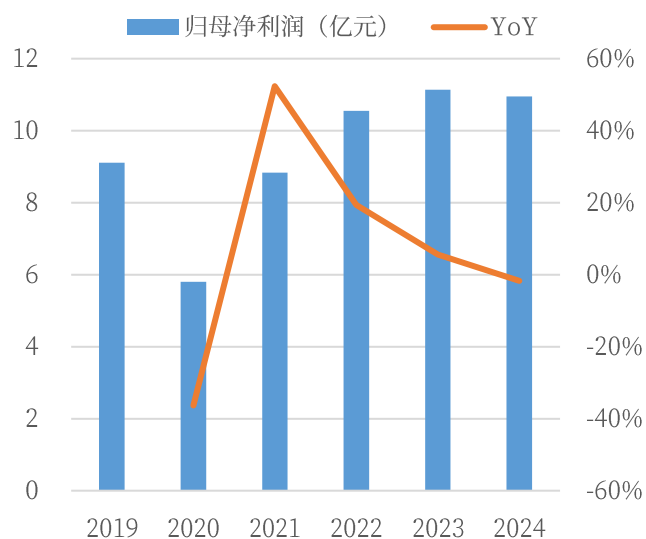
图 1 公司营收与增速	5
图 2 公司归母净利润与增速	5
图 3 公司三大主营业务历年收入与增速	5
图 4 公司国内与海外历年收入与增速	5
图 5 油气价差处于高位(元/吨)	6
图 6 天然气表观消费与进口量双双增长	6
图 7 清洁能源分地区结构 (亿元)	6
图 8 清洁能源单季度收入 (亿元)	6
图 9 公司氢能业务新签订单持续增长	7
图 10 天然气重卡的渗透率和销量	7
图 11 国内新造船和 LNG 新造船价格指数创下 2016 年 5 月以来的新高	7
图 12 清洁能源 2024 年累计新签订单	8
图 13 清洁能源 2024 年累计在手订单	8
图 14 化工环境板块海外和国内市场收入和增速	8
图 15 化工环境板块单季度收入 (亿元)	8
图 16 液态食品板块海外和国内市场的收入及增速	9
图 17 液态食品板块单季度收入 (亿元)	9

图1 公司营收与增速



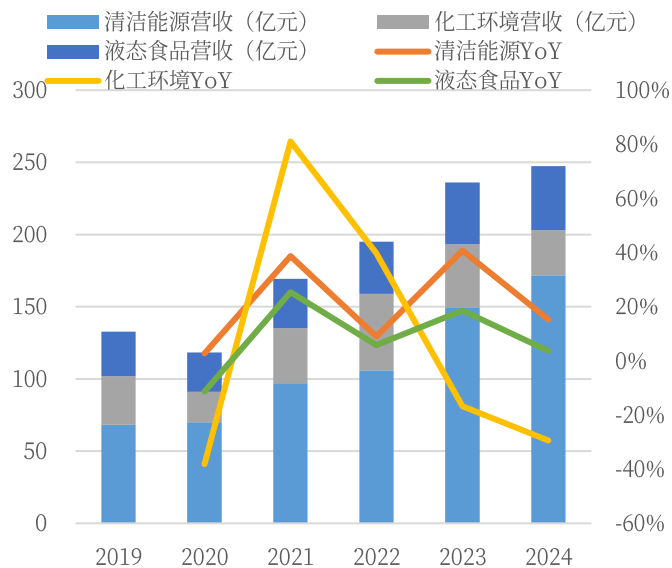
资料来源：iFind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润与增速



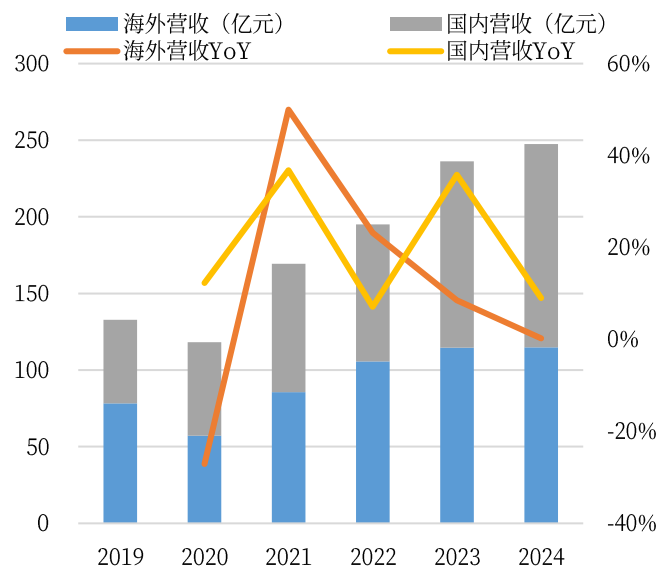
资料来源：iFind，中航证券研究所

图3 公司三大主营业务历年收入与增速



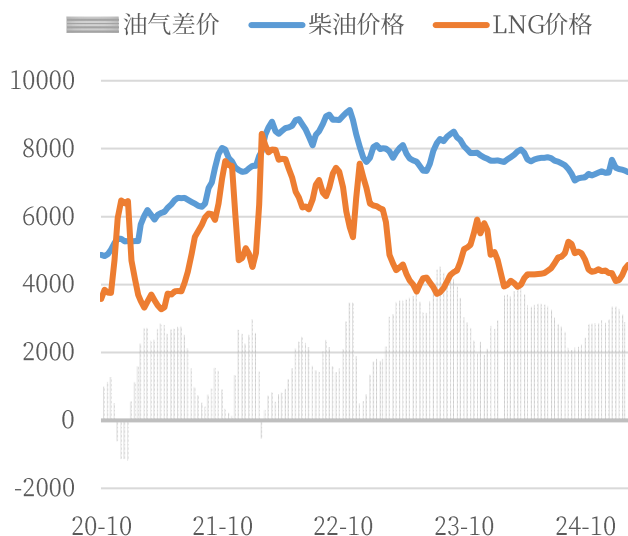
资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 公司国内与海外历年收入与增速



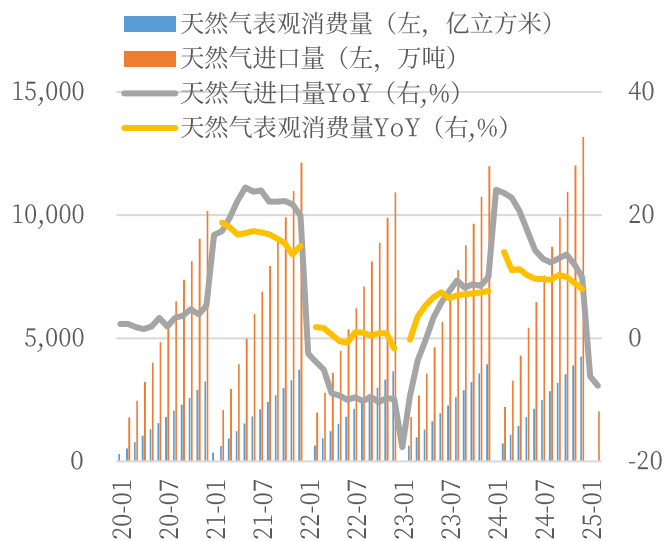
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图5 油气价差处于高位(元/吨)



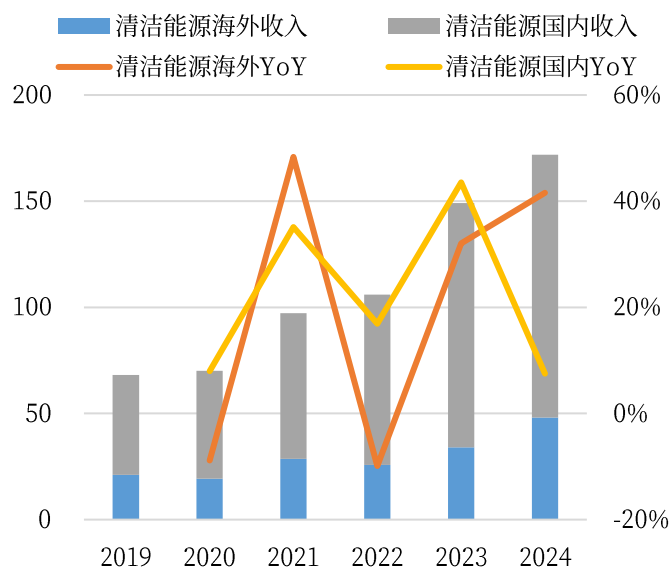
资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 天然气表观消费与进口量双双增长



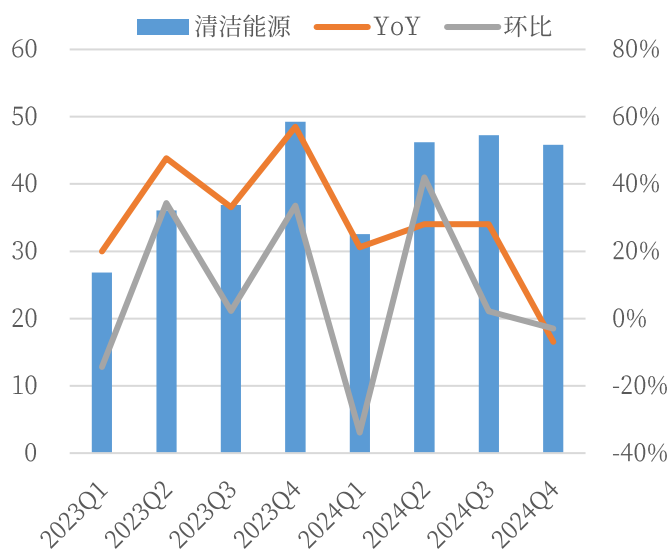
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图7 清洁能源分地区结构（亿元）



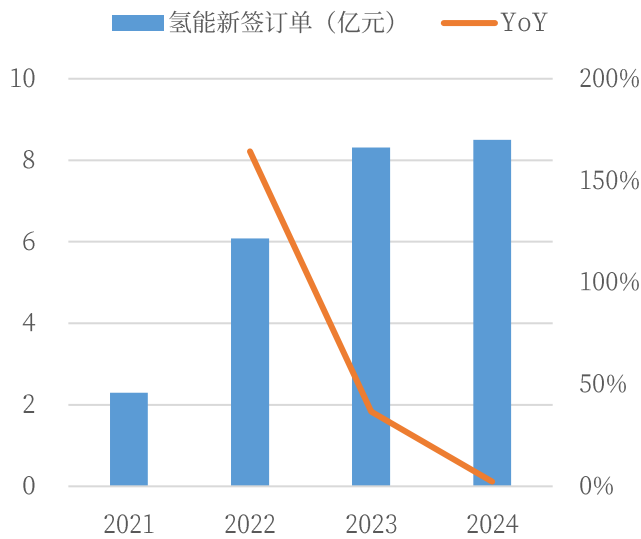
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图8 清洁能源单季度收入（亿元）



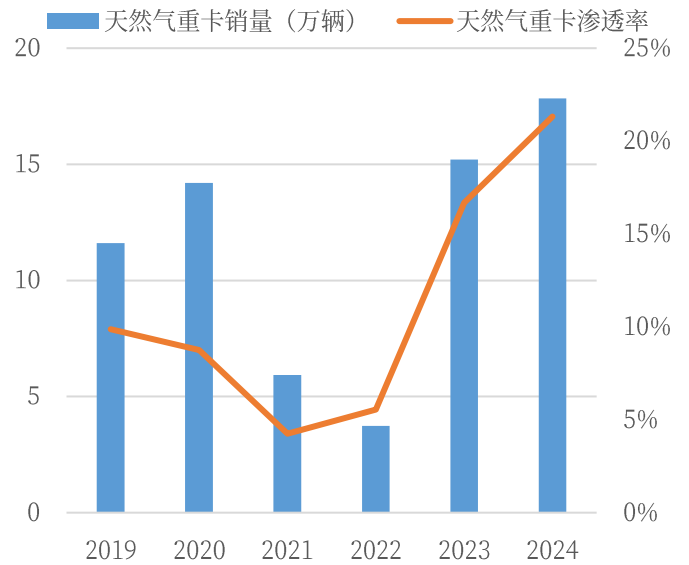
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图9 公司氢能业务新签订单持续增长



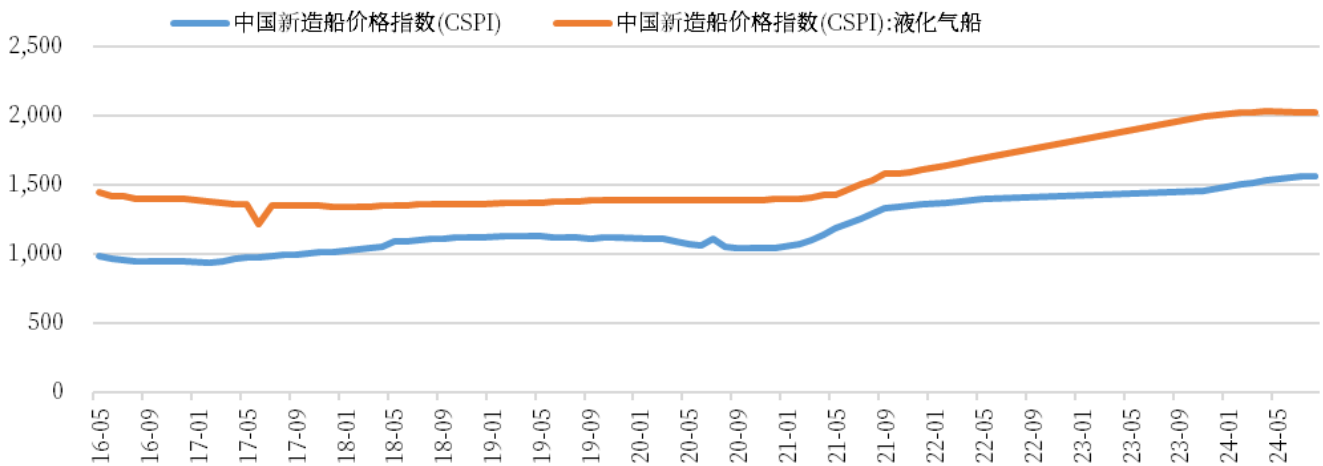
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图10 天然气重卡的渗透率和销量



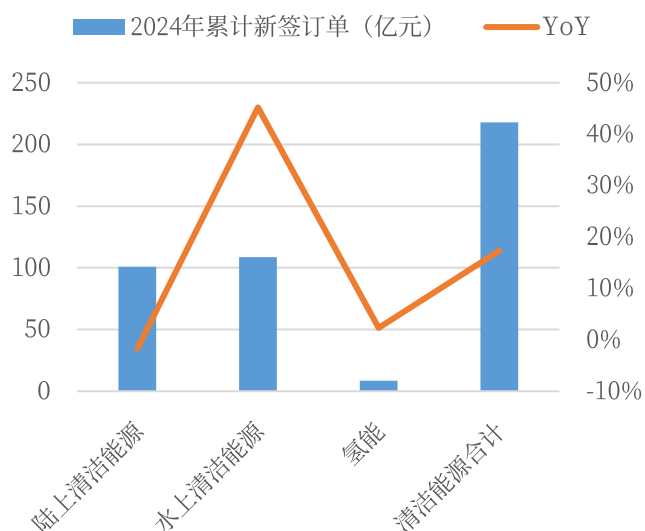
资料来源：第一商用车网，中航证券研究所

图11 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



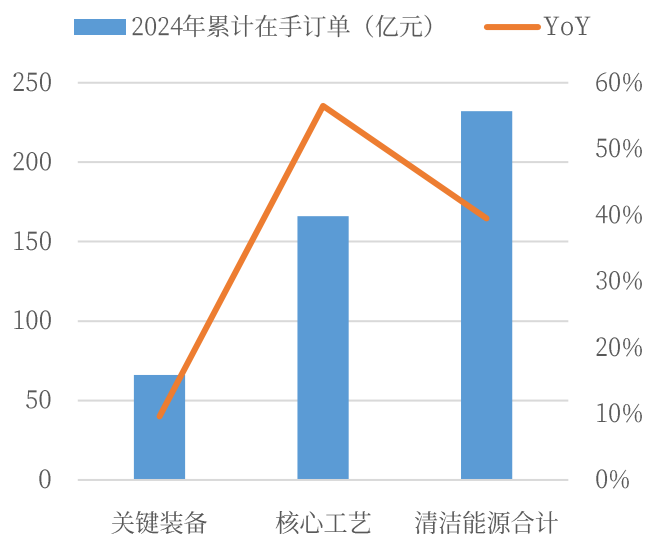
资料来源：iFind，中航证券研究所

图12 清洁能源 2024 年累计新签订单



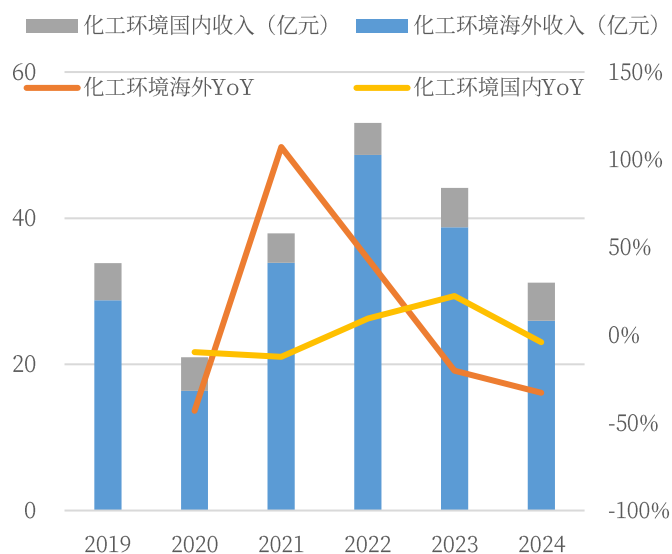
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图13 清洁能源 2024 年累计在手订单



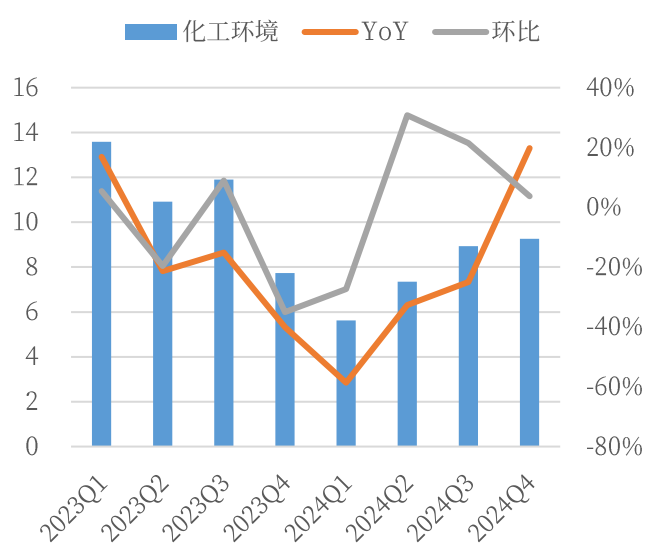
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图14 化工环境板块海外和国内市场收入和增速



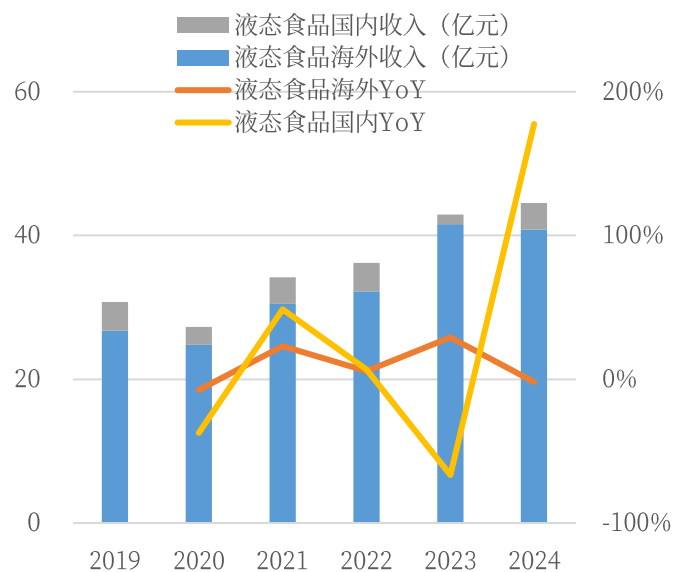
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图15 化工环境板块单季度收入（亿元）



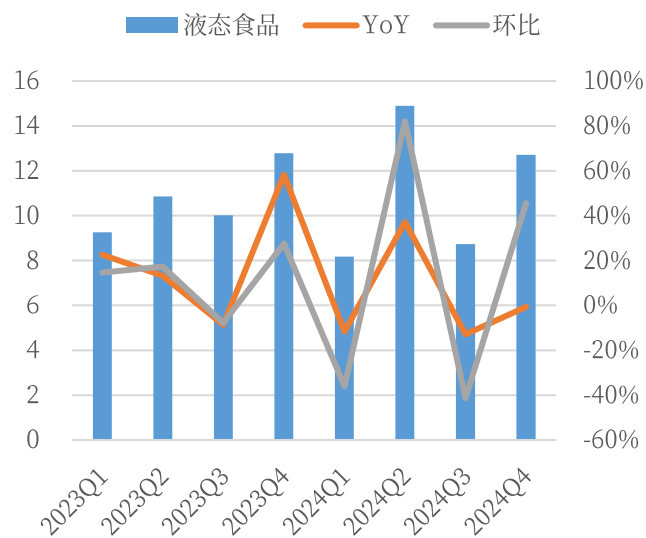
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图16 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17 液态食品板块单季度收入（亿元）



资料来源：公司公告，中航证券研究所

财务报表与财务指标
利润表(百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	24755.74	28709.55	33336.24	38466.32
销售成本	21201.50	24066.99	27854.92	32183.12
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	520.31	561.73	652.25	752.63
管理费用	2021.69	2465.81	2863.18	3303.80
财务费用	104.40	92.59	74.62	72.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	907.83	1522.43	1891.27	2154.37
其他非经营损益	536.09	337.63	337.63	337.63
税前利润	1443.92	1860.06	2228.90	2492.01
所得税	300.09	392.78	470.66	526.22
税后利润	1143.84	1467.29	1758.24	1965.79
归属于非控制股东利润	48.96	55.25	66.20	74.02
归属于母公司股东利润	1094.87	1412.04	1692.04	1891.77
EBITDA	1548.33	2421.47	2841.27	3164.82
NOPLAT	801.87	1273.99	1550.76	1756.56
EPS(元)	0.54	0.70	0.83	0.93

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
营收额增长率	4.78%	15.97%	16.12%	15.39%
EBIT 增长率	-0.16%	26.11%	17.97%	11.33%
EBITDA 增长率	-20.11%	56.39%	17.34%	11.39%
税后利润增长率	-1.70%	28.28%	19.83%	11.80%
毛利率	14.36%	16.17%	16.44%	16.33%
净利率	4.62%	5.11%	5.27%	5.11%
ROE	9.52%	11.29%	12.33%	12.54%
ROA	3.73%	4.46%	4.81%	4.82%
ROIC	8.22%	13.10%	13.70%	14.01%
P/E	11.68	9.05	7.55	6.76
P/S	0.52	0.45	0.38	0.33
P/B	1.11	1.02	0.93	0.85
股息率	0.00	0.03	0.04	0.04
EV/EBIT	-1.07	-0.55	-0.47	-0.48
EV/EBITDA	-1.07	-0.44	-0.38	-0.39
EV/NOPLAT	-2.06	-0.84	-0.69	-0.70

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

资产负债表(百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8818.30	7823.30	8353.67	9092.52
应收账款	3589.27	4564.40	5299.98	6115.59
预付款项、按金及其他应收款项	2227.42	2335.96	2712.41	3129.82
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	5221.47	6196.67	7171.97	8286.38
其他流动资产	2521.19	2984.79	3462.53	3992.25
流动资产总计	22377.64	23905.12	27000.56	30616.56
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4368.89	4657.50	5377.19	5934.20
在建工程	0.00	600.00	500.00	500.00
无形资产	926.15	771.79	617.43	463.07
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1708.99	1705.91	1702.84	1699.76
非流动资产合计	7004.02	7735.20	8197.45	8597.04
资产总计	29381.67	31640.33	35198.02	39213.60
短期借款	863.65	0.00	0.00	0.00
应付账款	5429.63	5573.80	6451.06	7453.45
其他流动负债	6905.24	8814.69	10214.52	11795.94
流动负债合计	13198.52	14388.49	16665.58	19249.39
长期借款	2122.21	2122.21	2122.21	2122.21
其他非流动负债	955.90	955.90	955.90	955.90
非流动负债合计	3078.11	3078.11	3078.11	3078.11
负债合计	16276.63	17466.60	19743.69	22327.50
股本	18.52	18.52	18.52	18.52
储备	11480.55	11480.55	11480.55	11480.55
留存收益	0.00	1013.44	2227.84	3585.59
归属于母公司股东权益	11499.07	12512.51	13726.91	15084.66
归属于非控制股东权益	1605.96	1661.21	1727.42	1801.44
权益合计	13105.04	14173.73	15454.33	16886.10
负债和权益合计	29381.67	31640.33	35198.02	39213.60

现金流量表(百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	719.16	1200.95	1491.90	1699.45
折旧与摊销	0.00	468.82	537.75	600.42
财务费用	104.40	92.59	74.62	72.40
其他经营资金	1662.81	-468.86	-287.98	-293.33
经营性现金净流量	2486.37	1293.50	1816.29	2078.93
投资性现金净流量	-1897.54	-933.66	-733.66	-733.66
筹资性现金净流量	-375.43	-1354.84	-552.26	-606.42
现金流量净额	213.40	-995.00	530.38	738.85

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 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沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 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:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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