

买入 (维持)

3899.HK 中集安瑞科

港股通 (沪、深)

目标价: 9.00 港元

现价: 7.06 港元

扩大储运产品陆上至海上, 储气能力建设需求逐步释放

2018年11月14日

预期升幅: 27.5%

主要财务指标

日期	2018.11.13
收盘价(港元)	7.06
总股本(百万股)	1,996
流通股本(百万股)	1,996
总市值(百万港元)	14,092
流通市值(百万港元)	14,092
净资产(百万元)	6,038
总资产(百万元)	10,873
每股净资产(元)	3.02

数据来源: Wind

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,671	13,102	15,834	18,170
同比增长	33.92%	22.78%	20.85%	14.76%
净利润(百万元)	420	739	1,019	1,256
同比增长	144.86%	75.93%	37.83%	23.31%
毛利率	16.83%	16.37%	16.95%	17.19%
净利率	3.94%	5.64%	6.43%	6.91%
净资产收益率	7.17%	11.84%	14.55%	16.09%
每股收益(元)	0.22	0.38	0.52	0.65
每股经营现金流(元)	0.53	0.16	0.40	0.48

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

相关报告

跟踪报告_20180824

跟踪报告_20180528

公司首发报告_20180412

海外能源、公用事业、工业行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

投资要点

- **南通太平洋中小型 LNG 船前景广阔:** 公司南通太平洋包括三部分业务, 分别是船、船用罐和模块, 公司历史交付船只 30 多只, 2018 年公司已经交付了 2 条船, 预计 12 月份还会再交付一条船, 目前 LPG 和 LEG 船市场还未有明显复苏, 处于历史底部, 但是 LNG 船的强劲增长趋势已经形成, 公司聚焦的是加注船和运输船, 预计这两块市场将会迎来强劲增长。
- **LNG 重卡车载瓶市场复苏:** 公司 LNG 重卡车载瓶主要在江苏圣达因工厂生产, 2018 年随着国家保供政策的落实及重卡企业年底冲量影响, 公司 LNG 重卡车载瓶业务在 10 月份开始显现出明显的复苏, 受制于公司生产人员数量不够, 目前处于供不应求状态, 日产量 100 台, 后续产能将会持续提高, 目前在手订单已经满产排单至 12 月底。
- **多式联运前景广阔, 储气调峰储罐需求逐步显现:** 目前中国进口 LNG 采购增长强劲, 今年每月进口量同比增速为 30-40%, 罐式集装箱运输能够突破 LNG 接收站窗口期不够的瓶颈, 实现水陆多式联运。随着下游土地、环评的逐步完成, 市场储气调峰储罐需求逐步显现。
- **化工装备依然处于景气高峰期, 啤酒精酿是一大看点:** 2018 年是公司化工装备历史上最好的年份, 目前该板块的在手订单和去年同期相比相当, 因此预计 2019 年也将处于景气高峰期, 由于公司化工装备是以美元计价, 因此化工板块今年下半年受益于人民币的贬值, 而毛利率有较为明显的提高。而在食品装备板块, 目前国内生产基地在手订单同比有轻微增长, 但是国内市场因为精酿项目订单增长 25%。
- **我们的观点:** 公司 LNG 板块业务依然在强劲增长, 特别是 LNG 中小型船、LNG 罐式集装箱、LNG 储罐产品等, LNG 重卡车载瓶呈现出明显复苏趋势, 而化工和食品装备未看到下滑, 因此公司未来增长前景乐观。我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 13,102、15,834 和 18,170 百万元, 净利润为 739、1,019 和 1,256 百万元, EPS 分别为 0.38、0.52 和 0.65 元, 我们维持公司“买入”评级, 维持目标价 9.00 港元。

风险提示: 油价大幅下跌; LNG 进口增长缓慢; 出现安全事故。



报告正文

- **南通太平洋中小船前景广阔：**公司南通太平洋主要包括三部分业务，分别是船、船用罐和模块，公司历史交付船只 30 多只，主要是 LNG、LPG 和 LEG 船，其中大部分交付的都是 LEG 船，公司在 LEG 船市场份额第一，2018 年公司已经交付了 2 条船，预计 12 月份还会再交付一条船，目前 LPG 和 LEG 船市场还未有明显复苏，处于历史底部，但是 LNG 船的强劲增长趋势已经形成，公司主要做 5 万方以下的中小型 LNG 船，随着中国 LNG 接收站建设越来越多，游轮和集装箱改造成天然气作为燃料，极大提高了内河 LNG 船的需求量，LNG 船主要包括加注船、运输船和动力船，公司聚焦的是加注船和运输船，预计这两块市场将会迎来强劲增长。公司的船用罐产品之前交付了 100 多台，主要为自用，随着该市场的需求提升，公司未来将加大外供，也将是公司的收入增长来源之一。

图1、公司 LEG 船



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司船用罐



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **LNG 重卡车载瓶市场复苏：**公司 LNG 重卡车载瓶主要在江苏圣达因工厂生产，2016 年 10 月到 2017 年 10 月一直满负荷生产，但是由于 2017 年的严重气荒，重卡车主加不到 LNG，导致 LNG 重卡需求急速萎缩，2018 年随着国家保供政策的落实及重卡企业年底冲量影响，公司 LNG 重卡车载瓶业务在 10 月份开始显现出明显的复苏，受制于公司生产人员数量不够，目前处于供不应求状态，日产量 100 台，后续产能将会持续提高，目前在手订单已经满产排单至 12 月底。

图3、公司 LNG 重卡车载瓶



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司圣达因厂房储罐



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **多式联运前景广阔：**目前中国进口 LNG 采购增长强劲，今年每月进口量同比增速为 30-40%，罐式集装箱运输能够突破 LNG 接收站窗口期不够的瓶颈，实现水陆多式联运，目前公司罐式集装箱的产能为单班 3000 台。

图5、公司 LNG 罐箱产品



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司 LNG 罐箱产品



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **储气调峰储罐需求逐步显现：**随着下游土地准备及环评等环节结束，公司看到目前市场上需要的 1 万方和 2 万方的储罐需求量总共约为 40 多台（还未到招标阶段），现在下游客户有些是小型气瓶组成群组提供储气能力，如 60 个 150 方气瓶等，后续将逐步进入到 1,2 万方储罐需求的释放。

表1、公司储气罐类型

容量 (立方米)	类别	应用场景
5-300	小型	煤改气 城市调峰
300-1,000	中型	城市调峰
1,000-5,000	大型	城市调峰 LNG 液化工厂
5,000-8,000	大型	终端型/气源型 LNG 调峰储备站
8,000-20,000	超大型	终端型/气源型 LNG 调峰储备站
45.5	LNG 罐箱	分销保供

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **化工装备依然处于景气高峰期，啤酒精酿是一大看点：**2018 年是公司化工装备历史上最好的年份，目前该板块的在手订单和去年同期相比相当，因此预计 2019 年也将处于景气高峰期，由于公司化工装备是以美元计价，因此化工板块今年下半年受益于人民币的贬值，而毛利率有较为明显的提高。而在食品装备板块，目前国内生产基地在手订单同比有轻微增长，但是国内市场因为精酿项目订单增长 25%。
- **我们的观点：**公司 LNG 板块业务依然在强劲增长，特别是 LNG 中小型船、LNG 罐式集装箱、LNG 储罐产品等，LNG 重卡车载瓶呈现出明显复苏趋势，而化工和食品装备未看到下滑，因此未来增长前景乐观。我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 13,102、15,834 和 18,170 百万元，净利润为 739、1,019 和 1,256 百万元，EPS 分别为 0.38、0.52 和 0.65 元，我们维持公司“买入”评级，维持目标价 9.00 港元。
- **风险提示：** 油价大幅下跌；LNG 进口增长缓慢；出现安全事故

表2、行业公司估值对比

代码	证券简称	总市值(亿港元)	PE-TTM	2018PE	2019PE	PB
3899.HK	中集安瑞科	140.93	18.31	16.64	11.97	2.02
GTLS.O	查特工业	165.07	31.55	--	--	2.55
300228.SZ	富瑞特装	26.31	-59.26	--	--	1.33
300471.SZ	厚普股份	25.73	-12.37	--	--	1.50
2688.HK	新奥能源	781.61	22.45	14.74	12.75	3.68
1193.HK	华润燃气	687.22	16.41	13.29	11.84	2.90
0384.HK	中国燃气	1,313.51	21.55	15.88	13.29	13.88
135.HK	昆仑能源	764.46	12.15	11.63	10.58	1.57
0003.HK	港华燃气	158.49	11.11	10.96	9.72	0.99

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理（中集安瑞科、新奥能源、华润燃气、中国燃气 PE 为我们预测数据，其余取自 2018 年 11 月 13 日 Wind 一致预期）

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10,305	11,387	14,323	16,364	营业收入	10,671	13,102	15,834	18,170
货币资金	2,251	2,919	4,009	5,221	销售和管理费用	(1,306)	(1,465)	(1,673)	(1,816)
按金、其他应收款项及预付款项	1,569	1,569	1,569	1,569	财务费用	(79)	(113)	(167)	(233)
应收账款	2,979	3,955	4,485	5,433	营业利润	740	980	1,304	1,601
其他应收款	187	187	187	187	税前利润	555	935	1,274	1,571
存货	3,054	2,758	4,074	3,954	所得税	(135)	(195)	(255)	(314)
非流动资产	3,862	3,568	3,485	3,411	净利润	420	739	1,019	1,256
固定资产	2,590	2,497	2,413	2,340	EPS(元)	0.22	0.38	0.52	0.65
无形资产	504	397	397	397	EBITDA	928	1,331	1,715	2,069
预付土地租赁费	509	440	440	440					
在建工程	130	130	130	130	主要财务比率				
其它	104	104	104	104	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
资产总计	14,167	14,955	17,808	19,775	成长性				
流动负债	7,669	7,575	8,772	8,832	营业收入增长率	33.9%	22.8%	20.8%	14.8%
短期借款	1,390	1,390	1,390	1,390	营业利润增长率	11.3%	32.3%	33.0%	22.8%
其他应付款项及应计费用	3,482	3,482	3,482	3,482	净利润增长率	144.9%	75.9%	37.8%	23.3%
应付账款	2,433	2,415	3,612	3,672					
其他	251	178	178	178	盈利能力				
非流动负债	606	1,104	2,004	3,104	毛利率	16.8%	16.3%	16.9%	17.2%
长期借款	0	500	1,400	2,500	净利率	3.9%	5.6%	6.4%	6.9%
其他	606	604	604	604	ROE	7.2%	11.8%	14.6%	16.1%
负债合计	8,275	8,679	10,776	11,936					
股东权益合计	5,861	6,245	7,001	7,807	偿债能力				
					资产负债率	58.4%	58.0%	60.5%	60.4%
					流动比率	134.4%	134.4%	150.3%	163.3%
					速动比率	94.6%	113.9%	116.8%	140.5%
					营运能力(次)				
					资产周转率	0.75	0.88	0.89	0.92
					应收帐款周转率	3.29	3.48	3.48	3.48
					每股资料(元)				
					每股经营现金	0.53	0.16	0.40	0.48
					每股净资产	3.01	3.16	3.51	3.88
					估值比率(倍)				
					PE	31.0	16.6	11.9	9.7
					PB	2.0	1.9	1.7	1.5

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	420	739	1,019	1,256
折旧和摊销	294	283	274	265
资产减值准备	106	0	0	0
财务费用	(79)	(113)	(167)	(233)
所得税	(135)	(195)	(255)	(314)
营运资金的变动	1,175	520	1,048	1,273
经营活动产生现金流量	1,040	325	794	959
投资活动产生现金流量	(2,225)	(200)	(200)	(200)
融资活动产生现金流量	520	543	495	453
现金净变动	(666)	668	1,089	1,213
现金的期初余额	2,917	2,251	2,919	4,009
现金的期末余额	2,251	2,919	4,009	5,221

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园(控股)有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、旋蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团(控股)有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司和朗诗绿色集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明