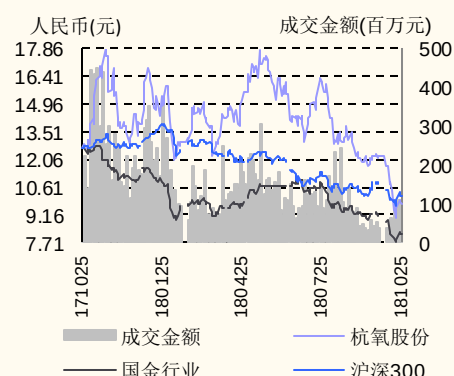


杭氧股份 (002430.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.77 元
目标价格 (人民币): 14.61-16.92 元
市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 949.81
总市值 (百万元) 9,424.18
年内股价最高最低 (元) 17.87/9.02
沪深 300 指数 3194.31
中小板综 7553.34



相关报告

1. 《杭氧股份深度报告 (上): 转型成效显著, 气体销售业务正迈入收获期...》, 2018.9.11

赵玥炜 联系人
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

卞晨曦 分析师 SAC 执业编号: S1130518070004
biancy@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

设备与气体销售双轮驱动, 公司业绩持续向上

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	-0.340	0.374	0.777	0.953	1.123
每股净资产 (元)	4.06	4.80	5.42	6.25	7.23
每股经营性现金流 (元)	0.51	0.88	1.02	1.61	1.95
市盈率 (倍)	-25.46	37.36	12.58	10.25	8.70
净利润增长率 (%)	-296.12%	-227.63%	107.68%	22.69%	17.85%
净资产收益率 (%)	-8.36%	7.78%	14.33%	15.24%	15.54%
总股本 (百万股)	831.78	964.60	964.60	964.60	964.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 杭氧股份披露 2018 年三季报与全年业绩预告。公司 2018 年前三季度实现营业收入 59.68 亿元, 同比+28.33%; 归母净利润 5.40 亿元, 同比+160.35%。公司预告全年净利润约 7.10 至 8.40 亿元, 同比+96.84%至 132.88%。业绩符合预期。

经营分析

- **转型成效显著, 业绩已迈入上升通道:** 2018 年前三季度, 公司业绩实现快速增长, 归母净利润达 5.4 亿元, 同比+160.35%, 主要是因为公司承接设备类销售合同保持增长、零售气体实现供销两旺使得气体业务利润水平较上年有较大幅度的增长。随着设备业务、气体销售业务协同不断深入, 公司综合毛利率实现显著提升, 前三季度达 23.13%, 同比+2.76ppt。此外, 公司经营效率不断提升, 管理费用率、销售费用率与财务费用率分别同比-3.30ppt、-0.29ppt 与 -0.88ppt, 销售净利率达 9.63%, 同比+4.91ppt。
- **液态气体供需关系维持紧张, 公司气体业务大步迈入收获期:** 钢铁等去产能波及空分设备、环保政策趋严导致近两年液态气体市场供需紧张, 2017 年以来液态气体价格出现上涨。根据卓创资讯大宗商品数据, 2017 年初至今, 氧气、氮气价格分别上涨 71%、31%, 我们认为, 规模生产的气体厂商将在此轮涨价中大幅受益。同时, 公司约半数气体项目于 2010 年前后布局, 现已逐渐甩掉折旧包袱, 大步迈入业绩收获期。
- **三大下游产业转型升级拉动设备投资, 公司龙头优势凸显:** 进入“十三五”时期, 国家聚焦炼化产业规模化与一体化布局、重启以现代新型煤化工为主的项目工作、淘汰钢铁落后产能与加快推动产能置换, 预计拉动总计约 350.42 至 368.42 亿元的空分设备需求。我们认为, 公司作为国内大型及以上空分设备的绝对龙头, 将显著受益各大产业升级项目的密集落地。2017 年以来, 公司已获取以大型、特大型空分设备为主的设备订单近 60 亿元。

盈利调整与投资建议

■ 我们预计公司 2018-2020 年有望实现营收 85.24/98.20/110.98 亿元; 归母净利润 7.49/9.19/10.83 亿元, 同比+107.68%/22.69%/17.85%。当前股价对应 13X18PE、10X19PE, 给予公司“买入”评级。

风险提示

■ 钢价下跌、油价大幅波动的风险; 煤化工项目批复与开工不及预期; 气体项目运营不畅; 零售气体价格大幅下跌风险; 限售股解禁的风险 (18.8.14)。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	5,940	4,944	6,452	8,524	9,820	11,098
增长率		-16.8%	30.5%	32.1%	15.2%	13.0%
主营业务成本	-4,944	-4,240	-5,083	-6,534	-7,501	-8,454
%销售收入	83.2%	85.7%	78.8%	76.7%	76.4%	76.2%
毛利	996	705	1,369	1,990	2,320	2,644
%销售收入	16.8%	14.3%	21.2%	23.3%	23.6%	23.8%
营业税金及附加	-26	-39	-63	-83	-96	-109
%销售收入	0.4%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-98	-101	-119	-158	-187	-216
%销售收入	1.6%	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%
管理费用	-499	-496	-523	-571	-638	-710
%销售收入	8.4%	10.0%	8.1%	6.7%	6.5%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	373	70	664	1,178	1,399	1,609
%销售收入	6.3%	1.4%	10.3%	13.8%	14.2%	14.5%
财务费用	-148	-155	-128	-82	-82	-90
%销售收入	2.5%	3.1%	2.0%	1.0%	0.8%	0.8%
资产减值损失	-65	-259	-79	-74	-66	-48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	42	1	2	3	3
%税前利润	1.3%	-16.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	163	-303	529	1,024	1,253	1,474
营业利润率	2.7%	n.a	8.2%	12.0%	12.8%	13.3%
营业外收支	46	51	2	3	3	3
税前利润	209	-252	531	1,027	1,256	1,477
利润率	3.5%	n.a	8.2%	12.0%	12.8%	13.3%
所得税	-47	-29	-149	-257	-314	-369
所得税率	22.7%	n.a	28.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	162	-281	382	770	942	1,108
少数股东损益	18	2	21	21	23	25
归属于母公司的净利润	144	-283	361	749	919	1,083
净利率	2.4%	n.a	5.6%	8.8%	9.4%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	162	-281	382	770	942	1,108
少数股东损益	18	2	21	21	23	25
非现金支出	517	778	612	556	571	586
非经营收益	134	77	127	81	81	91
营运资金变动	-381	-151	-270	-425	-39	93
经营活动现金净流	433	424	851	982	1,556	1,878
资本开支	-324	-1,106	-77	-412	-412	-812
投资	0	86	0	0	0	0
其他	-47	64	-89	2	3	3
投资活动现金净流	-371	-955	-166	-410	-410	-809
股权募资	20	0	944	0	0	0
债权募资	91	801	-850	-56	-44	272
其他	-197	-186	-202	-242	-203	-242
筹资活动现金净流	-86	614	-109	-298	-246	31
现金净流量	-25	83	576	274	900	1,100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	491	505	1,226	1,500	2,400	3,500
应收账款	2,683	2,489	2,860	3,944	4,413	4,872
存货	787	793	979	1,139	1,307	1,473
其他流动资产	476	582	756	921	1,027	1,132
流动资产	4,436	4,369	5,821	7,504	9,147	10,976
%总资产	45.6%	44.1%	52.5%	59.1%	64.2%	67.1%
长期投资	75	65	161	161	161	161
固定资产	4,708	4,957	4,586	4,512	4,416	4,687
%总资产	48.4%	50.0%	41.4%	35.5%	31.0%	28.6%
无形资产	322	394	384	390	396	402
非流动资产	5,294	5,545	5,269	5,201	5,111	5,388
%总资产	54.4%	55.9%	47.5%	40.9%	35.8%	32.9%
资产总计	9,731	9,914	11,089	12,704	14,258	16,364
短期借款	985	1,173	1,042	594	560	842
应付款项	2,338	2,348	3,068	4,076	4,807	5,561
其他流动负债	134	162	215	247	285	399
流动负债	3,457	3,682	4,324	4,917	5,652	6,802
长期贷款	1,266	1,123	404	804	804	804
其他长期负债	905	1,375	1,350	1,357	1,350	1,343
负债	5,628	6,180	6,078	7,078	7,805	8,948
普通股股东权益	3,676	3,379	4,634	5,228	6,031	6,970
少数股东权益	427	355	377	398	421	446
负债股东权益合计	9,731	9,914	11,089	12,704	14,258	16,364

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.173	-0.340	0.374	0.777	0.953	1.123
每股净资产	4.419	4.062	4.804	5.420	6.253	7.225
每股经营现金净流	0.520	0.510	0.882	1.018	1.613	1.947
每股股利	0.020	0.030	0.075	0.100	0.120	0.150
回报率						
净资产收益率	3.92%	-8.36%	7.78%	14.33%	15.24%	15.54%
总资产收益率	1.48%	-2.85%	3.25%	5.90%	6.45%	6.62%
投入资本收益率	4.21%	1.11%	6.40%	11.01%	11.90%	11.99%
增长率						
主营业务收入增长率	0.10%	-16.76%	30.49%	32.12%	15.21%	13.01%
EBIT增长率	-2.27%	-81.29%	852.12%	77.26%	18.79%	15.04%
净利润增长率	6.39%	-296.12%	-227.63%	107.68%	22.69%	17.85%
总资产增长率	3.50%	1.88%	11.86%	14.57%	12.23%	14.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	109.6	139.4	99.1	105.0	104.0	103.0
存货周转天数	60.8	68.0	63.6	63.6	63.6	63.6
应付账款周转天数	80.6	97.1	75.3	75.0	76.0	77.0
固定资产周转天数	230.7	338.1	238.0	168.4	135.2	115.4
偿债能力						
净负债/股东权益	55.09%	74.75%	24.33%	15.95%	-0.57%	-11.52%
EBIT利息保障倍数	2.5	0.5	5.2	14.3	17.1	18.0
资产负债率	57.84%	62.34%	54.81%	55.71%	54.74%	54.68%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	5	8
增持	0	0	2	3	4
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.38	1.57

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-09-11	买入	11.93	14.61~16.92

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH