

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.50
合理价格区间(元): 14.60~16.79

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

李倩倩 执业证书编号: S0570518090002
研究员 liqianqian013682@htsc.com

关东奇来 执业证书编号: S0570519040003
研究员 021-28972081
guandongqilai@htsc.com

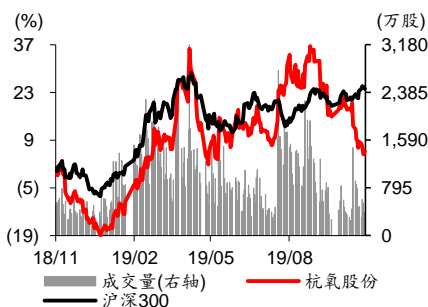
黄波 执业证书编号: S0570519090003
研究员 0755-82493570
huangbo@htsc.com

时或 021-28972071
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1《杭氧股份(002430 SZ,买入): 净利短期承压, 长期成长动力充沛》2019.10
- 2《杭氧股份(002430 SZ,买入): 气体业务格局逐渐成型, 业绩稳定性提升》2019.08
- 3《杭氧股份(002430,增持): 半导体供气项目首次落地, 看好公司战略布局》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

设立气体销售公司, 增强零售竞争力 杭氧股份(002430)

拟投资设立气体销售公司, 零售业务专业化能力及市场竞争力有望提升

公司发布公告, 公司拟投资成立山东、江苏、吉林及广西四个气体销售有限公司, 均为公司全资子公司, 计划以公司自有资金出资, 预计投资额共8000万元。设立气体销售公司主要用于理顺气体业务的产销关系, 增强公司液体市场开拓能力。我们认为, 公司现金流充沛, 设备订单和气体项目储备充足, 零售气业务竞争力增强有望提升公司整体盈利能力, 看好公司中长期发展潜力, 我们维持盈利预测, 预计2019~2021年EPS为0.73/0.91/1.11元, 维持“买入”评级。

产销分离明确责权, 区域资源集中调配, 有望增强市场开拓能力

我们认为, 公司设立气体销售公司有望提升零售气体业务收入规模及盈利能力, 主要原因是: 1) 通过设立以区域建设为基础的气体销售公司, 可统一调配区域内富余气体资源, 优化产能利用效率; 2) 气体零售业务实现产销分离, 权责划分更明确, 有利于制定有效的激励考核及发挥专业化优势, 有望增强市场开拓能力, 扩大业务规模; 3) 销售公司通过专业化运营将有望适应高度市场化、专业化的气体零售业务销售特点, 加强公司气体零售业务管理能力和拓展能力, 增强公司在气体零售业务的市场影响力和竞争力。

单位产能下气体业务收入提升空间仍大

据公司2018年半年报披露, 公司整体装机量超过110万m³/h, 同时2018年下半年未有重大气体项目披露, 因此保守估计2018年末公司整体装机量为110万m³/h。据公司年报计算, 2018年杭氧股份1万m³/h对应气体业务收入约为4059万元。据盈德气体年报披露, 截止2018年底, 盈德气体装机量为239万m³/h, 1万m³/h对应气体业务收入约为4975万元, 约为杭氧股份的1.23倍。我们认为, 杭氧股份气体单位产能下气体业务收入提升潜力较大, 气体销售公司的成立有望有效提升单位产能的收入。

国产工业气体龙头, 气体业务规模有望持续扩大, 维持“买入”评级

公司气体业务战略稳步实施, 经营状况持续改善, 现金流充沛。零售气体业务有望稳健成长, 符合我们的预期, 我们维持盈利预测, 预计2019~21年归母净利润分别为7.0/8.8/10.7亿元, 对应PE分别为16/13/10x。可比公司2019年平均PE为18x, 考虑公司的中长期成长性, 维持2019年目标PE 20~23x, 对应股价区间为14.60~16.79元。

风险提示: 零售气价进一步下行风险; 股东减持产生股价波动风险; 化工、冶金等下游行业超预期下行; 现代煤化工项目推进不及预期; 半导体等新兴下游拓展进程不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	964.60
流通A股 (百万股)	950.19
52周内股价区间 (元)	8.94-14.98
总市值 (百万元)	11,093
总资产 (百万元)	12,074
每股净资产 (元)	5.89

资料来源: 公司公告

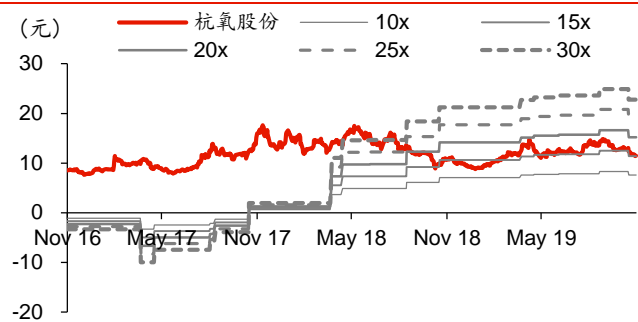
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,452	7,901	7,901	9,462	10,780
+/-%	30.49	22.47	0.00	19.76	13.93
归属母公司净利润 (百万元)	360.70	740.86	700.36	875.55	1,072
+/-%	227.63	105.39	(5.47)	25.01	22.40
EPS (元, 最新摊薄)	0.37	0.77	0.73	0.91	1.11
PE (倍)	30.75	14.97	15.84	12.67	10.35

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

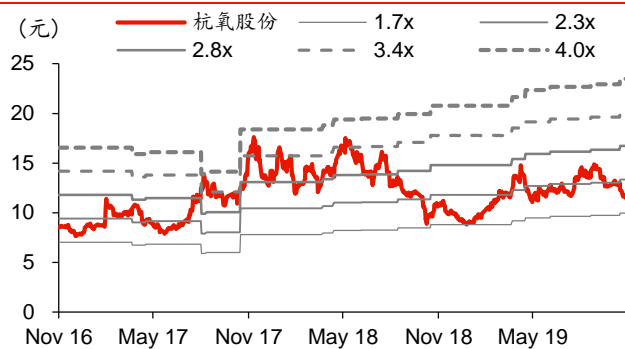
PE/PB - Bands

图表1: 杭氧股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 杭氧股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,821	6,312	7,220	8,874	10,613
现金	1,226	1,305	2,588	3,263	4,433
应收账款	1,678	1,654	1,654	1,981	2,257
其他应收账款	25.57	21.95	21.95	26.28	29.94
预付账款	554.15	752.32	768.53	913.15	1,037
存货	979.30	1,232	1,259	1,495	1,699
其他流动资产	1,357	1,347	928.67	1,195	1,157
非流动资产	5,269	5,034	4,916	4,791	4,706
长期投资	60.15	61.86	61.86	61.86	61.86
固定投资	4,207	4,148	4,150	4,096	4,056
无形资产	328.69	313.30	293.28	273.26	253.23
其他非流动资产	672.57	511.69	410.70	360.21	334.96
资产总计	11,089	11,347	12,136	13,665	15,319
流动负债	4,324	3,549	3,583	4,200	4,731
短期借款	311.13	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,240	1,228	1,254	1,490	1,693
其他流动负债	2,773	2,321	2,328	2,710	3,037
非流动负债	1,753	2,085	2,106	2,098	2,097
长期借款	403.50	754.00	754.00	754.00	754.00
其他非流动负债	1,350	1,331	1,352	1,344	1,343
负债合计	6,078	5,634	5,689	6,298	6,827
少数股东权益	377.49	404.68	439.44	483.12	536.31
股本	964.60	964.60	964.60	964.60	964.60
资本公积	1,636	1,617	1,617	1,617	1,617
留存公积	1,975	2,643	3,427	4,302	5,374
归属母公司股东权益	4,634	5,308	6,008	6,884	7,955
负债和股东权益	11,089	11,347	12,136	13,665	15,319

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	861.65	1,282	1,705	1,131	1,699
净利润	381.99	794.70	735.13	919.23	1,125
折旧摊销	533.36	549.54	518.29	574.93	635.77
财务费用	127.77	94.62	26.81	7.23	(11.22)
投资损失	(0.71)	(1.24)	(5.00)	(1.00)	(10.00)
营运资金变动	(270.10)	(173.85)	407.85	(471.65)	(131.56)
其他经营现金	89.34	18.20	21.74	102.49	91.15
投资活动现金	(176.66)	(349.64)	(395.00)	(449.00)	(540.00)
资本支出	86.96	398.94	400.00	450.00	550.00
长期投资	0.00	0.75	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(89.70)	50.05	5.00	1.00	10.00
筹资活动现金	(109.19)	(825.81)	(26.81)	(7.23)	11.22
短期借款	(128.87)	(311.13)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(719.50)	350.50	0.00	0.00	0.00
普通股增加	132.83	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	752.50	(19.21)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(146.14)	(845.97)	(26.81)	(7.23)	11.22
现金净增加额	576.36	108.64	1,283	675.00	1,170

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,452	7,901	7,901	9,462	10,780
营业成本	5,083	6,061	6,192	7,357	8,358
营业税金及附加	63.15	57.29	64.69	77.59	88.40
营业费用	118.82	122.95	121.68	143.52	162.74
管理费用	385.06	449.76	650.29	766.45	819.28
财务费用	127.77	94.62	26.81	7.23	(11.22)
资产减值损失	78.60	(4.71)	(8.00)	(3.00)	(6.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.71	1.24	5.00	1.00	10.00
营业利润	529.04	961.44	927.55	1,164	1,399
营业外收入	10.80	7.81	1.00	0.00	15.00
营业外支出	8.52	10.20	9.64	9.83	7.68
利润总额	531.32	959.05	918.91	1,155	1,406
所得税	149.33	164.34	183.78	235.29	281.21
净利润	381.99	794.70	735.13	919.23	1,125
少数股东损益	21.29	53.84	34.76	43.68	53.19
归属母公司净利润	360.70	740.86	700.36	875.55	1,072
EBITDA	1,190	1,606	1,473	1,747	2,023
EPS (元, 基本)	0.37	0.77	0.73	0.91	1.11

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	30.49	22.47	0.00	19.76	13.93
营业利润	274.73	81.73	(3.53)	25.53	20.13
归属母公司净利润	227.63	105.39	(5.47)	25.01	22.40
获利能力 (%)					
毛利率	21.22	23.28	21.63	22.25	22.47
净利率	5.59	9.38	8.86	9.25	9.94
ROE	7.78	13.96	11.66	12.72	13.47
ROIC	7.50	13.93	13.27	15.57	18.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.81	49.66	46.87	46.09	44.57
净负债比率 (%)	23.78	14.90	14.76	13.33	12.30
流动比率	1.35	1.78	2.02	2.11	2.24
速动比率	1.11	1.42	1.65	1.74	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.70	0.67	0.73	0.74
应收账款周转率	2.83	3.61	3.67	4.00	3.91
应付账款周转率	4.39	4.91	4.99	5.36	5.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.77	0.73	0.91	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.33	1.77	1.17	1.76
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.50	6.23	7.14	8.25
估值比率					
PE (倍)	30.75	14.97	15.84	12.67	10.35
PB (倍)	2.39	2.09	1.85	1.61	1.39
EV_EBITDA (倍)	9.96	7.38	8.05	6.79	5.86

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com