

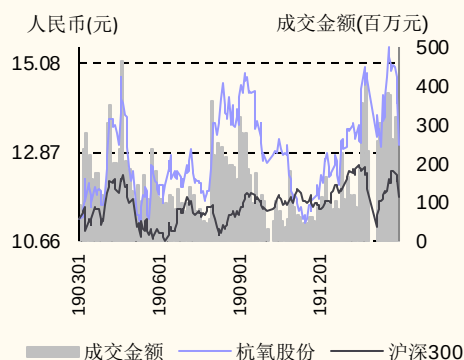
杭氧股份 (002430.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.05 元
目标价格 (人民币): 17.30-17.30 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 9.65
已上市流通 A 股(亿股) 9.50
总市值(亿元) 125.88
年内股价最高最低(元) 15.49/13.02
沪深 300 指数 3940
中小板综 10287

**相关报告**

- 1.《“一对多”气体运营模式开启，具里程碑意义-杭氧股份点评》，2019.12.27
- 2.《业绩低于预期；气体业务中长期成长逻辑不变-杭氧三季报点评》，2019.10.25
- 3.《业绩符合预期，工业气体“扩规模、调结构”加速推进-杭氧股份半年报》，2019.8.29
- 4.《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...》，2019.7.30
- 5.《业绩创新高：气体与设备双轮驱动成长-《2019-03-31 公...》，2019.3.31

2020 年业绩有望提速，气体扩张为主要驱动**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	0.658	0.909	1.063
每股净资产(元)	4.80	5.50	5.87	6.57	7.42
每股经营性现金流(元)	0.88	1.33	1.74	1.67	1.93
市盈率(倍)	37.36	12.17	19.85	14.36	12.27
净利润增长率(%)	-227.63%	105.39%	-14.39%	38.24%	16.99%
净资产收益率(%)	7.78%	13.96%	11.19%	13.83%	14.34%
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

- 2月28日晚间，公司发布业绩快报：营业总收入 82.42 亿元，同比增长 4%，归母净利润为 6.34 亿元，同比下降 14%，低于市场预期。我们认为，公司业绩低于预期主因零售气价格同比下降幅度大，但长期逻辑未改变，随着气体业务“扩项目、调结构、优模式”推进，将逐步走出业绩低迷期。

经营分析

- **第四季度单季度业绩下滑 49%，低于预期，零售气体价格大幅下降是主因**

1) 公司全年业绩同比下降 14%，其中第四季度单季度收入同比增长 17%，业绩同比下滑 49%。业绩低于预期的主因是零售气体价格同期大幅下滑，以山东杭氧液氧为例，2019 年下半年出厂价同比下降 38%，当大宗气体收入不变时，测算大约对总气体收入有约 -9% 的影响。

2) 此外，设备业务在三季度存在部分内部抵消情况，主要可能因为上半年三个新投气体项目产生的部分内部设备交易订单，从而影响当年收入确认。

- **零售气价格第四季度末有所回升，未来以量为驱动因素，气体成长逻辑不改**

1) 以液氧为例，部分地区在第四季度末同比有所回升，价格在 500-600 元/吨，同比、环比均有增长。我们认为，零售气价格有望逐步恢复至正常水平，未来气体业务以量为主要驱动因素。我们测算，假设 2020 年零售气体价格同比增长 10%，叠加气体项目投放，气体收入有望实现超 20% 增长。

2) 长期看，公司气体业务正在以“扩项目、调结构、优模式”不断成长。2019 年以来，公司 6 个气体项目相继落地，在结构、模式上均有突破，包括一个半导体供气项目、两个“一对多”新模式项目；约半数项目将于 2020 年前后进入折旧尾气，利润有望迎来释放。

- **业绩将走出低迷期，预计 2020 年将重回 30% 增长轨道，气体业务价值显现**
结合上述分析，我们认为 2019 年业绩下滑主要是零售气价格下行的原因，叠加三季度部分设备收入预计内部抵消。后续，随着气体项目投产加快、气价因素影响减小，公司业绩有望回归 30% 左右正增长速度。

盈利调整与投资建议

- 由于 2019 年公司气体价格下降幅度较大，我们下调公司盈利预测，预计 2019-2020 年归母净利润为 6.3/8.8/10.3 亿元，下调幅度 15%/4%/8%，给予 2020 年 19 倍 PE，下调目标价至 17.3 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 零售气体价格波动过大；炼化、煤化工等项目开展受阻；气体项目运营不畅；疫情影响超预期。

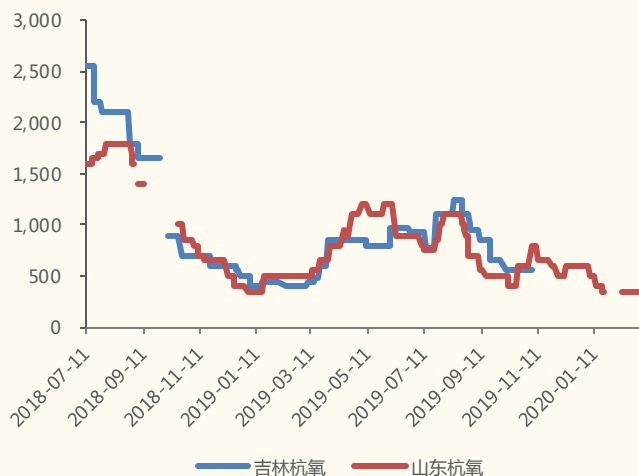
王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

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

附录一：零售气（液体）价格情况

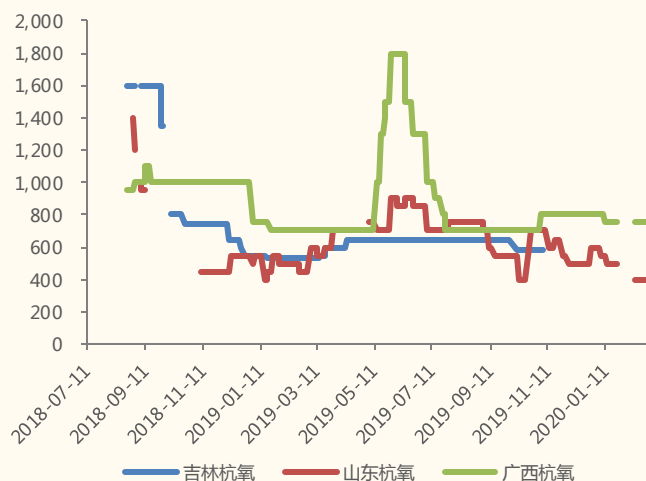
- 部分地区在四季度末同比有所回升，价格在 500-600 元/吨，同比、环比均有增长。我们认为，零售气价格未来有望逐步恢复至正常水平，未来气体业务以量为主要驱动因素。

图表 1：氧气（液体）价格趋势（元/吨）



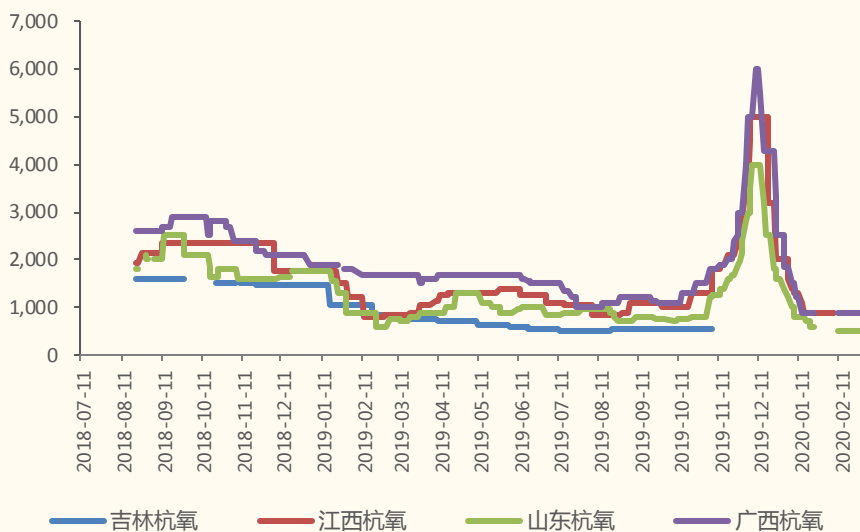
来源：WIND，国金证券研究所

图表 2：氮气（液体）价格趋势（元/吨）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 3：氩气（液体）价格趋势（元/吨）



来源：WIND，国金证券研究所

附录二：气体收入对零售价格的敏感性测算

- 零售气价格涨跌对整体销售收入影响是逻辑切换的关键。零售气价格下降（上涨）10%至 60%时，总气体销售收入下降（增加）2%至 14%（不考虑量增）。

图表 4：气体价格的敏感性测算

销量比例假设	零售气价格假设	-60%	-50%	-40%	-30%	-20%	-10%
零售：大宗 1：9	零售气收入占比	7%	9%	10%	12%	13%	15%
	大宗气收入占比	93%	91%	90%	88%	87%	85%
	总销售收入变化	-10%	-8%	-6%	-5%	-3%	-2%
零售：大宗 1.5：8.5	零售气收入占比	11%	13%	16%	18%	20%	22%
	大宗气收入占比	89%	87%	84%	82%	80%	78%
	总销售收入变化	-14%	-12%	-9%	-7%	-5%	-2%
零售：大宗 2：8	零售气收入占比	15%	18%	21%	23%	26%	28%
	大宗气收入占比	85%	82%	79%	77%	74%	72%
	总销售收入变化	-18%	-15%	-12%	-9%	-6%	-3%
销量比例假设	零售气价格假设	10%	20%	30%	40%	50%	60%
零售：大宗 1：9	零售气收入占比	17%	19%	20%	21%	22%	24%
	大宗气收入占比	83%	81%	80%	79%	78%	76%
	总销售收入变化	2%	3%	5%	6%	8%	10%
零售：大宗 1.5：8.5	零售气收入占比	25%	27%	28%	30%	31%	33%
	大宗气收入占比	75%	73%	72%	70%	69%	67%
	总销售收入变化	2%	5%	7%	9%	12%	14%
零售：大宗 2：8	零售气收入占比	32%	34%	36%	38%	39%	41%
	大宗气收入占比	68%	66%	64%	62%	61%	59%
	总销售收入变化	3%	6%	9%	12%	15%	18%

来源：国金证券研究所测算

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	8,263	9,547	11,066
增长率		30.5%	22.5%	4.6%	15.5%	15.9%
主营业务成本	-4,240	-5,083	-6,061	-6,531	-7,398	-8,595
%销售收入	85.7%	78.8%	76.7%	79.0%	77.5%	77.7%
毛利	705	1,369	1,840	1,732	2,149	2,471
%销售收入	14.3%	21.2%	23.3%	21.0%	22.5%	22.3%
营业税金及附加	-39	-63	-57	-60	-70	-81
%销售收入	0.8%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-101	-119	-123	-124	-143	-166
%销售收入	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-496	-523	-450	-454	-506	-575
%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	1,094	1,430	1,649
%销售收入	1.4%	10.3%	15.3%	13.2%	15.0%	14.9%
财务费用	-155	-128	-95	-94	-122	-136
%销售收入	3.1%	2.0%	1.2%	1.1%	1.3%	1.2%
资产减值损失	-259	-79	5	-7	-8	-12
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%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	-303	529	961	829	1,122	1,302
营业利润率	n.a	8.2%	12.2%	10.0%	11.7%	11.8%
营业外收支	51	2	-2	3	4	5
税前利润	-252	531	959	832	1,126	1,307
利润率	n.a	8.2%	12.1%	10.1%	11.8%	11.8%
所得税	-29	-149	-164	-143	-193	-224
所得税率	n.a	28.1%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
净利润	-281	382	795	689	933	1,083
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	634	877	1,026
净利率	n.a	5.6%	9.4%	7.7%	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	689	933	1,083
少数股东损益	2	21	54	55	56	57
非现金支出	778	612	545	556	587	627
非经营收益	77	127	91	113	131	149
营运资金变动	-151	-270	-148	316	-39	0
经营活动现金净流	424	851	1,282	1,674	1,612	1,859
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	481	706	1,099

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	1,786	2,492	3,591
应收账款	2,489	2,860	2,865	2,931	3,317	3,733
存货	793	979	1,232	1,181	1,318	1,507
其他流动资产	582	756	910	705	799	928
流动资产	4,369	5,821	6,312	6,603	7,925	9,759
%总资产	44.1%	52.5%	55.6%	57.1%	61.5%	67.3%
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%	37.0%	33.2%	28.1%
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%	42.9%	38.5%	32.7%
资产总计	9,914	11,089	11,347	11,564	12,883	14,508
短期借款	1,173	1,042	86	87	90	97
应付款项	2,348	3,068	3,246	3,386	3,932	4,643
其他流动负债	162	215	217	209	249	285
流动负债	3,682	4,324	3,549	3,682	4,271	5,025
长期贷款	1,123	404	754	754	754	754
其他长期负债	1,375	1,350	1,331	1,002	1,003	1,003
负债	6,180	6,078	5,634	5,438	6,027	6,782
普通股股东权益	3,379	4,634	5,308	5,666	6,340	7,154
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	11,564	12,883	14,508

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	-0.340	0.374	0.768	0.658	0.909	1.063
每股净资产	4.062	4.804	5.503	5.874	6.573	7.416
每股经营现金净流	0.510	0.882	1.329	1.736	1.671	1.927
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%	11.19%	13.83%	14.34%
总资产收益率	-2.85%	3.25%	6.53%	5.48%	6.81%	7.07%
投入资本收益率	1.11%	6.40%	10.96%	9.08%	11.34%	11.97%
增长率						
主营业务收入增长率	-16.76%	30.49%	22.47%	4.58%	15.54%	15.91%
EBIT增长率	-81.29%	852.12%	50.35%	-12.60%	36.46%	16.15%
净利润增长率	-296.12%	-227.63%	105.39%	-14.39%	38.24%	16.99%
总资产增长率	1.88%	11.86%	2.32%	1.91%	11.41%	12.61%
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	168.2	134.1	105.7
偿债能力						
净负债/股东权益	74.75%	24.33%	9.36%	0.89%	-9.45%	-22.51%
EBIT利息保障倍数	0.5	5.2	10.6	9.3	9.7	10.2
资产负债率	62.34%	54.81%	49.66%	47.03%	46.78%	46.74%

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	0	1	4	12
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.33

来源：朝阳永续

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。

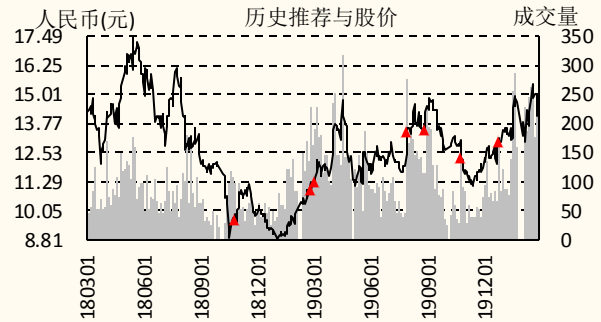
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-25	买入	9.81	14.61~16.92
2	2019-02-27	买入	11.16	14.61~14.61
3	2019-03-04	买入	11.38	14.61~14.61
4	2019-03-31	买入	12.04	14.61~14.61
5	2019-07-30	买入	12.48	14.61~14.61
6	2019-08-29	买入	13.97	17.60~17.60
7	2019-10-25	买入	13.04	15.30~15.30
8	2019-12-27	买入	13.20	18.00~18.00

来源：国金证券研究所



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