

公司研究

Q3 盈利超预期，气体版图扩大，利润率提升有保障

——杭氧股份（002430.SZ）2022年三季度报点评

要点

事件：10月25日杭氧股份发布2022年三季度报。1) 2022年前三季度营收97.66亿元，同比增长8.97%；归母净利润12.66亿元，同比增长20.92%。2) 2022Q3单季度实现营业收入35.87亿元，同比增长7.25%，归母净利润5.23亿元，同比增长44.24%；单三季度公司毛利率30.69%，同比增加6.71pct，净利率15.17%，同比增加3.71pct。

利润增速远高于营收增速，气体利润率表现亮眼。2022Q1-3公司营收97.66亿元，同比增长8.97%，毛利率29.16%，同比增加3.84pct，净利率13.6%，同比增加1.21pct。我们认为主要受益于公司管道气体投运量增加，零售液体销售价格回暖，稀有气体量价齐升。随着未来国家加大对实体经济的支持力度，经济景气逐步回升，下游大宗气体与稀有气体的需求有望会逐步回升，对冲价格回落至正常区间的售价损失，我们认为公司毛利水平仍能维持在较高水平。

气体项目下游多元化，品种逐渐丰富。公司新增锂电等新兴行业供气项目，2022年10月，公司根据子公司衢州杭氧时代锂电新增用气需求，拟对其增资6,800万元推进二期一套8万m³/h空分项目建设。稀有气体方面，公司目前拥有600方氙气，6000方氟气精提产能，另有2000方氙气、20000方氟气精提取装置在建，预计年底能够投产，并在未来2-3年内逐步达产。电子特气方面，公司拟以杭氧特气为平台，引入特气业务/产业资源的投资者，做大特种气体业务，拓宽下游行业，抵消宏观经济波动的影响。

盈利预测、估值与评级。公司气体运营业务拓展步伐稳健，稀有气体产能逐步爬坡放量，特种气体加快布局，未来盈利能力有望持续提升。我们维持2022-2024年归母净利润预测为15/17/19亿元，对应22-24年EPS分别为1.57/1.73/1.92元，对应PE为27x/25x/22x，维持“买入”评级。

风险提示。经济景气度持下降，气体价格大幅下跌，特种气体业务进展停滞。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,021	11,878	14,047	15,904	17,950
营业收入增长率	22.40%	18.53%	18.26%	13.22%	12.86%
净利润(百万元)	843	1,194	1,541	1,702	1,889
净利润增长率	32.72%	41.60%	29.03%	10.49%	10.95%
EPS(元)	0.87	1.24	1.57	1.73	1.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.27%	16.30%	18.59%	17.76%	17.12%
P/E	49	35	27	25	22
P/B	6.5	5.7	5.1	4.4	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-27

买入（维持）

当前价：43.05元

作者

分析师：杨绍辉

执业证书编号：S0930522060001

021-52523860

yangshaohui@ebsecn.com

联系人：林映吟

linyinyin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.83
总市值(亿元)	423.39
一年最低/最高(元)	21.27/45.25
近3月换手率	37.10%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	26.09	26.82	90.93
绝对	20.93	12.76	69.60

资料来源：Wind

相关研报

收入利润实现双增长，气体产业加速推进——杭氧股份（002430.SZ）2021年年报点评（2022-03-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,021	11,878	14,047	15,904	17,950
营业成本	7,748	8,951	10,678	11,994	13,600
折旧和摊销	598	641	995	1,064	1,141
税金及附加	43	76	91	103	117
销售费用	100	131	155	176	198
管理费用	536	671	793	898	1,014
研发费用	292	352	416	471	532
财务费用	71	104	74	84	95
投资收益	26	30	25	25	25
营业利润	1,117	1,597	2,007	2,208	2,445
利润总额	1,135	1,593	2,013	2,215	2,448
所得税	229	318	403	443	490
净利润	906	1,274	1,611	1,772	1,959
少数股东损益	63	80	70	70	70
归属母公司净利润	843	1,194	1,541	1,702	1,889
EPS(元)	0.87	1.24	1.57	1.73	1.92

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	938	1,262	1,835	2,376	2,461
净利润	843	1,194	1,541	1,702	1,889
折旧摊销	598	641	995	1,064	1,141
净营运资金增加	-478	855	788	633	934
其他	-26	-1,429	-1,488	-1,023	-1,503
投资活动产生现金流	-759	-1,113	-976	-995	-995
净资本支出	-735	-1,050	-959	-1,020	-1,020
长期投资变化	92	174	0	0	0
其他资产变化	-116	-238	-17	25	25
融资活动现金流	75	-95	178	220	73
股本变化	0	0	19	0	0
债务净变化	360	297	831	707	612
无息负债变化	1,402	292	1,006	665	574
净现金流	252	43	1,037	1,602	1,539

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	22.7%	24.6%	24.0%	24.6%	24.2%
EBITDA 率	20.1%	20.6%	20.5%	21.4%	20.6%
EBIT 率	14.1%	15.2%	13.5%	14.7%	14.2%
税前净利润率	11.3%	13.4%	14.3%	13.9%	13.6%
归母净利润率	8.4%	10.1%	11.0%	10.7%	10.5%
ROA	6.3%	7.9%	8.5%	8.2%	8.0%
ROE (摊薄)	13.3%	16.3%	18.6%	17.8%	17.1%
经营性 ROIC	14.6%	15.9%	15.2%	17.7%	18.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	53%	51%	53%	53%	52%
流动比率	1.34	1.54	1.67	1.87	2.10
速动比率	1.01	1.13	1.26	1.45	1.64
归母权益/有息债务	2.90	2.94	2.49	2.38	2.38
有形资产/有息债务	6.30	6.18	5.51	5.22	5.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	14,435	16,047	18,916	21,657	24,358
货币资金	1,497	1,566	2,603	4,205	5,744
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,195	1,534	1,876	2,124	2,397
应收票据	1,505	1,138	1,405	1,590	1,795
其他应收款 (合计)	36	26	42	47	53
存货	1,972	2,432	2,957	3,358	3,864
其他流动资产	293	487	541	587	638
流动资产合计	8,175	9,228	12,020	14,787	17,609
其他权益工具	4	4	4	4	4
长期股权投资	92	174	174	174	174
固定资产	4,252	5,264	5,005	4,777	4,506
在建工程	1,136	535	804	892	941
无形资产	351	375	363	352	342
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	62	36	36	36	36
非流动资产合计	6,261	6,819	6,896	6,869	6,749
总负债	7,603	8,192	10,029	11,400	12,586
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,312	1,395	1,709	1,919	2,176
应付票据	256	279	427	480	544
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	352	343	343	343	343
流动负债合计	6,116	6,000	7,199	7,890	8,396
长期借款	1,171	1,851	2,531	3,211	3,891
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	311	298	298	298	298
非流动负债合计	1,488	2,192	2,830	3,510	4,190
股东权益	6,832	7,855	8,887	10,257	11,772
股本	965	965	983	983	983
公积金	2,047	2,117	2,098	2,098	2,098
未分配利润	3,239	4,121	5,083	6,382	7,827
归属母公司权益	6,354	7,324	8,286	9,585	11,030
少数股东权益	478	532	602	672	742

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.00%	1.11%	1.11%	1.11%	1.11%
管理费用率	5.35%	5.65%	5.65%	5.65%	5.65%
财务费用率	0.71%	0.88%	0.53%	0.53%	0.53%
研发费用率	2.91%	2.96%	2.96%	2.96%	2.96%
所得税率	20%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.25	0.60	0.41	0.45	0.50
每股经营现金流	0.97	1.31	1.87	2.42	2.50
每股净资产	6.59	7.59	8.42	9.75	11.22
每股销售收入	10.39	12.31	14.28	16.17	18.25

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	49	35	27	25	22
PB	6.5	5.7	5.1	4.4	3.8
EV/EBITDA	22.1	18.4	16.0	13.4	12.2
股息率	0.6%	1.4%	1.0%	1.0%	1.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE