



机械

2018-5-15

公司点评报告

买入/维持

杭氧股份(002430)

气体业务快速成长，中国的气体巨头正启航

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	965/830
总市值/流通(百万元)	17,225/14,816
12 个月最高/最低(元)	18.32/7.91

相关研究报告：

2018.4.23 《业绩超预期，气体巨头正启航》

证券分析师：刘国清

电话：021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517040001

公司近期股价走势强劲，我们在这里重申看好逻辑：

投资要点

工业气体市场广阔，气体业务快速成长。市场一直将杭氧当一个强周期股看待，而忽略了公司的成长性。公司的设备业务的确是强周期属性，受益于化工投资而快速回暖。但公司的工业气体业务始终处于快速成长期，2010 年刚上市时公司工业气体收入仅 2.58 亿元，2017 年则达到了近 40 亿——八年增长 14 倍，上市以来年复合增速 47%，即使在经济最低迷的 2014-2016 年仍保持快速增长态势，我们认为仍有望继续保持下去。

气体行业是个强者恒强的行业，国外四大气体巨头占有了全球 90% 的市场份额，但我国气体市场较为分散，成熟度不高。我国气体市场空间巨大，2017 年我国工业气体市场空间约 1100 亿，年均增速约为 GDP 的两倍，在工业分工化的大趋势下，像杭氧这样的第三方气体公司将扮演越来越重要的角色，具有广阔的行业扩张空间。随着气体收入体量的不断提高，公司抗风险能力也越来越强，作为本土体量第一的气体运营企业，公司经营现金流充裕，上市公司身法也在融资方面具备优势，都为公司气体业务进一步发展奠定了坚实的基础。

气体业务具备良好的现金流特性。工业气体采用现场制气+零售市场并行的销售模式，现场制气：一般签订 15-20 年长协，客户承诺保量保价，保障了公司经营的稳定性，锁定了风险。零售市场：将气体液化后通过槽车运输，客户主要为一定销售半径内的较为分散的工业企业，零售价格随市场价格波动，但远高于长协价格，具备可观的业绩弹性。因此，工业气体是一个特殊的行业：稳定充沛的现金流、高弹性的零售市场、滚雪球式的外延扩张。即使在 2015-2016 周期低迷时经营活动现金流净额这两年仍保持 4 个多亿，体现了良好的抗周期性。

化工投资高度景气，订单业绩高增长可期。2017 年公司共获得了空分设备及石化设备订单 38.17 亿元，同比增长 46.8%。受益于大炼化+煤化工万亿规模投资兴起，我们推算整个十三五期间空分设备市场需求约 600 亿（公司市占率已达到 60% 以上），根据我们调研了解，

2017年下半年开始，化工投资热情不断加码，设备招标逐渐进入高峰期，18年订单高增长可期。公司设备订单的执行周期一般在1年至1年半，充足的设备订单保障了后期业绩的快速增长。

盈利性预测与估值。我们非常看好公司气体业务的长期成长，同时也看好设备业务的强势复苏，公司有望复制林德法液空等国际气体巨头的成长路径，成为中国的气体巨头。预计公司2018-2020年公司可实现净利润为8.02、11.08、13.01亿元，对应PE分别为21.48、15.54、13.24倍，维持“买入”评级。

风险提示：订单确认不达预期；气体业务扩张放缓

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6451.80	8640.94	10915.57	12089.94
增长率	30.49%	33.93%	26.32%	10.76%
归属母公司净利润（百万元）	360.70	801.71	1107.70	1300.64
增长率	-	122.26%	38.17%	17.42%
每股收益 EPS（元）	0.37	0.83	1.15	1.35
PE	47.73	21.48	15.54	13.24
PB	3.72	3.17	2.64	2.20

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5820.59	7569.66	10433.55	12758.06	营业收入	6451.80	8640.94	10915.57	12089.94
现金	1225.77	1594.89	2769.83	4416.03	营业成本	5082.88	6627.72	8286.70	9201.95
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	63.15	63.22	90.60	102.38
应收账款	2834.79	3956.99	5068.03	5472.56	营业费用	118.82	157.20	203.07	222.71
其它应收款	24.73	62.61	56.16	65.38	管理费用	522.65	673.99	840.50	906.75
预付账款	554.15	561.29	802.00	891.03	财务费用	127.77	62.17	54.44	33.20
存货	979.30	1190.46	1545.08	1713.82	资产减值损失	78.60	78.60	78.60	78.60
其他	201.85	203.43	192.44	199.24	其他经营收益*	70.41	70.41	70.41	70.41
非流动资产	5268.61	4918.44	4593.34	4169.52	投资净收益	0.71	14.99	19.10	11.60
金额资产类	2.10	2.92	2.37	2.46	营业利润	529.04	1063.45	1451.17	1626.37
长期投资	60.15	64.46	62.47	62.36	营业外收入	10.80	42.31	36.39	29.83
固定资产	4207.20	4069.42	3970.96	3629.47	营业外支出	8.52	9.16	7.65	8.44
无形资产	328.69	325.37	320.72	301.34	利润总额	531.32	1096.60	1479.92	1647.76
在建工程	378.47	235.26	12.14	-70.97	所得税	149.33	213.36	270.63	253.65
其他	292.00	221.02	224.67	244.86	净利润	381.99	883.24	1209.29	1394.11
资产总计	11089.20	12488.10	15026.88	16927.59	少数股东损益	21.29	81.53	101.59	93.48
流动负债	4324.35	4989.49	6220.47	6752.56	归属母公司净利润	360.70	801.71	1107.70	1300.64
短期借款	311.13	395.38	382.17	362.89	EBITDA	1084.73	1438.64	1821.71	1972.54
应付账款	1240.00	1816.80	2213.38	2408.39	EPS (最新摊薄)	0.37	0.83	1.15	1.35
预收账款	1779.21	1835.01	2574.09	2917.50	*其他经营收益中包含公允价值变动净收益, 汇兑净收益, 资产处置收益及其他收益				
其他	994.02	942.30	1050.84	1063.77	主要财务比率				
非流动负债	1753.35	1613.51	1715.24	1694.04	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	403.50	403.50	403.50	403.50	成长能力				
其他	1349.85	1210.01	1311.74	1290.53	营业收入增长率	30.49%	33.93%	26.32%	10.76%
负债合计	6077.70	6603.01	7935.71	8446.59	营业利润增长率	274.85%	101.01%	36.46%	12.07%
少数股东权益	377.49	459.02	560.61	654.09	归属于母公司净利润增长率	-	122.26%	38.17%	17.42%
归属母公司股东权益	4634.01	5426.07	6530.56	7826.91	获利能力				
负债和股东权益	11089.20	12488.10	15026.88	16927.59	毛利率	21.22%	23.30%	24.08%	23.89%
					净利率	5.92%	10.22%	11.08%	11.53%
现金流量表					ROE	8.25%	14.71%	17.07%	16.70%
单位:百万元					ROIC	6.52%	13.45%	15.53%	15.21%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	偿债能力				
经营活动现金流	851.16	492.66	1056.18	1591.79	资产负债率	54.81%	52.87%	52.81%	49.90%
净利润	381.99	883.24	1209.29	1394.11	净负债比率	23.78%	22.26%	18.87%	17.41%
折旧摊销	533.36	286.43	295.63	300.74	流动比率	1.35	1.52	1.68	1.89
财务费用	127.77	62.17	54.44	33.20	速动比率	1.12	1.28	1.43	1.64
投资损失	-0.71	-14.99	-19.10	-11.60	营运能力				
营运资金变动	206.67	-507.45	-150.64	38.93	总资产周转率	0.61	0.73	0.79	0.76
其它	-397.92	-216.73	-333.44	-163.59	应收账款周转率	3.68	3.89	3.52	3.42
投资活动现金流	-166.18	93.14	35.43	137.59	应付账款周转率	4.85	5.19	4.84	4.69
资本支出	370.89	14.01	45.40	143.43	每股指标 (元)				
长期投资	-96.37	60.88	-8.46	-14.65	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.83	1.15	1.35
其他	-440.69	18.25	-1.50	8.81	每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	0.51	1.09	1.65
筹资活动现金流	-109.19	-216.69	83.33	-83.18	每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.63	6.77	8.11
短期借款	-128.87	84.25	-13.21	-19.28	估值比率				
长期借款	-719.50	0.00	0.00	0.00	P/E	47.73	21.48	15.54	13.24
其他	739.19	-300.94	96.53	-63.90	P/B	3.72	3.17	2.64	2.20
现金净增加额	575.80	369.12	1174.94	1646.20	EV/EBITDA	12.98	12.20	9.06	7.57

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。