

# 杭氧股份 (002430)

证券研究报告

2022 年 12 月 08 日

## 杭氧特气引入战投落地，电子特气加速布局，有望开启全新增长曲线

### 事件：杭氧特气引入战投落地

**(一) 战投落地：**2022 年 12 月 7 日，杭氧股份发布公告，拟通过公开挂牌和协议方式，引入战略投资者对抗氧特气进行增资扩股。本次战投引入的 A 类投资者为杭州原芯（产业战略投资者），B 类投资者为杭州微同和科改策源组成的联合体（财务战略投资者）。

**(二) 股权结构：**增资完成后杭氧特气的股权结构：杭氧股份持股 57.09%；杭州原芯持股 20.20%；杭州微同股权投资持股 15.78%；科改策源（重庆）私募股权投资基金持股 3.16%；杭州国佑资产持股 3.77%。

**(三) 交易对价：**1) 杭州原芯：①浙江西亚特电子材料 100% 股权（作价 2.21 亿元）、②杭州万达气体 50.3% 股权（作价 4728.2 万元）。2) 杭州微同：2.09 亿元货币。3) 科改策源：4188.18 万元货币。4) 国佑资产：通过不公开协议增资方式以货币 4995.54 万元认缴。

**(四) 收购万达气体剩余股权：**为避免杭州原芯后续从事与杭氧特气有竞争关系的业务，更好地发挥业务协同作用，杭氧特气以货币方式出资 4671.8 万元收购杭州原芯实际控制人杨利和倪幼红持有的万达气体剩余的 49.7% 股权，收购完成后，杭氧特气将持有万达气体 100% 股权。

### 点评：电子特气加速布局，有望开启全新增长曲线

#### (一) 收获优质资产，打通中芯国际等客户的销售渠道

1) 杭州万达气体主要从事钢瓶气体的生产、销售，2021 年实现收入 4677.48 万元，净利润率为 15.93%，2022 年 3 月“年充装 61.4 万瓶工业级、食品级、医用级、电子级气体”项目竣工。

2) 浙江西亚特电子材料具备年产 2790 吨电子级电子材料气体的能力，2021 年实现收入 6651.28 万元，净利润率为 13.47%，产品广泛用于半导体、LCD 面板、LED、晶硅太阳能等领域，2018 年入选中芯国际电子特气的国内备选供应商名单。电子特气产品包括三大类：①特种气体，包括三氯硅烷 TCS、二氯硅烷 DCS、硅烷、三氟化氮、氯化氢等；②混合气体，包括硅烷+氩气、氩气+氦气、乙硼烷+氩气等；③超纯电子气体，包括氧、氮、氩、氟、氦、二氧化碳等。

3) 本次新增资产快速填补了杭氧特气在 TCS、DCS 等电子化学气方面的空白，加快完善特种气体产品体系，利用万达气体和西亚特电子现有客户的渠道优势，实现稀有气体产品在半导体领域的快速切入。

#### (二) 杭氧深耕全环节，为杭氧特气供应原料气，后续利润稀释较为有限

氮、氩放量在即，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 2000Nm<sup>3</sup>/a 氩气、20000Nm<sup>3</sup>/a 氮气，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不断提高市场份额。目前杭氧特气引入战略投资者落地，未来有望充分利用产业链资源，加速特种气体的布局，且由于杭氧深耕全环节，杭氧特气的原料气仍依赖于母公司，因此后续杭氧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显著影响公司这部分的利润水平。

#### (三) 混合所有制改革推进，有望迎来管理优化

通过增资扩股引入 B 类战略投资者，有利于借助其丰富的国企改革经验和资源整合能力，为杭氧特气改革发展、整合资源、团队建设、产品研发及商业化落地等注入资本及产业力量。公司关联企业国佑资产以协议方式向杭氧特气进行增资，有利于促进杭氧特气进一步提升在规范运作、合规管理和风险控制等方面的能力，也为杭氧特气在特种气体领域的发展提供了必要的资金支持。

#### (四) 盈利预测：维持“买入”评级

本次战投落地后，特种气体切入半导体领域有望迎来加速，因此对盈利预测进行小幅调整，根据我们预测，2022-2024 年归母净利润为 15.73、20.53、25.81 亿元（前值：15.44、18.90、23.31 亿元），对应 PE 分别为 25.35、19.42、15.45 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**气体价格波动的风险；并购协同效应不及预期的风险；市场竞争加剧的风险

### 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	40.5 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	984.54
流通 A 股股本(百万股)	964.29
A 股总市值(百万元)	39,873.91
流通 A 股市值(百万元)	39,053.66
每股净资产(元)	8.23
资产负债率(%)	52.48
一年内最高/最低(元)	45.25/21.79

### 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  
zhuyue@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《杭氧股份-季报点评:利润增速超预期，工业气体龙头加速特种气体布局》2022-10-26
- 《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

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	14,029.98	17,252.94	21,071.11
增长率(%)	22.40	18.53	18.12	22.97	22.13
EBITDA(百万元)	2,288.61	2,773.54	3,195.19	3,853.20	4,635.60
归属母公司净利润(百万元)	843.18	1,193.95	1,573.14	2,052.86	2,580.95
增长率(%)	32.72	41.60	31.76	30.49	25.72
EPS(元/股)	0.86	1.21	1.60	2.09	2.62
市盈率(P/E)	47.29	33.40	25.35	19.42	15.45
市净率(P/B)	6.28	5.44	4.75	4.09	3.50
市销率(P/S)	3.98	3.36	2.84	2.31	1.89
EV/EBITDA	12.62	10.82	12.40	9.87	7.97

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	3,449.16	5,269.78	6,423.89
应收票据及应收账款	2,700.09	2,672.38	5,122.05	4,079.52	6,456.04
预付账款	592.40	820.70	754.37	1,387.69	1,053.66
存货	1,972.34	2,432.28	2,630.46	3,415.60	4,056.78
其他	329.11	512.15	2,051.38	1,927.38	3,147.38
<b>流动资产合计</b>	<b>7,091.35</b>	<b>8,003.48</b>	<b>14,007.42</b>	<b>16,079.97</b>	<b>21,137.75</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,260.67</b>	<b>6,819.10</b>	<b>6,674.30</b>	<b>6,552.95</b>	<b>6,344.80</b>
<b>资产总计</b>	<b>14,435.42</b>	<b>16,047.27</b>	<b>20,681.71</b>	<b>22,632.92</b>	<b>27,482.55</b>
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	1,682.13	2,844.59	2,561.22
其他	1,701.34	1,401.69	7,245.08	6,573.81	9,927.90
<b>流动负债合计</b>	<b>3,269.10</b>	<b>3,075.57</b>	<b>9,127.21</b>	<b>9,618.41</b>	<b>12,689.12</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,487.61</b>	<b>2,192.28</b>	<b>2,550.00</b>	<b>2,560.00</b>	<b>2,570.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,603.17</b>	<b>8,191.92</b>	<b>11,677.21</b>	<b>12,178.41</b>	<b>15,259.12</b>
少数股东权益	478.23	531.65	609.64	708.26	827.15
股本	964.60	964.60	984.54	984.54	984.54
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	5,686.54	7,033.46	8,681.33
其他	103.87	121.26	105.87	110.33	112.49
<b>股东权益合计</b>	<b>6,832.25</b>	<b>7,855.35</b>	<b>9,004.50</b>	<b>10,454.52</b>	<b>12,223.43</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14,435.42</b>	<b>16,047.27</b>	<b>20,681.71</b>	<b>22,632.92</b>	<b>27,482.55</b>

  

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	906.29	1,274.44	1,573.14	2,052.86	2,580.95
折旧摊销	597.91	641.48	782.69	866.59	954.39
财务费用	83.21	93.89	96.38	88.34	68.40
投资损失	(25.91)	(30.46)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
营运资金变动	(200.84)	(989.71)	48.30	96.94	(862.04)
其它	(423.12)	272.00	115.02	150.32	186.20
<b>经营活动现金流</b>	<b>937.55</b>	<b>1,261.64</b>	<b>2,590.53</b>	<b>3,230.03</b>	<b>2,902.91</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(759.43)</b>	<b>(1,113.31)</b>	<b>(595.49)</b>	<b>(700.24)</b>	<b>(691.24)</b>
债权融资	288.38	192.74	427.17	43.99	(59.32)
股权融资	(229.73)	(572.70)	(539.01)	(753.16)	(998.24)
其他	16.51	285.34	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>75.16</b>	<b>(94.62)</b>	<b>(111.84)</b>	<b>(709.17)</b>	<b>(1,057.55)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>253.29</b>	<b>53.71</b>	<b>1,883.20</b>	<b>1,820.62</b>	<b>1,154.11</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>10,020.77</b>	<b>11,877.84</b>	<b>14,029.98</b>	<b>17,252.94</b>	<b>21,071.11</b>
营业成本	7,747.96	8,951.11	10,125.47	12,447.79	15,169.37
营业税金及附加	42.82	75.97	85.80	100.62	119.14
销售费用	99.98	131.32	168.36	241.54	337.14
管理费用	535.93	670.67	911.95	1,035.18	1,201.05
研发费用	292.03	351.74	420.90	526.21	653.20
财务费用	71.34	104.04	96.38	88.34	68.40
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
<b>营业利润</b>	<b>1,116.88</b>	<b>1,596.52</b>	<b>2,106.12</b>	<b>2,748.27</b>	<b>3,452.80</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>1,135.43</b>	<b>1,592.72</b>	<b>2,110.20</b>	<b>2,753.97</b>	<b>3,458.93</b>
所得税	229.14	318.29	422.04	550.79	691.79
<b>净利润</b>	<b>906.29</b>	<b>1,274.44</b>	<b>1,688.16</b>	<b>2,203.17</b>	<b>2,767.15</b>
少数股东损益	63.12	80.49	115.02	150.32	186.20
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>843.18</b>	<b>1,193.95</b>	<b>1,573.14</b>	<b>2,052.86</b>	<b>2,580.95</b>
每股收益(元)	0.86	1.21	1.60	2.09	2.62

  

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.40%	18.53%	18.12%	22.97%	22.13%
营业利润	31.33%	42.94%	31.92%	30.49%	25.64%
归属于母公司净利润	32.72%	41.60%	31.76%	30.49%	25.72%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.68%	24.64%	27.83%	27.85%	28.01%
净利率	8.41%	10.05%	11.21%	11.90%	12.25%
ROE	13.27%	16.30%	18.74%	21.06%	22.65%
ROIC	14.64%	18.95%	21.05%	27.86%	35.72%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.67%	51.05%	56.46%	53.81%	55.52%
净负债率	10.20%	11.78%	-4.82%	-20.30%	-26.73%
流动比率	1.34	1.54	1.53	1.67	1.67
速动比率	1.01	1.13	1.25	1.32	1.35
<b>营运能力</b>					
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	5.71	5.64
总资产周转率	0.76	0.78	0.76	0.80	0.84
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.86	1.21	1.60	2.09	2.62
每股经营现金流	0.95	1.28	2.63	3.28	2.95
每股净资产	6.45	7.44	8.53	9.90	11.58
<b>估值比率</b>					
市盈率	47.29	33.40	25.35	19.42	15.45
市净率	6.28	5.44	4.75	4.09	3.50
EV/EBITDA	12.62	10.82	12.40	9.87	7.97
EV/EBIT	17.09	14.07	16.42	12.73	10.04

### 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