

杭氧股份 (002430.SZ)

设备业务触底回升，气体利润弹性充足

核心观点:

杭氧股份是国内空分设备的龙头企业，依托制造优势和客户资源向气体服务转型，形成“制造+服务”两大业务并举的局面。今年以来，公司的设备业务订单继续回升，气体业务的零售价格向上，带动公司业绩的有力好转。

2017年Q1、Q2，公司单季度归母净利润分别为0.39、0.60亿元，根据公司预告，Q3单季预计为0.77~1.17亿元（前3季累计1.75~2.15亿元）。

空分设备业务订单向好：此前受下游钢铁、化工等调整影响，公司设备业务曾大幅下滑，2016年设备收入11.3亿元，仅为2012年高点的30.6%。从2016年下半年开始，空分设备市场显示回暖迹象。2016年全年及2017年上半年公司新签设备订单分别为25.9亿元、14.9亿元，新签订单大幅增长为后续排产和销售提供了有力支持。2017年上半年，公司设备业务收入9.86亿，较上年同期增长46.7%。

气价上涨，带动利润弹性：今年以来，由于供需变化，工业气体零售市场的价格持续走高。根据e-gas统计，近期液氧、液氮价格已经达到今年1月的2.7倍、2.4倍。2017年上半年，公司气体销售收入为18.0亿元，同比增长22.6%，毛利率为15.3%，较去年同期提升3.53个百分点。

盈利预测：我们预测公司2017-2019年营业收入分别为6,462、7,660和8,175百万元，归属于母公司股东的净利润分别为342、406、455百万元，按最新股本计算的EPS分别为0.354、0.421和0.472元。公司的设备业务正触底反弹，而零售气体业务有望随气价上涨获得较高的利润弹性，结合业绩和估值情况，我们继续给予公司“谨慎增持”评级。

风险提示：设备需求受钢铁、化工、煤化工等下游投资波动影响风险；气体业务的投产进度和受零售价格影响的盈利波动风险。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,939.67	4,944.47	6,461.67	7,659.81	8,175.01
增长率(%)	0.10%	-16.76%	30.68%	18.54%	6.73%
EBITDA(百万元)	825.52	589.08	1,162.74	1,281.34	1,382.31
净利润(百万元)	144.11	-282.62	341.78	406.36	454.86
增长率(%)	6.39%	-296.12%	220.93%	18.90%	11.93%
EPS(元/股)	0.173	-0.340	0.354	0.421	0.472
市盈率(P/E)	66.38		37.08	31.19	27.86
市净率(P/B)	2.60	2.13	2.75	2.55	2.36
EV/EBITDA	14.32	16.95	12.31	10.48	9.82

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

13.14元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-08-20

相对市场表现



分析师：罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

相关研究:

- 杭氧股份(002430.SZ) 2016 2017-03-31
年报点评: 经历低谷后迎来转机, 气体是弹性所在
- 杭氧股份跟踪研究: 业务在变 2017-01-02
化调整, 关注利润率走势
- 杭氧股份(002430.SZ): 利 2014-04-24
润率进一步下滑, 形势仍然严峻

联系人：周静 zhoujing@gf.com.cn

目录索引

空分设备：订单上扬，设备业务迎来触底回升	4
空分设备下游投资显示回暖	4
新签订单增长明显，设备业务改善基础良好	5
气体业务：气价拉升，零售业务利润弹性充分	6
需求提升叠加供给紧张，拉动气体价格高涨	6
零售气体业务利润弹性可期	9
投资建议和风险提示	11

图表索引

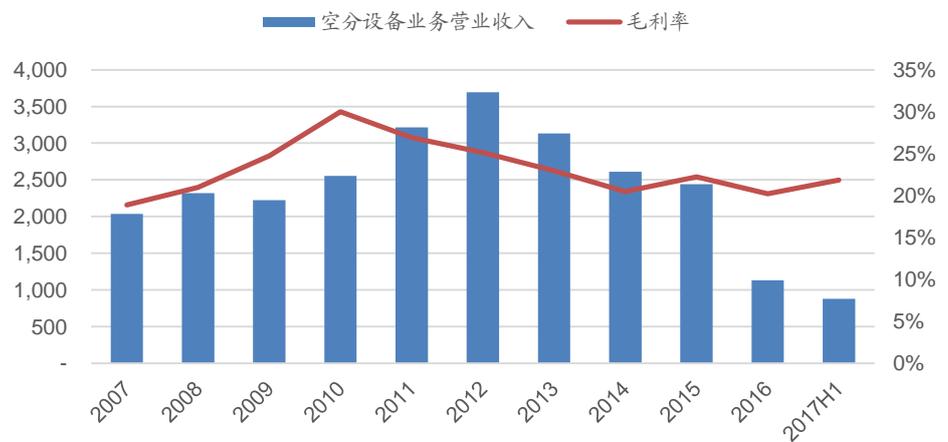
图 1: 杭氧股份空分设备业务收入 (百万元) 与毛利率	4
图 2: 钢铁行业固定资产投资 (亿元)	4
图 3: 化工行业固定资产投资 (亿元)	4
图 4: 杭氧股份单季度营业收入与净利润 (百万元)	5
图 5: 杭氧股份预收账款 (百万元)	5
图 6: 钢铁行业单季度营业收入与利润总额 (亿元)	6
图 7: 化工行业单季度营业收入与利润总额 (亿元)	6
图 8: 粗钢与钢材产量 (万吨)	6
图 9: 兰格钢铁全国百家中小钢铁企业高炉开工率	6
图 10: 各种炼钢方式钢铁产量占比	7
图 11: 几种主要炼钢方式所需氧气量	8
图 12: 液氧、液氮、液氩价格 (元/吨, 不含税)	8
图 13: 杭氧股份气体业务收入 (百万元)	9
图 14: 盈德气体业务收入 (百万元)	9
图 15: 盈德气体零售业务收入 (百万元)	10
图 16: 盈德气体半年度收入与净利润 (百万元)	11
图 17: 盈德气体各种气体销量 (百万标准立方米)	11
表 1: 分项业务预测情况 (金额单位: 百万元)	12

空分设备：订单上扬，设备业务迎来触底回升

空分设备下游投资显示回暖

杭氧股份是国内空分设备制造行业的龙头企业，其空分设备设计制造技术已跨入世界最先进的行列。由于受下游钢铁、化工等行业结构调整影响，近几年公司设备业务大幅缩水，2016年杭氧空分设备收入仅11.31亿元，同比下滑53.7%，仅为2012年高点的30.6%。随着空分设备行业从2016年下半年开始回暖，公司新签订单大幅提升，2017H1公司设备业务收入9.86亿，较上年同期增长46.71%。

图1：杭氧股份空分设备业务收入（百万元）与毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2016年化工行业固定资产投资同比增长6.21%，较上年投资大幅缩减状态有较强改善；2017年1-6月同比增长6.74%，保持了温和回升的态势。虽然钢铁行业总体固定资产仍然处于下滑状态，但从16年下半年开始，钢铁行业盈利大幅改善，目前行业开工率保持高位，企业投资意愿有望提升；另外，中央持续对“地条钢”的严厉查处，迫使中频炉逐渐淘汰而升级用氧炼钢方式，成为对空分设备的新增需求。

图2：钢铁行业固定资产投资（亿元）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图3：化工行业固定资产投资（亿元）



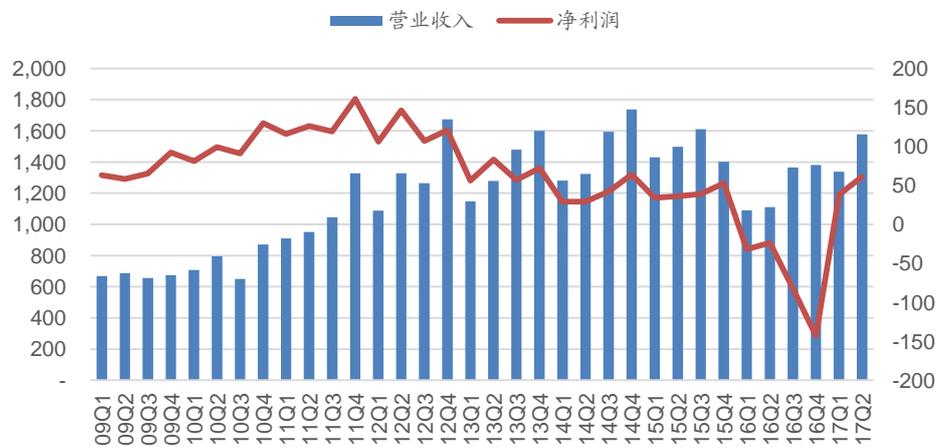
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

新签订单增长明显，设备业务改善基础良好

杭氧股份抓住空分项目市场回暖的时机，持续关注下游客户转型升级、技术改造的新需求，充分挖掘市场需求机会，2016年全年及2017年一季度公司新签订单均有大幅增长，公司2016年全年设备业务新签订单25.88亿元，已经是16年全年设备收入的2倍多，2017年上半年公司新接设备订单14.86亿元，为后续排产和销售提供有力支持。

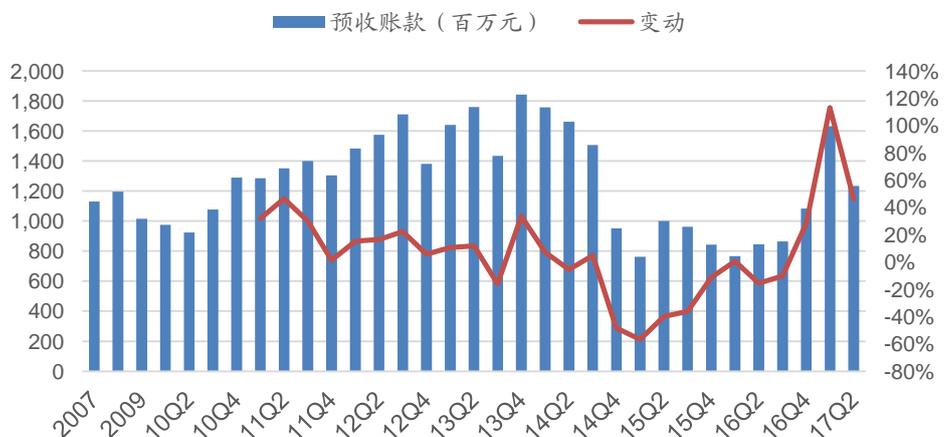
随着前期设备订单大幅增加，公司空分设备收入明显增长；同时，零售气体市场回暖，公司零售气体产品利润水平有较大提升。公司2017年上半年实现营业收入29.1亿，同比增长32.5%；实现归属于上市公司股东的净利润为9,834万元，上年同期为-5,611.66万元。其中Q2单季度实现营业收入15.78元，同比增长42.2%；实现净利润6,134万元，单季度净利润大幅提升。

图4：杭氧股份单季度营业收入与净利润（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：杭氧股份预收账款（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

气体业务：气价拉升，零售业务利润弹性充分

需求提升叠加供给紧张，拉动气体价格高涨

钢铁、化工行业利润大幅回升，刺激企业生产积极性。从16年下半年开始，钢铁行业利润大幅回升，根据国家统计局的数据，16Q2-17Q2钢铁行业利润总额的季度平均值为561.5亿元，而15Q1-16Q1利润总额的季度平均值仅为135.6亿元，增长幅度达314%。化工行业经营好转早于钢铁行业，从15Q4开始化工行业利润持续向好，根据国家统计局的数据，16Q4单季度的利润总额达到636.3亿元，为5年来最高值。

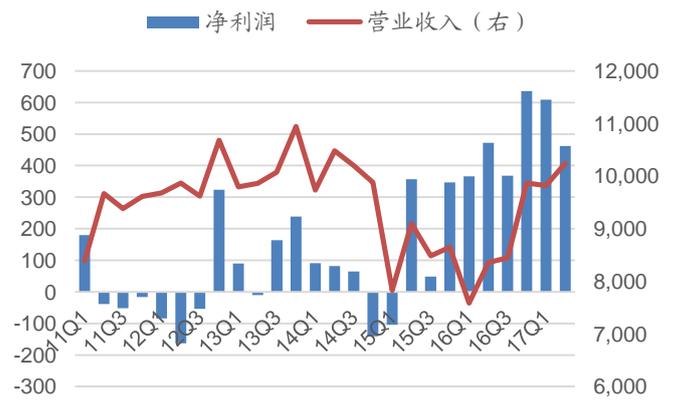
受行业利润提升的带动，企业生产积极性高涨。以钢铁行业为例，当前钢产量和钢厂高炉开工率持续高位运行。2017年1-6月，生铁累计产量36,256万吨，同比增加3.4%；粗钢累计产量41,975万吨，同比增长4.6%，不锈钢行业亦处于量价齐升的状态。而根据兰格钢铁全国百家中小钢铁企业每周高炉开工率数据，近两个月跟踪的百家中小钢铁企业高炉开工率维持在88%以上，期间2次突破90%。

图6：钢铁行业单季度营业收入与利润总额（亿元）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图7：化工行业单季度营业收入与利润总额（亿元）



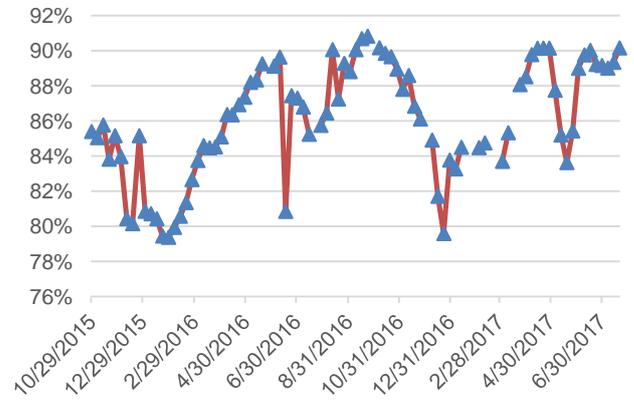
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图8：粗钢与钢材产量（万吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：兰格钢铁全国百家中小钢铁企业高炉开工率

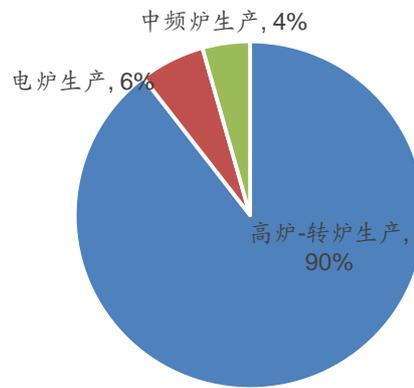


数据来源：兰格，广发证券发展研究中心

中频炉逐渐淘汰，升级用氧炼钢方式。“地条钢”指以废钢材为原料，经过感应炉融化，不能有效地进行成分和质量控制生产的钢及以其为原料轧制的钢材。这种钢材质量低劣并且造成严重污染，早在2002年国家经贸委就将其列入落后产品名单，要求对其限期淘汰。目前在相关部门进一步严格要求，在2017年6月30日前彻底取缔“地条钢”，通过政策的有力执行，“地条钢”产能将逐渐被全面淘汰。

“地条钢”生产通常使用工频感应炉（50Hz或50Hz或）、中频感应炉（150 Hz~1000 Hz），由于这两种感应炉与“地条钢”生产关系密切，此后屡次成为被淘汰的对象。使用中频炉生产只需通过鼓风机吹进空气，不需加氧气。随着中央坚定推进取缔“地条钢”，生产“地条钢”的中频炉逐渐淘汰，转而采用需要用氧的转炉或电炉生产，继而带动空分设备以及用氧需求。根据Mysteel等研究机构估计，2016年仍有中频炉钢厂约70家，产能在1亿吨左右，2016年实际投放产量约5000万吨，当年钢铁总产量的4.4%。

图10：各种炼钢方式钢铁产量占比

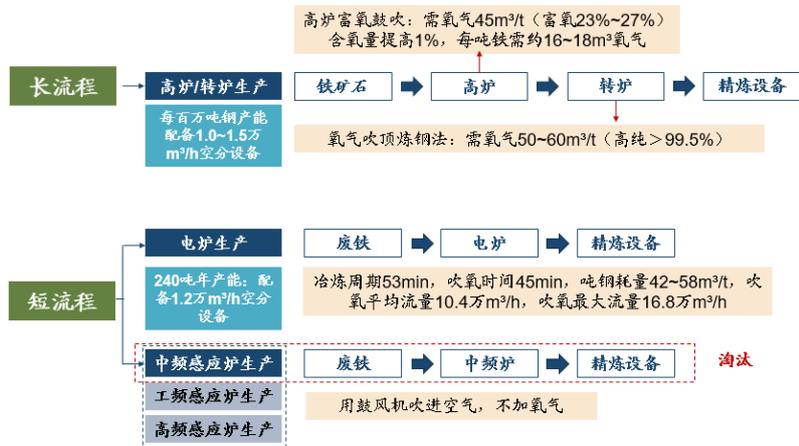


数据来源：Wind，Mysteel等，广发证券发展研究中心

我国炼钢方式主要采用高炉-转炉生产的长流程生产方式，该方式生产的钢铁产量大概占90%左右。其中，在高炉环节普遍采用高炉富氧鼓吹工艺，氧气需求量45 m³/t，富氧含量23%~27%。并且含氧量每提高1%，每吨铁需要16~18 m³氧气；在转炉环节普遍采用氧气吹顶炼钢法，氧气需求量50~60 m³/t。

电炉炼钢方面，以中冶东方江苏重工有限公司1X220t电炉为例，可实现年产240万吨合格大型板坯，其每吨钢耗氧量42~58 m³/t，配套了12,000m³/h外压缩流程空分设备。电炉炼钢要求氧气浓度≥98%，其中变压吸附制氧纯度一般可达93%~95%，另外氩气占4.5%、氮气占2.5%。以电炉钢为代表的短流程炼钢在投资、效率、环保等方面具有明显的优越性，但由于长期以来废钢价格、电价偏高导致其经济效益低于长流程的高炉-转炉生产，国内电炉钢发展缓慢甚至倒退。2015年我国电炉钢产量占比仅6.07%，而国外平均水平达44.07%，其中美国高达63%。

图11: 几种主要炼钢方式所需氧气量

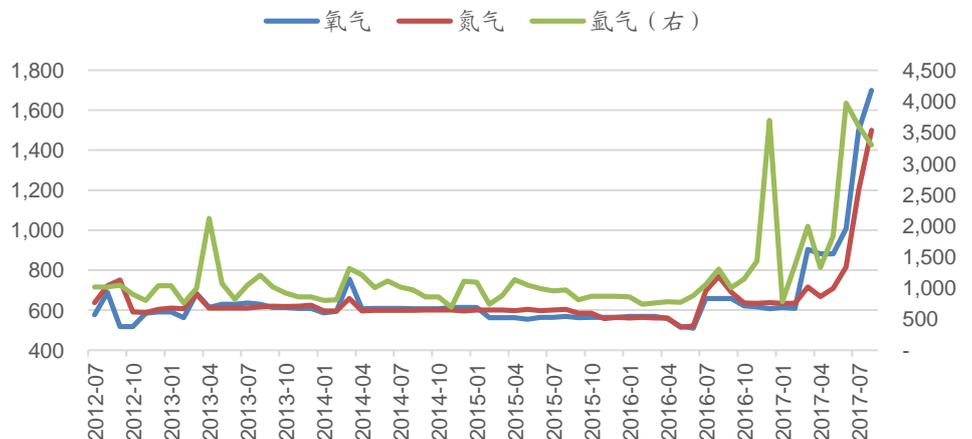


数据来源: 杭氧股份招股书, 广发证券发展研究中心

供给紧张, 氧气、氮气均升至5年来最高价格。根据E-gas的数据, 以上海地区工业气体价格为例, 目前氧气、氮气、氩气价格都在紧张供给的刺激下创下了5年来的最高值。液氩价格在经历16年底迅的陡增陡降后, 从17年初再次由低位的约500元/吨上涨至约4000元/吨, 创下5年来新高。虽然进入7月以来, 随着各地外销液氩供应得到普遍改善, 液氩价格回落, 但目前仍然达到3300元/吨。

今年6月到7月, 使用更普遍的氧气、氮气价格陆续创下5年来新高。2012~2015年, 液氧、液氮价格长期在600~700元/吨区间徘徊。而在今年7月, 液氧价格拉升至1500元/吨左右, 较6月提升48%, 较去年同期提升127%; 液氮价格达到1200元/吨左右, 较6月提升48%, 较去年同期提升74%。进入7月后, 大多区域的气体产品生产平稳, 但产量依然很低, 主要是一些与大型生产厂家关联的“现场”消耗上升, 北方不少地方的液氧和液氮市场可供量受到更大程度的挤压。8月气体价格持续走高, 液氧价格在1700元/吨, 较7月提升13%; 液氮价格1500元/吨, 较7月提升25%。当前氧气、氮气价格继续走高, 显示供给仍处于紧张状态。

图12: 液氧、液氮、液氩价格 (元/吨, 不含税)



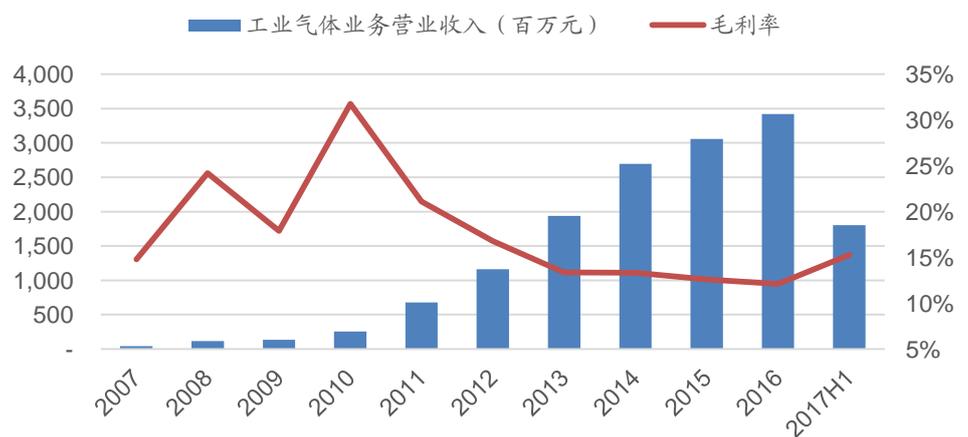
数据来源: e-gas, 广发证券发展研究中心

零售气体业务利润弹性可期

气体业务稳步扩张,已具备相当规模。公司以空分设备龙头的优势身份切入气体业务,从2010年开始,公司工业气体业务保持每年60%以上增长的高速发展,2016年杭氧股份工业气体业务收入3,417百万元,同比增长11.8%,占总收入的69.1%。2017H1公司气体业务收入1,802百万元,同比增长22.55%。毛利率15.3%,较去年同期提升3.53个百分点。

杭氧股份在气体业务上保持了远超行业增长的扩张速度,也高于行业领先企业的成长速度,2016年公司气体业务规模已经达到盈德气体的40.7%。目前,杭氧股份拥有27家气体公司,规模(包含运营和在建)为192万m³/h,累计装机容量已经非常接近盈德气体,2016年盈德气体累计氧气装机容量201万m³/h。但是,由于近年来零售气体市场低迷,加上竞争激烈,公司气体业务的毛利率从2010年的超过30%,降至2016年的12.1%,同期盈德气体毛利率仍有30%。随着当前气体价格反弹明显,公司气体业务利润具备较大弹性。

图13: 杭氧股份气体业务收入(百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 盈德气体业务收入(百万元)

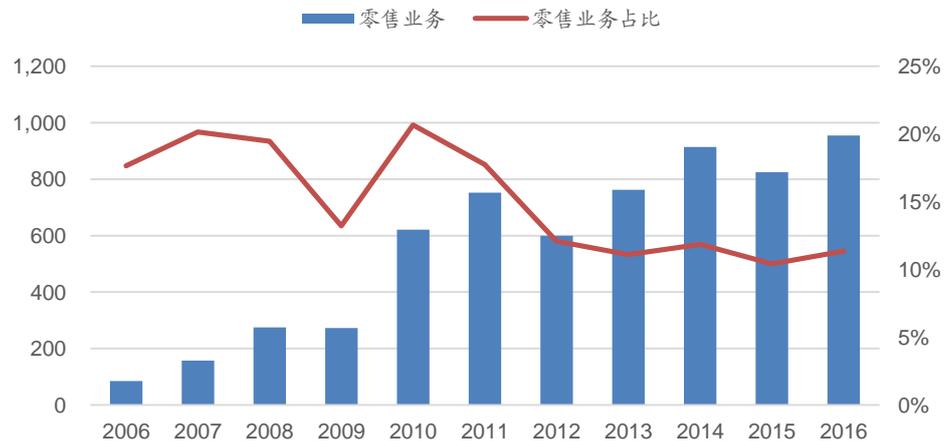


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

零售业务是气体企业利润弹性所在。气体供应模式分为三种，包括大型现场供气业务以及液体业务、气瓶业务两种零售模式。（1）针对大规模用气需求的客户，采用在客户端建造现场制气装置或设立大型空分管网，通常与客户签订长期供气合同（10年以上），具有稳定的高盈利性；（2）液体供应是通过槽车送达客户端，一般液氧、液氮覆盖气体装置点半径300~500公里范围内是经济可行的；（3）液体运输至充装站，由中间商把液体气化后装瓶，1立方米的液体充装800立方米的气体，注重销售及运送能力。

由于现场制气都是签订了长期合同，管道气价格相对平稳。而对于零售业务，一方面，由于通常空分生产的液体占比较少，气体价格上涨对零售业务销售收入影响不会太高。但是，由于液体可以视为生产管道气的副产品，其边际成本很低，如果按价格计算的毛利率水平很高。一般随管道气生产出来的液体量占3%~5%，但由于液体价格更高，通常液体收入占比在10%以上。以盈德气体为例，其零售业务收入占比近几年稳定在10%~12%之间，最高时期曾达到20%。

图15: 盈德气体零售业务收入（百万元）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

氧气和氮气是工业用气最普遍的两种气体，盈德气体是中国境内最大的独立工业气体供应商，从其各种气体销量情况看，2016年氧气、氮气销量分别占到其总销量的43.9%、41.1%。在应用领域方面，氧气氮气在钢铁冶炼等传统产业有大量需求，而在其他应用领域的需求也正在上升。2008年，钢铁、化工两个行业的占比为57%，有色以及其他行业对氧气的应用相对分散，总共占比为43%。到2015年，氧气的应用领域中，其他行业应用比例已上升到53%。

从盈德气体盈利变化可以看出气体价格上涨对零售业务利润影响。从2016年下半年开始，液氩价格迅速上涨，由16年6月的876元/吨涨至12月的3,695元/吨，涨幅达3.22倍。盈德气体2016年氩气销量及单位价格同比增加23.8%及11.7%。如果按零售价格计算，氩气销售收入仅占总收入的4.3%，如果按当年零售收入占总收入比例估算，零售氩气收入仅占总收入的0.5%，因而虽然2016年氩气价格有较大涨幅，但对公司利润影响不明显。2016年盈德气体营业利润仅增长4.8%，毛利率30.4%，将上期下滑1.8个百分点。

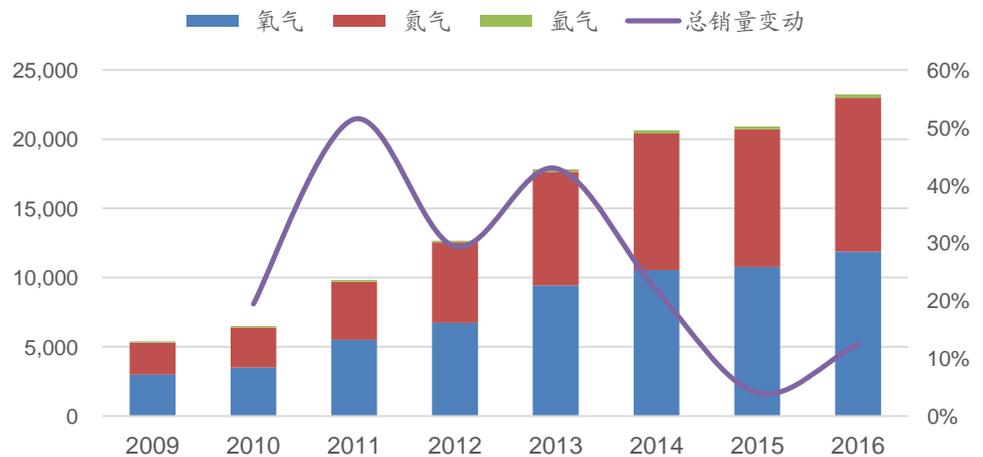
而随着今年3月以来，占比最高的氧气、氮气价格大幅上涨，盈德气体利润大幅回升。2017年上半年盈德气体收入4,791百万元，同比增长14.1%；但净利润达到536百万元，同比增长38.5%。

图16: 盈德气体半年度收入与净利润（百万元）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 盈德气体各种气体销量（百万标准立方米）



数据来源: 盈德气体年报, 广发证券发展研究中心

投资建议和风险提示

两大业务情况: 公司的气体分离设备业务从订单到交付的周期为12~18个月不等，2016年新签订单25.9亿元，2017年上半年新签订单14.9亿元，基于前述对于下游钢铁、化工等经历供给侧改革、其效益显著改善，未来更新和产业升级的需求逐步释放，我们预测该项业务2017-2019年的收入分别为1,981、2,970和3,267百万元。公司的

气体销售业务的项目扩张较少，因此其收入变动主要来源于现场制气客户的用量变化和零售市场的量价波动，结合下游用气的景气情况，我们预测该项业务2017-2019年的收入分别为3,949、4,136和4,354百万元。

投资建议：根据分项业务情况，我们预测公司2017-2019年营业收入分别为6,462、7,660和8,175百万元，归属于母公司股东的净利润分别为342、406、455百万元，按最新股本计算的EPS分别为0.354、0.421和0.472元。公司的设备业务正触底反弹，而零售气体业务有望随气价上涨获得较高的利润弹性，结合业绩和估值情况，我们继续给予公司“谨慎增持”评级。

风险提示：设备需求受钢铁、化工、煤化工等下游投资波动影响风险；气体业务的投产进度和受零售价格影响的盈利波动风险。

表 1：分项业务预测情况（金额单位：百万元）

产品销售收入

单位：人民币百万元

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
气体分离设备								
销售收入	3,693.46	3,131.55	2,611.44	2,442.11	1,131.48	1,980.08	2,970.12	3,267.13
增长率 (YOY)	N/A	-15.21%	-16.61%	-6.48%	-53.67%	75.00%	50.00%	10.00%
毛利率	25.12%	22.95%	20.47%	22.24%	20.19%	22.00%	23.50%	24.00%
销售成本	2,765.58	2,412.77	2,076.92	1,898.99	903.00	1,544.46	2,272.14	2,483.02
增长率 (YOY)	N/A	-12.76%	-13.92%	-8.57%	-52.45%	71.04%	47.12%	9.28%
毛利	927.88	718.78	534.52	543.12	228.47	435.62	697.98	784.11
增长率 (YOY)	N/A	-22.54%	-25.64%	1.61%	-57.93%	90.66%	60.23%	12.34%
占总销售额比重	68.99%	56.91%	44.01%	41.12%	22.88%	30.64%	38.78%	39.96%
占主营业务利润比重	75.79%	67.19%	51.13%	54.56%	32.42%	31.63%	43.56%	45.27%
气体销售								
销售收入	1,162.83	1,937.76	2,693.81	3,056.75	3,290.76	3,948.91	4,146.36	4,353.67
增长率 (YOY)	N/A	66.64%	39.02%	13.47%	7.66%	20.00%	5.00%	5.00%
毛利率	16.77%	13.38%	13.34%	12.59%	13.16%	22.50%	20.50%	20.50%
销售成本	967.84	1,678.55	2,334.33	2,671.99	2,857.69	3,060.41	3,296.35	3,461.17
增长率 (YOY)	N/A	73.43%	39.07%	14.46%	6.95%	7.09%	7.71%	5.00%
毛利	194.99	259.21	359.48	384.76	433.07	888.50	850.00	892.50
增长率 (YOY)	N/A	32.94%	38.68%	7.03%	12.56%	105.16%	-4.33%	5.00%
占总销售额比重	21.72%	35.21%	45.40%	51.46%	66.55%	61.11%	54.13%	53.26%
占主营业务利润比重	15.93%	24.23%	34.39%	38.65%	61.45%	64.51%	53.05%	51.53%
乙烯冷箱产品								
销售收入	116.80	240.91	381.12	208.60	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	106.26%	58.20%	-45.27%	-100.00%	—	—	—
毛利率	37.90%	20.97%	28.08%	2.55%	—	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本	72.53	190.38	274.12	203.28	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	162.48%	43.99%	-25.84%	-100.00%	—	—	—
毛利	44.27	50.53	107.00	5.32	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	N/A	14.14%	111.76%	-95.03%	-100.00%	—	—	—
占总销售额比重	2.18%	4.38%	6.42%	3.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	3.62%	4.72%	10.24%	0.53%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
工程总包及其他								
销售收入	380.83	192.50	247.45	232.21	522.24	532.68	543.33	554.20
增长率 (YOY)	N/A	-49.45%	28.55%	-6.16%	124.90%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	15.02%	21.44%	17.92%	26.84%	8.28%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本	323.62	151.23	203.11	169.88	479.01	479.41	489.00	498.78
增长率 (YOY)	N/A	-53.27%	34.31%	-16.36%	181.97%	0.08%	2.00%	2.00%
毛利	57.21	41.27	44.34	62.33	43.23	53.27	54.33	55.42
增长率 (YOY)	N/A	-27.87%	7.44%	40.57%	-30.65%	23.23%	2.00%	2.00%
占总销售额比重	7.11%	3.50%	4.17%	3.91%	10.56%	8.24%	7.09%	6.78%
占主营业务利润比重	4.67%	3.86%	4.24%	6.26%	6.13%	3.87%	3.39%	3.20%
销售收入小计	5353.92	5502.72	5,933.82	5,939.67	4,944.47	6,461.67	7,659.81	8,175.01
销售成本小计	4129.57	4432.93	4,888.48	4,944.14	4,239.70	5,084.28	6,057.50	6,442.97
毛利	1224.35	1069.79	1,045.34	995.53	704.77	1,377.39	1,602.32	1,732.04
平均毛利率	22.87%	19.44%	17.62%	16.76%	14.25%	21.32%	20.92%	21.19%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4436	4369	5239	6517	7513
货币资金	491	505	600	1675	1729
应收及预付	2922	2899	3664	3681	4637
存货	787	793	975	1162	1147
其他流动资产	236	172	0	0	0
非流动资产	5294	5545	5136	4777	4466
长期股权投资	70	63	63	63	63
固定资产	3754	4580	4407	4148	3856
在建工程	954	377	327	247	247
无形资产	322	394	338	317	298
其他长期资产	194	131	2	2	2
资产总计	9731	9914	10375	11294	11979
流动负债	3457	3682	3167	3507	3561
短期借款	435	440	12	0	0
应付及预收	2457	2481	3155	3507	3561
其他流动负债	565	761	0	0	0
非流动负债	2171	2498	2223	2423	2623
长期借款	1266	1123	1223	1423	1623
应付债券	500	1000	1000	1000	1000
其他非流动负债	405	375	0	0	0
负债合计	5628	6180	5390	5930	6184
股本	832	832	965	965	965
资本公积	883	883	1690	1690	1690
留存收益	1922	1614	1908	2266	2672
归属母公司股东权	3676	3379	4612	4970	5377
少数股东权益	427	355	373	394	418
负债和股东权益	9731	9914	10375	11294	11979

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5940	4944	6462	7660	8175
营业成本	4944	4240	5084	6057	6443
营业税金及附加	26	39	48	57	61
销售费用	98	101	129	153	164
管理费用	499	496	582	689	736
财务费用	148	155	108	94	106
资产减值损失	65	259	84	92	81
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	42	1	2	2
营业利润	163	-303	428	518	586
营业外收入	60	56	60	60	60
营业外支出	14	5	8	8	8
利润总额	209	-252	480	570	638
所得税	47	29	120	143	160
净利润	162	-281	360	428	479
少数股东损益	18	2	18	21	24
归属母公司净利润	144	-283	342	406	455
EBITDA	826	589	1163	1281	1382
EPS (元)	0.17	-0.34	0.35	0.42	0.47

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	433	424	904	1200	263
净利润	162	-281	360	428	479
折旧摊销	453	519	545	579	611
营运资金变动	-381	-151	-260	56	-968
其它	199	337	260	138	142
投资活动现金流	-371	-955	-202	-166	-246
资本支出	-324	-1106	-203	-168	-248
投资变动	1	87	1	2	2
其他	-48	64	0	0	0
筹资活动现金流	-86	614	-607	40	38
银行借款	842	1214	-328	188	200
债券融资	0	500	0	0	0
股权融资	20	0	940	0	0
其他	-948	-1100	-1218	-148	-162
现金净增加额	-25	83	95	1075	54
期初现金余额	493	491	505	600	1675
期末现金余额	468	574	600	1675	1729

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	0.1	-16.8	30.7	18.5	6.7
营业利润增长	-5.1	-285.7	241.4	21.2	13.1
归属母公司净利润增长	6.4	-296.1	220.9	18.9	11.9
获利能力(%)					
毛利率	16.8	14.3	21.3	20.9	21.2
净利率	2.7	-5.7	5.6	5.6	5.9
ROE	3.9	-8.4	7.4	8.2	8.5
ROIC	4.6	1.2	7.1	8.7	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	57.8	62.3	52.0	52.5	51.6
净负债比率	0.6	0.7	0.3	0.1	0.2
流动比率	1.28	1.19	1.65	1.86	2.11
速动比率	0.99	0.86	1.15	1.51	1.57
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.50	0.64	0.71	0.70
应收账款周转率	3.33	2.62	2.70	2.70	2.70
存货周转率	6.01	5.37	5.21	5.21	5.62
每股指标(元)					
每股收益	0.17	-0.34	0.35	0.42	0.47
每股经营现金流	0.52	0.51	0.94	1.24	0.27
每股净资产	4.42	4.06	4.78	5.15	5.57
估值比率					
P/E	66.4		37.1	31.2	27.9
P/B	2.6	2.1	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	14.3	17.0	12.3	10.5	9.8

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。