

审慎推荐-A (维持)

杭氧股份 002430.SZ

当前股价: 12.98 元

2017年09月03日

设备业务触底反弹 气体业务贡献利润弹性

基础数据

上证综指	3367
总股本(万股)	96460
已上市流通股(万股)	83178
总市值(亿元)	125
流通市值(亿元)	108
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	-3.7
资产负债率	62.1%
主要股东	杭州制氧机集团公司
主要股东持股比例	54.4%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

杭氧股份是国内空分设备龙头, 技术实力国内领先, 并拥有全球最大的空分设备制造基地。近年来, 公司大力发展工业气体业务。受益下游复苏, 公司空分设备业务触底反弹, 工业气体业务量价齐升, 业绩显著改善。

- **受益下游复苏, 公司业绩触底反弹。**公司 2016 年营业收入 49.44 亿元, 同比下降 16.76%, 归母净利润-2.83 亿元, 同比下降 296.12%。公司 2017 年上半年营业收入 29.15 亿元, 同比增长 32.15%, 归母净利润 9834 万元, 同比增长 275.30%, 经营性现金流 3.70 亿元, 同比增长 1399.01%。其中, 2017 年上半年空分设备收入 8.79 亿元, 同比增长 108.88%, 毛利率 21.85%, 同比下降 3.91pct。工业气体业务收入 18.02 亿元, 同比增长 22.55%, 毛利率 15.28%, 同比上升 3.53pct。公司预告 2017 年 1-9 月净利润 1.75-2.15 亿元, 对应三季度单季盈利 0.77-1.17 亿元, 相比一、二季度的 0.39 亿、0.60 亿元显著提升。
- **公司空分设备国内领先, 订单大幅增长。**公司拥有全球最大的空分设备制造基地, 在大型空分设备技术实力已经处于世界最先进行列。受益下游复苏, 公司订单大幅提升, 2016 年全年设备业务新签订单 25.88 亿元, 2017 年上半年公司新接设备订单 14.86 亿元。
- **工业气体业务成为公司收入主力, 业绩弹性巨大。**公司 2003 年进入工业气体领域, 近年来, 该业务快速增长, 逐步形成明显的规模和区域优势, 2017 年上半年营收占比已经达到 61.82%。近期, 工业气体价格大幅上涨, 液氧、液氮、液氩价格较年初上涨 232%、183%、328%。公司零售气体收入占比 20%, 该部分业务业绩弹性巨大。长期来看, 公司工业气体业务成长空间依然巨大, 毛利率伴随折旧和还贷结束将逐步上升, 业务规模将伴随市场增长而持续扩大。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**我们预测公司 2017-2019 年营业收入 68.28 亿、80.44 亿、94.32 亿元, 每股收益分别为 0.34、0.51、0.61 元。2017 年动态市盈率 38.1 倍。公司是国内领先的空分设备及工业气体供应商, 受益下游复苏, 公司设备订单触底反弹, 工业气体业务量价齐升, 业绩弹性值得关注。
- **风险提示:** 大型项目招标不达预期、零售气体价格波动影响工业气体业务盈利

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

刘旭

liuxu2@cmschina.com.cn
S1090516090004

财务数据与估值

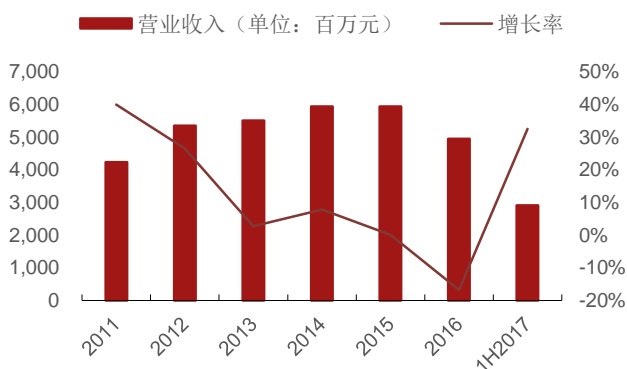
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5940	4944	6828	8044	9432
同比增长	0%	-17%	38%	18%	17%
营业利润(百万元)	163	-303	257	456	578
同比增长	-5%	-286%	-	77%	27%
净利润(百万元)	144	-283	329	488	585
同比增长	6%	-296%	-	48%	20%
每股收益(元)	0.17	-0.34	0.34	0.51	0.61
PE	74.9	-38.2	38.1	25.7	21.4
PB	2.9	3.2	2.7	2.5	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

1、公司是国内领先的空分设备与工业气体供应商

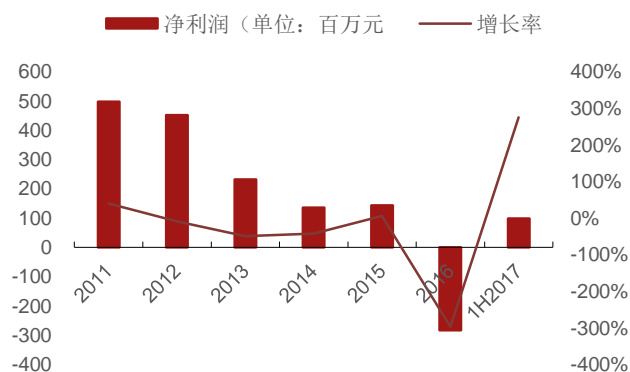
杭氧股份是国内规模最大、历史最悠久的空气分离设备制造企业，拥有全球最大的空分设备设计和制造基地。公司主营业务包括设备制造及工程、工业气体两大业务板块，主要应用于钢铁、有色冶炼、化工、石化、煤化工等领域。近年来，公司持续技术研发，实现了 12 万等级空分设备的突破。公司大力发展工业气体业务，工业气体业务在公司业务中的比例逐年提高，2015 年，工业气体业务收入首次超过设备制造收入，成为公司的支柱产业。公司于 2010 年 6 月在深交所上市，未来致力于成为世界一流的空气分离设备制造及工业气体供应大型企业集团。

图 1：杭氧股份营业收入增长情况



资料来源：公司定期报告、招商证券

图 2：杭氧股份净利润增长情况

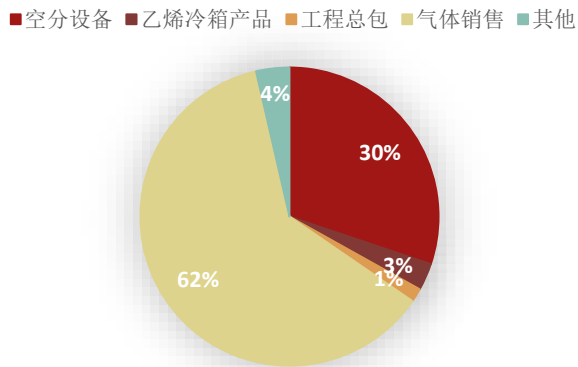


资料来源：公司定期报告、招商证券

受益下游复苏，公司业绩触底反弹。公司 2016 年营业收入 49.44 亿元，同比下降 16.76%，归母净利润-2.83 亿元，同比下降 296.12%。公司 2017 年上半年营业收入 29.15 亿元，同比增长 32.15%，归母净利润 0.98 亿元，同比增长 275.30%，经营性现金流 3.70 亿元，同比增长 1399.01%。报告期内，公司管理费用 2.37 亿元，同比下降 4.08%，销售费用 0.53 亿元，同比增长 6.30%，财务费用 0.68 亿元，同比增长 8.71%。报告期内，公司资产减值损失 2883 万元。考虑到公司去年计提资产减值损失 2.59 亿元，应收账款账龄得以优化，我们认为本年度资产减值损失将大幅下降。

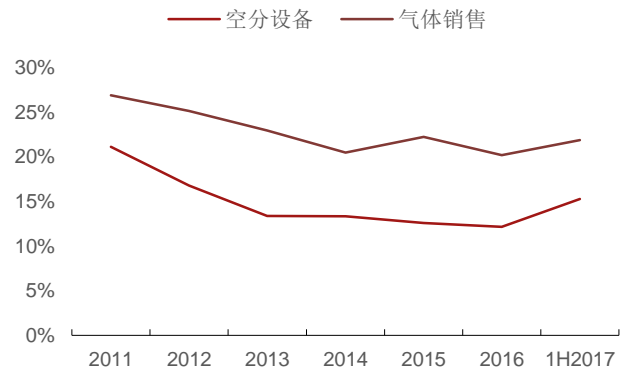
工业气体成为营收及利润主力。收入结构方面，2017 年上半年，公司设备、工业气体、工程总包收入分别占总收入的 33.83%、61.82%、1.48%。2017 年上半年，设备收入 9.86 亿元，同比增长 46.71%，毛利率 22.07%，同比上升 0.87pct，其中空分设备收入 8.79 亿元，同比增长 108.88%，毛利率 21.85%，同比下降 3.91pct。气体销售收入 18.02 亿元，同比增长 22.55%，毛利率 15.28%，同比上升 3.53pct。工程总包收入 4315 万元，同比增长 3029.26%。由此，公司 2017 年上半年气体业务毛利达到 2.74 亿元，同比大幅增长 59.37%，7 月份以来，工业气体价格持续攀升，后续将为公司贡献更大的业绩弹性。公司预计 2017 年 1-9 月净利润 1.75-2.15 亿元，对应三季度单季盈利 0.77-1.17 亿元，相比一、二季度的 0.39 亿、0.60 亿元显著提升。

图 3: 杭氧股份收入结构 (2017 年中报)



资料来源: 公司定期报告、招商证券

图 4: 杭氧股份毛利率趋势



资料来源: 公司定期报告、招商证券

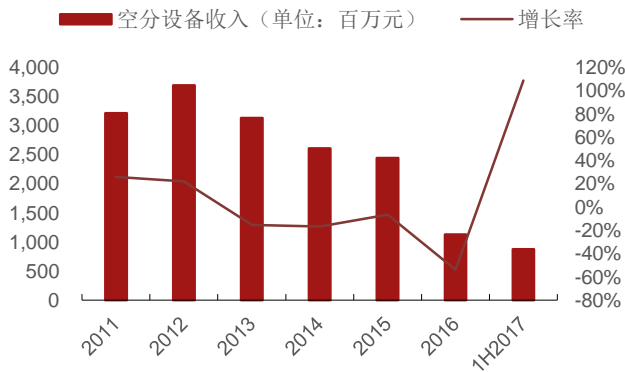
公司完成定增, 资产负债结构得到优化。公司 2016 年 2 月 24 日公告拟筹划实施非公开发行股份事项, 2016 年 12 月通过证监会发审委审核, 2017 年 6 月得到证监会批复, 2017 年 8 月完成非公开发行股票发行。根据公司增发预案, 募投项目包括 (1) 集团公司资产收购项目, 包括集团公司临安厂区土地使用权及厂房、设备, 余杭厂区土地使用权及厂房、设备以及位于杭州市中山北路的弘元大厦房屋所有权及相应的土地使用权等, (2) 富阳气体项目及 (3) 补充流动资金。最终公司面向 5 位投资者及母公司杭州制氧机集团发行 1.33 亿股, 发行价格为 7.20 元/股, 募集资金总额 9.56 亿元。

2、受益下游复苏, 空分设备订单大幅增长

公司空分设备技术实力国内领先, 并不断取得新突破。公司拥有全球最大的空分设备制造基地, 生产制造能力强大。近年来, 公司在空分设备领域不断取得突破。在公司重点项目, 配套世界上一次性建设规模最大的神华宁煤煤化工国产化示范项目中, 公司设计制造的 10 万 m³/h 等级空分设备一次性成功调试出氧, 标志着公司的空分技术水平跨入世界最先进的行列。同时, 公司在空分设备配套的关键部机及其核心技术、石化装备的研发方面不断取得新的成果, 公司成功完成了 2 台设计压力为 12.8Mpa 的高压铝制板翅式换热器的研制, 填补了国内空白; 石化领域的 CO/H₂ 分离装置成功开车运行, 为后续石化设备领域的市场开拓打下了基础。

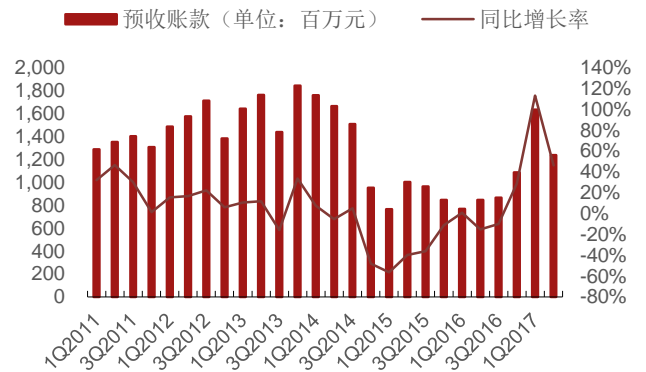
公司空分设备订单大幅反弹。伴随下游钢铁、化工等行业复苏, 公司订单从 2016 年下半年开始回暖, 公司新签订单大幅提升, 公司 2016 年全年设备业务新签订单 25.88 亿元, 2017 年上半年公司新接设备订单 14.86 亿元。公司 2016 年成功签订湖北宜化 6 万空分、安徽昊源化工 7 万空分等大型空分设备订货合同, 同时公司完成马来西亚联合钢铁 (大马) 集团公司 2 套 2 万空分 EPC 项目合同的签订, 成为公司首例海外 EPC 总承包项目。2017 年新签合同包括丰南钢铁 4 套 5 万方、浙江石油化工有限公司 4 套 8.3 万方及江苏海力化工有限公司 7.2 万方等特大型空分设备合同。由此, 公司空分设备收入大幅增长。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%。2017 年上半年公司空分设备收入 8.78 亿元, 同比增长 108.88%。

图 5: 空分设备收入及增长率



资料来源: 公司定期报告、招商证券

图 6: 杭氧股份预收账款增长情况



资料来源: 公司定期报告、招商证券

3、工业气体业务快速发展，业绩弹性大

公司已成为国内领先的工业气体供应商。公司于 2003 年起进入工业气体领域，近年来快速成长，目前已在全国范围内投资设立 20 多家气体子公司，气体总装机容量 100 万 m³/h。公司的工业气体产业已具备明显的规模优势和区域优势，项目涉及钢铁、化工、玻璃、太阳能、LNG 等行业，生产氧、氮、氩等产品，分别有以瓶装气、液体（含冷能空分液体）、现场制气、工业园区管网供气为主的四种业态。同时，公司通过设立专业的特种气体公司，加快了稀有气体、混合气体、高纯气体的设备研发和高附加值气体产品的生产，有助于进一步提高气体业务的盈利能力。

受益下游冶金、化工等行业逐步回暖，公司工业气体业务业绩显著增长。2016 年，公司的气体产业实现营业收入 32.91 亿元，比 2015 年上升了 7.66%。2017 年，受益下游冶金、化工行业逐步回暖，工业管道气的需求上升，空分设备的产能利用率得到提升，并且工业零售气体的价格稳步上升，尤其二季度开始放量，公司工业气体业务快速增长，上半年气体销售收入 18.02 亿元，同比增长 22.55%，毛利达到 2.74 亿元，同比大幅增长 59.37%。

工业气体价格大幅攀升，零售气体业务利润弹性巨大。一般而言，工业气体公司管道气与零售气体的收入占比大约分别为 85% 及 15%，管道气都是长期合约，价格按照公式进行计算，收益基本锁定，而零售气则跟随市场价格定价，业绩弹性巨大。2016 年我国各地液氧、液氮平均价格为 564 元/吨、564 元/吨，6 月底，液氧、液氮逐步提升至 855 元/吨、695 元/吨，进入七月，工业气体价格开始大幅攀升，目前液氧达到 1700 元/吨，液氮价格在 1500 元/吨，分别较 7 月提升 13%、25%，而较年初价格已经上涨 232%、183%。同时，液氩价格也明显上涨，从年初的 700 元/吨涨到了 3000 元/吨。由于工业气体价格大幅上涨，公司零售气体业务收入占比已经从 15% 提升到 20%。

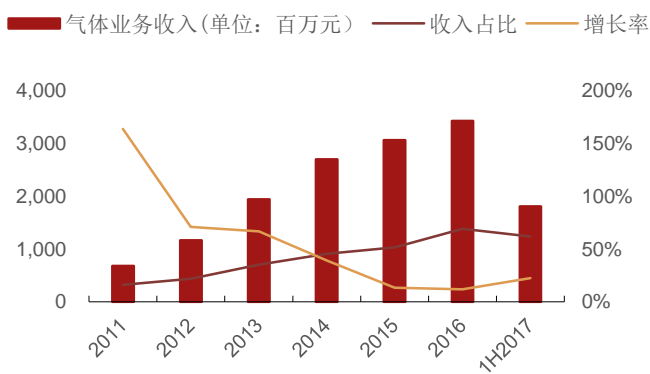
未来，公司工业气体业务依然存在巨大的发展空间：

- 公司毛利率存在提升空间。2016 年公司气体业务毛利率仅 13.16%，2017 年上半年毛利率为 15.28%，而盈德气体毛利率超过 30%，林德集团气体业务毛利率也基本维持在 27%-28%。公司进入工业气体领域之初，为了拓展市场，长协合同订单以保本为主要考量，因为毛利率相对偏低。一般公司长协合同在 15 年左右，折旧期 10 年，一般项目建设的资金三分之二来自贷款，贷款期 6 年左右。公司大部分

气体项目在 2017-2019 年完成还贷，项目后期，公司业务的毛利率将显著提升。

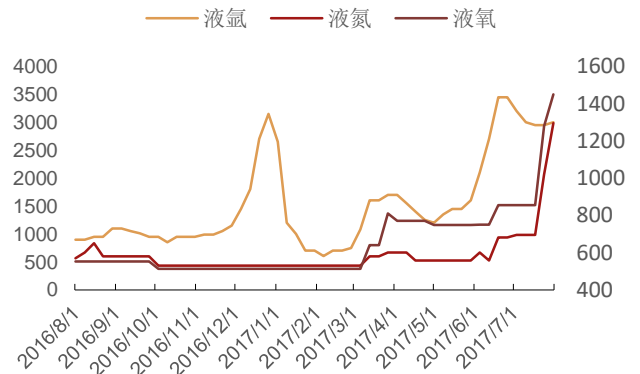
- 公司工业气体业务收入规模有望继续扩大。过去数年来，中国工业气体市场保持了 10% 的增长率，但中国人均用气量依然低于全球市场。未来，下游客户会继续专业化改造，将工业气体业务外包给专业的气体公司（目前中国工业气体外包率 55%，远低于发达国家的 80%）。根据咨询公司艾意凯（L.E.K）数据，目前国际三大气体公司（林德、法液空、美国空气化工）占据在中国一半的工业气体市场，每家收入超过 60 亿元。而盈德气体和杭氧居于第二梯队，拥有 20 亿以上的收入水平。公司有望凭借设备制造优势继续扩大在国内的市场占有率，超过其他国内厂商，并不断提升技术水平和经营效率，追上国际巨头。

图 7：工业气体业务增长情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 8：工业气体价格走势



资料来源：e-GAS、招商证券

4、投资建议

维持“审慎推荐-A”评级。我们预测公司 2017-2019 年营业收入 68.28 亿、80.44 亿、94.32 亿元，每股收益分别为 0.34、0.51、0.61 元。2017 年动态市盈率为 38.1 倍。公司是国内领先的空分设备及工业气体供应商，受益下游复苏，公司设备订单触底反弹，工业气体业务量价齐升，业绩弹性值得关注。

风险提示：大型项目招标不达预期、零售气体价格波动影响工业气体业务盈利

表 1：杭氧股份各季度业绩回顾

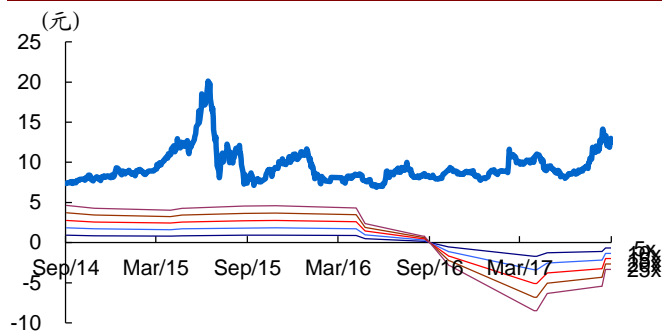
(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入	1430	1498	1610	1401	1090	1110	1364	1381	1337	1578
营业毛利	244	252	291	207	176	175	201	153	234	303
营业费用	31	21	29	16	28	22	24	27	26	27
管理费用	123	127	124	124	117	130	117	132	107	130
财务费用	39	39	54	16	32	31	43	49	35	34
投资收益	0	-1	0	4	0	-1	1	41	-1	-1
营业利润	40	46	50	27	-30	-22	-101	-150	44	74
归属母公司净利润	31	30	39	44	-33	-23	-82	-144	39	60
EPS (元)	0.03	0.03	0.04	0.05	-0.03	-0.02	-0.09	-0.15	0.04	0.06
主要比率										
毛利率	17.1%	16.8%	18.1%	14.8%	16.2%	15.8%	14.7%	11.0%	17.5%	19.2%
营业费用率	2.2%	1.4%	1.8%	1.2%	2.5%	2.0%	1.7%	2.0%	1.9%	1.7%

敬请阅读末页的重要说明

管理费用率	8.6%	8.5%	7.7%	8.8%	10.7%	11.7%	8.6%	9.5%	8.0%	8.2%
营业利润率	2.8%	3.1%	3.1%	1.9%	-2.7%	-2.0%	-7.4%	-10.8%	3.3%	4.7%
有效税率	26.2%	34.5%	29.9%	-0.2%	-64.2%	-182%	10.0%	-7.7%	33.8%	34.9%
净利率	2.2%	2.0%	2.4%	3.1%	-3.1%	-2.0%	-6.0%	-10.4%	2.9%	3.8%
YoY										
收入	11.7%	13.2%	1.1%	-19.3%	-23.8%	-25.9%	-15.3%	-1.5%	22.6%	42.2%
归属母公司净利润	27.8%	40.1%	2.8%	-17.0%	-207%	-175%	-313%	-428%	-	-

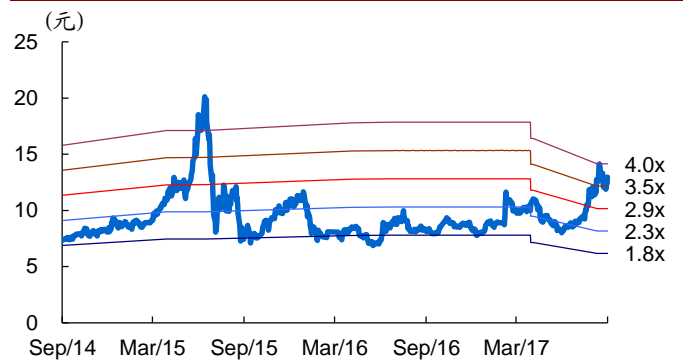
资料来源：公司数据、招商证券

图 9: 杭氧股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 10: 杭氧股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4436	4369	5500	6216	7193
现金	491	505	1073	1015	1094
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	651	643	888	1046	1226
应收款项	1951	1825	1825	2150	2520
其它应收款	80	22	30	35	41
存货	787	793	911	1064	1249
其他	476	582	774	906	1063
非流动资产	5294	5545	5637	5718	5788
长期股权投资	70	63	63	63	63
固定资产	3754	4580	4708	4821	4921
无形资产	301	359	323	291	262
其他	1169	543	543	543	543
资产总计	9731	9914	11137	11933	12981
流动负债	3457	3682	3622	4033	4645
短期借款	435	440	400	300	300
应付账款	1179	1077	1409	1647	1932
预收账款	843	1084	1419	1658	1945
其他	1000	1080	394	428	468
长期负债	2171	2498	2498	2498	2498
长期借款	1266	1123	1123	1123	1123
其他	905	1375	1375	1375	1375
负债合计	5628	6180	6120	6531	7144
股本	832	832	965	965	965
资本公积金	884	883	1707	1707	1707
留存收益	1960	1664	1992	2382	2820
少数股东权益	427	355	352	349	346
归属于母公司所有者权益	3676	3379	4664	5053	5492
负债及权益合计	9731	9914	11137	11933	12981

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	433	424	1176	903	985
净利润	144	(283)	329	488	585
折旧摊销	453	519	586	597	608
财务费用	153	144	118	90	87
投资收益	(3)	(42)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(370)	(140)	140	(367)	(405)
其它	55	225	9	100	115
投资活动现金流	(371)	(955)	(673)	(673)	(673)
资本支出	(325)	(1106)	(678)	(678)	(678)
其他投资	(47)	151	5	5	5
筹资活动现金流	(85)	613	65	(289)	(233)
借款变动	(377)	323	(773)	(100)	0
普通股增加	0	0	133	0	0
资本公积增加	(0)	(1)	823	0	0
股利分配	(42)	(25)	0	(99)	(146)
其他	334	316	(118)	(90)	(87)
现金净增加额	(24)	81	569	(59)	79

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5940	4944	6828	8044	9432
营业成本	4944	4240	5546	6481	7604
营业税金及附加	26	39	53	63	74
营业费用	98	101	139	157	179
管理费用	499	496	684	772	896
财务费用	148	155	118	90	87
资产减值损失	65	259	35	30	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	42	5	5	5
营业利润	163	(303)	257	456	578
营业外收入	60	56	60	60	60
营业外支出	14	5	6	6	6
利润总额	209	(252)	311	510	632
所得税	47	29	(15)	25	50
净利润	162	(281)	327	485	582
少数股东损益	18	2	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	144	(283)	329	488	585
EPS (元)	0.17	(0.34)	0.34	0.51	0.61

主要财务比率

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	0%	-17%	38%	18%	17%
营业利润	-5%	-286%	-	77%	27%
净利润	6%	-296%	-	48%	20%
获利能力					
毛利率	16.8%	14.3%	18.8%	19.4%	19.4%
净利率	2.4%	-5.7%	4.8%	6.1%	6.2%
ROE	3.9%	-8.4%	7.0%	9.7%	10.7%
ROIC	3.8%	-2.7%	6.0%	7.6%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	57.8%	62.3%	55.0%	54.7%	55.0%
净负债比率	23.1%	23.2%	13.7%	11.9%	11.0%
流动比率	1.3	1.2	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.0	1.3	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	6.0	5.4	6.5	6.6	6.6
应收帐款周转率	3.3	2.6	3.7	4.0	4.0
应付帐款周转率	4.5	3.8	4.5	4.2	4.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.17	-0.34	0.34	0.51	0.61
每股经营现金	0.52	0.51	1.22	0.94	1.02
每股净资产	4.42	4.06	4.84	5.24	5.69
每股股利	0.03	0.00	0.10	0.15	0.18
估值比率					
PE	74.9	-38.2	38.1	25.7	21.4
PB	2.9	3.2	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	23.6	49.8	18.3	15.4	13.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

刘旭，清华大学会计学硕士，曾从事跨境私募股权投资工作，2016 年 1 月加入招商证券任机械行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。