



公司转型顺利，气体业务已成战略支柱

——杭氧股份（002430）2015 年报点评

2016 年 04 月 07 日

推荐/维持

杭氧股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
叶盛	联系人	
	yesheng@dxzq.net.cn	010-66554022
任天辉	联系人	
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037

事件：

公司发布 2015 年年度报告，报告期内公司营业收入为 59.40 亿元，同比增速 0.10%；归属于上市公司股东的净利润为 1.44 亿元，同比增速 6.39%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.06 亿元，同比增速 60.54%；基本每股收益为 0.17 元/股。

观点：

公司总体营业收入保持稳定。杭州杭氧股份有限公司是国内最大的空分设备和石化设备开发、设计、制造成套企业，以设计、制造、销售成套大中型空分设备和石化设备为核心业务，是亚洲最大的空分设备设计和制造基地，并已成为国际空分“五强”企业。公司主营业务按行业主要分为制造业、气体行业和工程总包三部分。其中制造业以为空分设备的制造与销售为主，辅以部分乙烯冷箱产品。公司 2015 年营业收入为 59.40 亿元，同比增速 0.10%；归属于上市公司股东的净利润为 1.44 亿元，同比增速 6.39%。2015 年，公司制造业收入受宏观经济下行影响，营收降低，但气体行业收入的发展上升提振了公司营收和利润。公司综合毛利率为 16.76%，同比下降了 1.00 个百分点，主营成本为 49.44 亿元，同比增长 1.14%，其中制造业成本总体稳定，其他分项目成本上升主要是由于新投产项目能耗较高。总体而言，公司业绩符合预期，受下游需求和经济下行影响较小，保持稳定。

受宏观经济影响，公司设备制造业务下滑。公司的设备制造业务与宏观经济密切相关，呈现明显周期性。由于中国以“去产能、去库存”为重点的供给侧结构性改革的经济特点，国内经济下行压力加大，2015 年内，下游钢铁、化工等行业过剩产能的压缩持续，煤炭行业投资受环保政策调控及国际油价下行的因素影响明显放缓，造成了国内外空分设备需求萧条，导致公司制造业务有明显下滑。2015 年制造业营收为 26.70 亿元，同比下降 11.37%，占总收入比重为 44.95%，同比下降 5.80 个百分点。2015 年公司主要加强对重大设备销售，如完成神华宁煤 6 套十万等级空分的设计制造工作，并继续加强对产品研发，在特大型空分设备（八万、十万、十二万等级）研制上取得突破，并在石化领域的 PDH 项目上也填补了国内空白。公司由此提高了大型空分设备成套的竞争力，以应对经济下行造成的激烈的市场竞争。

气体产业迅猛发展，助力公司升级转型。2011-2015 年期间，公司在工业气体产业快速发展，目前已在

全国范围内投资设立了27家气体子公司, 其中已投入运行的有20家, 投资空分规模达到了101万立方米/每小时。气体产业全年实现营收30.58亿元, 同比增长13.53%, 占总营收比重为51.49%, 由2011年的16.1%上升了35.38个百分点, 毛利润为3.85亿元, 同比增长7.24%。2015年公司气体产业的营收首次超过设备制造业的营收, 成为了公司的战略支柱产业。公司气体产业营业收入和利润的明显增长, 有效弥补了设备制造业下滑对公司经营造成的影响, 也为公司实施战略转型——由单纯的设备制造企业转型为集设备制造商与工业气体运营商为一体的综合企业, 奠定了良好基础。目前, 公司气体销售业务的毛利率为12.59%, 低于空分设备制造业务。主要由于目前气体投资项目投资额较大, 风险因素复杂造成了成本控制不足。未来公司意图加强对风险的管控, 更加注重对气体项目的运行质量, 充分挖潜成本, 提高盈利能力。公司本身拥有的空分设备领域的强大的技术和团队优势, 也能为公司气体产业的后续发展提供技术支持。相比于国际市场, 国内工业气体市场处于发展初期, 未来有巨大的市场空间, 随着公司气体业务的扩大与生产经营日趋成熟, 公司实现战略转型可期。

结论:

由于受下游钢铁、化工等行业“去产能”的影响, 公司与宏观经济密切相关的设备制造业出现明显下滑。公司作为销售成套大中型空分设备龙头, 通过对特大型空分设备以及石化设备的研制突破, 进一步提高市场竞争力以应对市场萧条。同时, 公司在工业气体产业实现了快速发展, 通过气体产业增长逐步实现了公司转型期的平稳过渡。未来, 公司有望进一步扩大和发展气体产业的规模, 由设备制造企业成功转型为设备制造与工业气体运营并重的综合企业, 并抢占前景广阔的国内工业气体市场。随着公司战略转型升级完成, 其盈利能力有望大幅提高, 我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.25元、0.28元和0.33元, 对应P/E分别为32、29和25倍, 维持公司“推荐”的投资评级。

风险提示:

1. 国内外经济形势影响造成的设备市场竞争加剧;
2. 政策“去产能”目标对下游行业的结构性调整压力导致需求下滑;
- 3 转型期内部分气体投资项目难以落地达产。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	4293	4436	5439	5874	6345	营业收入	5934	5940	6551	7057	7607
货币资金	493	491	1310	1411	1521	营业成本	4888	4944	5427	5828	6262
应收账款	1616	1951	1974	2127	2293	营业税金及附加	29	26	66	71	76
其他应收款	22	80	89	96	103	营业费用	116	98	105	113	122
预付款项	504	239	294	352	414	管理费用	519	499	557	600	647
存货	860	787	818	878	944	财务费用	149	148	143	159	147
其他流动资产	265	236	236	236	236	资产减值损失	61.35	64.72	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5109	5294	5047	4807	4479	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	70	70	70	70	70	投资净收益	0.22	2.68	2.68	2.68	2.68
固定资产	3996.0	3753.5	3878.8	3754.3	3507.7	营业利润	172	163	257	290	356
无形资产	283	301	271	241	211	营业外收入	78.58	60.07	60.07	60.07	60.07
其他非流动资产	36	95	0	0	0	营业外支出	7.87	13.70	0.00	0.00	0.00
资产总计	9402	9731	10486	10681	10825	利润总额	242	209	317	350	417
流动负债合计	3392	3457	3604	3503	3344	所得税	79	47	55	61	73
短期借款	355	435	1346	1150	889	净利润	163	162	262	288	344
应付账款	1005	1179	1277	1371	1473	少数股东损益	28	18	29	32	38
预收款项	951	843	843	843	843	归属母公司净利润	135	144	233	257	306
一年内到期的非流	513	550	0	0	0	EBITDA	991	1046	1008	1173	1282
非流动负债合计	2066	2171	1267	1267	1267	BPS (元)	0.16	0.17	0.25	0.28	0.33
长期借款	1643	1266	1266	1266	1266	主要财务比率					
应付债券	0	500	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	5458	5628	4871	4769	4610	成长能力					
少数股东权益	404	427	455	487	525	营业收入增长	7.83%	0.10%	10.29%	7.72%	7.80%
实收资本(或股本)	832	832	922	922	922	营业利润增长	-46.86	-5.07%	57.73%	12.70%	23.11%
资本公积	883	883	1573	1573	1573	归属于母公司净利润	-41.53	6.39%	61.61%	10.29%	19.14%
未分配利润	1525	1651	1768	1896	2049	获利能力					
归属母公司股东权	3539	3676	4580	4760	4974	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	9402	9731	9906	10016	10109	净利率(%)	2.75%	2.72%	3.99%	4.09%	4.52%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
经营活动现金流	140	433	715	930	1007	偿债能力					
净利润	163	162	262	288	344	资产负债率(%)	58%	58%	49%	48%	46%
折旧摊销	671.01	734.68	0.00	724.70	778.83	流动比率	1.27	1.28	1.51	1.68	1.90
财务费用	149	148	143	159	147	速动比率	1.01	1.06	1.28	1.43	1.62
应收账款减少	0	0	-23	-153	-166	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.62	0.67	0.71	0.76
投资活动现金流	-486	-371	-303	-397	-397	应收账款周转率	4	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.52	5.44	5.34	5.33	5.35
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	3	3	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.16	0.17	0.25	0.28	0.33
筹资活动现金流	56	-85	408	-432	-500	每股净现金流(最新)	-0.35	-0.03	0.89	0.11	0.12
应付债券增加	0	0	-500	0	0	每股净资产(最新摊)	4.25	4.42	4.97	5.16	5.40
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	20	0	90	0	0	P/E	51.06	48.06	32.34	29.32	24.61
资本公积增加	133	0	690	0	0	P/B	1.92	1.85	1.64	1.58	1.51
现金净增加额	-290	-24	819	101	110	EV/EBITDA	8.89	8.66	11.35	7.28	6.37

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

叶盛

机械行业研究员, 西安交通大学工业工程专业学士, 中央财经大学金融专业硕士, 2 年证券研究经验, 2015 年加盟东兴证券研究所, 从事机械行业研究。

任天辉

机械行业研究员, 新加坡管理大学应用金融学硕士, 厦门大学控制工程硕士, 厦门大学自动化学士, 2015 年加入东兴证券, 从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。