



路永光

执业证书编号: S0730209060093

021-50588666

luyg@ccnew.com

空分设备龙头，从设备向气体延伸

——杭氧股份（002430）新股点评报告

研究报告-新股点评

发布日期: 2010年6月1日

报告关键要素:

公司是我国空气分离设备的龙头企业, 2008年在大型空气分离设备市场占有率41.24%, 居行业首位; 公司利用自身优势, 大力发展工业气体产业, 符合行业发展潮流。综合市场前景和公司实力, 我们认为公司合理价值在20元左右。

事件:

- **杭氧股份在中小板发行。**杭氧股份于5月31日以18元/每股的价格, 发行7100万股A股, 发行后公司总股本为4.01亿股, 募资投向(1)空分设备及乙烯冷箱技术改造项目; (2)投资河南和吉林两个气体项目; 上述两个项目计划总投资9.06亿元, 计划使用募集资金7.81亿元。

点评:

- **公司是我国空分设备的龙头企业。**公司是我国最大的空气分离设备和石化设备开发、设计、制造成套企业, 以设计、制造、销售成套大中型空分设备和石化设备为核心业务, 是我国空分设备行业唯一一家国家级重点新产品开发、制造基地, 属高新技术企业, 拥有国家级技术中心, 是我国重大技术装备国产化基地, 亚洲最大的空分设备设计和制造基地, 并已成为国际空分“五强”之一。公司空气分离设备市场占有率长期保持国内第一, 08年大型空分设备市场占有率41.24%, 主要竞争对手是国际龙头企业。
- **主营业务稳定增长, 盈利能力良好。**公司主营产品有空气分离设备、工业气体、石化设备的生产及销售业务三大类, 2009年合计收入26.86亿元, 增长2.3%, 净利润2.51亿元, 增长16.9%, 过去三年实现了稳定增长。

表 1: 主营业务收入构成

(单位: 万元)

主营业务	2007 年		2008 年		2009 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
空气分离设备	203,578	96%	231,913	92%	222,272	87%
气体销售	4,254	2%	11,512	5%	13,721	5%
石化设备	699	0.3%	3,991	2%	12,969	5%
其他业务	3,774	1.7%	3,464	1%	7,715	3%
合 计	212,305	100%	250,880	100%	256,677	100%

资料来源: 招股说明书, 中原证券研究所

07-09年公司综合毛利率分别为18.89%、21.36%和24.68%, 09年净资产收益率达到28.75%, 净利润率9.34%, 整体盈利能力良好。

- **下游平稳发展, 气体业务成开拓重点。**空分设备主要应用于冶金, 化工, 电力等下游基础性工业领

域。2009年公司向国内煤化工、钢铁企业销售的大中型成套空分设备占全部空分设备销售收入的30.76%和10.11%。长期看,我国石油贫乏,发展新型煤化工替代石油是必然选择,煤化工行业依然是大型空分设备重要需求来源。就钢铁行业而言,我国目前大力推进的钢铁行业整合与技术改造,未来也将对大型空分设备形成较大市场需求。公司作为行业龙头,有50年的空分设备品牌积累,客户资源稳定,且多为各自行业龙头,公司将受益于空分设备大型化发展的趋势。截止09年底,公司在手订单40.1亿元,今年业绩有良好保证。随着竞争能力不断提升,公司积极拓展海外市场,09年度出口额为5.7亿元,主要出口欧洲,中东,拉美及南亚地区,多元化的市场有助于公司平稳发展。

自2003年起,公司开始大力发展工业气体业务。07-09年工业气体销售占主营业务收入比重分别为2.00%, 4.59%, 5.35%, 气体销售利润占主营业务利润比重分别为1.57%, 5.20%, 3.87%, 气体业务的增长成为公司未来发展的新动力。

- **募集资金投向空分设备技术改造和气体项目。**公司本次募集资金将主要用于技术改造和气体投资两类项目,具体情况如下图所示。

表 2: 募集资金使用计划

(单位: 万元)

项目类型	项目内容及名称	项目总投资	募集资金计划使用额
技术改造项目	80000m ³ /h 等级大型空分设备国产化技改项目	19585	19585
	大型乙烯冷箱和内压缩空分设备的高中压板翅式换热器国产化技改项目	6530	6530
	提高大型空分设备配套透平压缩机能力技改项目	11495	11495
	提高大型空分设备填料配套能力技改项目	5930	5930
气体投资项目	河南杭氧气体有限公司新建 20000m ³ /h 空分工程	13600	13600
	吉林杭氧气体有限公司新建 2 × 25000m ³ /h 制氧机组及配套项目	33421	21000
合计		90561	78140

资料来源: 招股说明书, 中原证券研究所

- **盈利预测及投资建议。**根据行业发展前景和公司发展规划,我们预计公司2010-2011年每股收益分别为0.83元和1.11元,考虑公司良好的竞争力,我们认为公司合理价值为20元左右,对应2010年和2011年市盈率分别为24.01和18.02倍。
- **风险提示。**产能扩张超过市场需求增速,新市场不能有效打开。

盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(亿元)	22.9	26.7	26.9	29.6	37.0
增长比率(%)		16.2	7.0	10.0	25.0
净利润(亿元)	1.62	2.54	2.78	3.34	4.44
增长比率(%)		56.8	9.0	20.0	32.6
每股收益(元)	0.40	0.63	0.69	0.83	1.11
市盈率(倍)	45	28.57	26.09	21.69	16.22

发行数据

发行价(元)	18.00
发行数量(万股)	7100
发行方式	网下配售
	网上资金申购
发行日期	2010/05/31
上市日期	

基础数据(2009年12月31日)

每股净资产(元)	2.96
每股经营现金流(元)	3.06
毛利率(%)	23.81
净资产收益率(%)	25.7
资产负债率(%)	65.69
总股本/流通股(万股)	40100/
B股/H股(万股)	/

行业投资评级

强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;

同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间;

弱于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;

增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;

观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;

卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写, 本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料, 本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。