

杭氧股份 (002430)

证券研究报告

2022年10月26日

利润增速超预期，工业气体龙头加速特种气体布局

2022年前三季度：1) 公司实现营收 97.66 亿元，同比+8.97%；2) 实现归母净利润 12.66 亿元，同比+20.92%；实现归母扣非净利润 12.14 亿元，同比+19.62%；3) 公司毛利率为 29.16%，同比+3.84pct，归母净利率 12.96%，同比+1.28pct。4) 期间费用率 10.74%，同比+1.48pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.02%、6.13%、3.02%、0.56%，同比+0.13pct、+1.07pct、+0.36pct、-0.08pct；期间费用率提升主要系股权激励、职工薪酬增加使管理费用有所提升。

2022Q3：1) 实现收入 35.87 亿元，同比+7.25%；2) 实现归母净利润 5.23 亿元，同比+44.24%；实现归母扣非净利润 4.96 亿元，同比+39.86%；3) 公司毛利率为 30.69%，同比+6.71pct，归母净利率 14.58%，同比+3.76pct。

点评：

1) 利润增速亮眼，利润率有较大幅度提升。2022Q3 实现归母净利润 5.23 亿元，同比+44.24%，毛利率为 30.69%，同比+6.71pct，归母净利率 14.58%，同比+3.76pct。我们推测利润率提升的主要原因是产品结构的持续优化：高利润率的零售气体业务占比持续提升，且公司特种气体设备逐渐调试完成，氮、氩的销售开始放量。我们推测，净利润增速主要贡献来自特种气体的量价齐增。

2) 大宗气体业务：依托空分设备制造能力，全产业链优势明显。杭氧股份为国内空分设备制造龙头，2020 年空分设备市占率 43%，依托空分设备的制造能力，在工业气体供应领域的全产业链优势明显，2021 年杭氧新增气体投资制氧量约 64 万 m³/h，据公司的不完全统计，该制氧量接近国内市场新增管道气项目制氧量的一半，市占率提升明显。

3) 特种气体业务：氮、氩放量在即，引入战投拟加速特种气体布局。杭氧公布的氮氩精炼提取项目将于 2022 年下半年完工，项目设计产能为 2000Nm³/a 氩气、20000Nm³/a 氮气，是目前国内公开信息中产能扩张最快的项目，短期有望享受供需错配下的价格红利，长期则有望依靠空分设备体量优势在产业格局中不断提高市场份额。目前杭氧拟为杭氧特气引入战略投资者，充分利用产业链资源，加速特种气体的布局，且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，我们认为引入战投不会影响公司这部分的利润水平。

4) 首次股权激励完成，释放管理优化的信号，利润率有望持续提升。2021 年 12 月公司公告实施首次限制性股票激励计划，以 13.15 元/股价格授予 661 人共 1827 万股，占当时总股本的 1.89%，目前已完成授予登记及上市。由于全国各地气体产能布局较为分散，且各项目富余产能的情况差异较大，需要通过精细化运营来提升产能利用率，因此工业气体行业对公司管理层的资源整合能力要求较高。公司首次实施股权激励计划，侧面反映出公司对管理优化的重视程度，未来产能利用率及利润率有望迎来提升。

5) 盈利预测：维持前次“买入”评级。根据我们预测，2022-2024 年归母净利润为 15.44、18.90、23.31 亿元，对应 PE 分别为 25.84、21.11、17.11 倍。维持“买入”评级。

风险提示：零售气体价格波动；行业竞争过于激烈；宏观环境与政策波动；引入战投过程进展不及预期

| 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) | 47.31 | 33.41 | 25.84 | 21.11 | 17.11 |
| 市净率(P/B) | 6.28 | 5.45 | 4.76 | 4.15 | 3.59 |
| 市销率(P/S) | 3.98 | 3.36 | 2.90 | 2.46 | 2.06 |
| EV/EBITDA | 12.62 | 10.82 | 12.54 | 10.45 | 8.60 |

资料来源：wind，天风证券研究所

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 | 44.03 元 |
| 目标价格 | 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) | 43,303.14 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 42,457.46 |
| 每股净资产(元) | 8.23 |
| 资产负债率(%) | 52.48 |
| 一年内最高/最低(元) | 44.62/21.79 |

作者

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

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《杭氧股份-半年报点评:中报业绩符合预期，气体销售业务收入毛利率双增，新业务开拓持续加速》2022-08-25
- 《杭氧股份-公司点评:杭氧特气引入战略投资，加速推进特种气体布局》2022-08-11
- 《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

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 | 47.31 | 33.41 | 25.84 | 21.11 | 17.11 |
| 市净率 | 6.28 | 5.45 | 4.76 | 4.15 | 3.59 |
| EV/EBITDA | 12.62 | 10.82 | 12.54 | 10.45 | 8.60 |
| EV/EBIT | 17.09 | 14.07 | 16.68 | 13.72 | 11.05 |

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 |