华泰证券 HUATAI SECURITIES

23 年再增拟投产项目，成长动能强劲

华泰研究 公告点评

2022 年 1 月 12 日 | 中国内地 通用机械

投资评级(维持)：	买入
目标价(人民币)：	40.60

研究员 肖群稀
SAC No. S0570512070051 xiaoqunxi@htsc.com
+86-755-82492802

研究员 关东奇来
SAC No. S0570519040003 guandongqilai@htsc.com
SFC No. BQI170 +86-21-28972081

研究员 时彧
SAC No. S0570520080005 shiyu013577@htsc.com
SFC No. BRI005

联系人 黄菁伦
SAC No. S0570120100012 huangjinglun@htsc.com

23 年再增拟投产项目，项目储备创历史新高，夯实成长之基

1 月 11 日公告：公司将与晋南钢铁共同出资设立气体子公司——晋南气体，其中公司出资比例 80%，拟新建一套 60000m³/h 空分，合同供气期 15 年，计划投产时间 2023 年 4 月。我们认为，21 年初至今新签 70 万方长协夯实公司成长基石，成长性正逐步超越周期性。“能耗双控”趋严有望推动老旧空分更新需求，为公司大型空分设备、专业气体服务长期发展再添机遇。考虑股权激励费用影响，我们下调 22~23 年盈利预测，预计 21~23 年归母净利 13.0/14.0/17.0（前值 13.0/14.4/17.4）亿元，EPS 1.35/1.45/1.77（前值 1.35/1.50/1.80）元，PE 21/20/16x。可比公司 2022 年 PE 均值（朝阳永续一致预期）23x，考虑到公司龙头地位突出，给予 22 年目标 PE 28x，目标价 40.60（前值 47.25）元。买入评级。

“能耗双控”政策趋严或推动下游老旧空分更新，公司长期发展再添机遇

杭氧成长的核心动能并不来自于下游扩产，而是来自气体外包率提升的结构红利。我们认为，“双控”政策下钢铁化工等下游行业有望加快节能降耗，进而推动存量老旧高能耗空分设备的更新，不论下游选择购置大型化节能空分（杭氧特大型空分国内优势显著），还是选择淘汰自有设备并签约专业第三方供气（杭氧供气服务实力雄厚、规模国内领先），杭氧都将获得设备/气体服务新机遇。

中长期成长性明晰的本土工业气体龙头，维持“买入”评级

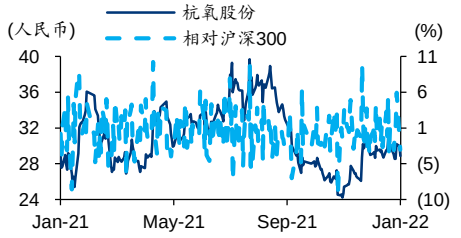
20 年以来公司持续增厚长协项目储备，有序推进在建项目，管道气平稳高效，零售气营销网络不断完善，公司的成长属性正逐步超越周期属性。公司 21 年以来获玉溪玉昆钢铁（16 万方，未上市）、山东方明化工（3 万方，未上市）、徐州新恒盛化工（6.2 万方，未上市）、南京钢铁（6 万方，未上市）、山东裕龙石化（24.6 万方，未上市）、吉林建龙钢铁（4 万方，未上市）、湖北晋控化工（4.15 万方，未上市）、晋南钢铁（6 万方，未上市）等项目（合计约 70 万方），上述项目将有望于 23~24 年初陆续通气，公司长期成长进一步明晰。

风险提示：零售气价下行风险；新建项目投产不及预期；化工、冶金等下游行业超预期下行；半导体等新兴下游拓展进程不及预期；股东减持引起短期股价波动的风险；可转债发行不及预期。

基本数据

目标价 (人民币)	40.60
收盘价 (人民币 截至 1 月 11 日)	28.88
市值 (人民币百万)	27,858
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	279.86
52 周价格范围 (人民币)	24.22-39.70
BVPS (人民币)	7.44

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (人民币百万)	8,187	10,021	11,826	12,873	14,691
+/-%	3.62	22.40	18.01	8.85	14.13
归属母公司净利润 (人民币百万)	635.30	843.18	1,302	1,403	1,704
+/-%	(14.25)	32.72	54.44	7.72	21.45
EPS (人民币，最新摊薄)	0.66	0.87	1.35	1.45	1.77
ROE (%)	11.03	13.26	17.00	15.87	16.51
PE (倍)	43.85	33.04	21.39	19.86	16.35
PB (倍)	4.82	4.38	3.64	3.16	2.71
EV EBITDA (倍)	1.47	1.24	12.53	11.03	9.02

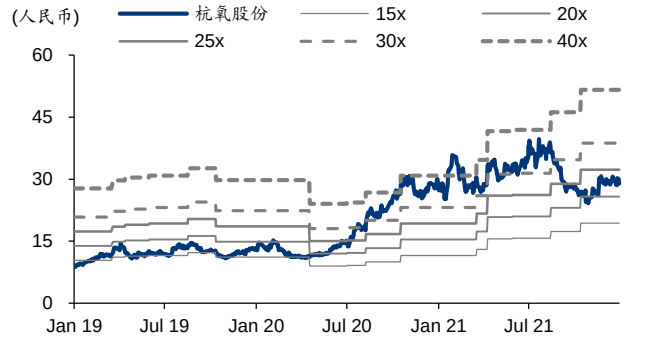
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1： 可比公司估值一览表

		1 月 11 日	朝阳永续一致预期 EPS (元)				P/E (倍)			
公司名称	公司代码	收盘价 (元)	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
陕鼓动力	601369 CH	11.70	0.35	0.55	0.62	0.71	33.04	21.46	18.75	16.39
汉钟精机	002158 CH	24.22	0.68	0.90	1.15	1.45	35.68	27.00	21.04	16.67
金宏气体	688106 CH	26.73	0.57	0.84	0.95	0.99	47.00	32.00	28.00	27.00
							38.57	26.82	22.60	20.02

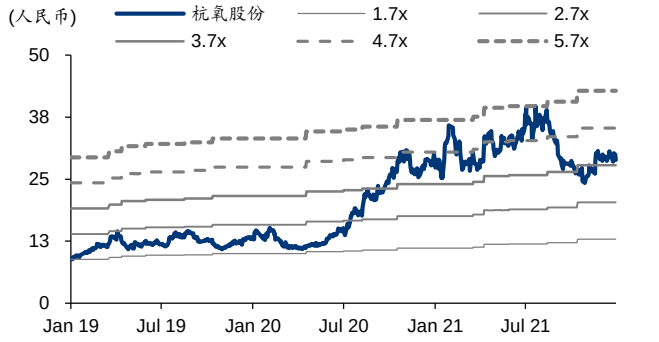
资料来源：朝阳永续，Bloomberg，华泰研究

图表2： 杭氧股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表3： 杭氧股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,166	8,175	7,539	10,500	10,831
现金	1,223	1,497	1,767	2,382	3,171
应收账款	1,674	1,195	1,433	1,785	1,887
其他应收账款	30.33	36.15	42.30	43.09	54.36
预付账款	633.72	592.40	854.59	720.48	1,077
存货	1,631	1,972	2,070	2,363	2,705
其他流动资产	974.45	2,881	1,372	3,206	1,937
非流动资产	5,884	6,261	7,077	7,202	7,681
长期投资	71.91	91.53	124.71	160.35	197.97
固定投资	4,560	4,252	5,149	5,379	5,891
无形资产	312.19	350.51	342.30	324.52	312.55
其他非流动资产	939.91	1,566	1,460	1,339	1,279
资产总计	12,049	14,435	14,616	17,702	18,512
流动负债	4,399	6,116	5,036	7,104	6,531
短期借款	0.00	0.00	397.41	0.00	0.00
应付账款	1,044	1,312	619.27	2,456	1,507
其他流动负债	3,355	4,803	4,020	4,649	5,023
非流动负债	1,442	1,488	1,347	1,100	892.53
长期借款	612.75	1,171	1,031	783.42	576.39
其他非流动负债	828.97	316.14	316.14	316.14	316.14
负债合计	5,841	7,603	6,384	8,204	7,423
少数股东权益	428.40	478.23	575.71	680.71	808.24
股本	964.60	964.60	964.60	964.60	964.60
资本公积	1,618	1,618	1,618	1,618	1,618
留存公积	3,105	3,668	4,667	5,744	7,051
归属母公司股东权益	5,780	6,354	7,656	8,818	10,280
负债和股东权益	12,049	14,435	14,616	17,702	18,512

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	1,466	937.55	2,128	2,256	2,426
净利润	684.58	906.29	1,400	1,508	1,831
折旧摊销	0.00	0.00	492.06	596.67	692.73
财务费用	77.09	71.34	67.87	61.09	57.41
投资损失	(14.97)	(25.91)	(26.00)	(26.00)	(26.00)
营运资金变动	121.87	(811.99)	294.92	216.55	(29.02)
其他经营现金	597.50	797.82	(100.52)	(100.41)	(99.90)
投资活动现金	(1,159)	(759.43)	(1,282)	(696.33)	(1,145)
资本支出	(1,250)	(769.98)	(1,275)	(686.69)	(1,133)
长期投资	0.00	0.15	(33.18)	(35.64)	(37.62)
其他投资现金	90.61	10.40	26.00	26.00	26.00
筹资活动现金	(311.34)	75.16	(576.48)	(944.51)	(492.27)
短期借款	0.00	0.00	397.00	(397.00)	0.00
长期借款	(141.25)	558.72	(140.27)	(247.77)	(207.03)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.20	0.01	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(171.28)	(483.57)	(833.20)	(299.74)	(285.24)
现金净增加额	(5.64)	251.70	269.33	614.81	789.33

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,187	10,021	11,826	12,873	14,691
营业成本	6,397	7,748	8,691	9,532	10,898
营业税金及附加	53.56	42.82	50.53	55.00	62.77
营业费用	125.58	99.98	114.71	126.15	139.57
管理费用	442.47	535.93	708.37	769.79	788.93
财务费用	77.09	71.34	67.87	61.09	57.41
资产减值损失	(94.41)	(70.71)	(70.96)	(70.80)	(29.38)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.97	25.91	26.00	26.00	26.00
营业利润	850.47	1,117	1,754	1,889	2,294
营业外收入	11.86	27.34	0.00	0.00	0.00
营业外支出	7.92	8.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	854.41	1,135	1,754	1,889	2,294
所得税	169.84	229.14	353.88	381.20	462.98
净利润	684.58	906.29	1,400	1,508	1,831
少数股东损益	49.27	63.12	97.48	105.00	127.53
归属母公司净利润	635.30	843.18	1,302	1,403	1,704
EBITDA	923.12	1,200	2,287	2,495	2,956
EPS (人民币，基本)	0.66	0.87	1.35	1.45	1.77

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	3.62	22.40	18.01	8.85	14.13
营业利润	(11.54)	31.33	57.00	7.72	21.45
归属母公司净利润	(14.25)	32.72	54.44	7.72	21.45
获利能力 (%)					
毛利率	21.86	22.68	26.51	25.95	25.82
净利率	8.36	9.04	11.84	11.71	12.46
ROE	11.03	13.26	17.00	15.87	16.51
ROIC	11.59	13.66	19.10	20.56	23.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.48	52.67	43.68	46.34	40.10
净负债比率 (%)	14.91	14.77	2.81	(10.80)	(18.12)
流动比率	1.40	1.34	1.50	1.48	1.66
速动比率	0.85	0.89	0.89	1.02	1.06
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.76	0.81	0.80	0.81
应收账款周转率	4.92	6.99	9.00	8.00	8.00
应付账款周转率	6.23	6.58	9.00	6.20	5.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.87	1.35	1.45	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	0.97	2.21	2.34	2.52
每股净资产(最新摊薄)	5.99	6.59	7.94	9.14	10.66
估值比率					
PE (倍)	43.85	33.04	21.39	19.86	16.35
PB (倍)	4.82	4.38	3.64	3.16	2.71
EV EBITDA (倍)	1.47	1.24	12.53	11.03	9.02

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，肖群稀、关东奇来、时彧，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师肖群稀、关东奇来、时彧本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司