

杭氧股份 (002430)

杭氧特气引入战略投资，加速推进特种气体布局

事件

1) 杭氧股份拟推进衢州杭氧特种气体有限公司（以下简称“杭氧特气”）混合所有制改革，将通过公开挂牌和协议方式，引入战略投资者对杭氧特气进行增资扩股。目标是进一步优化杭氧特气的资本结构、扩大业务规模、提升技术研发实力以及提升市场化运作水平。

2) 拟新增注册资本不超过 2,270 万元，其中 A 类产业战略投资者认购不超过 1,075 万元注册资本；B 类财务战略投资者认购不超过 995 万元注册资本；国佑资产通过协议方式认购不超过 200 万元注册资本（国佑资产为杭氧股份间接控股股东——杭州资本的下属子公司）。

3) 本次增资扩股杭氧特气所有者权益评估值 75,672 万元，增资扩股前杭氧特气注册资本 3,000 万元，以杭氧特气 25.23 元/元注册资本作为增资扩股挂牌起始价。本次增资扩股完成后，杭氧股份的出资比例不低于 56.92%，杭氧特气仍为杭氧股份控股子公司，公司合并报表范围不会发生变更。

点评

一、杭氧特气：深耕特种气体生产，有望为公司带来全新增长动能

杭氧特气成立于 2017 年 3 月，是杭氧股份的全资子公司，位于衢州高新技术产业园，是杭氧气体首家集特种气体研发、生产、销售为一体的国家级高新技术企业，2021 年杭氧特气实现收入 1.20 亿元，净利润 0.71 亿元，净利率高达 59.29%。目前产能为氖气 10000m³/年，氦气 3600 m³/年，氮气 4000 m³/年，氙气 400 m³/年，混合气标准气 30000 瓶/年。2022 年，杭氧特气公布了氦氙精炼提取项目，该项目设计产能为 2000m³/年氙气、20000m³/年氦气，将于 2022 年下半年完工。

二、稀有气体业务：氦、氙放量在即，产业格局变动迎来绝佳切入时机

1) 短期来看，俄乌战争带来全球稀有气体产能缺口，氦、氙价格在年内几乎翻倍，杭氧建设氦氙产能的速度在国内领先，有望在供需错配中迎来业绩释放。

2) 长期来看，氦氙制取装置依托于新增大型空分设备的建设，据公司的不完全统计，2021 年杭氧的新增空分装置产能占国内管道气体新增产能的近 50%，凭借空分设备的体量优势，杭氧有望在氦氙增量市场市占率做到领先，从而实现稀有气体业务的突破性进展。

三、引入战略投资：有望加速特种气体布局，且我们预计不会明显稀释利润

本次增资引入的 A 类产业战略投资者，具备上下游产业背景，能够与杭氧特气产生协同，助推杭氧特气各项业务发展；引入的 B 类财务战略投资者，资本实力雄厚，能够为杭氧特气持续发展提供有力的资金支持，并引入各类资源。此外，增资扩股完成后，杭氧股份的出资比例不低于 56.92%，仍为杭氧特气控股股东，公司的合并报表范围不会发生变更，杭氧股份依然将享受到稀有气体业务增长带来的大部分收益。杭氧由于深耕全环节，后续在特种气体利润分配上有一定调整空间，因而我们认为引入战投大概率不会影响公司这部分的利润水平。

四、盈利预测：维持前次“买入”评级

根据我们预测，2022-2024 年，杭氧股份的设备制造业务收入分别为 36.27、36.56、37.54 亿元，对应净利润为 3.65、4.02、4.39 亿元；大宗气体业务的收入分别为 85.82、107.82、135.48 亿元，对应净利润 8.71、11.70、15.37 亿元；稀有气体业务的收入分别为 9.26、10.01、10.30 亿元，对应净利润 2.61、2.54、2.68 亿元。我们给予杭氧的设备制造业务 17 倍的 PE、大宗气体业务 32 倍的 PE、稀有气体业务 48 倍的 PE。计算得出 2022 年目标市值 466.17 亿元，对应股价 47.40 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：股权被稀释的风险；增资扩股事项能否实施存在不确定性的风险；稀有气体价格波动的风险

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	42.32 元
目标价格	47.40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	983.49
流通 A 股股本(百万股)	964.28
A 股总市值(百万元)	41,621.37
流通 A 股市值(百万元)	40,808.53
每股净资产(元)	7.81
资产负债率(%)	49.72
一年内最高/最低(元)	42.65/21.79

作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《杭氧股份-首次覆盖报告:工业气体龙头护城河稳固，“授之渔”转型“授之鱼” 迎来发展契机》 2022-07-19
- 《杭氧股份-首次覆盖报告:空分龙头周期性复苏，气体业务量价齐升》 2017-11-06

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,020.77	11,877.84	13,777.16	16,241.35	19,333.73
增长率(%)	22.40	18.53	15.99	17.89	19.04
EBITDA(百万元)	2,288.61	2,773.54	3,155.41	3,633.99	4,300.92
归属母公司净利润(百万元)	843.18	1,193.95	1,543.82	1,890.00	2,331.26
增长率(%)	32.72	41.60	29.30	22.42	23.35
EPS(元/股)	0.86	1.21	1.57	1.92	2.37
市盈率(P/E)	49.36	34.86	26.96	22.02	17.85
市净率(P/B)	6.55	5.68	4.97	4.33	3.75
市销率(P/S)	4.15	3.50	3.02	2.56	2.15
EV/EBITDA	12.62	10.82	13.09	10.93	9.00

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,497.42	1,565.96	3,516.12	5,311.48	6,389.68
应收票据及应收账款	2,700.09	2,672.38	4,981.60	3,680.45	5,986.41
预付账款	592.40	820.70	725.68	1,299.23	947.03
存货	1,972.34	2,432.28	2,538.24	3,177.15	3,698.10
其他	329.11	512.15	2,000.89	1,804.39	2,939.35
流动资产合计	7,091.35	8,003.48	13,762.53	15,272.70	19,960.56
长期股权投资	91.53	174.30	211.78	258.40	314.02
固定资产	4,252.56	5,264.88	5,070.66	4,859.93	4,595.27
在建工程	1,135.86	535.05	567.52	633.76	666.88
无形资产	433.27	436.26	435.81	438.95	432.34
其他	347.46	408.61	388.53	361.91	336.29
非流动资产合计	6,260.67	6,819.10	6,674.30	6,552.95	6,344.80
资产总计	14,435.42	16,047.27	20,436.82	21,825.65	26,305.37
短期借款	0.00	0.00	200.00	200.00	200.00
应付票据及应付账款	1,567.77	1,673.88	1,621.00	2,658.15	2,315.68
其他	1,701.34	1,401.69	7,083.71	6,090.05	9,304.24
流动负债合计	3,269.10	3,075.57	8,904.71	8,948.20	11,819.92
长期借款	1,171.47	1,851.34	2,200.00	2,200.00	2,200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	316.14	340.94	350.00	360.00	370.00
非流动负债合计	1,487.61	2,192.28	2,550.00	2,560.00	2,570.00
负债合计	7,603.17	8,191.92	11,454.71	11,508.20	14,389.92
少数股东权益	478.23	531.65	608.18	698.98	806.37
股本	964.60	964.60	983.49	983.49	983.49
资本公积	1,617.92	1,617.92	1,617.92	1,617.92	1,617.92
留存收益	3,667.62	4,619.91	5,666.65	6,906.72	8,395.17
其他	103.87	121.26	105.87	110.33	112.49
股东权益合计	6,832.25	7,855.35	8,982.11	10,317.45	11,915.44
负债和股东权益总计	14,435.42	16,047.27	20,436.82	21,825.65	26,305.37

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	906.29	1,274.44	1,543.82	1,890.00	2,331.26
折旧摊销	597.91	641.48	782.69	866.59	954.39
财务费用	83.21	93.89	95.93	87.61	68.35
投资损失	(25.91)	(30.46)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
营运资金变动	(200.84)	(989.71)	137.65	186.35	(767.03)
其它	(423.12)	272.00	112.87	138.39	168.19
经营活动现金流	937.55	1,261.64	2,647.96	3,143.94	2,730.16
资本支出	969.84	1,113.96	611.43	715.24	706.24
长期投资	19.62	82.77	37.48	46.62	55.62
其他	(1,748.88)	(2,310.04)	(1,244.40)	(1,462.10)	(1,453.11)
投资活动现金流	(759.43)	(1,113.31)	(595.49)	(700.24)	(691.24)
债权融资	288.38	192.74	427.62	44.71	(59.27)
股权融资	(229.73)	(572.70)	(529.92)	(693.05)	(901.45)
其他	16.51	285.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	75.16	(94.62)	(102.31)	(648.34)	(960.72)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	253.29	53.71	1,950.16	1,795.36	1,078.20

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,020.77	11,877.84	13,777.16	16,241.35	19,333.73
营业成本	7,747.96	8,951.11	9,941.04	11,767.00	13,957.18
营业税金及附加	42.82	75.97	84.25	94.72	109.31
销售费用	99.98	131.32	165.33	227.38	309.34
管理费用	535.93	670.67	895.52	974.48	1,102.02
研发费用	292.03	351.74	413.31	495.36	599.35
财务费用	71.34	104.04	95.93	87.61	68.35
资产/信用减值损失	(189.07)	(77.92)	(140.00)	(90.00)	(95.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.91	30.46	25.00	25.00	25.00
其他	276.98	43.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,116.88	1,596.52	2,066.79	2,529.80	3,118.17
营业外收入	27.34	3.74	12.69	13.91	14.42
营业外支出	8.80	7.53	8.61	8.21	8.29
利润总额	1,135.43	1,592.72	2,070.86	2,535.49	3,124.30
所得税	229.14	318.29	414.17	507.10	624.86
净利润	906.29	1,274.44	1,656.69	2,028.39	2,499.44
少数股东损益	63.12	80.49	112.87	138.39	168.19
归属于母公司净利润	843.18	1,193.95	1,543.82	1,890.00	2,331.26
每股收益(元)	0.86	1.21	1.57	1.92	2.37

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	22.40%	18.53%	15.99%	17.89%	19.04%
营业利润	31.33%	42.94%	29.46%	22.40%	23.26%
归属于母公司净利润	32.72%	41.60%	29.30%	22.42%	23.35%
获利能力					
毛利率	22.68%	24.64%	27.84%	27.55%	27.81%
净利率	8.41%	10.05%	11.21%	11.64%	12.06%
ROE	13.27%	16.30%	18.44%	19.65%	20.99%
ROIC	14.64%	18.95%	20.67%	26.00%	33.08%
偿债能力					
资产负债率	52.67%	51.05%	56.05%	52.73%	54.70%
净负债率	10.20%	11.78%	-5.58%	-20.98%	-27.14%
流动比率	1.34	1.54	1.55	1.71	1.69
速动比率	1.01	1.13	1.26	1.35	1.38
营运能力					
应收账款周转率	4.10	4.42	3.60	3.75	4.00
存货周转率	5.56	5.39	5.54	5.68	5.62
总资产周转率	0.76	0.78	0.76	0.77	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.86	1.21	1.57	1.92	2.37
每股经营现金流	0.95	1.28	2.69	3.20	2.78
每股净资产	6.46	7.45	8.51	9.78	11.30
估值比率					
市盈率	49.36	34.86	26.96	22.02	17.85
市净率	6.55	5.68	4.97	4.33	3.75
EV/EBITDA	12.62	10.82	13.09	10.93	9.00
EV/EBIT	17.09	14.07	17.41	14.35	11.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com