更新报告

2015-03-24 星期二

中集安瑞科(3899.hk)
评级：强烈推荐

2014 年报超预期，2015 年业绩高增长依赖外延式收购

更新报告

目标价： $ 8.75
现价： $ 6.6
预计升幅：32.5%

股本数据

总股本(亿股)：	19.7
总市值(亿港元)：	130
52 周高/低（HK$）：	5.19/12.8
所属行业：	能源装备

主要股东持股

CHINA INTL MARINE CONTAINERS	58.57%
CHARM WISE LTD	9.87%
CAPITAL GROUP	4.84%
PGM HOLDING	4.14%

52 周行情图(Vs Nasdaq 指数)

资料来源：Bloomberg

相关报告

中集安瑞科报告-20111017\20120215\20120327\20120905\20121031\20130411\20130523\20140303\20140730

国元证券(香港)研究部

联系人：余小丽

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 9179

电邮： yuxiaoli@gyzq.com.hk

投资要点：

2014年年报超预期：

公司收入同比增长10%至112亿元人民币，股份持有人应占溢利同比增长4.5%，2014年年报超市场预期，特别是2014年下半年的强劲增长，2014年下半年收入达到63.8亿元人民币，同比和环比分别增长21%和33%，分业务板块来看，能源装备板块同比增长1%至54.22亿元，化工装备同比增长7%至33.14亿元人民币，液态食品装备同比增长44%至24.62亿元，能源、化工和食品占公司的收入比重分别为48.4%、29.6%和22%。

能源业务结构调整，从设备商转型为工程服务一体化企业：

目前公司在手订单约为60亿元人民币，其中能源、化工和食品装备分别为30亿、20亿和10亿元，虽然经历了2014年业务增速放缓，但公司能源装备的市场份额并未丢失，能源装备板块的业务也将从陆上向水上延伸，公司正在积极储备能源水上产业链。预计2015年能源装备中工程业务比例会从2014年的10%提高至15%左右，从传统的设备商转型为工程服务一体化企业，获得了包括液化工厂，新奥、深圳燃气的EPC订单。

2015年内生增长预计还将处于低速：

由于国际油价处于较低水平，天然气的相对经济性被打折扣，从而影响了下游用户的使用积极性，预计2015年公司能源板块内生式增速会较低，主要由工程项目拉动，而其毛利率相对较低，因此能源板块具有一定的毛利率压力，化工板块非标灌箱会取得一定增长，但是标准灌箱增长存在一定压力，食品装备板块还将取得较高增速，但其占公司的收入比重最小，因此预期公司2015年收入内生式增长还是处于低速。

业绩高速增长依赖外延式收购：

从长远来看，中国天然气行业具有经济性和环保性，因此作为中国的重要的清洁能源还将会长远发展，特别LNG行业发展非常迅速，公司还有许多业务可以补充的，目前公司的现金非常充足，在手现金16.8亿元，收购具有足够的资金，外延式收购将助推公司的业绩高速增长。

评级强烈推荐：

预计公司 2015、2016 年的净利润 11.35 亿、14.75 亿元，同比增长 10%和 30%，给与其 2015 年 12 倍 PE，目标价为 8.75 港元，增长空间为 32.6%。

人民币千元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售收入	10,172,334	11,197,670	12,564,940	15,245,273	17,563,610
	25.86%	10.08%	12.21%	21.33%	15.21%
毛利	2,025,033	2,100,591	2,436,463	3,067,078	3,603,211
毛利率	19.9%	18.8%	19.4%	20.1%	20.5%
除税前盈利	1,182,982	1,181,931	1,405,216	1,825,831	2,201,964
除税前利润率	11.6%	10.6%	11.2%	12.0%	12.5%
年度溢利	980,666	1,035,063	1,135,216	1,475,831	1,801,964
同比增长	28.3%	5.5%	9.7%	30.0%	22.1%
纯利率	9.6%	9.2%	9.0%	9.7%	10.3%
股权持有人应占溢利	972,521	1,023,330	1,122,347	1,459,102	1,781,538
每股收益（港元）	0.65	0.67	0.73	0.96	1.17

图表 1 中集安瑞科同类型公司对比

代码	公司名称	市值(亿)	PE				PB			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
DOW US	陶氏化学	546.78	17.12	15.96	16.44	13.19	2.34	2.19	2.24	2.09
DO US	钻石近海钻探公司	38.13	14.49	8.66	14.26	61.10	1.71	0.86	0.82	0.83
TRN US	Trinity 工业公司	54.92	12.02	8.47	8.19	8.80	1.85	1.76	1.48	1.29
5201 JP	旭硝子	9220.71	46.81	65.20	24.53	23.69	0.70	0.85	0.81	0.80
408 HK	叶氏化工集团	24.33	15.00	14.03	9.67	8.21	1.27	0.81	0.81	0.78
148 HK	建滔化工集团	126.97	7.01	7.18	6.56	5.22	0.61	0.35	0.34	0.31
716 HK	胜狮货柜	27.56	16.53	10.41	9.11	7.29	0.95	0.57	0.55	0.52
902 HK	华能国际	1457.42	7.39	8.52	7.92	7.80	1.23	1.48	1.35	1.24
1193 HK	华润燃气	485.95	27.00	18.67	16.24	13.86	4.23	2.91	2.56	2.24
384 HK	中国燃气	624.23	21.28	23.76	19.23	15.70	3.61	4.10	3.34	2.88
2688 HK	新奥能源	496.04	38.59	17.75	15.83	13.69	5.08	3.51	2.95	2.55
1083 HK	港华燃气	183.23	21.17	15.60	13.60	11.84	1.87	1.34	1.24	1.14
836 HK	华润电力	921.16	7.92	7.69	7.42	7.16	1.36	1.24	1.12	1.01
1088 HK	中国神华	4781.42	8.42	8.00	9.09	8.48	1.37	1.04	0.97	0.90
GTLS US	查特工业公司	10.44	34.91	13.96	19.35	15.23	3.85	1.24	1.11	1.07
1898 HK	中煤能源	964.04	11.74	51.86	65.34	35.90	0.51	0.49	0.49	0.49
189 HK	东岳集团	57.61	10.89	6.86	5.35	4.48	0.96	0.62	0.55	0.51
3800 HK	保利协鑫能源	323.73	N/A	15.33	10.99	9.09	2.30	1.78	1.55	1.35
300228 CH	富瑞特装	83.03	45.40	33.30	28.46	21.79	10.33	6.68	5.64	4.70
平均			20.21	18.48	16.19	15.40	2.43	1.78	1.57	1.40

资料来源：Bloomberg，国元香港

财务摘要

损益表

RMB Million，财务年度截至12月底

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	**6,716**	**8,083**	**10,172**	**11,198**	**12,565**	**15,245**	**17,564**
毛利	1,235	1,577	2,025	2,101	2,436	3,067	3,603
其他业务收入	128	159	220	245	245	245	245
销售及管理费用	(670)	(824)	(1,037)	(1,130)	(1,250)	(1,450)	(1,600)
其它开支	132	182	214	247	249	249	248
营运收入	694	935	1,203	1,217	1,435	1,866	2,252
财务费用	(11)	(9)	(20)	(33)	(30)	(40)	(50)
税前盈利	722	926	1,183	1,182	1,405	1,826	2,202
所得税	(147)	(162)	(202)	(147)	(270)	(350)	(400)
净利润	**575**	**764**	**981**	**1,035**	**1,135**	**1,476**	**1,802**
折旧及摊销	**115**	**136**	**175**	**199**	**224**	**248**	**269**
EBITDA	**848**	**1,071**	**1,378**	**1,414**	**1,660**	**2,114**	**2,521**

增长

总收入（%）	68.0%	20.3%	25.9%	10.1%	12.2%	21.3%	15.2%
EBITDA（%）	74.8%	26.3%	28.7%	2.6%	17.4%	27.4%	19.3%

资产负债表

RMB Million，财务年度截至12月底

	2011A	2012A	2013E	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	992	952	1,531	1,678	1,171	1,528	1,696
应收贸易账款	1,356	1,842	2,437	3,136	2,805	4,070	3,676
存货	2,078	1,974	2,495	1,955	3,061	3,119	4,445
按金、其他应收	435	461	800	553	553	553	553
其他流动资产	21	37	81	168	168	168	168
总流动资产	4,971	5,324	7,489	7,601	7,758	9,438	10,538
固定资产	993	1,575	1,767	2,005	2,266	2,501	2,714
无形资产	76	263	253	253	253	253	253
预付土地租赁	277	328	342	440	440	440	440
在建工程	275	188	75	227	200	200	200
其它	158	49	51	58	58	58	58
总资产	6,750	7,727	9,981	10,627	10,975	12,890	14,203
短期负债	63	75	66	100	75	75	75
应付账款	1,312	1,351	1,857	1,857	1,615	2,289	2,068
其他应付款项	1,147	1,330	2,078	1,851	1,851	1,851	1,851
短期银行贷款	321	263	134	60	60	60	60
其他	40	95	76	65	95	95	95
总短期负债	2,883	3,115	4,596	4,042	3,697	4,371	4,150
长期银行贷款	195	137	36	25	200	200	200
其他负债	269	397	425	418	397	397	397
总长期负债	463	534	461	443	597	597	597
股东权益	3,404	4,078	4,924	6,142	6,681	7,922	9,456
每股账面值	1.82	2.18	2.61	3.18	3.46	4.10	4.89
营运资金	2,088	2,209	2,894	3,559	4,061	5,067	6,389

财务分析

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力							
毛利率（%）	18.4%	19.5%	19.9%	18.8%	19.4%	20.1%	20.5%
EBITDA利率（	12.6%	13.2%	13.5%	12.6%	13.2%	13.9%	14.4%
净利率（%）	8.6%	9.5%	9.6%	9.2%	9.0%	9.7%	10.3%
营运表现							
销售及管理费	10.0%	10.2%	10.2%	10.1%	9.9%	9.5%	9.1%
实际税率（%）	20.4%	17.4%	17.1%	12.4%	19.2%	19.2%	18.2%
股息支付率（	0.0%	-15.3%	-10.8%	-21.8%	-33.2%	-11.5%	-12.3%
库存周转	114	99	88	75	76	80	83
应付账款天数	90	80	63	63	65	63	60
应收账款天数	75	78	84	94	90	89	85
ROA	8.5%	9.9%	9.8%	9.7%	10.3%	11.4%	12.7%
ROE	16.9%	18.7%	19.9%	16.9%	17.0%	18.6%	19.1%
财务状况							
净负债/股本	1.85	1.76	1.93	1.66	1.55	1.55	1.44
收入/总资产	0.99	1.05	1.02	1.05	1.14	1.18	1.24
总资产/股本	1.98	1.89	2.03	1.73	1.64	1.63	1.50
利息保障倍数	53.53	85.96	49.61	30.90	37.84	36.90	36.04

现金流量表

RMB Million，财务年度截至12月底

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBITDA	**848**	**1,071**	**1,378**	**1,414**	**1,660**	**2,114**	**2,521**
融资成本（收	(4)	1	(0)	10	23	20	40
营运资金变化	(336)	(45)	231	(186)	(1,070)	(649)	(1,154)
已付所得税	(157)	(141)	(241)	(147)	(270)	(350)	(400)
营运性现金流	**353**	**856**	**1,116**	**1,070**	**326**	**1,107**	**970**
资本开支	(462)	(521)	(262)	(389)	(460)	(460)	(460)
其他投资活动	19	20	18	0	0	0	0
投资性现金流	**(508)**	**(726)**	**(237)**	**(389)**	**(460)**	**(460)**	**(460)**
负债变化	373	(113)	(226)	(289)	25	(100)	(100)
股息	0	(117)	(106)	(226)	(377)	(170)	(221)
其他融资活动	(13)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
融资性现金流	**360**	**(211)**	**(287)**	**(535)**	**(372)**	**(290)**	**(341)**
现金变化	206	(82)	593	147	(507)	357	168
期初持有现金	812	992	952	1,531	1,678	1,171	1,528
汇率变动的影	(26)	42	(14)	0	0	0	0
期末持有现金	**992**	**952**	**1,531**	**1,678**	**1,171**	**1,528**	**1,696**

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责申明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称〝国元(香港)〞)编写,所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关联公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关联。此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而做出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力,缜密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关联公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关联公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。规范性披露分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需做出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国 元 证 券 （ 香 港 ） 有 限 公 司

公司地址：香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼
公司电邮：cs@gyzq.com.hk　　公司主机：+852-37696888
公司传真：+852-37696999　　服务热线：400-888-1313
公司网址：http://www.gyzq.com.hk