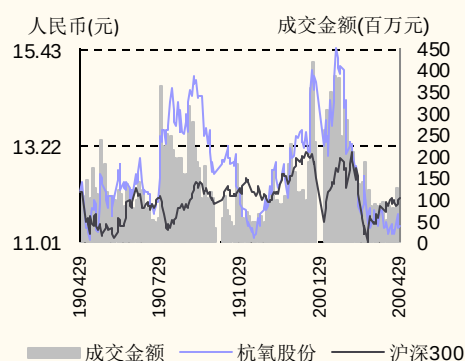


杭氧股份 (002430.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 11.37 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) 109.68
年内股价最高最低(元) 11.78/11.19
沪深 300 指数 3867
中小板综 9807

**相关报告**

- 1.《2020 年业绩有望提速，气体扩张为主要驱动-杭氧股份业绩快报...》，2020.3.1
- 2.《“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
- 3.《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
- 4.《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...》，2019.8.29
- 5.《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

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

现金流优质，气体规模、应用与模式实现突破**公司基本情况 (人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,901	8,187	9,051	10,221	10,900
营业收入增长率	22.47%	3.62%	10.56%	12.92%	6.65%
归母净利润(百万元)	741	635	842	1,031	1,205
归母净利润增长率	105.39%	-14.25%	32.50%	22.45%	16.94%
摊薄每股收益(元)	0.768	0.659	0.873	1.069	1.250
每股经营性现金流净额	1.33	1.56	1.67	1.69	2.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.96%	10.99%	13.09%	14.22%	14.66%
P/E	12.17	20.44	13.03	10.64	9.10
P/B	1.70	2.25	1.71	1.51	1.33

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公告：1) 2019 年实现营收 81.87 亿元，同比增长 3.62%；归母净利润 6.35 亿元，同比下降 14.25%。2) 2020Q1 实现营收 18.68 亿元，同比增长 0.17%；归母净利润 1.31 亿元，同比下降 24.70%。

经营分析

- 业绩下滑主因零售气体价格下降、疫情影响，现金流优质，研发投入加大

1) 公司 2019 年全年业绩下滑 14%，其中第四季度单季度收入同比增长 17%，业绩同比下滑 49%，主因零售气体价格大幅下降，气体业务毛利率同比下降 2.2pct。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，测算总气体收入约下降 9%。2020Q1 受疫情影响较小，收入略增 0.17%，气体运输受阻、需求低迷等致业绩下滑 25%。

2) 现金流稳健、优质，2019 年实现经营性现金净额 14.66 亿元，同比增长 14%，净现比为 2.31；研发投入加大，2019 年研发费用为 2.72 亿元，同比增长 29%，推进空分设备等核心技术与核心部机、新型气体产品研发。

- 气体业务规模、应用与模式上均取得突破，设备业务研制顺利、订单饱满

1) 近年来，公司大力推进气体运营业务，规模、应用与模式上均有较大进展。随着广西杭氧、河南杭氧、山西杭氧、杭氧萍钢共 19.5 万 m³/h 空分项目陆续投运，公司大宗气体、零售气体销量实现双双增长，2019 年气体收入占总收入比为 57%；应用上，公司获得青岛芯恩电子气项目，首次进军半导体相关领域；运营模式上，积极向“一对多”供气发展，在配套园区供气项目、无人值守供气项目上进行尝试。

2) 作为空分设备龙头，公司全面提升空分成套技术和核心单元部机技术水平，共承接空分设备及石化设备订单 43.05 亿元，保障全年业绩。

- 业绩将走出低迷期，预计 2020 年将重回增长轨道，气体业务价值显现

我们认为，随着气体项目投产加快、气价影响因素减小，2020 年公司业绩有望回归正增长轨道，气体业务将持续为公司带来优质现金流。

盈利调整与投资建议

- 我们基本维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 8.4/10.3/12.1 亿元，同比增长 33%/22%/17%，目标价 17.3 元，维持买入评级。

风险提示

- 气体价格波动；煤化工等项目受阻；气体项目运营不畅；疫情影响超预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	6,452	7,901	8,187	9,051	10,221	10,900
增长率		22.5%	3.6%	10.6%	12.9%	6.7%
主营业务成本	-5,083	-6,061	-6,397	-6,954	-7,742	-8,127
%销售收入	78.8%	76.7%	78.1%	76.8%	75.7%	74.6%
毛利	1,369	1,840	1,790	2,097	2,479	2,773
%销售收入	21.2%	23.3%	21.9%	23.2%	24.3%	25.4%
营业税金及附加	-63	-57	-54	-59	-66	-71
%销售收入	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-119	-123	-126	-138	-155	-165
%销售收入	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-523	-450	-442	-489	-552	-589
%销售收入	8.1%	5.7%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
研发费用	0	-211	-272	-299	-337	-360
%销售收入	0.0%	2.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	664	999	896	1,112	1,368	1,590
%销售收入	10.3%	12.6%	10.9%	12.3%	13.4%	14.6%
财务费用	-128	-95	-77	-56	-64	-48
%销售收入	2.0%	1.2%	0.9%	0.6%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-79	5	-94	-28	-35	-49
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	15	15	16	17
%税前利润	0.1%	0.1%	1.8%	1.3%	1.2%	1.1%
营业利润	529	961	850	1,115	1,357	1,582
营业利润率	8.2%	12.2%	10.4%	12.3%	13.3%	14.5%
营业外收支	2	-2	4	4	4	4
税前利润	531	959	854	1,119	1,361	1,586
利润率	8.2%	12.1%	10.4%	12.4%	13.3%	14.5%
所得税	-149	-164	-170	-222	-271	-315
所得税率	28.1%	17.1%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
净利润	382	795	685	897	1,091	1,270
少数股东损益	21	54	49	55	60	65
归属于母公司的净利润	361	741	635	842	1,031	1,205
净利率	5.6%	9.4%	7.8%	9.3%	10.1%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	382	795	685	897	1,091	1,270
少数股东损益	21	54	49	55	60	65
非现金支出	612	545	641	617	674	736
非经营收益	127	91	48	219	85	81
营运资金变动	-270	-148	132	-124	-220	-157
经营活动现金净流	851	1,282	1,466	1,609	1,629	1,931
资本开支	-77	-386	-1,238	-649	-810	-810
投资	0	-1	0	0	0	0
其他	-89	37	79	15	16	17
投资活动现金净流	-166	-350	-1,159	-634	-794	-793
股权募资	944	6	7	0	0	0
债权募资	-850	-606	-26	-23	-118	35
其他	-202	-224	-294	-281	-319	-336
筹资活动现金净流	-109	-824	-313	-304	-437	-301
现金净流量	576	109	34	671	398	838

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,226	1,305	1,223	1,893	2,291	3,129
应收款项	2,860	2,865	2,513	2,803	3,134	3,297
存货	979	1,232	1,631	1,562	1,803	1,959
其他流动资产	755	910	799	930	1,017	1,059
流动资产	5,821	6,312	6,166	7,189	8,245	9,445
%总资产	52.5%	55.6%	51.2%	55.4%	58.0%	60.7%
长期投资	161	159	169	169	169	169
固定资产	4,586	4,350	5,090	5,309	5,480	5,601
%总资产	41.4%	38.3%	42.2%	40.9%	38.5%	36.0%
无形资产	384	375	381	320	327	334
非流动资产	5,269	5,034	5,884	5,798	5,975	6,104
%总资产	47.5%	44.4%	48.8%	44.6%	42.0%	39.3%
资产总计	11,089	11,347	12,049	12,987	14,220	15,549
短期借款	1,042	86	711	689	571	605
应付款项	3,094	3,270	3,495	3,715	4,151	4,379
其他流动负债	188	193	193	230	266	293
流动负债	4,324	3,549	4,399	4,633	4,987	5,277
长期贷款	404	754	613	613	613	613
其他长期负债	1,350	1,331	829	828	829	829
负债	6,078	5,634	5,841	6,075	6,429	6,719
普通股股东权益	4,634	5,308	5,780	6,429	7,247	8,221
其中：股本	965	965	965	965	965	965
未分配利润	1,701	2,320	2,719	3,368	4,187	5,161
少数股东权益	377	405	428	483	543	608
负债股东权益合计	11,089	11,347	12,049	12,987	14,220	15,549

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.374	0.768	0.659	0.873	1.069	1.250
每股净资产	4.804	5.503	5.992	6.665	7.513	8.523
每股经营现金净流	0.882	1.329	1.561	1.668	1.689	2.002
每股股利	0.075	0.180	0.180	0.200	0.220	0.240
回报率						
净资产收益率	7.78%	13.96%	10.99%	13.09%	14.22%	14.66%
总资产收益率	3.25%	6.53%	5.27%	6.48%	7.25%	7.75%
投入资本收益率	6.40%	10.96%	8.93%	10.21%	11.56%	12.06%
增长率						
主营业务收入增长率	30.49%	22.47%	3.62%	10.56%	12.92%	6.65%
EBIT增长率	852.12%	50.35%	-10.26%	24.07%	23.02%	16.19%
净利润增长率	-227.63%	105.39%	-14.25%	32.50%	22.45%	16.94%
总资产增长率	11.86%	2.32%	6.19%	7.78%	9.50%	9.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	99.1	77.0	74.2	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	63.6	66.6	81.7	82.0	85.0	88.0
应付账款周转天数	75.3	61.1	58.6	58.0	57.0	56.0
固定资产周转天数	238.0	191.6	203.3	176.6	148.2	129.6
偿债能力						
净负债/股东权益	24.33%	9.36%	9.86%	-1.16%	-7.66%	-15.84%
EBIT利息保障倍数	5.2	10.6	11.6	19.9	21.5	33.1
资产负债率	54.81%	49.66%	48.48%	46.78%	45.21%	43.21%

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	0	0	8
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.11

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	2019-02-27	买入	11.16	14.61~14.61
2	2019-03-04	买入	11.38	14.61~14.61
3	2019-03-31	买入	12.04	14.61~14.61
4	2019-07-30	买入	12.48	14.61~14.61
5	2019-08-29	买入	13.97	17.60~17.60
6	2019-10-25	买入	13.04	15.30~15.30
7	2019-12-27	买入	13.20	18.00~18.00
8	2020-03-01	买入	13.05	17.30~17.30

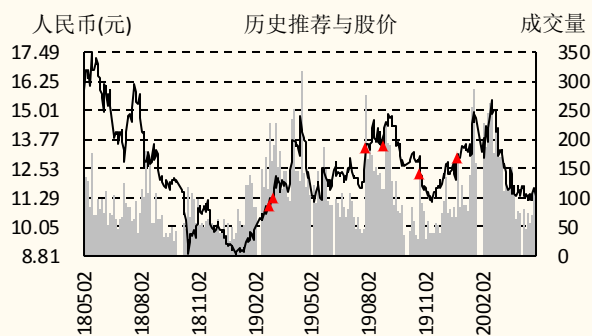
来源：国金证券研究所

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