

## 杭氧股份 (002430.SZ)

强烈推荐 (维持)

### Q3 工业气体价格走强，利润率增长超预期

中游制造/机械  
目标估值: 49.50 - 52.30 元  
当前股价: 40.56 元

杭氧股份发布 Q3 季报, 整体业绩超预期。1-9 月公司营业收入同比增长 8.97%, 归母净利润同比增长 20.92%。利润率大幅提升主要依赖气价提升+零售气业务占比提高。此外, Q3 下游需求呈现向好趋势, 钢铁、石化的固定资产投资额有明显增长。我们上调了杭氧全年归母净利润到 22 年 17.01 亿元, 估值仍有 22.1%~28.9% 的提升空间, 继续维持“强烈推荐”评级。

#### 基础数据

总股本 (万股)	98349
已上市流通股 (万股)	96428
总市值 (亿元)	399
流通市值 (亿元)	391
每股净资产 (MRQ)	8.3
ROE (TTM)	17.2
资产负债率	52.5%
主要股东	杭州杭氧控股有限公司
主要股东持股比例	53.36%

杭氧股份发布 Q3 季报, 1-9 月公司实现营业收入 97.66 亿元, 同比增长 8.97%, 实现归母净利润 12.66 亿元, 同比增长 20.92%。从单季度来看, 杭氧 Q3 实现营业收入 35.87 亿元, 同比增长 7.25%, 实现归母净利润 5.23 亿元, 同比大幅增长 44.24%。

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	63	56
相对表现	20	73	83



资料来源: 公司数据、招商证券

公司 Q3 业绩超预期, 利润率大幅改善: 杭氧 Q3 单季度毛利率达到 30.69%, 同比大幅增长 6.71pct, 净利率达到 15.17%, 同比增加 3.71pct, 环比增加 2.24pct。在营收增速相对较缓的背景下, 能实现利润率的大幅提升, 主要依赖气价提升+零售气业务占比的提高。根据卓创资讯, Q3 中国空分开工负荷率在 9 月有较为明显的提升。此外, 根据隆众化工披露的山东、江西、广西、吉林四地的液氧出厂价, 在今年 Q3 也有一定程度的增长。液氧下游主要包括不锈钢生产加工、光伏、机械制造、电子等领域, Q3 尤其是光伏硅片的生产对液氧的需求支撑较大。较高的大宗气体价格显著提升了杭氧的气体业务利润率, 高价值量的零售气业务比重也有望得到提高。

#### 相关报告

- 《杭氧股份 (002430) 气体服务量价齐升, 特气业务渐入佳境》2022-08-25
- 《杭氧股份 (002430.SZ): 激励计划草案发布, 看好公司长远发展》2021-12-07
- 《杭氧股份: 中长期逻辑未变, 估值具有性价比》2021-10-26

下游需求呈现向好趋势, 淡季不淡: 一般 Q2 是行业旺季, Q3 开始转淡, 然而今年淡季不淡。空分和工业气体的主要下游为钢铁、石油化工。今年钢铁行业 PMI 从 6 月的 36.2 逐月上升到 9 月的 46.6, 修复明显。此外, 石油、天然气开采的固定资产投资 8 月累计同比增长 12.7%, 而去年同期累计同比下滑了 2.9%; 黑色金属采矿业固定资产投资 8 月累计增长 45.1%, 而去年同期仅增长 21.4%。

刘荣 S1090511040001

liur@cmschina.com.cn

胡小禹 S1090522050002

huxiaoyu1@cmschina.com.cn

吴洋 研究助理

wuyang2@cmschina.com.cn

继续对杭氧股维持“强烈推荐”评级。公司 Q3 业绩超预期。考虑到公司上半年空分项目开车量有限, 下半年的项目开车量将明显提高。7 月以来市场供需情况极为乐观, 杭氧对外积极接洽气体项目, 投资团队规模扩张。我们上调了杭氧 22 年归母净利润到 17.01 亿元, 预计 23/24 年分别实现归母净利润 18.63/23.36 亿元。公司 22 年动态 PE 约为 23.5 倍。我们对杭氧股份进行分部估值, 赋予气体业务 22 年 35 倍目标 PE, 赋予设备业务 22 年 15~20 倍目标 PE, 则 22 年目标市值为 487 亿元~514 亿元, 仍有 22.1%~28.9% 的估值提升空间, 继续维持“强烈推荐”评级。

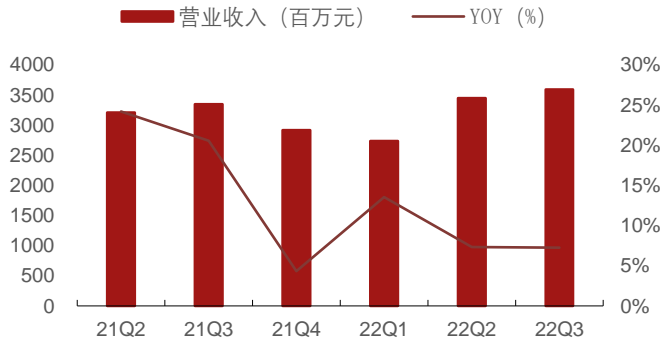
风险提示: 下游钢铁、煤化工开工率、项目投资低于预期; 工业气体价格大幅度下滑; 公司气体项目开车量不及预期; 稀有气体和氢气业务拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	10021	11878	13157	15592	18881
同比增长	22%	19%	11%	19%	21%
营业利润(百万元)	1117	1597	2278	2496	3128
同比增长	31%	43%	43%	10%	25%
归母净利润(百万元)	843	1194	1701	1863	2336
同比增长	33%	42%	42%	10%	25%
每股收益(元)	0.87	1.24	1.73	1.89	2.37
PE	46.4	32.8	23.5	21.4	17.1
PB	6.2	5.3	4.7	4.1	3.4

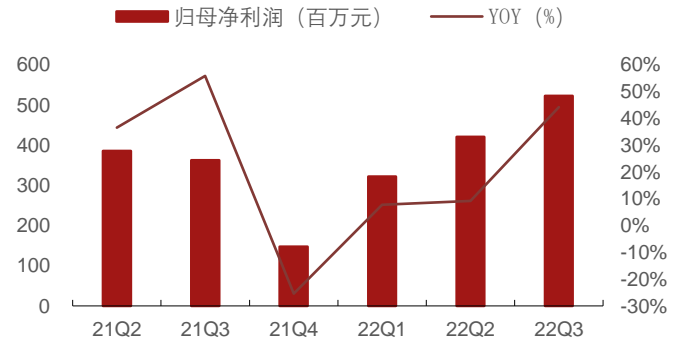
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：杭氧股份分季度的营收和增长状况



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：杭氧股份分季度的归母净利润和增长状况



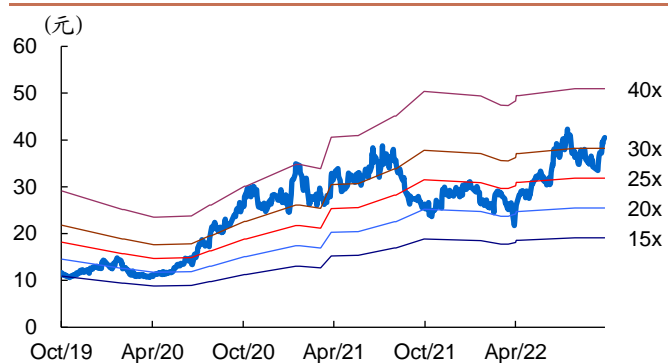
资料来源：公司公告、招商证券

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营业收入	3208	3345	2916	2735	3444	3587
营业成本	2373	2543	2259	1948	2484	2486
营业费用	26	29	51	31	33	37
管理费用	171	161	217	174	200	225
研发费用	79	102	113	79	94	122
财务费用	15	27	46	19	16	20
投资收益	5	12	10	4	6	10
营业利润	543	474	186	456	583	650
归母净利润	385	362	147	322	421	523
<b>主要比率</b>	<b>0.39</b>	<b>0.37</b>	<b>0.15</b>	<b>0.33</b>	<b>0.43</b>	<b>0.53</b>
毛利率						
营业费用率	26.0%	24.0%	22.5%	28.8%	27.9%	30.7%
管理费用率	0.8%	0.9%	1.7%	1.1%	1.0%	1.0%
研发费用率	5.3%	4.8%	7.4%	6.4%	5.8%	6.3%
财务费用率	2.5%	3.1%	3.9%	2.9%	2.7%	3.4%
营业利润率	0.5%	0.8%	1.6%	0.7%	0.5%	0.5%
有效税率	16.9%	14.2%	6.4%	16.7%	16.9%	18.1%
净利率	23.7%	19.1%	11.3%	25.8%	23.7%	18.9%
<b>YoY</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.8%</b>	<b>5.0%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.2%</b>	<b>14.6%</b>
收入						
归属母公司净利润	24.2%	20.6%	4.3%	13.5%	7.3%	7.3%

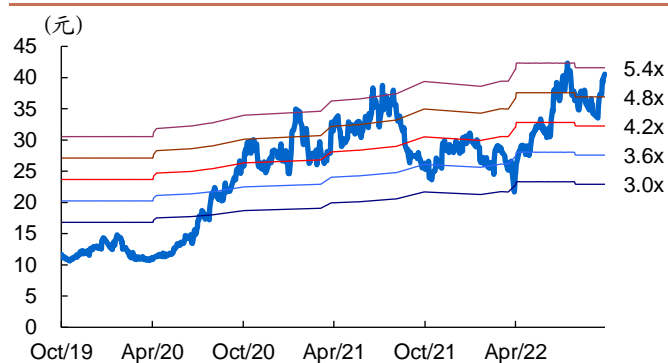
资料来源：公司数据、招商证券

图 3: 杭氧股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 杭氧股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《杭氧股份 (002430.SZ): 激励计划草案发布, 看好公司长远发展》2021-12-07
- 2、《杭氧股份: 中长期逻辑未变, 估值具有性价比》2021-10-26
- 3、《杭氧股份 (002430) 一气体业务快速增长, 盈利能力稳步抬升》2021-08-29
- 4、《杭氧股份 (002430) 气体服务量价齐升, 特气业务渐入佳境》2022-08-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	8175	9228	9200	11015	13572
现金	1497	1566	926	1109	1598
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1505	1138	1261	1494	1810
应收款项	1195	1534	1677	1988	2407
其它应收款	36	26	28	34	41
存货	1972	2432	2548	3095	3733
其他	1969	2532	2758	3294	3984
<b>非流动资产</b>	6261	6819	7716	8496	9172
长期股权投资	92	174	174	174	174
固定资产	4252	5264	6205	7024	7736
无形资产商誉	433	436	393	353	318
其他	1483	944	944	944	944
<b>资产总计</b>	<b>14435</b>	<b>16047</b>	<b>16916</b>	<b>19511</b>	<b>22745</b>
<b>流动负债</b>	6116	6000	5613	6729	8029
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1568	1674	1760	2137	2577
预收账款	2846	2924	3074	3734	4502
其他	1701	1402	779	858	949
<b>长期负债</b>	1488	2192	2192	2192	2192
长期借款	1171	1851	1851	1851	1851
其他	316	341	341	341	341
<b>负债合计</b>	<b>7603</b>	<b>8192</b>	<b>7805</b>	<b>8921</b>	<b>10221</b>
股本	965	965	983	983	983
资本公积金	1618	1618	1618	1618	1618
留存收益	3771	4741	5863	7216	8993
少数股东权益	478	532	646	772	929
归属于母公司所有者权益	6354	7324	8465	9818	11594
<b>负债及权益合计</b>	<b>14435</b>	<b>16047</b>	<b>16916</b>	<b>19511</b>	<b>22745</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	938	1262	2247	2363	2714
净利润	843	1194	1701	1863	2336
折旧摊销	598	641	731	850	952
财务费用	83	94	120	103	100
投资收益	(26)	(30)	(65)	(65)	(65)
营运资金变动	(611)	(668)	(360)	(522)	(776)
其它	50	31	120	134	167
<b>投资活动现金流</b>	(759)	(1113)	(1566)	(1566)	(1566)
资本支出	(770)	(1093)	(1631)	(1631)	(1631)
其他投资	11	(20)	65	65	65
<b>筹资活动现金流</b>	75	(95)	(1320)	(613)	(659)
借款变动	833	226	(640)	0	0
普通股增加	0	0	19	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(174)	(241)	(579)	(510)	(559)
其他	(584)	(79)	(120)	(103)	(100)
<b>现金净增加额</b>	253	54	(640)	183	489

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	10021	11878	13157	15592	18881
营业成本	7748	8951	9410	11429	13783
营业税金及附加	43	76	84	100	121
营业费用	100	131	132	156	189
管理费用	536	671	809	912	1066
研发费用	292	352	390	462	559
财务费用	71	104	120	103	100
资产减值损失	(189)	(78)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	45	56	50	50	50
投资收益	30	26	15	15	15
<b>营业利润</b>	1117	1597	2278	2496	3128
营业外收入	27	4	4	4	4
营业外支出	9	8	8	8	8
<b>利润总额</b>	1135	1593	2275	2492	3125
所得税	229	318	459	503	632
少数股东损益	63	80	115	126	157
<b>归属于母公司净利润</b>	843	1194	1701	1863	2336

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	22%	19%	11%	19%	21%
营业利润	31%	43%	43%	10%	25%
归母净利润	33%	42%	42%	10%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.7%	24.6%	28.5%	26.7%	27.0%
净利率	8.4%	10.1%	12.9%	12.0%	12.4%
ROE	13.3%	16.3%	20.1%	19.0%	20.1%
ROIC	10.4%	13.1%	17.4%	16.6%	17.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.7%	51.0%	46.1%	45.7%	44.9%
净负债比率	15.2%	15.5%	10.9%	9.5%	8.1%
流动比率	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	4.3	4.1	3.8	4.1	4.0
应收账款周转率	4.1	4.4	4.7	4.9	4.9
应付账款周转率	5.4	5.5	5.5	5.9	5.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.87	1.24	1.73	1.89	2.37
每股经营净现金	0.97	1.31	2.28	2.40	2.76
每股净资产	6.59	7.59	8.61	9.98	11.79
每股股利	0.25	0.60	0.52	0.57	0.71
<b>估值比率</b>					
PE	46.4	32.8	23.5	21.4	17.1
PB	6.2	5.3	4.7	4.1	3.4
EV/EBITDA	25.6	19.5	14.5	13.1	10.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2019年获WIND和金牛最佳分析师第一名。2020年获WIND最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。