

杭氧股份 (002430)

公司研究/点评报告

空分设备行业龙头，营收净利双升

—杭氧股份 2020 年年报点评

点评报告/机械

2021 年 04 月 01 日

一、事件概述

3 月 31 日，公司发布 2020 年年报，全年实现营收 100.2 亿元，同比增长 22.4%；归母净利润 8.4 亿元，同比增长 32.6%；EPS 为 0.87 元，Q4 单季度实现营收 28 亿元，同比增长 27%；归母净利润约 2 亿元，同比增长 90.4%。

二、分析与判断

➤ 气体业务转型顺利，盈利能力持续改善

2020 年气体业务收入 54.2 亿元，同比增长 16.2%，毛利率为 22.3%，相比去年同期增长约 1 个百分点。公司气体业务转型顺利，气体销售业务与下游行业的景气度相关度较高，公司作为空分设备龙头，收入增速稳健，盈利能力持续改善。2020 年设备端实现收入 40.9 亿元，同比增长 34.9%，毛利率为 23.8%，盈利能力环比改善，景气度较高。2020 年公司费用控制优秀，费用率从超过 11% 下降到约 10%，整体经营效率提升明显。此外，公司 2020 年 ROE 超过 13%，资产负债率稳定在 50% 左右，经营性活动现金流超过 9 亿元，我们认为，公司整体经营情况优秀，业务结构改善顺利，盈利能力有望持续提升。

➤ 空气设备行业龙头，在手订单饱满

2020 年，公司共承接空分设备及石化设备订单 69.8 亿元。其中，空分设备新签订单 63.9 亿元，总制氧量超 200 万 m³/h；丙烷脱氢、天然气冷箱等石化设备新签订单 5.9 亿元。空分和石化设备订单均创历史新高。公司全年设备销售业务实现营业收入 43.0 亿元，同比增长 32.6%，主要原因包括：1) 公司在大型和特大型空分设备市场竞争力持续提升；2) 下游行业产能置换和技术工艺升级带来广阔市场机遇。

2020 年，公司获得宁夏宝丰能源 2 套 10.5 万 m³/h 空分，并延长石油物资公司榆神项目 10.5 万 m³/h 空分等空分设备订单，在国内空分设备市场占有率继续保持绝对领先。另外，公司获得出口俄罗斯 7 万 m³/h 空分项目，该项目是公司出口欧美市场最大的单体空分设备，在国际市场方面取得新进展。

➤ 拟发行可转债募资，加快气体投资布局

2021 年 1 月 30 日公司发布可转债发行预案，拟募资不超过 18 亿元，用于建设吕梁气体、衢州东港气体、黄石气体、广东气体、济源国泰气体以及收购阳煤太化空分装置，进一步加大工业气体业务投入力度。预计未来将为公司带来稳定现金流。

2020 年，公司气体业务实现营业收入 54.2 亿元，同比增长 16.2%。2020 年公司新签承德杭氧二期等 7 个气体投资项目供气合同。其中，广东杭氧和云浮杭氧气体投资项目让公司气体业务在广东区域实现突破；济南杭氧 40000 m³/h 和江西杭氧 2 套 80000 m³/h 空分项目建设完成，投产后公司气体业务盈利能力有望进一步提升。公司气体运行管理持续优化，气体项目现场运行稳定高效，不仅为管道气客户提供优质供气服务，还为气体零售业务提供可靠生产保障。

三、投资建议

预计 2021-2023 年，公司实现营业收入 119.6/139.8/164.5 亿元，实现归母净利润为 10.9/13.4/16.0 亿元，当前股价对应 PE 为 26/22/18 倍。公司 2021 年估值约 26 倍，考虑到公司作为国内空分设备行业龙头企业，在设备领域和气体领域均有强大竞争实力和影响力，叠加公司在手订单充足，业绩确定性较强，估值仍有较大提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

推荐

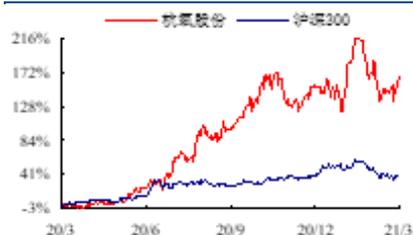
首次评级

当前价格： 29.87 元

交易数据 2021-3-31

| | |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 36.08/11.19 |
| 总股本(百万股) | 965 |
| 流通股本(百万股) | 964 |
| 流通股比例(%) | 99.91 |
| 总市值(亿元) | 296 |
| 流通市值(亿元) | 296 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：关启亮

执业证号： S0100521020001

电话： 021-60876757

邮箱： guanqiliang@mszq.com

分析师：徐昊

执业证号： S0100520090001

电话： 021-60876739

邮箱： xuhao_yj@mszq.com

研究助理：张建业

执业证号： S0100120080003

电话： 010-85127604

邮箱： zhangjianye@mszq.com

相关研究

四、风险提示：

宏观环境与政策风险，行业竞争风险，市场变化及竞争风险。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 10,021 | 11,956 | 13,978 | 16,453 |
| 增长率 (%) | 22.4% | 19.3% | 16.9% | 17.7% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 843 | 1,093 | 1,336 | 1,603 |
| 增长率 (%) | 32.7% | 29.6% | 22.2% | 20.0% |
| 每股收益 (元) | 0.87 | 1.13 | 1.39 | 1.66 |
| PE (现价) | 34.17 | 26.36 | 21.56 | 17.98 |
| PB | 4.42 | 3.94 | 3.32 | 2.79 |

资料来源：杭氧股份公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 10,021 | 11,956 | 13,978 | 16,453 |
| 营业成本 | 7,748 | 9,206 | 10,735 | 12,587 |
| 营业税金及附加 | 43 | 51 | 60 | 70 |
| 销售费用 | 100 | 151 | 158 | 197 |
| 管理费用 | 536 | 639 | 748 | 880 |
| 研发费用 | 292 | 383 | 419 | 494 |
| EBIT | 1,302 | 1,525 | 1,858 | 2,225 |
| 财务费用 | 71 | 75 | 100 | 108 |
| 资产减值损失 | -71 | -73 | -69 | -88 |
| 投资收益 | 26 | 31 | 36 | 43 |
| 营业利润 | 1,117 | 1,465 | 1,794 | 2,151 |
| 营业外收支 | 19 | 4 | 4 | 4 |
| 利润总额 | 1,135 | 1,469 | 1,798 | 2,155 |
| 所得税 | 229 | 294 | 361 | 432 |
| 净利润 | 906 | 1,175 | 1,436 | 1,723 |
| 归属于母公司净利润 | 843 | 1,093 | 1,336 | 1,603 |
| EBITDA | 1,900 | 2,032 | 2,349 | 2,724 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 1,497 | 1,055 | 2,171 | 4,589 |
| 应收账款及票据 | 2,700 | 3,222 | 3,766 | 4,433 |
| 预付款项 | 592 | 704 | 821 | 962 |
| 存货 | 1,972 | 1,892 | 2,059 | 2,069 |
| 其他流动资产 | 1,413 | 993 | 1,499 | 1,498 |
| 流动资产合计 | 8,175 | 7,865 | 10,316 | 13,552 |
| 长期股权投资 | 92 | 100 | 108 | 116 |
| 固定资产 | 4,253 | 4,341 | 4,318 | 4,201 |
| 无形资产 | 351 | 386 | 423 | 460 |
| 非流动资产合计 | 6,261 | 6,990 | 7,624 | 8,163 |
| 资产合计 | 14,435 | 14,855 | 17,940 | 21,715 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 1,568 | 1,858 | 2,182 | 2,539 |
| 其他流动负债 | 4,548 | 2,877 | 3,578 | 4,628 |
| 流动负债合计 | 6,116 | 4,735 | 5,759 | 7,167 |
| 长期借款 | 1,171 | 1,730 | 2,289 | 2,848 |
| 其他长期负债 | 316 | 316 | 316 | 316 |
| 非流动负债合计 | 1,488 | 2,046 | 2,605 | 3,164 |
| 负债合计 | 7,603 | 6,781 | 8,365 | 10,330 |
| 股本 | 965 | 965 | 965 | 965 |
| 少数股东权益 | 478 | 560 | 660 | 780 |
| 股东权益合计 | 6,832 | 8,073 | 9,575 | 11,384 |
| 负债和股东权益合计 | 14,435 | 14,855 | 17,940 | 21,715 |

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 22.4% | 19.3% | 16.9% | 17.7% |
| EBIT 增长率 | 45.3% | 17.2% | 21.8% | 19.8% |
| 净利润增长率 | 32.7% | 29.6% | 22.2% | 20.0% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 22.7% | 23.0% | 23.2% | 23.5% |
| 净利润率 | 9.0% | 9.8% | 10.3% | 10.5% |
| 总资产收益率 ROA | 5.8% | 7.4% | 7.4% | 7.4% |
| 净资产收益率 ROE | 13.3% | 14.5% | 15.0% | 15.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.34 | 1.66 | 1.79 | 1.89 |
| 速动比率 | 0.74 | 0.98 | 1.09 | 1.31 |
| 现金比率 | 0.24 | 0.22 | 0.38 | 0.64 |
| 资产负债率 | 52.7% | 45.7% | 46.6% | 47.6% |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 43.54 | 43.54 | 43.54 | 43.54 |
| 存货周转天数 | 92.92 | 75.00 | 70.00 | 60.00 |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.80 | 0.78 | 0.76 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.87 | 1.13 | 1.39 | 1.66 |
| 每股净资产 | 6.59 | 7.79 | 9.24 | 10.99 |
| 每股经营现金流 | 0.97 | 0.31 | 1.84 | 3.14 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 34.17 | 26.36 | 21.56 | 17.98 |
| PB | 4.42 | 3.94 | 3.32 | 2.79 |
| EV/EBITDA | 15.14 | 15.41 | 13.09 | 10.60 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 906 | 1,175 | 1,436 | 1,723 |
| 折旧和摊销 | 598 | 506 | 491 | 499 |
| 营运资金变动 | -799 | -1,518 | -313 | 589 |
| 经营活动现金流 | 938 | 299 | 1,778 | 3,026 |
| 资本开支 | -735 | -1,221 | -1,105 | -1,018 |
| 投资 | -30 | -12 | -12 | -12 |
| 投资活动现金流 | -759 | -1,199 | -1,080 | -986 |
| 股权募资 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 1,094 | 559 | 559 | 559 |
| 筹资活动现金流 | 75 | 457 | 418 | 379 |
| 现金净流量 | 252 | -443 | 1,116 | 2,418 |

资料来源: 杭氧股份公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

关启亮，机械行业分析师，六年证券基金从业经历，主要覆盖工程机械、光伏设备、锂电设备等领域，暨南大学应用统计硕士，2020年加盟民生证券。

徐昊，机械行业分析师，四年券商行研经历，主要覆盖锂电设备、工程机械、通用设备等领域，英国纽卡斯尔大学硕士，2020年加入民生证券。

张建业，机械行业研究助理，主要覆盖通用设备、光伏设备、油服设备等领域，中央财经大学硕士，2020年入职民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。