

专用设备

报告日期：2023年06月09日

## 液态气价持续复苏，持续推荐工业气体板块

### ——工业气体行业周报（2023年6月第1周）

#### 投资要点

##### □ 受需求、去年基数影响，空分气体价格持续复苏

1) 受市场需求影响，液氧、液氮价格平稳，液氩价格同比大幅回升。本周零售气体价格同比上涨24%，环比下降1%。其中液态氧气单价为486元/吨，环比上涨0%；液态氮气单价为588元/吨，环比下降4%；液态氩气单价为1158元/吨，环比上涨1%，同比上升70%。

2) 氦气/氙气/氟气价格持续下跌，创22年以来新低。2023年6月8日，氦气出厂价/市场价分别为800元/立方和950元/立方，氙气出厂价/市场价分别为7.2万元/立方和7.9万元/立方，氟气出厂价/市场价分别为400/475元/立方。

##### □ 行业动态

- 1) 杭氧股份：第125套大型空分出口海外
- 2) 梅塞尔：开启新篇章
- 3) 林德公司与能化集团签订合资合同
- 4) 杭氧股份：加快气体产业投资布局
- 5) 正帆科技：潍坊工业气体项目进展

##### □ 持续看好工业气体行业投资机会，海外可比公司近万亿元人民币市值

1) 中国工业气体行业近2000亿元市场，过去5年复合增速11%，有望诞生大市值公司。

2) 海外可比公司林德、法液空、空气化工产品对应的市值折合人民币分别为约12657亿元、6259亿元和4487亿元，对应2023年的平均PE约为31倍。

3) 国产替代提速，龙头份额提升。2019年，在已经投入运营的第三方现场制气项目中，外资企业（林德气体、法液空、空气化工、太阳日酸）的市场份额合计达70%。在2021年第三方现场制气项目新增订单中，外资企业的份额降低至25%，而内资企业占比提升至75%。杭氧股份第三方市场中运营项目及新增订单各自的市场份额分别为9%及45%。

4) 国内电子特气市场以外资为主导，2018年外资企业在国内电子特气占据85%市场份额，国产替代趋势明显、潜力巨大。看好电子特气子板块，未来3-5年业绩有望持续快速增长。

##### □ 投资建议

重点推荐中国工业气体龙头杭氧股份、民营气体领军企业侨源股份、特种气体先行者华特气体、电子特气新星凯美特气、民族工业气体领军企业陕鼓动力，持续看好中船特气、雅克科技、昊华科技等工业气体/电子特气公司。

##### ➢ 杭氧股份：国产替代，产品升级，治理改善，迈向工业气体龙头

国内工业气体龙头，以空分设备为基础铸就全产业链优势。国产替代、新签气体项目份额近50%。零售气体、电子特气等高附加值业务有望打造公司第二成长曲线。高管完成换届、股权激励授予完成，杭州优质国企焕发活力。

##### ➢ 侨源股份：民营气体领军企业，受益光伏锂电等新能源产业崛起

西南区域最大的纯液态空分气体供应商。具备区位/成本/客户等优势；主业扩产（2023年液态/管道气产能增速66%/70%）、品类延展，发展进入快车道。

##### ➢ 华特气体：电子特气先行者；拓品类、切合成，盈利能力提升

国内8寸以上集成电路制造厂商实现了超过80%的客户覆盖率，是国内唯一通过ASML认证的气体公司。合成类气体的收入占比将大幅提升，盈利能力提升。

##### ➢ 凯美特气：电子特气新星，期待订单、气源、ASML认证获得突破

#### 行业评级：看好(维持)

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghua jun@stocke.com.cn

分析师：张杨

执业证书号：S1230522050001

zhangyang01@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 1 《电子特气：受益半导体产业国产替代提速》 2023.04.17
- 2 《工业气体行业深度：从气体动力科技，看中 国工业气体行业长坡厚雪》 2023.04.14
- 3 《氩气价格复苏较好，持续推荐工业气体板块》 2023.04.08

中国食品级二氧化碳龙头，传统业务产能扩张、品类延伸；电子特气新星：稀有气体、光刻气体正放量；电子特气二期（合成气）项目稳步推进。

➤ **陕鼓动力：民族工业气体领军企业，压缩空气储能打造新增长引擎**

透平机械龙头：从设备向系统服务、能源基础设施运营升级，压缩空气储能有望打造新增长引擎。子公司秦风气体是民族工业气体领跑者，设备经验、客户资源构筑竞争优势。

□ **风险提示：**

1) 下游需求不及预期；2) 行业竞争加剧风险；3) 零售气价大幅波动风险。

## 正文目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1 重要工业气体数据跟踪</b>                 | <b>5</b>  |
| 1.1 氩气价格大幅回升，空分气体价格回暖               | 5         |
| 1.2 金属冶炼需求有望见底，2023 年光伏需求景气度向上      | 7         |
| <b>2 行业动态</b>                       | <b>10</b> |
| <b>3 股价表现及板块估值表</b>                 | <b>12</b> |
| 3.1 本周股价表现                          | 12        |
| 3.2 估值表：海外成熟气体公司 2023 年 PE 估值 31 倍  | 13        |
| <b>4 投资建议</b>                       | <b>14</b> |
| 4.1 杭氧股份：国产替代、产品升级、治理改善，迈向工业气体龙头    | 14        |
| 4.2 侨源股份：民营气体领军企业，受益光伏锂电等新能源产业崛起    | 15        |
| 4.3 华特气体：电子特气先行者；拓品类、切合成，盈利能力提升     | 15        |
| 4.4 凯美特气：电子特气新星，期待订单、气源、ASML 认证获得突破 | 16        |
| 4.5 陕鼓动力：民族工业气体领军企业，压缩空气储能打造新增长引擎   | 17        |
| <b>5 风险提示</b>                       | <b>19</b> |

## 图表目录

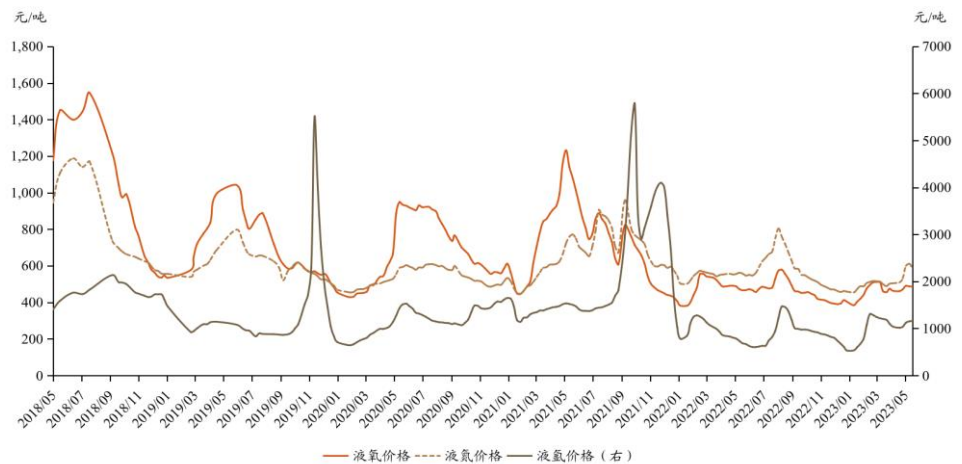
|  |    |
|--|----|
| 图 1: 2023 年 6 月第 1 周液氧/氮/氩价格 YoY 为 4%/6%/70%，周环比为 0%/-4%/1%..... | 5  |
| 图 2: 2023 年 6 月第 1 周综合液态气体价格为 681 元/吨，同比上涨 24%，环比下跌 1%.....      | 5  |
| 图 3: 2023 年 6 月 8 日二氧化碳均价 376.85 元/吨.....                        | 6  |
| 图 4: 6 月 8 日氮/氩出厂价分别为 0.08/7.2 万元/立方米.....                       | 6  |
| 图 5: 6 月 8 日氦气出厂价/市场价分别 0.04/0.0475 万元/立方米.....                  | 6  |
| 图 6: 2021 年零售氧气下游应用：钢铁冶炼、机械制造、化工等.....                           | 7  |
| 图 7: 2021 年零售氮气下游应用：化工、电子、食品医药、机械等.....                          | 7  |
| 图 8: 2021 年零售氩气下游应用：不锈钢、光伏、机械加工等.....                            | 7  |
| 图 9: 液态氧气与氮气的价格正相关性较强.....                                       | 7  |
| 图 10: 4 月粗钢产量同比下降 1.5%.....                                      | 8  |
| 图 11: 预计 2023 年全球光伏装机需求景气向上，液氩价格出现小幅下滑.....                      | 8  |
| 图 12: 2023 年 4 月全球半导体销售额同比下降 21.6%.....                          | 9  |
| 图 13: 本周林德气体上涨 0.5%.....   | 12 |
| 图 14: 本周液化空气集团下跌 1.6%.....                                       | 12 |
| 图 15: 本周空气化工产品上涨 0.8%.....                                       | 12 |
| 图 16: 本周杭氧股份下跌 3.3%.....   | 12 |
| 图 17: 本周凯美特气下跌 5.7%.....   | 13 |
| 图 18: 本周华特气体下跌 5.3%.....   | 13 |
| <br>   |    |
| 表 1: 海外成熟的工业气体公司 2023 年平均 PE 估值 31 倍.....                        | 13 |

## 1 重要工业气体数据跟踪

### 1.1 氩气价格大幅回升，空分气体价格回暖

受市场需求影响，液氧、液氮价格平稳，液氩价格大幅回升。本周零售气体价格同比上涨 24%，环比下降 1%。其中液态氧气单价为 486 元/吨，环比上涨 0%；液态氮气单价为 588 元/吨，环比下降 4%；液态氩气单价为 1158 元/吨，环比上涨 1%。

图1：2023年6月第1周液氧/氮/氩价格 YoY 为 4%/6%/70%，周环比为 0%/-4%/1%

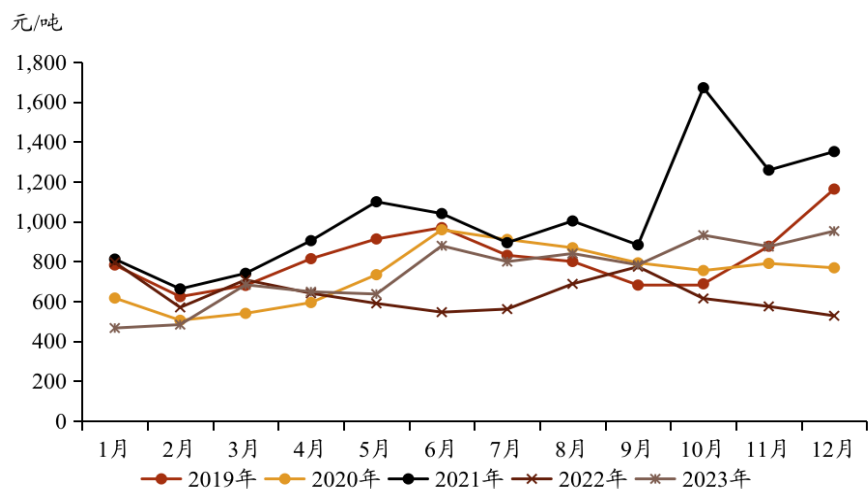


资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

2023 年经济复苏趋势明显，工业气体价格跌幅减弱。按照氧气、氮气、氩气 4:4:2 的比例进行加权，测算出的 2023 年 6 月综合液态气体价格为 681 元/吨，同比上涨 24%，环比下降 1%。

2022 年，零售气体均价 Q1 下跌 18%，Q2 下跌 39%，Q3 下跌 26%，Q4 下跌 57%，第一个月跌幅扩大，后逐月缩小。2023 年 3 月以来零售气体均价逐渐回升，空气产品景气度呈现复苏态势。

图2：2023年6月第1周综合液态气体价格为 681 元/吨，同比上涨 24%，环比下跌 1%



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

二氧化碳价格走势维持平稳。2023年6月8日，二氧化碳均价376.85元/吨，同比下降11.46%。

图3：2023年6月8日二氧化碳均价376.85元/吨

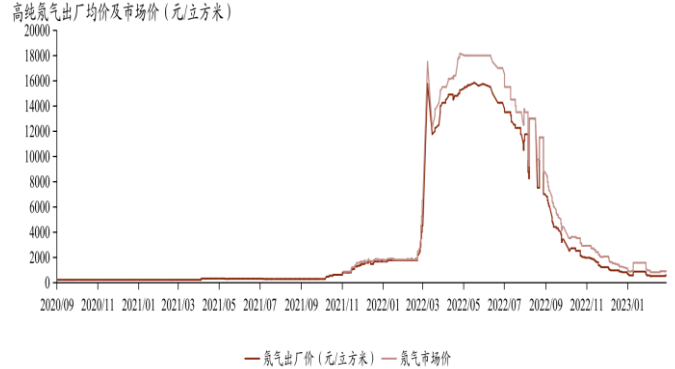
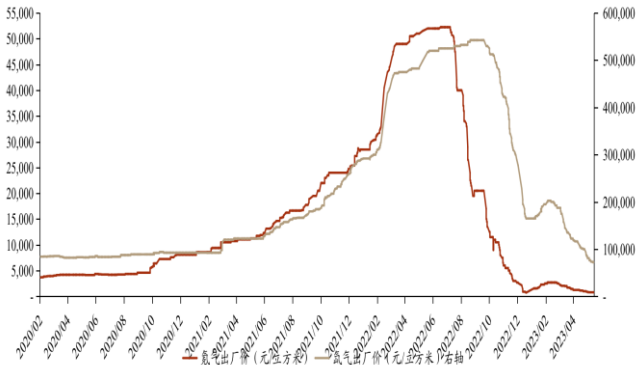


资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

氦气/氙气/氪气价格持续下跌，创22年以来新低。2023年6月8日，氦气出厂价/市场价分别为0.08万元/立方和0.095万元/立方，氙气出厂价/市场价分别为7.2万元/立方和7.9万元/立方，氪气出厂价/市场价分别为0.04/0.0475万元/立方。

图4：6月8日氦/氙出厂价分别为0.08/7.2万元/立方米

图5：6月8日氪气出厂价/市场价分别0.04/0.0475万元/立方米



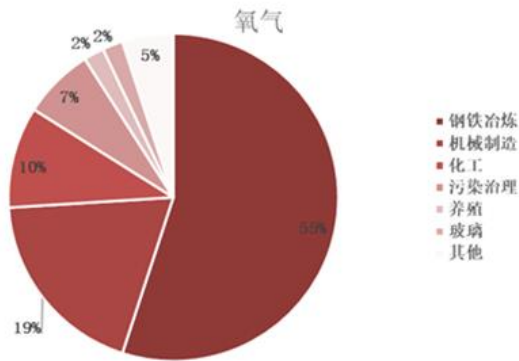
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

## 1.2 金属冶炼需求有望见底，2023 年光伏需求景气度向上

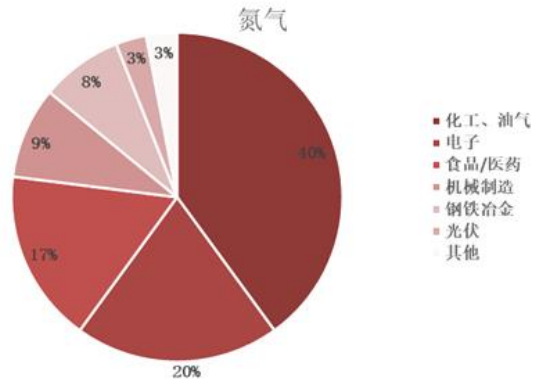
液氧的下游主要包括钢铁等金属冶炼、机械制造、化工等行业。零售氮气的下游应用领域与氧气类似，主要包括化工、电子、食品、医药等。

图6：2021 年零售氧气下游应用：钢铁冶炼、机械制造、化工等



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

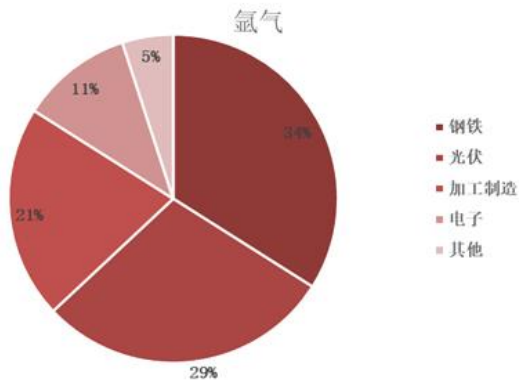
图7：2021 年零售氮气下游应用：化工、电子、食品医药、机械等



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

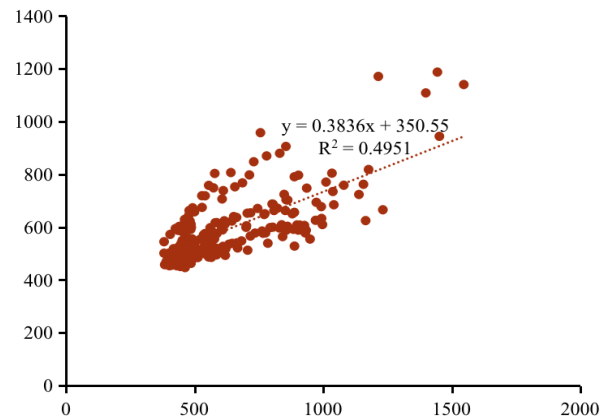
零售氩气的下游主要为不锈钢、光伏、机械加工等行业。由于光伏行业产量的波动率较高、权重大，因此对需求的边际影响较大。

图8：2021 年零售氩气下游应用：不锈钢、光伏、机械加工等



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

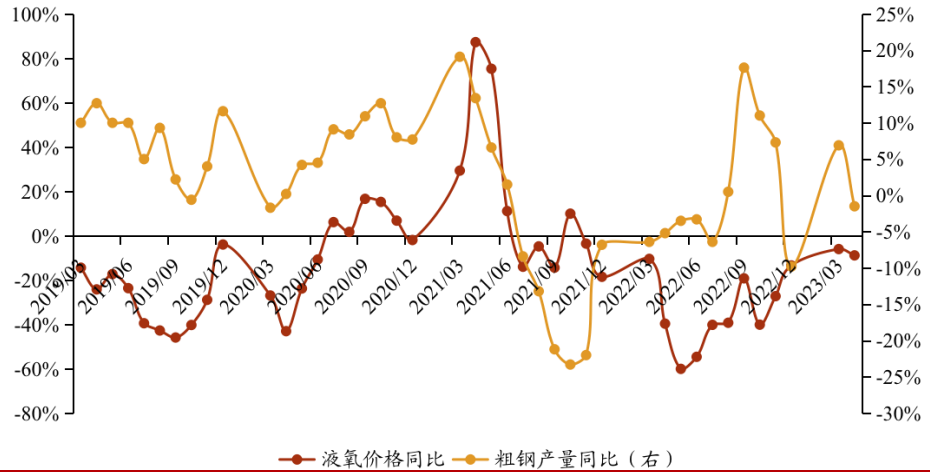
图9：液态氧气与氮气的价格正相关性较强



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

根据国家统计局数据，2023 年 4 月粗钢产量同比下降 1.5%。根据西本新干线数据，2023 年 5 月下旬国内重点钢企粗钢日均产量为 209.54 万吨，环比下降 6.68%。

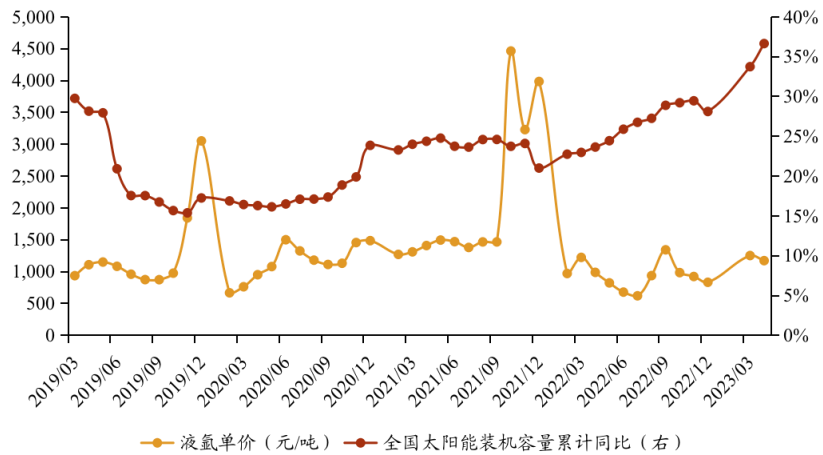
图10： 4 月粗钢产量同比下降 1.5%



资料来源：国家统计局，卓创资讯，浙商证券研究所

预计 2023 年光伏装机需求景气向上，液氫价格出现小幅下降。2023 年 4 月全国累计光伏装机 441GW，同比增长 37%。

图11： 预计 2023 年全球光伏装机需求景气向上，液氫价格出现小幅下滑

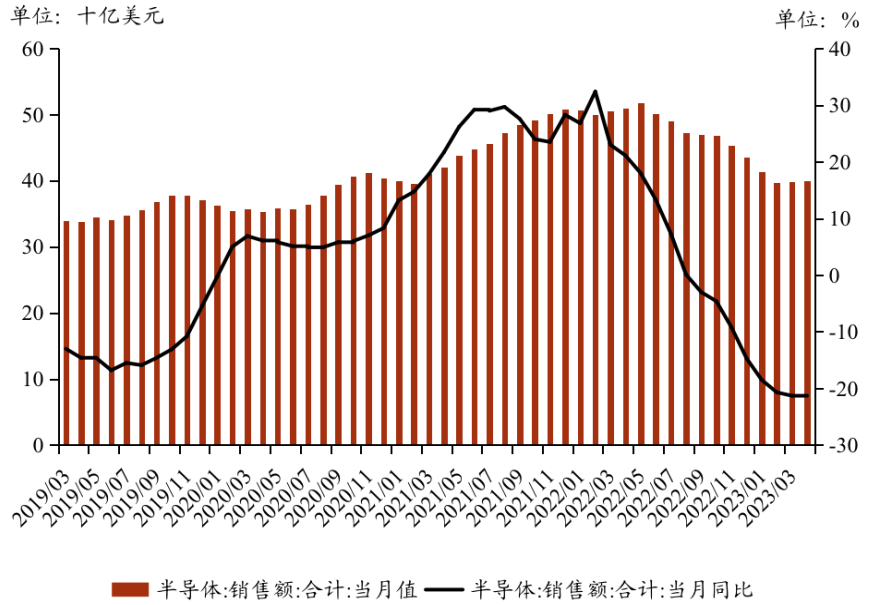


资料来源：wind，卓创资讯，浙商证券研究所



2023年4月，全球半导体销售额增速持续下滑。4月同比下降21.6%，环比降低0.3pct，跌幅逐渐扩大。在自主可控、国产替代要求下，预计十四五期间我国集成电路产量仍将维持较快增长，看好电子特气的成长机会。

图12：2023年4月全球半导体销售额同比下降21.6%



资料来源：美国半导体产业协会，浙商证券研究所

## 2 行业动态

### 1、杭氧股份：第 125 套大型空分出口海外

5 月，杭氧签订一套出口“一带一路”沿线国家 68000Nm<sup>3</sup>/h 空分设备供货合同、一套深冷丙烷脱氢装置供货合同。

杭氧大型、特大型空分设备产量和销量全球第一，已签约 6 万等级以上特大型空分设备 125 套。在牢牢占据国内市场龙头地位的同时，近年来，杭氧凭借独立自主的设计制造能力和强大的供应链管控能力，全面拓展国际贸易业务。

空分设备、石化装置、关键部机及工业气体多类别产品出口海外，涵盖钢铁、石化、绿色化工化纤、光伏等多个领域。外贸额稳定在设备销售总额的 10%以上，并呈持续扩大趋势。

（今日气体分离）

### 2、梅塞尔：开启新篇章

5 月 31 日，世界最大的私营工业气体、医用气体和特种气体专家梅塞尔宣布，即将成为合资企业梅塞尔工业的唯一所有者。梅塞尔工业包括了梅塞尔在北美和南美以及西欧的公司。随着股份的收购（预计将在 2023 年底完成），梅塞尔将为其 125 年的企业历史开启新的篇章。

该计划旨在将梅塞尔的全球业务统一在一个屋檐下，以便支持公司在未来几年内作为一个综合性气体专家实施其可持续发展的战略计划。此外，梅塞尔和 CVC 资本之间的成功合作从一开始就设定了期限，历经四年多后即将结束。

（今日气体分离）

### 3、林德公司与能化集团签订合资合同

近日，福建省能化集团与林德（中国）投资有限公司签订古雷集中空分空压项目合资合同。

根据合同，双方拟成立合资企业，在古雷石化园区投资建设古雷集中空分空压项目。该项目作为福建省能化集团古雷石化基地“龙头+产业链+公共配套”发展战略中的重要公共配套项目之一，将建设运行古雷石化基地公共配套的空分空压装置，为世界级大型石化联合体中沙古雷乙烯项目、福海创公司相关项目等提供氧气、氮气、压缩空气、仪表空气等工业气体。

古雷空分空压项目合资合同的签订，标志着福建省能化集团在打造石化产业链、助力福建石化产业发展上取得新成效，标志着古雷石化园区朝着建设世界级石化产业园区目标又迈出关键一步。

（今日气体分离）

### 4、杭氧股份：加快气体产业投资布局

5 月 30 日，杭氧集团股份有限公司与 PT.KARUNIA PERMAI SENTOSA(简称：KPS)签约印度尼西亚奥比岛(OBI)不锈钢冶炼供气项目，这是落实浙江省委“地瓜经济”提能升级“一

号开放工程”的重要举措，标志着杭氧气体国际化战略迈出开局第一步。本次合作，双方预计投资 2.97 亿元组建印尼杭氧气体有限公司，一期项目由杭氧运营一套 25000Nm<sup>3</sup>/h(O<sub>2</sub>)空分装置，为 KPS 不锈钢冶炼提供氧气、氮气、氩气等工业气体。

6 月 7 日，杭氧股份公告称，其拟投资设立全资子公司——达州杭氧气体有限公司（下称“达州杭氧”），并由其负责新建 2 套 40000Nm<sup>3</sup>/h 空分项目的建设、运营和管理，为四川省达州钢铁集团有限责任公司（下称“达州钢铁集团”）提供其生产所需的气体产品。合同供气期限为 15 年，预计供气启动日为合同生效后的第 16 个月，以项目最终实际投产时间为准。

公告显示，该项目总投资为 5.08 亿元，达州杭氧注册资本 1.53 亿元，由杭氧股份以货币方式出资，出资占比 100%，其余资金由达州杭氧以融资方式解决。投资本项目有利于杭氧继续深化与客户合作，有利于杭氧后续气体业务拓展，符合公司战略发展方向和长远利益。

（今日气体分离）

### 5、正帆科技：潍坊工业气体项目进展

经杭州市国有资本投资有限公司党委推荐，杭氧集团董事会选举，3 月 29 日，杭氧主要领导完成调整：郑伟同志任中共杭氧集团股份有限公司委员会书记、杭氧集团股份有限公司董事会董事长。毛绍融同志不再担任公司党委书记、委员、董事长、董事职务。

正帆科技潍坊工业气体项目由滨海区招商集团引荐落地的，现在主体工程已经验收，目前正在做内墙的粉刷，外墙保温的安装，现场设备已经在安装当中，一些设备已经就位，预计今年 8 月份竣工投产。

竣工后，产品产能每天 500 吨。该项目占地一百亩，总投资 3.8 亿元，计划分两期建设，一期建设工程为一套生产氧气、氮气和氩气的空分装置，项目采用国内最先进的生产设备、工艺和技术，生产装置能耗以及安全性都是国际一流水平。

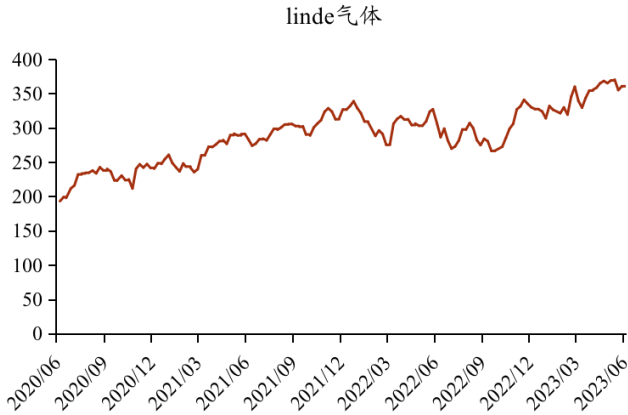
（今日气体分离）

### 3 股价表现及板块估值表

#### 3.1 本周股价表现

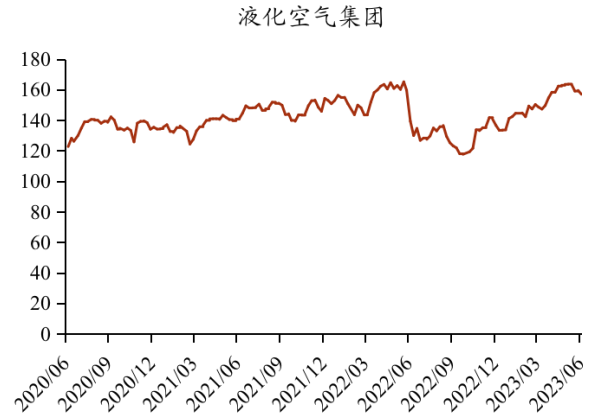
本周林德气体上涨 0.5%，液化空气集团下跌 1.6%，空气化工产品上涨 0.8%，杭氧股份下跌 3.3%，凯美特气下跌 5.7%，华特气体下跌 5.3%；近一年全球各工业气体公司股价涨跌幅：林德气体（上涨 11%）、液化空气集团（下跌 2%）、空气化工（上涨 15%）、杭氧股份（上涨 12%）、凯美特气（下跌 23%）、华特气体（上涨 20%）。

图13： 本周林德气体上涨 0.5%



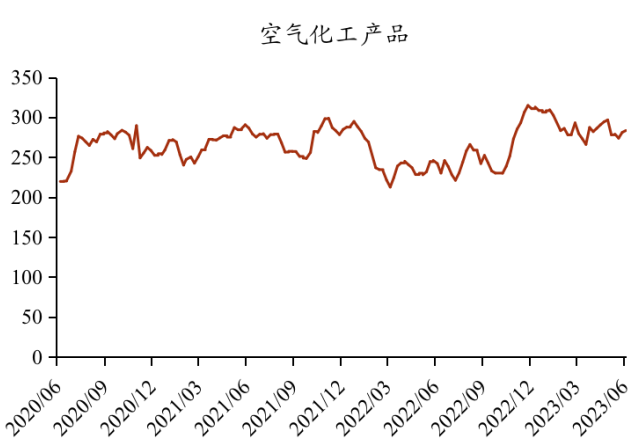
资料来源：wind，浙商证券研究所

图14： 本周液化空气集团下跌 1.6%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图15： 本周空气化工产品上涨 0.8%



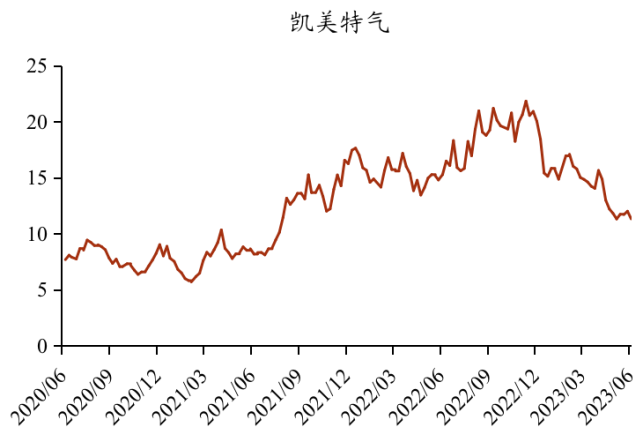
资料来源：wind，浙商证券研究所

图16： 本周杭氧股份下跌 3.3%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图17: 本周凯美特气下跌 5.7%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图18: 本周华特气体下跌 5.3%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 3.2 估值表: 海外成熟气体公司 2023 年 PE 估值 31 倍

1) 在海外成熟的工业气体市场, 已经诞生出 Linde、液化空气集团、空气化工等 3000-10000 亿市值的公司, 净利润高达上百亿元。

2) 参考海外成熟的气体公司, 净利润复合增速约 5-15%, 对应 2022 年 PE 约 34 倍, 2023 年 PE 约 31 倍。国内工业气体市场仍处在成长期, 潜在成长空间更大、市场集中度偏低, 龙头公司成长性较海外气体公司更强。

表1: 海外成熟的工业气体公司 2023 年平均 PE 估值 31 倍

| 国别        | 代码        | 公司     | 市值<br>(亿元) | 净利润(亿元) |       |       |       | PE    |       |       |       | PB<br>(LF) | ROE<br>(2022) |
|-----------|-----------|--------|------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|---------------|
|           |           |        |            | 2021A   | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |            |               |
| 海外公司      | LIN.N     | Linde  | 12,657     | 244     | 289   | 332   | 365   | 52    | 44    | 38    | 35    | 4.5        | 10.4%         |
|           | ONWF.L    | 液化空气集团 | 6,259      | 186     | 205   | 225   | 248   | 34    | 31    | 28    | 25    | 3.6        | 11.6%         |
|           | APD.N     | 空气化工产品 | 4,487      | 136     | 155   | 171   | 188   | 33    | 29    | 26    | 24    | 4.7        | 17.2%         |
| 国内公司      | 002430.SZ | 杭氧股份   | 336        | 11.9    | 12.1  | 13.4  | 16.0  | 28    | 28    | 25    | 21    | 4.5        | 14.8%         |
|           | 002549.SZ | 凯美特气   | 73         | 1.4     | 1.7   | 2.9   | 3.9   | 52    | 44    | 25    | 19    | 7.1        | 13.4%         |
|           | 688268.SH | 华特气体   | 97         | 1.3     | 2.1   | 2.6   | 3.4   | 75    | 47    | 38    | 28    | 6.5        | 13.4%         |
|           | 301286.SZ | 侨源股份   | 112        | 1.8     | 1.2   | 2.8   | 4.6   | 62    | 96    | 40    | 25    | 6.3        | 7.5%          |
|           | 688106.SH | 金宏气体   | 116        | 1.7     | 2.3   | 3.2   | 4.0   | 70    | 51    | 37    | 29    | 3.8        | 8.1%          |
|           | 002409.SZ | 雅克科技   | 312        | 3.3     | 5.2   | 8.5   | 11.2  | 93    | 60    | 37    | 28    | 4.1        | 8.1%          |
|           | 600378.SH | 昊华科技   | 324        | 8.9     | 11.6  | 12.8  | 15.5  | 36    | 28    | 25    | 21    | 5.4        | 14.2%         |
|           | 601369.SH | 陕鼓动力   | 146        | 8.6     | 9.7   | 10.3  | 12.1  | 17    | 15    | 14    | 12    | 2.3        | 11.9%         |
|           | 603324.SH | 盛剑环境   | 47         | 1.5     | 1.3   | 2.1   | 2.9   | 31    | 36    | 22    | 16    | 3.3        | 9.1%          |
|           | 688596.SH | 正帆科技   | 102        | 1.7     | 2.6   | 3.9   | 5.5   | 60    | 39    | 26    | 19    | 4.7        | 10.7%         |
|           | 300435.SZ | 中泰股份   | 52         | 2.5     | 2.8   | 3.7   | 4.8   | 21    | 19    | 14    | 11    | 2.2        | 9.9%          |
|           | 300346.SZ | 南大光电   | 183        | 1.4     | 1.9   | 2.5   | 3.0   | 135   | 98    | 74    | 61    | 9.1        | 8.8%          |
| 002971.SZ | 和远气体      | 40     | 0.9        | 0.8     | /     | /     | 45    | 54    | /     | /     | 2.9   | 6.2%       |               |
| 平均值       |           |        |            |         |       |       | 53    | 46    | 33    | 26    | 4.7   | 11.3%      |               |

资料来源: Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

备注: 加深为已覆盖标的; 原货币单位均换算为人民币, 时间截止至 2023 年 6 月 9 日

## 4 投资建议

持续看好工业气体行业投资机会，海外可比公司万亿元人民币市值。

1) 中国工业气体行业近 2000 亿元市场，过去 5 年复合增速 11%，有望诞生大市值公司。

2) 海外可比公司林德、法液空、空气化工产品对应的市值折合人民币分别为约 12657 亿元、6259 亿元和 4487 亿元，对应 2023 年的平均 PE 约为 31 倍。

3) 国产替代提速，龙头份额提升。2019 年，在已经投入运营的第三方现场制气项目中，外资企业（林德气体、法液空、空气化工、太阳日酸）的市场份额合计达 70%。在 2021 年第三方现场制气项目新增订单中，外资企业的份额降低至 25%，而内资企业占比提升至 75%。杭氧股份第三方市场中运营项目及新增订单各自的市场份额分别为 9% 及 45%。

4) 国内电子特气市场以外资为主导，2018 年外资企业在国内电子特气占据 85% 市场份额，国产替代趋势明显、潜力巨大。看好电子特气子板块，未来 3-5 年业绩有望持续快速增长。

（以上数据来源：请参考此前发布的工业气体年度策略报告《工业气体：受益制造业复苏、自主可控——2023 年工业气体年度策略》）

### 4.1 杭氧股份：国产替代、产品升级、治理改善，迈向工业气体龙头

**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。

**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，2025 年公司气体业务收入占比超过 75%。

**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。**在特气市场，公司以稀有气体这一工业气体的黄金赛道作为切入点，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。

预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 13.4/16/19.6 亿元，同比增速分别为 11%/20%/22%，三年复合增速 17%，对应 PE 分别为 25/21/17 倍。维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争风险及市场风险；产品价格波动风险。

## 4.2 侨源股份：民营气体领军企业，受益光伏锂电等新能源产业崛起

**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。根据此前报告我们预计 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：三个工业园区新建项目、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 年液态气体产能合计约 76 万吨（不含备用产能 10 万吨）、管道气产能 5 亿立方米。我们预计伴随甘眉工业园、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 2021 年增长 158%，较 2022 年增长 144%），管道工业气体产能达 15.33 亿立方米（较 2021 年增长 207%，较 2022 年增长 70%）。

**公司四川医用氧市场份额领先，稳定的供应、服务网络确保保供实力。**据公司官网 1 月 19 日报道，近期四川医用氧需求激增（正常年份同期 3-5 倍），公司是四川最大医用氧供应商之一，确保医用氧价格稳定。公司已建立品类齐全、品质优异、布局合理、生产稳定、配送可靠的气体供应和服务网络，医用氧产品客户近 900 家，在四川医用氧市场份额领先。2021 年公司医疗领域收入 0.9 亿元，收入占比 11%，系第二大下游应用市场。

**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。**乔莉娜女士已累计增持 2 万股，增持计划实施完成。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%。

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 34%，对应 PE 分别为 40/25/17 倍。维持“买入”评级。

风险提示：下游行业景气变化风险、新兴市场开发不力风险、大股东持股比例较高。

## 4.3 华特气体：电子特气先行者；拓品类、切合成，盈利能力提升

**中国特种气体先行者：优质客户覆盖面广、品类持续拓展，向龙头迈进。**公司是特种气体国产化先行者，在国内 8 寸以上集成电路制造厂商实现了超过 80% 的客户覆盖率，是

国内唯一通过 ASML 认证的气体公司。近年伴随产品品类、客户认证逐步增加，2019-2021 年收入增速 3%/18%/35%，不断提速。

**市场广阔：中国特种气体市场超 400 亿元，高盈利将培育千亿级公司。**据卓创资讯，预计 2022 年中国特种气体市场将达 411 亿元（2017 年全球市场约合人民币 1500 亿元），2018-2022 年复合增速达 19%，预计 2022-2025 年行业将维持 15% 以上增长。行业有望培育千亿市值公司：40 亿利润（全球 20% 份额，15% 净利率），25 倍 PE。

**竞争格局：特种气体行业壁垒高；政策保驾护航，国产替代加速突破。**特种气体行业的壁垒较高：1) 产品技术壁垒、2) 客户认证壁垒、3) 营销服务壁垒。目前全球以及国内的特种气体，尤其是电子特气市场是由海外大型跨国公司占据。近年来在政策的推动下，国产替代进程加速。

**公司：技术优势、客户优势明显，向合成气延伸将大幅提升盈利水平。**公司是特种气体国产化先行者，在国内 8 寸、12 寸集成电路制造厂商实现了超过 80% 的客户覆盖率。近期公司准分子激光气通过相干公司认证，体现公司产品实力，有助于准分子激光气在国内外的销售。

**先发优势明显：1) 技术优势：**公司取得 ASML 等公司认证，目前已具备 50 种以上特种气体产品供应能力；**2) 客户优势：**先发优势明显，客户覆盖广泛，有望从半导体向食品、医疗等领域延伸；**3) 在先进纯化技术的基础上向合成气延伸，提升综合盈利能力：**江西华特、自贡华特等项目将在未来 3 年内陆续建成，大幅提升氢化物、氟碳类等高毛利合成气占比；**4) 海外网络优势：**公司将持续强化海外直销网点建设，中长期有助于提升海外业务毛利率。

预计 2023-2025 年的归母净利润为 2.6/3.4/4.5 亿元，对应 PE 分别为 38/28/22 倍。维持“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动；海外网点拓展不及预期；产能扩张进度不及预期。

#### 4.4 凯美特气：电子特气新星，期待订单、气源、ASML 认证获得突破

**展望 2023 年，传统业务有望企稳，激光混配气有望快速增长。**1) 传统业务：公司投资 20 亿元用于扩张二氧化碳产能以及投建双氧水等新品产能。主要项目：(a) 福建凯美特拟投资 5.2 亿元实施 30 万吨/年高洁净食品、电子级过氧化氢项目。(b) 揭阳凯美特项目总投资 14.86 亿元，完成建设后将实现 30 万吨/年高纯食品级二氧化碳和 30 万吨/年工业、电子级双氧水的量产能力。2) 电子特气：公司已取得 ASML 认证，2023 年将重点销售激光混配气。

**电子特气订单较为饱满，疫情、制造业与半导体需求下行影响业绩增速。**据公告，截止 2022 年 11 月 20 日，公司在手订单 1.65 亿元（含税）。2022 年全年，公司公告电子特气订单金额 2.57 亿元（含税），获全球半导体头部企业认可，签署战略框架协议开启大规模供应。同时公司正在积极推进相关认证进程。

**拟定增募资 10 亿元，用于实施宜春电子特气、福建双氧水等项目，正稳步推进。**公司计划非公开发行股份募集资金 10 亿元，用于实施宜春凯美特特种气体、福建凯美特 30 万吨/年（27.5% 计）高洁净食品级、电子级、工业级双氧水等两项目，两项目计划投资总



金额分别为 5.9/5.2 亿元。宜章凯美特种气体项目实施主要产品包括电子级溴化氢、电子级乙炔、氟基混配气等产品。据公告，预计项目建成后年收入 6.8 亿元，净利润 2.9 亿元。

**公司实控人、董事长完成增持，成交金额 1000 万元，彰显对公司未来发展信心。**

**2022 年限制性股票激励计划首次授予完成，覆盖面广泛彰显管理层信心。**股权激励计划业绩解锁条件为 2022/2023/2024 年净利润不低于 2.8/2.5/3.5 亿元。

**电子特气打造新增长极：稀有气体激光气体持续放量、切入合成电子特气。**公司致力于成为中国领先的专业电子特种气体和混配气体研发及生产加工为一体的电子特种材料供应商，企业定位“专、精、特”，客户瞄准掌握全球先进工艺的半导体头部企业，专注**高毛利、好现金流**产品。1) 电子特气一期(岳阳)：稀有气体(氦气、氩气、氖气等)及激光混配气，产能将不断释放。2) 电子特气二期(宜章)：合成类气体。产品包括卤族气体、VOC 标气、氖气、混配气等产品，预计 2025 年达产。

**盈利预测及投资建议。**预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 2.9/3.9/5.2 亿元，对应 PE 分别为 25/19/14 倍，维持买入评级。

风险提示：项目投产进度不及预期、电子特气销售不及预期。

#### 4.5 陕鼓动力：民族工业气体领军企业，压缩空气储能打造新增长引擎

**透平机械龙头：从设备向系统服务、能源基础设施运营升级。**公司致力于打造成为全球领先的透平机械系统问题解决方案提供商，2017-2021 年归母净利润复合增速 37%，几何 ROE 为 9%。已形成能量转换设备(2021 年收入占比 40%)、能量转换系统服务(35%)、能源基础设施运营(24%)三大业务，2021 年下游行业冶金占比 72%、石化 22%。公司是西安市优质地方国企，西安市国资委持股比例达 61%。公司已完成两次股权激励实施。

**打造全球领先能量转换设备制造能力，压缩空气储能有望打造新增长引擎。**1) 压缩机组等核心设备市占率全国领先。据公告，2012-2014 年轴流压缩机、离心压缩机、工业流程能量回收装置等核心产品的市占率分别 95%-100%、70%-81%、94%-100%。2) 压缩空气储能是最有前途的非电化学的新型储能技术方向。根据观研天下，中性情景下 2025 年、2030 年压缩空气储能累计装机量分别 6.76、43.15GW。公司作为轴流压缩机龙头，将充分受益于空气压缩储能商业化与快速发展。

**能量转换系统服务：依托设备，打造服务型制造。**公司能量转换系统服务主要包括分布式能源 EPC、工业服务等。公司在临潼建设全球首个能源互联岛运营中心。公司面向企业用户提供全生命周期的系统服务，提供安全环保、节能降本、创新创效、数字智能的系统服务解决方案。

**子公司秦风气体是民族工业气体领跑者，设备经验、客户资源构筑竞争优势。**据公司官网，控股子公司秦风气体(上市公司持股比例 63.94%)比客户自运营综合节能 10%以上，投资、建设、运营的气体厂有 30 余个，规模超过 100 万 Nm<sup>3</sup>/h 制氧量。据公告，2021 年公司已拥有合同供气量、已运营合同供气量分别达 119 万方、69 万方，同比分别增长 34%、46%，订单饱满、增速较快。公司发展工业气体核心竞争力：1) 设备制造能力处于国际先进水平；2) 设备、系统服务市场占有率较高、品牌影响力较强，有助于开拓气体市场。

预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 10.3/12.1/14.4 亿元，同比增长分别为 6%/17%/19%，对应 PE 为 14/12/10 倍。维持“增持”评级。

风险提示：下游行业相对集中风险、工业气体扩产放缓的风险、压缩空气储能设备招标低于预期。

## 5 风险提示

- 1、钢铁冶炼、化工、光伏等行业需求不及预期；
- 2、行业竞争加剧，新进入者不断涌入引发价格战；
- 3、零售气体的价格大幅波动的风险。

## 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>