

杭氧股份 (002430.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

志在多元化发展的中国气体巨头

投资逻辑

空分设备专家向工业气体拓展，现金流佳。根据公司24年半年报和招股书，公司24H1气体收入占比达60%，2010上市当年仅9%。根据公司24年三季报，24年前三季度归母净利润受气价下跌与设备订单结构影响下滑21%，25年有望随制造业需求恢复而改善。

零售气价有望随制造业需求恢复而触底反弹。根据卓创资讯工业气体，截至10月31日全国液氧、液氮市场吨均价分别为406/451元，较最低点今年2月8日分别回升20%/14%。历史上公司气体销售毛利率与产成品存货变动正相关。近期国家相继出台稳增长与制造业发展政策，看好公司受益于制造业复苏带来的气价回升。

第三方现场制气渗透率有望提升，公司有望持续投产现场制气项目。(1)2020年中国第三方现场制气在现场制气中占比为57%，距离发达国家80%的比例还有较大提升空间；(2)公司自2019年以来签约的现场制气项目数量和制氧量均显著增长，根据公司年报及我们测算，截至2023年末气体投资累计制氧量320万Nm³/h，是2018年末已投产规模的约3.7倍。根据公司对外投资公告，2024年前三季度新签项目制氧量累计达31.3万Nm³/h，看好新签合同持续贡献收入增量。

公司正逐步发力多元化。(1)海外龙头下游与区域多元化水平明显较高，根据德国林德年报，2023年林德全球收入中，医疗和食品下游占比总计为26%，平滑了经济周期带来的业绩波动；2023年美洲/EMEC/APAC收入占比分别为49%/29%/22%，较为分散；(2)根据公司对外投资公告，公司已与青岛芯恩、斯达微电子、天赐新材料等新兴行业客户签订供气协议，引入战投收购西亚特电子与万达气体补强电子气，下游多元化有望加速布局。公司于2023年获得印尼现场制气项目，迈出气体产业区域多元化第一步。

盈利预测、估值和评级

我们预测24/25/26年公司实现归母净利润9.6/12.5/15.5亿元，同比-21.1%/+29.9%/+24.5%，对应EPS为0.98/1.27/1.58元。考虑到公司现场制气项目进展快，我们给予公司2025年25xPE的估值，目标价31.68元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动；原材料价格波动；项目进展不及预期。

机械组

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

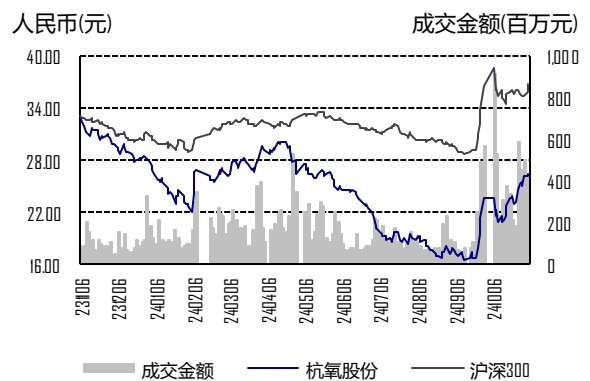
manzaipeng@gjzq.com.cn

联系人：李子安

lizian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.50元

目标价 (人民币)：31.68元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,803	13,309	14,293	17,090	19,352
营业收入增长率	7.79%	3.95%	7.39%	19.57%	13.24%
归母净利润(百万元)	1,210	1,216	960	1,247	1,552
归母净利润增长率	1.37%	0.48%	-21.08%	29.92%	24.50%
摊薄每股收益(元)	1.229	1.235	0.975	1.267	1.578
每股经营性现金流净额	1.46	2.50	1.99	2.46	3.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.77%	13.67%	10.21%	12.18%	13.71%
P/E	21.56	21.45	27.17	20.91	16.80
P/B	3.19	2.93	2.77	2.55	2.30

来源：公司年报，国金证券研究所



内容目录

1、国内空分设备专家，向工业气体业务拓展.....	4
2、零售气价有望随需求复苏，实现触底反弹.....	7
3、新签第三方供气项目有望持续贡献收入增量.....	10
4、公司有望迈向多元化.....	11
4.1 海外龙头多元化发展程度明显较高.....	11
4.2 公司有望开辟多元化的新天地.....	13
5、盈利预测与投资建议.....	14
5.1 盈利预测.....	14
5.2 投资建议及估值.....	15
6、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 公司 2022 年国内空分设备市占率居第一.....	4
图表 2： 公司的空分设备制造能力看齐全球顶尖水平.....	4
图表 3： 全球气体巨头大多起家于设备制造.....	5
图表 4： 公司收入结构以气体销售与空分设备为主.....	5
图表 5： 公司气体销售收入逐年增长.....	5
图表 6： 公司空分设备销售毛利率稳定，23 年起气体销售毛利率有所下滑.....	6
图表 7： 公司空分设备销售毛利率高于可比公司.....	6
图表 8： 公司净现比健康.....	6
图表 9： 公司扣非净资产收益率近年来稳定在 10% 以上.....	6
图表 10： 工业气体的分类.....	7
图表 11： 外包供气中不同业务模式的特点.....	7
图表 12： 气体供应模式图示.....	8
图表 13： 近期利好制造业发展的政策.....	8
图表 14： 2024 年 10 月 PMI 重回荣枯线上方（单位：%）.....	9
图表 15： 液氧、液氮价格触底回升（单位：元/吨）.....	9
图表 16： 空分开工率接近 16 年底部，本轮周期产能或未明显超扩.....	9
图表 17： 外包供气相比自建装置供气有诸多优势.....	10
图表 18： 公司现场制气项目装机量（万 m ³ /h）实现较快增长.....	10
图表 19： 公司在手及已投产的制氧量不低于 5 万 m ³ /h 的现场制气项目共有 22 个*.....	11
图表 20： 林德下游遍布各个行业.....	12
图表 21： Praxair 分下游收入增速中，食品医疗电子增速稳健.....	12



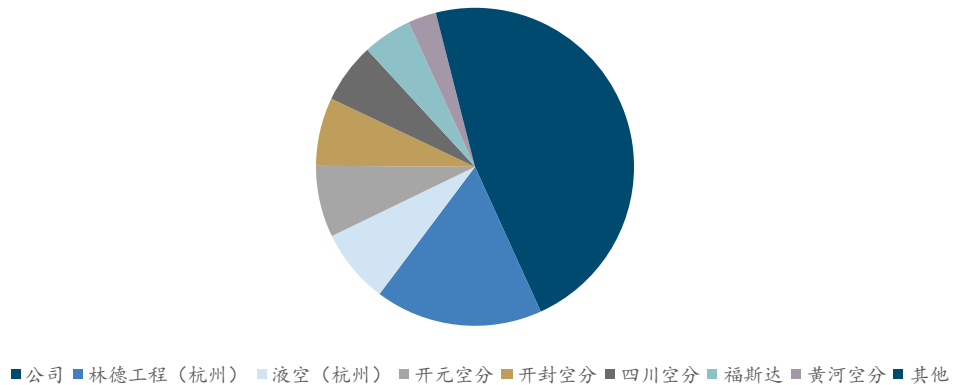
图表 22: 周期性行业在 21-22 年贡献林德业绩增长弹性.....	12
图表 23: 林德在各地区气体收入占比相对均衡.....	13
图表 24: 2023 年美国仅占林德总收入比重的 32%.....	13
图表 25: 2019 年以来公司大力拓展锂电、半导体等新兴行业气体项目.....	13
图表 26: 盈德收入稳步增长.....	14
图表 27: 盈德毛利率维持较高水平.....	14
图表 28: 公司盈利预测.....	15
图表 29: 可比公司估值比较.....	16



1、国内空分设备专家，向工业气体业务拓展

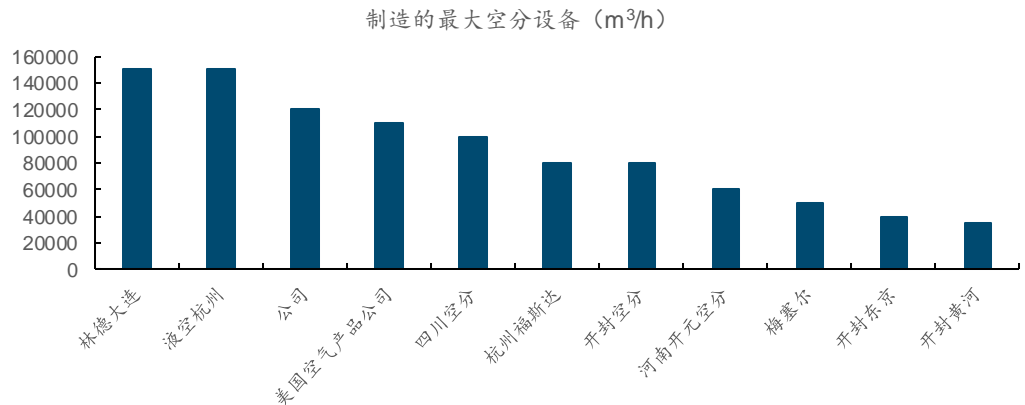
公司具备全球领先的设备制造能力，工程能力较强。根据公司 2023 年报，空气分离设备利用深冷方法分离空气中的成分，得到纯度较高的氧气、氮气和氩气、液氧、液氮及液氩等产品，广泛用于冶金、石化、电子、环保及医疗等行业。根据公司官网，公司是全球一流的空气分离设备和低温石化装备供应商，根据中商产业研究院，2022 年公司在国内空分设备市占率为 43.21%，居第一。根据中国钢铁新闻网，在 2021 年之前的十年间，公司 6 万等级以上的特大型空分设备产量和销量全球第一。根据公司招股说明书，公司前身于 20 世纪 70 年代末引进了林德公司大中型成套空气分离设备的设计与制造技术，并在此基础上通过自主研发不断精进。根据公司投资者关系活动记录表，公司目前生产的单套最大等级空分设备为 12 万 m³/h 空分，比肩全球顶尖水平。根据中国钢铁新闻网，2022 年上半年公司为世界级石化工程浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目配套的 4 套 10 万等级空分设备成功开车，在特大型整装空分设备上再次实现突破。工程承包方面，根据公司官网，公司以深冷分离技术为支撑，成立了抗氧化医工程公司，后者是国内唯一一家空分领域专业总承包的甲级设计资质工程公司，已累计完成空分总包项目近 180 个。

图表1：公司 2022 年国内空分设备市占率居第一



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

图表2：公司的空分设备制造能力看齐全球顶尖水平



来源：林德官网、企查查、公司投资者关系活动记录表、浙江省工业气体协会、四川空分官网、福斯达公司公告、河南开元官网、开封黄河官网、《大型空分设备国产化现状与展望》，国金证券研究所

强大的工程和设备制造能力是气体行业的立身之本，自主生产设备是发展气体业务的重要保障，林德、法液空、美国空气化工、日本大阳日酸等头部企业均起家于设备制造，强大的设备制造与工程能力可以降低项目投资成本，为客户提供更加价廉物美的气体解决方案。



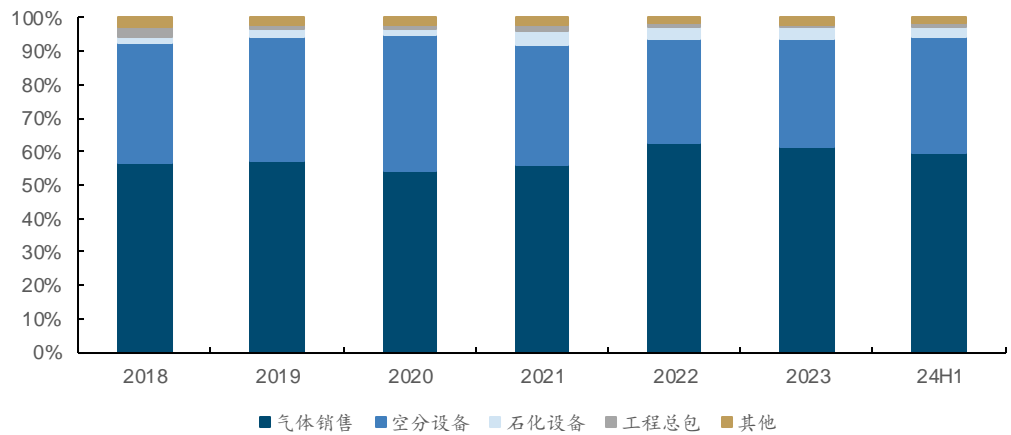
图表3: 全球气体巨头大多起家于设备制造

公司名称	成立时间	设备制造开端
林德	1879年	1903年发明世界上第一台10m ³ /h制氧机
法液空	1902年	1910年制成第一台中压带膨胀机的10m ³ /h制氧机
美国空气化工	1940年	1941年制造出第一台空分设备
日本太阳日酸	1910年	1934年制成日本第一台HC型40m ³ /h制氧机

来源:《国内外大型空分设备发展现状》, 国金证券研究所

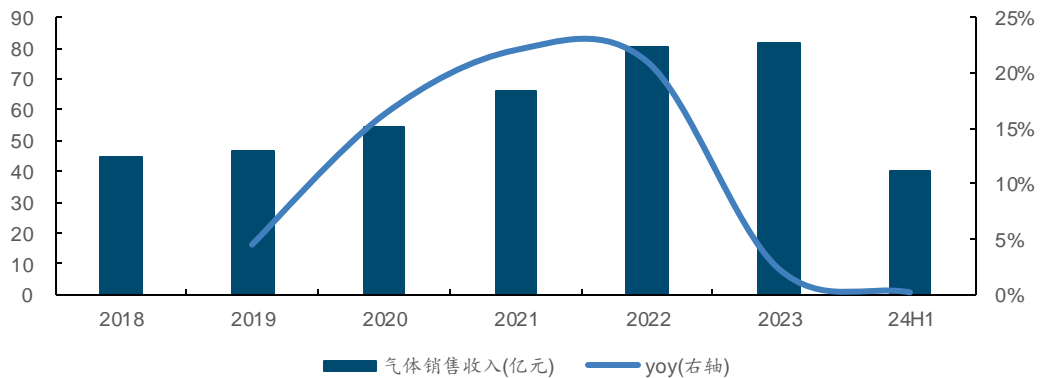
公司2003年起涉足工业气体业务, 气体销售占比自上市以来明显提高。在设备与工程能力优势的加持下, 2003年4月, 杭州杭氧建德气体有限公司成立, 标志着公司气体产业的起步。2010年公司在深交所上市以来, 积极布局气体业务, 投运项目制氧量快速提升, 气体销售收入也快速增长。根据公司年报, 2023年公司气体销售业务收入81.9亿元, 2018至2023年的年复合增长率为12.9%。根据公司2024年半年报和招股书, 公司2024年上半年气体销售收入占比为59.8%, 较2010年上市之初的8.5%有大幅提升; 2024年上半年公司总收入67.3亿, 同比增长4.4%, 增速较为平稳, 其中气体销售收入40.2亿, 同比持平, 主要由于制造业需求较弱导致的空分设备开工率和大宗气体价格下行。

图表4: 公司收入结构以气体销售与空分设备为主



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表5: 公司气体销售收入逐年增长



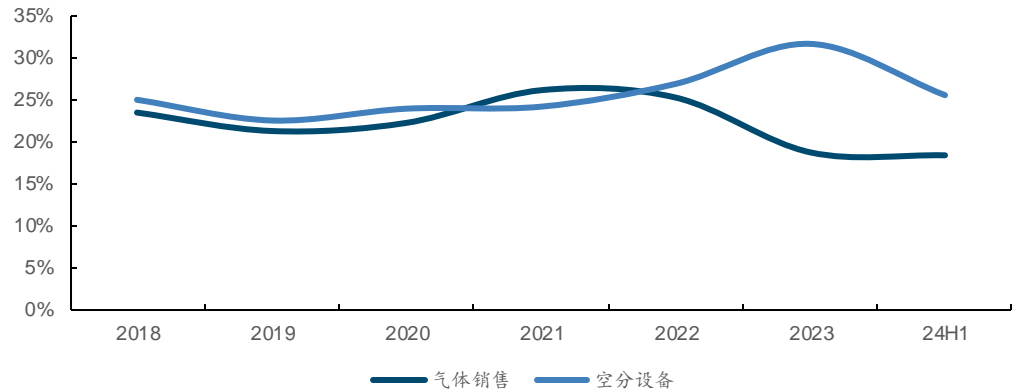
来源: 公司年报, 国金证券研究所

公司空分设备毛利率较为稳定, 且高于可比公司。根据公司2024半年报, 2024年上半年公司气体业务毛利率为18.4%, 同比下降2.7pcts, 主要由于下游需求较弱导致的大宗气体价格下行。空分设备业务毛利率近年来除受原材料价格波动影响外, 整体保持稳定, 且



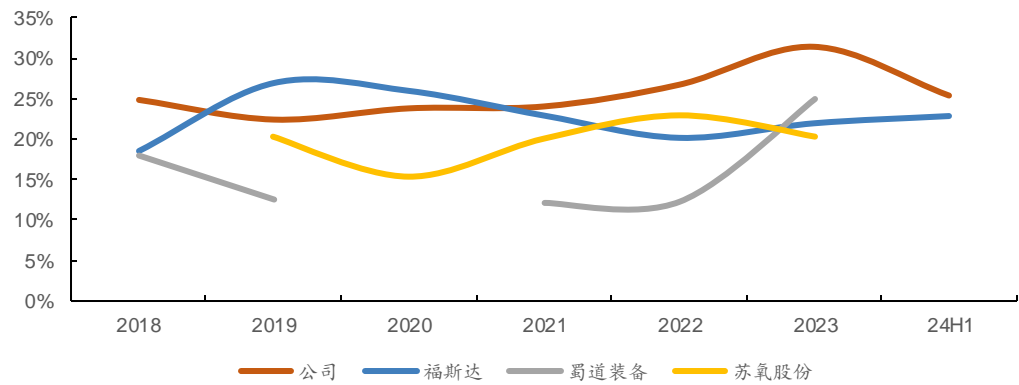
高于可比公司水平，体现了公司空分设备业务较强的竞争力。

图表6：公司空分设备销售毛利率稳定，23年起气体销售毛利率有所下滑



来源：公司年报、公司 2024 年半年报，国金证券研究所

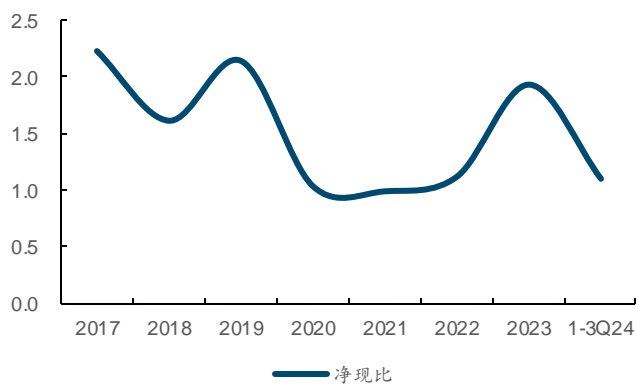
图表7：公司空分设备销售毛利率高于可比公司



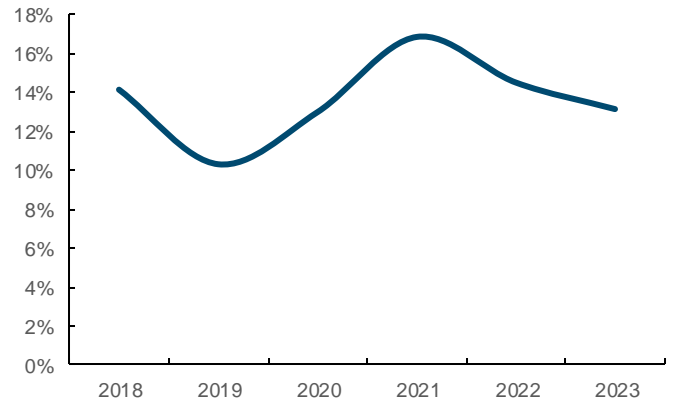
来源：各公司年报，国金证券研究所

公司质地优秀，回款良好。根据公司年报，公司扣非 ROE 与净现比多年来保持稳定较高水平，2023 年净现比达到 1.93；我们认为这归功于公司的行业地位与现场制气业务现金流稳健的特点。

图表8：公司净现比健康



图表9：公司扣非净资产收益率近年来稳定在 10% 以上



来源：公司年报、公司 2024 年三季报，国金证券研究所

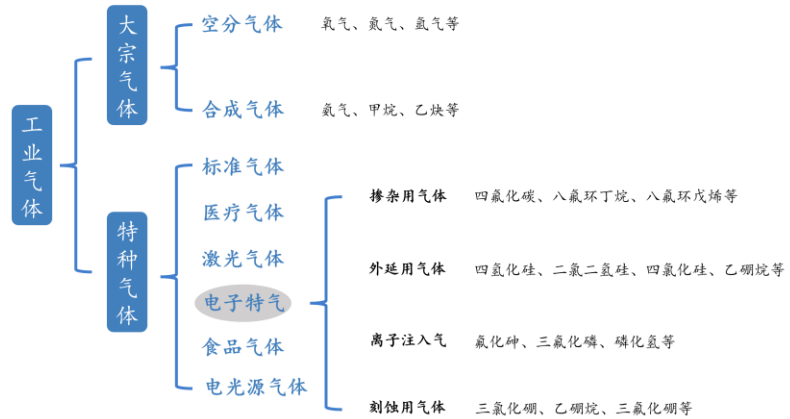
来源：公司年报，国金证券研究所



2、零售气价有望随需求复苏，实现触底反弹

工业气体是指用于工业生产制造的气体。根据亿渡数据，工业气体根据纯度与产销量可以分为大宗气体、特种气体两类，其中大宗气体产销量更大，纯度要求相对较低，主要用于化工、冶金、焊接等下游，特种气体则应用于特定下游。大宗气体根据制备方式不同可以分为空分气体与合成气体，前者包含氧气、氮气、氩气等从空气中分离制得的气体产品，后者为需要通过化学反应制备的气体，如氨气、甲烷、乙炔等。特种气体则根据其下游应用行业划分为电子气体、医疗气体等。

图表10：工业气体的分类



来源：亿渡数据，国金证券研究所

工业气体行业按照供应模式可以分为现场制气与零售供气两类。根据法液空年报，工业气体的大部分供给来自现场制气客户的大规模生产装置，该装置一般来自第三方气体供应商在客户工厂附近修建的气体工厂或者客户自建；少部分供给来自独立的空分设备或者其他气体生产装置。大规模生产装置生产出来的大部分工业气体将通过管道运输给下游的大型工业用户，如化工、炼化、冶金等。少部分气体以液态形式运输，其中的大部分（储槽气）通过罐车、小部分（瓶装气）通过钢瓶运输到较为分散的下游客户，如食品、医疗保健、电子、材料、汽车等。大规模生产装置与独立的空分设备均可以供应液态气，但空分设备越大，生产的边际成本越低，根据侨源股份招股书，该公司产能为 2200Nm³/h 的空分设备单位能耗为 950kWh/m³，而该公司汶川基地 30000Nm³/h 的大型空分设备单位能耗约为 620kWh/m³，这就使得供给大型行业用户的大型设备产出的液体利润明显高于小型独立设备。根据金宏气体招股书，不同制气模式下，第三方气体供应商会与客户签订不同期限的供气合同，现场制气的供气合同期限一般为 10-20 年；零售供气中储槽气合同期限约为 3-5 年，高于瓶装气的 1-3 年。

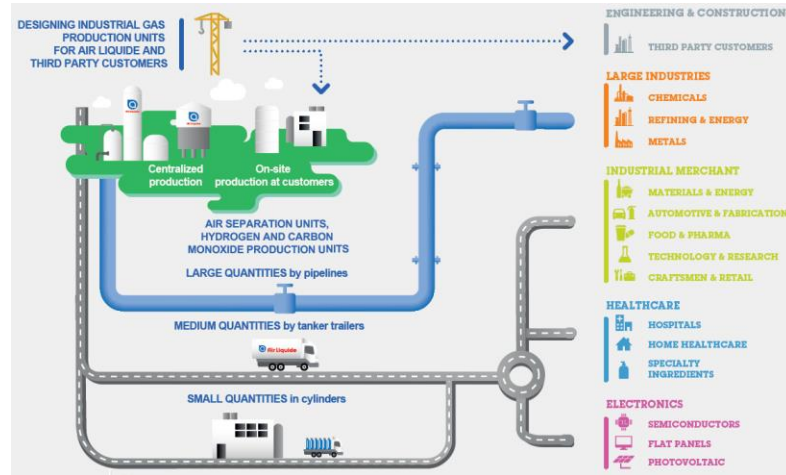
图表11：外包供气中不同业务模式的特点

业务模式	规模	半径	合同期	能力要求	客户群	
现场制气	满足大规模用气需要		10-20 年	资本密集，服务要求高；客户关系稳定；盈利持续，现金流稳定	化工、炼油、电子半导体、金属冶炼加工	
零售供气	储槽气	满足中等规模用气需要	200km 左右	3-5 年	要求客户关系和配送能力，易受市场影响	电子半导体、化工、机械制造、食品、医疗健康
	瓶装气	限于小批量气体用户	特种气体不受运输半径限制；大宗气体覆盖充气站半径 50km 左右	1-3 年	客户分布广泛；高度网络密集型；看重配送和交付能力	行业不限

来源：金宏气体招股书，国金证券研究所



图表12: 气体供应模式图示



来源: 法液空年报, 国金证券研究所

国家政策加码, 为稳增长与制造业高质量发展增添动力。近期, 国家各部门出台一系列稳增长政策, 涉及新质生产力、大规模设备更新、房地产高质量发展等各个方面。我们认为, 相关政策不但有望托底经济、带动稳增长相关投资, 而且有望为先进制造业提供资金支持, 鼓励中小型企业发展转型, 短期内将推高相关领域的投资增速, 长期看则有助于推动经济全面转型升级。

图表13: 近期利好制造业发展的政策

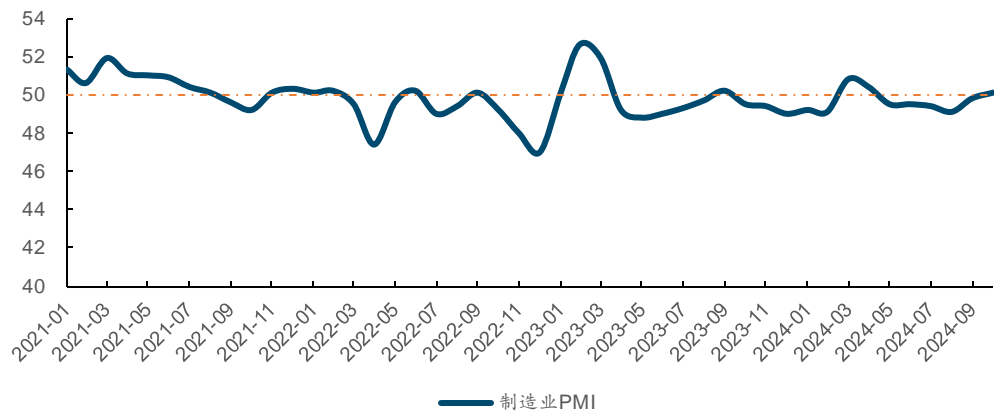
时间	相关政策	机构	具体内容
2023. 12	《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》	工业和信息化部、国家发展改革委、教育部、财政部、中国人民银行、税务总局、中国金融监管总局、中国证监会	坚持创新驱动发展, 加快迈向价值链中高端; 加快数字技术赋能, 全面推动智能制造; 强化绿色低碳发展, 深入实施节能降碳改造; 推进产业融合互促, 加速培育新业态新模式; 加大政策支持力度, 营造良好发展环境。
2024. 3	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	推进重点行业设备更新改造; 加快建筑和市政基础设施领域设备更新; 支持交通运输设备和老旧农业机械更新; 提升教育文旅医疗设备水平。
2024. 5	房地产相关	中国人民银行	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限, 并下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。
2024. 9	分析研究当前经济形势和经济工作	中共中央政治局	①要加大财政货币政策逆周期调节力度, 保证必要的财政支出, 切实做好基层“三保”工作。②要帮助企业渡过难关, 促进中低收入群体增收, 加大引资稳资力度。③要守住兜牢民生底线, 做好重点人群就业工作。
2024. 10	加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展	财政部	①加力支持地方化解政府债务风险, 较大规模增加债务额度; ②发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本; ③叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具, 支持推动房地产市场止跌回稳; ④加大对重点群体的支持保障力度。

来源: 政府网站, 国金证券研究所

中国制造业有望实现底部回升。根据国家统计局, 中国制造业 PMI 自 2023 年 1 月后, 在荣枯线附近波动一年有余, 2024 年在经历了 5-9 月的低迷之后, 10 月 PMI 为 50.1%, 重回荣枯线上方。国内需求在相关财政政策作用下, 有望从底部逐渐恢复, 并带动制造业相关需求。



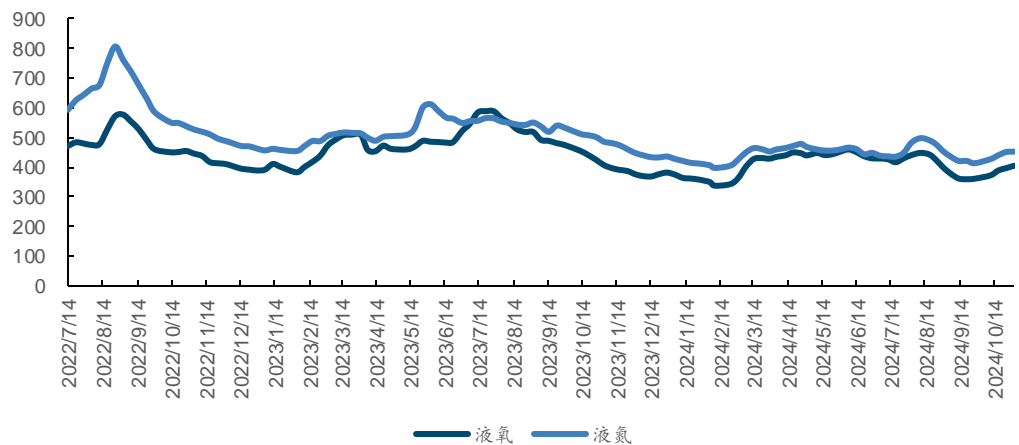
图表14: 2024年10月PMI重回荣枯线上方(单位: %)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

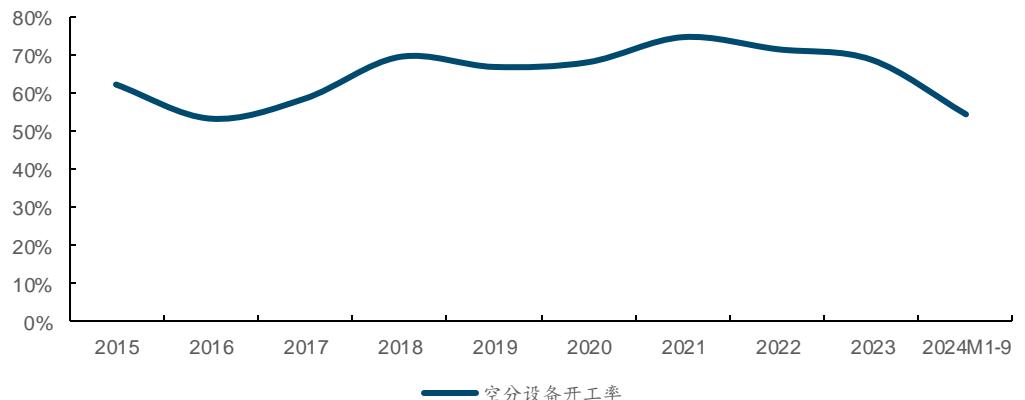
零售气体价格有望触底回升。根据卓创资讯工业气体, 截至10月31日全国液氧、液氮市场吨均价分别为406/451元, 较最低点今年2月8日分别回升20%/14%。此外, 2024年前三季度空分设备开工负荷已经接近, 但依然好于上一轮周期的最低点2016年, 本轮周期行业产能或没有明显超扩, 上行周期仍有望保持较好的价格弹性。看好公司受益于制造业复苏带来的气价回升, 从而实现盈利能力与收入的双增。

图表15: 液氧、液氮价格触底回升(单位: 元/吨)



来源: 卓创资讯工业气体, 国金证券研究所

图表16: 空分开工率接近16年底部, 本轮周期产能或未明显超扩



来源: 上海钢联、隆众资讯, 国金证券研究所



3、新签第三方供气项目有望持续贡献收入增量

现场制气行业中专业社会化外包占比有望继续提高。根据供气主体不同，工业气体经营模式可以分为自建装置供气与外包供气两种。根据侨源股份招股书，自建装置供气通常是指下游企业自行购买并运营空分设备，以满足自身用气需求的模式；外包供气是下游企业基于成本和专业化工分的考虑，将非主业的供气业务外包给专业气体供应商，由其向客户提供全方位用气服务的经营模式。根据侨源股份招股书，对于气体使用方来说，相比于自建装置供气，外包供气具有运营成本低、供气稳定性高、副产品利用充分、不需要大额设备投资等优势。根据前瞻产业研究院，2020年中国第三方现场制气在整体现场制气中的占比为57%，距离发达国家80%的比例还有较大提升空间，综上所述我们认为现场制气行业中专业社会化外包占比有望提高。

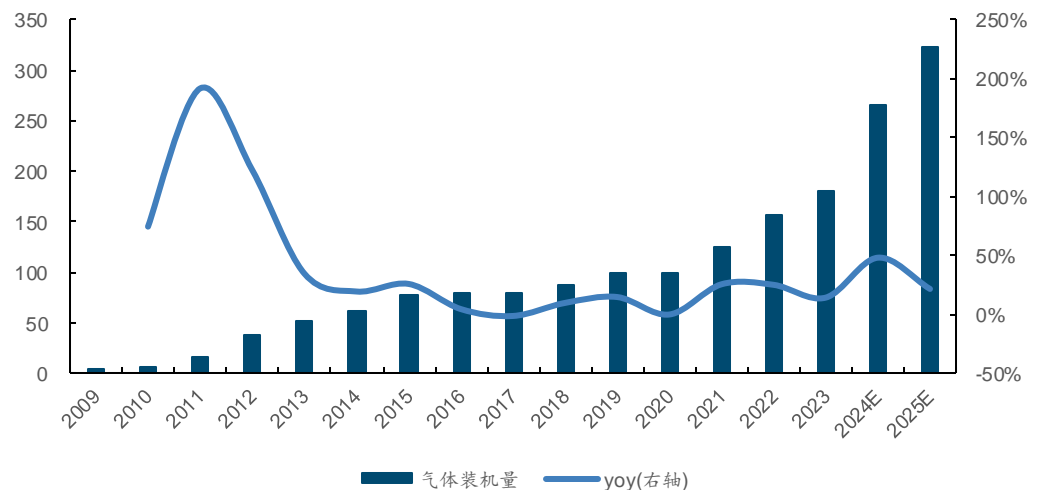
图表17：外包供气相比自建装置供气有诸多优势

	自建装置供气	外包供气
运营成本	需要配备相应的运营、维护人员，成本较高	运营成本低
供气稳定性	多数设备使用年限较长，维护成本高，供气稳定性较差	供应商具有丰富的运营经验和先进适用设备，供气稳定性高
资源利用效率	通常只使用自身所需要的气体产品，对于空分设备生产的其他副产品难以利用	所有产品均能销售给下游需求客户
财务成本	需要一次性大额设备投入	不需要大额设备购置支出

来源：侨源股份招股书，国金证券研究所

公司持续签约现场制气合同，在手项目充足。公司自2019年以来签约的现场制气项目数量和制氧量均显著增长，根据公司公告及我们测算，截至2023年末气体投资累计制氧量320万Nm³/h，是2018年末已投产规模的约3.7倍。2024年前三季度公司新签兰花科创田悦化肥、晋钢智造、方大特钢与山东联泓化学等项目，项目制氧量合计达31.3万Nm³/h；6月11日公司公告拟与大连西中岛发展集团有限公司共同出资设立合资气体公司，其中公司出资占注册资本35%，拟为大连西中岛石化产业园区入驻企业提供工业气体产品及服务。随着新签项目逐渐投产，在手现场制气项目订单有望持续贡献收入增量。

图表18：公司现场制气项目装机量（万m³/h）实现较快增长



来源：公司对外投资公告、公司年报，国金证券研究所


图表19：公司在手及已投产的制氧量不低于5万m³/h的现场制气项目共有22个*

客户简称	行业	公告年份	制氧量规模(m ³ /h)	投资额(亿元)
吉林建龙钢铁	冶金	2010	50000	2.6
济源钢铁	冶金	2011	54200	2.0
衢州元立金属、曙扬化工	冶金、化工	2011	80000	5.1
广西盛隆冶金	化工	2012/2019/2022	321500	12.9
九江萍钢实业	冶金	2012	58600	4.0
鲁南化肥厂、国泰化工	化工	2013	219500	15.7
山西立恒钢铁	冶金	2015	65000	3.8
九江心连心化肥	化工	2017	160000	7.4
山西美锦华盛化工新材料、 山西亚鑫煤焦化	化工	2019	50000	2.6
沧州旭阳化工	化工	2020	51000	3.3
玉昆钢铁	冶金	2021	160000	9.6
裕龙石化	化工	2021	246000	16.3
南京钢铁联合公司	冶金	2021	60000	3.2
新恒盛化工	化工	2021	62000	4.3
晋南钢铁	冶金	2022	60000	3.9
浙江时代锂电材料	锂电	2022	160000	8.8
河南晋开化工	化工	2023	58000	4.1
山西天泽煤气化厂	化工	2023	64000	3.5
达州钢铁	冶金	2023	80000	5.1
晋钢智造	冶金	2024	160000	8.0
方大特钢	冶金	2024	60000	4.9
山东联泓化学	化工	2024	76700	5.3

来源：公司公告，国金证券研究所（*注：筛选标准为单期制氧量不低于5万m³/h，同一客户多期产能合并为一个项目）

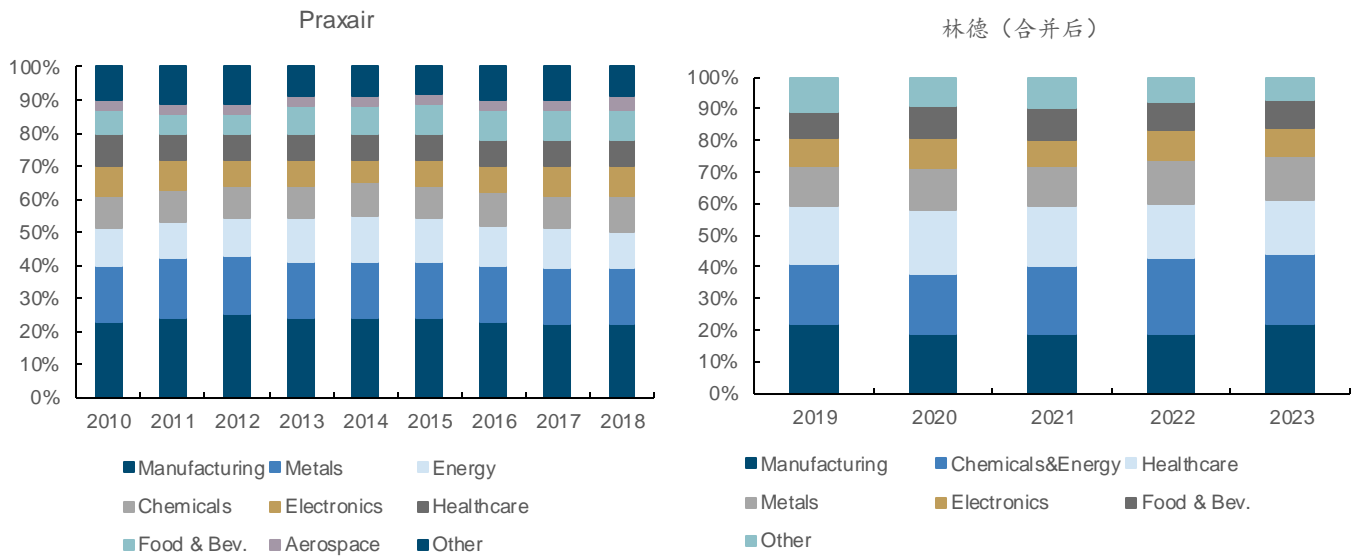
4、公司有望迈向多元化

4.1 海外龙头多元化发展程度明显较高

林德的下游收入结构高度分散。根据林德官网，合并后林德的客户遍布各个行业，其中周期性行业有化工与能源、冶金与制造，在下游收入中占比总计约为50-60%；抗周期性的下游有食品饮料、医疗与电子，在下游收入中占比约为35-40%。



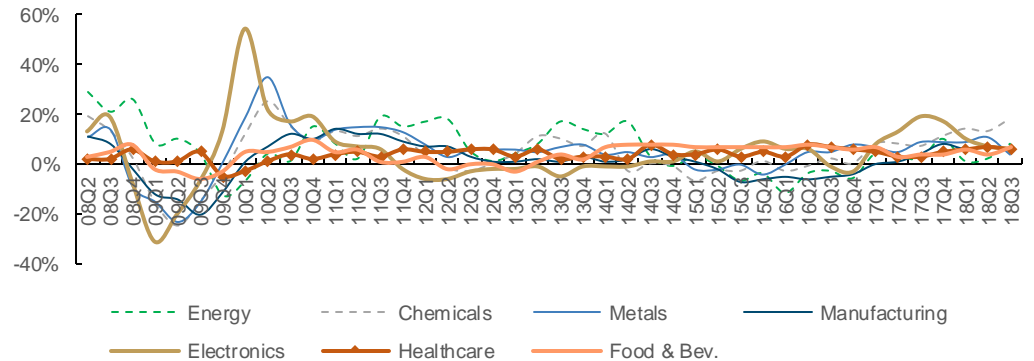
图表20: 林德下游遍布各个行业



来源: 林德官网, 国金证券研究所

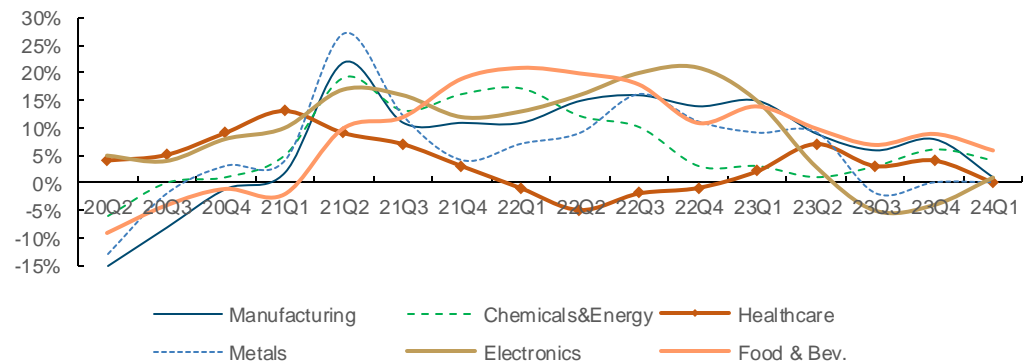
林德抗周期性下游的业务增长降低了收入的波动。根据林德的前身之一 Praxair 官网和林德年报, Praxair 在冶金、制造、化工与能源这几类周期性行业的收入增速呈现较大波动, 而医疗、食品饮料等弱周期性行业增速波动较小, 在 2008 年、2016 年等年份起到了很好的托底业绩增速的作用。在合并之后, 2020 年医疗和电子领域的需求为林德带来了业绩的韧性, 而 2021 年周期性行业的上行也带给林德很强的业绩上涨弹性。

图表21: Praxair 分下游收入增速中, 食品医疗电子增速稳健



来源: Praxair 官网, 国金证券研究所

图表22: 周期性行业在 21-22 年贡献林德业绩增长弹性

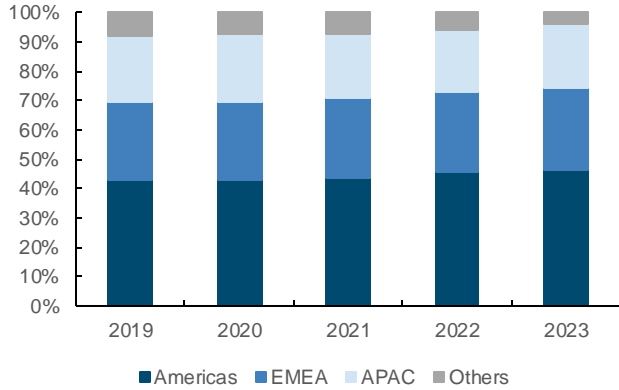


来源: 林德年报, 国金证券研究所

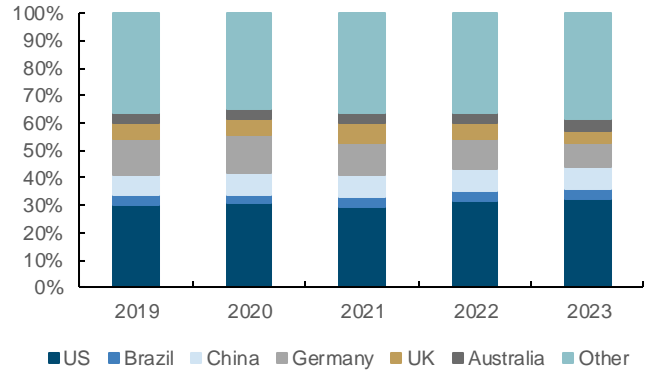


林德在全球各地区的收入结构较为均衡。根据林德年报，2023 年美洲地区的气体收入约占林德总气体收入的 47%，EMEA 地区约占 28%，APAC 地区约占 21%。从重要国家收入占比中也可以看出这一点，占收入比重最大的美国也仅占林德整体收入的 32%。

图表23: 林德在各地区气体收入占比相对均衡



图表24: 2023 年美国仅占林德总收入比重的 32%



来源: 林德年报, 国金证券研究所

来源: 林德年报, 国金证券研究所

4.2 公司有望开辟多元化的新天地

海外龙头的发展史启示我们，多元化方可基业长青。工业气体种类极其丰富，自 20 世纪初行业诞生以来便获快速推广，在全球拥有广阔市场空间。且气体供应有较强的区域性，根据侨源股份招股书和金宏气体招股书，现场制气生产基地与用户之间的距离一般不超过 20km，瓶装气、储槽气的运输半径分别为 50km 和 200km。只有扩大下游行业与地域的覆盖面，才能打开规模成长的天花板，平滑周期波动，更好地实现规模效应。

公司在非冶金化工行业的多元化布局进展顺利。根据公司官方微信公众号，2023 年 11 月 18 日，杭氧集团自主研发的 40ft 液氮罐装载满车进口液氮运抵吉林珲春口岸，标志着公司打通了从大型储运装备、货源地到终端客户的液氮应用全产业链。自 2019 年起，公司大力拓展锂电、半导体等新兴行业气体项目，根据公司对外投资公告，截至 2023 年年底，已有多位客户与公司签订供气协议。2022 年 12 月 7 日，公司公告引入战投对子公司杭氧特气进行混改，此次混改后杭氧特气将分别持有西亚特电子和万达气体的 100% 股权，同时仍为公司控股子公司。该收购将快速填补公司在 TCS、DCS 等电子化学气领域的空白，同时利用标的的客户优势实现自身稀有气体产品在半导体领域的快速切入。

图表25: 2019 年以来公司大力拓展锂电、半导体等新兴行业气体项目

客户	行业	项目规模	项目公告时间
青岛芯恩	半导体	2019 年一期 20000m ³ /h, 2023 年签署合同扩建二期	2019 年/2023 年
金瑞泓科技(衢州)	半导体	3800m ³ /h	2019 年
浙江时代锂电材料	锂电	两期 160000m ³ /h	2022 年
九江天赐高新材料	锂电	40000m ³ /h	2022 年
嘉兴斯达微电子	半导体	4000/h	2022 年

来源: 公司对外投资公告, 国金证券研究所

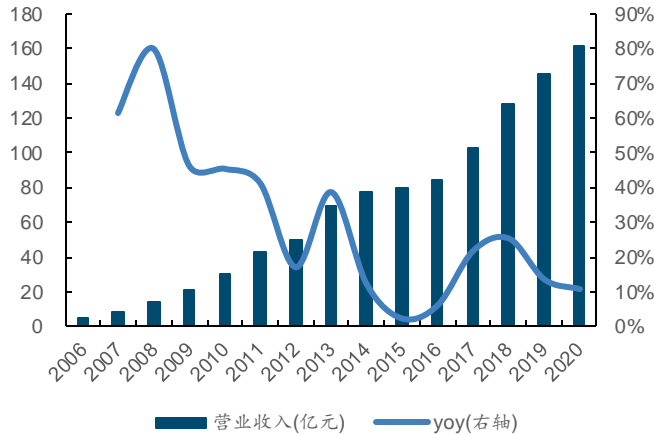
公司签约印尼现场制气项目，迈出气体产业区域多元化的第一步。根据公司对外投资公告，2023 年 6 月公司与宁波力勤资源控股子公司 KPS、杰瑞国际共同出资，在印尼设立合资气体公司，并由气体公司负责一套 2.5 万 m³/h 空分装置的建设、运营和管理，为 KPS 位于印尼奥比岛的不锈钢项目供气，供气期限 15 年，总投资金额预计 2.97 亿人民币。我们认为印尼供气项目的签约标志着公司气体产业的区域多元化迈出了坚实的第一步。公司在设备出海销售方面已有一定积累，根据公司官方微信公众号，2023 年 8 月公司与北方华锦联合石化有限公司签约精细化工及原料工程项目 3×82000m³/h 成套空分装置，该项目是中沙两国“一带一路”倡议重大项目，已列入国家规划。我们认为强大的设备制造和丰富的工程经验为公司出海经营打下了良好基础，借助“一带一路”的春风，公司有望向海外



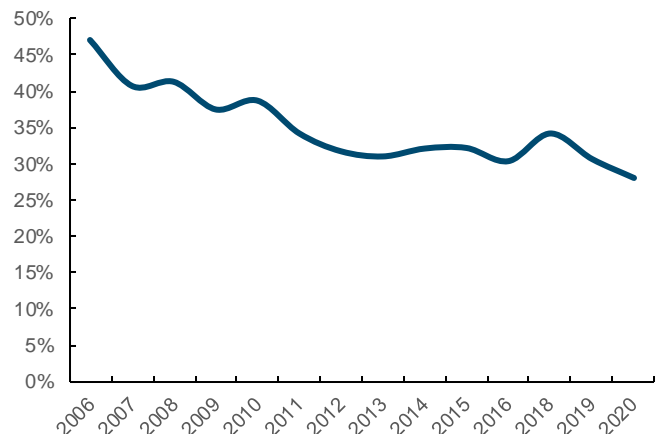
输出更多气体项目，实现地理意义上的多元化。

根据公司 2023 年 5 月 5 日公告，公司间接控股股东杭州国有资本投资运营公司（以下简称“杭州资本”）及其他投资人拟共同设立买方 SPV，收购浙江盈德 100% 股权，杭州资本承诺在交易完成后的 36 个月内，推动公司与买方 SPV 签署资产重组协议。根据气体动力科技招股书，截至 2021 年 6 月 30 日，盈德氧气装机容量约为 270 万 Nm³/h。如果收购成功，一来可以提升地区集中度，改变竞争格局，二来可以提高地区客户集中度，发挥现场制气产能的规模效应，降低零售业务的成本。

图表26：盈德收入稳步增长



图表27：盈德毛利率维持较高水平



来源：气体动力科技招股书、盈德气体年报、特气网，国金证券研究所

来源：气体动力科技招股书，国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计 24/25/26 年公司的营业收入分别为 142.9/170.9/193.5 亿元，同比增长 7.4%/19.6%/13.2%；24/25/26 年公司实现归母净利润 9.6/12.5/15.5 亿元，同比-21.1%/+29.9%/+24.5%，对应 EPS 为 0.98/1.27/1.58 元。

气体销售：

- 收入：2024 年受宏观经济影响，大宗气体价格下滑，同时稀有气体价格仍有较大幅度下跌。但我们认为随着公司现场制气在手项目投产，管道气与零售气销量均会明显增长，叠加制造业景气度恢复带来气价回升，我们预计 2024-2026 年收入为 85.6/109.7/130.3 亿元，同比+4.5%/+28.2%/+18.7%。
- 毛利率：2024 年稀有气体和大宗气体价格下跌较多，但公司上市早期投产的气体项目固定资产折旧逐渐完成，制造业景气度恢复有望带来气价回升，我们预计 2024-2026 年毛利率为 16.2%/18.0%/19.6%。

空分设备：

- 收入：公司空分设备市场份额较高，行业地位稳固，未来需求有望受益于钢铁产能置换、煤化工转型升级以及海外市场拓展等。根据公司公告，2024 年上半年公司空分设备收入 23.2 亿元，同比增长 19%，目前公司在手订单充足，空分设备累计订货额 30.18 亿元。预计 2024-2026 年收入为 48.1/52.0/54.0 亿元，同比+13.5%/+8.0%/+4.0%。
- 毛利率：公司空分设备业务毛利率可能受大宗商品价格上涨与部分订单定价影响，但长期预计较为平稳。预计 2024-2026 年毛利率为 26.0%/26.0%/26.0%。

石化设备：

- 收入：公司在手订单充足，根据公司公告，2024 年上半年公司石化设备新签合同 23 个，累计合同额 7.63 亿元，创历史新高。预计 2024-2026 年收入为 4.5/4.5/4.5 亿元，同比-7.2%/+0.0%/+0.0%。
- 毛利率：我们预计保持相对平稳，预计 2024-2026 年毛利率为 18.0%/18.0%/18.0%。

工程总包：



- 我们预计该部分业务收入和毛利率保持稳定，预计 2024-2026 年收入为 1.7/1.7/1.7 亿元，同比+90.6%/+0.0%/+0.0%，2024-2026 年毛利率分别为 12.0%/12.0%/12.0%。

其他：

- 我们预计其他业务收入平稳增长，预计 2024-2026 年收入为 3.0/3.0/3.0 亿元，同比-0.8%/+0.0%/+0.0%。我们预计毛利率保持相对平稳，预计 2024-2026 年毛利率为 27.5%/27.5%/27.5%。

期间费用率：公司整体经营效率较高，费用率控制得当，2024 年进一步加大费用管控力度，费用率进一步下降，且新项目达产初期的高费用率会被成熟项目的规模效应抵消。我们预计 2024-2026 年销售费用率为 1.4%/1.4%/1.4%，管理费用率为 5.0%/5.0%/5.0%、研发费用率为 3.4%/3.4%/3.4%。

图表28：公司盈利预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总计						
营业收入	11,877.8	12,803.2	13,309.0	14,292.5	17,089.6	19,352.1
YOY	18.5%	7.8%	4.0%	7.4%	19.6%	13.2%
毛利率	24.6%	25.5%	22.9%	19.7%	20.5%	21.4%
气体销售						
营业收入	6,615.8	8,007.6	8,194.0	8,561.7	10,973.9	13,028.5
YOY	22.1%	21.0%	2.3%	4.5%	28.2%	18.7%
毛利率	26.2%	25.3%	18.8%	16.2%	18.0%	19.6%
空分设备						
营业收入	4,314.7	4,011.3	4,238.7	4,810.9	5,195.7	5,403.6
YOY	5.5%	-7.0%	5.7%	13.5%	8.0%	4.0%
毛利率	24.0%	26.8%	31.5%	26.0%	26.0%	26.0%
石化设备						
营业收入	512.8	446.4	484.7	450.0	450.0	450.0
YOY	150.6%	-12.9%	8.6%	-7.2%	0.0%	0.0%
毛利率	17.1%	20.2%	15.7%	18.0%	18.0%	18.0%
工程总包						
营业收入	212.1	131.0	89.2	170.0	170.0	170.0
YOY	121.0%	-38.2%	-31.9%	90.6%	0.0%	0.0%
毛利率	12.2%	14.8%	10.2%	12.0%	12.0%	12.0%
其他						
营业收入	222.5	206.8	302.5	300.0	300.0	300.0
YOY	5.8%	-7.0%	46.2%	-0.8%	0.0%	0.0%
毛利率	20.3%	26.8%	30.3%	27.5%	27.5%	27.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

我们选取陕鼓动力、侨源股份、广钢气体与金宏气体作为可比公司，可比公司 2024 年 PE 估值为 29.9x。考虑到公司作为大型国有企业，在手项目充足，气体业务拓展稳健，我们给予公司 2025 年 25xPE 的估值，目标价 31.68 元，首次覆盖，给予“买入”评级。



图表29：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS（元）					PE		
			22A	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
601369.SH	陕鼓动力	9.03	0.56	0.59	0.63	0.71	0.81	14.45	12.67	11.12
301286.SZ	侨源股份	30.85	0.29	0.51	0.79	1.12	1.47	38.94	27.49	20.99
688548.SH	广钢气体	9.36	0.24	0.24	0.25	0.34	0.44	38.06	27.49	21.23
688106.SH	金宏气体	19.20	0.47	0.65	0.68	0.85	1.08	28.14	22.41	17.62
平均值								29.90	22.51	17.74
002430.SZ	杭氧股份	26.50	1.23	1.24	0.98	1.27	1.58	27.17	20.91	16.80

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价为11月5日收盘价，可比公司EPS使用iFind一致预期）

6、风险提示

宏观经济波动：工业气体需求与宏观经济息息相关，如果宏观经济不景气，会影响工业气体的价格和销量，从而对公司业绩产生影响。

原材料价格波动：公司设备原材料含有铝、不锈钢等金属制品，因此生产成本与大宗商品价格有关。如果大宗商品涨价，公司原材料成本将会提高，从而影响毛利率。

项目进展不及预期：公司在手现场制气项目虽然已经签署相关供气协议，但项目开工完工时间仍然会受到下游行业景气度、客户自身经营状况等外部因素影响。如果项目达产推迟，将会影响公司投资项目的内部收益率。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	11,878	12,803	13,309	14,293	17,090	19,352	货币资金	1,566	3,292	3,346	1,839	2,161	2,412	
增长率	7.8%	4.0%	7.4%	19.6%	19.6%	13.2%	应收款项	2,971	2,533	2,885	3,006	3,594	4,070	
主营业务成本	-8,951	-9,540	-10,260	-11,474	-13,579	-15,203	存货	2,432	2,071	2,496	2,609	3,088	3,457	
%销售收入	75.4%	74.5%	77.1%	80.3%	79.5%	78.6%	其他流动资产	2,259	2,672	2,638	2,836	3,298	3,664	
毛利	2,927	3,263	3,049	2,819	3,511	4,149	流动资产	9,228	10,568	11,365	10,290	12,141	13,603	
%销售收入	24.6%	25.5%	22.9%	19.7%	20.5%	21.4%	%总资产	57.5%	54.9%	50.2%	43.4%	45.2%	47.1%	
营业税金及附加	-76	-91	-83	-100	-120	-135	长期投资	274	287	246	248	250	252	
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	5,800	7,596	9,704	11,766	13,012	13,499	
销售费用	-131	-146	-188	-200	-239	-271	%总资产	36.1%	39.5%	42.9%	49.7%	48.5%	46.8%	
%销售收入	1.1%	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	无形资产	436	373	781	843	902	960	
管理费用	-671	-752	-797	-715	-854	-968	非流动资产	6,819	8,670	11,255	13,400	14,708	15,255	
%销售收入	5.6%	5.9%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	42.5%	45.1%	49.8%	56.6%	54.8%	52.9%	
研发费用	-352	-463	-453	-486	-581	-658	资产总计	16,047	19,238	22,620	23,690	26,849	28,859	
%销售收入	3.0%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	短期借款	640	1,022	2,473	2,760	3,903	3,858	
息税前利润 (EBIT)	1,697	1,811	1,528	1,318	1,716	2,117	应付款项	1,773	2,274	2,318	2,498	2,957	3,311	
%销售收入	14.3%	14.1%	11.5%	9.2%	10.0%	10.9%	其他流动负债	3,587	3,097	3,671	3,652	4,297	4,826	
财务费用	-104	-80	-103	-143	-186	-209	流动负债	6,000	6,392	8,462	8,910	11,157	11,996	
%销售收入	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	长期贷款	1,851	2,539	2,713	2,713	2,713	2,713	
资产减值损失	-78	-196	32	-80	-80	-80	其他长期负债	341	1,348	1,363	1,405	1,402	1,399	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	8,192	10,279	12,539	13,029	15,272	16,108	
投资收益	30	28	31	40	40	40	普通股股东权益	7,324	8,192	8,897	9,396	10,233	11,326	
%税前利润	1.9%	1.7%	1.9%	3.1%	2.4%	2.0%	其中：股本	965	985	984	984	984	984	
营业利润	1,597	1,632	1,639	1,272	1,626	2,003	未分配利润	4,121	4,640	4,872	5,388	6,143	7,154	
营业利润率	13.4%	12.7%	12.3%	8.9%	9.5%	10.4%	少数股东权益	532	768	1,184	1,264	1,344	1,424	
营业外收支	-4	18	4	12	12	12	负债股东权益合计	16,047	19,238	22,620	23,690	26,849	28,859	
税前利润	1,593	1,650	1,644	1,284	1,638	2,015	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	13.4%	12.9%	12.4%	9.0%	9.6%	10.4%	每股指标							
所得税	-318	-366	-369	-244	-311	-383	每股收益	1.238	1.229	1.235	0.975	1.267	1.578	
所得税率	20.0%	22.2%	22.4%	19.0%	19.0%	19.0%	每股净资产	7.592	8.320	9.039	9.550	10.401	11.511	
净利润	1,274	1,284	1,275	1,040	1,327	1,632	每股经营现金净流	1.308	1.459	2.503	1.993	2.455	3.158	
少数股东损益	80	73	59	80	80	80	每股股利	0.600	0.800	0.800	0.450	0.500	0.550	
归属于母公司的净利润	1,194	1,210	1,216	960	1,247	1,552	回报率							
净利率	10.1%	9.5%	9.1%	6.7%	7.3%	8.0%	净资产收益率	16.30%	14.77%	13.67%	10.21%	12.18%	13.71%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.44%	6.29%	5.38%	4.05%	4.64%	5.38%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	13.12%	10.39%	7.25%	6.20%	7.21%	8.40%	
净利润	1,274	1,284	1,275	1,040	1,327	1,632	增长率							
少数股东损益	80	73	59	80	80	80	主营业务收入增长率	18.53%	7.79%	3.95%	7.39%	19.57%	13.24%	
非现金支出	725	928	864	1,039	1,357	1,618	EBIT增长率	30.33%	6.72%	-15.61%	-13.74%	30.19%	23.32%	
非经营收益	19	49	101	106	158	186	净利润增长率	41.60%	1.37%	0.48%	-21.08%	29.92%	24.50%	
营运资金变动	-757	-824	224	-223	-425	-327	总资产增长率	11.17%	19.89%	17.58%	4.73%	13.34%	7.48%	
经营活动现金净流	1,262	1,437	2,463	1,961	2,417	3,109	资产管理能力							
资本开支	-1,050	-1,958	-2,873	-3,063	-2,562	-2,062	应收账款周转天数	41.9	43.5	43.7	44.0	44.0	44.0	
投资	-71	0	-41	0	0	0	存货周转天数	89.8	86.2	81.3	83.0	83.0	83.0	
其他	8	-748	-285	40	40	40	应付账款周转天数	55.2	54.4	56.8	56.0	56.0	56.0	
投资活动现金净流	-1,113	-2,705	-3,198	-3,023	-2,522	-2,022	固定资产周转天数	161.8	188.4	182.6	222.7	212.8	197.1	
股权募资	0	786	113	-100	0	0	偿债能力							
债权募资	296	1,067	1,574	288	1,143	-45	净负债/股东权益	11.78%	14.63%	28.94%	44.20%	47.79%	41.07%	
其他	-391	393	-1,153	-625	-708	-785	EBIT利息保障倍数	16.3	22.6	14.9	9.2	9.2	10.1	
筹资活动现金净流	-95	2,246	534	-437	434	-830	资产负债率	51.05%	53.43%	55.43%	55.00%	56.88%	55.82%	
现金净流量	43	1,001	-195	-1,498	329	257								

来源：公司年报，国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	10	16	24	27
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.06	1.04	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。