

侨源股份(301286)

报告日期: 2023年04月27日

## 一季度业绩超预期, 工业气体“西南王”受益光伏锂电发展

### ——侨源股份点评报告

#### 投资要点

##### □ 事件

据公告, 公司 2022 年实现营业收入 9.2 亿元, 同比增长 10%; 归母净利润为 1.2 亿元, 同比下降 35%。据公告, 2023 年一季度实现营收 2.4 亿元, 同比增长 29%; 归母净利润为 0.5 亿元, 同比增长 119%。

##### □ 2023 年一季度业绩超预期; 受益光伏锂电高速增长, 预计 2023 年业绩有望爆发

2022 年业绩出现下滑, 主要系产品价格波动、通威液态气体当管道气出售所致。据公告, 2022 年氧气、氮气毛利率分别 40.35%、12.24%, 分别下滑 10.93pct、9.87pct。2022 年公司综合毛利率 30.74%, 位于近年来低点。

2023 年一季度营收大幅增长, 主要系下游光伏锂电等客户气体订单饱满、产能逐步释放; 报告期毛利率 32.66%, 同比提升 5.57pct, 环比提升 4.52pct。

##### □ 公司成长路径: 行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展

1、大行业: 工业气体行业市场空间广阔。预计 2022 年中国工业气体市场规模有望接近 2000 亿元, 2024 年有望达到 2199 亿元, 年复合增速 6%-8%。

2、小公司: 公司市占率不足 1%, 还有较大成长空间。我们测算公司 2021 年市场占有率达 0.46%, 预测 2024 年市占率将有望达到 0.77%。

3、公司未来将不断丰富产品品类, 拓展高纯空分气体及其他特气市场。

##### □ 公司深耕四川, 四川水电、锂矿优势明显, 新能源企业云集, 客户质地优良

公司未来增长点: 四川三大产业园——甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园, 其中配套客户包括宁德时代、通威股份、天合光能、华友钴业、士兰微、四川发展、龙蟒集团等国内龙头企业。

##### □ 产能有望大幅增长: 三个工业园新建项目、两个技改项目、一个基地产量爬坡

公司现有生产基地三个: 汶川基地、福州基地、都江堰基地(备用), 2021 年液态气产能合计约 76 万吨(不含备用产能 10 万吨)、管道气产能 5 亿立方米。甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园三个工业园区新建供气项目投产; 两个汶川基地的 IPO 募投技改项目投产以及一个福州基地的产能利用率增加, 公司产能有望大幅提升。预计设计满产产能液态工业气体达 196 万吨(较 2022 年增长 144%), 管道工业气体产能达 15.33 亿立方米(较 2022 年增长 70%)。

##### □ 实控人近亲属近期已实施完成 4 次增持, 充分彰显未来发展信心

近期实控人女儿乔莉娜女士、乔鑫女士增持完毕后, 公司实控人及其一致行动人持股直接与间接持股比例合计达 89.83%。

##### □ 盈利预测及估值

预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别 2.8/4.6/6.7 亿元, 三年复合增速 79%, 对应 PE 分别为 41/25/17 倍。维持“买入”评级。

##### □ 风险提示: 下游行业景气下行、新兴市场开发不力、大股东持股比例较高。

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	918	1252	1718	2248
(+/-) (%)	10%	36%	37%	31%
归母净利润	117	279	456	668
(+/-) (%)	-35%	138%	64%	46%
每股收益(元)	0.29	0.70	1.14	1.67
P/E	99	41	25	17

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君

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

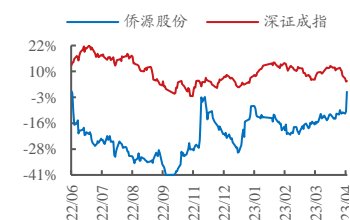
分析师: 张杨

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

#### 基本数据

收盘价	¥28.90
总市值(百万元)	11,562.89
总股本(百万股)	400.10

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《签华友钴业 10 亿元氮气供应合同, 受益光伏锂电产业快速发展》2023.04.09
- 《气体民企龙头, 受益半导体、新能源等新兴产业发展》2023.03.17
- 《四川医用氧需求近期大幅增长; 实控人近亲属 4 次增持完成——侨源股份点评报告》2023.01.20

## 1 公司公告累计订单金额近 40 亿元

我们梳理了公司上市以来所签订订单，在此期间内公司与华友钴业控股子公司成都巴莫科技、士兰半导体、通威太阳能全资子公司彭山通威等光伏锂电厂商共签订 38.87 亿元订单，订单的签订有助于公司扩大气体销售规模，巩固和提升公司的市场竞争力，促进公司长远发展。

表1: 公司重点订单梳理

公告时间	订单名称	子公司名称	客户名称	订单金额 (亿元)	所在工业园区	供气品类	供气时间
2022-08-29	《氧气供应合同》	金堂侨源	成都巴莫科技(华友钴业控股子公司)	2.0	成阿工业园区	管道氧气	2024年1月1日至2038年12月31日
2022-09-01	《管道气体供应合作协议》	金堂侨源	士兰半导体	0.43	成阿工业园	管道氮气	至2032年12月31日
2022-09-21	《管道气体供应合作协议》	汶川侨源	川发龙蟒	4.6	德阿产业园	管道氮气	至2032年12月31日
2022-11-30	《管道气体制备综合运维服务合作协议》	眉山侨源	彭山通威(通威太阳能全资子公司)	2.23	-	眉山侨源长期为彭山通威一期项目规划16GW电池片生产所需的高纯度氮气制备提供综合运维服务业务	至2028年10月24日
2022-12-29	《攀长特配套氧氮氩合作合同》	汶川侨源	攀钢集团江油长城特殊钢有限公司	1.38	现场制气	氧气、氮气、氩气	2023年6月16日至2026年6月15日(原有合同续签)
2023-04-06	《氮气供应合同》	金堂侨源	成都巴莫科技(华友钴业控股子公司)	10.23	成阿工业园区	管道氮气	2024年3月1日至2038年12月31日
<b>合计</b>				<b>38.87</b>			

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2 成长路径：行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展

工业气体行业市场空间广阔，根据此前报告我们预计 2022 年中国工业气体市场规模为 2000 亿元，2024 年有望达到 2199 亿元，年复合增速 6%-8%。且由于我国人均气体消费量与西欧、美国等发达国家或地区相比仅有后者 30%-40%，还有很大的提升空间。

受益于四川省锂电、光伏等新能源产业未来有望爆发，公司相继取得三个工业园区的供气项目，收入增长空间较大，预计未来市占率将有望提升。参考公司招股说明书（2020 年公司市占率为 0.45%），我们测算公司 2021 年市场占有率达 0.46%（2021 年收入为 8.33 亿元），预测 2022 年市占率将达到 0.46%（预计 2022 年公司收入达 8.89 亿元），预测 2024 年市占率将达到 0.77%（预计 2024 年公司收入达 17.00 亿元）。

根据招股说明书，公司将以市场为导向，丰富产品品类，拓展高纯空分气体及其他特气市场。

表2：成长路径：行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展

驱动因素	核心指标	2021 年	2022 年 E	2024 年 E
行业需求增长	中国工业气体市场规模（亿元）	1795	1921	2199
	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%
市场份额提升	侨源股份市场占有率	0.46%	0.46%	0.77%
产品品类拓展	侨源股份工业气体产品数量	产品数量将逐步增多		

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

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）

公司深耕四川，四川水电、锂矿优势明显，使得新能源企业云集。公司未来增长点：四川三大产业园——甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园，其中配套客户包括宁德时代、通威股份、天合光能、华友钴业、士兰微、四川发展、龙蟒集团等。

表3：三大工业园供气项目主要客户汇总

工业园区	主要客户			预计投产时间
	光伏行业	锂电行业	半导体行业	
甘眉工业园	通威			2023 年
成阿工业园	通威、通合新能源	巴莫科技、宁德时代	士兰微	2023 年
德阿工业园		鑫锐恒锂电、德阳川发龙蟒		2024 年

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

产能增长，未来三年业绩增长驱动力：

### 1、三个工业园区新建供气项目陆续投产

- 1) 甘眉工业园：满产后对应 3.5 亿立方米管道气、37.2 万吨液态气体
- 2) 成阿工业园：满产后对应 2.8 亿立方米管道气、14.9 万吨液态气体
- 3) 德阿工业园：满产后对应 22.5 万吨液态气体

### 2、两个 IPO 募投技改项目投产，新增 40 万吨液氮产能、1 万吨高纯液氧产能

### 3、一个福州基地的产量持续爬坡，产能利用率增加

表4：成长路径：新建项目、技改项目投产，福州基地产量爬坡

	项目	产能及相对 2022 年的增速（括号内）		
		2022 年 E	2023 年 E	设计满产产能
产能合计（不含备用基地）	液态工业气体（万吨）	<b>80.45</b>	<b>133.49 (66%)</b>	<b>195.96 (144%)</b>
	管道工业气体（亿立方）	<b>9.02</b>	<b>15.33 (70%)</b>	<b>15.33 (70%)</b>
汶川基地（两 IPO 募投技改项目投产后，产能将显著提高）	液氧产能（万吨）	37.47	37.47	37.47
	液氮产能（万吨）	19.17	19.17	19.17
	液氧产能（万吨）	1.56	1.56	1.56
	技改：高纯氧产能（万吨）		<b>1</b>	<b>1</b>
	技改：液氮产能（万吨）			<b>40</b>
福州基地	管道氧气（亿立方）	4.73	4.73	4.73
	管道氮气（亿立方）	4.29	4.29	4.29
	液氧产能（万吨）	13.73	13.73	13.73
	液氮产能（万吨）	5.01	5.01	5.01
	液氧产能（万吨）	3.51	3.51	3.51
甘眉工业园	管道氧气（亿立方）		<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
	管道氮气（亿立方）		<b>3.06</b>	<b>3.06</b>
	液氧产能（万吨）		<b>23.03</b>	<b>23.03</b>
	液氮产能（万吨）		<b>13.03</b>	<b>13.03</b>
	液氧产能（万吨）		<b>1.11</b>	<b>1.11</b>
成阿工业园	管道氧气（亿立方）		<b>0.04</b>	<b>0.04</b>
	管道氮气（亿立方）		<b>2.8</b>	<b>2.8</b>
	液氧产能（万吨）		<b>13.68</b>	<b>13.68</b>
	液氮产能（万吨）		<b>0.52</b>	<b>0.52</b>
	液氧产能（万吨）		<b>0.67</b>	<b>0.67</b>
德阿工业园（一期）	液氧产能（万吨）			<b>14.98</b>
	液氮产能（万吨）			<b>7.49</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

中长期，公司产能将有望从四川、福建等地向陕西、广东等地扩张，从区域性工业气体龙头向全国性工业气体龙头迈进。产品品类方面，公司除氧氮氩之外，还将考虑拓展其他特种气体产品。

### 3 近期公司实控人亲属增持股份情况梳理

2022年6月27日，上市公司公告：公司控股股东、实际控制人配偶之姐张丽霞计划6个月内增持1.5-2万股，凸显对公司未来发展的信心及长期投资价值的认可。累计完成1.88万股增持，增持计划已实施完成。

2022年9月28日，上市公司公告：公司控股股东、实际控制人之女、公司副总经理乔莉娜计划增持公司股份，累计增持数量不低于36万股，彰显对公司内在价值及未来发展前景的信心。累计完成36万股增持，增持计划已实施完成。

2023年1月4日，上市公司公告：公司控股股东、实际控制人乔志涌先生之近亲属乔鑫女士计划6个月内通过集中竞价累计增持公司股份数量不低于20万股且不高于40万股。累计完成21万股增持，增持计划已实施完成。

2023年1月17日，上市公司公告：公司控股股东、实际控制人之女、公司副总经理乔莉娜计划增持公司股份，累计增持数量不低于1万股且不高于2万股。累计完成2万股增持，增持计划已实施完成。

此次增持完毕后，公司实控人及其一致行动人持股直接与间接持股比例合计达到89.83%。

表5：近期公司实控人亲属增持情况汇总

公告时间	增持人员	计划增持数量	实际增持数量
2022年6月27日	控股股东、实控人配偶的姐姐张丽霞	1.5-2万股	1.88万股
2022年9月28日	控股股东、实控人的女儿、公司副总经理乔莉娜	不低于36万股	36万股
2023年1月4日	控股股东、实控人的女儿、公司证券事务代表乔鑫	20-40万股	21万股
2023年1月17日	控股股东、实控人的女儿、公司副总经理乔莉娜	1-2万股	2万股
合计		58.5-80万股	60.88万股

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4 工业气体板块 2023、2024 年 PE 分别 33、26 倍

表6: 工业气体板块 2023、2024 年 PE 平均估值分别为 33、26 倍

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (LF)	摊薄 ROE (2021)
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
Linde	12,437	293	337	370	389	42	37	34	32	4.5	8.7%
液化空气集团	6,507	211	221	232	244	31	29	28	27	3.6	13.1%
空气化工产品	4,433	155	171	179	188	29	26	25	24	4.6	15.5%
<b>杭氧股份</b>	<b>375</b>	<b>12.1</b>	<b>14.3</b>	<b>17.0</b>	<b>20.2</b>	<b>31</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>4.5</b>	<b>16.3%</b>
<b>侨源股份</b>	<b>116</b>	<b>1.2</b>	<b>2.8</b>	<b>4.6</b>	<b>6.7</b>	<b>99</b>	<b>41</b>	<b>25</b>	<b>17</b>	<b>6.3</b>	<b>22.1%</b>
陕鼓动力	161	9.3	10.3	12.3	/	17	16	13	/	2.3	11.4%
凯美特气	80	2.0	3.6	4.7	/	39	23	17	/	7.1	12.8%
华特气体	94	2.0	2.6	3.8	/	47	36	25	/	6.5	9.4%
C 中船	243	3.8	4.5	5.6	6.9	63	54	43	35	5.1	18.6%
昊华科技	364	11.6	13.3	15.7	19.5	31	27	23	19	5.4	12.4%
雅克科技	296	6.2	8.5	11.0	/	48	35	27	/	4.1	5.6%
南大光电	183	1.9	2.5	3.0	3.8	98	74	61	49	9.1	7.1%
金宏气体	128	2.3	3.2	4.1	4.8	56	40	32	27	3.8	6.2%
正帆科技	116	2.6	3.9	5.3	6.9	45	30	22	17	4.7	9.0%
中泰股份	55	2.8	3.7	4.8	5.7	20	15	12	10	2.2	9.7%
盛剑环境	47	1.3	2.2	3.2	/	36	22	15	/	3.3	11.0%
和远气体	38	0.8	/	/	/	51	/	/	/	2.9	7.9%
<b>平均值</b>						<b>46</b>	<b>33</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>4.7</b>	<b>11.6%</b>

资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

备注 1: 时间截止至 2023 年 4 月 26 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。



## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	555	1130	1209	1560
现金	254	776	771	1015
交易性金融资产	30	30	30	30
应收账款	128	140	182	240
其它应收款	15	17	24	33
预付账款	23	24	32	40
存货	45	64	76	94
其他	60	78	94	108
<b>非流动资产</b>	1300	1517	1736	1837
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	855	1127	1324	1402
无形资产	37	42	46	51
在建工程	241	145	116	93
其他	167	203	250	291
<b>资产总计</b>	1855	2646	2945	3396
<b>流动负债</b>	161	180	216	260
短期借款	0	0	0	0
应付款项	58	76	97	120
预收账款	0	0	0	0
其他	103	104	119	139
<b>非流动负债</b>	133	161	146	147
长期借款	110	110	110	110
其他	23	51	37	37
<b>负债合计</b>	293	341	363	406
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1562	2306	2582	2990
<b>负债和股东权益</b>	1855	2646	2945	3396

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	105	324	459	679
净利润	117	279	456	668
折旧摊销	112	65	83	96
财务费用	16	0	(4)	(6)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(88)	1	(69)	(57)
其它	(53)	(21)	(7)	(22)
<b>投资活动现金流</b>	(193)	(268)	(287)	(181)
资本支出	(212)	(264)	(282)	(175)
长期投资	0	2	(1)	0
其他	19	(5)	(4)	(6)
<b>筹资活动现金流</b>	217	465	(176)	(254)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(236)	0	0	0
其他	453	465	(176)	(254)
<b>现金净增加额</b>	129	521	(5)	244

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	918	1252	1718	2248
营业成本	636	759	971	1203
营业税金及附加	6	13	17	18
营业费用	30	41	55	70
管理费用	56	73	91	117
研发费用	0	4	5	4
财务费用	16	0	(4)	(6)
资产减值损失	20	19	17	11
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	2	4	5	4
<b>营业利润</b>	157	349	570	835
营业外收支	(0)	0	0	0
<b>利润总额</b>	157	349	570	835
所得税	40	70	114	167
<b>净利润</b>	117	279	456	668
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	117	279	456	668
EBITDA	272	413	649	925
EPS (最新摊薄)	0.29	0.70	1.14	1.67

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	10%	36%	37%	31%
营业利润	-29%	122%	64%	46%
归属母公司净利润	-35%	138%	64%	46%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31%	39%	43%	46%
净利率	13%	22%	27%	30%
ROE	10%	14%	19%	24%
ROIC	7%	11%	17%	21%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	16%	13%	12%	12%
净负债比率	43%	37%	34%	31%
流动比率	3.46	6.29	5.59	6.01
速动比率	3.17	5.93	5.23	5.64
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.55	0.56	0.61	0.71
应收账款周转率	8.29	9.12	9.48	9.29
应付账款周转率	10.00	11.54	11.23	11.07
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.29	0.70	1.14	1.67
每股经营现金	0.26	0.81	1.15	1.70
每股净资产	3.90	5.76	6.45	7.47
<b>估值比率</b>				
P/E	98.79	41.46	25.34	17.31
P/B	7.40	5.01	4.48	3.87
EV/EBITDA	35.87	26.46	16.82	11.54

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>