



下游需求提升, 空分装备气体销售双业务驱动

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 空分设备龙头, 市场占有率高。公司是亚洲最大的空分设备制造商, 国内大型空分设备市场占有率超过 50%, 下游订单大幅回暖, 空分设备盈利能力显著提升; 2) 工业气体销售经过多年积累, 为公司提供稳定盈利基础。公司上市后加速在工业气体领域的布局, 气体销售已为公司提供了稳定的盈利基础; 3) 工业气体呈现量价齐升之势。在钢铁、煤炭、煤化工等行业需求带动下, 工业气体需求量和价格同步提升, 尤其是零售气体业务将为公司提供重要业绩弹性。
- **受下游景气度提振带动, 公司空分设备订单大幅提升。**公司作为国内空分设备设计制造业的龙头, 相关设备技术位于世界前列。受下游行业影响, 2015 年是公司空分设备订单低点, 但进入 2016 年尤其是 2016H2 以来, 随着煤化工、钢铁、石油化工回暖, 陆续有新项目落地。在此背景下, 公司 2016 年下半年空分设备订单显著提升, 16 年新增订单达到 26 亿元。2017Q1 公司与浙江石化签订约 9 亿元设备订单。空分设备业务已经走出周期低点, 后续增长强劲。
- **工业气体已成为业务核心, 零售气体量价齐升。**工业气体被誉为工业的“血液”, 是现代工业重要的基础要素。公司自 IPO 以来在该方向上持续加大投资力度, 受益于公司自身具有大型空分设备设计生产能力, 公司该项业务发展迅速, 目前拥有超过 20 家工业气体生产企业, 生产能力超过 100 万 M³/小时水平。进入 2017 年以来, 受下游影响, 工业气体出现量价齐升状态, 公司工业气体尤其是零售气体业务将为公司提供重要业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.22 元、0.58 元、0.72 元, 对应 PE 分别为 53 倍、20 倍、16 倍。公司作为空分设备和气体销售领域国内龙头, 结合可比公司及公司历史估值情况, 给予公司 2018 年 25 倍 PE, 对应目标价 14.50 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游行业景气度不及预期风险; 下游煤化工、石油化工新开项目不及预期风险; 零售气体价格波动风险。

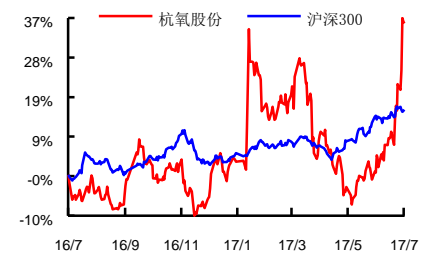
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4944.47	6993.79	9339.94	10252.36
增长率	-16.76%	41.45%	33.55%	9.77%
归属母公司净利润 (百万元)	-282.62	185.33	483.98	601.70
增长率	-296.12%	165.58%	161.14%	24.32%
每股收益 EPS (元)	-0.34	0.22	0.58	0.72
净资产收益率 ROE	-7.52%	5.19%	12.10%	13.19%
PE	-35	53	20	16
PB	2.63	2.49	2.21	1.95

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn
联系人: 武雪原
电话: 010-55758579
邮箱: wuxuey@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.32
流通 A 股(亿股)	8.30
52 周内股价区间(元)	7.79-11.86
总市值(亿元)	97.73
总资产(亿元)	108.11
每股净资产(元)	4.11

相关研究

目 录

1 空分设备龙头企业，气体业务终成核心	1
1.1 国资背景空分行业龙头企业.....	1
1.2 2016 年公司业绩探底，未来回升趋势明显.....	2
1.3 空分设备行业龙头，气体销售业务已成为稳定核心.....	3
2 空分设备技术实力雄厚，下游回暖带来业绩反弹	3
2.1 公司技术实力强，国内市场地位优势明显.....	3
2.2 下游需求回暖，业绩回升绝对趋势明显.....	5
3 气体业务为公司业绩增添弹性	7
3.1 公司气体业务实现量价双重提升.....	8
3.2 气体产品结构优化，打开毛利上升空间.....	10
3.3 借鉴国际领先企业发展方向，迈向气体行业龙头地位.....	11
4 盈利预测与估值	11
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司主要设备产品	1
图 2: 公司主要气体产品	1
图 3: 公司股权架构	1
图 4: 公司上市以来营业收入及增速	2
图 5: 公司上市以来归母净利润及增速	2
图 6: 公司上市以来毛利率、三费率、净利润率变化	2
图 7: 公司上市以来资产减值损失	2
图 8: 公司业务构成变化	3
图 9: 两大核心业务营业收入及相应增速	3
图 10: 公司专利数量及增速	4
图 11: 公司应收账款与预收款项变动	7
图 12: 公司空分设备毛利率水平	7
图 13: 工业气体应用领域	7
图 14: 公司氧气产品的工业应用	7
图 15: 公司气体业务领域子公司分布	8
图 16: 公司工业气体产品的供应模式	8
图 17: 近年氧气价格变化趋势	9
图 18: 近年华东地区氮气价格变化趋势	9
图 19: 近年华东地区氩气价格变化趋势	9
图 20: 2017 年 1-7 月气体平均价格同比变化	9
图 21: 杭氧股份与盈德气体集团气体业务营收变化	9
图 22: 公司气体销售业务营业收入与毛利率水平	10
图 23: 公司历年折旧占固定资产比例	10
图 24: 公司上市以来长期借款变化	10
图 25: 法液空 2016 年营业收入构成	11
图 26: 林德集团 2016 年营业收入构成	11

表 目 录

表 1: 各公司空分设备制造能力	4
表 2: 空气分离设备应用行业及设备要求	4
表 3: 煤炭深加工产业“十三五”发展目标	5
表 4: 煤炭深加工产业“十三五”新建项目及示范任务	5
表 5: 各项业务收入及毛利率（单位：百万元）	12
表 6: 可比公司对比	12
附表: 财务预测与估值	14

1 空分设备龙头企业，气体业务终成核心

1.1 国资背景空分行业龙头企业

杭州杭氧股份有限公司在原杭州制氧机集团有限公司的基础上通过股份制改造设立，2010年在深证证券交易所挂牌上市。公司是国内最大的空分设备和石化设备开发、设计、制造业成套企业，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。公司主要产品包括装备产品及气体产业，其中装备产品主要包括大型、特大型空分设备、中小型空分设备及石化设备，气体产品包括氧气、氮气、氩气、氦气、二氧化碳等，应用于化工、钢铁、化肥及电力等下游领域。

图 1：公司主要设备产品

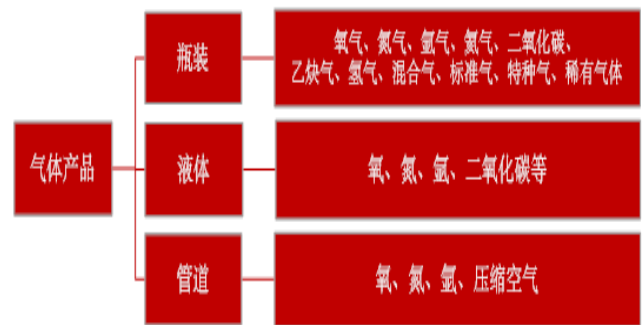


大型、特大型空分装备

中小型空分装备

数据来源：公司官网，西南证券整理

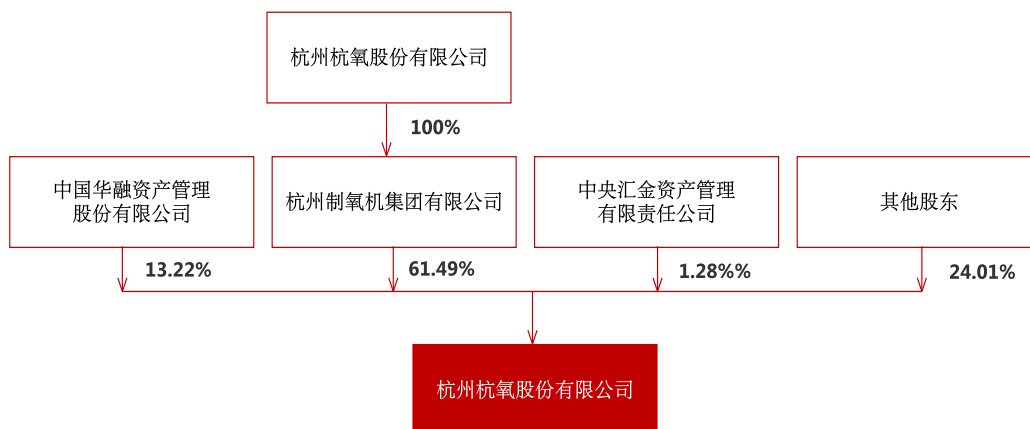
图 2：公司主要气体产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司作为国企改革上市公司，第一大股东为杭州制氧机集团有限公司，持股比例 61.49%。公司实际控制人为杭州市人民政府国有资产管理委员会，控股杭州制氧机集团 100% 股权。公司下属 48 家子公司及联营企业，主营业务主要涉及空分设备和工业气体销售两大核心业务领域。

图 3：公司股权架构



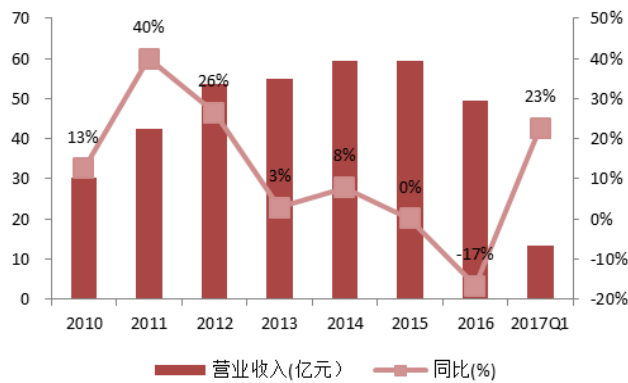
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 2016 年公司业绩探底，未来回升趋势明显

公司自 2010 年上市以来，营业收入基本保持平稳上涨。2016 年空分设备销售大幅下滑，公司营业收入 49.4 亿元，同比下降 16.76%。利润端方面，2016 年公司归属母公司净利润-2.83 亿元。2016 年业绩出现大幅下滑主要是因为空分设备受下游钢铁、化工行业产业结构调整，公司可供生产的空分设备销售合同出现大幅下滑，同时公司在 2016 年计提了大量的资产减值共计 2.38 亿元，其中应收款项坏账准备 1.74 亿元，存货跌价准备 0.54 亿元，固定资产减值准备 0.1 亿元。

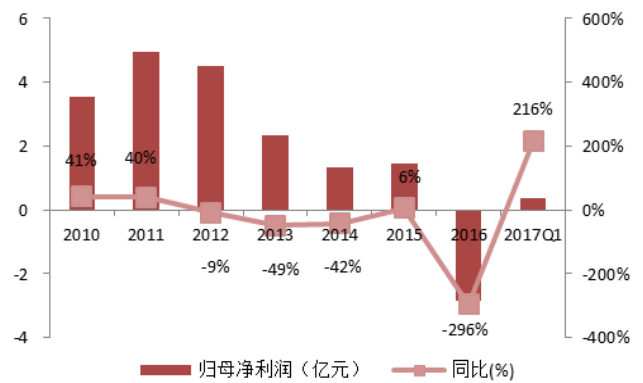
在经历 2016 年的业绩低谷后，2017 年第一季度公司业绩出现回暖，营业收入 13.37 亿元，同比增长 22.62%；实现归母净利润 0.39 亿元，同比增速为 215.54%。在宏观政策推动大型石油化工、煤化工项目逐步复苏的背景下，空分设备订单在 2016H2 回升趋势明显、气体业务发展稳健，2017 年业绩反转趋势明显。

图 4：公司上市以来营业收入及增速



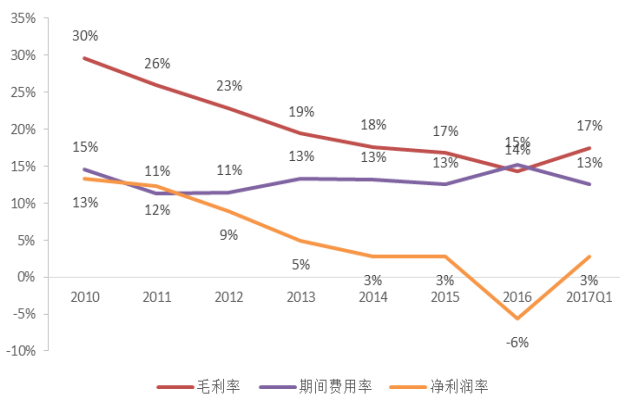
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司上市以来归母净利润及增速



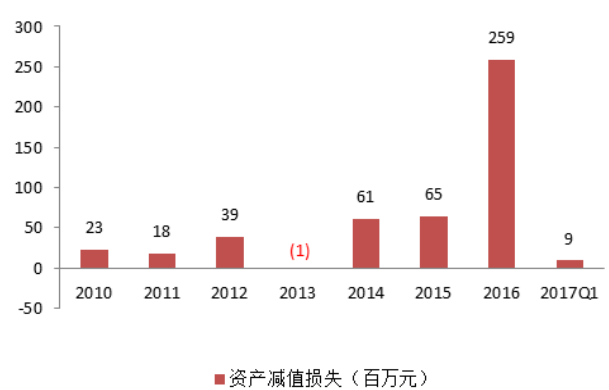
数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司上市以来毛利率、三费率、净利润率变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司上市以来资产减值损失

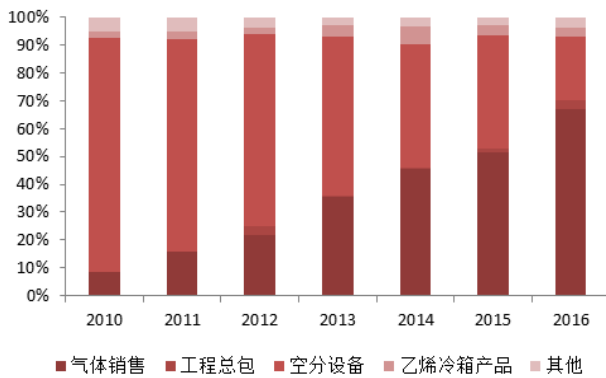


数据来源：wind，西南证券整理

1.3 空分设备行业龙头，气体销售业务已成为稳定核心

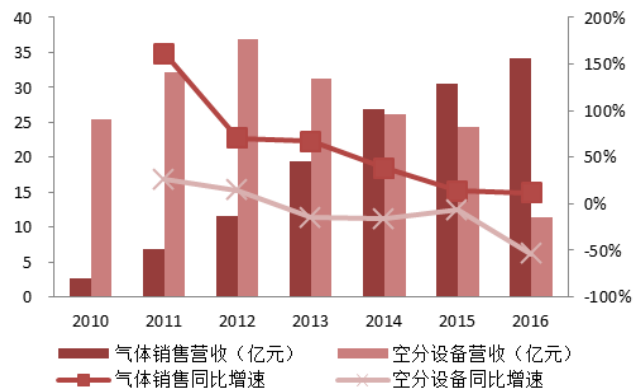
空分设备和气体销售是公司的两大核心业务。空分设备是公司传统业务，市场占有率一直保持行业领先。由于过去几年钢铁去产能、煤化工项目逐步叫停、原油价格持续处于低位等多方面影响，公司空分设备收入逐年下滑，2016 年下降幅度较大，达到 50% 以上。但公司 IPO 以来持续加大在工业气体项目领域的投资，气体销售业务逐年增长，从 2010 年的 2.6 亿上升至 2016 年的 34.2 亿，复合增长率达到 53.64%。2014 年公司气体销售营业收入达到 26.9 亿元首次超过空分设备的营业收入，近年来其在总营收中的占比也在不断提升。2016 年，公司气体销售营业收入为 34.2 亿元，占比 69.23%；空分设备营收 11.3 亿元，占比 22.9%。凭借空分设备的技术基础，公司未来将进一步拓展其气体业务，气体业务收入未来增长趋势明朗，支撑公司进一步向气体龙头企业方向发展。

图 8：公司业务构成变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：两大核心业务营业收入及相应增速



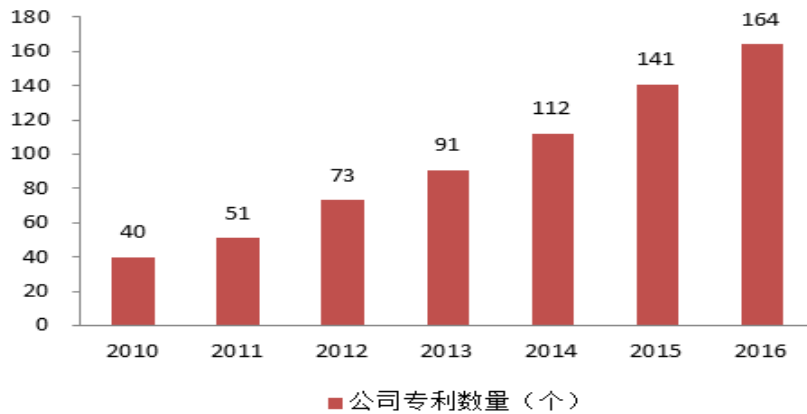
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 空分设备技术实力雄厚，下游回暖带来业绩反弹

2.1 公司技术实力强，国内市场地位优势明显

公司作为国内空分设备设计制造业的龙头，相关设备技术位于世界前列。作为国内最早设立的空分设备制造企业，公司不断突破技术，生产空分设备的等级不断提高。在一次性建设规模最大的神华宁煤化工项目中，公司成功实现 10 万 m³/h 等级空分设备一次性调试出氧，标志着公司的空分设备技术进入世界先进水平，在大型空分设备领域的市场竞争力显著提高。

主要面临的竞争对手为全球领先企业法国液化空气集团（法液空）和林德集团。国内企业中，只有公司具备生产 6 万 m³/h 以上等级空分设备的成熟技术，公司技术优势明显。各公司可设计制造空分设备等级如表 1 所示。

图 10：公司专利数量及增速


数据来源：wind，西南证券整理

表 1：各公司空分设备制造能力

公司	设计制造最大等级空分设备
杭州杭氧股份有限公司	12 万 m ³ /h
液空（杭州）有限公司	12 万 m ³ /h
林德工程（杭州）有限公司	11 万 m ³ /h
开封空分集团有限公司	8 万 m ³ /h
四川空分设备（集团）有限责任公司	5 万 m ³ /h

数据来源：《大型空分设备国产化现状与展望》，各公司官网，西南证券整理

表 2：空气分离设备应用行业及设备要求

行业	工艺	空分设备制氧能力要求
煤化工行业	煤气化合成油	每 100 万吨合成油的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 30 万 m ³ /h
	煤液化合成油	每 100 万吨合成油的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 10 万 m ³ /h
	煤气化生产甲醇	每 100 万吨甲醇的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 12 万 m ³ /h
	煤气化生产合成天然气	每 1,000 万立方米/天的生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 24 万 m ³ /h
化肥行业	煤气化技术生产合成氨	每 30 万吨合成氨的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 3 万 m ³ /h
石油化工行业	天然气生产合成氨	每 30 万吨合成氨的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 4 万 m ³ /h
	重质油生产合成氨	每 30 万吨合成氨的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 4 万 m ³ /h
钢铁行业	高炉—转炉连铸—轧钢	每 100 万吨钢的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 1 万 m ³ /h
	COREX 炼铁工艺	每一百万吨钢的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 5 万 m ³ /h
电力行业	IGCC 技术火力发电	每 30 万千瓦时的发电能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 6 万 m ³ /h

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 下游需求回暖，业绩回升绝对趋势明显

大型空分设备通过低温精馏技术将空气中的氧气、氮气、氩气等进行分离与提纯，广泛应用于钢铁、石化、煤化工等国民基建项目中。“十二五”期间，由于供给侧改革及不断提高的环保、安全等要求，钢铁、煤化工行业等受到较大冲击。但 2016 年以来随着钢铁价格不断上升，行业景气度不断提升；同时随着煤化工行业在经济性和环保技术的不断提升，开始有新的项目落地。与此同时，2017 年一季度国家能源局发布《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，明确提出煤化工产业实现产能扩大的发展目标，并列出煤制油、煤制天然气等领域新建及储备示范项目。仅考虑在列项目，总投资规模约为 3000 亿元，其中空分设备投资占比约为 5%，约为 150 亿元，为大型空分设备打开了广阔的市场。

表 3：煤炭深加工产业“十三五”发展目标

		煤制油	煤制天然气	煤制烯烃	煤制芳烃	煤制乙二醇	低阶煤分质利用
2015 年底	产量	115 万吨	18.8 亿立方米	648 万吨	-	102	-
	产能	254 万吨	31 亿立方米	862 万吨	0	212	-
2020 年	产能	1300 万吨	170 亿立方米	1600 万吨	100 万吨	600-800 万吨	1500 万吨
新增产能		1046 万吨	139 亿立方米	738 万吨	100 万吨	约 488 万吨	-

数据来源：《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，《现代煤化工“十三五”发展指南》，西南证券整理

表 4：煤炭深加工产业“十三五”新建项目及示范任务

项目	序号	项目名称	示范任务	投资金额 (亿元)
煤制油新建项目	1	潞安长治 180 万吨/年高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目	适用于当地高硫煤的 3000 吨级干粉煤气化技术工业化示范、费托合成及高端油品和化学品生产技术示范、煤制油带动甲醇等传统煤化工改造升级示范。	239.1
	2	伊泰伊犁 100 万吨/年煤炭间接液化示范项目	3000 吨级多喷嘴对置式水煤浆气化技术工业化示范、改进型费托合成反应器及新一代催化剂示范、机械蒸发加结晶处理浓盐水示范。	163.2
	3	伊泰鄂尔多斯 200 万吨/年煤炭间接液化示范项目	改进型费托合成反应器和第二代费托合成催化剂示范、日投煤量 4000 吨自主大型粉煤气化炉工业化示范、百万吨级费托合成及油品加工成套技术和关键装备工业化应用、煤炭间接液化工艺流程优化示范。	290.7
	4	贵州渝富毕节（纳雍）200 万吨/年煤炭间接液化示范项目	高硫煤炭清洁高效综合利用示范、煤炭间接液化制汽油示范。	325.3
储备项目：陕西未来榆林煤间接液化一期后续项目、伊泰甘泉堡、宁煤二期等煤制油项目。				
煤制天然气新建项目	1	苏新能源和丰 40 亿立方米/年煤制天然气项目	大连化物所自主甲烷化技术工业化示范、重大装备自主化示范。	410
	2	北控鄂尔多斯 40 亿立方米/年煤制天然气项目	新型高压固定床气化工业化示范、自主甲烷化技术工业化示范、高含盐废水资源化利用示范。	230
	3	山西大同 40 亿立方米/年煤制天然气项目	固定床与气流床组合气化工工艺示范、自主甲烷化技术工业化示范、高浓盐水杂盐纯化和结晶盐分离技术应用示范	216
	4	新疆伊犁 40 亿立方米/年煤制天然气项目	固定床碎煤加压气化废水高效处理示范、自主甲烷化技术工业化示范、重大装备自主化示范、大型煤化电热一体化示范。	245.3

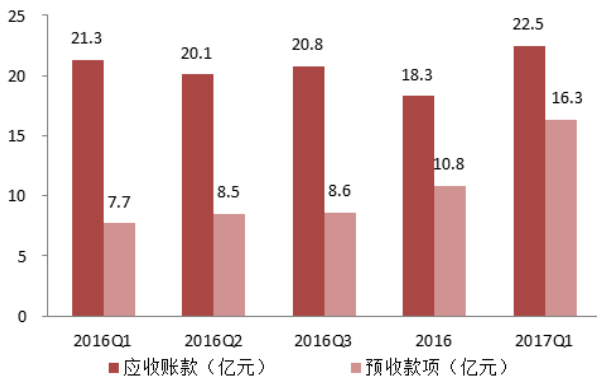
项目	序号	项目名称	示范任务	投资金额 (亿元)
	5	安徽能源淮南 22 亿立方米/年煤制天然气项目	适用于淮南高灰熔点煤的东方炉煤气化技术示范、大连化物所自主甲烷化技术工业化示范。	150
储备项目：新疆准东、内蒙古西部（含天津渤化、国储能源）、内蒙古东部（兴安盟、伊敏）、陕西榆林、武安新峰、湖北能源、安徽京皖安庆等煤制天然气项目。				
低阶煤分质利用新建项目	1	京能锡盟 500 万吨/年褐煤热解分级综合利用项目	两段转体炉煤热解技术百万吨级工业化示范、半焦水煤浆气化工业化示范、低温热解与间接液化技术组合示范。	90
	2	陕煤化榆林 1500 万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目	百万吨级低阶煤热解工业化示范、热解-气化一体化（CGPS）技术的大型工业化示范、焦油加氢制芳烃及航空燃料大型工业化示范、先进水处理技术工业化示范、关键装备自主化示范。	360.3
	3	延长石油榆林 800 万吨/年煤提取焦油与制合成气一体化（CCSI）产业示范项目	煤提取煤焦油与制合成气一体化（CCSI）技术百万吨级工业化示范、煤油共炼（YCCO）技术百万吨级工业化示范、油化电多联产示范。	-
	4	陕西龙成煤清洁高效利用有限公司 1000 万吨/年粉煤清洁高效综合利用一体化示范项目	单系列 200 万吨/年旋转床低阶煤低温热解技术装备示范、煤焦油和热解气深加工工艺技术示范。	72.1
	5	呼伦贝尔圣山 30 万吨/年褐煤清洁高效综合利用示范项目	热溶催化技术（高液体收率的褐煤催化加氢热解技术）工业化示范。	26.7
储备项目：延长石油横煤基油醇联产、阳煤晋北低阶煤分质利用多联产、京能哈密煤炭分级综合利用、新疆长安能化塔城煤炭分质利用、华本双鸭山煤炭与生物质共气化多联产、珲春矿业低阶煤分质分级利用等项目。				

数据来源：《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，互联网，西南证券整理

空分设备的订单确认周期一般为一至两年，资金随着设备安装过程分期确认收入。受宏观经济增速下降，下游钢铁及化工行业市场需求低迷影响，公司 2015 年设备订单量急剧下滑，严重影响了 2016 年的业绩表现。2016 年下半年，公司订单出现好转，截止至 2016 年年末，公司空分设备业务订单总额到达 26 亿元。2017 年第一季度，公司与浙江石油化工有限公司签订 4000 万吨/年炼化一体化项目一期工程四套 8 万 m³/h 空分设备合同。该订单合同金额近 9 亿元人民币，是公司继神华宁煤六套 10 万 m³/h 空分设备合同以来的最大合同订单，同时也打破了国外企业在炼化一体化项目特大型空分设备上的垄断。

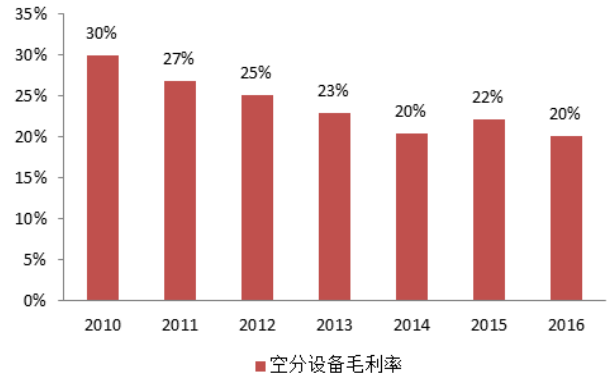
公司应收及预收账款自 2016 年第四季度至今上升趋势明显，同比增速分别为 23%、51%，印证公司订单量的加大及未来业绩增加变化趋势。公司空分设备毛利水平稳定在 21% 左右，预计 2017、2018 年，相关订单将为空分设备业务增长奠定坚实基础。

图 11：公司应收账款与预收款项变动



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：公司空分设备毛利率水平

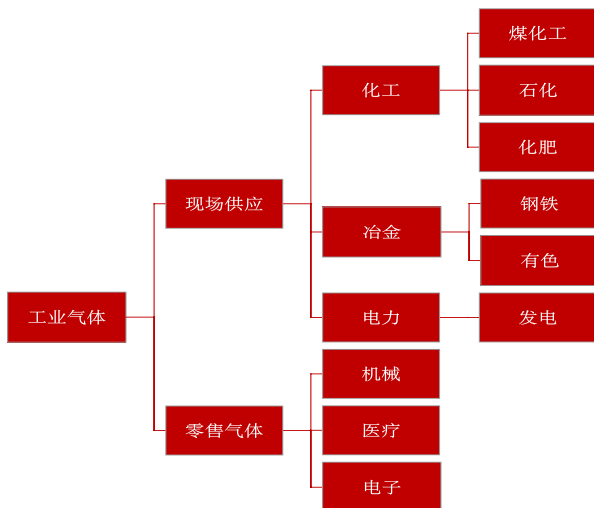


数据来源：wind，西南证券整理

3 气体业务为公司业绩增添弹性

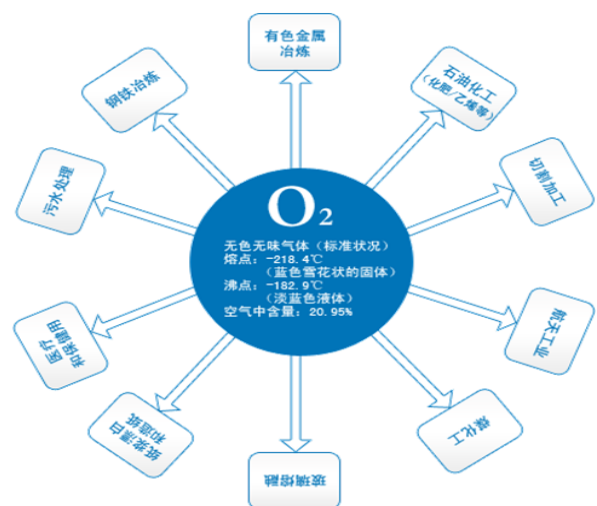
管道气叠加零售气双重业务。工业气体被誉为工业的“血液”，是现代工业重要的基础要素，应用范围十分广泛。公司提供气体产品包括氧气，氮气，氩气、稀有气体、二氧化碳气体等。目前公司的气体销售包括管道气及零售气，业务模式为在大型工业用户附近建立设备，向用户铺设管道，满足签约用户需求的同时，预留部分产能对外零售，管道气与零售气体的收入占比大约分别为总体气体业务的 85%、15%。公司气体业务子公司共计 26 家，主要分布在对工业气体需求较高的东部、中部及北方地区。

图 13：工业气体应用领域



数据来源：产业信息网，西南证券整理

图 14：公司氧气产品的工业应用



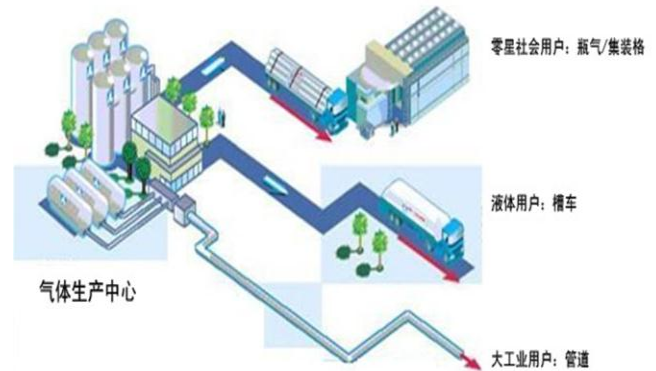
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 15: 公司气体业务领域子公司分布



数据来源: wind, 西南证券整理

图 16: 公司工业气体产品的供应模式



数据来源: wind, 西南证券整理

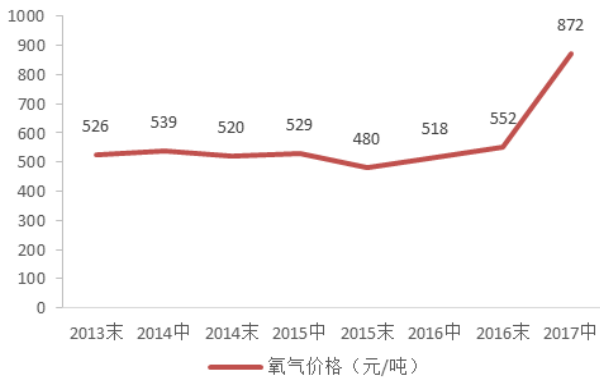
3.1 公司气体业务实现量价双重提升

工业气体行业需求增加, 产品价格提升显著。世界经验数据显示, 工业气体需求量增长是 GDP 增长的 1.5-2.5 倍。根据 SAI 统计的数据, 2015 年我国工业气体市场规模为 92 亿美元, 预计到 2020 年我国工业气体市场规模将达到 128 亿美元。2016 年下半年后, 受下游钢铁、化工行业复苏影响, 我国工业气体需求增加、价格显著提高。2017 年 1 月至 7 月, 氧气、液氮、液氩平均价格同比分别增加 48%、32%、152%, 增幅明显。

公司将受益于零售供气行业集中度提高。公司气体业务依托空分设备制造技术产能超过 100 万立方米/小时, 在国内市场中具备较强的竞争力。在目前工业气体行业中, 有大量中小企业通过外购二手设备在市场中存在, 但由于产品质量不高、开工率较低等原因无法为客户提供稳定的气体来源, 与此同时, 设备生产中的安全环保要求以及小型空分设备能耗较高等原因, 促使规模较小的企业逐步退出市场, 行业集中度不断提升。而外资企业在中国定位于现场制气市场, 因此公司作为具备区域优势的气体供应商具有较高的竞争力, 在行业整合的过程中将成为主要的受益者。

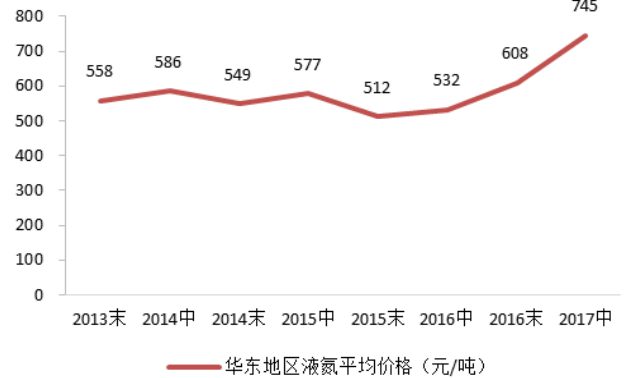
公司气体销售营业收入自 2010 年以来保持高速增长, 复合增长率达到 67.42%, 2014 年后成为公司主要业务, 在总营收中占比不断提升。公司凭借自有的空分设备制造技术与国内工业气体行业龙头盈德气体之间的差距也在逐渐减小。

图 17: 近年氧气价格变化趋势



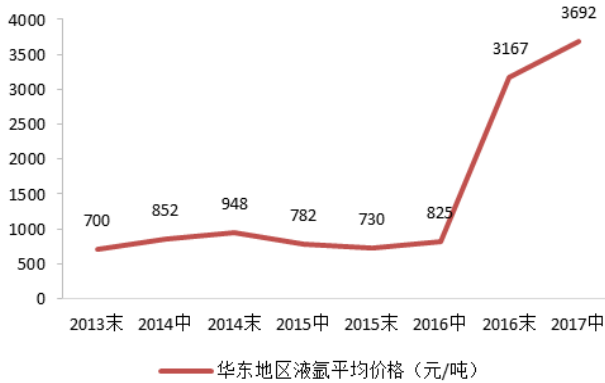
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 18: 近年华东地区氮气价格变化趋势



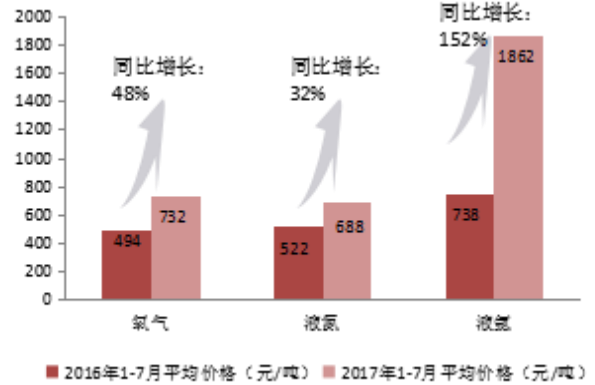
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 19: 近年华东地区氩气价格变化趋势



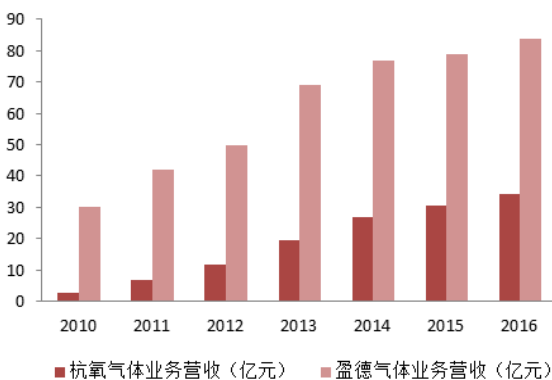
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 20: 2017年1-7月气体平均价格同比变化



数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 21: 杭氧股份与盈德气体集团气体业务营收变化



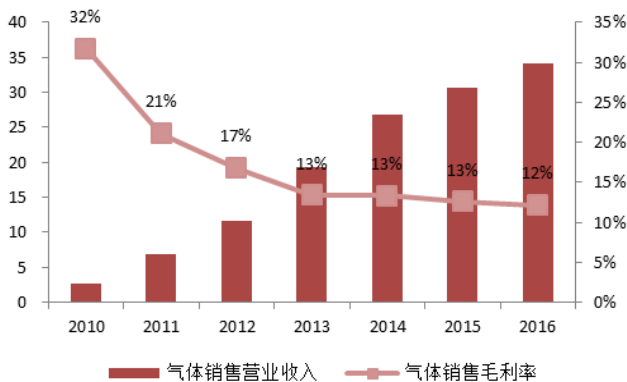
数据来源: wind, 西南证券整理

3.2 气体产品结构优化，打开毛利上升空间

零售气体与稀有气体毛利较高，成为未来利润核心增长点。较于签订长期合同的管道气体，零售气体价格市场化，毛利水平更高，在管道气体的成本基础上零售气体需要增加冲装、容器、人工、运输等成本，其价格由市场供需决定，毛利水平显著高于管道气体，公司零售气体营业收入占据气体业务百分之十几，而数量方面占据则少很多。而全球领先气体公司法国液化空气集团（法液空）、林德集团零售气体营业收入占比均在 30% 以上。公司毛利较高的零售气体业务存在较大的上升空间。与此同时，公司不断发展具有高附加值的稀有气体业务，应用于下游光伏及电子行业，2017 年下半年实现向市场提供氩，氦等稀有气体。高毛利气体业务的发展将对公司业绩提供重要弹性。

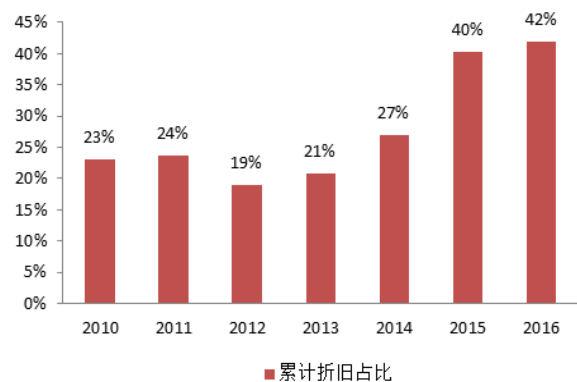
前期项目投资折旧及还贷结束将进一步提高气体业务盈利水平。公司 2010 至 2012 年工业气体产品销售毛利率下降趋势明显，2013 年后公司气体业务毛利率稳定在 12% 水平，主要原因是由于前期气体业务新建项目较多，在业务拓展及运营过程中初期摊销费用较多。随着初期大规模投资建设的折旧结束及现阶段业务布局基本稳定，未来公司气体业务毛利能够实现回升。另一方面，伴随着早期项目由于财务杠杆造成的还贷压力逐步降低，气体业务的盈利水平将进一步提升。

图 22：公司气体销售业务营业收入与毛利率水平



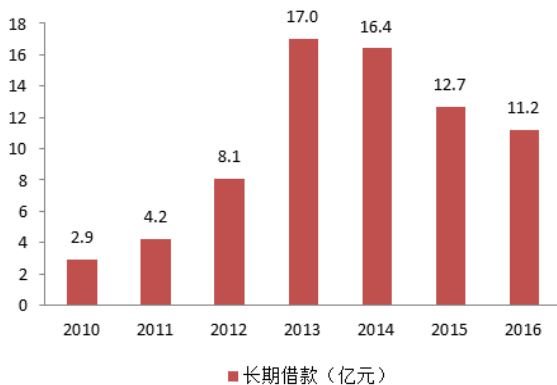
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 23：公司历年折旧占固定资产比例



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 24：公司上市以来长期借款变化

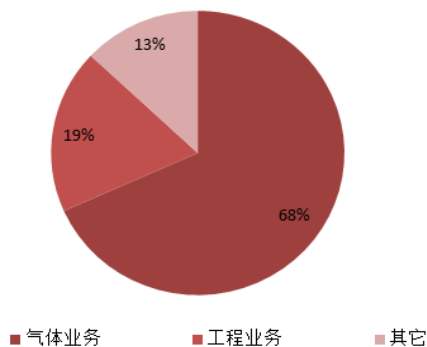


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 借鉴国际领先企业发展方向，迈向气体行业龙头地位

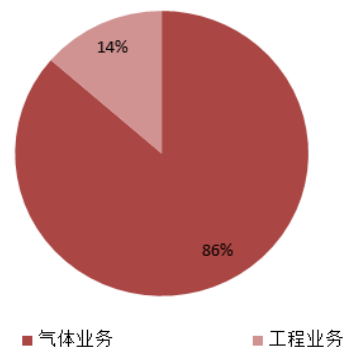
法液空、林德集团作为全球气体行业的领先企业，发展初期以空分设备为基础，凭借技术优势从以空分设备为主向以气体业务为支柱业务的转变过程，2016 年法液空气体业务占总营业收入 68%，林德集团气体业务占总营业收入的 86%。在气体业务中，法液空与林德集团零售气体业务的占比大约在 30%水平；同时发展技术要求较高的医疗气体等高端产品。公司以此作为自身发展战略目标，借鉴先进企业的成功经验，朝着工业气体行业龙头方向不断发展。

图 25：法液空 2016 年营业收入构成



数据来源：法液空官网，西南证券整理

图 26：林德集团 2016 年营业收入构成



数据来源：林德集团官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着公司在气体业务方向的持续投入，公司管道气业务规模持续扩张，零售气体价格受下游需求持续增长带动保持高位，气体销售业务总体呈量价齐升态势；

假设 2：空分设备业务受钢铁、煤炭、煤化工、石油化工等行业景气度不断提振带动，相关订单走出 15、16 年周期低点，公司该项业务在 2017 年、2018 年保持高速增长；

假设 3：在下游石油化工带动下，结合公司在手订单情况，乙烯冷箱业务实现稳步增长。

根据以上假设，预计空分设备业务 2017~2019 年营收增速分别为 70%、95%和 10%；预计气体销售业务 2017~2019 年营收增速分别为 35%、10%和 10%；乙烯冷箱业务 2017~2019 年营收增速分别为 30%、15%、和 10%。

表 5: 各项业务收入及毛利率 (单位: 百万元)

		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	营业收入	4,944.47	6,993.80	9,339.95	10,252.37
	增速	-16.8%	41.45%	33.55%	9.77%
	成本	4239.7	5,778.77	7,540.97	8,219.35
	毛利率	14.3%	17.37%	19.26%	19.83%
气体销售	营业收入	3,290.76	4,442.53	4,886.78	5,375.46
	增速	7.66%	35.00%	10.00%	10.00%
	成本	2,857.62	3,709.51	4,056.03	4,407.87
	毛利率	13.2%	16.50%	17.00%	18.00%
空分设备	营业收入	1,131.48	1,923.52	3,750.86	4,125.94
	增速	-53.67%	70.00%	95.00%	10.00%
	成本	903.00	1,500.34	2,850.65	3,135.72
	毛利率	20.2%	22.00%	24.00%	24.00%
乙烯冷箱	营业收入	181.26	235.64	270.98	298.08
	增速	-13.11%	30.00%	15.00%	10.00%
	成本	172.99	223.86	254.72	277.22
	毛利率	4.6%	5.00%	6.00%	7.00%
其他业务	营业收入	340.97	392.12	431.33	452.89
	增速	46.80%	15.00%	10.00%	5.00%
	成本	306.09	345.06	379.57	398.55
	毛利率	10.2%	12.00%	12.00%	12.00%

数据来源: 西南证券

我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.22 元、0.58 元、0.72 元, 对应 PE 分别为 53 倍、20 倍、16 倍。公司作为空分设备和气体销售领域国内龙头, 结合可比公司及公司历史估值情况, 给予公司 2018 年 25 倍 PE, 对应目标价 14.50 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司对比

代码	公司名称	市值 (亿)	价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
601369	陕鼓动力	109.47	6.68	0.15	0.23	0.29	0.29	41.17	29.40	22.58	22.60
300091	金通灵	79.26	15.17	0.09	0.22	0.37	0.57	137.42	68.42	40.58	26.34
平均值								89.30	48.91	31.58	24.47
002430	杭氧股份	98.07	11.79	-0.34	0.22	0.58	0.72	-31	53	20	16

数据来源: wind, 西南证券 (可比公司 2017-19 年 EPS 取自 Wind 一致预期)

5 风险提示

- （1）下游行业景气度不及预期风险；
- （2）下游煤化工、石油化工新开项目不及预期风险；
- （3）零售气体价格波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4944.47	6993.79	9339.94	10252.36	净利润	-280.85	204.26	537.58	663.31
营业成本	4239.70	5778.76	7540.96	8219.35	折旧与摊销	519.31	675.37	675.37	675.37
营业税金及附加	38.55	38.26	49.45	56.96	财务费用	154.89	157.74	161.98	152.96
销售费用	100.86	123.60	168.53	188.90	资产减值损失	259.04	84.67	84.67	84.67
管理费用	495.59	654.88	872.89	940.72	经营营运资本变动	65.66	-294.34	-700.61	-225.83
财务费用	154.89	157.74	161.98	152.96	其他	-293.95	-114.72	-78.59	-82.70
资产减值损失	259.04	84.67	84.67	84.67	经营活动现金流净额	424.11	712.98	680.40	1267.77
投资收益	41.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	-301.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-654.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-955.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	-302.57	155.88	461.46	608.80	短期借款	5.00	237.19	-301.65	-365.54
其他非经营损益	50.80	60.42	60.49	63.13	长期借款	-143.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-251.77	216.29	521.95	671.93	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	29.08	12.03	-15.63	8.62	支付股利	-24.95	44.49	-29.08	-77.33
净利润	-280.85	204.26	537.58	663.31	其他	775.58	-940.04	-161.98	-152.96
少数股东损益	1.77	18.93	53.59	61.60	筹资活动现金流净额	612.63	-658.35	-492.70	-595.84
归属母公司股东净利润	-282.62	185.33	483.98	601.70	现金流量净额	83.02	54.63	187.69	671.93
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	504.88	559.50	747.20	1419.13	成长能力				
应收和预付款项	2899.13	3752.45	5134.44	5612.61	销售收入增长率	-16.76%	41.45%	33.55%	9.77%
存货	793.14	1138.80	1494.09	1631.24	营业利润增长率	-285.74%	151.52%	196.05%	31.93%
其他流动资产	172.04	243.34	324.97	356.72	净利润增长率	-273.55%	172.73%	163.18%	23.39%
长期股权投资	62.79	62.79	62.79	62.79	EBITDA 增长率	-51.32%	166.12%	31.33%	10.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4956.56	4326.48	3696.41	3066.33	毛利率	14.25%	17.37%	19.26%	19.83%
无形资产和开发支出	393.70	348.41	303.11	257.82	三费率	15.20%	13.39%	12.88%	12.51%
其他非流动资产	131.47	131.47	131.47	131.47	净利率	-5.68%	2.92%	5.76%	6.47%
资产总计	9913.70	10563.24	11894.48	12538.11	ROE	-7.52%	5.19%	12.10%	13.19%
短期借款	440.00	677.19	375.54	10.00	ROA	-2.83%	1.93%	4.52%	5.29%
应付和预收款项	2418.16	3331.01	4417.56	4826.19	ROIC	-2.48%	4.47%	9.67%	11.47%
长期借款	1123.00	1123.00	1123.00	1123.00	EBITDA/销售收入	7.52%	14.14%	13.91%	14.02%
其他负债	2199.04	1499.45	1537.29	1551.86	营运能力				
负债合计	6180.20	6630.65	7453.40	7511.05	总资产周转率	0.50	0.68	0.83	0.84
股本	831.78	831.78	831.78	831.78	固定资产周转率	1.19	1.64	2.57	3.41
资本公积	883.42	883.42	883.42	883.42	应收账款周转率	2.62	3.33	3.32	3.01
留存收益	1614.09	1843.92	2298.83	2823.20	存货周转率	5.05	5.63	5.52	5.09
归属母公司股东权益	3378.96	3559.12	4014.02	4538.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	48.22%	—	—	—
少数股东权益	354.54	373.47	427.07	488.67	资本结构				
股东权益合计	3733.50	3932.59	4441.09	5027.06	资产负债率	62.34%	62.77%	62.66%	59.91%
负债和股东权益合计	9913.70	10563.24	11894.48	12538.11	带息债务/总负债	41.47%	42.23%	33.52%	28.40%
					流动比率	1.19	1.38	1.55	1.80
					速动比率	0.97	1.10	1.25	1.47
					股利支付率	-8.83%	-24.01%	6.01%	12.85%
					每股指标				
					每股收益	-0.34	0.22	0.58	0.72
					每股净资产	4.49	4.73	5.34	6.04
					每股经营现金	0.51	0.86	0.82	1.52
					每股股利	0.03	-0.05	0.03	0.09
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	371.64	988.98	1298.81	1437.13					
PE	-34.70	52.91	20.26	16.30					
PB	2.63	2.49	2.21	1.95					
PS	1.98	1.40	1.05	0.96					
EV/EBITDA	33.54	12.05	8.80	7.23					
股息率	0.25%	—	0.30%	0.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn