



分析师：倪瑞超

Tel：021-53686179

E-mail：niruichao@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518070003

## 基本数据（最新）

报告日股价（元）13.26

12mth 股价区间（元）8.85-18.00

流通股本/总股本（亿股）9.50/9.65

流通市值/总市值（亿元）126/128

## 主要股东（最新）

杭州制氧机集团有限公司 54.40%

报告编号：NRC19-CT06

首次报告日期：2019 年 4 月 16 日

相关报告：无

# 空分设备在手订单充足，工业气体产能不断扩充

## ■ 动态事项

公司发布 2018 年年度报告，2018 年实现收入 79.01 亿元，yoy+22.47%；归母净利润 7.41 亿元，yoy+105.39%。

## ■ 事项点评

● **经营质量资产向上。**2018 年公司综合毛利率 23.28%，同比上升 2.07pct；净利率 10.06%，同比上 4.14pct。综合毛利率上升主要受益于空分设备占比提升以及气体销售毛利率提升。净利率上升主要是费用率下降以及资产减值损失减少。公司经营活动现金流 12.82 亿元，气体业务收入提升以后，公司现金流大幅度改善。

● **空分设备：设备收入高增长，在手订单充足。**2018 年公司空分设备实现收入 28.4 亿元，同比增长 52.53%；毛利率 24.85%，毛利率下降 1.14pc；设备毛利率下降主要是收入确认结构导致。公司目前在大型空分设备优势明显，市场占有率高。2018 年公司获得空分设备及石化设备订单 45.47 亿元，公司目前空分设备在手订单充足，充足的订单保证了公司未来设备业务的收入稳定。

● **气体销售：气体产能不断扩充，零售气体价格回暖。**2018 年公司气体销售实现收入 44.64 亿元，同比增长 14.12%，毛利率 23.50%。公司管道气业务规模日益扩大，零售气体销量和收入均同比显著提升。未来公司的气体产能将不断扩充，2017 年公司新建江西杭氧二套 8 万 m<sup>3</sup>/h；2018 年新建山西杭氧二期 6.5 万 m<sup>3</sup>/h，萍钢杭氧二期 2 万 m<sup>3</sup>/h，河南杭氧三期 3 万 m<sup>3</sup>/h 空分项目，随着这些产能的陆续投入，公司的气体产能规模不断增长。从零售气体市场来看，2019 年工业气体价格回落，但是进入 3 月份价格回暖，根据卓创数据，2019 年 3 月份液氧全国月均价在 628.64 元/吨，环比上调 22.3%，同比下调 14.41%。

■ **投资建议。**预测公司 2019/2020/2021 年销售收入为 89.43、103.59、113.36 亿元，归母净利润 8.79、10.76、12.52 亿元，EPS 为 0.91、1.12、1.30 元，对应的 PE 为 14.5、11.9、10.2 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示：**气体价格下降。

| 区分        | 2018A   | 2019E   | 2020E    | 2021E    |
|-----------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入：百万元  | 7901.22 | 8943.45 | 10359.31 | 11336.24 |
| 增长率 YOY   | 22.47%  | 13.19%  | 15.83%   | 9.43%    |
| 归母净利润：百万元 | 740.86  | 879.12  | 1075.77  | 1252.40  |
| 增长率 YOY   | 105.39% | 18.66%  | 22.37%   | 16.42%   |
| EPS（元）    | 0.77    | 0.91    | 1.12     | 1.30     |
| PE（倍）     | 17.3    | 14.5    | 11.9     | 10.2     |

数据来源：WIND 上海证券研究所预测

资产负债表（单位：百万元）

| 指标               | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 1,305         | 2,320         | 3,211         | 4,628         |
| 存货               | 1,232         | 1,301         | 1,328         | 1,436         |
| 应收账款及票据          | 2,844         | 3,128         | 3,347         | 3,321         |
| 其他               | 932           | 994           | 943           | 1,130         |
| 流动资产合计           | 6,312         | 7,743         | 8,829         | 10,515        |
| 长期股权投资           | 62            | 62            | 62            | 62            |
| 固定资产             | 4,148         | 3,791         | 3,602         | 3,383         |
| 在建工程             | 202           | 400           | 400           | 400           |
| 无形资产             | 313           | 350           | 330           | 310           |
| 其他               | 310           | 269           | 259           | 249           |
| 非流动资产合计          | 5,034         | 4,873         | 4,654         | 4,404         |
| <b>资产总计</b>      | <b>11,347</b> | <b>12,616</b> | <b>13,483</b> | <b>14,919</b> |
| 短期借款             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付账款及票据          | 1,228         | 1,391         | 1,426         | 1,529         |
| 其他               | 2,321         | 2,655         | 2,547         | 2,783         |
| 流动负债合计           | 3,549         | 4,047         | 3,972         | 4,312         |
| 长期借款和应付债券        | 1,754         | 1,754         | 1,754         | 1,754         |
| 其他               | 331           | 333           | 333           | 333           |
| 非流动负债合计          | 2,085         | 2,087         | 2,087         | 2,087         |
| <b>负债合计</b>      | <b>5,634</b>  | <b>6,134</b>  | <b>6,059</b>  | <b>6,399</b>  |
| 少数股东权益           | 405           | 471           | 552           | 646           |
| 股东权益合计           | 5,713         | 6,482         | 7,424         | 8,520         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>11,347</b> | <b>12,616</b> | <b>13,483</b> | <b>14,919</b> |

现金流量表（单位：百万元）

| 指标      | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1,282 | 1,874 | 1,550 | 2,085 |
| 投资活动现金流 | (350) | (205) | (405) | (405) |
| 融资活动现金流 | (826) | (241) | (254) | (263) |
| 净现金流    | 109   | 1,429 | 891   | 1,417 |

数据来源：WIND 上海证券研究所预测

利润表（单位：百万元）

| 指标                | 2018A        | 2019E        | 2020E         | 2021E         |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>7,901</b> | <b>8,943</b> | <b>10,359</b> | <b>11,336</b> |
| 营业成本              | 6,061        | 6,842        | 7,887         | 8,568         |
| 营业税金及附加           | 57           | 63           | 73            | 79            |
| 营业费用              | 123          | 143          | 166           | 181           |
| 管理费用              | 450          | 733          | 839           | 907           |
| 财务费用              | 95           | 65           | 39            | 13            |
| 资产减值损失            | (5)          | 0            | 0             | 0             |
| 投资收益              | 1            | 0            | 0             | 0             |
| 公允价值变动损益          | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 其他收益              | 54           | 55           | 55            | 55            |
| <b>营业利润</b>       | <b>961</b>   | <b>1,153</b> | <b>1,411</b>  | <b>1,642</b>  |
| 营业外收支净额           | (2)          | 0            | 0             | 0             |
| <b>利润总额</b>       | <b>959</b>   | <b>1,153</b> | <b>1,411</b>  | <b>1,642</b>  |
| 所得税               | 164          | 208          | 254           | 296           |
| 净利润               | 795          | 945          | 1,157         | 1,347         |
| 少数股东损益            | 54           | 66           | 81            | 94            |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>741</b>   | <b>879</b>   | <b>1,076</b>  | <b>1,252</b>  |

财务比率分析

| 指标          | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 总收入增长率      | 22%   | 13%   | 16%   | 9%    |
| 净利润增长率      | 105%  | 19%   | 22%   | 16%   |
| 毛利率         | 23%   | 24%   | 24%   | 24%   |
| 净利率         | 10%   | 11%   | 11%   | 12%   |
| 资产负债率       | 50%   | 49%   | 45%   | 43%   |
| 流动比率        | 1.78  | 1.91  | 2.22  | 2.44  |
| 速动比率        | 1.43  | 1.55  | 1.84  | 2.06  |
| 总资产回报率（ROA） | 7%    | 10%   | 11%   | 11%   |
| 净资产收益率（ROE） | 15%   | 15%   | 16%   | 16%   |
| PE          | 17.3  | 14.5  | 11.9  | 10.2  |
| PB          | 2.4   | 2.1   | 1.9   | 1.6   |

## 分析师承诺

倪瑞超

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定 义                       |
|------|---------------------------|
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定 义                           |
|------|-------------------------------|
| 增持   | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。