

Q3 业绩超预期，稀有气体提价提供业绩弹性

2022 年 10 月 25 日

公司发布 2022 年三季度报，2022 年前三季度公司实现营收 97.66 亿元，yoy+8.97%，归母净利润 12.66 亿元，yoy+20.92%，毛利率 29.16%，yoy+3.84pct，净利率 13.60%，yoy+1.21pct；2022Q3 公司实现营收 35.87 亿元，yoy+7.25%，归母净利润 5.22 亿元，yoy+30.69%，毛利率 30.69%，yoy+6.71pct，净利率 15.17%，yoy+3.71pct。

机构性变化带动公司盈利能力大幅提升。2022H1，公司业务构成中气体销售占收入比例 60.32%（销售收入同比增 21.22%），空分设备占比 31.65%（销售收入同比降 7.90%），2022Q3 公司收入增速环比略降速，与设备需求偏弱有关。此外，公司 2022Q3 毛利率同比大幅提升 6.71pct，预计主要与公司销售的稀有气体涨价有关（受俄乌冲突影响）。

预计行业需求将持续稳定增长。中国工业气体行业较全球工业气体行业起步晚，但在国家政策推动，外资引入，高新技术发展等因素的影响下发展迅速。根据华经产业信息网披露，中国工业气体行业的市场规模由 2017 年的 1200 亿元增长至 2021 年的 1795 亿元，年复合增长率为 10.59%。未来随着工业快速发展、国家政策推动和以电子特种气体为代表的新兴用气需求不断释放，中国工业气体市场将继续保持增长。

公司市占率提升空间潜力大。中国工业气体市场集中度高，2021 年 CR6=72%，属于寡头竞争市场。国外头部企业技术雄厚，规模庞大，综合实力强，头部占有率高；2021 年，国外企业（林德集团、液化空气、空气化工、日本酸素）市场份额为 55.7%。头部企业国产化率低，国产企业气体动力和杭氧股份分别占比 10.1%和 6.3%，距离第一梯队还有一定差距。

电子特气等高附加值业务打开公司第二成长曲线。电子特种气体品种短缺或纯度不足，使其下游产品生产存在瓶颈。经过多年发展，国内气体行业部分优质企业实现了产品质量稳定，应用于电子半导体下游生产。尽管与国际先进水平仍有差距，但实现了部分气体产品的自主生产。公司披露，青岛杭氧将新建一套 20,000Nm³/h 空分装置，为芯恩（青岛）集成电路有限公司提供电子特气类产品，此外，2022 年 4 月公司与斯达半导签订特气供货协议，高附加值的电子特气有望成为公司第二成长曲线。

投资建议：在“双碳”政策目标的背景下，公司空分设备以及专业的气体服务将继续维持高增长，叠加稀有气体提价因素，我们预计 2022-2024 年公司实现营收 131.34/153.28/179.58 亿元，归母净利 16.07/19.03/23.16 亿元，对应 PE 分别为 27/23/19 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动，下游需求不及预期，国内疫情反复等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,878	13,134	15,328	17,958
增长率 (%)	18.5	10.6	16.7	17.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,194	1,607	1,903	2,316
增长率 (%)	41.6	34.6	18.4	21.7
每股收益 (元)	1.21	1.63	1.94	2.35
PE	36	27	23	19
PB	5.9	5.2	4.2	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

44.03 元


分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

1. 杭氧股份 (002430.SZ) 2021 年年报点评：气体及设备业务双丰收，新签项目助力未来高速增长-2022/03/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,878	13,134	15,328	17,958
营业成本	8,951	9,500	11,132	12,995
营业税金及附加	76	75	87	105
销售费用	131	150	169	201
管理费用	671	788	885	1,006
研发费用	352	395	456	536
EBIT	1,691	2,226	2,598	3,116
财务费用	104	53	43	28
资产减值损失	-53	-60	-60	-60
投资收益	30	32	38	45
营业利润	1,597	2,154	2,548	3,100
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	1,593	2,154	2,548	3,100
所得税	318	431	511	621
净利润	1,274	1,723	2,038	2,479
归属于母公司净利润	1,194	1,607	1,903	2,316
EBITDA	2,339	3,011	3,454	4,057

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,566	2,515	3,853	5,698
应收账款及票据	2,672	3,183	3,671	4,277
预付款项	821	834	971	1,146
存货	2,432	2,440	2,886	3,388
其他流动资产	1,737	1,696	2,058	2,354
流动资产合计	9,228	10,670	13,438	16,863
长期股权投资	174	224	280	338
固定资产	5,265	5,519	5,759	5,984
无形资产	375	400	428	454
非流动资产合计	6,819	7,060	7,243	7,354
资产合计	16,047	17,730	20,681	24,216
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,674	1,847	2,152	2,503
其他流动负债	4,326	4,703	5,312	6,016
流动负债合计	6,000	6,550	7,463	8,519
长期借款	1,851	1,851	1,851	1,851
其他长期负债	341	341	341	341
非流动负债合计	2,192	2,192	2,192	2,192
负债合计	8,192	8,742	9,655	10,712
股本	965	983	983	983
少数股东权益	532	647	781	944
股东权益合计	7,855	8,988	11,026	13,505
负债和股东权益合计	16,047	17,730	20,681	24,216

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.53	10.57	16.71	17.15
EBIT 增长率	41.13	31.62	16.73	19.93
净利润增长率	41.60	34.64	18.39	21.70
盈利能力 (%)				
毛利率	24.64	27.67	27.38	27.64
净利率	10.73	13.12	13.29	13.81
总资产收益率 ROA	7.44	9.07	9.20	9.56
净资产收益率 ROE	16.30	19.27	18.58	18.44
偿债能力				
流动比率	1.54	1.63	1.80	1.98
速动比率	0.79	0.95	1.09	1.25
现金比率	0.26	0.38	0.52	0.67
资产负债率 (%)	51.05	49.31	46.69	44.23
经营效率				
应收账款周转天数	47.14	50.52	48.23	48.81
存货周转天数	99.18	96.07	96.58	96.85
总资产周转率	0.74	0.74	0.74	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.63	1.94	2.35
每股净资产	7.45	8.48	10.42	12.77
每股经营现金流	1.28	2.65	2.45	2.98
每股股利	0.60	0.60	0.60	0.60
估值分析				
PE	36	27	23	19
PB	5.9	5.2	4.2	3.4
EV/EBITDA	18.93	14.39	12.16	9.89
股息收益率 (%)	1.36	1.36	1.36	1.36

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,274	1,723	2,038	2,479
折旧和摊销	647	785	855	941
营运资金变动	-757	-62	-638	-643
经营活动现金流	1,262	2,609	2,413	2,930
资本开支	-1,050	-980	-988	-1,002
投资	-71	-47	-52	-52
投资活动现金流	-1,113	-995	-1,001	-1,009
股权募资	0	0	0	0
债务募资	296	0	0	0
筹资活动现金流	-95	-665	-74	-74
现金净流量	43	949	1,337	1,846

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026