

清洁能源装备先进智造龙头

华泰研究

2021年5月28日 | 中国香港

首次覆盖

工业/机械设备

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

9.73

研究员

SAC No. S0570519040003
SFC No. BQI170

关东奇来

guandongqilai@htsc.com
+86-21-28972081

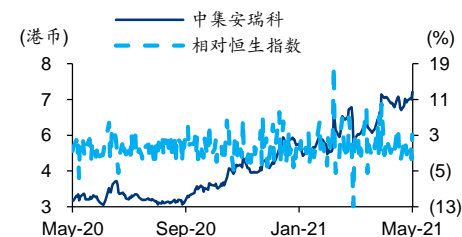
华泰证券 2021 年度中期投资峰会



基本数据

目标价(港币)	9.73
收盘价(港币 截至5月26日)	7.02
市值(港币百万)	14,163
6个月平均日成交额(港币百万)	33.37
52周价格范围(港币)	2.98-7.14
BVPS(港币)	4.31

股价走势图



资料来源: S&P

中集安瑞科: 清洁能源装备先进智造龙头

中集安瑞科主要从事广泛用于清洁能源、化工环境及液态食品三个行业的各类型装备。公司依托能源、食品和化工产业链，积极开拓海内外市场，是业内具有领先地位的集成业务服务商和关键设备制造商。公司有望坚守主航道、发展新领域，打造行业领先的一体化综合服务能力。我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.43/0.50/0.54元，采用分部估值法，给予目标价9.73港币，给予“买入”评级。

高举高打聚焦氢能“储运+”，开辟新增长级

中国政府提出2060年“碳中和”的目标，氢能产业发展进入快车道。据我们测算，2021-2050年，加氢站对应设备合计新增投资额有望达到830亿元，中国储氢瓶市场规模合计有望达到3234亿元。受中国市场庞大的重卡基数推动，中国未来或将成为全球最大的车载储氢瓶市场。2021年3月，公司宣布与Hexagon设立合营公司，将设立年产能约为10万个储氢瓶的生产线，如顺利达产，有望在2025年实现国内约32.31%的市场份额。挪威Hexagon作为全球最先进的四型高压储氢瓶技术的持有者和制造商之一，与安瑞科成立合资公司，有望成为IV型瓶的国产化生产线的先驱者。

天然气全产业链布局，受益于LNG需求稳定增长

需求助推，中国有望加速建设LNG产能及储运能力。2020年全国工厂日有效产能为12422万方，同比增速达25.1%，工厂年产量为1,385万吨，同比增速为23.8%，均处于历史高点。据《能源杂志》对天然气价格中长期趋势性下行的判断，LNG重卡相对于柴油重卡的经济性更凸显，叠加国六标准实行，有望推动LNG重卡需求释放。安瑞科作为天然气装备龙头，全产业链布局完善，有望直接受益于LNG需求稳定增长。

首次覆盖，给予“买入”评级

采用分部估值法。清洁能源中氢能相关设备业绩贡献较小，暂不考虑估值。天然气相关设备业务，参考可比公司21PEG均值1.0x，结合安瑞科21-23年该业务净利润预测CAGR13%，同时考虑公司龙头优势，给予21年市值88.36亿元人民币（21年净利润预测4.65亿元* CAGR13*1.43xPEG）。化工箱罐业务，参考可比公司21PE均值14x，给予市值25.48亿元（净利润预测1.82亿元*14倍PE）。液态食品装备业务，参考可比公司21PE均值24x，给予市值47.52亿元（净利润预测1.98亿元*24倍PE）。合理市值161.36亿元人民币/195.99亿港元，目标价9.73港币，对应21PE19.0x。

风险提示：行业下游需求恢复不及预期、汇率波动风险、清洁能源推广使用力度不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	13,743	12,305	14,915	16,263	17,739
+/-%	3.78	(10.47)	21.21	9.04	9.08
归属母公司净利润(人民币百万)	911.00	579.90	845.00	984.37	1,075
+/-%	15.98	(36.34)	45.71	16.49	9.20
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.46	0.29	0.43	0.50	0.54
ROE(%)	12.77	7.97	10.40	10.80	10.55
PE(倍)	12.08	19.14	13.13	11.27	10.32
PB(倍)	1.54	1.52	1.37	1.22	1.09
EV EBITDA(倍)	10.30	12.18	11.50	8.90	8.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

与市场不同的观点.....	3
清洁能源装备先进智造龙头	4
LNG 储运龙头，打造氢燃料电池储运龙头.....	4
受益于 LNG 产业发展，04-19 年营收复合增速 39%.....	6
高举高打聚焦氢能“储运+”，开辟新增长级	9
政策推动氢燃料电池产业化，氢能发展进入快车道	9
聚焦氢能“储运+”设备，布局未来广阔市场	11
天然气全产业链布局，受益于 LNG 需求稳定增长	13
天然气应用前景持续向好，LNG 消费量有望持续增长.....	13
需求助推，中国有望加速建设 LNG 产能及储运能力	14
天然气装备龙头，全面受益于天然气行业发展.....	16
化学装备领域龙头地位稳固，分拆上市有望助推业务发展.....	18
我国箱罐物流运输使用率仍较低，发展空间较大	18
规模优势及技术壁垒明显，稳坐化工箱罐全球龙头	18
液态食品业务国际化+多元化，开拓新应用场景	20
维持双维度发展战略，提供多样化解决方案	20
啤酒消费步入成熟期，致力探索新增长点.....	21
盈利预测与估值	23
关键假设及盈利预测	23
估值及投资建议.....	24
风险提示.....	25

与市场不同的观点

由于中集安瑞科的业务和产品线较为复杂，市场未清晰理解公司的未来增长点及产品布局思路，我们进一步梳理了公司的投资价值，我们认为，公司的核心竞争力在清洁能源板块中的 LNG 板块全产业链布局以及氢能板块的闭环产业链生态的研发布局。“碳中和”目标的设定有望推动 LNG 产业和氢能产业的快速发展，1) 中集安瑞科作为天然气装备龙头，全产业链布局完善，优势明显，有望直接受益于 LNG 需求稳定增长；2) 公司率先布局加氢站及储氢瓶设备，探索闭环生态链，有望成为我国氢能产业发展的先驱者，受益于国内氢能产业的快速蓬勃发展。看好公司未来车载储氢瓶产能的放量。

氢能设备：据我们测算，2021-2050 年，加氢站对应设备合计新增投资额有望达到 830 亿元，中国储氢瓶市场规模合计有望达到 3234 亿元。受中国市场庞大的重卡基数推动，中国未来或将成为全球最大的车载储氢瓶市场。2021 年 3 月，公司宣布与 Hexagon 设立合资公司，将设立年产能约为 10 万个储氢瓶的生产线，如顺利达产，有望在 2025 年实现国内约 32.31% 的市场份额。挪威 Hexagon 作为全球最先进的四型高压储氢瓶技术的持有者和制造商之一，与安瑞科成立合资公司，有望成为 IV 型瓶的国产化生产线的先驱者。安瑞科的核心思路是探索氢能业务链闭环，具备自我造血功能，我们认为在这一思路指引下，公司有望率先打通氢能产业链的盈利模式，实现产品研发向利润的转化。

LNG 设备：需求助推，中国有望加速建设 LNG 产能及储运能力。2020 年全国工厂日有效产能为 12422 万方，同比增速达 25.1%，工厂年产量为 1,385 万吨，同比增速为 23.8%，均处于历史高点。根据《能源杂志》对天然气价格趋势性下行的判断，LNG 重卡相对于柴油重卡的经济性更加凸显，叠加国六标准实行，有望推动 LNG 重卡需求释放。中集安瑞科作为天然气装备龙头，全产业链布局完善，先发优势较为明显，能为客户提供 LNG 上中下游一站式解决方案。另外安瑞科相比其他国内竞争对手，具备更强的研发实力，在融资和经营方面均具备成本优势，有望直接受益于“碳中和”下 LNG 能源的稳步发展。

我们预计 2021-2023 年公司有望实现营收 149.15/162.63/177.39 亿元，同比增长 21.21%/9.04%/9.08%，实现净利润 8.45/9.84/10.75 亿元，同比增长 45.71%/16.49%/9.20%。

采用分部估值法。清洁能源中氢能源相关设备业绩贡献较小，暂不考虑估值。天然气相关设备业务，参考可比公司 21 PEG 均值 1.0x，结合安瑞科 21-23 年该业务净利润预测 CAGR 13%，同时考虑公司龙头优势，给予 21 年市值 88.36 亿元人民币（21 年净利润预测 4.65 亿元 * CAGR 13 * 1.43x PEG）。化工箱罐业务，参考可比公司 21PE 均值 14x，给予市值 25.48 亿元（净利润预测 1.82 亿元 * 14 倍 PE）。液态食品装备业务，参考可比公司 21PE 均值 24x，给予市值 47.52 亿元（净利润预测 1.98 亿元 * 24 倍 PE）。合理市值 161.36 亿元人民币/195.99 亿港元，目标价 9.73 港币，对应 21PE 19.0x。

清洁能源装备先进智造龙头

LNG 储运龙头，打造氢燃料电池储运龙头

起家于清洁能源运输、储存业务，积极拓展海外市场。中集安瑞科主要从事广泛用于清洁能源、化工环境及液态食品三个行业的各类型运输、储存及加工装备的设计、开发、制造、工程、销售及运作，并提供有关技术保养服务。安瑞科依托能源、食品和化工产业链，积极开拓海内外市场，经过多年来快速发展，已成为业内具有领先地位的集成业务服务商和关键设备制造商。

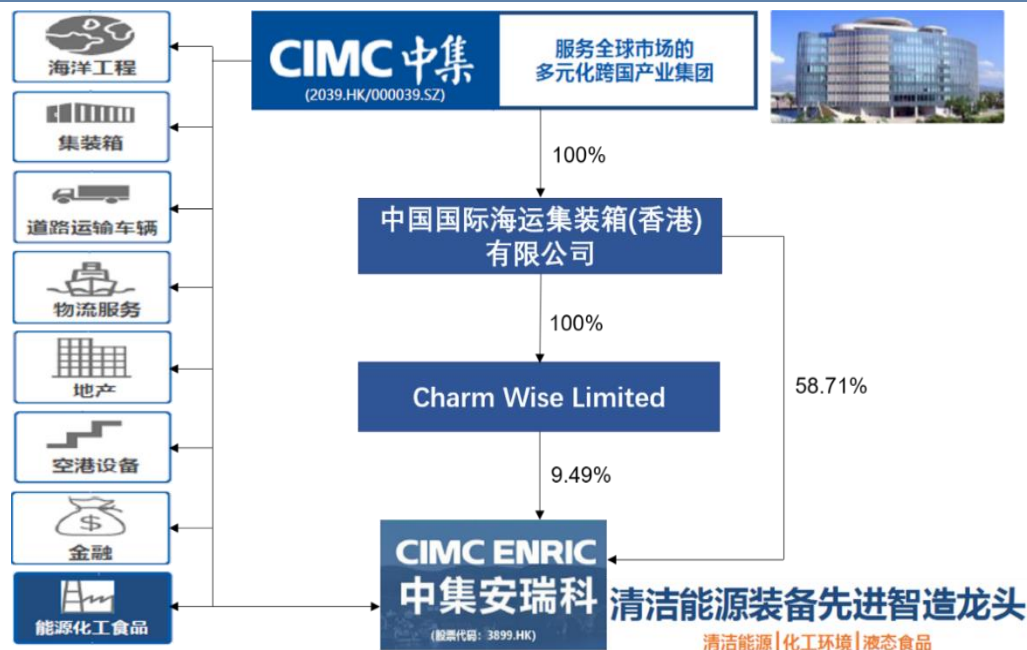
图表1： 2020 年末中集安瑞科业务概览



资料来源：公司官网，华泰研究

截止 2020 年底，中集安瑞科由中集集团控股，中集集团间接持有中集安瑞科 68.20% 股权。中集集团通过中国国际海运集装箱(香港)有限公司和 Charm Wise Limited 分别持有中集安瑞科 58.71% 和 9.49% 的股权。

图表2： 中集安瑞科股权结构图



资料来源：公司官网，华泰研究

公司建立完善的人才培养体系以及丰富股权激励机制。公司于 2018 年发行一期股权激励计划，向 41 名公司及附属公司董事，授予 1435 万股限制性股份，并向其他选定参与者授予 3185 万股限制性股份，合计 4621 万股；于 2020 年 4 月 3 日通过最新一期股权激励计划，向经选定参与者合计授予不超过已发行股份 2% 的股份。

公司通过持续并购/合营完善三大业务板块及全产业链服务能力。2008 年至 2021 年公司共完成 17 项主要收购，总金额达 60.7 亿元。公司 1) 在能源装备领域并购了 TGE、荆门宏图、辽宁哈深冷、太平洋海工等，对天然气产业链的上中下游多个环节实现全覆盖；2) 2021 年 3 月宣布与合斯康 (HPUR NO) 拟成立两家合营公司，一家负责高压储氢瓶生产，另一家负责供氢系统，布局氢能储运综合解决方案；3) 在化工装备领域并购了南京扬子石化等，加强化工存储工程领域布局；4) 在液态食品领域并购了荷兰的 Holvrieka, 德国的 Ziemann 和英国的 Briggs, 切入啤酒以外的液态食品装备行业，提升整体行业竞争力。公司通过产业链纵向并购逐步扩大自身业务规模，提升全产业链服务能力。

图表3： 公司并购/合营项目一览

日期	收购/新建标的	股权 作价(百万元)	标的简介
2020/4	McMillan	100%	33 McMillan 主要从事产销蒸馏和酿造业所用的铜制设备
2020/1	Lindenau Full Tank Service	100%	23 LFTS 主要从事生产和维修各种罐箱及拖车以及维修低温设备
2019/3	宁夏长明天然气开发有限公司	65.09%	154 宁夏长明主要从事天然气液化业务
2019/3	DME 资产	100%	26 DME 集团总部位于加拿大，为以北美为主的精酿啤酒设备设计和制造商
2018/4	南通永信物流有限公司	100%	3 永信物流主要从事码头及堆场服务
2017/8	南通太平洋海洋工程有限公司	100%	800 南通太平洋主要从事海洋石油、天然气行业中液化气的运输和储存，海工吊车，海工模块，钻井系统及设备等
2016/6	Briggs Group Limited	100%	222 Briggs 主要为啤酒、蒸馏、制药、酵母、生物燃料等行业提供工程设计和关键装备
2015/3	辽宁哈深冷气体液化设备有限公司	60%	240 哈深冷主要从事天然气液化装置的设计、开发、制造、安装调试和关键装备制造等
2015/3	Burg Service B.V.	100%	11 Burg 主要从事常压液体罐车及行业相关运输设备的生产和修理
2014/12	金科深冷	55%	4 金科深冷主要从事空气、天然气等各种气体的分离、液化、提纯等各类深冷装置的开发
2014/7	南通中集大型储罐有限公司	70%	337 南通大罐主要从事研发、开发、设计和生产销售储罐及相关部件，提供出关项目涉及的培训和咨询服务。
2012/8	Ziemann 资产	100%	206 Ziemann 集团主要为各地啤酒厂提供设备集成化服务，包含原材料系统、糖化系统以及酿酒系统。
2011/11	南通中集交通储运装备制造有限公司	100%	66 南通罐车主要从事生产制造特种车
2011/9	南京扬子石化设计工程公司	100%	165 南京扬子石化主要从事化工、医药行业工程设计与建设工程总承包
2009/4	南通中集、张家港中集	100%	2347 南通中集是世界集装箱制造龙头企业；张家港中集圣达因低温装备有限公司是国内领先的低温装备制造商
2009/4	Holvireka Holding	100%	1363 Holvireka 是世界首位的啤酒不锈钢大罐生产商，专业从事研发生产液态食品的运输和存储设备
2008/8	荆门宏图特种飞行器制造有限公司	80%	69 荆门宏图主要从事制造和销售专用运输设备，尤其是液化气体以及化学物品的运输设备

资料来源：公司公告，华泰研究

公司产业布局遍布全球，具有完善的营销网络和功能齐全的研发中心。安瑞科在河北石家庄、廊坊，安徽蚌埠，湖北荆门，江苏南通、张家港，荷兰埃曼、斯涅克，丹麦兰讷斯及比利时梅嫩等多个城市拥有制造基地，建有一流的压力容器、罐式集装箱、液态食品生产储运及化工装备产品生产线，另外公司 2021 年 3 月宣布计划与合斯康成立合资公司，设立年产能约为 10 万个储氢瓶的生产线。公司拥有功能齐全的研发中心，营销网络遍布全球。

图表4：截止 2020 年末中集安瑞科产业布局

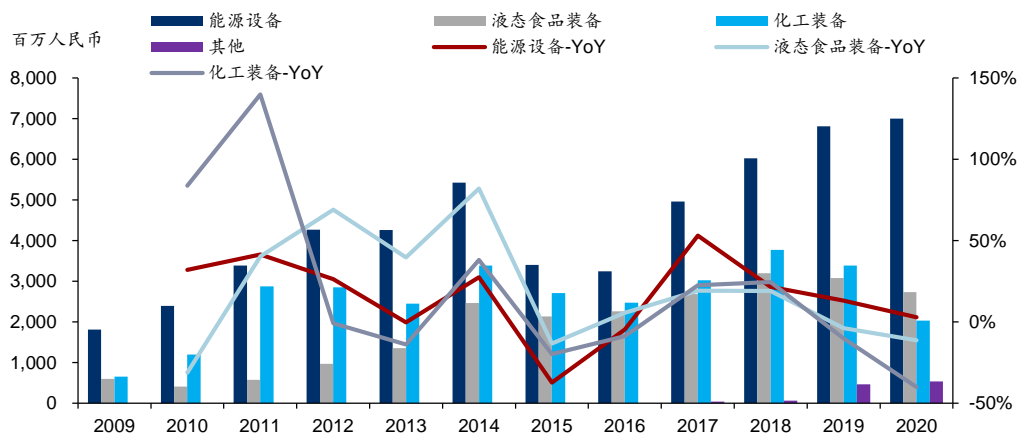


资料来源：公司官网，华泰研究

受益于 LNG 产业发展，04-19 年营收复合增速 39%

受益于 LNG 产业发展，公司营收稳步增长。据公司公告，公司收入从 2003 年的 0.7 亿元人民币增长到 2019 年的 137.4 亿元人民币，04-19 年复合增长率 39%，净利润从 0.1 亿元增长到 9.1 亿元。2015-2016 年营收下滑主要系 2015-2016 年油价大幅下挫，导致 LNG 价格优势有所削弱，因而影响 LNG 设备需求。2016 年大幅亏损主要系由于终止对南通太平洋的收购而计提 13.6 亿元的应收账款减值损失。

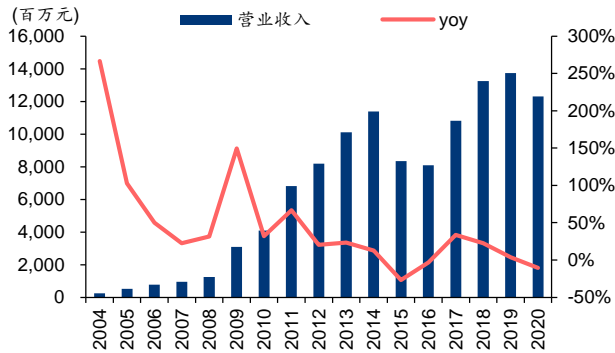
图表5：历年分业务营收及营收同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

2020Q3 起新签订单量逐步改善，公司营收及净利润或迎向上拐点。2020 年公司实现收入 123 亿元，同比下降 10%，净利润 5.8 亿元，同比下降 36%，主要系疫情影响导致销售及工程项目订单放缓。随着疫情防控工作不断推进，全球贸易逐步复苏，2020 年第三季度起公司清洁能源、化工环境及液态食品各业务营收环比均有不同程度改善，据 2020 年 Investor Presentation，截止 2021 年 2 月底公司累计在手订单 113.7 亿元/yoy+13.6%。

图表6： 历年营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

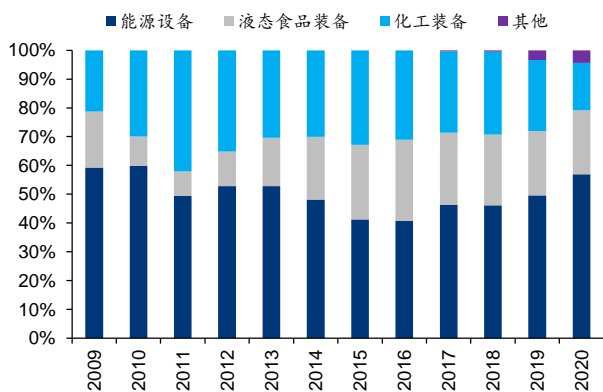
图表7： 历年净利润及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

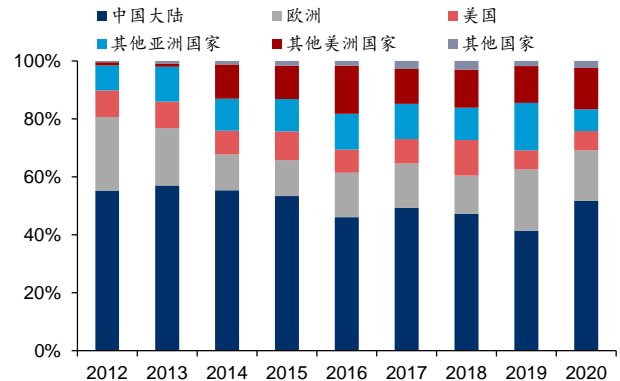
能源设备收入占比最高，海外收入占比逐年上升。从产品结构上来看，2009-2019 年间能源设备收入占比约在 45%-55%，2020 年的占比为 56.97%。液态食品装备收入逐年上升，主要系公司战略并购多家海外知名酒类设备厂商，化工装备收入占比基本持平。从地区结构上来看，公司的海外收入占比逐年上升，在 2019 年达到 58.7%，但 2020 年由于疫情影响，海外收入占比下降。公司有望继续加大海外业务拓展，通过英国和德国子公司覆盖欧洲、北美市场，进一步完善公司的海外市场网络。

图表8： 历年营业收入构成



资料来源：Wind，华泰研究

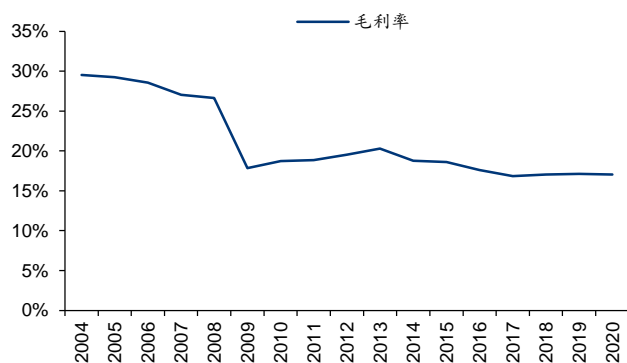
图表9： 历年营业收入地区构成



资料来源：Wind，华泰研究

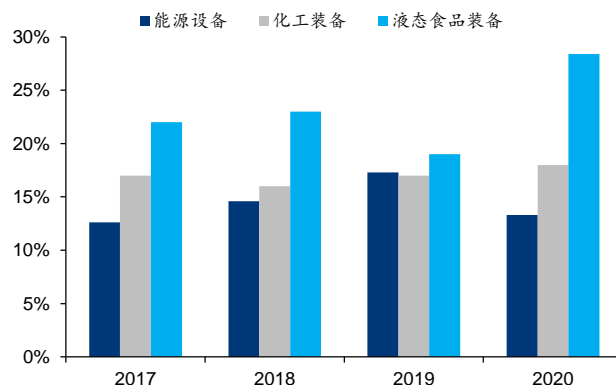
2017-2019 年费用率水平逐年改善，2020H1 受疫情影响毛利率水平短期承压。2009-2019 年间公司综合毛利率水平维持在 17%-20%之间。分业务来看，液态食品装备的毛利率较高，传统能源设备的毛利率略低。2020H1 公司毛利率水平下降到 14.23%，净利率下降到 3.8%，主要系受疫情影响，销售收入规模下降。2020H2 毛利率水平稳步回升至 19.32%。

图表10: 历史毛利率水平



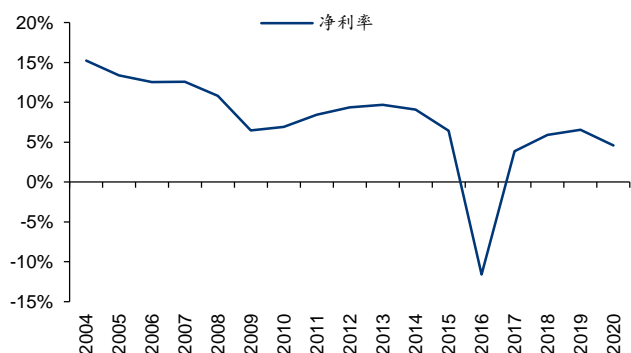
资料来源:公司公告, 华泰研究

图表11: 分业务毛利率水平



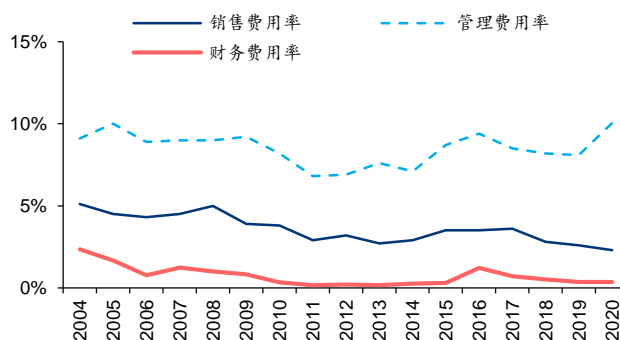
资料来源:公司公告, 华泰研究

图表12: 历史净利率水平



资料来源:Wind, 华泰研究

图表13: 各项费用比率



资料来源:Wind, 华泰研究

高举高打聚焦氢能“储运+”，开辟新增长级

政策推动氢燃料电池产业化，氢能发展进入快车道

“碳中和”大背景下，中国紧跟时代步伐，推出一系列氢能源发展的建设规划与补贴政策。中国政府提出 2060 年“碳中和”的目标，氢能源作为清洁能源，具有可再生、热值高、无污染、多种形态适应贮存运输等优势，在保障国家能源安全、代替化石燃料减少温室效应、推进能源产业升级等方面具有重要意义。各国政府积极推动氢能源及燃料电池发展，大力支持氢能源燃料电池汽车，中国紧跟时代步伐，推出一系列建设规划与补贴政策。

图表14：氢能产业政策梳理

时间	政府机构	政策文件	主要内容
2014.11	财政部	《关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知》	提出对新建燃料电池车加氢站给予奖励：对复合国家技术标准且日加氢能力不低于 200 公斤的加氢站各奖励 400 万元
2015.05	国务院	《中国制造 2025》	提出 2025 年基本完善制氢、加氢等配套设施
2016.12	国家能源局	《能源发展“十三五”规划》	集中攻关新型高效电池储能、氢能和燃料电池
2017.06	科技部 交通运输部	《“十三五”交通领域科技创新专项规划》	提出开展燃料电池车核心技术研发，推进加氢基础设施发展
2019.03	财政部	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	支持各地对充电（加氢）基础设施进行“补短板”建设
2020.04	国家能源局	《中华人民共和国能源法(征求意见稿)》	中国政府首次在法律层面将氢气确定为能源
2020.06	国家能源局	《2020 年能源工作指导意见》	从改革创新和推动新技术产业化发展角度推动氢能产业发展，制定实施氢能产业发展规划
2021.02	地方政府	省市《“十四五”规划纲要》	广东、上海、河北等十省一市对氢能产业做出明确的定位与计划，扶持氢能发展。

资料来源：财政部，国家能源局，华泰研究

氢能产业发展进入快车道。发展氢能源不仅缓解能源短缺，也可改善化石能源燃烧带来的环境污染问题。2019 年中国有 36 个省市出台氢燃料产业规划，到 2020 年 9 月份，规划的城市已经上升到 60 个。2016-2019 年，我国氢燃料电池汽车(FCV)产量从 629 台增长至 2737 台，复合增长率达到 63%。目标 2030 年中国的氢燃料电池车达到 100 万辆。

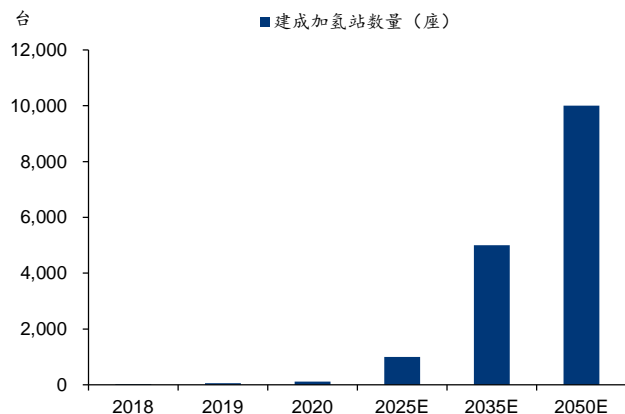
图表15：各国和地区对氢能发展的中长期规划

国家	美国		中国		欧洲		日本		韩国	
年份	FCV	加氢站	FCV	加氢站	FCV	加氢站	FCV	加氢站	FCV	加氢站
2020	-	-	1.5	100	1	200	4	160	1	80
2022	5	110	-	-	-	-	-	-	8.1	310
2025	20	580	5	300+	-	750	20	320	-	-
2030	530	5600	100	1000	424.5	1500	80	900	-	-
2040									620	1200

资料来源：《中国氢能源及燃料电池行业白皮书》，华泰研究（FCV 单位：万辆 加氢站单位：座）

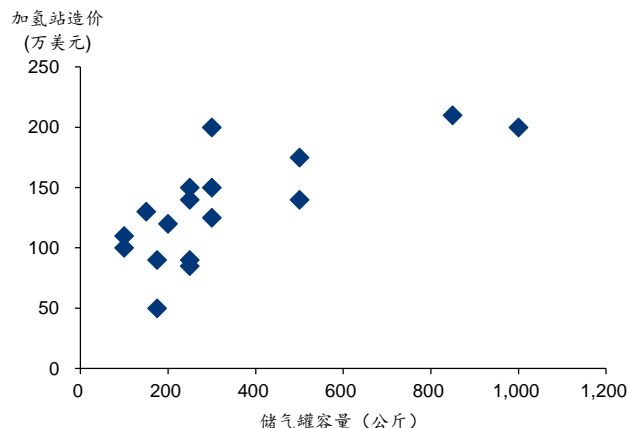
《节能与新能源汽车技术路线图》中指出到 2030 年中国计划建成加氢站 1000 座。2019 年 5 月 24 日，由中国汽车工程学会编写的《长三角氢走廊建设发展规划》正式发布，根据规划，长三角氢走廊目标加氢站数量在 2019-2021 年超 40 座、2022-2025 年超 200 座，2026-2030 年超 500 座。而在 2016 年，由工信部组织指定的《节能与新能源汽车技术路线图》中指出，到 2020 年中国加氢站数量将超过 100 座。据 2020 年 10 月 27 日《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》规划显示，到 2025 年我国加氢站的建设目标为至少 1000 座，到 2035 年加氢站的建设目标为至少 5000 座。据氢能研究院，截止 2020 年 12 月底，我国共建成 118 座加氢站，数量超过德国成为世界第二，另有 167 座在建或规划当中的加氢站，完成 2020 年规划水平。据《中国氢能源及燃料产业白皮书》，远期目标是在 2050 年实现中国建设加氢站数量 10,000 座。

图表16: 2020-2050E 中国加氢站建设规划



资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》,《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》,华泰研究

图表17: 2010-2020 年间不同规格的加氢站造价一览



资料来源: International Council on Clean Transportation, 华泰研究

2021-2050 年, 加氢站对应累计设备新增投资额有望达到 830 亿元。据 ICCT, 2020 年装有 500 kg 储气瓶的加氢站的造价约为 1200 万元人民币。据《中国氢能源及燃料电池产业白皮书(2019 版)》设备投资占到总投资的 70%。如按照 2050 年的远期规划建设 10000 座加氢站, 2021-2050 年累计新增投资额约为 1186 亿元, 假设设备投资额占总投资额的 70%, 对应设备投资额为 830 亿元。2020-2025 年间, 年均投资总额约为 21 亿元, 年均设备投资额为 15 亿元。

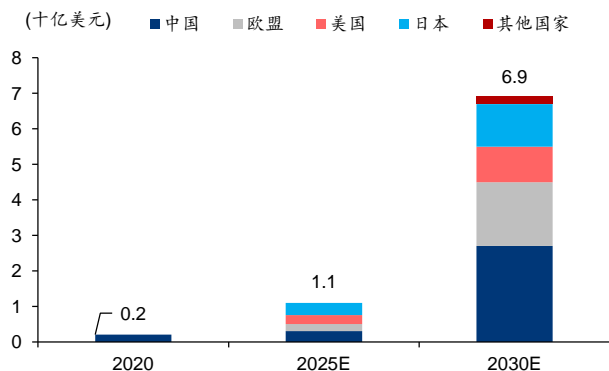
图表18: 加氢站数量及投资额测算

投资总额时间区间	2018	2019	2020	2020-2025	2025-2035	2035-2050
建成加氢站数量(座)	23	61	118	1000	5000	10000
新增加氢站数量(座)		38	57	882	4000	5000
新增加氢站投资总额(亿元)		4.56	6.84	106	480	600
年均新增加氢站投资总额(亿元)			6.84	21	48	40
新增加氢站设备投资总额(亿元)		3.19	4.79	74	336	420
年均新增加氢站设备投资额(亿元)			4.79	15	34	28

资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》,《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》,华泰研究预测

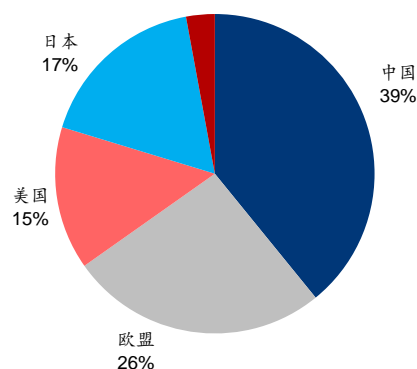
中国未来将成为全球最大的车载储氢瓶市场。在碳中和承诺的推动下, 特别是在能量密度要求较高的中型和重型卡车领域, 氢燃料电池汽车或将成为继锂电之后中国新能源汽车产业发展中的另一大重要发展方向。据势银咨询, Hexagon 可进入的车载储氢瓶市场规模在 2030 年预计达到 69 亿美元, 受中国市场庞大的重卡基数推动, 十年内中国市场的车载储氢瓶市场份额预期提升至 39%, 成为全球最大的车载储氢瓶市场。

图表19: 2020-2030E 车载储氢瓶市场规模预测



资料来源: 势银咨询, 华泰研究

图表20: 2030E 车载储氢瓶市场份额



资料来源: 势银咨询, 华泰研究

2020-2050 年中国储氢瓶市场规模合计有望达到 3234 亿元。据 2020 年 10 月 27 日《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》规划显示，到 2025 年我国燃料电池车保有量目标为至少 10 万辆，到 2035 年为至少 100 万辆。据《中国氢能源及燃料产业白皮书》，远期目标是在 2050 年实现中国 500 万辆的燃料电池车保有量。考虑到一辆车车载气瓶在 3-6 个不等，取平均值假设一辆车车载气瓶为 4.5 个，如按规划 2025 年燃料电池车保有量为 10 万辆，则 2020-2025 新增量 CAGR 为 29.05%，对应 2025 年销量为 6.88 万辆，储氢瓶年需求为 30.95 万个。据势银咨询，2020 年 III/IV 型储氢瓶的造价在 2865-3921 美元之间，考虑到国内以 70MPa 气态 III 型瓶为主，且有望增加采用 IV 型瓶技术路线，因此假设 2020 年、2025 年造价成本分别为 3921 美元及 3485 美元。假设企业毛利率水平维持在 30%，可测算得单个储氢瓶售价水平约 2 万至 4 万不等。按照当前车用储氢瓶价格，我们测算储氢瓶及配套系统单车价值量约为 10-15 万元/套（单车搭载 3-6 个储氢瓶+一套系统）。随着技术发展和生产规模的扩大，我们合理假设到 2025/2035/2050 年储氢瓶及配套系统单车价值量分别为 12/8/6 万元/套。测算得 2020-2050 年中国储氢瓶市场规模合计有望达到 3234 亿元，其中 2020-2025 年新增市场规模约为 111 亿元，2020-2035 年间市场规模约为 831 亿元。

图表21： 中国储氢瓶市场规模测算

投资总额时间区间	2018	2019	2020	2020-2025	2025-2035	2035-2050
燃料电池车保有量（万辆）	0.2966	0.5703	0.72	10	100	500
燃料电池销量（万辆）	0.1527	0.2737	0.1497	9.28	90	400
储氢瓶造价成本（美元）			3,921	3,485	2,440	1,952
储氢瓶造价成本（元）			27,055	22,653	15,857	12,685
储氢瓶售价（元）			38,650	32,361	22,653	18,122
储氢瓶配套系统单车价值量（万元）			15	12	8	6
新增储氢瓶市场规模（亿元）			2	111	720	2,400

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，《中国氢能源及燃料产业白皮书》，华泰研究预测

聚焦氢能“储运+”设备，布局未来广阔市场

着眼于氢能“储运+”关键装备，成为行业领先综合供应商。公司凭借技术优势大力发展储氢、运氢设备业务，同时积极参与研发加氢站建设、车载供氢系统、分布式储能应用等相关设备，位于行业领先地位。据公司官网，截止 2020 年底公司已累计为国内加氢站提供 45MP 储氢容器 30 座以上，累计出口美国加拿大、韩国加氢站 45MP 储氢容器 200 座以上。

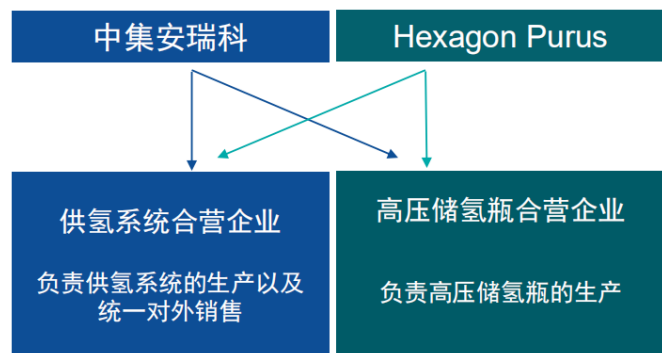
图表22： 公司现有氢能“储运+”核心装备



资料来源：公司官网，华泰研究

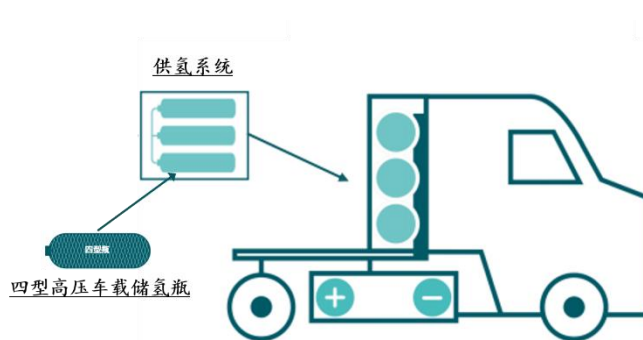
强强联合，与 Hexagon Purus 签订合营协议。2021 年 3 月，公司宣布与四型高压储氢瓶技术的持有者和制造商 Hexagon Purus 携手设立合营公司，在中国及东南亚地区提供安全、重量轻、成本效益高的压缩氢气储运解决方案。协议指出合营公司将设立年产能约为 10 万个储氢瓶的生产线，四型储氢瓶生产设施将于今年二季度开始建设。

图表23： 对等结构的合作模式



资料来源：2021 Investor Presentation，华泰研究

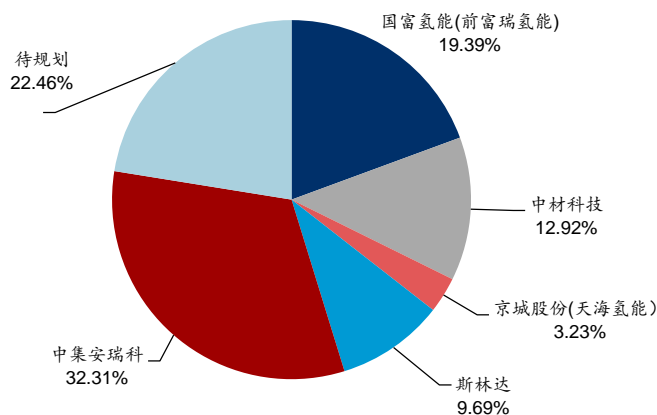
图表24： 氢燃料卡车载储氢瓶示意图



资料来源：2021 Investor Presentation，华泰研究

中集安瑞科合营公司如顺利达产，有望在 2025 年实现储氢瓶市场约 32.31% 的国内市场份额。中集安瑞科公告合营公司 2025 年达产产能为年产 10 万个储氢瓶，对应 2025 年 30.95 万个储氢瓶的市场总量，公司有望在 2025 年实现储氢瓶市场约 32.31% 的市场份额。

图表25： 2025E 储氢瓶市场竞争格局展望



注：假设中集安瑞科 10 万储氢瓶产能将在 2025 年之前达产，其余公司为现已有产能，未考虑后续新增规划产能

资料来源：各公司官网，《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，华泰研究

安瑞科合资公司 IV 型瓶全球技术领先。国内短期车载储氢以 70MPa 气态 III 型瓶为主，中期以气态、液态多种方式协同。IV 型储氢瓶具有轻量化、高压、高储氢质量比和长寿命等特点。据高工氢能，在相同的设计准则下，IV 型瓶容量可能要比 III 型瓶多 10%，以重量比来说，III 型瓶在 0.98 左右，IV 型瓶在 0.74，所以 IV 型瓶的储氢密度会更有优势。IV 型储氢瓶的生产成本要比 III 型瓶低，更具有市场优势。推进缓慢的原因主要是 1) 标准法规推进难，2) 技术工艺攻克难。但 IV 型储氢瓶团体标准于 2020 年 10 月开始实施，IV 型瓶有望在国内逐步推开。而挪威 Hexagon 作为全球最先进的四型高压储氢瓶技术的持有者和制造商之一，与安瑞科成立合资公司，有望成为 IV 型瓶的国产化生产线的先驱者。

图表26： 储氢瓶类别及价格

	I 型瓶	II 型瓶	III 型瓶	IV 型瓶
材质	铬钼钢	钢制内胆 纤维环向缠绕	铝制内胆 纤维全缠绕	塑料内胆 纤维全缠绕
工作压力 (MP)	17.5~20	26. 3~30	30~70	30~70
应用场景	加氢站等固定式储氢应用		国内车载	国外车载
造价 (美元)			3084~3921	2865~3485

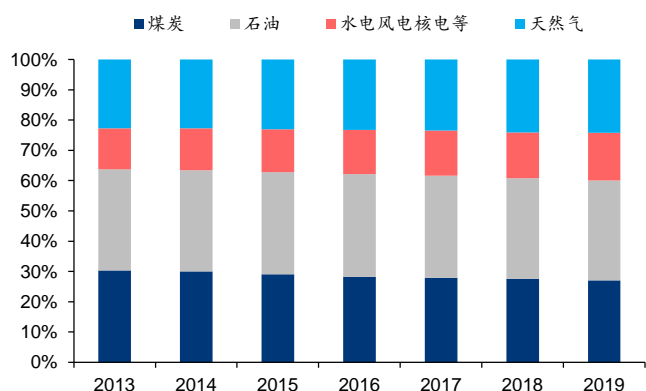
资料来源：《中国氢能及燃料电池产业白皮书》(2019 年)，北极星氢能网，高工氢能，华泰研究

天然气全产业链布局，受益于 LNG 需求稳定增长

天然气应用前景持续向好，LNG 消费量有望持续增长

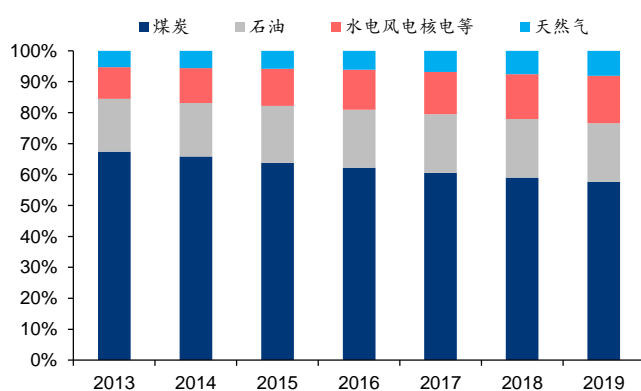
“碳中和”背景下，天然气在一次性能源消费中的占比将持续提升。据中国天然气发展报告（2019）数据，天然气在世界一次能源消费结构中占比 24%，仍是未来唯一增长的化石能源，国际能源署（IEA）、BP 等机构预测：2035 年左右，天然气将超过煤炭成为第二大能源。自 2 月中旬以来，天津、江苏、陕西、贵州等多地相继发布了针对各省的《国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，各省的“十四五”规划几乎不约而同地强调了对能源革命的推进。作为低碳环保的一次能源，天然气的发展发挥了一种必不可少的桥梁作用，其供应的保障也事关国家能源革命和“碳达峰”之路的有效推进。天然气市场，尤其是液化天然气市场，将长期处于持续增长时期。

图表27：全球 2013-2019 年一次能源消费结构



资料来源：BP，华泰研究

图表28：我国 2013-2019 年一次能源消费结构

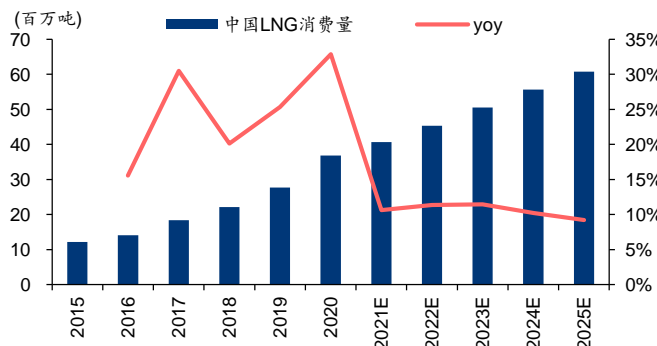


资料来源：中国天然气发展报告，华泰研究

2017 年起我国天然气消费量逐年递增。2019 年消费量 3073 亿立方米，同比增长 8.60%，2020 年天然气表观消费量为 3240 亿立方米，同比增长 5.6%。据国务院发展研究中心数据，预计 2020 年天然气在国内一次能源消费结构中占比为 8.8%，比上年增加 0.7 pct。

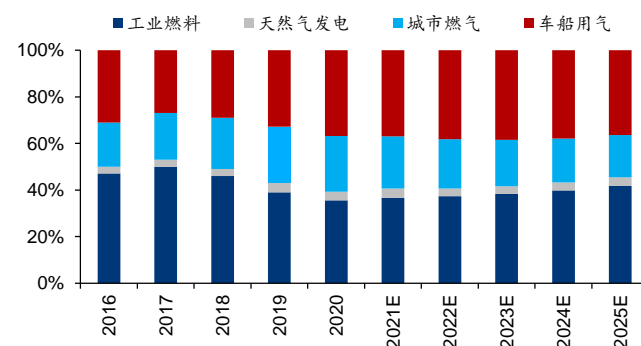
2020 年中国 LNG 槽批量重回高速增长。据 BP Energy，2020 年中国 LNG 槽车批发总消费量达到 3680 万吨，同比增长 38.35%，这是自 2018 年后中国 LNG 槽批消费重新回归高速增长。据 BP Energy 展望，2021~2025 年国内 LNG 槽批总消费量年同比增速有望维持在 10% 左右。

图表29：2015-2025E 中国 LNG 消费量及同比情况



资料来源：BP Energy Outlook，华泰研究

图表30：中国 LNG 消费量结构



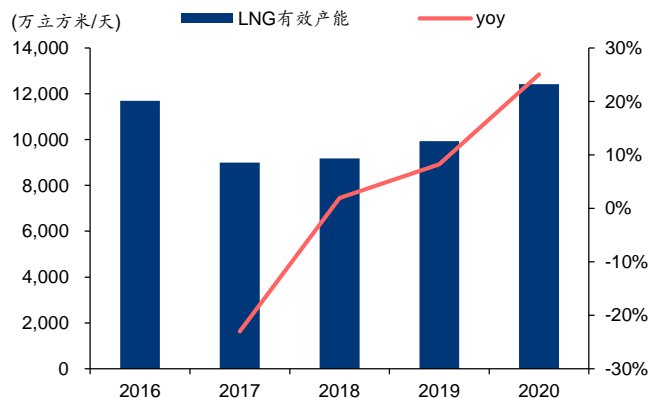
资料来源：BP Energy Outlook，华泰研究

车船用气与工业燃料为 LNG 主要消费领域。据 BP Energy，2017-2020 年车船用消费量在液态总消费中占比持续提升，2020 年首次成为中国第一大液态 LNG 消费领域。2020 年中国 LNG 槽批总消费量中，车船用气消费 1355 万吨，占比 37%；工业燃料占比由 39% 下滑至 36%，为中国第二大液态领域；城市燃气和发电消费占比基本持平，分别是 24% 和 4%。

需求助推，中国有望加速建设 LNG 产能及储运能力

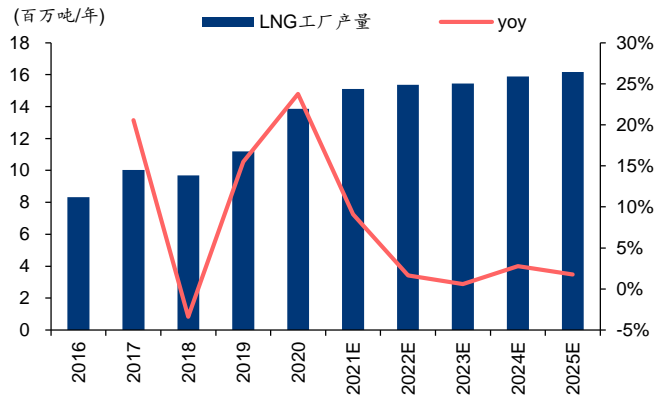
2020 年 LNG 产能大幅提升，工厂产量创历史新高。2020 年全国工厂日有效产能为 12422 万方，同比增速达 25.1%，工厂年产量为 1,385 万吨，同比增速为 23.8%，均处于历史高点。我们判断，2021 年是十四五规划的开端之年，LNG 产能有望进一步提升，据 Less Better Limited 预测，2025 年 LNG 工厂年产量有望达到 1,616 万吨。

图表31: LNG 工厂有效产能



资料来源: BP Energy Outlook, 华泰研究

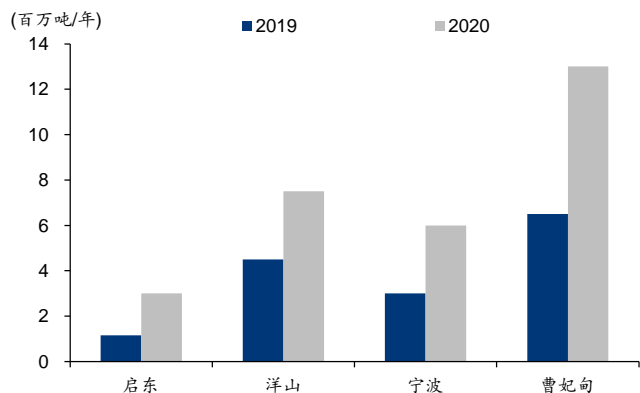
图表32: LNG 工厂产量



资料来源: BP Energy Outlook, 华泰研究

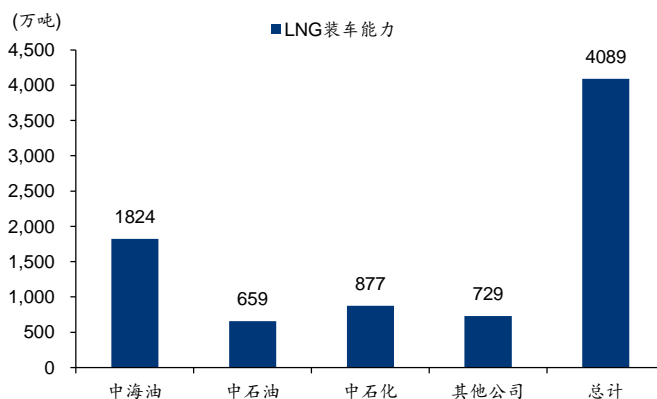
LNG 接收站接收能力稳步提升。据 Less Better Limited 预计，2020 年国内接收站新增接收能力 450 万吨/年，同比增加 5%。接收站槽批供应能力超过 4000 万吨，实际接收能力 8810 万吨。其中装车撬数量 377 个，液体装车能力为 4089 万吨。

图表33: 国内接收站扩建情况



资料来源: Less Better Limited, 华泰研究

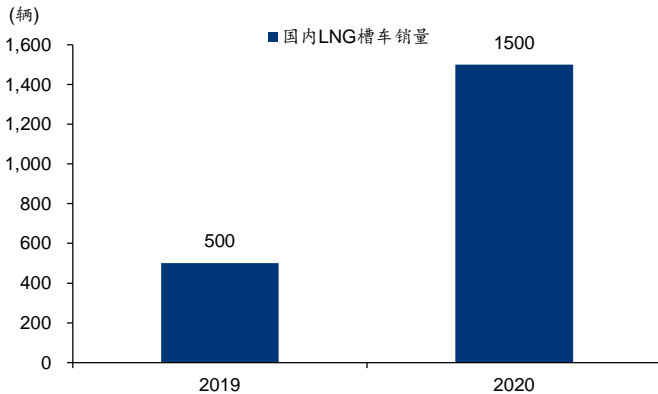
图表34: 2020 年 LNG 装车能力超过 4 千万吨



资料来源: Less Better Limited, 华泰研究

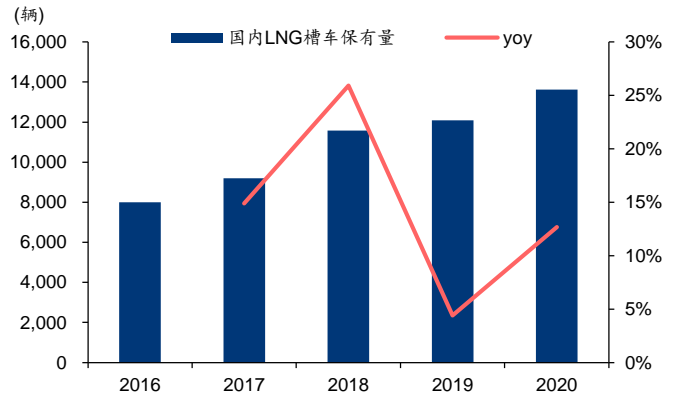
LNG 槽车保有量稳步攀升。LNG 槽车是从接收站到各终端用户 LNG 的主要运输方式，同时其也以 LNG 作为动力燃料。LNG 槽车主要由智控多层绝热的低温储罐、半挂车、管路系统和操作箱构成。储罐的内胆与外壳的夹层间使用真空处理技术，绝热层达到 2.5cm，槽车的安全阀开启压力为 0.75MPa，工作压力一般为 0.6MPa，具有相当高的安全性。据 Less Better Limited，2020 年中国 LNG 槽车预计销售 1500 辆，相比去年同期增加销售 1000 辆，保有量达到 13617 辆，同比增速为 12.7%。

图表35: 2019-2020 年国内 LNG 槽车销售量



资料来源: Less Better Limited, 华泰研究

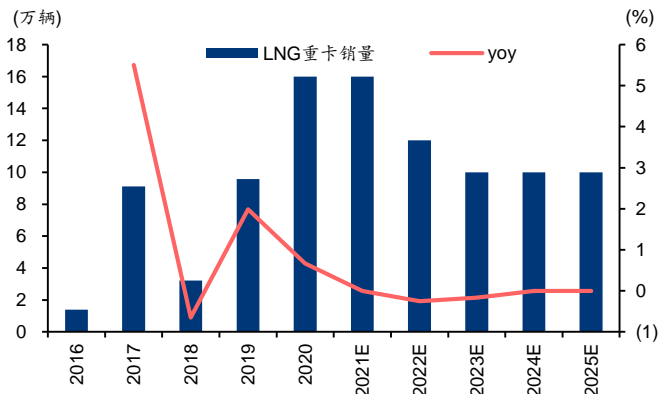
图表36: 2016-2020 年国内 LNG 槽车保有量



资料来源: Less Better Limited, 华泰研究

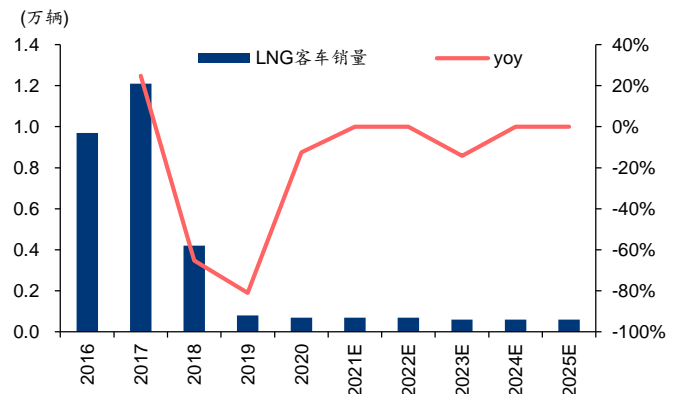
国六标准逐步实行, LNG 重卡机遇来临。国六排放标准执行在即, 据中国汽车工业协会统计, 2020 年有望淘汰 156 万辆国三柴油重卡, 有望给 LNG 重卡带来发展机遇。2020 年 LNG 重卡销量预计达到 16 万辆, 同比增长 67%, 销量有望创历史新高, 保有量有望达到 46 万余辆。

图表37: 2016-2025 年预计 LNG 重卡销量



资料来源: 中汽协, 华泰研究

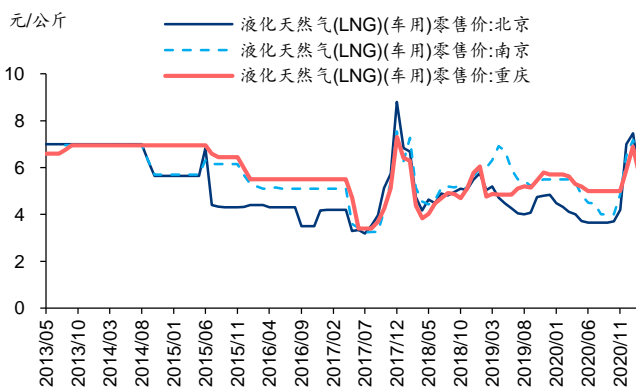
图表38: 2016-2025 年预计 LNG 客车销量



资料来源: 中汽协, 华泰研究

液化天然气价格自 2017 年达到高点后震荡下行, 2020 年的大幅波动主要系疫情对需求端的影响。据《能源杂志》分析, 天然气市场供应相对稳定, 较少受地缘政治冲突影响; 也无类似 OPEC 的国际组织来限制天然气供应, 因此持续的产量增加或导致天然气价格趋势性下行。

图表39: LNG 车用零售价月均价



资料来源: Wind, 华泰研究

图表40: 液化天然气市场价



资料来源: Wind, 华泰研究

据《能源杂志》对天然气价格中长期趋势性下行的判断，LNG 重卡相对于柴油重卡的经济性更加凸显，有望推动 LNG 重卡需求释放。据卡车之家，同型号 LNG 重卡相比柴油重卡的售价略高 7.7-11.4 万元（高出售价的 22.5%-31.4%），但据我们测算，如假设重卡每年行驶 20 万公里，以 2021 年 2 月底的燃料价格计算，LNG 重卡相比柴油重卡一年可节省燃料费用 7.6 万元，1-1.5 年内即可省出差价部分的价格。如以 12 年作为重卡的生命周期，则全生命周期 LNG 重卡相比柴油重卡可节省约 92 万元燃料费用。同时，据《液化天然气重卡（LNG）经济性分析》（鲁亮，2019 年），LNG 重卡和柴油重卡的保养费用相差不大，可忽略不计。因此如经常使用，LNG 重卡相比柴油重卡更具有经济性。如天然气价格相比油价越低，LNG 重卡的经济性就越明显。

图表41： LNG 重卡相比柴油重卡经济性测算

	柴油车	LNG 车	差价
东风天龙 440 马力 6X4 牵引车	34.28	42	7.72
一汽解放 420 马力 6X4 牵引车	36.22	47.6	11.38
百公里消耗能源量	34L 柴油	28kg LNG	
能源价格	5.90 元/L	5.80 元/kg	
百公里燃料费用（元）	200.6	162.4	38.2
每年 20 万公里燃料费用（万元）	40	32	7.6
全生命周期 12 年燃料费用（万元）	481.44	389.76	91.7

资料来源：卡车之家，《液化天然气重卡（LNG）经济性分析》（鲁亮，2019 年），华泰研究预测

天然气装备龙头，全面受益于天然气行业发展

中集安瑞科作为天然气装备龙头，全产业链布局完善。公司是中国领先的天然气装备制造商，拥有最为齐全的产品线。产品涵盖了天然气产业链的上、中、下游。上游可承接 LNG 进口接收、海上油气模块等开发后处理；中游覆盖 CNG/LNG 的储罐、运输等设备，包括气体压缩/液化装置、CNG/LNG 运输车、CNG 储气瓶组、LNG 低温储罐、中小型气体运输船等。下游包括 CNG/LNG 加气站、CNG/LNG 车用气瓶等。同时公司旗下扬子石化具备工程承包资质，可承接 LNG 接收站、LNG 大型储罐/调峰站、CNG/LNG 加气站的建设工程。

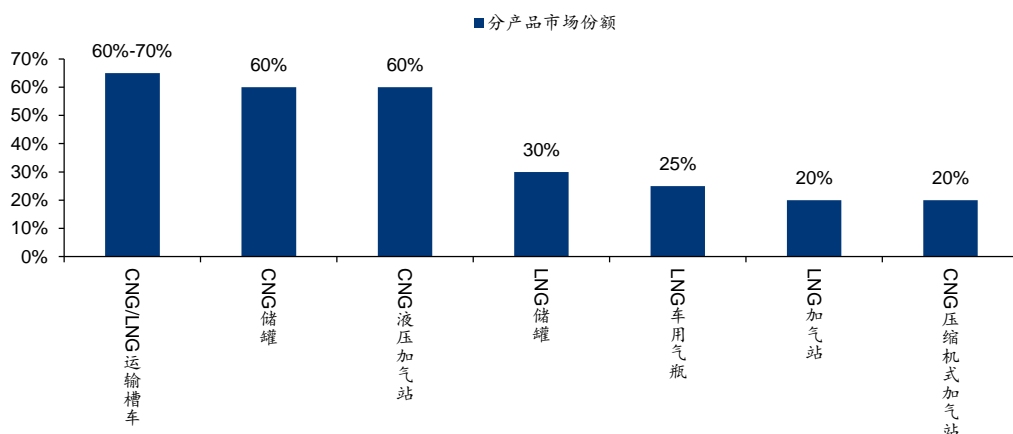
图表42： 中集安瑞科全产业链布局



资料来源：公司官网，华泰研究

中集安瑞科低温运输设备、高压气体运输设备、LNG、CNG、LPG 储存设备中国市场份额第一。从国内市场份额来看，中游储运业务优势最为明显，低温、高压气体运输槽车的 2015 年市占率就在 60%-70%之间，公司的 CNG 储罐份额达 60%、LNG 储罐份额达 30%；同时公司积极拓展下游 LNG 燃料应用场景，CNG 液压加气站的市占率达到了 60%。据我们调研，2015 年至今公司市占率稳中有升，具备全产业链高度覆盖能力，处于全球领先地位。

图表43： 2015年中集安瑞科国内市场份额



资料来源：Less Better Limited，华泰研究

公司国内市场地位稳固，产业链覆盖广度为国内外竞争者中较前，在天然气储运设备中优势较为明显。公司主要竞争对手的优势多在天然气设备细分领域。据各公司公告，富瑞特装与京城机电旗下 LNG/CNG 车用瓶的收入占比均不低于 50%，厚普股份、深冷股份以及 Galileo 主要从事液化厂、加气站领域的研究与开发。但中集安瑞科先发优势较为明显，能为客户提供 LNG 上中下游一站式解决方案。另外安瑞科相比其他国内竞争对手，具备更强的研发实力，在融资和经营方面均具备成本优势。

图表44： 中集安瑞科国内外主要竞争对手

公司名称	公司简介	公司主要天然气产品
张家港富瑞特种装备股份有限公司	富瑞特装主要从事液化天然气的储存、运输及终端应用全产业链装备制造及提供一站式整体技术解决方案	LNG 车用瓶、LNG 液化厂、LNG 储罐、LNG 运输槽车、CNG/LNG 加气站
厚普清洁能源股份有限公司	厚普清洁能源主要从事清洁能源的高端设备制造及相应的能源工程咨询、设计和施工	CNG/LNG 加气站、LNG 液化厂
北京京城机电股份有限公司	京城机电主要从事压力容器研究与开发以及提供全面 LNG/CNG 系统解决方案	LNG 车用瓶、CNG 车用瓶、低温储罐、LNG 运输车、LNG/CNG 加气站
成都深冷液化设备股份有限公司	成都深冷长期致力于深冷气体分离与液化装置和特种气体提纯装置的研究与开发	LNG 液化厂、LNG 加气站、LNG 储罐
查特工业(Chart Industries)	专业从事生产供应全球液化气供应链的工程设备	LNG 加气站、LNG 运输槽车、气体大型储罐
伽利略科技公司(Galileo technologies)	Galileo 主要从事 CNG 和 LNG 模块化生产和运输技术	天然气管道增压器、载具供气系统

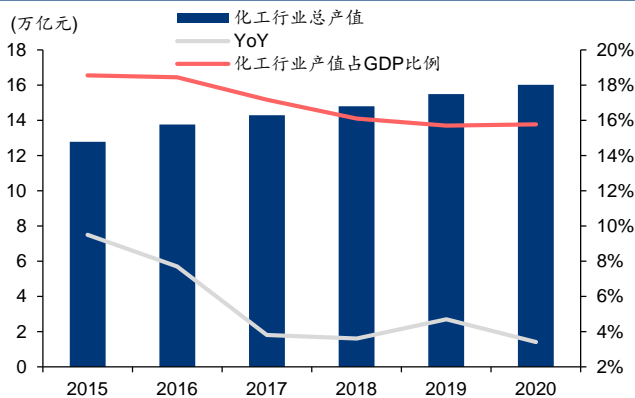
资料来源：富瑞特装公告，华泰研究

化学装备领域龙头地位稳固，分拆上市有望助推业务发展

我国箱罐物流运输使用率仍较低，发展空间较大

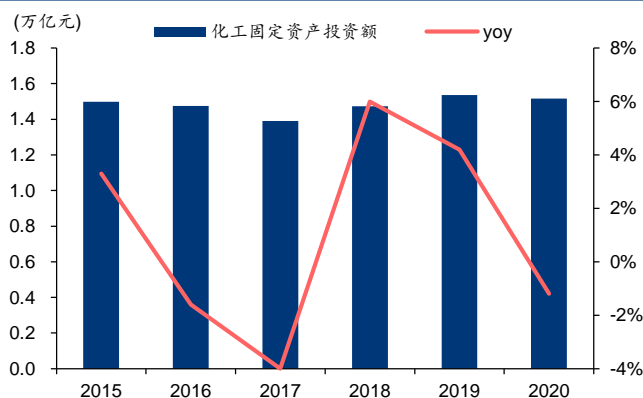
中国是全球化工行业第一大生产国。据 Wind, 2020 年中国化工行业产值约为 16.0 万亿元，占全国 GDP 的 15.77%，占全球化工产值的 42%，居世界第一。2015-2020 年我国化工产业固定资产投资额均维持在 1.3-1.5 万亿元之间，相对稳定。

图表45：我国化工产业总产值及增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表46：我国化工行业固定资产投资及增速



资料来源：Wind，华泰研究

我国箱罐物流运输使用率仍较低，发展空间较大。中国是全球箱罐制造大国，据 ITCO, 2019 年占全球箱罐总产量的 83.8%，但国内在用箱罐仅 4 万多台，相比全球 2020 年在用罐 65 万台，仅占比 6.15%。考虑到我国 2020 年化工总产值约占全球的 42%，但在用化工箱罐仅占全球的 6.15%，使用箱罐运输的渗透率约为海外的 1/11，具有较大的发展空间。如国内使用箱罐运输的渗透率和海外持平，则全球箱罐在用量或达到 105 万只，相比目前的 65 万只有 61.80% 的上行空间。

图表47：全球箱罐年产量及增速



资料来源：ITCO，华泰研究

图表48：全球箱罐在用量及增速



资料来源：ITCO，华泰研究

规模优势及技术壁垒明显，稳坐化工箱罐全球龙头

公司覆盖化工装备全产业链罐式集装箱生产和服务，位居全球罐箱行业龙头。公司产品包括液罐箱、气体罐箱、粉末罐箱以及全生命周期的罐箱服务。由于高压容器本身的技术门槛较高，涉及安全生产，且属于重资产行业，集中度高且存在一定的规模优势和资金壁垒，因此国内市场长期被少数几家企业占据：除中集安瑞科外，还包括四方冷链、胜狮货柜、新华昌集团等。

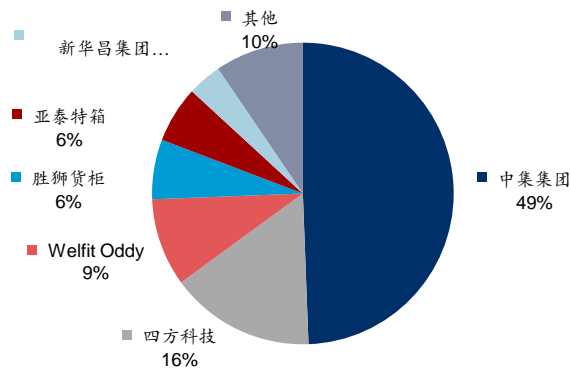
图表49：全产业链罐式集装箱布局



资料来源：公司官网，华泰研究

公司稳据罐式集装箱全球产量半壁江山，规模优势显著。据公司官网，自2004年起，公司ISO液体罐箱产销量连续16年世界首位，2011年起气体罐箱产销量世界第一、低温罐箱产销量世界第一，在全球罐箱市场占有率稳定在50%左右。据ITCO，2019年中集安瑞科生产罐式集装箱2.7万个，占全球产量的49.4%。

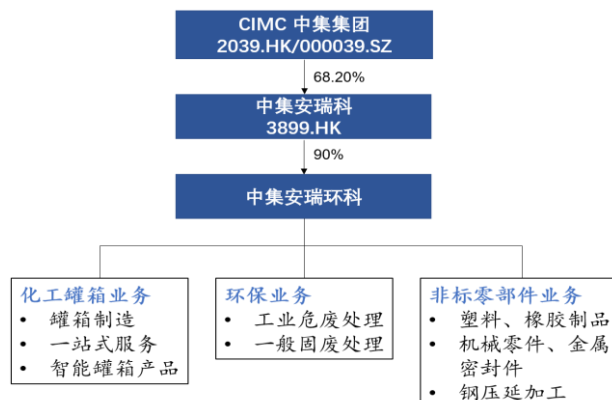
图表50：2019年罐式集装箱全球产量份额情况



资料来源：ITCO，华泰研究

中集安瑞环科分拆A股上市，增强公司融资能力，促进长期发展。中集安瑞科持有安瑞环科90%股权，安瑞环科主要从事制造及销售标准/特种罐式集装箱，系国内罐式储运龙头，故分拆上市有望提振整体估值，增强融资能力。2021年1月16日中集安瑞科公告该计划已获得港交所批准，5月17日中集集团公告董事会同意安瑞环科创业板上市计划。

图表51：中集安瑞环科的股权结构与业务板块



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

液态食品业务国际化+多元化，开拓新应用场景

维持双维度发展战略，提供多样化解决方案

纵向啤酒产业链与横向液态食品业务双维度发展。公司液态食品板块专注于提供储存及加工啤酒、果汁及牛奶等液态食品不锈钢储罐的工程、制造及销售；以及为酿酒业及其他液态食品行业提供设计、采购及安装施工服务。该分部 2020 年业务结构 78% 为啤酒行业，22% 为非啤行业，主要业务包括工业啤酒解决方案，精酿啤酒小型解决方案、烈性蒸馏酒解决方案。

图表52： 液态食品板块业务



资料来源：公司官网，华泰研究

全球少数能够提供交整厂交钥匙服务的公司之一。整厂交钥匙服务是对设备企业综合能力的考验。这种模式对业主来说，建厂成本低、时间短，尤其是系统耦合性好、设备供应商后期服务更便捷、全面，目前已经逐步成为趋势。公司在啤酒酿造设备方面，产品涵盖原料处理系统、糖化系统、发酵系统。在 2012 年，中集收购了拥有 160 多年历史的全球啤酒厂交钥匙工程及糖化装备的领先供应商德国 Zimann 公司后，加上原先收购的荷兰储罐专家 Holvrieka，两家企业密切合作，让中集从啤酒发酵设备供应商，转变为极具竞争力的全球啤酒厂整体解决方案提供者，中集为全球各类知名啤酒厂提供装备和工程服务，并获得了全球 30% 以上的订单。

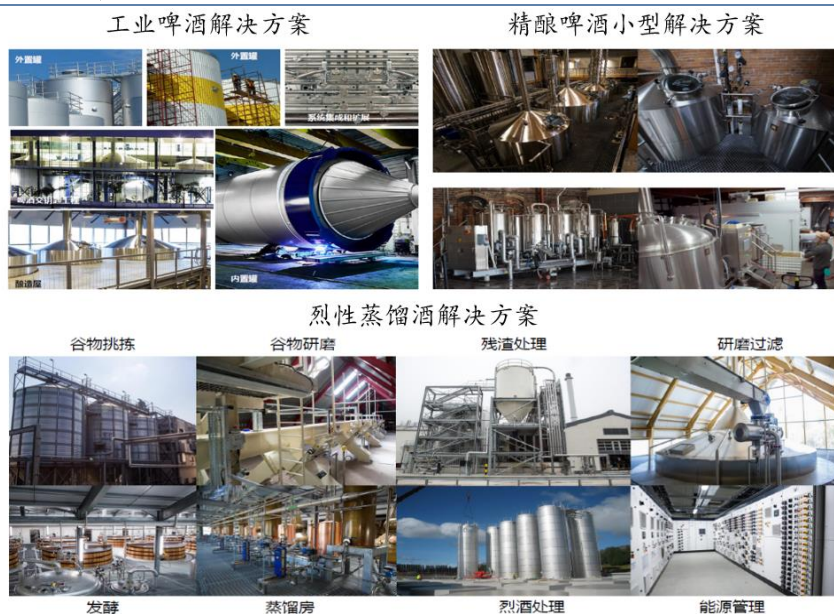
图表53： 国内外竞争对手

公司	主要产品及服务
Krones	原料系统、酿造系统、包装系统、整厂交钥匙
乐惠国际	原料系统、酿造系统、包装系统、整厂交钥匙
GEA	酿造系统交钥匙
中集安瑞科	原料系统、酿造系统、包装系统、整厂交钥匙

资料来源：各公司公告，华泰研究

切入精酿、蒸馏酒装备赛道，提供多样化解决方案。公司 2019 年收购加拿大 DME 集团优质资产，依托 DME 集团在北美精酿啤酒装备市场的高占有率与雄厚的技术资本，切入精酿啤酒赛道。2020 年上半年新收购的 McMillan 实现了公司蒸馏酒设备产业链的全覆盖，开展威士忌、朗姆酒等蒸馏酒系统的研究开发，目前已针对白酒工艺进行技术和产品开发，为国内白酒工业的发展提供技术和装备服务。

图表54： 液态食品解决方案

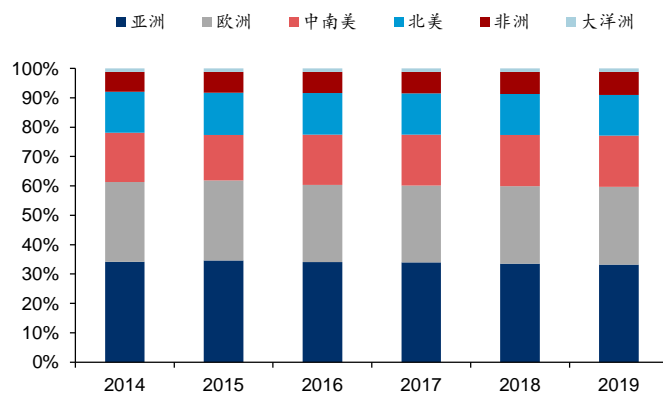


资料来源：公司官网，华泰研究

啤酒消费步入成熟期，致力探索新增长点

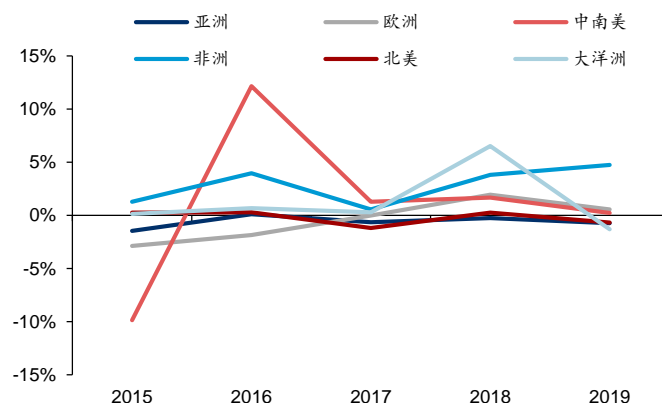
全球啤酒消费进入成熟期，南美、非洲等市场仍有较高增长。根据日本麒麟的数据，2019 年全球啤酒消费量约为 1.89 亿 kL。分地区来看，2019 年亚洲、欧洲、中南美地区啤酒消费分别占总量的 33%、26%、17%，中国连续 17 年成为世界最大啤酒消费国。2019 年亚洲啤酒消费量同比下降 0.4%，世界十大啤酒消费国中，俄罗斯、越南、西班牙、墨西哥等国均实现正增长。

图表55： 全球啤酒消费地区分布



资料来源：Kirin，华泰研究

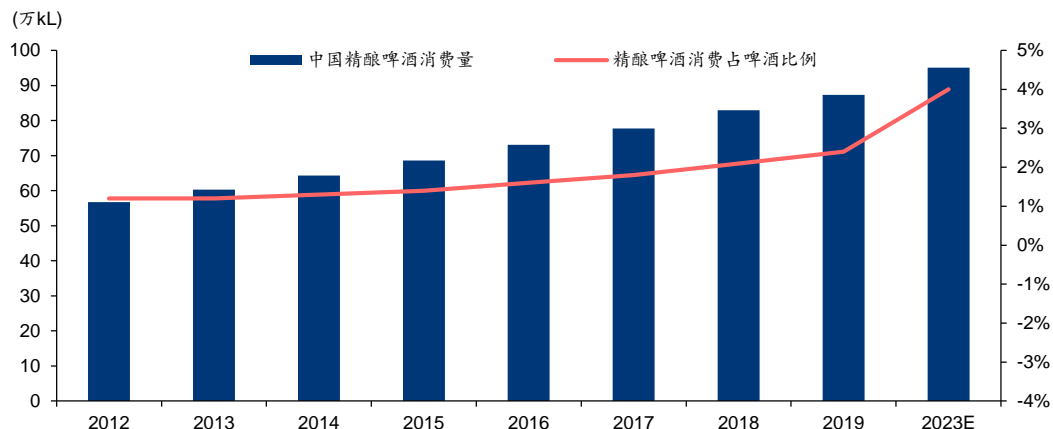
图表56： 全球啤酒消费增速分地区



资料来源：Kirin，华泰研究

精酿啤酒成啤酒设备投资的新增长点。据《饮料加工装备市场报告》，2019 年全球饮料加工装备市场总值达 182 亿美元，行业有望继续保持约 5% 的增长，预计到 2025 年，全球饮料加工装备市场总值可达 243 亿美元。全球啤酒消费逐步企稳，而精酿啤酒尤具潜力，精酿啤酒只使用麦芽、啤酒花、酵母和水进行酿造，风味远强于低成本原料酿造的工业啤酒。随着居民生活水平提高以及消费结构升级，高端精酿啤酒受众逐渐提升，有望成为消费升级的主力品种。仅中国市场，精酿啤酒 2019 年消费量为 87.3 万千升，约占啤酒消费量的 2.4%；到 2023 年消费量或超过 95.1 万千升，占比将扩大至 4%。精酿啤酒消费比重在不断增大。

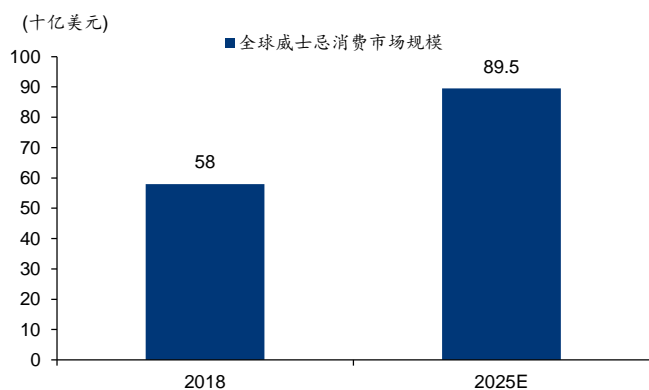
图表57： 中国精酿啤酒消费量及占比趋势



资料来源：《饮料加工装备市场报告（2020年）》，华泰研究

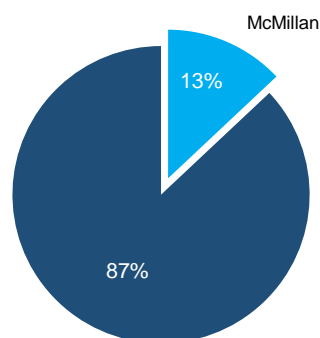
蒸馏酒产业链逐步完善，开拓威士忌市场。据公司年报，全球威士忌消费市场 2018 年规模为 580 亿美元，预计 2025 年可达到 895 亿美元，复合增长率为 6.4%。其中，苏格兰威士忌占据全球市场的 22%。公司旗下的 McMillan 已逐渐发展为英国乃至全球铜制蒸馏设备和发酵设备的主要供应商，2019 年已建和在建项目占苏格兰蒸馏酒装备市场份额的 13%。

图表58： 全球威士忌消费市场规模预计



资料来源：公司年报，华泰研究

图表59： 苏格兰蒸馏酒设备市场份额



资料来源：公司年报，华泰研究

盈利预测与估值

关键假设及盈利预测

1) 营业收入

清洁能源：清洁能源业务的主要组成部分是储运（能源运输船、LNG 储罐等）和终端应用（LNG 加注等）。2018-2020 年营收同比增速分别为 22%/13%/3%。2018-2020 年布伦特原油均价同比变化分别为 30.98%/-10.50%/-32.65%，油价下滑或使 LNG 价格优势削弱。而截止 5 月 25 日，2021 年布伦特原油均价同比提升 62.95%，凸显 LNG 价格优势，有望提振 LNG 设备需求。除此之外，我们认为，公司 2021 年清洁能源业务有望保持较高的同比增速水平主要系 1) 2021 年 7 月起国六标准实施，预计有望淘汰 400 多万辆国三柴油货车，其中一部分或将由 LNG 重卡替代，带动 LNG 车载瓶销量快速增长；2) 2021 年中央一号文件要求“支持建设安全可靠的乡村储气罐站和微管网供气系统”，有望支撑公司终端应用领域业务营收快速发展；3) 国际 IMO 限硫令 2020 年生效，或提升 LNG 动力船销量。综上，LNG 设备行业有望保持稳定增长，我们预计 2021-2023 年公司清洁能源业务营收同比增速分别为 20%/10%/10%。

化工罐箱：公司稳据罐式集装箱全球产量半壁江山，自 2004 年起，公司 ISO 液体罐箱产销量连续 16 年世界首位，2011 年起气体罐箱产销量世界第一、低温罐箱产销量世界第一，在全球罐箱市场占有率稳定在 50% 左右，因此公司的营收波动与行业的波动水平应较为一致。2018-2020 年该业务营收同比增长分别为 25%/-10%/-40%，2019-2020 年受行业周期及疫情的双重影响，全球市场规模下滑明显。但据 ITCO 2021 年的调查显示，年初的新设备订单出现了明显的复苏迹象，且 2021 年化工品价格上涨有望提振行业盈利能力，从而提升行业资本开支，因此 2021 年化工罐箱行业销量或有明显改善。我们预计 2021-2023 年公司化工罐箱业务营收同比增速分别为 80%/10%/10%。

液态食品装备：2018-2020 年该业务营收同比增长分别为 19.1%/-3.8%/-11.4%，2019 年下滑主要系订单交付节奏问题，2020 年营收下滑主要系海外业务受疫情影响。据《饮料加工装备市场报告》，2019 年全球饮料加工装备市场总值达 182 亿美元，行业有望继续保持约 5% 的增长。公司在液态食品装备领域通过并购逐步丰富啤酒、白酒、起泡酒、果汁等业务。我们认为，公司作为行业里的龙头企业之一，有望获得和行业持平的营收增长水平。且随着全球逐步从新冠疫情的影响中恢复过来，液态食品装备行业有望持续复苏。我们预计 2021-2023 年公司液态食品装备营收有望保持同比 5% 的增速。

2) 毛利率

公司各项业务受原材料涨价影响不大，主要原因系：1) 公司作为行业龙头，产品具有技术壁垒，对下游具有较高的议价能力，且采取成本加成定价模式，基本可以将原材料涨价向下游传导；2) 公司依托中集采购原材料，由于业务规模较大，对上游也具有一定的议价能力，可获得相对行业更优厚的原材料报价及锁价条件。

清洁能源：考虑到 2020 年相比 2019 年毛利率水平下降主要系产品结构变化，LNG 运输车毛利率水平低于 LNG 运输船，但 2020 年因去库存考虑，LNG 运输车销售占比更高，因此毛利率水平略有下滑。而展望 2021-2023 年，我们认为，剔除去库存这一偶发性因素，其毛利率水平有望回归 2019 年水平，即我们预计 2021-2023 年清洁能源业务毛利率水平有望保持在 17%。

化工罐箱：考虑到 2020 年化工罐箱毛利率相比 2019 年改善 1.4 pct，主要系原材料利用率提升带来的成本优化，我们认为该毛利率水平有望在 2021-2023 年间持续，即我们预计 2021-2023 年化工罐箱业务毛利率水平有望保持在 18%。

液态食品装备：考虑到 2020 年由于墨西哥项目提前完成且该项目毛利率水平较高，拉高整体业务毛利率水平，因此我们预计 2021-2023 年毛利率水平或略低于 2020 年水平，预计 2021-2023 年液态食品装备业务毛利率水平有望保持在 25%。

图表60： 2017-2023E 营收及毛利率分业务拆分

分业务	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
清洁能源	4,959	6,027	6,815	7,002	8,402	9,243	10,167
占比	46.31%	46.18%	49.59%	56.97%	56.30%	56.80%	57.30%
YOY	53%	22%	13%	3%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率			17.30%	13.30%	17%	17%	17%
化工罐箱	3,026	3,768	3,386	2,027	3,649	4,013	4,415
占比	28.27%	28.87%	24.64%	16.49%	24.50%	24.70%	24.90%
YOY	22%	25%	-10%	-40%	80.00%	10.00%	10.00%
毛利率			16.60%	18%	18%	18%	18%
液态食品装备	2,686	3,198	3,077	2,728	2,864	3,008	3,158
占比	25.09%	24.50%	22.39%	22.20%	19.20%	18.50%	17.80%
YOY	19.10%	19.06%	-3.79%	-11.35%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率			19.00%	28.40%	25%	25%	25%
其他	35	58	466	533	533	533	533
合计	10,707	13,052	13,744	12,290	14,915	16,264	17,740
YOY	34%	22%	5%	-11%	21%	9%	9%
毛利率	16.83%	17.05%	17.11%	17.04%	18.78%	18.73%	18.67%

资料来源：Wind，华泰研究预测

3) 期间费用率

销售费用率：公司销售费用率有望稳步下行，主要系 1) 公司各项业务产品竞争力不断增强，市场份额不断提升，导致其所需的销售推广力度逐步减弱；2) 考虑到公司业务稳步扩大带来的规模效应，我们预计 2021-2023 年公司销售费用率分别为 2.2%/2.2%/2.1%。

管理费用率：2020 年管理费用率较高主要系 1) 公司加大研发投入，2020 年投入研发 3.6 亿元，对应营收比例为 2.92% (2019 年：2.26%)；2) 管理费用中相对固定费用较多，2020 年公司业务受疫情影响，营收下滑，因此对应管理费用率略有提升。我们认为在 2021-2023 年公司营收稳步增长的背景下，其管理费用率水平有望稳步下降，分别为 8.2%/8.0%/7.9%。

图表61： 2017-2023E 销售费用率及管理费用率及利润预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.49%	2.85%	2.62%	2.30%	2.20%	2.20%	2.10%
管理费用率	10.20%	8.34%	8.09%	10.04%	8.20%	8.00%	7.90%
净利润 (百万元)	417.36	785.50	911.01	579.92	845.00	984.37	1,075
YoY-净利润	144.94%	86.99%	15.98%	-36.34%	45.71%	16.49%	9.20%

资料来源：Wind，华泰研究预测

在以上假设基础上，我们预计 2021-2023 年公司有望实现营收 149.15/162.63/177.39 亿元，同比增长 21.21%/ 9.04%/9.08%，实现净利润 8.45/9.84/10.75 亿元，同比增长 45.71%/16.49%/9.20%。

估值及投资建议

公司三块业务差别较大，因此我们利用 SOTP 法对公司进行估值。

清洁能源中氢能相关设备业绩贡献较小，暂不考虑估值。天然气相关设备业务，由于深冷股份净利率水平较低，因此 PE 相对较高。富瑞特装和查特工业两家公司 2021PE 一致预期均值 33x，2021 PEG 均值为 1.0x。考虑到中集安瑞科已布局全产业链，龙头优势显著，营收及净利润有望稳步增长，21-23 年清洁能源业务净利润预测 CAGR 为 13%。我们给予清洁能源业务 1.43x PEG，对应 21 年 19x PE (CAGR 13 %* PEG 1.43x)，对应市值 88.36 亿元人民币 (21 年净利润预测 4.65 亿元人民币*19 倍 PE)。

化工箱罐业务，考虑到行业内上市公司参与者较少，参考四方科技和中集集团两家公司 2021PE 一致预期 14x 均值，给予化工箱罐业务 21 年市值 25.48 亿元人民币（净利润预测 1.82 亿元人民币*14 倍 PE）。

液态食品装备业务，Krones、GEA 和乐惠国际三家公司 2021PE 一致预期 29x 均值，考虑到乐惠国际已向下游延伸开发精酿啤酒及运营业务，其估值水平或偏高，参考 Krones 和 GEA 2021PE 一致预期 24x 均值，给予液态食品装备业务 21 年市值 47.52 亿元人民币（净利润预测 1.98 亿元人民币*24 倍 PE）。因此 21 年合理市值为 161.36 亿元人民币，以 2021 年 5 月 26 日人民币兑港币汇率为 0.8233，对应合理市值为 195.99 亿港元，目标价为 9.73 港币。

图表62：可比公司估值表（数据日期：2021/05/26）

图表 02: 市值与估值表 (数据日期: 2024/03/29)														
证券代码	证券简称	市值(亿元)	市值单位	EPS				P/E				21-23		
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	CAGR	PEG	
清洁能源														
300540 CH	深冷股份	22.23	亿人民币	0.08	0.11	-	-	234.12	161.12	-	-	-	-	-
300228 CH	富瑞特装	37.40	亿人民币	0.12	0.21	0.27	0.27	52.37	31.17	24.13	24.13	29.47%	1.06	
GTLS US	查特工业	52.10	亿美元	2.73	3.92	5.29	6.52	72.77	34.77	25.35	21.07	33.68%	1.03	
清洁能源估值均值								62.57	32.97	24.74	22.60	31.57%	1.04	
化工箱罐														
716 HK	胜狮货柜	25.37	亿人民币	0.01	-	-	-	306.23	-	-	-	-	-	-
603339 CH	四方科技	28.75	亿人民币	0.34	0.61	0.79	-	27.01	15.35	11.74	-	51.69%	0.30	
000039 CH	中集集团	563.34	亿港元	1.49	1.28	1.20	1.47	10.53	11.79	12.82	10.63	5.31%	2.22	
化工箱罐估值均值								105.33	13.57	12.28	10.63	28.50%	1.26	
液态食品装备														
KRN GY	克朗斯	21.67	亿欧元	-0.93	2.99	4.37	5.88	-73.96	23.26	15.73	11.66	94.38%	0.25	
G1A GY	GEA	63.44	亿欧元	1.25	1.45	1.68	1.89	28.14	25.54	21.70	19.46	14.89%	1.72	
603076 CH	乐惠国际	51.51	亿人民币	1.23	1.62	2.77	3.78	48.75	36.88	21.55	15.82	45.52%	0.81	
液态食品装备估值均值								38.44	28.56	19.66	15.65	51.60%	0.92	

资料来源：朝阳永续、彭博、华泰研究（A 股公司为朝阳永续一致预期，其余公司为彭博一致预期）

图表63：公司分部估值表

业务	2021E 净利润 (亿元)	2021PE (x)	市值 (亿元)
清洁能源	4.65	19	88.36
化工箱罐	1.82	14	25.48
液态食品装备	1.98	24	47.52
总计	8.45	19	161.36
合亿元港币			195.99
对应目标价			9.73

资料来源：华泰研究预测

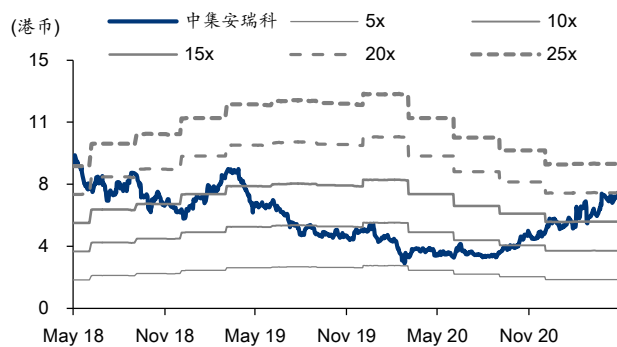
风险提示

行业下游需求恢复不及预期：如行业下游需求恢复不及预期，考虑到公司在其三项主要业务中的市占率水平平均不低，龙头地位显著，或会受到整体行业需求疲软的影响，造成业绩的波动。

汇率波动风险：考虑到公司 2020 年 48% 营收来自海外，因此汇率波动对公司营收及盈利能力的影响较大，如汇率大幅波动或导致公司业绩大幅波动。

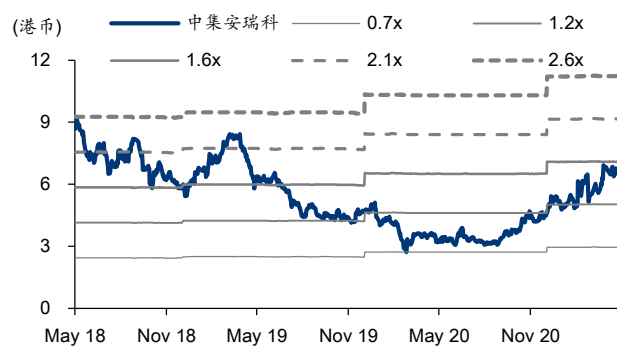
清洁能源推广使用力度不及预期：如 LNG、氢能源等清洁能源的推广使用力度不及预期，或影响公司整体业务对应的市场容量，从而造成公司实际业务营收增长的波动。

图表64: 中集安瑞科 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表65: 中集安瑞科 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,743	12,305	14,915	16,263	17,739
销售成本	(11,392)	(10,195)	(12,114)	(13,218)	(14,427)
毛利润	2,351	2,110	2,801	3,045	3,312
销售及分销成本	(359.90)	(283.20)	(328.12)	(357.79)	(372.52)
管理费用	(1,112)	(1,233)	(1,223)	(1,301)	(1,401)
其他收入/支出	258.80	218.80	199.64	180.11	219.30
财务成本净额	(62.10)	(44.70)	(46.24)	(40.65)	(48.53)
应占联营公司利润及亏损	9.40	6.00	6.60	7.26	7.99
税前利润	1,086	773.30	1,011	1,173	1,279
税费开支	(184.40)	(207.10)	(171.65)	(199.23)	(217.15)
少数股东损益	9.60	13.70	6.74	11.41	14.49
净利润	911.00	579.90	845.00	984.37	1,075
折旧和摊销	(307.86)	(360.61)	(335.28)	(384.78)	(420.29)
EBITDA	1,440	1,171	1,392	1,599	1,747
EPS (人民币, 基本)	0.46	0.29	0.43	0.50	0.54

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
存货	3,676	3,925	5,107	4,748	6,008
应收账款和票据	2,716	2,389	3,913	2,904	4,540
现金及现金等价物	2,535	2,561	4,227	6,568	5,669
其他流动资产	2,192	2,353	1,752	2,251	1,579
总流动资产	11,119	11,228	14,999	16,471	17,796
固定资产	2,967	3,070	4,124	4,205	4,273
无形资产	200.20	183.70	153.43	121.32	86.69
其他长期资产	1,614	1,594	1,062	1,060	1,069
总长期资产	4,781	4,847	5,340	5,386	5,429
总资产	15,900	16,075	20,339	21,858	23,225
应付账款	2,691	3,275	3,278	3,245	3,819
短期借款	264.00	24.90	24.90	24.90	24.90
其他负债	4,443	4,351	7,770	8,415	8,216
总流动负债	7,398	7,651	11,072	11,685	12,059
长期债务	650.50	394.10	593.54	525.37	456.72
其他长期债务	467.20	558.20	363.10	363.10	363.10
总长期负债	1,118	952.30	956.64	888.47	819.82
股本	18.40	18.40	18.40	18.40	18.40
储备/其他项目	7,118	7,262	8,108	9,093	10,169
股东权益	7,136	7,280	8,126	9,111	10,187
少数股东权益	248.40	191.30	184.56	173.15	158.66
总权益	7,385	7,471	8,310	9,284	10,346

估值指标

会计年度 (倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	12.08	19.14	13.13	11.27	10.32
PB	1.54	1.52	1.37	1.22	1.09
EV EBITDA	10.30	12.18	11.50	8.90	8.50
股息率 (%)	3.25	2.09	2.13	2.13	2.13
自有现金流收益率 (%)	6.59	6.97	14.84	21.90	(6.72)

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1,440	1,171	1,392	1,599	1,747
融资成本	11.74	21.92	36.24	(29.35)	(51.47)
营运资本变动	(534.68)	(266.71)	1,339	1,514	(1,796)
税费	(184.40)	(207.10)	(171.65)	(199.23)	(217.15)
其他	128.93	241.08	(127.38)	(16.46)	(19.13)
经营活动现金流	861.50	960.10	2,468	2,867	(336.20)
CAPEX	(117.10)	(172.00)	(790.96)	(392.66)	(423.72)
其他投资活动	(433.70)	(308.80)	(24.17)	(24.98)	(22.85)
投资活动现金流	(550.80)	(480.80)	(815.13)	(417.64)	(446.57)
负债增加量	(359.00)	(495.50)	199.44	(68.17)	(68.66)
权益增加量	838.70	86.90	839.06	973.88	1,061
派发股息	(246.11)	(364.38)	(364.38)	(364.38)	(364.38)
其他融资活动现金流	(936.99)	366.58	(660.58)	(649.98)	(745.55)
融资活动现金流	(703.40)	(406.40)	13.54	(108.65)	(117.10)
现金变动	(392.70)	72.90	1,666	2,341	(899.87)
年初现金	2,930	2,535	2,561	4,227	6,568
汇率波动影响	(2.89)	(46.66)	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,535	2,561	4,227	6,568	5,669

业绩指标

会计年度 (倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	3.78	(10.47)	21.21	9.04	9.08
毛利润	(2.71)	(10.27)	32.77	8.72	8.77
营业利润	3.69	(28.68)	29.35	14.87	9.34
净利润	15.98	(36.34)	45.71	16.49	9.20
EPS	15.14	(36.85)	45.71	16.49	9.20
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	17.11	17.15	18.78	18.73	18.67
EBITDA	10.48	9.52	9.33	9.83	9.85
净利润率	6.63	4.71	5.67	6.05	6.06
ROE	12.77	7.97	10.40	10.80	10.55
ROA	7.16	5.05	5.16	5.52	5.68
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(22.71)	(29.42)	(44.41)	(66.05)	(50.92)
流动比率	1.50	1.47	1.35	1.41	1.48
速动比率	1.01	0.95	0.89	1.00	0.98
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.87	0.77	0.82	0.77	0.79
应收账款周转天数	75.02	74.68	76.06	75.45	75.54
应付账款周转天数	88.31	105.34	97.37	88.83	88.14
存货周转天数	119.16	134.20	134.20	134.20	134.20
现金转换周期	105.86	103.54	112.89	120.82	121.60
每股指标 (人民币)					
EPS	0.46	0.29	0.43	0.50	0.54
每股净资产	3.63	3.68	4.11	4.60	5.15

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，关东奇来，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师关东奇来本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司