



杭氧股份 (002430.SZ)

买入 (维持评级)

5 公司点评
证券研究报告

拟发行可转债，推进在手项目投产

事件

3月3日，公司发布公告，拟发行不超过16.3亿元可转债，其中4.6亿用于子公司山东杭氧实施的新旧动能转换105000Nm³/h空分扩建项目，2.8亿用于子公司开封杭氧实施的河南晋开化工投资控股集团有限责任公司老厂区搬迁转型升级新材料项目（一期）一空分子项目，4.5亿用于子公司泽州杭氧配套山西晋钢智造科技实业有限公司铸造科技产业园产能减量置换升级改造80000Nm³/h空分建设项目，剩余4.4亿用于补充流动资金。

经营分析

公司近两年大量投建气体项目，资本开支较大，此次发行可转债有望助力公司在手项目顺利投产。根据公司公告，21年/22年/23年/24年前三季度，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为10.9/20.2/30.8/17.4亿元，24年三季度末公司账面现金/账面银行借款分别为29.7/34.3亿元，资产负债率达57.6%。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，大量气体项目投建带来较大资本开支，本次发行可转债有望在一定程度上改善公司资产结构，缓解资金压力，助力公司在手项目投产。公司持续签约现场制气合同，在手气体项目充足。根据公司公告，2024年全年公司新签兰花科创田悦化肥、晋钢智造、方大特钢、山东联泓化学、青岛物元电子大宗气等项目，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。

零售气价格开启季节性上涨，看好制造业需求与顺周期基本面复苏。根据卓创资讯工业气体，2月27日液氧/液氮/液氩吨价分别为383/403/463元，相比2月6日的近期最低点分别上涨17.1%/11.9%/10.2%。根据Wind，2月中国制造业PMI为50.2%，处于荣枯线之上，各地积极复工复产，看好制造业需求与顺周期基本面复苏。

盈利预测、估值与评级

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%，对应当前PE为21/16/13x，维持“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

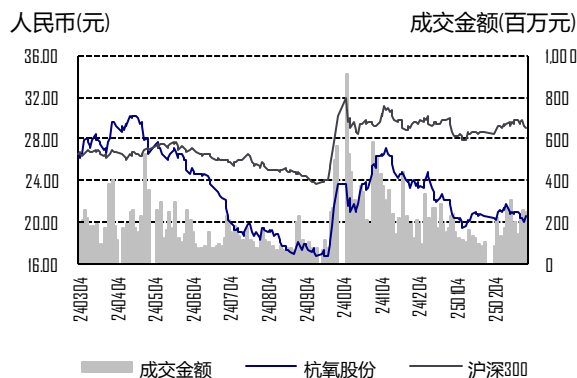
联系人：李子安

lizian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：20.50元

相关报告：

- 1.《杭氧股份公司点评：并表杭州新世纪，加码下游应用场景》，2025.1.15
- 2.《杭氧股份深度研究：志在多元化发展的中国气体巨头》，2024.11.6
- 3.《杭氧股份信息速递》，2024.6.21



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	17,074	19,330
营业收入增长率	7.79%	3.95%	7.39%	19.46%	13.22%
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%	24.44%
摊薄每股收益(元)	1.229	1.235	0.975	1.267	1.577
每股经营性现金流净额	1.46	2.50	1.99	2.45	3.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.77%	13.67%	10.21%	12.18%	13.70%
P/E	32.02	23.64	21.02	16.18	13.00
P/B	4.73	3.23	2.15	1.97	1.78

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	11,878	12,803	13,309	14,293	17,074	19,330
增长率		7.8%	4.0%	7.4%	19.5%	13.2%
主营业务成本	-8,951	-9,540	-10,260	-11,474	-13,579	-15,203
%销售收入	75.4%	74.5%	77.1%	80.3%	79.5%	78.7%
毛利	2,927	3,263	3,049	2,819	3,495	4,127
%销售收入	24.6%	25.5%	22.9%	19.7%	20.5%	21.3%
营业税金及附加	-76	-91	-83	-100	-120	-135
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-131	-146	-188	-200	-239	-271
%销售收入	1.1%	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-671	-752	-797	-715	-854	-967
%销售收入	5.6%	5.9%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-352	-463	-453	-486	-581	-657
%销售收入	3.0%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	1,697	1,811	1,528	1,318	1,702	2,097
%销售收入	14.3%	14.1%	11.5%	9.2%	10.0%	10.8%
财务费用	-104	-80	-103	-143	-172	-191
%销售收入	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-78	-196	32	-80	-80	-80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	30	28	31	40	40	40
%税前利润	1.9%	1.7%	1.9%	3.1%	2.4%	2.0%
营业利润	1,597	1,632	1,639	1,272	1,626	2,002
营业利润率	13.4%	12.7%	12.3%	8.9%	9.5%	10.4%
营业外收支	-4	18	4	12	12	12
税前利润	1,593	1,650	1,644	1,284	1,638	2,014
利润率	13.4%	12.9%	12.4%	9.0%	9.6%	10.4%
所得税	-318	-366	-369	-244	-311	-383
所得税率	20.0%	22.2%	22.4%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	1,274	1,284	1,275	1,040	1,327	1,632
少数股东损益	80	73	59	80	80	80
归属于母公司的净利润	1,194	1,210	1,216	960	1,247	1,552
净利率	10.1%	9.5%	9.1%	6.7%	7.3%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,274	1,284	1,275	1,040	1,327	1,632
少数股东损益	80	73	59	80	80	80
非现金支出	725	928	864	1,039	1,357	1,618
非经营收益	19	49	101	106	150	178
营运资金变动	-757	-824	224	-223	-424	-327
经营活动现金净流	1,262	1,437	2,463	1,961	2,409	3,101
资本开支	-1,050	-1,958	-2,873	-3,063	-2,562	-2,062
投资	-71	0	-41	0	0	0
其他	8	-748	-285	40	40	40
投资活动现金净流	-1,113	-2,705	-3,198	-3,023	-2,522	-2,022
股权募资	0	786	113	-100	0	0
债权募资	296	1,067	1,574	288	1,861	39
其他	-391	393	-1,153	-625	-700	-778
筹资活动现金净流	-95	2,246	534	-437	1,162	-739
现金净流量	43	1,001	-195	-1,498	1,049	340

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,566	3,292	3,346	1,839	2,882	3,216
应收款项	2,971	2,533	2,885	3,006	3,590	4,065
存货	2,432	2,071	2,496	2,609	3,088	3,457
其他流动资产	2,259	2,672	2,638	2,836	3,297	3,662
流动资产	9,228	10,568	11,365	10,290	12,856	14,400
%总资产	57.5%	54.9%	50.2%	43.4%	46.6%	48.6%
长期投资	274	287	246	248	250	252
固定资产	5,800	7,596	9,704	11,766	13,012	13,499
%总资产	36.1%	39.5%	42.9%	49.7%	47.2%	45.5%
无形资产	436	373	781	843	902	960
非流动资产	6,819	8,670	11,255	13,400	14,708	15,255
%总资产	42.5%	45.1%	49.8%	56.6%	53.4%	51.4%
资产总计	16,047	19,238	22,620	23,690	27,565	29,656
短期借款	640	1,022	2,473	2,760	2,992	3,031
应付款项	1,773	2,274	2,318	2,498	2,957	3,311
其他流动负债	3,587	3,097	3,671	3,652	4,294	4,822
流动负债	6,000	6,392	8,462	8,910	10,242	11,163
长期贷款	1,851	2,539	2,713	2,713	2,713	2,713
其他长期负债	341	1,348	1,363	1,405	3,032	3,029
负债	8,192	10,279	12,539	13,029	15,987	16,906
普通股股东权益	7,324	8,192	8,897	9,396	10,233	11,325
其中：股本	965	985	984	984	984	984
未分配利润	4,121	4,640	4,872	5,388	6,143	7,153
少数股东权益	532	768	1,184	1,264	1,344	1,424
负债股东权益合计	16,047	19,238	22,620	23,690	27,565	29,656

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.238	1.229	1.235	0.975	1.267	1.577
每股净资产	7.592	8.320	9.039	9.550	10.401	11.511
每股经营现金净流	1.308	1.459	2.503	1.993	2.448	3.151
每股股利	0.600	0.800	0.800	0.450	0.500	0.550
回报率						
净资产收益率	16.30%	14.77%	13.67%	10.21%	12.18%	13.70%
总资产收益率	7.44%	6.29%	5.38%	4.05%	4.52%	5.23%
投入资本收益率	13.12%	10.39%	7.25%	6.20%	6.89%	8.01%
增长率						
主营业务收入增长率	18.53%	7.79%	3.95%	7.39%	19.46%	13.22%
EBIT 增长率	30.33%	6.72%	-15.61%	-13.74%	29.12%	23.20%
净利润增长率	41.60%	1.37%	0.48%	-21.08%	29.92%	24.44%
总资产增长率	11.17%	19.89%	17.58%	4.73%	16.36%	7.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.9	43.5	43.7	44.0	44.0	44.0
存货周转天数	89.8	86.2	81.3	83.0	83.0	83.0
应付账款周转天数	55.2	54.4	56.8	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	161.8	188.4	182.6	222.7	213.0	197.4
偿债能力						
净负债/股东权益	11.78%	14.63%	28.94%	44.20%	47.78%	41.07%
EBIT 利息保障倍数	16.3	22.6	14.9	9.2	9.9	11.0
资产负债率	51.05%	53.43%	55.43%	55.00%	58.00%	57.01%

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	0	0	3	7	39
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	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：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。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究