

事件

杭氧股份发布 2020 年年度报告，2020 年全年实现营业收入 100.21 亿元，同比增加 22.40%；实现毛利 22.73 亿元，同比增长 26.99%；实现归属母公司净利润 8.43 亿元，同比增长 32.72%。

点评

❖ **公司 2020 年业绩大幅超出我们预期，主要是空分设备业务收入增长大幅超预期**

杭氧股份发布 2020 年年度报告，2020 年全年实现营业收入 100.21 亿元，同比增加 22.40%；实现毛利 22.73 亿元，同比增长 26.99%；实现归属母公司净利润 8.43 亿元，同比增长 32.72%。实现综合毛利率 22.68%，与 2020 年前三季度相比提高了 0.64 个百分点，与 2019 全年相比提高了 0.82 个百分点，公司全年业绩表现大幅超出我们预期。

2020 年 10-12 月，实现总营业收入 27.95 亿元，同比增长 27.06%；毛利 6.80 亿元，同比增长 27.58%；归属母公司净利润 1.97 亿元，同比增长 90.38%；我们认为同比收入、毛利和归属母公司净利润大幅增长的原因主要是 2020 年下半年，国家推动重大工程开工及施工，前期受疫情影响而延迟的部分工程项目加快推进和结算。

❖ 盈利预测

公司的核心业务空分设备以及工业气体，是同宏观经济紧密相关的重要工业设备，一般情况与经济增长速度保持正相关。由于国家对冲疫情的逆周期政策落实大量重点项目投资，公司在国内空分设备行业领导者地位的不断提升和稳固、空分设备的技术迭代和更新、国内工业气体使用渗透率持续提升以及国外出口市场打开五个要素的共振，公司 2020 年业绩大幅超出预期。但我们认为，2020 年空分设备的超高增速大概率不能持续，未来 2-3 年可能重新回到与经济增长速度相匹配的合理水平。而且公司自身空分设备生产能力利用水平已基本达到极限，公司空分设备业务成长的短期供给支撑可能通过内部挖掘潜力以及外协，中期供给只能通过扩产，但考虑公司稳健的发展战略以及国内最大的设备类产能规模，公司相应固定资产投资以及长期供给大概率不会过于激进。所以，我们认为如果没有新的资本开支产能投放或者外延扩张，公司空分设备业务收入增速将回归到与国内经济增长相匹配的合理水平。

公司 2020 年业绩表现大幅超出我们的预期，我们根据公司年报调整相应盈利预测。预计公司 2021-2023 年，可实现营业收入 114.78、131.02 和 150.22 亿元，归属母公司净利润 9.99、11.43 和 13.13 亿元，总股本 9.65 亿股，对应 EPS1.04、1.19 和 1.36 元。2021 年 3 月 30 日，股价 30.69 元，对应市值 296 亿元，2021-2023 年 PE 约为 30、26 和 23 倍。

公司是本土唯一具备大型及超大型高端空分装置研发能力的企业，而且公司自上市以来在工业气体行业进行的布局已经进入收获期，气体业务的投资节奏和既有项目的现金流已经实现良性循环，我们维持公司“增持”评级。

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	机械设备/高端 制造与科技/电子
报告时间	2021/3/31
前收盘价	30.69 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

孙灿
证书编号：S1100517100001
suncan@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ **风险提示：**宏观经济低于预期、行业竞争加剧、气体业务增长低于预期。

盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	10021	11478	13102	15022
+/-%	22%	15%	14%	15%
归属母公司净利润(百万)	843	999	1143	1313
+/-%	33%	18%	14%	15%
EPS(元)	0.87	1.04	1.19	1.36
PE	35.11	29.64	25.89	22.54

资料来源：公司2021年年报、预测截止日为2021年3月30日、川财证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8186	6918	10886	11074	营业收入	10021	11478	13102	15022
货币资金	1497	115	4220	3188	营业成本	7748	8923	10180	11667
应收和预付款项	3340	3281	3178	3261	营业税金及附加	43	49	56	64
存货	1972	2860	2656	3668	营业费用	100	115	131	150
其他流动资产	1376	663	831	957	管理费用	828	964	1100	1261
非流动资产	6350	8247	8024	6659	财务费用	71	83	96	111
长期投资	92	92	92	92	减值损失	-189	0	0	0
投资性房地产	115	115	115	115	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产和在建工程	5388	5275	5161	5047	投资净收益	75	0	0	0
无形资产和开发支出	433	425	417	408	营业利润	1117	1345	1540	1769
其他非流动资产	322	2341	2240	997	其他非经营损益	19	0	0	0
资产总计	14536	15165	18910	17732	利润总额	1135	1345	1540	1769
流动负债	4741	35241	39634	38825	所得税	229	271	311	357
短期借款	0	30218	33605	32280	净利润	906	1074	1229	1412
应付和预收款项	4741	5023	6028	6545	少数股东损益	63	75	86	98
非流动负债	2862	23349	26959	25828	归属母公司净利润	843	999	1143	1313
长期借款	1171	1171	1171	0	EBITDA	1719	1884	2139	2440
其他非流动负债	1691	22177	25787	25828	EPS (元)	0.87	1.04	1.19	1.36
负债合计	7603	58590	66592	64653	主要财务比率				
少数股东权益	478	584	704	843	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	965	965	965	965	成长能力				
资本公积	1618	1618	1618	1618	营业收入	22.4%	14.5%	14.2%	14.6%
留存收益	3771	4840	6063	7470	营业利润	50.6%	20.4%	14.5%	14.9%
归属母公司股东权益	6354	7422	8646	10052	归属于母公司净利润	32.7%	18.5%	14.5%	14.9%
负债和股东权益	8700	9967	11698	8393	获利能力				
					毛利率(%)	22.7%	22.3%	22.3%	22.3%
					净利率(%)	8.5%	12.4%	12.5%	12.5%
					ROE(%)	13.3%	17.8%	17.5%	17.3%
					ROIC(%)	17.2%	26.7%	21.8%	36.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	52.7%	34.6%	34.2%	33.7%
					带息负债比率(%)	15.41%	26.40%	25.80%	25.60%
					流动比率	1.34	1.76	1.74	1.75
					速动比率	0.99	0.99	0.95	0.92
					营运能力				
					总资产周转率	1.34	1.70	1.79	1.80
					应收账款周转率	0.79	0.81	0.81	0.81
					存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.87	1.04	1.19	1.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	-1.19	4.65	-0.74
					每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.69	8.96	10.42
					估值比率				
					P/E	35.11	29.64	25.89	22.54
					P/B	4.66	3.99	3.42	2.95
					EV/EBITDA	17	17	13	12

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	938	-1146	4486	-713
税后经营利润	880	1428	1636	1880
折旧摊销	598	122	122	122
利息费用	83	334	382	438
资产减值损失	189	0	0	0
营运资金变动	-812	-3030	2346	-3152
其他经营现金流	-0	0	0	0
投资活动现金流	0	0	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	3	323	223	335
短期借款	0	69	-69	-0
长期借款	0	0	0	0
股权筹资	0	0	0	0
支付股利	0	254	291	335
其他筹资现金流	3	0	0	0
现金净增加额	941	-823	4708	-378

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004