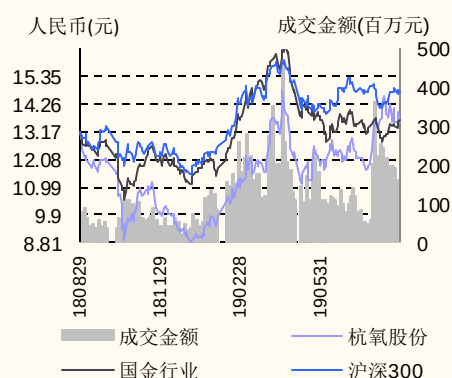


杭氧股份 (002430.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.54 元
目标价格 (人民币): 17.60-17.60 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) 13,060.74
年内股价最高最低 (元) 14.58/12.48
沪深 300 指数 3790.19
中小板综 8903.02

**相关报告**

- 1.《首个半导体气体项目落地，特种气获重大突破-杭氧股份半导体气体...》，2019.3.31
- 2.《业绩创新高：气体与设备双轮驱动成长》，2019.3.31
- 3.《杭氧股份深度报告（下）：空分设备迈入采购高峰，相比上一轮将更...》，2019.3.4
- 4.《业绩略超预期，公司龙头优势、成长性不减》，2019.2.27
- 5.《设备与气体销售双轮驱动，公司业绩持续向上》，2018.10.25

业绩符合预期，工业气体“扩规模、调结构”加速推进**公司基本情况 (人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.374	0.768	0.901	1.090	1.203
每股净资产 (元)	4.80	5.50	6.12	7.00	7.98
每股经营性现金流 (元)	0.88	1.33	1.86	1.72	2.15
市盈率 (倍)	37.36	12.17	15.03	12.42	11.25
净利润增长率 (%)	-227.63%	105.39%	17.27%	21.05%	10.35%
净资产收益率 (%)	7.78%	13.96%	14.72%	15.58%	15.08%
总股本 (百万股)	964.60	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

- 公司 2019 年上半年实现营业收入 41 亿元，同比增长 11%；归母净利润 4 亿元，同比增长 18%，公司转型成效显著，业绩符合预期。

经营分析

- 公司转型成效显著，设备与气体业务双轮驱动业绩增长。
 - 1) 公司抓住市场机遇不断开拓市场，积极转型、成效显著，空分设备市占率提升与气体产业规模扩大驱动公司业绩稳健发展。
 - 2) 气体业务受到零售气价格下降，实现收入 22 亿元，同比小幅增长 8%，毛利率略有下滑，为 20%；空分设备下游景气度持续，实现收入 17 亿元，同比增长 15%，略超预期。
- 扩张规模与改善结构是气体业务两大发展方向，高端化、多样化驱动新成长
 - 1) 我们认为，2018 年下半年以来，零售气体价格红利正在逐步消失，整体气体业务迎来“项目扩张+结构改善”的关键时点。
 - 2) 报告期内，公司凭借自身技术优势获得多个气体投资项目。规模上，公司新增投资收购广西盛隆 2 套 4 万 m³/h 在建工程项目、配套山钢莱芜钢铁 4 万 m³/h 空分项目；结构改善上，公司首个半导体（青岛芯恩）供气项目落地，气体业务向高端化、多样化方向迈进。
 - 3) 前期气体项目迈入业绩收获期。约半数气体项目于 2010 年前后布局，现已逐渐甩掉折旧包袱，利润逐步释放。
- 大型空分设备竞争力加强，与大客户持续合作，上半年新签订单 29 亿元。

公司为空分设备龙头，受益于下游设备采购景气持续。公司上半年新签 29 亿元设备订单，同比略有增长。报告期内，公司中标浙石化二期、中煤图克、河南心连心等多个 7 万 m³/h 以上大型空分设备订单。

盈利调整与投资建议

- 我们维持对公司的盈利预测，预计 2019/2020/2021 年归母净利润 8.7/10.5/11.6 亿元，给予气体业务 PE 23 倍、设备业务 PE 10 倍，2020 年合理市值为 170 亿元，上调目标价至 17.6 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 钢价、油价大幅波动；炼化、煤化工等项目开展受阻；气体项目运营不畅。

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

赵玥玮 分析师 SAC 执业编号: S1130519070001
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,944	6,452	7,901	9,223	11,393	12,542
增长率		30.5%	22.5%	16.7%	23.5%	10.1%
主营业务成本	-4,240	-5,083	-6,061	-7,108	-8,846	-9,764
%销售收入	85.7%	78.8%	76.7%	77.1%	77.7%	77.8%
毛利	705	1,369	1,840	2,115	2,546	2,778
%销售收入	14.3%	21.2%	23.3%	22.9%	22.3%	22.2%
营业税金及附加	-39	-63	-57	-67	-83	-92
%销售收入	0.8%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-101	-119	-123	-138	-171	-188
%销售收入	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-496	-523	-450	-507	-604	-652
%销售收入	10.0%	8.1%	5.7%	5.5%	5.3%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	70	664	1,210	1,402	1,688	1,846
%销售收入	1.4%	10.3%	15.3%	15.2%	14.8%	14.7%
财务费用	-155	-128	-95	-93	-122	-134
%销售收入	3.1%	2.0%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-259	-79	5	-8	-11	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	42	1	1	1	2	2
%税前利润	-16.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	-303	529	961	1,112	1,333	1,464
营业利润率	n.a	8.2%	12.2%	12.1%	11.7%	11.7%
营业外收支	51	2	-2	3	4	5
税前利润	-252	531	959	1,115	1,337	1,469
利润率	n.a	8.2%	12.1%	12.1%	11.7%	11.7%
所得税	-29	-149	-164	-191	-229	-252
所得税率	n.a	28.1%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
净利润	-281	382	795	924	1,108	1,218
少数股东损益	2	21	54	55	56	57
归属于母公司的净利润	-283	361	741	869	1,052	1,161
净利率	n.a	5.6%	9.4%	9.4%	9.2%	9.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	-281	382	795	924	1,108	1,218
少数股东损益	2	21	54	55	56	57
非现金支出	778	612	545	556	589	628
非经营收益	77	127	91	113	131	149
营运资金变动	-151	-270	-148	198	-172	77
经营活动现金净流	424	851	1,282	1,792	1,656	2,071
资本开支	-1,106	-77	-386	-473	-572	-401
投资	86	0	-1	0	0	0
其他	64	-89	37	1	2	2
投资活动现金净流	-955	-166	-350	-472	-571	-399
股权募资	0	944	6	0	0	0
债权募资	801	-850	-606	-327	3	7
其他	-186	-202	-224	-394	-339	-368
筹资活动现金净流	614	-109	-824	-721	-336	-361
现金净流量	83	576	109	599	750	1,311

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	505	1,226	1,305	1,904	2,653	3,964
应收账款	2,489	2,860	2,865	3,271	3,958	4,230
存货	793	979	1,232	1,285	1,575	1,712
其他流动资产	582	756	910	768	955	1,055
流动资产	4,369	5,821	6,312	7,228	9,142	10,961
%总资产	44.1%	52.5%	55.6%	59.3%	64.8%	69.8%
长期投资	65	161	159	159	159	159
固定资产	4,957	4,586	4,350	4,280	4,281	4,075
%总资产	50.0%	41.4%	38.3%	35.1%	30.4%	25.9%
无形资产	394	384	375	371	366	362
非流动资产	5,545	5,269	5,034	4,961	4,958	4,749
%总资产	55.9%	47.5%	44.4%	40.7%	35.2%	30.2%
资产总计	9,914	11,089	11,347	12,188	14,100	15,711
短期借款	1,173	1,042	86	87	90	97
应付款项	2,348	3,068	3,246	3,741	4,696	5,267
其他流动负债	162	215	217	244	292	319
流动负债	3,682	4,324	3,549	4,071	5,078	5,683
长期贷款	1,123	404	754	754	754	754
其他长期负债	1,375	1,350	1,331	1,003	1,003	1,003
负债	6,180	6,078	5,634	5,828	6,835	7,440
普通股股东权益	3,379	4,634	5,308	5,901	6,750	7,698
少数股东权益	355	377	405	460	516	573
负债股东权益合计	9,914	11,089	11,347	12,188	14,100	15,711

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	-0.340	0.374	0.768	0.901	1.090	1.203
每股净资产	4.062	4.804	5.503	6.117	6.997	7.981
每股经营现金净流	0.510	0.882	1.329	1.857	1.717	2.147
每股股利	0.030	0.075	0.180	0.200	0.210	0.220
回报率						
净资产收益率	-8.36%	7.78%	13.96%	14.72%	15.58%	15.08%
总资产收益率	-2.85%	3.25%	6.53%	7.13%	7.46%	7.39%
投入资本收益率	1.11%	6.40%	10.96%	11.68%	12.77%	12.65%
增长率						
主营业务收入增长率	-16.76%	30.49%	22.47%	16.73%	23.53%	10.09%
EBIT增长率	-81.29%	852.12%	50.35%	15.74%	21.43%	10.10%
净利润增长率	-296.12%	-227.63%	105.39%	17.27%	21.05%	10.35%
总资产增长率	1.88%	11.86%	2.32%	7.42%	15.69%	11.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	139.4	99.1	77.0	75.0	73.0	70.0
存货周转天数	68.0	63.6	66.6	66.0	65.0	64.0
应付账款周转天数	97.1	75.3	61.1	62.0	63.0	64.0
固定资产周转天数	338.1	238.0	191.6	150.7	112.4	93.2
偿债能力						
净负债/股东权益	74.75%	24.33%	9.36%	-0.99%	-11.14%	-25.55%
EBIT利息保障倍数	0.5	5.2	10.6	12.5	11.5	11.5
资产负债率	62.34%	54.81%	49.66%	47.82%	48.47%	47.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	6	6	8	19
增持	0	1	2	2	10
中性	0	2	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.56	1.60	1.50	1.50

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
2	2018-10-25	买入	9.81	14.61~16.92
3	2019-02-27	买入	11.16	14.61~14.61
4	2019-03-04	买入	11.38	14.61~14.61
5	2019-03-31	买入	12.04	14.61~14.61
6	2019-07-30	买入	12.48	14.61~14.61

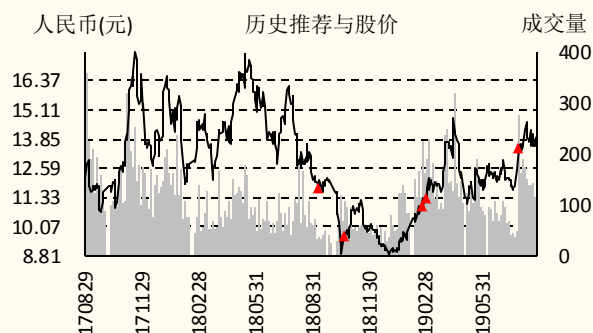
来源：国金证券研究所

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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