

侨源股份(301286)

报告日期: 2023年01月20日

# 四川医用氧需求近期大幅增长; 实控人近亲属 4 次增持完成

## ——侨源股份点评报告

### 投资要点

#### □ 事件:

- 1、需求激增, 侨源股份全力保障医用氧生产供应。(公司官网)
- 2、据公告, 乔莉娜、乔鑫女士增持计划完成, 分别增持 2 万股、21 万股。

#### □ 公司四川医用氧市场份额领先, 稳定的供应、服务网络确保保供实力

据公司官网 1 月 19 日报道, 近期四川医用氧需求激增(正常年份同期 3-5 倍), 公司是四川最大医用氧供应商之一, 全力以赴保供, 确保医用氧价格稳定, 体现社会担当。

公司已建立品类齐全、品质优异、布局合理、响应高效、生产稳定、配送可靠的气体供应和服务网络, 医用氧产品客户近 900 家, 在四川医用氧市场份额领先。2021 年公司医疗领域收入 0.9 亿元, 收入占比 11%, 系第二大下游应用市场。

#### □ 实控人近亲属近期已实施完成 4 次增持, 充分彰显未来发展信心

乔莉娜女士近日已累计增持 2 万股, 增持计划实施完成。乔鑫女士近日已累计增持 21 万股, 增持计划已实施完成。此次增持完毕后, 公司实控人及其一致行动人持股直接与间接持股比例合计达 89.83%。

#### □ 公司成长路径: 行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展

1、大行业: 工业气体行业市场空间广阔。根据此前报告我们预计 2022 年中国工业气体市场规模有望接近 2000 亿元, 2024 年有望达到 2199 亿元, 年复合增速 6%-8%。

2、小公司: 公司市占率不足 1%, 还有较大成长空间。我们测算公司 2021 年市场占有率达 0.46%, 预测 2024 年市占率将有望达到 0.77%。

3、公司未来将不断丰富产品品类, 拓展高纯空分气体及其他特气市场。

#### □ 公司深耕四川, 四川水电、锂矿优势明显, 新能源企业云集, 客户质地优良

公司未来增长点: 四川三大产业园——甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园, 其中配套客户包括宁德时代、通威股份、天合光能、华友钴业、士兰微、四川发展、龙蟒集团等国内龙头企业。

#### □ 产能有望大幅增长: 三个工业园区新建项目、两个技改项目、一个基地产量爬坡

公司现有生产基地三个: 汶川基地、福州基地、都江堰基地(备用), 2021 年液态气体产能合计约 76 万吨(不含备用产能 10 万吨)、管道气产能 5 亿立方米。

我们预计伴随甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园三个工业园区新建供气项目投产; 两个汶川基地的 IPO 募投技改项目投产以及一个福州基地的产能利用率增加, 公司产能有望大幅提升。预计设计满产产能液态工业气体达 196 万吨(较 2021 年增长 158%, 较 2022 年增长 144%), 管道工业气体产能达 15.33 亿立方米(较 2021 年增长 207%, 较 2022 年增长 70%)。

#### □ 盈利预测及估值

预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别 1.5/3.0/5.0 亿元, 三年复合增速 41%, 对应 PE 分别为 67/34/20 倍。维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

下游行业景气变化风险、新兴市场开发不力风险、大股东持股比例较高。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 张杨

执业证书号: S1230522050001  
zhangyang01@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 25.30
总市值(百万元)	10,122.53
总股本(百万股)	400.10

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《收到成飞书面感谢信, 民营气体龙头展现保供实力——侨源股份点评报告》 2023.01.19
- 2 《四川培育锂电、光伏成世界一流产业; 公司受益新能源大发展——侨源股份点评报告》 2023.01.18
- 3 《侨源股份五问五答——好赛道、高成长——侨源股份更新报告》 2023.01.15

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	833	889	1214	1700
(+/-) (%)	14%	7%	37%	40%
归母净利润	181	151	300	501
(+/-) (%)	-23%	-16%	99%	67%
每股收益(元)	0.45	0.38	0.75	1.25
P/E	56	67	34	20

资料来源：浙商证券研究所

## 1 成长路径：行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展

工业气体行业市场空间广阔，根据此前报告我们预计 2022 年中国工业气体市场规模有望接近 2000 亿元，2024 年有望达到 2199 亿元，年复合增速 6%-8%。且由于我国人均气体消费量与西欧、美国等发达国家或地区相比仅有后者 30%-40%，还有很大的提升空间。

受益于四川省锂电、光伏等新能源产业未来有望爆发，公司相继取得三个工业园区的供气项目，收入增长空间较大，预计未来市占率将有望提升。参考公司招股说明书（2020 年公司市占率为 0.45%），我们测算公司 2021 年市场占有率达 0.46%（2021 年收入为 8.33 亿元），预测 2022 年市占率将达到 0.46%（预计 2022 年公司收入达 8.89 亿元），预测 2024 年市占率将达到 0.77%（预计 2024 年公司收入达 17.00 亿元）。

根据招股说明书，公司将以市场为导向，丰富产品品类，拓展高纯空分气体及其他特气市场。

表1：成长路径：行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展

驱动因素	核心指标	2021 年	2022 年 E	2024 年 E
行业需求增长	中国工业气体市场规模（亿元）	1795	1921	2199
	中国工业气体市场规模增速	10%	6%-8%	6%-8%
	中国人均气体消费量占西欧、美国等发达国家人均气体消费量的比例	30%-40%	30%-40%	40%
市场份额提升	侨源股份市场占有率	0.46%	0.46%	0.77%
产品品类拓展	侨源股份工业气体产品数量	产品数量将逐步增多		

备注：数据依据来自于此前发布的公司深度报告（深度报告名《杭氧股份深度 PPT：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头》2022 年 7 月 8 日）、点评报告（点评报告名《杭氧股份：迈向中国工业气体龙头：国产替代、产品升级、治理改善》2022 年 7 月 8 日）

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

公司深耕四川，四川水电、锂矿优势明显，使得新能源企业云集。公司未来增长点：四川三大产业园——甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园，其中配套客户包括宁德时代、通威股份、天合光能、华友钴业、士兰微、四川发展、龙蟒集团等。

表2：三大工业园供气项目主要客户汇总

工业园区	主要客户			预计投产时间
	光伏行业	锂电行业	半导体行业	
甘眉工业园	通威			2023 年
成阿工业园	通威、通合新能源	巴莫科技、宁德时代	士兰微	2023 年
德阿工业园		鑫锐恒锂电、德阳川发龙蟒		2024 年

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

产能增长，未来三年业绩增长驱动力：

### 1、三个工业园区新建供气项目陆续投产

1) 甘眉工业园：满产后对应 3.5 亿立方米管道气、37.2 万吨液态气体

2) 成阿工业园：满产后对应 2.8 亿立方米管道气、14.9 万吨液态气体

3) 德阿工业园：满产后对应 22.5 万吨液态气体

### 2、两个 IPO 募投技改项目投产，新增 40 万吨液氮产能、1 万吨高纯液氧产能

### 3、一个福州基地的产量持续爬坡，产能利用率增加

表3：成长路径：新建项目、技改项目投产，福州基地产量爬坡

	项目	产能及相对 2022 年的增速（括号内）		
		2022 年 E	2023 年 E	设计满产产能
产能合计（不含备用基地）	液态工业气体（万吨）	<b>80.45</b>	<b>133.49 (66%)</b>	<b>195.96 (144%)</b>
	管道工业气体（亿立方）	<b>9.02</b>	<b>15.33 (70%)</b>	<b>15.33 (70%)</b>
汶川基地（两 IPO 募投技改项目投产后，产能将显著提高）	液氧产能（万吨）	37.47	37.47	37.47
	液氮产能（万吨）	19.17	19.17	19.17
	液氧产能（万吨）	1.56	1.56	1.56
	技改：高纯氧产能（万吨）		<b>1</b>	<b>1</b>
	技改：液氮产能（万吨）			<b>40</b>
福州基地	管道氧气（亿立方）	4.73	4.73	4.73
	管道氮气（亿立方）	4.29	4.29	4.29
	液氧产能（万吨）	13.73	13.73	13.73
	液氮产能（万吨）	5.01	5.01	5.01
	液氮产能（万吨）	3.51	3.51	3.51
甘眉工业园	管道氧气（亿立方）		<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
	管道氮气（亿立方）		<b>3.06</b>	<b>3.06</b>
	液氧产能（万吨）		<b>23.03</b>	<b>23.03</b>
	液氮产能（万吨）		<b>13.03</b>	<b>13.03</b>
	液氮产能（万吨）		<b>1.11</b>	<b>1.11</b>
成阿工业园	管道氧气（亿立方）		<b>0.04</b>	<b>0.04</b>
	管道氮气（亿立方）		<b>2.8</b>	<b>2.8</b>
	液氧产能（万吨）		<b>13.68</b>	<b>13.68</b>
	液氮产能（万吨）		<b>0.52</b>	<b>0.52</b>
	液氮产能（万吨）		<b>0.67</b>	<b>0.67</b>
德阿工业园（一期）	液氧产能（万吨）			<b>14.98</b>
	液氮产能（万吨）			<b>7.49</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

中长期，公司产能将有望从四川、福建等地向陕西、广东等地扩张，从区域性工业气体龙头向全国性工业气体龙头迈进。产品品类方面，公司除氧氮氩之外，还将考虑拓展其他特种气体产品。

## 附录 1: 工业气体板块 2023、2024 年 PE 分别 26、21 倍

表4: 工业气体板块 2022、2023、2024 年 PE 平均估值分别为 36、26、21 倍

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (LF)	摊薄 ROE (2021)
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
Linde	10,840	244	293	337	370	44	37	32	29	3.6	8.7%
液化空气集团	5,001	195	211	221	232	26	24	23	22	3.5	13.1%
空气化工产品	4,543	136	155	171	179	33	29	27	25	4.2	15.5%
杭氧股份	371	11.9	15.7	18.7	23.1	31	24	20	16	4.6	16.3%
凯美特气	94	1.4	2.5	4.1	5.4	68	38	23	17	7.3	12.8%
华特气体	98	1.3	2.2	2.8	3.9	76	45	35	25	6.4	9.4%
<b>侨源股份</b>	<b>101</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>3.0</b>	<b>5.0</b>	<b>56</b>	<b>67</b>	<b>34</b>	<b>20</b>	<b>6.5</b>	<b>22.1%</b>
金宏气体	100	1.7	2.5	3.7	5.0	60	41	27	20	3.6	6.2%
雅克科技	253	3.3	6.4	8.5	11.2	76	40	30	23	4.1	5.6%
昊华科技	414	8.9	10.8	13.3	15.7	46	38	31	26	5.4	12.4%
陕鼓动力	218	8.6	10.2	13.0	16.4	25	22	17	13	2.7	11.4%
盛剑环境	48	1.5	2.1	3.1	4.0	31	22	16	12	3.4	11.0%
正帆科技	103	1.7	2.6	3.9	5.4	61	40	26	19	4.7	9.0%
和远气体	35	0.9	1.1	1.4	1.7	39	32	25	20	3.0	7.9%
<b>平均值</b>						<b>48</b>	<b>36</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>4.5</b>	<b>11.5%</b>

备注 1: 时间截止至 2023 年 1 月 19 日

备注 2: 除杭氧股份、凯美特气、华特气体、侨源股份之外, 其他中国公司盈利预测均采用 wind 一致预期, 其他海外公司盈利预测均采用 Bloomberg 一致预期。

资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

## 附录 2: 近期公司实控人亲属增持股份情况汇总

2022 年 6 月 27 日, 上市公司公告: 公司控股股东、实际控制人配偶之姐张丽霞计划 6 个月内增持 1.5-2 万股, 凸显对公司未来发展的信心及长期投资价值的认可。累计完成 1.88 万股增持, 增持计划已实施完成

2022 年 9 月 28 日, 上市公司公告: 公司控股股东、实际控制人之女、公司副总经理乔莉娜计划增持公司股份, 累计增持数量不低于 36 万股, 彰显对公司内在价值及未来发展前景的信心。累计完成 36 万股增持, 增持计划已实施完成。

2023 年 1 月 4 日, 上市公司公告: 公司控股股东、实际控制人乔志涌先生之近亲属乔鑫女士计划 6 个月内通过集中竞价累计增持公司股份数量不低于 20 万股且不高于 40 万股。累计完成 21 万股增持, 增持计划已实施完成。

2023 年 1 月 17 日, 上市公司公告: 公司控股股东、实际控制人之女、公司副总经理乔莉娜计划增持公司股份, 累计增持数量不低于 1 万股且不高于 2 万股。累计完成 2 万股增持, 增持计划已实施完成。

此次增持完毕后, 公司实控人及其一致行动人持股直接与间接持股比例合计达到 89.83%。

表5: 近期公司实控人亲属增持情况汇总

公告时间	增持人员	计划增持数量	实际增持数量
2022 年 6 月 27 日	控股股东、实控人配偶的姐姐张丽霞	1.5-2 万股	1.88 万股
2022 年 9 月 28 日	控股股东、实控人的女儿、公司副总经理乔莉娜	不低于 36 万股	36 万股
2023 年 1 月 4 日	控股股东、实控人的女儿、公司证券事务代表乔鑫	20-40 万股	21 万股
2023 年 1 月 17 日	控股股东、实控人的女儿、公司副总经理乔莉娜	1-2 万股	2 万股
合计		58.5-80 万股	60.88 万股

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 附录 3: 需求激增, 侨源股份全力保障医用氧生产供应

近来, 四川省各医院和相关医疗机构对于医用氧的需求急速上升, 侨源股份作为西南地区主要的医用氧生产企业, 也是四川地区最大的医用氧供应商之一, 迅速反应, 不分昼夜、不惜成本, 全力以赴保供各大医院的增长需求, 确保医用氧价格稳定, 切实履行社会责任。

图1: 公司是西部地区生产纯度 99.999%高纯液态氧的专业气体生产企业



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

据悉, 近期四川及周边省市地区医用氧的需求量激增, 达到正常年份同期的 3-5 倍, 个别医院需求量增长近 10 倍。侨源股份克服医用氧需求大幅增长带来的重重困难, 公司生产、调度和销售部门迅速成立专项小组, 每天对医用氧客户的需求情况实时跟踪、沟通和协调, 确保医院紧急用量得到满足, 对临时新增用量及时配送。生产部门 24 小时连轴运转, 一直处于满负荷运行状态。销售部门积极协调各方人力和资源, 确保医用氧能及时送达。工程部每天到各个医院对医用氧供气站进行巡检、维保, 确保设备运行良好。调度部全部人员到岗, 对车辆运行进行 24 小时 GPS 监控, 物流公司实行“换人不停车”, 保持 24 小时持续供应。物资采购部紧急采购大量医用气瓶、绝热气瓶和运输槽车以应对激增用量。虽然气瓶和配件价格上涨, 为保障医用氧的稳定供应, 公司医用氧价格仍保持原价, 体现了侨源股份的社会担当。

图2: 侨源股份医用氧产品示意图



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

侨源股份深耕西南 20 多年, 是西南区域最大的空分气体供应商之一。公司拥有液体和瓶装两种医用氧产品, 下游各类大小医用氧客户近 900 家, 在四川医用氧市场份额领先。公司已建立品类齐全、品质优异、布局合理、响应高效、生产稳定、配送可靠的气体供应和服务网络, 在四川、福建拥有多个大型生产基地, 自有运输车辆 90 余台, 配套完善, 保供能力突出。

图3: 公司自有运输车辆 90 余台, 配套完善, 保供能力突出



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

侨源股份表示，公司现有多个生产基地，保供能力突出，应急响应体系可靠、迅速。近一个月，由于各医院需求量激增，公司已经总结出相应完善可靠的保供应急预案。今年春节期间，公司各部门也会“不畏艰辛，勇于坚守”，齐心协力保障春节医用氧的稳定生产和供应。

(根据侨源股份官方网站1月19日报道)

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	361	647	705	893
现金	124	190	177	212
交易性金融资产	47	90	90	90
应收账款	102	177	237	328
其它应收款	10	52	34	56
预付账款	16	21	23	30
存货	40	52	65	78
其他	22	65	80	100
<b>非流动资产</b>	1130	1349	1570	1791
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	511	869	1124	1309
无形资产	29	31	34	35
在建工程	341	169	87	70
其他	249	281	324	378
<b>资产总计</b>	1490	1996	2275	2684
<b>流动负债</b>	294	348	507	685
短期借款	0	0	144	277
应付款项	72	90	108	136
预收账款	1	0	0	0
其他	221	258	255	271
<b>非流动负债</b>	381	177	176	166
长期借款	345	110	110	110
其他	35	67	66	56
<b>负债合计</b>	674	525	683	851
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	816	1472	1592	1833
<b>负债和股东权益</b>	1490	1996	2275	2684

### 现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	121	97	313	469
净利润	181	151	300	501
折旧摊销	82	45	67	84
财务费用	17	21	17	24
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(15)	(89)	(45)	(115)
其它	(143)	(30)	(26)	(25)
<b>投资活动现金流</b>	(213)	(289)	(267)	(283)
资本支出	(306)	(248)	(263)	(281)
长期投资	(6)	4	(1)	(1)
其他	99	(45)	(3)	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	180	258	(59)	(150)
短期借款	(99)	0	144	133
长期借款	345	(235)	0	0
其他	(66)	493	(203)	(283)
<b>现金净增加额</b>	87	67	(13)	35

### 利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	833	889	1214	1700
营业成本	505	600	719	910
营业税金及附加	7	5	7	10
营业费用	26	28	36	51
管理费用	47	49	63	85
研发费用	0	0	0	0
财务费用	17	21	17	24
资产减值损失	16	4	6	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	7	4	5	5
<b>营业利润</b>	222	186	370	617
营业外收支	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	223	186	370	617
所得税	42	35	70	116
<b>净利润</b>	181	151	300	501
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	181	151	300	501
EBITDA	324	252	453	724
EPS (最新摊薄)	0.45	0.38	0.75	1.25

### 主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.56%	6.73%	36.59%	40.07%
营业利润	-23.24%	-16.27%	99.03%	66.83%
归属母公司净利润	-22.86%	-16.44%	99.03%	66.83%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.30%	32.47%	40.78%	46.48%
净利率	21.68%	16.98%	24.74%	29.46%
ROE	24.86%	13.19%	19.60%	29.25%
ROIC	14.52%	9.31%	15.21%	21.42%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.26%	26.28%	30.03%	31.71%
净负债比率	74.34%	50.77%	60.03%	63.84%
流动比率	1.23	1.86	1.39	1.30
速动比率	1.09	1.71	1.26	1.19
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.68	0.51	0.57	0.69
应收账款周转率	8.59	6.40	5.77	5.83
应付账款周转率	9.56	7.43	7.27	7.45
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.45	0.38	0.75	1.25
每股经营现金	0.30	0.24	0.78	1.17
每股净资产	2.27	3.68	3.98	4.58
<b>估值比率</b>				
P/E	56.22	67.10	33.71	20.21
P/B	11.17	6.88	6.36	5.52
EV/EBITDA	1.12	40.41	22.79	14.38

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>