

**杭氧股份 (002430)**

点评报告

行业公司研究—专用设备行业—

证券研究报告

# 中标光伏制氢首个氢氧压缩机项目，彰显大国重器

## ——杭氧股份点评报告

### 投资要点

#### □ 事件

杭州杭氧压缩机有限公司成功中标中国寰球工程有限公司在鄂尔多斯市 40 万千瓦光伏制氢首个氢、氧压缩机示范项目。（公司官方公众号）

#### □ 中标光伏制氢领域首个氢、氧压缩机示范项目，彰显大国重器

杭氧压缩机前身为杭氧集团核心机械制造企业，现为上市公司联营企业（持股比例 42%），此次中标的三套大型高压氢气压缩机和一套大型撬装式高压氧气压缩机，实现了往复式压缩机在光伏示范领域首个项目配套应用案例，标志在压缩机领域，产品技术、安全稳定性及性能指标等均处于国内领先地位。

此次中标项目采用光伏电解水制氢技术，项目规划建设容量 40 万千瓦，年产氢量约 1 万吨，年产氧量约 8.7 万吨。近年光伏新增装机持续增长，根据 7 月水电水利规划设计总院等机构近日发布的《中国可再生能源发展报告 2021》预计，2022 年新增光伏装机规模有望达到 100GW，设备应用市场空间广阔。

#### □ 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%。参考海外外包市场比例（80%），预计中国工业气体市场远期市场需求是 2021 年的 2.5 倍以上。

**（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。**总结：公司远期利润空间有望是 2021 年的数倍以上。**

#### □ 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 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

电子大宗气是电子气业务的基础，国产替代空间广阔，公司配套的青岛芯恩二期项目有望于 2022 年下半年投入运营，此外斯达半导体电子气项目落地标志项目加速。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。

#### □ 公司治理改善：股权激励授予完成，杭州优质国企焕发活力

### 评级

### 买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 36.67

### 单季度业绩

### 元/股

1Q/2022	0.34
4Q/2021	0.17
3Q/2021	0.40
2Q/2021	0.43

### 分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

电话：18610723118

邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

### 分析师：张杨

执业证书号：S1230522050001

电话：15601956881

邮箱：zhangyang01@stocke.com.cn

### 相关报告

- 1 《【杭氧股份】成长路径：行业需求、公司份额、盈利能力三提升【浙商机械】》2022.07.18
- 2 《【杭氧股份】杭氧、沈鼓强强联合，推动工业气体持续国产替代【浙商机械】20220717》2022.07.17
- 3 《【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【浙商机械】》2022.07.08
- 4 《【浙商机械】杭氧股份深度 PPT：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头》2022.07.08
- 5 《【杭氧股份】云南 16 万方大项目落地，新签气体规模将超预期【浙商机械国防】》2021.02.01

### □ 盈利预测及投资建议

预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 15.7/18.7/23.1 亿元，同比增速分别为 32%/19%/24%，三年复合增速 25%，对应 PE 分别为 23/19/16 倍。采用分部估值，6-12 月目标市值为 491 亿元，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。

### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	11878	14345	16628	19532
(+/-)	19%	21%	16%	17%
归母净利润	1194	1570	1871	2314
(+/-)	42%	32%	19%	24%
每股收益(元)	1.21	1.60	1.90	2.35
P/E	30	23	19	16
ROE	16%	19%	19%	21%
PB	4.8	4.3	3.8	3.3

## 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%
	气体业务收入占比	公司空分设备收入占比	36%	32%	20%
盈利能力提升	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	公司气体收入占比	56%	61%	74%
		预计公司零售气收入占比	25%	23%	26%
	电子特气收入占比	海外零售气收入占比	75%	75%	75%
		公司电子特气收入占比	2%	12%	趋势会提升

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 75%。

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%。参考海外外包市场比例（80%），预计中国工业气体市场远期市场需求是 2021 年的 2.5 倍以上。

**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。

**总结:** 公司远期利润空间有望是 2021 年的数倍以上。

## 附录: 杭氧压缩机成功中标 40 万千瓦光伏制氢首个氢、氧压缩机示范项目

近日, 杭氧压缩机成功中标中国寰球工程有限公司在鄂尔多斯市准格尔旗纳日松 40 万千瓦光伏制氢示范项目的三套大型高压氢气压缩机和一套大型撬装式高压氧气压缩机, 实现了往复式压缩机在光伏示范领域首个项目配套应用案例。

该项目主要采用光伏电解水制氢技术, 项目规划建设容量 40 万千瓦, 以“等电量交换”形式用于制氢, 年产氢量约 1 万吨, 年产氧量约 8.7 万吨。杭氧压缩机在光伏制氢项目中承担了工艺包中所有的高压氢气、氧气压缩机的设计、制造。

(杭氧集团官方公众号)

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	9228	11111	12412	13937	<b>营业收入</b>	11878	14345	16628	19532
现金	1566	2150	2298	2395	营业成本	8951	10513	12150	14183
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	76	93	108	127
应收账款	2672	3249	3714	4306	营业费用	131	174	184	223
其它应收款	26	45	49	54	管理费用	671	932	1048	1172
预付账款	821	946	1094	1276	研发费用	352	416	499	586
存货	2432	2839	3281	3829	财务费用	104	156	170	174
其他	1711	1882	1976	2075	资产减值损失	78	72	83	98
<b>非流动资产</b>	6819	7277	7697	8069	公允价值变动损益	0	21	22	22
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	30	37	43	52
长期投资	174	174	174	174	其他经营收益	51	57	53	54
固定资产	5264	5581	5885	6167	<b>营业利润</b>	1597	2103	2505	3097
无形资产	375	378	388	394	营业外收支	(4)	(4)	(4)	(4)
在建工程	535	668	774	860	<b>利润总额</b>	1593	2099	2501	3094
其他	470	475	475	474	所得税	318	420	500	619
<b>资产总计</b>	16047	18388	20109	22005	<b>净利润</b>	1274	1679	2001	2475
<b>流动负债</b>	6000	6679	7182	7584	少数股东损益	80	109	130	161
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1194	1570	1871	2314
应付款项	1674	2008	2321	2709	<b>EBITDA</b>	2322	2608	3062	3697
预收账款	0	0	0	0	<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.21	1.60	1.90	2.35
其他	4326	4671	4862	4875	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	2192	2596	2599	2602		<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	1851	2271	2271	2271	<b>成长能力</b>				
其他	341	325	327	331	营业收入	19%	21%	16%	17%
<b>负债合计</b>	8192	9275	9781	10186	营业利润	43%	32%	19%	24%
少数股东权益	532	641	771	932	归属母公司净利润	42%	32%	19%	24%
归属母公司股东权益	7324	8473	9557	10887	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	16047	18388	20109	22005	毛利率	25%	27%	27%	27%
					净利率	11%	12%	12%	13%
					ROE	16%	19%	19%	21%
					ROIC	14%	16%	17%	19%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	51%	50%	49%	46%
					净负债比率	30%	33%	32%	30%
					流动比率	1.54	1.66	1.73	1.84
					速动比率	1.13	1.24	1.27	1.33
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.78	0.83	0.86	0.93
					应收账款周转率	8.70	8.44	8.26	8.31
					应付账款周转率	6.61	6.83	6.70	6.73
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.21	1.60	1.90	2.35
					每股经营现金	1.28	1.41	1.90	2.12
					每股净资产	7.59	8.61	9.72	11.07
					<b>估值比率</b>				
					P/E	30	23	19	16
					P/B	4.83	4.26	3.77	3.31

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>