

杭氧股份 (002430) \ 机械设备

——底部已明，拐点已现

事件：

公司发布2017年一季报，公司实现营业收入13.37亿元，同比增长22.62%，实现归属于上市公司股东净利润3870万元，上年同期为亏损3350万元，基本每股收益0.05元。

投资要点：

➤ 空分设备龙头，17年业绩大幅回暖

公司是我国空分设备制造龙头企业，在国内大型空分设备市占率达到50%以上，其生产制造能力位列全球第五位，仅次于法液空、林德、普莱克斯和空气化工。同时公司近年来在努力转型升级，设立20多家气体销售公司，从单纯的设备制造企业发展成为集设备制造商和工业气体运营商为一身的多元化集团，为公司业绩稳步发展提供保证。公司一季度实现归母净利润3870万元，同比扭亏，我们认为16年已是公司业绩底部，受煤化工、石油炼化、钢铁、有色等行业回暖影响，2016年下半年公司订单开始大幅增长，16年新订设备销售合同额接近26亿元，空分设备订单的生产周期在10个月左右，因为我们认为公司17年业绩有望得到释放。

➤ 煤化工全面复苏，空分设备拐点已现

煤化工在14-15年受油价大幅下跌和环评趋严双重利空因素影响，行业景气度处于低谷。目前随着油价上涨和环评开闸，煤化工行业景气度再次提升。根据测算，煤制油（免除消费税）、煤制烯烃在油价为50美金时达到盈亏平衡点，我们认为油价目前仍处于相对底部，17年全年平均油价有望维持在50美金以上，煤化工经济性得到显现；行业政策是制约煤化工发展的重要因素之一，14、15年仅一个煤化工项目通过环评，16年达到6个，根据我们统计，“十三五”期间处于前期工作中的煤化工项目投资总额达8800亿元，对应空分设备需求达440亿元，公司作为国内空分设备龙头企业，将大幅受益。

➤ 气体销售收入稳步增长，有望成为公司现金奶牛

公司目前已在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，投资空分规模突破100万立方米/每小时。2016年气体销售收入达30.57亿元，占总营收比例达67%。我国目前工业气体外包占比为55%左右，远低于发达国家80%外包比例，由于空分设备实际产量与企业用气需求存在差异，且供气不稳定的影响，导致企业设备综合利用率较低，同时设备采购成本高，为了降低企业风险，未来工业气体外包将是主流趋势。我们认为公司作为空分设备制造龙头企业，在气体销售公司建设中掌握成本优势，随着未来工业气体外包比例逐步提升，公司气体销售业务将稳步增长。

投资建议：

推荐
 首次覆盖

当前价格：

9.03元

目标价格：

元

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| 总股本/流通股本（百万股） | 832/830 |
| 流通A股市值（百万元） | 7,435 |
| 每股净资产（元） | 4.06 |
| 资产负债率（%） | 62.34 |
| 一年内最高/最低（元） | 11.63/6.84 |

一年内股价相对走势



马松

分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

秦亚鑫

电话：0510-85601621

邮箱：qinyx@glsc.com.cn

相关报告

➤ 给予“推荐”评级。

预计 17-19 年 EPS 分别为 0.18、0.33、0.53 元，市盈率分别为 50.47 倍、26.78 倍、17.05 倍，给予“推荐”评级。

➤ 风险提示

1、煤化工行业复苏低于预期；2、原油价格大幅下跌；3、宏观经济下滑。

| 财务数据和估值 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5,939.67 | 4,944.47 | 6,438.68 | 7,644.00 | 9,058.91 |
| 增长率(%) | 0.10% | -16.76% | 30.22% | 18.72% | 18.51% |
| EBITDA(百万元) | 806.12 | 411.45 | 1,053.19 | 1,172.89 | 1,329.11 |
| 净利润(百万元) | 144.11 | -282.62 | 147.66 | 278.34 | 437.16 |
| 增长率(%) | 6.39% | -296.12% | 152.25% | 88.50% | 57.06% |
| EPS(元/股) | 0.17 | -0.34 | 0.18 | 0.33 | 0.53 |
| 市盈率(P/E) | 51.72 | -26.37 | 50.47 | 26.78 | 17.05 |
| 市净率(P/B) | 2.03 | 2.21 | 2.11 | 1.94 | 1.73 |
| EV/EBITDA | 12.50 | 25.20 | 9.15 | 7.48 | 5.82 |

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 单位:百万元 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 53.17 | 91.76 | 128.77 | 152.88 | 310.27 | 营业收入 | 5,939.6 | 4,944.4 | 6,438.6 | 7,644.0 | 9,058.9 |
| 应收账款+票据 | 2,682.9 | 2,489.4 | 2,738.6 | 3,012.0 | 3,312.6 | 营业成本 | 4,944.1 | 4,239.7 | 5,260.4 | 6,202.3 | 7,297.8 |
| 预付账款 | 239.33 | 409.70 | 451.00 | 496.00 | 540.00 | 营业税金及附加 | 25.92 | 38.55 | 50.20 | 59.59 | 70.62 |
| 存货 | 786.67 | 793.14 | 872.00 | 959.00 | 1,055.0 | 营业费用 | 97.97 | 100.86 | 128.77 | 152.88 | 181.18 |
| 其他 | 236.40 | 172.04 | 189.00 | 208.00 | 229.00 | 管理费用 | 498.72 | 495.59 | 643.87 | 772.04 | 905.89 |
| 流动资产合计 | 3,998.4 | 3,956.0 | 4,379.4 | 4,827.8 | 5,446.8 | 财务费用 | 147.98 | 154.89 | 125.30 | 77.21 | 26.82 |
| 长期股权投资 | 70.45 | 62.79 | 62.79 | 62.79 | 62.79 | 资产减值损失 | 64.72 | 259.04 | 90.00 | 80.00 | 80.00 |
| 固定资产 | 3,753.5 | 4,580.0 | 4,178.8 | 3,483.0 | 2,779.3 | 公允价值变动收 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 954.33 | 376.54 | 80.00 | 80.00 | 80.00 | 投资净收益 | 2.55 | -6.35 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 301.48 | 359.06 | 332.75 | 271.81 | 210.87 | 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 119.56 | 46.61 | 12.00 | 14.00 | 17.00 | 营业利润 | 162.77 | -350.51 | 140.14 | 299.93 | 496.54 |
| 非流动资产合计 | 5,199.3 | 5,425.0 | 4,666.3 | 3,911.6 | 3,149.9 | 营业外净收益 | 46.50 | 98.74 | 50.05 | 51.05 | 53.05 |
| 资产总计 | 9,197.8 | 9,381.0 | 9,045.7 | 8,739.5 | 8,596.8 | 利润总额 | 209.27 | -251.77 | 190.19 | 350.99 | 549.60 |
| 短期借款 | 435.00 | 440.00 | 541.27 | 581.90 | 0.00 | 所得税 | 47.44 | 29.08 | 28.53 | 52.65 | 82.44 |
| 应付账款+票据 | 1,459.4 | 1,200.7 | 1,320.0 | 1,452.0 | 1,598.0 | 净利润 | 161.83 | -280.85 | 161.66 | 298.34 | 467.16 |
| 其他 | 1,429.1 | 1,879.4 | 1,992.6 | 2,118.6 | 2,257.6 | 少数股东损益 | 17.72 | 1.77 | 14.00 | 20.00 | 30.00 |
| 流动负债合计 | 3,323.5 | 3,520.2 | 3,853.9 | 4,152.5 | 3,855.6 | 归属于母公司净 | 144.11 | -282.62 | 147.66 | 278.34 | 437.16 |
| 长期带息负债 | 1,766.0 | 2,123.0 | 1,279.3 | 351.55 | 0.00 | 主要财务比率 | | | | | |
| 长期应付款 | 4.22 | 3.08 | 3.08 | 3.08 | 3.08 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 其他 | 1.25 | 1.25 | 1.25 | 1.25 | 1.25 | 成长能力 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 1,771.4 | 2,127.3 | 1,283.6 | 355.89 | 4.34 | 营业收入 | 0.10% | -16.76% | 30.22% | 18.72% | 18.51% |
| 负债合计 | 5,095.0 | 5,647.6 | 5,137.5 | 4,508.4 | 3,859.9 | EBIT | -5.53% | -130.51 | 382.30% | 36.68% | 35.61% |
| 少数股东权益 | 426.79 | 354.54 | 368.54 | 388.54 | 418.54 | EBITDA | 3.33% | -48.96% | 155.97% | 11.37% | 13.32% |
| 股本 | 831.78 | 831.78 | 831.78 | 831.78 | 831.78 | 归属于母公司净 | -41.53% | -296.12 | -152.25 | 88.50% | 57.06% |
| 资本公积 | 883.42 | 883.42 | 883.42 | 883.42 | 883.42 | 获利能力 | | | | | |
| 留存收益 | 1,960.8 | 1,663.7 | 1,824.4 | 2,127.3 | 2,603.1 | 毛利率 | 16.76% | 14.25% | 18.30% | 18.86% | 19.44% |
| 股东权益合计 | 4,102.7 | 3,733.5 | 3,908.2 | 4,231.1 | 4,736.8 | 净利率 | 2.72% | -5.68% | 2.51% | 3.90% | 5.16% |
| 负债和股东权益总 | 9,197.8 | 9,381.0 | 9,045.7 | 8,739.5 | 8,596.8 | ROE | 3.92% | -8.36% | 4.17% | 7.24% | 10.12% |
| | | | | | | ROIC | 4.13% | -3.20% | 3.44% | 5.42% | 8.42% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 资产负债率 | 55.39% | 60.20% | 56.80% | 51.59% | 44.90% |
| 净利润 | 161.97 | -322.22 | 119.12 | 254.94 | 422.06 | 流动比率 | 1.20 | 1.12 | 1.14 | 1.16 | 1.41 |
| 折旧摊销 | 452.61 | 519.31 | 748.70 | 756.70 | 764.70 | 速动比率 | 0.90 | 0.85 | 0.86 | 0.88 | 1.08 |
| 财务费用 | 153.42 | 143.56 | 114.30 | 65.21 | 14.82 | 营运能力 | | | | | |
| 存货减少 | 52.83 | -62.14 | -78.86 | -87.00 | -96.00 | 应收账款周转率 | 2.28 | 2.00 | 2.37 | 2.56 | 2.76 |
| 营运资金变动 | -445.73 | -101.78 | -75.10 | -79.35 | -80.60 | 存货周转率 | 6.28 | 5.35 | 6.03 | 6.47 | 6.92 |
| 其它 | 61.23 | 258.36 | 90.00 | 80.00 | 80.00 | 总资产周转率 | 0.65 | 0.53 | 0.71 | 0.87 | 1.05 |
| 经营活动现金流 | 436.33 | 435.09 | 918.15 | 990.50 | 1,104.9 | 每股指标(元) | | | | | |
| 资本支出 | 324.74 | 1,106.3 | 80.00 | 80.00 | 80.00 | 每股收益 | 0.17 | -0.34 | 0.18 | 0.33 | 0.53 |
| 长期投资 | 60.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股经营现金流 | 0.52 | 0.52 | 1.10 | 1.19 | 1.33 |
| 其他 | 13.42 | 150.94 | 42.52 | 41.40 | 42.10 | 每股净资产 | 4.42 | 4.06 | 4.26 | 4.62 | 5.19 |
| 投资活动现金流 | -371.33 | -955.37 | -37.48 | -38.60 | -37.90 | 估值比率 | | | | | |
| 债权融资 | 90.54 | 800.56 | -742.40 | -887.15 | -933.46 | 市盈率 | 51.72 | -26.37 | 50.47 | 26.78 | 17.05 |
| 股权融资 | 20.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市净率 | 2.03 | 2.21 | 2.11 | 1.94 | 1.73 |
| 其他 | -195.66 | -187.92 | -101.27 | -40.64 | 23.78 | EV/EBITDA | 12.50 | 25.20 | 9.15 | 7.48 | 5.82 |
| 筹资活动现金流 | -85.12 | 612.63 | -843.66 | -927.79 | -909.68 | EV/EBIT | 28.50 | -96.13 | 31.66 | 21.08 | 13.71 |
| 现金净增加额 | -20.99 | 94.00 | 37.01 | 24.11 | 157.39 | | | | | | |

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 张杰甫 | 0755-82556064 |