

金宏气体 (688106.SH)

超纯氨价格短期承压，现场制气业务实现突破

优于大市

核心观点

工业大宗气体零售业务横向跨区域发展，电子特气纵向拓展产品矩阵。公司作为国内民营综合气体公司，在工业大宗气体零售业务方面立足苏州，通过跨区整合并购方式逐步发展。电子特气板块，优势产品超纯氨、高纯氧化亚氮等产品已批量供应至中芯国际、海力士等知名半导体客户。新品方面，电子级正硅酸乙酯、高纯二氧化碳已陆续通过长鑫存储、联芯集成、苏州和舰客户认证，实现批量供应；在建新品全氟丁二烯等7款产品正处于产业化进程中。公司在零售业务方面的纵横战略将持续推动公司未来营收、利润增长。

2024年公司大中型工业气体现场制气业务实现重大突破，项目投产后将实现稳定的盈利增长。2023年6月，公司成立了大工业事业部，以开拓大中型现场制气业务。2024年3月22日，公司与营口建发盛海有色科化有限公司签订“投资建厂供应合同”，新建1套66000Nm³/h空分装置向客户供应氧气和氮气，合同金额约为24亿元，预计2025年8月开始供气，合同期限为20年。该项目为公司首个大型工业大宗现场制气业务，标志着公司已具备承接大型现场制气业务的能力。此后公司于2024年5月、7月又陆续斩获两项大中型现场制气订单，据测算，2024年最新斩获的三项大中型现场制气订单将为公司每年新增创造3.69亿元收入。我们认为，不同于零售业务，大型现场制气业务对公司制气的稳定性以及长期运营能力有着极高要求，与此对应的是订单带来的15年甚至20年以上的长期稳定收入与利润，因此随着公司大型现场制气订单的增加，公司收入、利润确定性将进一步增强。

受超纯氨等产品的行业新增产能投产因素影响，产品价格及毛利率下滑，一定程度上影响了公司整体毛利率水平。根据公司公告，2024年上半年，公司实现营业收入12.32亿元，同比增长8.65%，实现归母净利润1.60亿元，同比减少1.15%。截至2024年6月30日，公司总资产为67.42亿元，归属于上市公司股东的净资产达到31.43亿元。根据卓创资讯超纯氨价格快报，受行业新增产能投放影响，2024年以来超纯氨价格持续下降，当前市场报价在6000-7000元/吨，相比今年年初报价下降约60%，一定程度上影响了公司的毛利率水平，2024年上半年公司整体毛利率水平同比下滑3.45pct。超纯氨为公司在电子特气板块传统优势产品，预计未来随着国产替代进一步推进，光伏、面板、半导体等下游行业需求的提升，产品价格将企稳回升；此外公司电子气体板块新品也将陆续投产并导入客户端，公司布局的特气新品处于国产替代的早期，产品价格稳定，随着下游客户端认证通过将有力带动公司毛利率上行。

风险提示：主营产品价格下降的风险；现场制气项目投产进度不及预期的风险；电子特气新产品投产进度不及预期的风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

零售供气方面，受产品供需格局变化、上游原材料价格变动影响，公司在部分电子特气品种与工业气体零售板块的毛利率水平均呈现不同程度的下滑，影响了公司整体毛利率水平，零售气板块呈现出一定的周期属性。现场制气板块，公司近期新增订单较多，在手待投产订单充裕，预计能在2025-2026

公司研究·财报点评

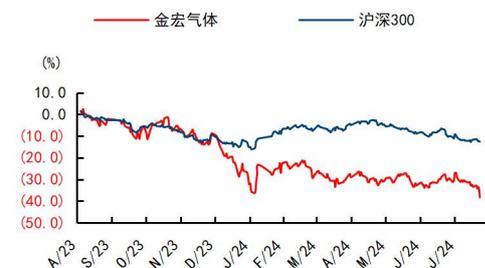
基础化工·化学制品

证券分析师：杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn S0980520120002
联系人：张歆钰 021-60375408 zhangxinyu4@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.00元
总市值/流通市值	7802/7802百万元
52周最高价/最低价	27.22/15.80元
近3个月日均成交额	61.98百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金宏气体 (688106.SH)-现场制气占比持续增长，业务稳定性不断提升》——2024-07-23
- 《金宏气体 (688106.SH)-现场制气业务稳步推进，打造综合性气体领先企业》——2024-05-23
- 《金宏气体 (688106.SH)-一季度营收利润同比增长，电子气体新产能稳步释放》——2024-04-28
- 《金宏气体 (688106.SH)-电子气体占比提升，产品结构持续优化》——2024-03-26
- 《金宏气体 (688106.SH)-产品结构持续优化，2023年业绩快速增长》——2024-02-27

年为公司带来不错的净利润增量。2024年上半年公司大宗零售气、电子特气毛利率相比2023年下滑2.21pct、8.81pct，考虑到短期内零售产品供需格局难以快速改善，我们谨慎下调公司盈利预测，预计2024-2026年营业收入分别为30.6/36.4/43.0亿元（前值为30.0/36.4/44.1亿元，调整比例为+2%/0%/-2.5%），归母净利润分别为3.7/4.6/5.8亿元（前值为4.0/5.0/6.1亿元，下调比例为8.5%/8.8%/6.2%），同比增速16.3%/24.6%/26.2%，摊薄EPS为0.75/0.94/1.18元，当前股价对应PE为25/20/16x。未来随着公司近两年签约的现场制气订单不断投产，公司营收与利润将在提升的基础上进一步增强盈利的稳定性，看好公司发展为大型平台型气体公司的能力，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,967	2,427	3,058	3,641	4,300
(+/-%)	13.0%	23.4%	26.0%	19.1%	18.1%
净利润(百万元)	229	315	366	456	576
(+/-%)	37.1%	37.5%	16.3%	24.6%	26.2%
每股收益(元)	0.47	0.65	0.75	0.94	1.18
EBIT Margin	12.8%	15.9%	15.1%	16.1%	17.3%
净资产收益率(ROE)	8.1%	9.9%	10.7%	12.2%	14.2%
市盈率(PE)	39.5	28.8	24.8	19.9	15.8
EV/EBITDA	23.1	19.1	20.0	16.9	14.9
市净率(PB)	3.22	2.86	2.65	2.42	2.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

工业大宗气体零售业务横向跨区域发展，电子特气纵向拓展产品矩阵。公司作为国内民营综合气体公司，在工业大宗气体零售业务方面立足苏州，通过跨区整合并购方式逐步发展。在电子特气板块，公司现有超纯氨、高纯氧化亚氮、高纯氢气、高纯氮气等特气产品已批量供应至中芯国际、海力士、联芯集成、积塔、华润微电子、华力集成等知名半导体客户。优势产品方面，公司布局了眉山超纯氨、越南超纯氨以及平顶山高纯氧化亚氮，湖南华龙氢气项目，目前多数产能已达到试运行状态，新产能逐步爬坡将带来公司营收利润增厚。新品方面，2023年投产的电子级正硅酸乙酯、高纯二氧化碳也已通过长鑫存储、联芯集成、苏州和舰客户认证，实现批量供应；在建新品全氟丁二烯等7款产品正处于产业化进程中。

表1: 公司电子特气产品矩阵

产品矩阵	产品种类	当前产能（吨）	在建产能（吨）
优势产品	超纯氨	22000	6000
	高纯氧化亚氮	7300	5000
投产新品	电子级正硅酸乙酯	1200	
	高纯二氧化碳	11000	
	全氟丁二烯		200
在建新品	一氟甲烷		100
	八氟环丁烷		500
	二氯二氢硅		200
	六氯乙硅烷		50
	乙硅烷		10
	三甲基硅胺		10

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现场制气业务新增订单实现重大突破，项目投产后将实现稳定盈利提升。2023年6月，公司成立了大工业事业部，以开拓中大型现场制气业务。现场制气业务主要包括电子大宗载气项目与工业大宗现场制气业务。公司于2021年起与北方集成创新中心签订电子大宗载气项目，正式开启电子大宗载气业务，至今已10项订单，其中武汉长飞、湖畔光芯、北方集成电路二期为公司于2024年新增订单。

工业大宗现场制气方面，2023年8月，公司收购稷山县铭福气体有限公司，获得山西省运城市3套空分装置现场，实现中型现场制气（空分群）项目的突破，2024年6月该项目已正式投运。2024年3月22日，公司与营口建发盛海有色科化有限公司签订“投资建厂供应合同”，通过新建1套66000Nm³/h空分装置，向客户供应氧气和氮气，合同金额约为人民币24亿元（不含税），预计2025年8月开始供气，合同期限为20年。2024年5月22日，公司与山东睿霖高分子材料有限公司签订了《供气合同》，通过新建1套23000Nm³/h的空分装置及其附属设施，向对方供应工业气体产品——氧气和氮气，合同金额约为人民币18.6亿元（不含税），合同期限为20年。2024年7月22日，控股子公司上海金宏与云南曲靖呈钢钢铁（集团）有限公司签订《工业气体供应合同》，通过收购并改造3套制氧装置、后备系统，向对方供应工业气体产品——氧气、氮气和氩气，合同金额约为人民币23.40亿元（不含税），合同履行周期为15年。这三项大中型现场制气业务是2024年公司在工业大宗现场制气的全新突破。据测算，2024年最新斩获的三项现场制气订单将为公司每年新增创造3.69亿元收入，随着公司大型现场制气订单的增加，公司收入、利润确定性将进一步增强。

表2: 公司在手型现场制气项目订单 (含电子大宗载气项目)

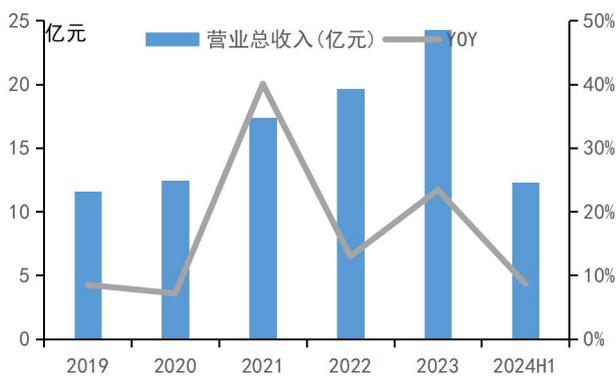
项目类型	项目名称	项目状态	项目周期	订单金额 (亿元)
电子大宗现场载气	北方集成创新中心	量产供气	15年	12亿
	广东芯粤能	量产供气	20年	10亿
	广东光大	在建	-	2.5亿
	厦门天马	量产供气	15年	7.33亿
	无锡华润上华	量产供气	15年	8.5亿
	苏州龙驰	陆续交付	-	-
	西安卫光科技	量产供气	10年	-
	武汉长飞	在建	-	-
	湖畔光芯	在建	-	-
	北方集成电路二期	在建	-	-
工业大宗现场制气	营口建发盛海有色科化	在建	20年	24亿
	山东睿琳高分子材料	-	20年	18.6亿
	曲靖呈钢钢铁	改造	15年	23.4亿

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

注: 数据截止至 2024 年 8 月

受超纯氨行业新增产能投产等因素影响, 产品价格及毛利率下滑, 一定程度上影响了公司整体毛利率情况。根据公司公告, 2024 年上半年, 公司实现营业收入 12.32 亿元, 同比增长 8.65%, 实现归母净利润 1.60 亿元, 同比减少 1.15%。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司总资产为 67.42 亿元, 归属于上市公司股东的净资产达到 31.43 亿元。根据卓创资讯超纯氨价格快报, 受行业新增产能投放影响, 2024 年以来超纯氨价格持续下降, 当前市场报价在 6000-7000 元/吨, 相比今年年初报价下降约 60%, 一定程度上影响了公司的毛利率水平, 2024 上半年公司整体毛利率水平同比下滑 3.45pct。超纯氨为公司在电子特气板块传统优势产品, 预计未来随着国产替代进一步推进, 光伏、面板、半导体等下游行业需求的提升, 产品价格将企稳回升; 此外公司电子气体板块新品也将陆续投产并导入客户端, 公司布局的特气新品处于国产替代的早期, 产品价格稳定, 随着下游客户端认证通过将有力带动公司毛利率上行。

图1: 金宏气体营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



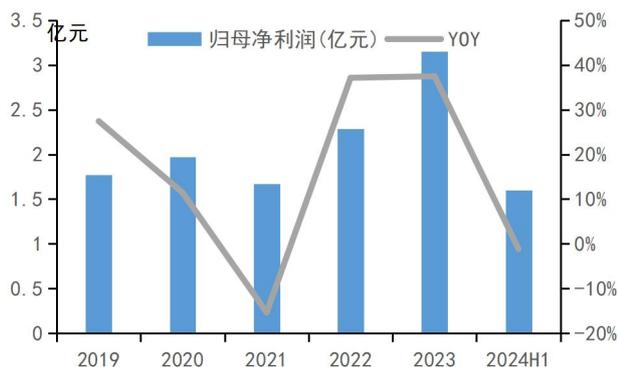
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 金宏气体单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 金宏气体归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 金宏气体单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



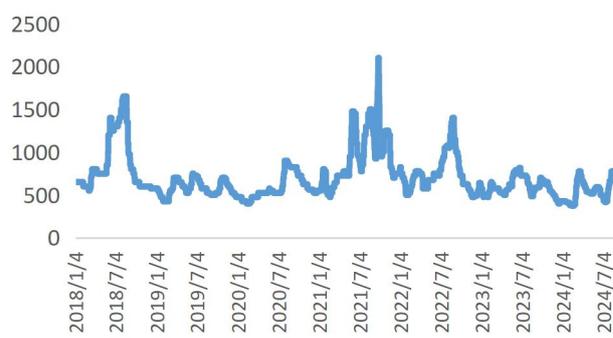
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 氧气价格走势 (元/吨)



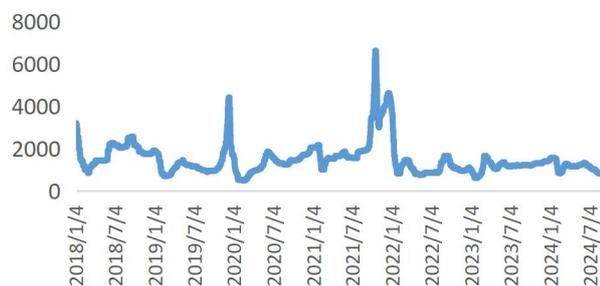
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图6: 氮气价格走势 (元/吨)



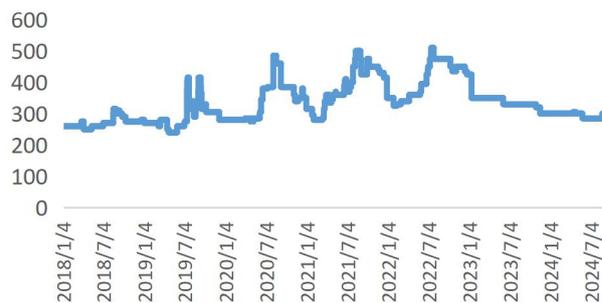
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图7: 氩气价格走势 (元/吨)



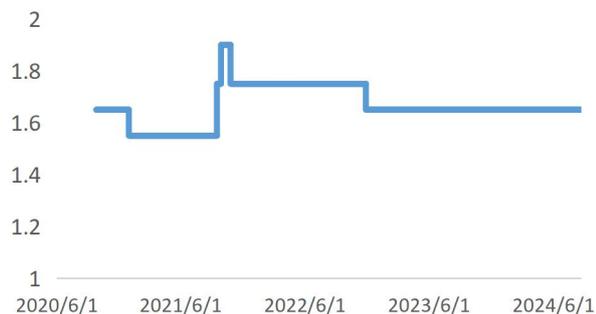
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图8: 二氧化碳价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图9: 氢气价格走势 (元/立方米)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图10: 超纯氨价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级。零售供气方面, 受产品供需格局变化、上游原材料价格变动影响, 公司在部分电子特气品种与工业气体零售板块的毛利率水平均呈现不同程度的下滑, 影响了公司整体毛利率水平, 零售气板块呈现出一定的周期属性。现场制气板块, 公司近期新增订单较多, 在手待投产订单充裕, 预计能在 2025-2026 年为公司带来不错的净利润增量。2024 年上半年公司大宗零售气、电子特气毛利率相比 2023 年下滑 2.21pct、8.81pct, 考虑到短期内零售产品供需格局难以快速改善, 我们谨慎下调公司盈利预测, 预计 2024-2026 年营业收入分别为 30.6/36.4/43.0 亿元 (前值为 30.0/36.4/44.1 亿元, 调整比例为+2%/0%/-2.5%), 归母净利润分别为 3.7/4.6/5.8 亿元 (前值为 4.0/5.0/6.1 亿元, 下调比例为 8.5%/8.8%/6.2%), 同比增速 16.3%/24.6%/26.2%, 摊薄 EPS 为 0.75/0.94/1.18 元, 当前股价对应 PE 为 25/20/16x。未来随着公司近两年签约的现场制气订单不断投产, 公司营收与利润将在提升的基础上进一步增强盈利的稳定性, 看好公司发展为大型平台型气体公司的能力, 维持“优于大市”评级。

表3: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
688106.SH	金宏气体	优于大市	17.19	0.65	0.75	0.94	37.2	24.8	19.9	2.9
688146.SH	中船特气	无评级	26.33	0.63	0.77	0.96	53.8	34.0	27.4	2.6
688268.SZ	华特气体	无评级	41.31	1.42	1.94	2.56	47.4	21.3	16.2	3.0
688548.SH	广钢气体	优于大市	7.39	0.24	0.26	0.36	53.9	28.0	20.5	1.7

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 8 月 21 日, 可比公司数据均来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	656	632	1986	2899	3970	营业收入	1967	2427	3058	3641	4300
应收款项	511	561	754	898	1060	营业成本	1259	1511	1950	2280	2643
存货净额	98	145	146	167	193	营业税金及附加	16	18	23	27	32
其他流动资产	175	291	153	182	215	销售费用	175	211	254	302	353
流动资产合计	2006	2449	3858	4966	6258	管理费用	181	215	252	306	358
固定资产	1678	2501	3030	3495	3862	研发费用	85	86	117	140	172
无形资产及其他	363	356	342	327	313	财务费用	14	17	23	24	32
投资性房地产	687	934	934	934	934	投资收益	19	6	16	4	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(10)	(13)	(5)	(4)	(4)
资产总计	4735	6240	8164	9721	11366	其他收入	(51)	(49)	(117)	(140)	(172)
短期借款及交易性金融负债	589	332	800	800	850	营业利润	281	401	451	562	709
应付款项	573	860	922	1057	1223	营业外净收支	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	233	250	339	394	457	利润总额	280	401	451	562	709
流动负债合计	1394	1443	2062	2251	2530	所得税费用	39	73	70	87	110
长期借款及应付债券	140	1143	2159	3175	4191	少数股东损益	12	13	15	18	23
其他长期负债	192	234	254	274	294	归属于母公司净利润	229	315	366	456	576
长期负债合计	331	1377	2413	3449	4485	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1726	2819	4474	5700	7015	净利润	229	315	366	456	576
少数股东权益	197	249	262	275	288	资产减值准备	(11)	9	15	5	5
股东权益	2812	3171	3427	3747	4064	折旧摊销	216	238	215	290	339
负债和股东权益总计	4735	6240	8164	9721	11366	公允价值变动损失	10	13	5	4	4
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	14	17	23	24	32
每股收益	0.47	0.65	0.75	0.94	1.18	营运资本变动	(339)	(102)	130	21	32
每股红利	0.30	0.31	0.23	0.28	0.53	其它	15	(3)	(2)	8	8
每股净资产	5.79	6.51	7.04	7.69	8.35	经营活动现金流	120	471	730	784	964
ROIC	8.03%	8.86%	9%	10%	12%	资本开支	0	(1035)	(750)	(750)	(700)
ROE	8.15%	9.93%	11%	12%	14%	其它投资现金流	176	(254)	0	0	0
毛利率	36%	38%	36%	37%	39%	投资活动现金流	176	(1289)	(750)	(750)	(700)
EBIT Margin	13%	16%	15%	16%	17%	权益性融资	(4)	60	0	0	0
EBITDA Margin	24%	26%	22%	24%	25%	负债净变化	69	142	0	0	0
收入增长	13%	23%	26%	19%	18%	支付股利、利息	(145)	(152)	(110)	(137)	(259)
净利润增长率	37%	37%	16%	25%	26%	其它融资现金流	(57)	756	468	0	50
资产负债率	41%	49%	58%	61%	64%	融资活动现金流	(214)	795	1374	879	807
股息率	1.6%	1.7%	1.2%	1.5%	2.9%	现金净变动	82	(23)	1354	913	1070
P/E	39.5	28.8	24.8	19.9	15.8	货币资金的期初余额	574	656	632	1986	2899
P/B	3.2	2.9	2.6	2.4	2.2	货币资金的期末余额	656	632	1986	2899	3970
EV/EBITDA	23.1	19.1	20.0	16.9	14.9	企业自由现金流	0	(583)	(13)	56	299
						权益自由现金流	0	315	435	36	321

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032