

气体业务稳步发展，装备业务期待石化和氢能发力

—公司事件点评

所属部门：行业公司部

报告类别：行业研究报告

报告时间：2022 年 3 月 29 日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 事件

杭氧股份发布 2021 年年度报告，2021 年全年实现营业收入 118.78 亿元，同比增加 18.53%；实现毛利 29.27 亿元，同比增长 28.77%；实现归属母公司净利润 11.94 亿元，同比增长 41.60%。实现综合毛利率 24.64%，与 2021 年前三季度相比降低了 0.68 个百分点，与 2020 全年相比提高了 1.96 个百分点。

❖ 点评

公司 2021 年业绩略低于我们预期，主要是空分设备业务收入增长略低于我们的预期。2021 年空分设备业务产能利用率基本已到顶峰、收入规模继续大幅增长的空間不大，而由于需要更多的生产外包，规模效应带来的毛利率改善效果降低，空分设备毛利率同比提升放缓。

2021 年 10-12 月，实现总营业收入 29.16 亿元，同比增长 4.33%；毛利 6.57 亿元，同比下降了 3.38%；归属母公司净利润 1.64 亿元，同比下降了 25.38%；我们认为季度利润同比大幅下滑的原因主要是期间费用，尤其是销售和管理费用率大幅上行所致。

公司的核心业务空分设备以及工业气体，是同宏观经济紧密相关的重要工业设备，一般情况与经济增长速度保持正相关。公司 2021 年，实现空分设备、冷箱制造和气体收入分别为 43.15、5.13 和 66.16 亿元，实现 5.51%、150.60%和 22.05%的同比增长。

公司空分设备 2021 年增速放缓的趋势符合我们的预期，未来 2-3 年预期维持在与经济增长速度相匹配的合理水平。而且公司自身空分设备生产能力利用水平已基本达到极限，公司空分设备业务成长的短期天花板压力明显，中期供给只能通过扩产。但公司秉持稳健的发展战略以及国内最大的大型空分设备类产能规模，公司空分设备类业务继续扩张保持谨慎，预计未来只是维持正常的技改投入。所以，我们认为如果没有新的资本开支产能投放或者外延扩张计划，公司空分设备业务收入增速将回归到与国内经济增长相匹配的合理水平，公司设备类业务的增长点主要体现在石化装备业务的继续突破以及氢能产业的系统解决能力。

公司的工业气体业务收入增长符合我们的预期，公司对工业气体业务的发展有较好的规划，前期对工业气体项目的客户、时间和回报安排较为合理，未来公司有望维持工业气体也的稳定发展，收入增速有望维持 20%上下的稳定增长，而有益于前期项目的折旧摊销完成、项目供气产能利用率的稳步上行以及零售市场的相对景气，公司工业气体业务有望实现稳定持续的发展态势，将成为公司最稳定的现金和利润来源。

❖ 盈利预测

公司 2021 年业绩表现略低于我们在 2021 年中期调整后的盈利预测，我们根据公司年报

调整相应预测模型。预计公司 2022-2024 年，可实现营业收入 135.73、155.73 和 179.37 亿元，归属母公司净利润 13.96、16.28 和 19.05 亿元，总股本 9.83 亿股，对应 EPS1.42、1.66 和 1.94 元。2022 年 3 月 29 日，股价 29.55 元，对应市值 291 亿元，2021-2023 年 PE 约为 21、18 和 15 倍。

公司是本土唯一具备大型及超大型高端空分装置研发能力的企业，而且公司自上市以来在工业气体行业进行的布局已经进入收获期，气体业务的投资节奏和既有项目的现金流已经实现良性循环，气体业务将从现金流和盈利角度平滑设备业务的强周期性，公司有望在营收端体现出较稳定的增长，我们维持公司“增持”评级。

❖ **风险提示：**宏观经济低于预期、行业竞争加剧、气体业务增长低于预期。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	11878	13573	15573	17937
+/-%	19%	14%	15%	15%
归属母公司净利润(百万)	1194	1396	1628	1905
+/-%	42%	17%	17%	17%
EPS(元)	1.21	1.42	1.66	1.94
PE	24.33	20.80	17.84	15.24

资料来源：公司 2021 年年报、预测截止日为 2022 年 3 月 29 日、川财证券研究所

❖ 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28861	11765	14972	17043	营业收入	11878	13573	15573	17937
货币资金	1566	2679	4174	5776	营业成本	8951	10262	11742	13486
应收和预付款项	3544	6508	7460	7874	营业税金及附加	76	87	100	115
存货	2432	2365	3124	3181	营业费用	131	163	187	215
其他流动资产	21318	213	213	213	管理费用	1022	1189	1364	1572
非流动资产	6993	9045	6914	8181	财务费用	104	119	136	157
长期投资	174	316	455	363	减值损失	78	0	0	0
投资性房地产	96	96	96	96	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产和在建工程	5799	5746	5692	5639	投资净收益	30	0	0	0
无形资产和开发支出	436	430	424	418	营业利润	1546	1753	2044	2393
其他非流动资产	488	2457	246	1665	其他非经营损益	47	0	0	0
资产总计	35854	20811	21885	25224	利润总额	1593	1753	2044	2393
流动负债	5013	6388	6559	8213	所得税	318	263	307	359
短期借款	0	0	0	0	净利润	1274	1490	1737	2034
应付和预收款项	5013	6388	6559	8213	少数股东损益	80	94	110	128
非流动负债	3179	2203	2203	2203	归属母公司净利润	1194	1396	1628	1905
长期借款	1851	1851	1851	1851	EBITDA	2079	2377	2753	3203
其他非流动负债	1328	351	351	351	EPS (元)	1.21	1.42	1.66	1.94
负债合计	8192	8591	8761	10416	主要财务比率				
少数股东权益	532	626	736	864	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	965	965	965	965	成长能力				
资本公积	1618	1618	1618	1618	营业收入	18.5%	14.3%	14.7%	15.2%
留存收益	4741	5914	7282	8883	营业利润	44.8%	13.5%	16.6%	17.1%
归属母公司股东权益	7324	8497	9865	11466	归属于母公司净利润	41.6%	16.9%	16.6%	17.1%
负债和股东权益	8700	9967	11698	8393	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	24.6%	24.4%	24.6%	24.8%
单位:百万元					净利率(%)	10.7%	11.0%	11.2%	11.3%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	16.3%	16.4%	16.5%	16.6%
经营活动现金流	174514	132763	254352	195721	ROIC(%)	20.2%	19.3%	22.0%	25.7%
税后经营利润	124944	149042	173738	203388	偿债能力				
折旧摊销	64148	5959	5959	5959	资产负债率(%)	51.0%	50.6%	46.8%	46.8%
利息费用	9389	11888	13640	15711	带息负债比率(%)	22.60%	21.55%	21.13%	17.77%
资产减值损失	7792	0	0	0	流动比率	1.54	1.56	1.78	1.86
营运资金变动	-28579	-34127	61014	-29337	速动比率	1.10	1.18	1.30	1.46
其他经营现金流	-3180	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	0	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.80	0.83	0.81
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	4.44	3.20	4.22	3.29
长期投资	0	0	0	0	存货周转率	3.68	4.34	3.76	4.24
其他投资现金流	0	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1117	22304	26000	30437	每股收益(最新摊薄)	1.21	1.42	1.66	1.94
短期借款	0	-0	-0	-0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	1.42	1.82	1.93
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.28	1.42	1.82	1.93
股权筹资	0	0	0	0	估值比率				
支付股利	0	22304	26000	30437	P/E	24.33	20.80	17.84	15.24
其他筹资现金流	1117	0	0	0	P/B	3.97	3.42	2.94	2.53
现金净增加额	175631	155068	280352	226159	EV/EBITDA	13	15	12	10



相关报告

【川财研究】杭氧股份（002430）中报点评：气体和制造收入超预期增长，规模效应推动毛利率继续上行（20210827）

【川财研究】杭氧股份（002430）年报点评：设备业务大幅增长推动业绩远超预期，设备和气体双核驱动有望持续（20210331）

【川财研究】杭氧股份（002430）中报点评：二季度设备制造业务超预期恢复，未来增长仍看工业气体扩张

【川财研究】杭氧股份（002430）年报和一季报点评：零售气体业绩回归冲击基本结束，未来增长看工业气体扩张

【川财研究】杭氧股份（002430）三季报点评：收入超预期下行，公司看点仍在工业管道气体业务

【川财研究】杭氧股份（002430）中报点评：零售气体毛利率回归正常化，公司仍是最有潜力的气体国产化领导者

【川财研究】杭氧股份（002430）事件点评：工业气体业务正式进入集成电路行业，有望打破传统周期行业估值限制（20190729）

【川财研究】杭氧股份（002430）2018 年年报点评：空分设备逻辑兑现，气体销售领域拓展是未来的增长方向（20190401）

【川财研究】杭氧股份（002430）2018 年三季报点评：设备制造业务逻辑继续兑现，毛利率还有提升空间（20181026）

【川财研究】杭氧股份（002430）：未来的工业气体国产化龙头，兼具周期弹性和成长空间

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本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：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明