

杭氧股份(002430)

报告日期: 2023年04月07日

控股股东筹划产业链相关交易; 期待竞争改善、盈利能力提升

——杭氧股份点评报告

投资要点

□ 事件:

上市公司公告: 公司间接控股股东——杭州资本正在论证参与某交易事项, 交易标的与本公司产业链相关, 本公司未参与该事项。截至目前, 该等事项尚处于论证沟通阶段, 未签署任何有约束力的交易协议。

□ 如果交易成功, 工业气体行业竞争格局有望改善, 公司盈利能力有望进一步提升

如果交易成功, 工业气体行业竞争格局有望改善, 公司盈利能力有望进一步提升。当前中美脱钩背景下, 第三方气体外包市场外资占比近70%, 未来国产市场份额有望提升, 公司作为国企龙头, 有望受益。

□ 杭氧股份: 迈向中国工业气体龙头! 国产替代, 基于空分设备打造全产业链优势

近年来公司管道气业务加速, 存量运营市场份额为10%, 新签气体运营市场的份额40-50%。预计2025年底公司运营气体规模超300万方, 2022-2025年气体业务收入的复合增速达23%, 2025年公司气体业务收入占比超过75%。

□ 2022年新签气体投资项目39万方, 锂电项目占比过半, 产品结构持续提升

公司2022年新签气体投资项目合计39万方, 其中浙江时代锂电、九江天赐等锂电项目合计20万方(占比超过一半)。衢州特气混改完成并引入战略投资者, 收购西亚特、万达气体, 丰富产品矩阵, 预计电子特气业务将进入发展快车道。

□ 重要人事变动: 公司新选任董事长, 管理团队持续年轻化、发展有望加速

□ 2022年股权激励计划完成授予, 预计2023-2024年净利润稳定增长

股权激励分三年期解禁, 分别为相应授予的限制性股票完成登记之日起24、36、48个月, 解锁比例分别40%、30%、30%。股权激励业绩(指扣非归母净利润)解锁条件: 以2018-2020年扣非归母净利润均值为基数(即6.88亿元), 2022-2024年增速不低于60%、66%、73%, 即11.01、11.43、11.91亿元。

□ 成长路径: 需求增长+市占率提升+盈利能力提升, 远期盈利空间超数倍

(1) 行业需求持续增长: 1) 工业气体市场总需求近2000亿元, 其中第三方外包市场快速增长, 预计外包比例将从2021年的41%提升至2025年的45%。2) 2021年中国工业气体市场规模同比增长10%, 中国人均气体消费量占西欧、美国等发达国家人均气体消费量的30-40%。预计到2025年中国工业气体市场规模复合增速6-8%。(以上数据来源: 请参考此前发布的公司深度报告《杭氧股份深度PPT: 国产替代、产品升级, 迈向工业气体龙头》2022年7月8日)

(2) 公司市占率提升: 国产替代趋势下, 2021年公司在第三方供气市场的存量份额为9%, 增量份额为45%, 预计2025年公司第三方市场的份额有望提升1倍; 预计远期公司在第三方存量市场的份额将是2021年的3-4倍(30-40%市占率)。

(3) 公司产品结构升级, 盈利能力持续提升: 1) 气体业务收入占比持续提升, 而气体业务的成长性、盈利能力均高于设备业务。2) 气体业务中零售业务的收入占比持续提升, 零售气盈利能力高于管道气。3) 零售气体业务中的电子特气业务收入占比将持续提升, 电子特气业务的盈利能力远高于普通工业气体零售业务。

□ 产品结构升级: 电子特气等高附加值业务打造公司第二成长曲线

电子大宗气是电子气业务的基础, 国产替代空间广阔, 公司配套青岛芯恩、斯达半导等电子气项目。在特气市场, 公司以稀有气体作为首要切入点, 2022年业绩贡献明显。长远看, 公司定位于综合气体解决方案供应商, 衢州特气完成混改

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 张杨

执业证书号: S1230522050001
 zhangyang01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥40.30
总市值(百万元)	39,677.11
总股本(百万股)	984.54

股票走势图



相关报告

- 《新董事长上任, 期待工业气体龙头新气象》2023.04.02
- 《签约旺苍县工业气体岛项目, 四川市场有望取得突破》2023.03.19
- 《中标宝丰8套11万方空分设备大单; 明年业绩将持续较快增长——杭氧股份点评报告》2022.12.28

并进入战略投资者，产品矩阵将不断完善，电子特气、零售气体等高附加值业务将打造第二成长曲线。

- **公司治理改善：股权激励授予完成，杭州优质国企焕发活力**
- **盈利预测及投资建议**

公司是国内空分设备及工业气体的龙头企业，技术研发优势、设备-EPC-气体运营全产业链优势、品牌优势、体系和管理优势构成公司的核心竞争力。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为15.0、18.6、22.1亿元，同比增速分别为24%、24%、19%，三年复合增速22%，对应PE分别为26、21、18倍。维持“买入”评级。

- **风险提示**

控股股东交易不确定性风险，行业竞争风险及市场风险，气体价格波动风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12803	13633	15560	18765
(+/-) (%)	8%	6%	14%	21%
归母净利润	1210	1501	1856	2206
(+/-) (%)	1%	24%	24%	19%
每股收益(元)	1.23	1.52	1.89	2.24
P/E	33	26	21	18

资料来源：浙商证券研究所

1 成长路径：行业需求、公司份额、盈利能力三提升

表1：成长路径：需求增长（自然需求+第三方外包比例提升）、份额提升、盈利提升（气体、零售气体、电子特气占比提升）等

驱动因素	指标类型	核心指标	2021年	2022年E	2025年E
行业需求增长	工业气体市场总需求	中国工业气体市场规模（亿元）	1795	1921	2352
		中国工业气体市场规模增速	10%	6%-8%	6%-8%
		中国人均气体消费量占西欧、美国等发达国家人均气体消费量的比例	30%-40%	30%-40%	40%
	第三方外包市场比例	中国第三方外包市场比例	41%	42%	45%
		海外第三方外包市场比例	80%	80%	80%
市场份额提升	杭氧股份市场份额	杭氧股份第三方存量市场占有率	9%	11%	17%
		杭氧股份第三方增量市场占有率	45%	40%-50%	40%-50%
盈利能力提升	气体业务收入占比	公司空分设备收入占比	36%	32%	20%
		公司气体收入占比	56%	61%	74%
	零售气业务收入（扣除电子特气收入）占工业气体总收入的占比情况	预计公司零售气收入占比	25%	23%	26%
		海外零售气收入占比	75%	75%	75%
	电子特气收入占比	公司电子特气收入占比	2%	12%	趋势会提升

备注：数据依据来自于此前发布的公司深度报告（深度报告名《杭氧股份深度 PPT：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头》2022年7月8日）、点评报告（点评报告名《杭氧股份：迈向中国工业气体龙头：国产替代、产品升级、治理改善》2022年7月8日）

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

核心逻辑：

1) 迈向中国工业气体龙头：国产替代，基于空分设备打造全产业链优势。近年来公司管道气业务加速，存量运营市场份额为 10%，新签气体运营市场的份额近 50%。预计 2025 年底公司运营气体规模超 300 万方，2022-2025 年气体业务收入的复合增速达 23%，2025 年公司气体业务收入占比超过 70%。

2) 产品结构升级：电子特气等高附加值业务打造公司第二成长曲线。电子大宗气是电子气业务的基础，国产替代空间广阔。在特气市场，公司以稀有气体作为切入点，产能有望超预期释放。长远看，公司定位于综合气体解决方案供应商，产品矩阵将不断完善，电子特气、零售气体等高附加值业务将打造第二成长曲线。

3) 公司治理改善：股权激励授予完成，杭州优质国企焕发活力。

成长路径：需求增长+市占率提升+盈利能力提升，远期盈利空间超数倍

1) 行业需求持续增长：（1）工业气体市场总需求近 2000 亿元，其中第三方外包市场快速增长，预计外包比例将从 2021 年的 41% 提升至 2025 年的 45%。（2）2021 年中国工业气体市场规模同比增长 10%，中国人均气体消费量占西欧、美国等发达国家人均气体消费量的 30-40%。预计到 2025 年中国工业气体市场规模复合增速 6-8%。（以上数据来源：请参考此前发布的公司深度报告《杭氧股份深度 PPT：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头》2022 年 7 月 8 日）

2) 公司市占率提升: 国产替代趋势下, 2021 年公司在第三方供气市场的存量份额为 9%, 增量份额为 45%, 预计 2025 年公司第三方市场的份额有望提升 1 倍; 预计远期公司在第三方存量市场的份额将是 2021 年的 3-4 倍 (30-40%市占率)。

3) 公司产品结构升级, 盈利能力持续提升: (1) 气体业务收入占比持续提升, 而气体业务的成长性、盈利能力均高于设备业务。(2) 气体业务中零售业务的收入占比持续提升, 零售气盈利能力高于管道气。(3) 零售气体业务中的电子特气业务收入占比将持续提升, 电子特气业务的盈利能力远高于普通工业气体零售业务。

2 附录：工业气体 2023、2024 年 PE 估值分别为 33、26 倍

表2：工业气体板块 2023、2024 年 PE 平均估值分别为 32、26 倍

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (LF)	摊薄 ROE (2021)
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
Linde	12,065	244	293	337	370	49	41	36	33	3.6	8.7%
液化空气集团	6,189	195	211	221	232	32	29	28	27	3.5	13.1%
空气化工产品	4,305	136	155	171	179	32	28	25	24	4.2	15.5%
杭氧股份	397	11.9	12.1	15.0	18.6	33	33	26	21	4.5	16.3%
侨源股份	103	1.8	1.5	3.0	5.0	57	70	34	21	6.3	22.1%
陕鼓动力	180	8.6	9.3	10.3	12.3	21	19	17	15	2.3	11.4%
凯美特气	100	1.4	2.0	3.6	4.7	72	49	28	21	7.1	12.8%
华特气体	123	1.3	2.0	2.6	3.8	95	62	47	32	6.5	9.4%
昊华科技	393	8.9	10.8	13.3	15.7	44	36	30	25	5.4	12.4%
雅克科技	316	3.3	6.3	8.5	11.1	95	50	37	29	4.1	5.6%
南大光电	216	1.4	1.9	2.6	3.2	158	115	85	68	9.1	7.1%
金宏气体	117	1.7	2.3	3.7	4.9	70	51	31	24	3.8	6.2%
正帆科技	121	1.7	2.6	3.9	5.4	72	47	31	22	4.7	9.0%
中泰股份	60	2.5	2.8	3.6	5.0	24	21	17	12	2.2	9.7%
盛剑环境	46	1.5	2.1	3.0	4.0	30	22	15	11	3.3	11.0%
和远气体	39	0.9	0.7	—	—	44	56	—	—	2.9	7.9%
平均值						58	46	33	26	26	11.1%

备注 1：时间截止至 2023 年 4 月 7 日收盘

备注 2：除杭氧股份、凯美特气、华特气体、侨源股份、陕鼓动力之外，其他中国公司盈利预测均采用 wind 一致预期、其他海外公司盈利预测均采用 Bloomberg 一致预期。

资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10568	11772	13289	15428
现金	3292	3457	3802	4183
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2308	3127	3679	4441
其它应收款	35	39	40	51
预付账款	1251	1018	1149	1385
存货	2071	2442	2758	3324
其他	1610	1690	1859	2045
非流动资产	8670	9086	9380	9632
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	190	190	190	190
固定资产	6607	6928	7212	7457
无形资产	370	369	360	347
在建工程	987	1029	1064	1091
其他	517	570	554	547
资产总计	19238	20858	22669	25060
流动负债	6392	6880	7551	8586
短期借款	320	667	719	721
应付款项	1635	1883	2126	2562
预收账款	0	0	0	0
其他	4437	4330	4705	5303
非流动负债	3887	3902	3904	3898
长期借款	2539	2539	2539	2539
其他	1348	1363	1364	1358
负债合计	10279	10782	11454	12483
少数股东权益	768	864	982	1123
归属母公司股东权益	8192	9213	10232	11454
负债和股东权益	19238	20858	22669	25060

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1437	1293	2206	2328
净利润	1284	1597	1975	2347
折旧摊销	721	457	503	549
财务费用	80	247	242	232
投资损失	(28)	(38)	(42)	(45)
营运资金变动	8	(491)	(39)	(137)
其它	(627)	(479)	(433)	(618)
投资活动现金流	(2705)	(835)	(755)	(756)
资本支出	(1796)	(799)	(800)	(800)
长期投资	(13)	(9)	5	(0)
其他	(897)	(27)	40	44
筹资活动现金流	2246	(294)	(1105)	(1192)
短期借款	320	347	52	2
长期借款	688	0	0	0
其他	1238	(641)	(1157)	(1193)
现金净增加额	978	165	346	380

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12803	13633	15560	18765
营业成本	9540	10176	11493	13849
营业税金及附加	91	89	93	113
营业费用	146	154	173	208
管理费用	752	763	856	1032
研发费用	463	450	513	619
财务费用	80	247	242	232
资产减值损失	196	(68)	(78)	0
公允价值变动损益	0	32	47	50
投资净收益	28	38	42	45
其他经营收益	69	56	59	61
营业利润	1632	1948	2415	2868
营业外收支	18	11	8	12
利润总额	1650	1959	2423	2880
所得税	366	362	448	533
净利润	1284	1597	1975	2347
少数股东损益	73	96	118	141
归属母公司净利润	1210	1501	1856	2206
EBITDA	2490	2655	3160	3662
EPS (最新摊薄)	1.23	1.52	1.89	2.24

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	8%	6%	14%	21%
营业利润	2%	19%	24%	19%
归属母公司净利润	1%	24%	24%	19%
获利能力				
毛利率	25%	25%	26%	26%
净利率	10%	12%	13%	13%
ROE	14%	16%	17%	19%
ROIC	12%	14%	15%	16%
偿债能力				
资产负债率	53%	52%	51%	50%
净负债比率	35%	37%	35%	32%
流动比率	1.65	1.71	1.76	1.80
速动比率	1.33	1.36	1.39	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.68	0.71	0.79
应收账款周转率	8.40	8.58	8.74	8.96
应付账款周转率	6.71	6.61	6.63	6.83
每股指标(元)				
每股收益	1.23	1.52	1.89	2.24
每股经营现金	1.46	1.31	2.24	2.36
每股净资产	8.32	9.36	10.39	11.63
估值比率				
P/E	32.78	26.43	21.37	17.98
P/B	4.84	4.31	3.88	3.46
EV/EBITDA	16.00	15.48	12.93	11.10

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>