



工业 资本货物

2018-08-24

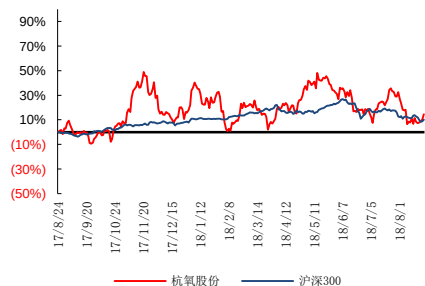
公司点评报告

买入/维持

杭氧股份(002430)

设备和气体业务景气向上，业绩持续高增长

■ 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)	13,312/11,458
12 个月最高/最低(元)	17.95/10.92

相关研究报告：

杭氧股份(002430)《气体业务快速增长，中国的气体巨头正启航》
--2018/05/16

杭氧股份(002430)《业绩超预期，气体巨头正启航》--2018/04/22

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

事件

2018 上半年，公司实现营业收入 36.76 亿元，同比增长 26.14%；归母净利润 3.38 亿元，同比增长 243.79%。同时，预计 2018 年 1-9 月归母净利润盈利 4.4 亿元-5.2 亿元，同比增长 112.31%-150.91%。

投资要点

气体收入快速增长，毛利率大幅提高。分业务看，2018H1 公司气体业务收入 20.76 亿元，同比增长 15.25%，占营业收入的比重为 56.48%，预计贡献净利润 2.2 亿左右。气体收入增长主要因为：1) 江苏如东 LNG 冷能项目和富阳二期项目开始投入运营，带来新增量；2) 上半年氧气氮气均价同比更高。随着黑龙江双鸭山、河南驻马店项目的投产，下半年气体收入增速有望进一步提高。

受益于行业景气度提升，以及各项目运营逐渐稳定，2018H1 气体业务毛利率 23.14%，同比大幅提高 7.86pct。随着原有气体项目折旧逐步进入到中后期，公司气体毛利率仍有望继续上行。

设备订单大增，保障业绩持续快速增长。受益于下游化工景气度提升，2018H1 公司制造业收入（空分设备+乙烯冷箱等）14.37 亿元，同比增长 45.76%，我们预计设备业务实现约 1.2 亿净利润。2018H1 毛利率 23.06%，比去年同期提升了 0.99pct。公司作为空分设备绝对龙头，大中型空分市占率已近 60%，2018H1 新签空分设备和石化设备订单 28 亿元，同比大增 88.4%，今年公司订单迎来订单大年，而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持续快速增长。

经营指标不断向好。报告期内，公司经营质量进一步优化：1) 期间费用率 10.22%，同比下降 2.07pct；2) ROE 达到 7.1%（提高 4.23 个百分点），年化 ROE14.2%；3) 预收账款 19.04 亿元，同比大增 54.21%，主要因为公司订单同比大幅增加；4) 经营活动现金流净额 5.54 亿元，同比大增 49.85%，是公司上市以来最好的半年度现金流。

不过，2018Q2 单季度资产计提减值 4284 万，同比增加 2284 万；此外 2018H1 政府补贴的减少导致营业外收入仅为 255 万元，同比减少 3115 万元，一定程度上拖累了业绩增速。

工业气体市场广阔，公司发展前景值得期待。我国工业气体近 1300 亿市场空间，公司作为国内绝对龙头，其气体业务始终保持扩张态势，近期参与竞标宝钢气体也说明公司的积极态度。即使在经济低迷的 2012-2017 年，公司工业气体收入仍从 11 亿元增长至近 40 亿，年复合增速 27.5%。参考国外气体行业的发展路径，强者恒强、集中度提高是大趋势（国外四大气体巨头市占率超过 80%）。我们认为公司具备成为中国的气体巨头的潜质，2017 年气体业务收入近 40 亿，长期来看，公司气体业务收入有望达到数百亿级别。

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，预计公司 2018-2020 年公司可实现净利润为 8.00、11.57、13.01 亿元，对应 PE 分别为 16.6、11.5、10.2 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	10558.40	11482.75
增长率	30.49%	33.93%	22.19%	8.75%
归属母公司净利润（百万元）	360.70	800.31	1157.43	1300.82
增长率	27.63%	121.87%	44.62%	12.39%
每股收益 EPS（元）	0.37	0.83	1.20	1.35
PE	36.90	16.63	11.50	10.23
PB	2.66	2.28	1.88	1.57

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6451.80	8640.94	10558.4	11482.7
营业成本	5082.88	6620.52	8009.46	8639.60
营业税金及附加	63.15	38.88	46.46	49.38
销售费用	118.82	154.67	186.88	199.80
管理费用	522.65	656.71	770.76	803.79
财务费用	127.77	115.55	97.01	77.71
资产减值损失	78.60	75.00	75.00	75.00
投资收益	0.71	0.71	0.71	0.71
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	529.04	980.31	1373.54	1638.18
其他非经营损益	2.28	34.01	28.53	21.71
利润总额	531.32	1014.32	1402.07	1659.90
所得税	149.33	132.62	138.48	265.58
净利润	381.99	881.70	1263.58	1394.31
少数股东损益	21.29	81.39	106.15	93.49
归属母公司股东净利润	360.70	800.31	1157.43	1300.82
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1225.77	893.40	2326.76	4145.65
应收和预付款项	3413.67	4952.00	5984.78	6439.83
存货	979.30	1295.72	1576.89	1707.28
其他流动资产	201.85	238.40	291.30	316.81
长期股权投资	60.15	60.15	60.15	60.15
投资性房地产	99.01	99.01	99.01	99.01
固定资产和在建工程	4585.67	4034.72	3483.76	2932.80
无形资产和开发支出	383.89	339.65	295.42	251.19
其他非流动资产	139.89	139.89	139.89	139.89
资产总计	11089.2	12052.9	14257.9	16092.6
短期借款	311.13	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	3207.53	4367.32	5288.25	5719.27
长期借款	403.50	403.50	403.50	403.50
其他负债	2155.54	1447.61	1468.11	1477.42
负债合计	6077.70	6218.43	7159.86	7600.19
股本	964.60	964.60	964.60	964.60
资本公积	1635.92	1635.92	1635.92	1635.92
留存收益	1974.80	2775.11	3932.54	5233.37
归属母公司股东权益	4634.01	5375.63	6533.07	7833.89
少数股东权益	377.49	458.88	565.03	658.52
股东权益合计	5011.50	5834.51	7098.10	8492.41
负债和股东权益合计	11089.2	12052.9	14257.9	16092.6
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	1190.17	1691.05	2065.74	2311.08
PE	36.90	16.63	11.50	10.23
PB	2.66	2.28	1.88	1.57
PS	2.06	1.54	1.26	1.16
EV/EBITDA	11.84	7.92	5.79	4.38

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	381.99	881.70	1263.58	1394.31
折旧与摊销	533.36	595.19	595.19	595.19
财务费用	127.77	115.55	97.01	77.71
资产减值损失	78.60	75.00	75.00	75.00
经营营运资本变动	57.64	-707.25	-428.66	-169.25
其他	-328.20	-77.27	-72.47	-77.07
经营活动现金流净额	851.16	882.93	1529.65	1895.89
资本支出	275.39	0.00	0.00	0.00
其他	-441.57	0.71	0.71	0.71
投资活动现金流净额	-166.18	0.71	0.71	0.71
短期借款	-128.87	-311.13	0.00	0.00
长期借款	-719.50	0.00	0.00	0.00
股权融资	885.33	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-146.14	-904.87	-97.01	-77.71
筹资活动现金流净额	-109.19	-1216.00	-97.01	-77.71
现金流量净额	576.36	-332.37	1433.35	1818.90
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	30.49%	33.93%	22.19%	8.75%
营业利润增长率	74.85%	85.30%	40.11%	19.27%
净利润增长率	36.01%	130.82%	43.31%	10.35%
EBITDA 增长率	220.25%	42.08%	22.16%	11.88%
获利能力				
毛利率	21.22%	23.38%	24.14%	24.76%
三费率	11.92%	10.73%	9.99%	9.42%
净利率	5.92%	10.20%	11.97%	12.14%
ROE	7.62%	15.11%	17.80%	16.42%
ROA	3.44%	7.32%	8.86%	8.66%
ROIC	7.05%	14.13%	19.15%	21.30%
EBITDA/销售收入	18.45%	19.57%	19.56%	20.13%
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.75	0.80	0.76
固定资产周转率	1.47	2.20	3.12	4.06
应收账款周转率	3.68	3.98	3.61	3.48
存货周转率	5.32	5.53	5.35	5.07
销售商品提供劳务收	54.84%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	54.81%	51.59%	50.22%	47.23%
带息债务/总负债	28.21%	22.57%	19.60%	18.47%
流动比率	1.35	1.65	1.88	2.16
速动比率	1.12	1.36	1.59	1.86
每股指标				
每股收益	0.37	0.83	1.20	1.35
每股净资产	5.20	6.05	7.36	8.80
每股经营现金	0.88	0.92	1.59	1.97

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	袁进	15715268999	yuanjin@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	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@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。