



杭氧股份——下游复苏、零售气价上扬业绩弹性十足

伴随经济回暖，钢铁、化工等下游复苏，沉寂多年的空分设备与工业气体领先企业杭氧股份(002430.CH/人民币 12.51, 未有评级)迎来了业绩反转。上半年收入 29.14 亿，同比增长 32.51%，归属于母公司净利润 9,834 万，实现扭亏为盈。预告 1-9 月归母净利润 1.75-2.15 亿。调研后我们得出结论如下：

- 1、**工业气体已成为支柱业务，未来发展空间仍广阔。**公司自上市以来积极从设备制造向气体服务业扩张，目前公司已在全国 15 个省布局工业气体网络，气体总产能达到 100-120 万吨/年，其中以钢铁为下游的超过 50%。以设备制造提供技术与运行保障，公司气体业务保证客户安全稳定用气同时为制造板块新技术、新产品发展提供平台，两者互为促进。气体市场巨大，专业化分工仍有提升空间，将是公司长期发展的方向。
- 2、**需求回暖是工业气体价格回升的核心。**自去年下半年工业气体零售市场开始呈现交易与价格活跃。液体市场向好发展、价格上扬，是市场对液体的需求量增加所致，也是经济发展向好、下游行业复苏、环保整顿的结果。管道气为长期协议，价格稳定，需求上升。液态气是管道气的副产品，在保证管道气供给下，管道气需求越大，可供液化的气体量就越少。公司气体年产能 100-120 万吨，今年气体业务一直比较饱满，上半年生产约 60-70 万吨。进入夏季受到高温天气影响公司气体产量有所下降，进一步推动供需不平衡导致零售气价大涨。判断目前价格市场处于比较理性的价位。随着零售气价上涨，零售气收入占气体业务收入比重上升至近 20%，毛利率回升明显。
- 3、**设备制造排产饱满，下半年收入确认加速，期待更多订单。**公司近年设备制造产能并未有明显收缩，总体产能产值约 30 亿。在去年新签订单大幅增加的基础上，目前生产状况饱满，预计下半年收入确认较上半年将明显加速。订单方面，上半年新签订单 14.86 亿，目前源自市场的反馈信息较多，期待落实更多订单。

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：专用设备

闵琳佳

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080002
(8621)20328512
linjia.min@bocichina.com

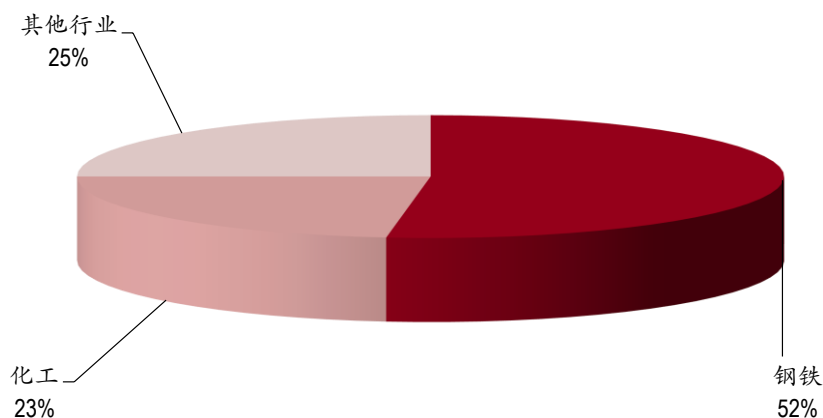
图表 1. 2017 年半年报摘要

(人民币, 百万)	2016 年中报	2017 年中报	同比增速(%)
营业收入	2,199.50	2,914.52	32.51
营业成本	1,848.28	2,378.43	28.68
销售费用	49.67	52.80	6.30
管理费用	246.96	236.89	(4.08)
财务费用	62.90	68.38	8.71
资产减值损失	29.60	28.83	(2.60)
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
投资收益	(0.46)	(2.01)	338.72
营业利润	(51.70)	118.57	(329.34)
营业外收入	27.68	33.70	21.74
营业外支出	3.79	1.37	(63.78)
利润总额	(27.80)	150.90	(642.78)
所得税	27.92	52.01	86.27
净利润	(55.72)	98.89	277.46
少数股东损益	0.39	0.55	39.13
归属母公司股东的净利	(56.12)	98.34	275.24
主要指标			
毛利率	15.97	18.39	2.43
净利率	(2.55)	3.37	5.93

资料来源：公司公告、中银证券

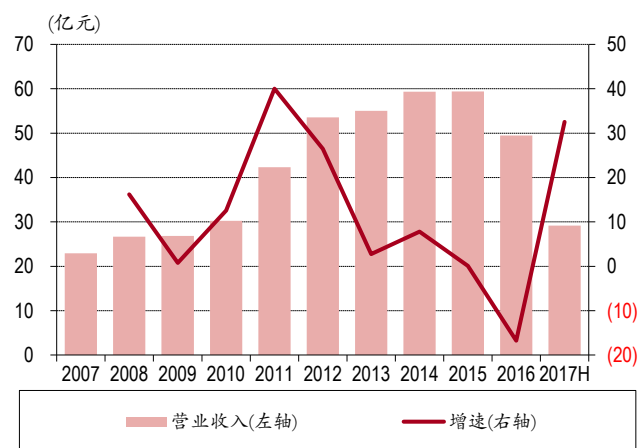
工业气体设备与服务龙头企业

杭氧股份是我国领先的空分设备制造商与工业气体销售服务商。其产品主要应用于冶金、钢铁、化工、石化、煤化工、电子、医疗等领域。

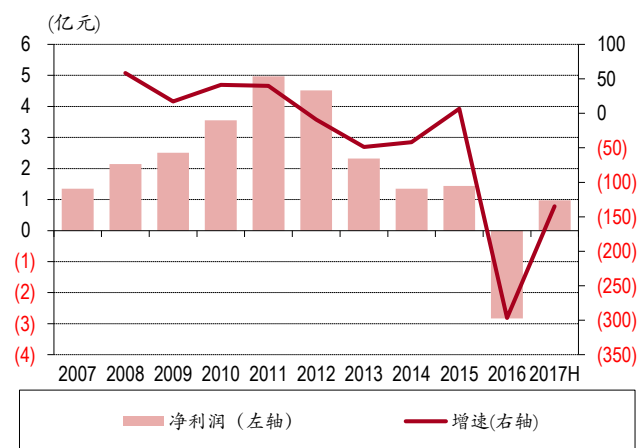
图表 2. 工业气体下游分布


资料来源：公司公告、中银证券

近年来，公司虽然在工业气体服务领域不断扩张，但由于主要下游钢铁、化工、煤化工等领域持续收缩产能，设备订单持续下滑，而工业气体建设初期成本高、产能利用率低，公司收入增速与净利润水平自 2011 年达到高点后持续下滑，直至 2016 年收入水平下滑出现亏损。随着 2016 年下半年下游行业逐步复苏，订单与产能利用率提升，公司 2017 年终重回增长轨道。

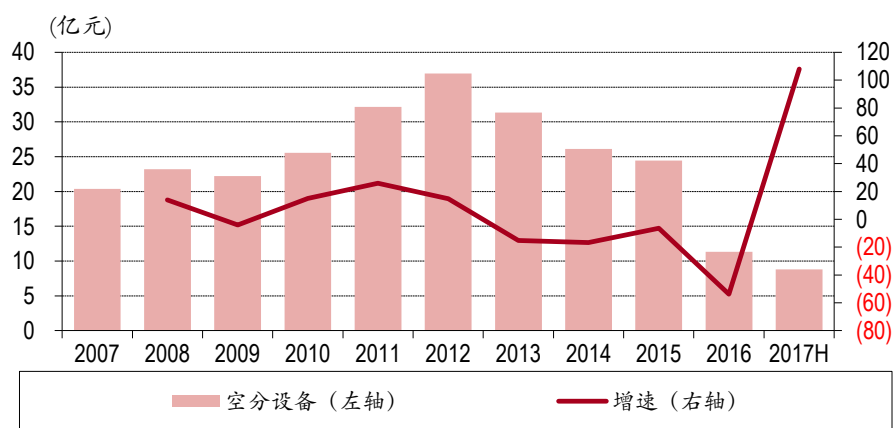
图表 3. 营业收入与增速


资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 净利润与增速


资料来源：万得数据及中银证券

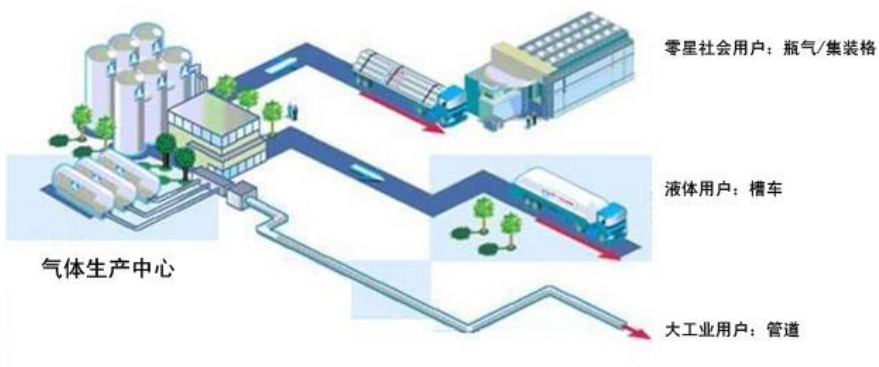
设备方面，公司向冶金、化工等行业客户销售空分设备，客户通过管理运营该空分设备，生产出自身所需的氧、氮、氩等各类工业气体。空分设备制造是公司传统强项，公司在大中型空分设备领域技术领先，占有 40-50% 的市场份额，是行业的绝对龙头。由于下游钢铁、化工、煤化工等领域近年来持续低迷，公司设备收入自 2012 年达到高点 36.93 亿后持续下滑至 2016 年 11.31 亿，直至 2016 年下半年伴随下游产能出清盈利回升，公司设备订单快速回暖，2017 年上半年设备收入方重回增长轨道。

图表 5. 空分设备经多年调整后迎来反弹


资料来源：公司公告、中银证券

工业气体销售方面，公司在与气体用户签订长期的气体供应协议后，在用户现场设立气体公司，该气体公司以收购用户原有的空分设备或以本公司自产的设备作为生产设施，通过管理运营，向用户销售各类工业气体，同时，公司还可以生产出多品种的气体产品，直接以零售方式销往市场。

图表 6. 工业气体业务模式



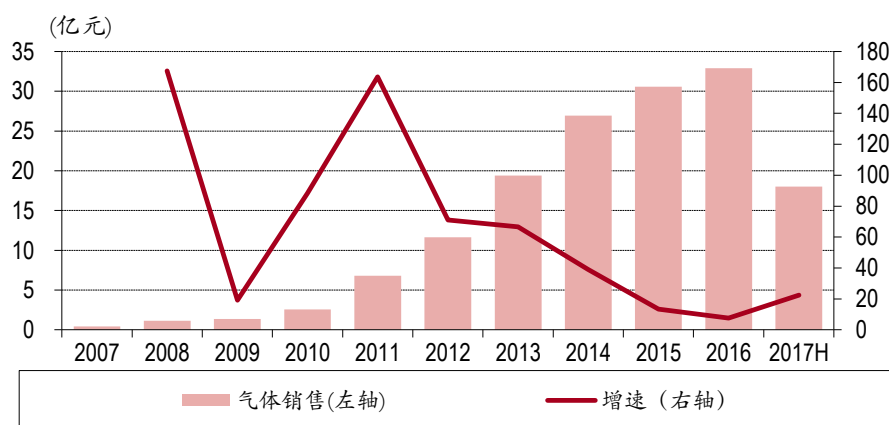
资料来源：公司官网、中银证券

工业气体业务是公司上市以来持续扩张的领域，公司已在全国范围内设立 27 家气体公司，覆盖全国 15 个省 19 个地级市，涉及钢铁、化工、玻璃、太阳能、LNG 等行业，生产氧、氮、氩、二氧化碳及其它稀有气体等产品，2016 年气体收入达到 32.91 亿元，已超越设备业务成为公司支柱性行业，带领公司实现由生产制造向生产服务的转变。

图表 7. 杭氧全国工业气体布局



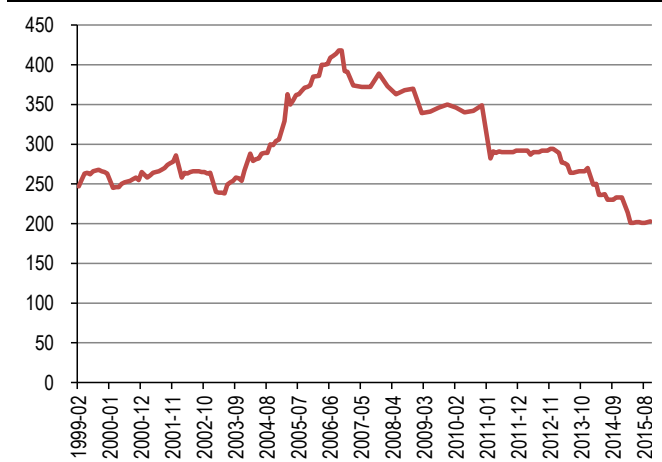
资料来源：公司官网、中银证券

图表 8. 分产品收入


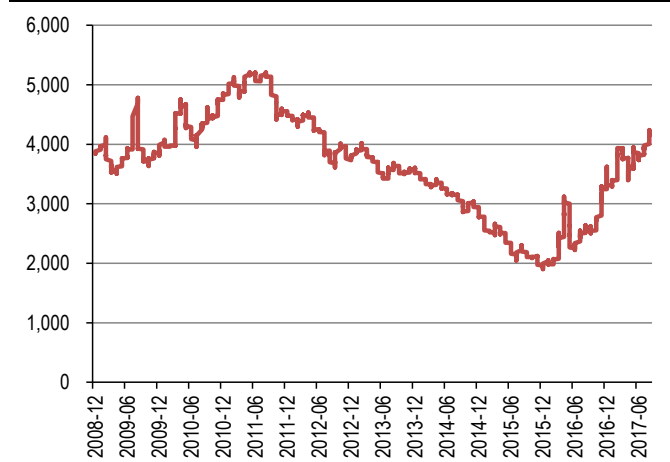
资料来源：公司公告、中银证券

零售气价飙升带来业绩弹性

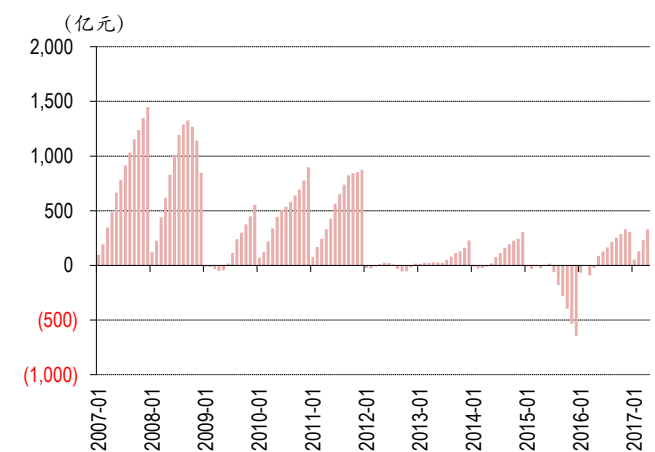
2017 年下游钢铁行业正发生深刻变化，随着经济逐步回暖、供给侧改革的深入、环保督查的严格与取缔“地条钢”的执行，炼钢企业数量逐渐收缩，产能向大中型钢铁企业集中，钢价上行、在粗钢产量增速转正同时行业盈利出现明显好转。

图表 9. 炼钢企业数量收缩明显


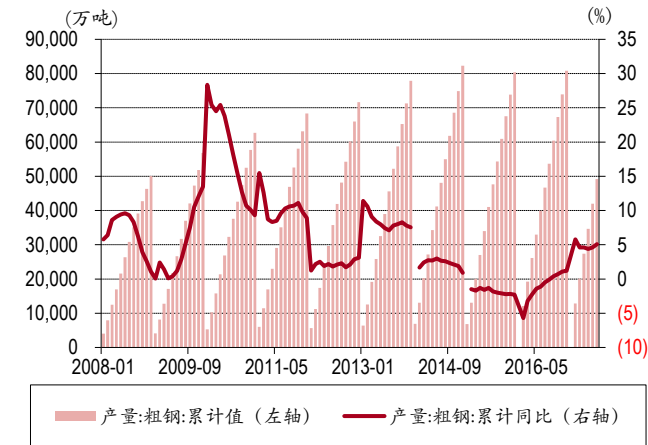
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. HRB400 20mm 螺纹钢价格明显回升


资料来源：万得数据及中银证券

图表 11. 大中型钢企利润扭亏并于 2017 年快速增长


资料来源：万得数据及中银证券

图表 12. 粗钢产量增速转正


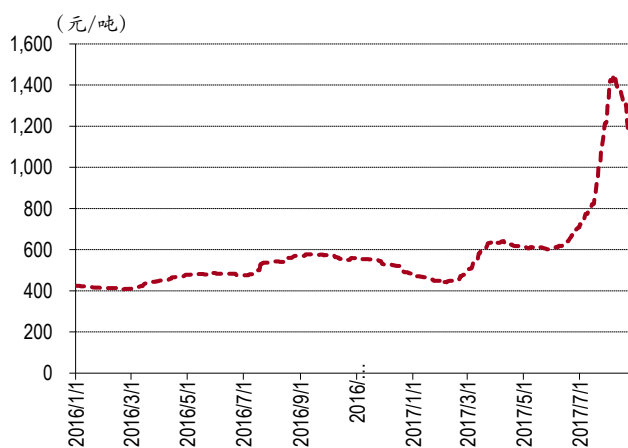
资料来源：万得数据及中银证券

彻底取缔“地条钢”，技术转变带来氧气需求量上升。“地条钢”指以废钢为原料，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其为原料轧制的钢材。“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），只需通过鼓风机吹进空气，不需加氧气。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 5,000 万吨，占年钢铁总产量的 4.4%。目前在环保部门严格要求在 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，转而采用需要用氧的转炉或电炉生产。

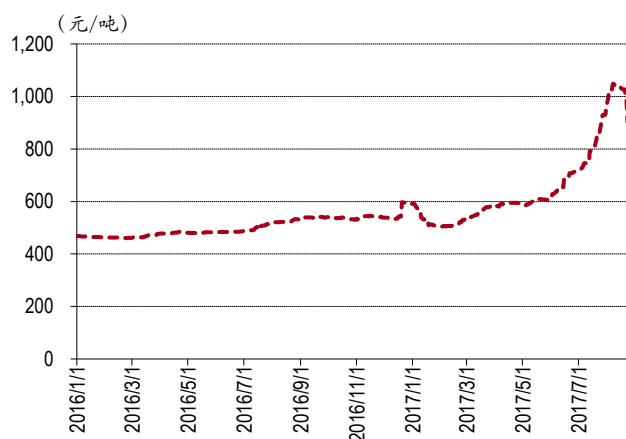
钢厂从液氧供给方转变为需求方。由于粗钢产量的回升（截至 2017 年 7 月累计粗钢产量增长 5.1%）以及中频感应炉向转炉/电炉的转变（约占 2016 年总产量的 4-5%），钢铁厂对氧气的需求量出现明显回升（我们预计至少 10% 的增长），过去能够自给自足甚至向外出售液氧的配套空分设备目前仅能满足自身生产需求，甚至需要通过外购补足，造成市场液氧出现严重供不应求。

零售气一罐难求，价格自 7 月起飙涨。伴随市场供需失衡，零售气价从平稳上涨到今年 7 月开始出现快速上升。截至目前，全国液氧价格已经达到 1,170 元/吨，虽然较最高点 1,448 元/吨已有所回落，但较 6 月底 708 元/吨增长超过一倍，较 2016 年底 484 元/吨近两倍。目前液氮价格达到 902 元/吨，较 6 月底 719 元/吨增长 25%，较去年底 591 元/吨增长 53%。

供给有望恢复，供需不平难以根本逆转。从目前的供需格局来看，经济回暖、环保压力与大中型钢企盈利好转致使气体需求增长具有韧性，而供给端难以大规模上产量。以杭氧为例，公司已投运的气体分公司目前一直处于高负荷运转当中，且夏季未曾停产检修，而可供液化进行零售的气体作为管道气的副产品，其产量也受到限制难以任意提高。随着夏季高温天的结束，工业气体生产效率提升将一定程度上提高整体产量，缓和供不应求，但以上半年未受天气影响时的整体情况来看需求上升仍是此轮气价上涨的核心因素，在需求向好前提下，供需不平难以根本逆转。

图表 13. 全国液氧均价


资料来源：卓创资讯及中银证券

图表 14. 全国液氮均价


资料来源：卓创资讯及中银证券

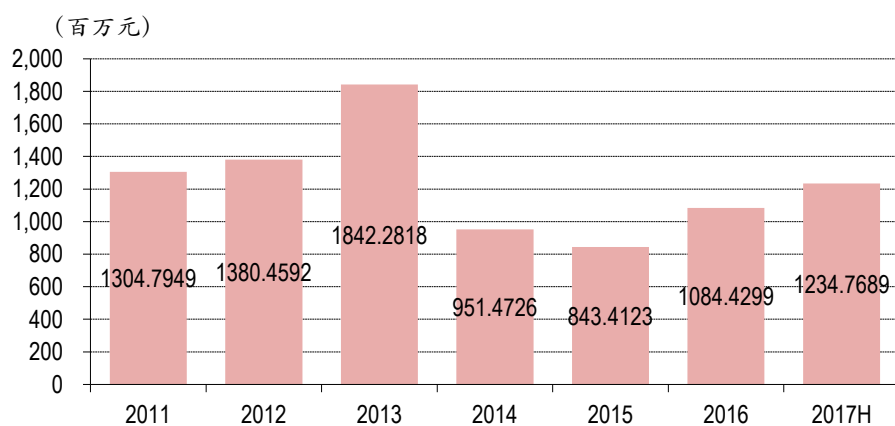
零售气价提供业绩弹性。工业气体公司零售气虽然在绝对量上占比不高，但由于管道气通常以长协合同为基础定价，而零售气以市场价格为基础定价，在市场价格变化较为剧烈时，零售气销售收入会出现明显波动，且由于液态零售气主要为管道气的副产品，生产成本低，价格上升可为公司业绩提供弹性。按照历史经验与估算，公司零售气销售量占整个气体销量的 10% 左右，收入占比 15-17% (5-5.6 亿)，随着今年气体价格的上升，预测上半年零售气销售收入占气体业务近 20% (3.6 亿左右)。3 季度价格迅速攀升后收入占比有进一步上升的可能。

订单恢复性增长，设备复苏有望

设备需求随下游需求呈显著的周期性变化。自 2011 年以来钢铁、化工、煤化工等下游行业开始进入调整期，持续的收入与利润下滑，甚至亏损大大限制了资本开支，尤其是对购买设备新建产能及设备更新技术升级的需求受到显著影响。公司设备板块收入随订单下滑而逐年下降，2016 年仅 11.31 亿，较高峰 2012 年的 36.93 亿下降近 70%。

需求复苏，订单回升，预收款跳涨。随着下游行业盈利好转，对设备的需求自 2016 年下半年开始出现显著复苏。2016 年公司成功签订湖北宜化 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，全年签订订单总量 26 亿元，超过当年收入的两倍。2017 年上半年再斩获丰南钢铁 4 套 50,000m³/h、浙江石油化工有限公司 4 套 83,000m³/h 和江苏海力化工有限公司 72,000m³/h 等特大型空分设备销售合同，共签订订单 14.86 亿元。随着订单的回升，公司今年年中预收款已经出现跳涨，基本接近 2011、2012 年水平。

图表 15. 预收账款



资料来源：公司公告、中银证券

设备排产饱满，收入确认将加速。公司设备板块自产产值约 30 亿，虽经多年低迷未曾显著收缩产能。上半年设备板块收入确认较慢仅实现 8.79 亿，目前公司生产饱满，预计下半年收入确认将显著提升，预计全年设备收入有望回升至 20-25 亿水平。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371