




杭氧股份 (002430)

## 业绩首现下滑，盈利低于预期

## --公司三季报点评

	胡刚 (分析师)	黄琨 (分析师)
	021-38676673	021-38674935
	hugang@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号	S0880519010003	S0880513080005

## 本报告导读:

公司单季度业绩现 2017 年来首次负增长，过去 2 年空分设备订单回暖和零售气体涨价带来的红利逐渐褪去，但鉴于管道气业务盈利的稳定性，仍维持增持评级。

## 投资要点:

**结论:** 公司三季度业绩现近两年来首次负增长，盈利低于预期。由于零售气体价格下降较多，下调公司 2019-2021 年盈利预测为 0.73 元 (原值 0.84 元)、0.76 元 (原值 0.94 元)、0.79 元 (原值 1.06 元)，但鉴于公司管道气业务现金流较好，且长期稳定，仍维持目标价 18.48 元，维持增持评级。

**三季度单季度业绩下滑 34%，盈利低于预期。** 公司前三季度收入 59.87 亿，同比增长 0.32%，归母净利润 5.32 亿，同比下滑 1.47%，其中三季度单季度收入 19.13 亿，同比下滑 16.52%，归母净利润 1.33 亿，同比下滑 34.19%，为 2017 年业绩拐点来首次盈利出现负增长。公司经营活动产生的现金流量净额仍然较为充足，年初至报告期末为 8.3 亿，同比增长 9.06%。

设备订单已经放缓，零售气体价格下降带来短期业绩压力，管道气业务提供长期现金流。今年上半年，公司设备订单 29.31 亿，2017-2018 年同期分别为 14.86 亿、28 亿，设备订单增速高峰已过，目前设备带来的业绩释放也边际变弱；对于气体业务，未来增长主要依靠新建管道气项目投产，而对于之前提供业绩弹性的零售气体业务，由于公司所售空分设备的投产，零售气体价格目前已经大幅回落，是三季度公司业绩承压的核心因素。

**催化剂:** 工业气体价格上涨

**风险提示:** 气体价格波动风险，行业竞争加剧风险

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,452	7,901	8,375	8,776	9,086
(+/-)%	30%	22%	6%	5%	4%
经营利润 (EBIT)	664	999	884	948	984
(+/-)%	852%	50%	-11%	7%	4%
净利润 (归母)	361	741	705	729	767
(+/-)%	228%	105%	-5%	3%	5%
每股净收益 (元)	0.37	0.77	0.73	0.76	0.79
每股股利 (元)	0.08	0.18	0.21	0.23	0.25

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	10.3%	12.6%	10.6%	10.8%	10.8%
净资产收益率 (%)	7.8%	14.0%	12.1%	11.5%	11.2%
投入资本回报率 (%)	7.7%	13.2%	12.6%	12.5%	13.3%
EV/EBITDA	12.27	6.17	13.00	11.85	10.76
市盈率	32.92	16.03	16.85	16.29	15.49
股息率 (%)	0.6%	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**评级:** 增持

上次评级: 增持

**目标价格:** 18.48

上次预测: 18.48

当前价格: 12.31

2019.10.25

## 交易数据

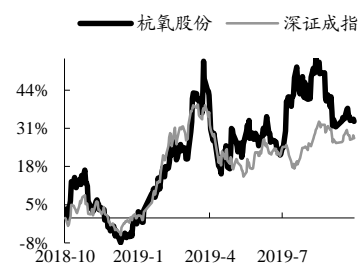
52 周内股价区间 (元)	8.88-15.30
总市值 (百万元)	11,874
总股本/流通 A 股 (百万股)	965/950
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	10.24
日均成交值 (百万元)	140.37

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,678
每股净资产	5.89
市净率	2.1
净负债率	6.59%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.16	0.18
Q2	0.19	0.23
Q3	0.21	0.14
Q4	0.21	0.18
全年	0.77	0.73

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	3%	24%
相对指数	-6%	0%	-5%

## 相关报告

《业绩增长趋于稳定，符合预期》2019.08.29

《空分设备和工业气体共同助力发展新台阶》2019.06.26

模型更新时间: 2019.10.25

股票研究

工业  
资本货物

杭氧股份 (002430)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **18.48**

上次预测: 18.48

当前价格: 12.31

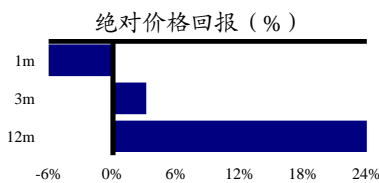
公司网址

www.hangyang.com

公司简介

公司是行业领先的空分设备和石化设备开发、设计、制造成套企业,主要从事气体分离设备、工业气体产品和石化设备的生产及销售业务。

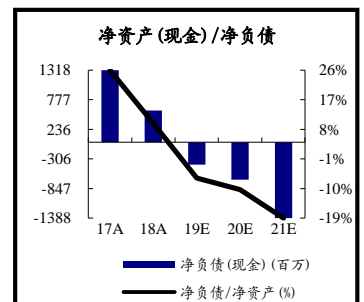
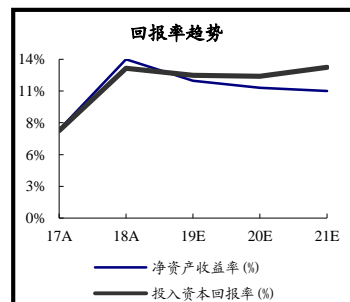
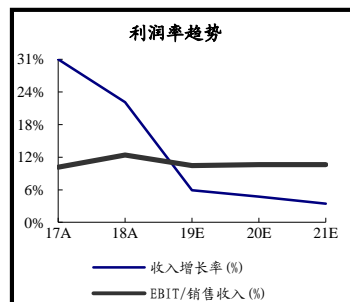
公司生产的空分设备以及工业气体广泛应用于冶金、化工、煤化工等领域。



52 周价格范围 8.88-15.30  
市值 (百万) 11,874

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	6,452	7,901	8,375	8,776	9,086
营业成本	5,083	6,061	6,561	6,870	7,109
税金及附加	63	57	69	71	73
销售费用	119	123	145	148	153
管理费用	385	450	545	539	562
EBIT	664	999	884	948	984
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
财务费用	128	95	0	0	0
营业利润	529	961	884	948	984
所得税	149	164	142	174	171
少数股东损益	21	54	38	45	47
归母净利润	361	741	705	729	767
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,226	1,305	1,222	1,476	2,126
其他流动资产	4,595	5,007	5,346	5,518	5,745
长期投资	60	62	62	62	62
固定资产合计	4,207	4,148	4,148	4,148	4,148
无形及其他资产	1,001	825	763	763	763
资产合计	11,089	11,347	11,541	11,967	12,844
流动负债	4,324	3,549	4,201	4,073	4,377
非流动负债	1,753	2,085	1,085	1,085	1,085
股东权益	5,011	5,713	6,255	6,809	7,382
投入资本(IC)	6,229	6,246	5,872	6,171	6,095
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	478	828	743	774	813
折旧与摊销	533	550	0	0	0
流动资金增量	-72	275	-313	300	-76
资本支出	-77	-386	61	0	0
自由现金流	862	1,266	491	1,073	737
经营现金流	862	1,282	1,056	474	889
投资现金流	-177	-350	61	0	0
融资现金流	-109	-826	-1,200	-220	-240
现金流净增加额	576	107	-83	254	649
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	30.5%	22.5%	6.0%	4.8%	3.5%
EBIT 增长率	852.1%	50.3%	-11.5%	7.2%	3.8%
净利润增长率	227.6%	105.4%	-4.9%	3.5%	5.1%
利润率					
毛利率	21.2%	23.3%	21.7%	21.7%	21.8%
EBIT 率	10.3%	12.6%	10.6%	10.8%	10.8%
归母净利润率	5.6%	9.4%	8.4%	8.3%	8.4%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	7.8%	14.0%	12.1%	11.5%	11.2%
总资产收益率(ROA)	3.3%	6.5%	6.1%	6.1%	6.0%
投入资本回报率(ROIC)	7.7%	13.2%	12.6%	12.5%	13.3%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	64	67	65	66	65
应收账款周转天数	150	131	141	136	138
总资产周转天数	594	518	499	489	498
净利润现金含量	238.9%	173.0%	149.9%	65.0%	116.0%
资本支出/收入	1.2%	4.9%	-0.7%	0.0%	0.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.8%	49.7%	45.8%	43.1%	42.5%
净负债率	26.3%	10.1%	-6.6%	-10.1%	-18.8%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	32.92	16.03	16.85	16.29	15.49
PB	2.91	1.70	2.04	1.88	1.73
EV/EBITDA	12.27	6.17	13.00	11.85	10.76
P/S	1.84	1.50	1.42	1.35	1.31
股息率	0.6%	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		