

日本酸素 (4091 JP)

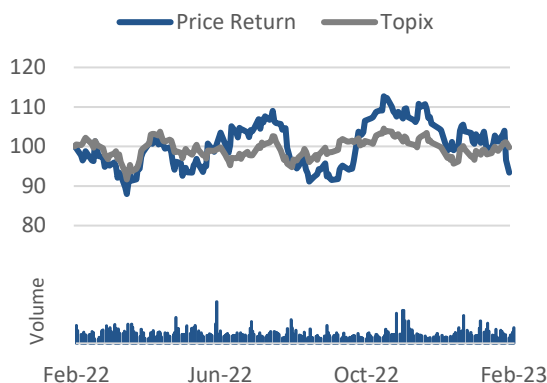
欧美业务的营业利润率在第三季度有所反弹

观点聚焦 Investment Focus

维持中性 Maintain NEUTRAL

评级	中性 NEUTRAL
现价	¥ 2,096
目标价	¥ 2,400
市值	¥ 907.76bn / US\$7.07bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$10.18mn
发行股票数目	433.09mn
自由流通股 (%)	36%
1 年股价最高最低值	¥ 2,615- ¥ 1,915

注：现价 ¥2,096 为 2023 年 2 月 3 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	9.4%	-5.7%	-8.0%
绝对值 (美元)	12.4%	8.1%	-18.0%
相对 Topix	5.2%	-7.2%	-10.6%

(¥ mn)	Mar-22A	Mar-23E	Mar-24E	Mar-25E
营业收入	957,169	1,060,300	1,092,200	1,119,000
(+/-)	17%	11%	3%	2%
营业利润	99,383	108,737	115,617	121,759
(+/-)	17%	9%	6%	5%
摊薄每股收益 (¥)	151	155	173	186
每股派息 (¥)	34.00	36.00	37.14	39.00
净资产收益率	11.4%	9.7%	10.1%	10.0%
市盈率	14	14	12	11

资料来源: 公司信息, HTI

(本报告为 2023 年 2 月 3 日发布的英文报告的翻译版。)

近期动态/新闻

2 月 2 日，日本酸素 (NS) 公布其 3/23 财年第三季度的财务业绩。销售额同比增长 22.6%，达到 2,990 亿日元，营业利润增长 18.4%，达到 310 亿日元。毛利率上升 0.1 个百分点，至 37.4%，营业利润率下降 0.3 个百分点，至 10.5%。

评论

虽然第三季度，公司营业利润率仍在下滑，但与第二季度相比，下滑速度已经放缓。事实上，由于公司努力转嫁成本压力，第三季度欧美业务的营业利润率已经开始反弹，这与我们上一季度的预期一致。由于日本工业气体行业的特殊商业文化，第三季度公司日本业务的营业利润率仍在下滑，但与第一季度和第二季度相比已有所改善。由于公司第三次价格调整将从 2023 年 2 月开始生效，我们认为日本业务的营业利润率将在第四季度继续改善。然而，由于电子相关收入占公司日本业务的 26%，占亚洲及大洋洲业务的 45%，2023 年 4 月至 12 月，半导体周期衰退可能在下一个财政年度对这两项业务产生负面影响。

公司启动了名为“价格管理”的新战略，以应对更加动荡的环境，我们认为这可以帮助公司实现其营业利润率目标。公司还重申其在电子和碳中和相关领域的举措。我们认为，这可成为公司的长期增长动力。

估值与建议

我们估计，3/23-25 财年日本酸素的营业利润为 1,090、1,160 和 1,220 亿日元，每股收益为 155、173 和 186 日元。根据现金流折现估值，我们将维持 2,400 日元的目标价，使 3/25 财年的市盈率达到 12.9 倍。我们维持中性评级。

风险

我们评级与目标价的主要下行风险有：1) 能源价格意外上涨；2) 日元意外升值；3) 半导体周期性衰退影响公司的电子相关收入。主要上行风险有：1) 美国通胀持续放缓；2) 欧洲能源危机缓和。

按业务分部分析

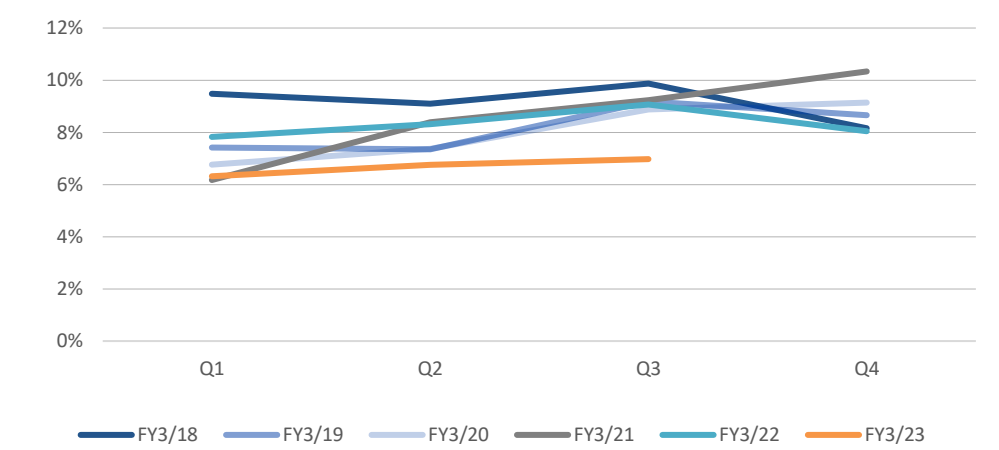
日本和亚洲及大洋洲

第三季度，日本业务的销售额同比增长 13.5%，达 1,061 亿日元，而分部利润下降 12.6%，至 74 亿日元。空分气体方面，大宗和现场气体销量均有所下降，但由于价格调整，收入有所增加。液化石油气方面，尽管销售价格较高，但由于销量减少，收入下滑。电子相关方面，气体和设备均表现良好。

亚洲及大洋洲业务的销售额增长 28.9%，达 410 亿日元，分部利润增长 9.4%，达 33 亿日元。如果排除外汇影响，收入增长 13.5%，而分部利润下滑 4.6%。由于销量增加及售价提高的影响，液化石油气的收入大幅增加。由于东亚地区电子行业的出货量增长，特种气体也表现良好。台湾地区的电子相关设备和安装销售额增加。

3/23 财年第一季度至第三季度，日本业务的营业利润率低于往年。第三季度，日本业务的营业利润率下滑 2.1 个百分点至 7.0%。然而，由于公司努力调整价格，相较于第一季度和第二季度，第三季度的营业利润率有所改善。

3/20 财年至 3/23 财年日本业务的季度营业利润率情况



资料来源：公司数据

公司已在 2022 年 12 月发布了第三次价格调整，并将自 2023 年 2 月起生效。我们认为，日本业务的营业利润率可在第四季度继续改善。

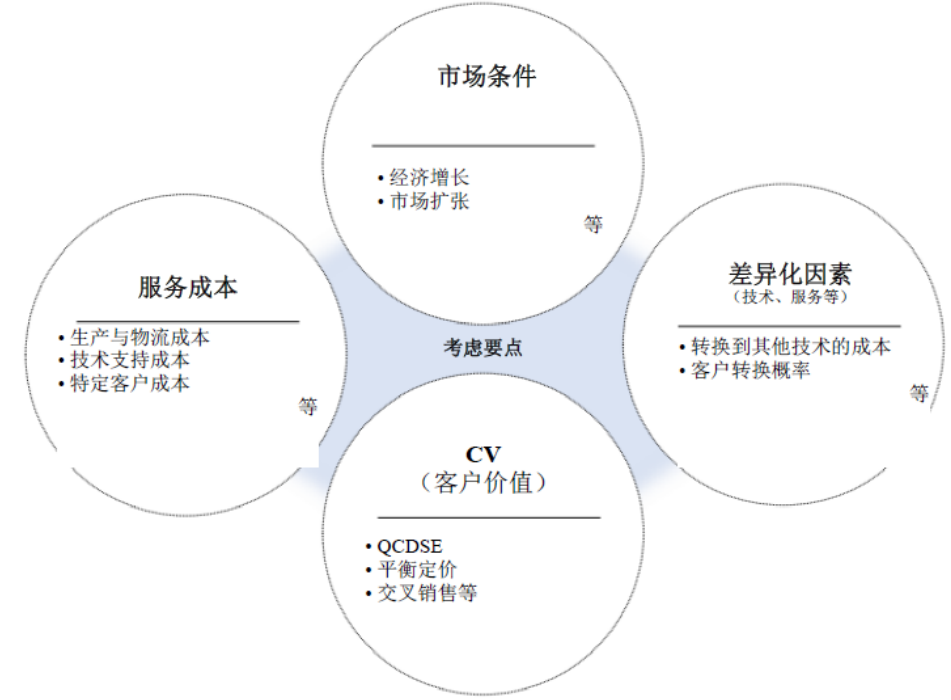
自 2022 年 1 月以来 NS 在日本的价格修订（液化气产品）情况

项目	发布时间	修订日期	修订范围
第 1 次修订	2021 年 11 月	2022 年 2 月起	+10%
第 2 次修订	2022 年 7 月	2022 年 8 月起	+15%
第 3 次修订	2022 年 12 月	2023 年 2 月起	+20%

资料来源：公司数据

为应对更加动荡的环境，公司启动了一项名为“价格管理”的新战略，以帮助公司更快、更恰当地修订价格。

价格管理策略中的考虑要点



资料来源： 公司数据

根据该战略，公司分析了日本的环境和商业文化，并提出了三项新举措： 修订价格以抵消能源和一般成本的上涨；提高运营绩效以进一步提高客户的客户价值；以创造可持续的利润作为公司管理团队的核心。

日本酸素的日本业务概览

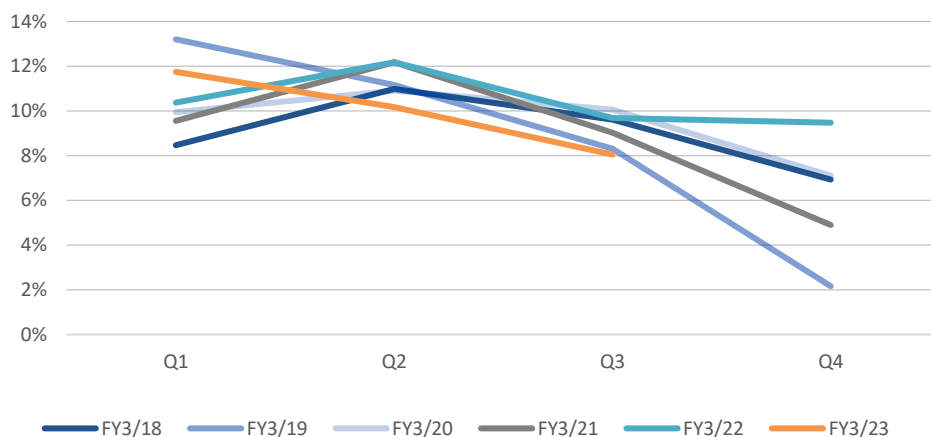
成熟阶段。 增长曲线低位趋稳	
市场阶段	日本 GDP 增长率保持低位，难以预期与客户生产活动相关的销量出现大幅增长。
空分气体生产成本上升。	
成本结构	由于在工业气体生产过程中大量消耗电力，电力成本的提高与公司的成本堆积有直接关系
按供应模式划分的区域商业惯例	
当前的价格协定	On-site: 包括与客户的合资经营方式。
	大宗： 价格制定还不普遍；当电力基础价格上涨时，价格谈判风格多以为单个客户为单位进行。 周期性燃料成本调整单价的波动已被供应商完全吸收了。
	包装： 大部分通过外部经销商销售，很少有直接渠道。

资料来源： 公司数据

公司还为其日本业务制定了长期目标，其中包括提高 10%的生产力，实现 15%的营业利润率，以及实现新商户、产品和服务 20%的销售比率。 为实现这些目标，采取的具体措施有： 加强与客户的沟通；应用和制定其他地区的最佳做法；开发满足新需求的产品和服务，准确设计与提供的价值相称的价格；发展人员、工具和系统，准确管理价格。 在所有这些措施的帮助下，我们认为，日本的营业利润率将在长期得到大幅改善。

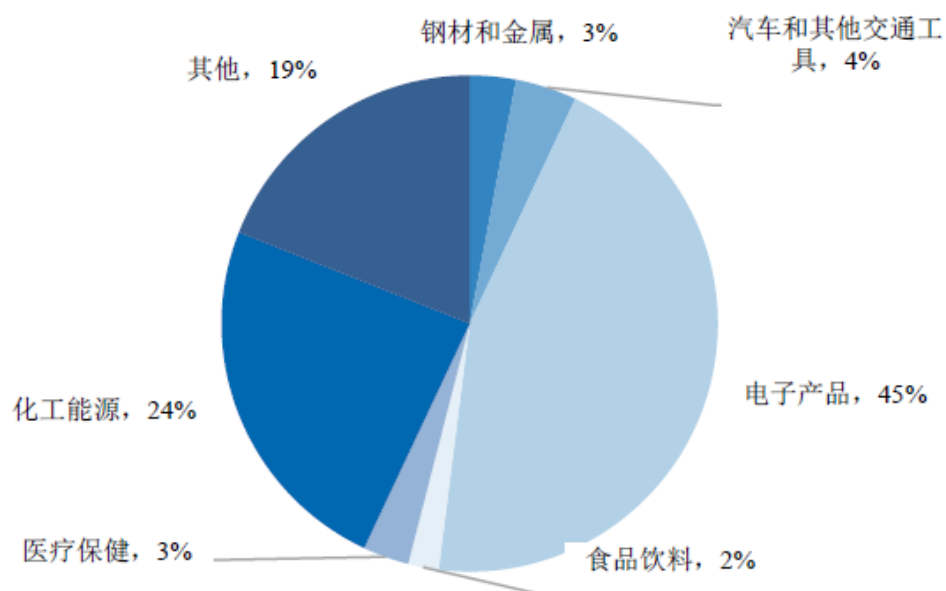
第二季度和第三季度，亚洲及大洋洲业务的营业利润率低于往年。由于电子相关收入占该领域前三季度总收入的 45%，我们预计，半导体周期性衰退可能对下一财年的需求造成负面影响，我们认为该领域的营业利润率将继续承压。

3/20 财年至 3/23 财年亚洲及大洋洲业务的季度营业利润率情况



资料来源：公司数据

3/23 财年第一季度至第三季度按行业细分的亚洲及大洋洲业务收入



资料来源：公司数据

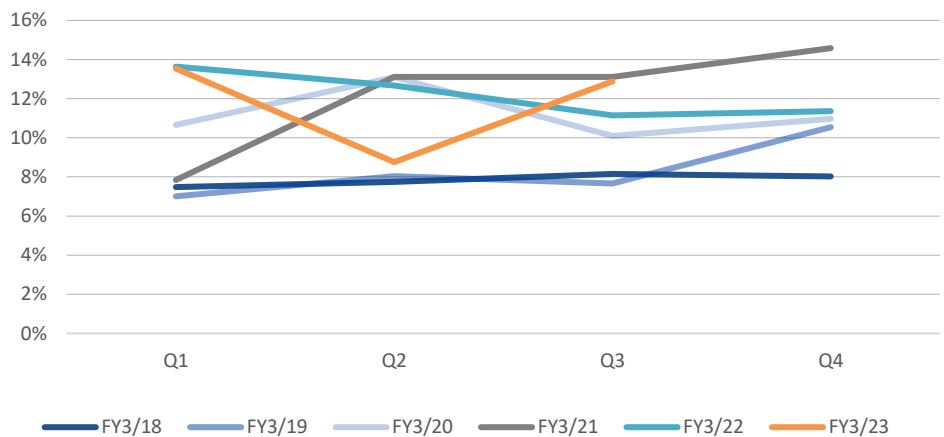
美国和欧洲

第三季度，美国天然气业务销售额增长 36.6%（经外汇调整后增长 11.4%）至 776 亿日元，分部利润增长 58.3%（29.4%）至 100 亿日元。对大宗和包装以及现场的需求仍然稳定，但散装和包装的成本因总体通货膨胀和能源及分销成本高企而大幅上升。虽然司机短缺的情况有所改善，但成本一直在上升。公司目前正在修订价格。

欧洲天然气业务销售额增长 23.3%（+11.5%）至 669 亿日元，分部利润增长 41.2%（+28.0%）至 94 亿日元。由于价格调整，需求减少但收入增加。

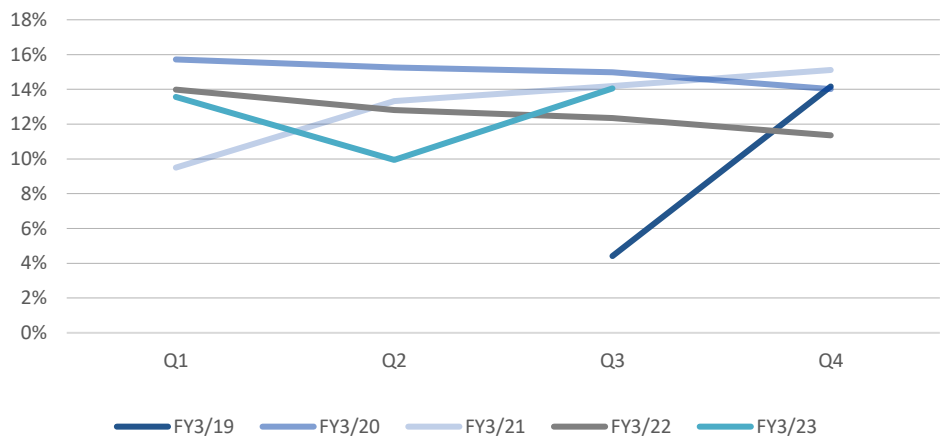
由于欧美价格调整进展顺利，第三季度这两个地区的营业利润率出现反弹。美国业务的营业利润率增加了 1.7 个百分点至 12.9%，欧洲业务的营业利润率增加了 1.7 个百分点至 14.1%。

3/20 财年至 3/23 财年美国业务的季度营业利润率情况



资料来源：公司数据

3/20 财年至 3/23 财年欧洲业务的季度营业利润率情况



资料来源：公司数据

由于我们预计，2023 年能源价格相比去年将会下跌，我们认为这两个地区的营业利润率可维持良好表现。然而，过去两个季度欧洲需求持续下降，我们认为这可能成为公司欧洲业务未来增长的制约因素。

对收入和营业利润的估计

根据公司 3/23 财年第三季度的财务报告，我们维持对公司业绩的估计。

日本酸素：按业务领域划分的收入和营业利润估计（十亿日元）

		FY3/21A	FY3/22A	FY3/23E	FY3/24E	FY3/25E
日本的天然气业务	销售额	339	372	381	379	378
	销售额同比增长	-	9.8%	2.5%	-0.5%	-0.5%
	营业收入	29	31	24	26	27
	营业利润率	8.6%	8.3%	6.3%	6.8%	7.3%
美国的天然气业务	销售额	190	225	248	255	261
	销售额同比增长	-	18.3%	10.2%	3.0%	2.5%
	营业收入	23	27	30	32	33
	营业利润率	12.3%	12.2%	12.3%	12.5%	12.7%
欧洲的天然气业务	销售额	160	210	250	262	269
	销售额同比增长	-	31.1%	19.0%	5.0%	2.5%
	营业收入	21	26	30	31	32
	营业利润率	13.3%	12.5%	12.0%	12.0%	12.0%
亚洲及大洋洲的天然气业务	销售额	105	124	151	164	179
	销售额同比增长	-	17.3%	22.2%	8.5%	9.3%
	营业收入	9	13	17	19	21
	营业利润率	9.0%	10.4%	11.0%	11.3%	11.5%
保温瓶业务	销售额	24	27	31	32	32
	销售额同比增长	-	12.0%	14.4%	3.0%	2.5%
	营业收入	5	6	8	8	8
	营业利润率	21.8%	24.0%	24.8%	25.2%	25.5%
总数	销售额	818	957	1060	1092	1119
	销售额同比增长	-	17.0%	10.8%	3.0%	2.5%
	营业收入	85	99	109	116	122
	营业利润率	10.4%	10.4%	10.3%	10.6%	10.9%

资料来源：彭博、海通国际估计

现金流折现估值

我们预计在预测期内，销售增长率和营业利润率如下

1.3/23E/24E/25E 财年的收入增长率为 11%/3%/2.5%。

2.3/23E/24E/25E 财年的营业利润率为 10%/11%/11%。

3.我们认为，日本酸素能够保持运营效率。

根据现金流折现估值，我们将维持 2,400 日元的目标价，使 3/25 财年的市盈率达到 12.9 倍。我们维持中性评级。

现金流折现估值（百万日元）

	FY3/23E	FY3/24E	FY3/25E	FY3/26E	FY3/27E
自由现金流	62,460	102,741	97,122	108,716	103,165
自由现金流的现值	59,030	91,768	81,986	86,733	1,549,998
永续增长率（%）	0.5%				
加权平均资本成本率（%）	5.8%				
业务价值	1,869,515				
不良资产	93,697				
企业价值	1,963,212				
有息债务	931,607				
隐含市值	1,031,605				
外部股份数目	432.70				
目标价（日元）	2,400				

资料来源：彭博、海通国际估计

	FY3/22A	FY3/23E	FY3/24E	FY3/25E
指标 (每股, 日元)				
每股收益	151	155	173	186
每股净资产	1,453	1,646	1,782	1,929
每股经营现金流	344	344	442	439
每股股息	34	36	37	39
估值 (倍)				
P/E	16.00	15.00	14.00	13.00
P/B	1.66	1.41	1.36	1.25
P/S	1.09	0.95	0.96	0.94
EV/EBITDA	9.81	8.27	7.76	7.11
股息率 (%)	21%	23%	21%	20%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	37.5%	37.6%	37.9%	38.0%
净利率	6.8%	6.3%	6.9%	7.2%
股本回报率	11.4%	9.7%	10.1%	10.0%
资产回报率	3.4%	9.7%	10.1%	10.0%
投资回报率	4.8%	5.4%	5.9%	6.3%
利润增长 (%)				
收入增长	17.0%	10.8%	3.0%	2.5%
EBIT 增长率	17.0%	9.4%	6.3%	5.3%
净利润增长	15.7%	2.5%	12.0%	7.4%
偿付能力比率				
负债/资产比率	66.6%	65.5%	62.6%	59.4%
流动比率	1.27	1.34	1.31	1.31
速动比率	1.03	1.12	1.10	1.10
现金比率	0.28	0.42	0.41	0.41
经营效率				
应收账款周转天数	76	81	85	85
库存周转天数	46	46	48	48
总资产周转率	0.50	0.52	0.53	0.54
固定资产周转率	1.35	1.48	1.57	1.66

资料来源: 彭博、海通国际估计

损益 (百万日元)	FY3/22A	FY3/23E	FY3/24E	FY3/25E
收入	957,169	1,060,300	1,092,200	1,119,000
营业成本	509,507	561,577	579,517	594,140

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52066