

杭氧股份(002430)

报告日期: 2023年06月06日

首个境外气体运营项目落地印尼，工业气体龙头出海提速

——杭氧股份点评报告

投资要点

□ 事件:

1、公司公告: 投资 PT.KARUNIA PERMAI SENTOSA 25000Nm³/h 空分供气项目暨设立印尼杭氧气体有限公司。

2、公司公告: 投资达州钢铁 2 套 40000Nm³/h 空分供气项目暨设立达州杭氧气体有限公司。

□ 受益“一带一路”，公司首个境外气体投资项目落地印尼

公司拟与宁波力勤资源控股子公司 KPS、杰瑞国际合作，共同出资在印尼设立合资气体公司（公司持股 51%）。气体公司将建设、运营一套 25000Nm³/h 空分装置，为 KPS 位于印尼奥比岛的不锈钢项目进行 BOO 供气，供气期限 15 年。

受益于“一带一路”倡议，该项目是公司首个境外投资气体项目，有助于拓宽下游市场范围、积累海外投资经验、增强公司在海外市场的竞争力和影响力。

□ 2023 年新增气体投资项目数量、规模维持较高水平，已接近 2022 年全年

2023 年，公司已公告的气体投资项目为 6 个，制氧量 37 万方，接近去年全年（2022 年公告气体投资项目 6 个，制氧量为 39 万方）。近期公司又公告拟设立全资子公司达州杭氧，为达州钢铁配套气体，总规模为 2 套 4 万方空分。

□ 控股股东杭州资本拟并购盈德气体，并承诺交易完成后推动与上市公司重组气体动力科技（主要资产是盈德气体），是中国最大的独立工业气体供应商。

2020 年，气体动力科技（含宝钢气体）营业收入为 194 亿元，独立第三方供气市场的市占率为 22.3%，净利润为 23 亿元。公司营业收入中 80% 来自于空分气体，绝大部分来自于现场供气。公司盈利能力较强，2020 年 ROE 为 20%，毛利率 28%，净利率为 13.2%。

据公告，本次交易完成后，杭州资本持有买方 SPV30% 股权，系买方 SPV 第一大股东（非控股股东）。待卖方完成内部重组后，目标公司将主要从事现场制气、零售气体、特种气体、清洁能源产品的制售业务，与杭氧股份主业属于同业。

杭州资本承诺：杭州资本将在本次交易完成后的 36 个月内，推动上市公司与买方 SPV 签署资产重组协议，并由上市公司披露交易预案。

若上市公司与买方 SPV 进行资产重组，上市公司将实现对同行业优质资产的重组整合，有利于上市公司发挥协同效应、扩大生产规模、提高资产质量、优化财务状况、增强市场竞争力。

看好杭氧股份逐步迈向“中国的林德”。德国林德：全球工业气体龙头，近期市值创历史新高，超 1.2 万亿元人民币市值。

□ 杭氧股份：迈向中国工业气体龙头！国产替代，打造全产业链优势

近年来公司管道气业务加速，存量运营市场份额为 10%，新签气体运营市场的份额 40-50%。预计 2025 年底公司运营气体规模超 300 万方，2022-2025 年气体业务收入的复合增速达 23%，2025 年公司气体业务收入占比超过 75%。

□ 重要人事变动：公司新选任董事长，管理团队持续年轻化、发展有望加速

□ 2022 年股权激励计划完成授予，预计 2023-2024 年净利润稳定增长

股权激励分三年期解禁，分别为相应授予的限制性股票完成登记之日起 24、36、48 个月，解锁比例分别 40%、30%、30%。股权激励业绩（指扣非归母净利润）解锁条件：以 2018-2020 年扣非归母净利润均值为基数（即 6.88 亿元），2022-2024 年增速不低于 60%、66%、73%，即 11.01、11.43、11.91 亿元。

□ 成长路径：需求增长+市占率提升+盈利能力提升，远期盈利空间超数倍

投资评级：买入(维持)

分析师：王华君

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

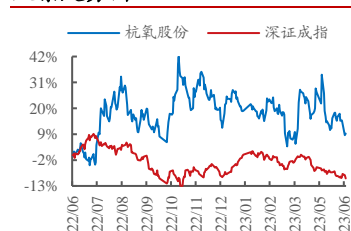
分析师：张杨

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

基本数据

收盘价	¥ 34.00
总市值(百万元)	33,474.49
总股本(百万股)	984.54

股票走势图



相关报告

- 《受益“一带一路”，空分设备龙头加快出海步伐》
2023.05.31
- 《杭氧股份：逐步迈向“中国的林德”》
2023.05.05
- 《气体投资项目再落一子，预计全年气体运营新签订单饱满》
2023.04.26

(1) 行业需求持续增长: 1) 工业气体市场总需求近 2000 亿元, 其中第三方外包市场快速增长, 预计外包比例将从 2021 年的 41% 提升至 2025 年的 45%。2) 2021 年中国工业气体市场规模同比增长 10%, 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 30-40%。预计到 2025 年中国工业气体市场规模复合增速 6-8%。(以上数据来源: 请参考此前发布的公司深度报告《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)

(2) 公司市占率提升: 国产替代趋势下, 2021 年公司在第三方供气市场的存量份额为 9%, 增量份额为 45%, 预计 2025 年公司第三方市场的份额有望提升 1 倍; **预计远期公司在第三方存量市场的份额将是 2021 年的 3-4 倍 (30-40% 市占率)。**

(3) 公司产品结构升级, 盈利能力持续提升: 1) 气体业务收入占比持续提升, 而气体业务的成长性、盈利能力均高于设备业务。2) 气体业务中零售业务的收入占比持续提升, 零售气盈利能力高于管道气。3) 零售气体业务中的电子特气业务收入占比将持续提升, 电子特气业务的盈利能力远高于普通工业气体零售业务。

□ 盈利预测及投资建议

公司是国内空分设备及工业气体的龙头企业, 技术研发优势、设备-EPC-气体运营全产业链优势、品牌优势、体系和管理优势构成公司的核心竞争力。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 13.4、16.0、19.6 亿元, 同比增速分别为 11%、20%、22%, 三年复合增速 17%, 对应 PE 分别为 25、21、17 倍。维持“买入”评级。

□ 风险提示

控股股东交易不确定性风险, 行业竞争风险及市场风险, 气体价格波动风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12803	13633	15658	18890
(+/-) (%)	8%	6%	15%	21%
归母净利润	1210	1338	1602	1958
(+/-) (%)	1%	11%	20%	22%
每股收益(元)	1.23	1.36	1.63	1.99
P/E	28	25	21	17

资料来源: 浙商证券研究所

1 成长路径：行业需求、公司份额、盈利能力三提升

表1：成长路径：需求增长（自然需求+第三方外包比例提升）、份额提升、盈利提升（气体、零售气体、电子特气占比提升）等

驱动因素	指标类型	核心指标	2021年	2022年E	2025年E
行业需求增长	工业气体市场总需求	中国工业气体市场规模（亿元）	1795	1921	2352
		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%
	第三方外包市场比例	中国第三方外包市场比例	41%	42%	45%
		海外第三方外包市场比例	80%	80%	80%
市场份额提升	杭氧股份市场份额	杭氧股份第三方存量市场占有率	9%	11%	17%
		杭氧股份第三方增量市场占有率	45%	40%-50%	40%-50%
盈利能力提升	气体业务收入占比	公司空分设备收入占比	36%	32%	20%
		公司气体收入占比	56%	61%	74%
	零售气业务收入（扣除电子特气收入）占工业气体总收入的占比情况	预计公司零售气收入占比	25%	23%	26%
		海外零售气收入占比	75%	75%	75%
	电子特气收入占比	公司电子特气收入占比	2%	12%	趋势会提升

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，浙商证券研究所

核心逻辑：

1) 迈向中国工业气体龙头：国产替代，基于空分设备打造全产业链优势。近年来公司管道气业务加速，存量运营市场份额为10%，新签气体运营市场的份额近50%。预计2025年底公司运营气体规模超300万方，2022-2025年气体业务收入的复合增速达23%，2025年公司气体业务收入占比超过70%。

2) 产品结构升级：电子特气等高附加值业务打造公司第二成长曲线。电子大宗气是电子气业务的基础，国产替代空间广阔。在特气市场，公司以稀有气体作为切入点，产能有望超预期释放。长远看，公司定位于综合气体解决方案供应商，产品矩阵将不断完善，电子特气、零售气体等高附加值业务将打造第二成长曲线。

3) 公司治理改善：股权激励授予完成，杭州优质国企焕发活力。

成长路径：需求增长+市占率提升+盈利能力提升，远期盈利空间超数倍

1) 行业需求持续增长：（1）工业气体市场总需求近2000亿元，其中第三方外包市场快速增长，预计外包比例将从2021年的41%提升至2025年的45%。（2）2021年中国工业气体市场规模同比增长10%，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30-40%。预计到2025年中国工业气体市场规模复合增速6-8%。（以上数据来源：请参考此前发布的公司深度报告《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）

2) 公司市占率提升: 国产替代趋势下, 2021 年公司在第三方供气市场的存量份额为 9%, 增量份额为 45%, 预计 2025 年公司第三方市场的份额有望提升 1 倍; 预计远期公司在第三方存量市场的份额将是 2021 年的 3-4 倍 (30-40%市占率)。

3) 公司产品结构升级, 盈利能力持续提升: (1) 气体业务收入占比持续提升, 而气体业务的成长性、盈利能力均高于设备业务。(2) 气体业务中零售业务的收入占比持续提升, 零售气盈利能力高于管道气。(3) 零售气体业务中的电子特气业务收入占比将持续提升, 电子特气业务的盈利能力远高于普通工业气体零售业务。

2 附录：工业气体 2023、2024 年 PE 估值分别为 33、26 倍

表2：工业气体板块 2023、2024 年 PE 平均估值分别为 33、26 倍

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (LF)	摊薄 ROE (2022)
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
Linde	12,612	289	332	365	402	44	38	35	31	4.5	10.4%
液化空气集团	6,286	205	225	248	273	31	28	25	23	3.6	11.6%
空气化工产品	4,406	155	171	188	207	28	26	23	21	4.7	17.2%
杭氧股份	335	12.1	13.4	16.0	19.6	28	25	21	17	4.5	14.8%
侨源股份	112	1.2	2.8	4.6	6.7	96	40	25	17	6.3	7.5%
陕鼓动力	148	9.7	10.3	12.1	14.4	15	14	12	10	2.3	11.9%
凯美特气	74	1.7	2.9	3.9	5.2	45	26	19	14	7.1	13.4%
华特气体	101	2.1	2.6	3.4	4.5	49	39	29	23	6.5	13.4%
中船特气	231	3.8	4.5	5.6	6.9	60	51	41	34	5.1	16.7%
昊华科技	332	11.6	12.8	15.5	18.7	29	26	21	18	5.4	14.2%
雅克科技	321	5.2	8.5	11.2	14.7	61	38	29	22	4.1	8.1%
南大光电	189	1.9	2.5	3.0	3.8	101	76	63	50	9.1	8.8%
金宏气体	122	2.3	3.2	4.0	4.8	53	39	30	25	3.8	8.1%
正帆科技	104	2.6	3.9	5.5	7.1	40	27	19	15	4.7	10.7%
中泰股份	53	2.8	3.7	4.8	5.7	19	14	11	9	2.2	9.9%
盛剑环境	48	1.3	2.1	2.9	3.8	37	23	16	13	3.3	9.1%
和远气体	41	0.8	/	/	/	54	/	/	/	2.9	6.2%
平均值						46	33	26	21	4.7	11.3%

备注 1：时间截止至 2023 年 6 月 6 日收盘

备注 2：除杭氧股份、凯美特气、华特气体、侨源股份、陕鼓动力之外，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

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10568	11829	13418	15573
现金	3292	3457	3802	4183
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2308	3127	3694	4461
其它应收款	35	39	40	51
预付账款	1251	1034	1183	1422
存货	2071	2482	2839	3412
其他	1610	1690	1859	2045
非流动资产	8670	9086	9380	9632
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	190	190	190	190
固定资产	6607	6928	7212	7457
无形资产	370	369	360	347
在建工程	987	1029	1064	1091
其他	517	570	554	547
资产总计	19238	20915	22798	25205
流动负债	6392	7110	8124	9439
短期借款	320	864	1222	1497
应付款项	1635	1913	2189	2630
预收账款	0	0	0	0
其他	4437	4332	4713	5312
非流动负债	3887	3902	3904	3898
长期借款	2539	2539	2539	2539
其他	1348	1363	1364	1358
负债合计	10279	11012	12027	13337
少数股东权益	768	853	955	1080
归属母公司股东权益	8192	9050	9815	10789
负债和股东权益	19238	20915	22798	25205

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1437	1101	1918	2087
净利润	1284	1423	1705	2083
折旧摊销	721	457	503	549
财务费用	80	252	260	264
投资损失	(28)	(38)	(42)	(45)
营运资金变动	8	(474)	(41)	(139)
其它	(627)	(519)	(466)	(625)
投资活动现金流	(2705)	(835)	(755)	(756)
资本支出	(1796)	(799)	(800)	(800)
长期投资	(13)	(9)	5	(0)
其他	(897)	(27)	40	44
筹资活动现金流	2246	(102)	(817)	(951)
短期借款	320	544	358	275
长期借款	688	0	0	0
其他	1238	(646)	(1175)	(1225)
现金净增加额	978	165	346	380

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12803	13633	15658	18890
营业成本	9540	10343	11831	14216
营业税金及附加	91	89	102	113
营业费用	146	154	175	210
管理费用	752	777	885	1058
研发费用	463	477	540	642
财务费用	80	252	260	264
资产减值损失	196	(68)	(70)	0
公允价值变动损益	0	32	47	50
投资净收益	28	38	42	45
其他经营收益	69	56	59	61
营业利润	1632	1736	2083	2543
营业外收支	18	11	8	12
利润总额	1650	1746	2092	2556
所得税	366	323	387	473
净利润	1284	1423	1705	2083
少数股东损益	73	85	102	125
归属母公司净利润	1210	1338	1602	1958
EBITDA	2490	2447	2846	3370
EPS (最新摊薄)	1.23	1.36	1.63	1.99

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	7.79%	6.48%	14.85%	20.65%
营业利润	2.22%	6.34%	20.03%	22.08%
归属母公司净利润	1.37%	10.55%	19.76%	22.19%
获利能力				
毛利率	25.49%	24.13%	24.44%	24.75%
净利率	10.03%	10.44%	10.89%	11.03%
ROE	14.40%	14.19%	15.50%	17.30%
ROIC	11.68%	12.23%	13.34%	14.74%
偿债能力				
资产负债率	53.43%	52.65%	52.76%	52.91%
净负债比率	34.64%	38.07%	37.18%	35.76%
流动比率	1.65	1.66	1.65	1.65
速动比率	1.33	1.31	1.30	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.68	0.72	0.79
应收账款周转率	8.40	8.58	8.76	8.96
应付账款周转率	6.71	6.66	6.67	6.82
每股指标(元)				
每股收益	1.23	1.36	1.63	1.99
每股经营现金	1.46	1.12	1.95	2.12
每股净资产	8.32	9.19	9.97	10.96
估值比率				
P/E	27.66	25.02	20.89	17.10
P/B	4.09	3.70	3.41	3.10
EV/EBITDA	16.00	14.34	12.34	10.44

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>