

杭氧股份 (002430)

点评报告

行业公司研究——地面兵装II行业一

证券研究报告

18亿元可转债加码气体业务，向工业气体龙头升级

——杭氧股份点评报告

投资要点

□ 事件：拟公开发行可转换公司债券，募集资金总额不超过18亿元

本次募集资金扣除发行费后，将用于以下项目：1) 吕梁项目(5万方)、2) 衢州东港项目(一期0.38万方液体后备系统)、3) 黄石项目(2.5+3.5万方)、4) 广东杭氧首期供气建设项目(1.1万方)、5) 济源杭氧国泰项目(4万方)、6) 阳煤太化(5.52万方)空分装置收购项目以及7) 补充流动资金项目等。

□ 拟投资气体运营项目全面达产之后，有望合计贡献年均净利润0.8亿元

根据公司公告，若6大气体运营项目全面达产及资产交割完成后，有望新增气体运营规模达22万方(占现有气体运营规模的17%)，合计贡献年均气体销售收入为9.04亿元、年均净利润为8296万元。

□ 募资5.14亿元用于补充流动资金，有望降低财务成本、改善财务结构

2020年三季度末公司资产负债率为50.1%。未来可转债持有人有望实现转股，公司的资产负债率有望降低至41.5%，净资产有所提高，财务结构进一步优化。

□ 2020年新签供气项目达28万方创历史新高，第三方供气市场市占率第一

根据公司公告，已成为国内最具影响力的气体服务商。公司目标：“做优设备、做大气体”。作为大型国企、上市公司，具竞争优势。至2020年底公司已经投建42家气体公司。2020年1-3季度，气体业务收入占营业收入的比例约54%。2020年已公告新签气体项目规模达28万方，创下历史新高，预计在新增第三方供气市场中的市占率近50%。预计公司2020-2022年气体项目总规模分别为133/180/209万方，CAGR达22%。

□ 2021年一季度设备、管道气、零售气业务均向上，业绩高增长可期

1) 2020年一季度公司设备收入受疫情影响较大，2021年一季度交付正常；2) 一季度莱芜、彭泽、太原、承德等4个气体项目有望投产，新增气体销量预计占去年全年16.4%；3) 一月份液态空分气体价格大超预期，平均气价约767元，同比增长29%，环比增长5%，淡季不淡，表明零售市场需求超预期。

□ 投资建议：6-12月看50%以上空间，维持“买入”评级

预计公司2020-2022年归母净利润分别为8.5/11.4/15.4亿元，YoY分别为34%/34%/36%，未来两年气体业务有望进入加速增长期，参考海外可比公司平均PE达30倍以上，给予公司2021年设备业务20倍PE和气体业务40倍PE，对应公司合理市值约为385亿元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：液态气价大幅波动、气体项目中标及达产进度不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	8187	9883	11756	13631
(+/-)	4%	21%	19%	16%
净利润	635	850	1136	1544
(+/-)	-14%	34%	34%	36%
每股收益(元)	0.66	0.88	1.18	1.60
P/E	40	30	23	17
ROE	11%	13%	15%	18%
PB	4.4	4.0	3.5	3.0

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥26.52

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

电话：18610723118

邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理：张杨

电话：15601956881

邮箱：zhangyang01@stocke.com.cn



相关报告

- 1 《【杭氧股份】深度：空分设备龙头厚积薄发，向工业气体龙头升级【浙商机械国防】》2020.12.21
- 2 《【浙商机械国防】杭氧股份：两大气体项目有望落地，全年新签创历史新高》2020.12.18
- 3 《杭氧股份三季报点评：业绩大超预期，工业气体业务加速增长》2020.11.01
- 4 《杭氧股份：河北工业气体及设备项目落地，市场开拓展现竞争力-20200930》2020.09.30
- 5 《业绩快报点评：业绩复合预期，设备+气体业务景气向上》2018.02.14

1. 拟投资气体项目达产后，有望合计贡献年均净利润 0.8 亿元

本次募集资金总额不超 18 亿元，扣除发行费用后用于以下项目：

表 1：本次募集资金计划用于投资气体项目及补流等

序号	项目名称	实施主体	项目总投资（亿元）	拟使用募集资金投入（亿元）
1	吕梁杭氧气体有限公司 5 万方空分项目	吕梁气体公司	2.59	2.39
2	衢州杭氧东港气体有限公司 1.2 万方空分装置及液体后备系统项目（一期为 0.38 万方）	东港气体公司	0.95	0.80
3	黄石杭氧气体有限公司 2.5+3.5 万方空分项目	黄石气体公司	2.98	2.78
4	广东杭氧气体有限公司空分供气首期建设项目	广东气体公司	1.40	1.12
5	济源杭氧国泰气体有限公司 4 万方空分设备建设项目	济源国泰气体公司	3.00	1.37
6	阳煤太化 5.52 万方空分装置收购项目	太原气体公司	4.50	4.40
7	补充流动资金	股份公司	5.14	5.14
	合计		20.57	18.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据公司公告，我们预计公司拟投资的 5 大气体运营项目全面达产之后，有望实现年均营业收入及年均净利润合计分别为 9.04 亿元和 8296 万元。

表 2：拟投资气体项目年均营收及净利润合计分别为 9 亿元、0.8 亿元

	总投资（亿元）	气体运营规模（万方）	年均营业收入（亿元）	年均净利润（万元）
吕梁项目	2.59	5	1.73	1556
黄石项目	2.98	6	1.79	1827
广东项目	1.4	1.1	1.04	765
济源国泰项目	3	4	1.90	1778
平均	2.49	4.03	1.62	1482
阳煤太化项目	4.5	5.52	2.58	2370
合计	14.47	22	9.04	8296

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.1. 吕梁项目达产后有望实现年均收入 1.73 亿元，年均净利润 1556 万元

2019 年 12 月，公司与华盛化工（系山西美锦能源的全资子公司）及亚鑫新能科技签订供气合同，约定公司将建设一套 5 万方空分装置，长期向两家公司提供工业气体产品（氧气、氮气）及服务，合同期限为 15 年。

本项目主要管道氧气、氮气产品为满足华盛化工综合尾气制 30 万吨/年乙二醇联产 LNG 项目和山西亚鑫煤焦化有限公司工业气体需求，剩余液氧、液氮、液氩向周边市场外销。

吕梁项目总投资 2.59 亿元，建设期为 18 个月。根据测算，项目完全达产后预计年均实现销售收入 1.73 亿元，可实现年均净利润 1556 万元。

1.2.衢州东港项目达产后将实现年均收入 0.5 亿元，年均净利润 611 万元

2020 年 7 月，公司与金瑞泓科技签订供气合同，约定将通过东港气体公司的空分装置为金瑞泓提供高纯氮气和高纯氩气等气体产品及服务，合同期限 10 年。

本项目属于园区供气项目，服务对象是园区内所有用气企业，项目一期建设规模为 3,800Nm³/h（氧）液体装置，主要产品为液体产品和氮气，面对区域内市场进行销售。项目总投资为 9500 万元，建设期为 12 个月。预计全面达产后将实现营业收入 4943 万元，净利润 611 万元。

1.3.黄石项目达产后有望实现年均收入 1.79 亿元，年均净利润 1827 万元

2019 年 12 月，公司与阳新弘盛（系大冶有色为 400kt/a 高纯阴极铜清洁生产项目专门组建的建设和运营公司，位于黄石市阳新县新港工业园内）签订供气合同，约定公司组建黄石气体公司，负责新建一套 3.5 万方和一套 2.5 万方空分装置为阳新弘盛供应氧气、氮气等工业气体产品，合同期限 15 年。

预计项目总投资为 2.98 亿元，建设期为 18 个月。项目完全达产后，预计将实现年均营业收入 1.79 亿元，年均净利润 1827 万元。

1.4.广东项目达产后有望实现年均收入 1.04 亿元，年均净利润 765 万元

2020 年 6 月，公司与德润钢铁签订供气合同，约定公司将以建成的空分设备为德润钢铁公司提供氧气、氮气、氩气等气体产品及服务，合同期限 20 年。

河源德润钢铁成立于 2003 年，是在原紫金县宝山铁厂基础上发展起来的民营钢铁企业，主要经营连铸钢坯、轧材、钢筋混凝土热轧带肋钢筋等。德润钢铁拟实施年产 600 万吨电炉短流程优特钢项目，项目计划总投资 130 亿元，一二期总的氧气用量约为 4 万方左右。本项目根据河源德润钢铁一期的用气需求拟定配套一套 1.1 万方空分设备，设备除供应德润钢铁公司的氧气、氮气需求外，剩余部分以液态形式外销。

本项目总投资为 1.4 亿元，建设期为 12 个月。项目完全达产后，预计将实现年均营业收入 1.04 亿元，年均净利润 765 万元。

1.5.济源国泰项目达产后将实现年均收入 1.9 亿元，年均净利润 1778 万元

2020 年 7 月，公司与济源钢铁签订供气合同，约定济源国泰气体公司以新 4 万方空分设备为济源钢铁公司供应氧气、氮气、氩气等工业气体产品，合同期限 20 年。

济源钢铁为大型钢铁骨干企业，拟实施高炉产能置换项目配套空分项目。空分项目内容为：新建 4 万等级空分设备及贫氮氩生产线一套，生产车间及其辅助设备设施各一套。

本项目总投资为 3 亿元，建设期为 13 个月。项目完全达产后，预计将实现年均营业收入 1.9 亿元，年均净利润 1778 万元。

1.6.阳煤太化项目资产交割后有望贡献净利润超 2000 万元

2021 年 1 月 11 日，阳煤太化与太原气体公司签订《资产转让合同》，太原气体公司以 4.5 亿元的价格收购阳煤太化 5.52 万方空分装置相关资产及负债。公司已与阳煤太化签订供气合同，合同期限为 20 年。

该空分装置为气化装置提供高压氧气，为煤气化、己内酰胺、己二酸、苯加氢、双氧水、合成氨等化工装置提供氮气、仪表空气及工艺气体。

合同双方约定自交割日开始, 双方即办理交易资产过户和经营管理权交接手续, 和交易资产的所有权过户手续。

1.7. 募资 5.14 亿元用于补充流动资金, 有望降低财务成本、改善财务结构

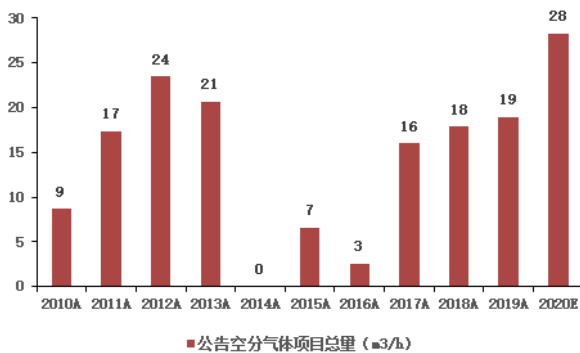
工业气体项目投资具有时间紧、初始投资量大的特点, 公司需储备一定量的流动资金作为潜在气体项目的启动资金。

2020 年三季度末公司资产负债率为 50.11%, 保持较高水平。根据公司公告, 2020 年三季度末公司长期借款约 10.98 亿元, 其中应付债券约 5 亿元、银行长期借款约 2 亿元将在 2021 年待偿还。若本次可转债持有人陆续转股之后, 公司资产负债率有望降低至 41.5%。净资产有所提高, 财务结构进一步优化。

附录

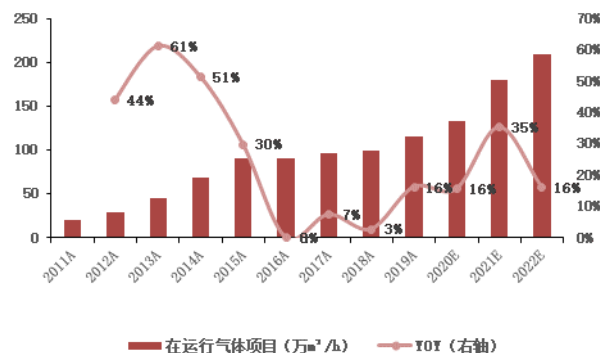
2020 年公司公告的空分气体项目规模创历史新高。预计公司 2020 年新签的气体项目有望接近 30 万方, 2021 年投产的气体项目规模有望超 40 万方。

图 1: 公司 2020 年公告新签气体项目规模创历史新高



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 2: 预计公司 2020-2022 年投运项目 CAGR 达 22%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

表 3: 公司 2020 年新签气体项目数量 (7 个)、规模 (28 万方) 大幅增加

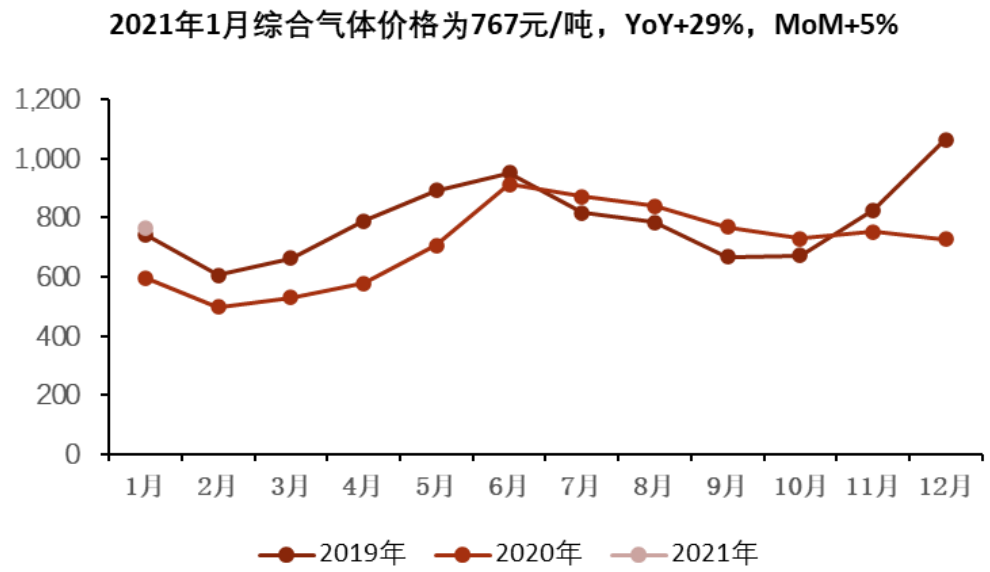
公告时间	子公司	空分气体项目	客户名称
2020/12/18	投资设立云浮杭氧气体有限公司	新建一套 40000m³/h 空分装置	广东南方东海钢铁有限公司
2020/12/18	投资设立太原杭氧气体有限公司	参与竞拍阳煤太化 55200Nm³/h 空分装置	阳煤集团太原化工
2020/9/30	河北杭氧气体有限公司	新建一套 51,000m³/h 空分装置	沧州旭阳化工有限公司
2020/8/3	济源杭氧国泰气体有限公司	投资新建一套 40,000m³/h 空分设备	河南济源钢铁 (集团) 有限公司
2020/8/3	广东杭氧气体有限公司	新建一套 11,000m³/h 空分装置	河源德润钢铁有限公司
2020/4/30	承德杭氧气体有限公司	新建一套 20,000m³/h 空分装置	
2020/1/11	黄石杭氧气体有限公司	新建一套 35,000m³/h 和一套 25,000m³/h 空分装置	阳新弘盛公司
2019/12/27	吕梁杭氧气体有限公司	新建一套 50000Nm³/h 空分装置	山西美锦华盛化工新材料有限公司及山西亚鑫煤焦化有限公司
2019/11/20	青岛杭氧电子气体有限公司	新建一套 20,000m³/h 纯氮空分装置	芯恩 (青岛) 集成电路有限公司
2019/5/21	济南杭氧气体有限公司	实施 40000Nm³/h 制氧机 (BOO) 供气项目	山东钢铁股份有限公司莱芜分公司
2019/3/2	广西杭氧气体有限公司	受让客户二期 2 套 40000m³/h 空分在建项目	广西盛隆冶金有限公司

2018/12/17	山西杭氧乾鼎气体有限公司	新建 65,000m ³ /h 空分项目	山西立恒钢铁集团股份有限公司
2018/12/17	江西杭氧萍钢气体有限公司	新建 20,000m ³ /h 空分项目	九江萍钢钢铁有限公司
2018/12/17	河南杭氧气体有限公司	新建 30,000m ³ /h 空分项目	安钢集团信阳钢铁有限责任公司
2018/7/7	漯河杭氧气体有限公司	为金大地拥有的一套 64000m ³ /h 空分系统提供综合服务管理	河南金大地化工有限责任公司
2017/12/20	江西杭氧气体有限公司	实施 2 套 80,000m ³ /h 空分的建设、运营和管理	九江心连心化肥有限公司
2016/12/31	衢州杭氧特种气体有限公司	经营本公司的普气、稀有气体及特种气体等业务	衢州市高新技术产业园区华阳路 28 号
2016/3/7	杭州富阳杭氧气体有限公司	为二期项目配置一套 26,000m ³ /h 等级的空分设备 (配置氩系统)	浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司
2015/7/27	山西杭氧乾鼎气体有限公司	收购现有厂房, 2 套 6500m ³ /h、1 套 12000m ³ /h、1 套 6000m ³ /h、2 套 10000m ³ /h 和 1 套 15000m ³ /h 空分成套设备 (合计 6.6 万)	山西立恒钢铁集团股份有限公司
2013/12/30	驻马店杭氧气体有限公司	配骏化 40,000m ³ /h 气体项目	河南骏化发展股份有限公司
2013/3/5	山东杭氧气体有限公司	收购现有的四套空分装置 (10,000m ³ /h (氧)、14,000m ³ /h (氧)、28,000m ³ /h (氧)、52,000m ³ /h (氧) 空分装置及相关附属设施)、另新建一套 62,500m ³ /h 空分装置项目 (原 10.4 万, 新建 6.25 万)	兖矿鲁南化肥厂、兖矿国泰化工有限公司
2012/12/21	济源杭氧万洋气体有限公司	配万洋集团 15,000m ³ /h 空分项目	万洋冶炼 (集团) 有限公司
2012/6/26	吉林杭氧吉神气体有限公司	配吉神化工 10,000m ³ /h (氮) 气体项目	吉神化学工业股份有限公司
2012/6/26	江西杭氧萍钢气体有限公司	收购含 2 套 16,500m ³ /h 和 1 套 25,600m ³ /h 空分设备	九江萍钢钢铁有限公司
2012/5/31	南京杭氧气体有限公司	一期配南钢 30,000m ³ /h 气体项目	南京钢铁联合有限公司
2012/3/20	广西杭氧气体有限公司	收购原有装置并新建 80,000m ³ /h 空分项目 (2004 年 0.65、2007 年 1、2010 年 2.5, 合计 4.15)	广西盛隆冶金有限公司
2011/11/24	新疆杭氧气体有限公司	配三五九钢铁 2 × 20,000m ³ /h 气体项目	新疆阿拉尔三五九钢铁有限公司
2011/9/29	杭州富阳杭氧气体有限公司	一期项目配置一套 17,500m ³ /h 等级的空分设备 (配置氩系统)	杭州富春江冶炼有限公司 (铜)
2011/6/14	广西杭氧金川新锐气体有限公司	新建 2 套 35000Nm ³ /h 空分装置	广西金川有色金属有限公司
2011/6/14	吉林市经开杭氧气体有限公司	新建 1 套 12000Nm ³ /h 空分装置	吉林众鑫化工集团有限公司
2010/12/16	杭州萧山杭氧气体有限公司	投资建设一套 3,000m ³ /h 的纯氮空分设备和一套年产 20 万吨二氧化碳回收装置	浙江恒逸集团有限公司

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

根据卓创资讯, 2021 年 1 月液氧、液氮、液氩价格分别为 584、529 及 1609 元/吨, 分别同比增长 18%、7%、60%。我们测算综合液态气体价格约 767 元/吨, 同比增长 29%, 环比增长 5%, 超市场预期。

图 3: 2021 年 1 月综合气体价格为 767 元/吨, YoY+29%, MoM+5%



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6166	7087	7719	8485	营业收入	8187	9883	11756	13631
现金	1223	1328	1322	1450	营业成本	6397	7685	9042	10237
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	54	64	71	82
应收账款	2193	2626	2808	3005	营业费用	126	148	170	195
其它应收款	30	34	39	47	管理费用	442	514	588	654
预付账款	634	576	678	768	研发费用	272	296	329	368
存货	1631	2113	2441	2764	财务费用	77	93	108	108
其他	455	410	430	452	资产减值损失	55	60	48	77
非流动资产	5884	6386	7677	8368	公允价值变动损益	0	18	18	18
金额资产类	0	1	1	1	投资净收益	15	20	21	25
长期投资	72	82	83	85	其他经营收益	71	66	64	67
固定资产	4560	4939	6114	6708	营业利润	850	1125	1505	2021
无形资产	312	278	248	221	营业外收支	4	4	4	4
在建工程	529	743	875	980	利润总额	854	1129	1509	2025
其他	411	343	357	373	所得税	170	215	287	364
资产总计	12049	13473	15396	16853	净利润	685	915	1222	1660
流动负债	4399	5197	6173	6299	少数股东损益	49	65	86	116
短期借款	0	5	554	5	归属母公司净利润	635	850	1136	1544
应付款项	1285	1706	1998	2252	EBITDA	1419	1541	2002	2593
预收账款	2161	2075	2116	2454	EPS (最新摊薄)	0.66	0.88	1.18	1.60
其他	953	1410	1505	1588	主要财务比率				
非流动负债	1442	1366	1360	1359		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	613	1033	1033	1033	成长能力				
其他	829	333	327	326	营业收入	4%	21%	19%	16%
负债合计	5841	6562	7533	7658	营业利润	-12%	32%	34%	34%
少数股东权益	428	493	579	696	归属母公司净利润	-14%	34%	34%	36%
归属母公司股东权益	5780	6417	7283	8499	获利能力				
负债和股东权益	12049	13473	15396	16853	毛利率	22%	22%	23%	25%
					净利率	8%	9%	10%	12%
					ROE	11%	13%	15%	18%
					ROIC	10%	12%	13%	16%
					偿债能力				
					资产负债率	48%	49%	49%	45%
					净负债比率	23%	32%	36%	29%
					流动比率	1.40	1.36	1.25	1.35
					速动比率	1.03	0.96	0.85	0.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.77	0.81	0.85
					应收帐款周转率	4.92	5.42	5.74	6.15
					应付帐款周转率	6.23	6.14	5.69	5.59
					每股指标(元)				
					每股收益	0.66	0.88	1.18	1.60
					每股经营现金	1.52	1.05	1.48	2.26
					每股净资产	5.99	6.65	7.55	8.81
					估值比率				
					P/E	40	30	23	17
					P/B	4.43	3.99	3.51	3.01
					EV/EBITDA	10	17	14	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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>