

杭氧股份(002430)

进军气体产业，铸就美好明天

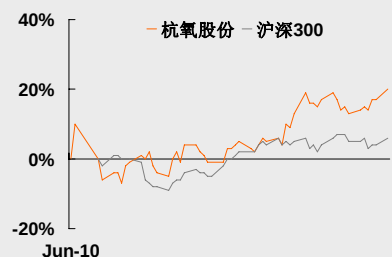
推荐（维持）

现价：27.70 元

主要数据

行业	机械行业
公司网址	www.hangyang.com
大股东/持股	杭州制氧机集团有限公司/61.19%
实际控制人/持股	杭州市国资委/100%
总股本(百万股)	401
流通 A 股(百万股)	71
流通 B/H 股(百万股)	
总市值（亿元）	111.08
流通 A 股市值(亿元)	19.67
每股净资产(元)	5.48
资产负债率(%)	52.71

行情走势图



相关研究报告

杭氧股份：一体化经营的空分设备龙头企业 (2010.5.27)
杭氧股份：工业气体项目快速增长 (2010.7.7)

研究员

张微 S1060210050002
021-33830371
zhangwei912@pingan.com.cn
叶国际 S1060209050127
0755-22627084
yeguojiao001@pingan.com.cn

投资要点

■ 盈利预测与估值

预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的收入分别为 36.2 亿元、46.0 亿元和 60.1 亿元，同比分别增长 34.7%、27.2%和 30.7%；2010 年、2011 年和 2012 年归属于母公司所有者的净利润分别为 3.51 亿元、4.76 亿元和 6.43 亿元，完全摊薄每股收益分别为 0.88 元、1.19 元和 1.60 元。

考虑到公司为重大装备制造行业龙头企业，设备订单充足，气体项目增长迅速，业绩弹性较大，维持公司推荐的投资评级。

■ 国内最大的空分设备制造企业

公司是国内最大的空气分离设备制造企业，市场占有率始终保持行业第 1，并于 2007 年进入工业气体领域的现场制气业务，形成了空分设备和工业气体相互支持、互相补充的一体化经营模式。

■ 中国工业气体市场将保持高速增长

全球工业气体行业一直保持稳定增长，同时由于新兴市场经济增速高于成熟市场经济增速，预计新兴工业气体市场未来的增速远高于成熟市场，相应地，中国经济的快速增长将会带动工业气体的消耗量显著增加，从而推动中国工业气体行业迅速发展。

■ 公司气体业务将出现爆发式增长

随着中国气体市场总体规模的扩大和外包占比的提到，外包气体市场的蛋糕不断增大，同时公司具有进入工业气体行业的巨大优势，因此预计公司工业气体业务将会出现爆发式增长。

公司目前已经签订合同、正在或准备实施的气体项目有 6 个，预计这些气体项目 2010 年、2011 年和 2012 年的销售收入分别达到 3.16 亿元、7.51 亿元和 15.8 亿元，同比分别增长 130.7%、137.3%和 111.1%。

■ 空分设备业务保持稳定增长

钢铁行业和化工行业的产能扩张在过去几年推动了我国空分设备行业的快速发展，到目前为止钢铁和化工行业的产能基本已经比较充足，新建产能不多，未来空分设备需求增长的动力主要来自于技改项目和新工艺、新技术的采用。作为国内空分设备龙头企业，公司手持订单充足，空分设备业务将继续保持稳定增长。

	2008	2009	2010E	2011E
主营收入（百万元）	2666	2686	3618	4601
YoY(%)	16%	1%	35%	27%
净利润（百万元）	214	251	351	476
YoY(%)	58%	17%	40%	36%
毛利率(%)	21%	25%	25%	25%
ROE(%)	25%	26%	14%	16%
EPS(摊薄/元)	0.65	0.76	0.88	1.19
P/E(倍)	51	44	31	23
P/B(倍)	13	11	4	4

正文目录

一、盈利预测与估值	5
1.1 收入预测	5
1.2 盈利预测	5
1.3 估值与投资建议	6
二、国内最大的空分设备制造企业	7
2.1 空分设备业务始终保持行业领先	7
2.2 进入工业气体领域，形成新的利润增长点	9
2.3 股本结构	11
三、中国工业气体市场将保持高速增长	11
3.1 新兴工业气体市场未来增速高于成熟市场	11
3.2 中国工业气体消耗量还有很大的提升空间	13
四、公司工业气体业务将出现爆发式增长	16
4.1 中国气体市场高度分化	17
4.2 公司具有进入工业气体行业的巨大优势	18
4.3 公司工业气体业务将出现爆发式增长	21
五、空分设备业务将保持稳定增长	22
5.1 钢铁行业和石化行业产能扩张推动了空分设备行业在过去几年快速发展	22
5.2 技改和新技术的采用是未来空分设备需求增长的动力	23
5.3 公司空分设备业务将保持稳定增长	28
六、风险提示	28

图表目录

图表 1: 收入预测	5
图表 2: 利润表	6
图表 3: 可比公司估值	6
图表 4: 2009 年公司主营业务收入构成	7
图表 5: 2009 年公司空分设备使用领域构成	7
图表 6: 公司在空分设备市场的占有率始终保持行业第 1	8
图表 7: 公司空分设备始终满负荷生产	8
图表 8: 公司空分设备销售收入稳定增长	9
图表 9: 出口占比不断提高	9
图表 10: 气体公司布局	10
图表 11: 气体项目快速增长	10
图表 12: 股本结构	11
图表 13: 全球工业气体市场稳定增长	11
图表 14: 资本支出是气体销售的领先指标	12
图表 15: 法液空和林德新增气体项目	12
图表 16: 林德气体业务新兴市场占比不断提高	13
图表 17: 林德、法液空新兴市场占比将继续提高	13
图表 18: 中国工业气体市场快速增长	13
图表 19: 中国工业气体消耗量还有很大的提升空间	13
图表 20: 气体增速和 GDP 增速的关系	14
图表 21: 2010-2015 年中国工业气体增速预测	14
图表 22: 中国工业气体市场外包占比不断提高	15
图表 23: 各种外包类型占比	15
图表 24: 法液空收入占比	16
图表 25: 空气化工收入占比	16
图表 26: 盈德气体总装机容量不断增长	16
图表 27: 盈得气体收入占比	16

图表 28: 全球工业气体市场竞争格局比较稳定	17
图表 29: 中国工业气体市场高度分化.....	17
图表 30: 中国主要钢铁企业与合作专业气体公司合作情况.....	18
图表 31: 工业气体行业各类型公司优劣势比较	18
图表 32: 公司竞争优势	19
图表 33: 吉钢项目经济效益分析.....	20
图表 34: 假设吉钢自制气体的项目成本分析.....	20
图表 35: 从杭氧购买工业气体价格和企业自制气体成本的比较	21
图表 36: 公司已获得气体项目	21
图表 37: 公司气体项目收入预测	22
图表 38: 空分设备行业快速发展.....	23
图表 39: 粗钢产量	23
图表 40: 原油加工量.....	23
图表 41: 煤化工对空分设备的需求	24
图表 42: 现代煤化工典型项目	24
图表 43: COREX 冶炼技术的原理.....	26
图表 44: 钢铁行业对空分设备的需求.....	26
图表 45: IGCC 发电的原理.....	27
图表 46: 目前在建和筹建的 IGCC 项目	27

一、盈利预测与估值

1.1 收入预测

收入预测的关键假设：

1. 空分设备：考虑到公司的产能扩张和下游需求的稳定增长，预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年分别销售空分设备 38 套、36 套和 35 套，考虑到大型化产品占比的提高，2010 年、2011 年和 2012 年总制氧量则预期分别达到 100 万 Nm³/h、115 万 Nm³/h 和 130 万 Nm³/h，2010 年、2011 年和 2012 年的销售收入分别达到 30.3 亿元、35.1 亿元和 40.0 亿元，同比分别增长 36.2%、16.0%和 14.1%；
2. 气体销售：假设河南气体项目预计新增年销售收入 15,316 万元；吉林气体项目双方约定首套设备开始供气时间为 2010 年 9 月 1 日，第 2 套设备的开始供气时间为 2011 年 10 月 1 日，项目全部建成后预计新增年销售收入 26,928 万元；济源杭氧和承德杭氧都是收购需气方原来已有的制氧资产，同时新建 1 条气体项目，预计收购的制氧资产能在今年下半年产生业绩，而新建的项目会在明年下半年开始供气；蚌埠杭氧和衢州杭氧为新建项目，预计明年下半年开始供气，因此预计公司气体项目 2010 年、2011 年和 2012 年的销售收入分别达到 3.16 亿元、7.51 亿元和 15.8 亿元，同比分别增长 130.7%、137.3%和 111.1%；
3. 石化设备：目前公司石化设备尚未执行合同金额为 1.8 亿元，根据公司石化设备的排产，预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年石化设备的销售收入分别为 1.63 亿元、2.03 亿元和 2.54 亿元。

图表1：收入预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
空分设备套数	57	54	33	38	36	35
制氧量 (Nm ³ /h)	892,300	1,000,155	734,300	1,000,000	1,150,000	1,300,000
空分设备销售收入(亿元)	20.4	23.2	22.2	30.3	35.1	40.0
增速	-	13.9%	-4.2%	36.2%	16.0%	14.1%
气体产品销售收入 (亿元)	0.43	1.15	1.37	3.16	7.50	15.8
增速	-	170.6%	19.2%	130.7%	137.3%	111.1%
石化设备销售收入(万元)	0.07	0.40	1.30	1.63	2.03	2.54
增速	-	470.1%	225.0%	25.7%	24.5%	25.1%

资料来源：平安证券研究所

1.2 盈利预测

盈利预测的关键假设：

1. 随着本次募投项目的建成，空分设备主要部机的配套能力大大提升，预计空分设备的产品毛利率小幅上升，2010 年、2011 年和 2012 年的毛利率分别为 24.9%、25.2%和 25.7%；
2. 工业气体项目采用成本加成法定价，预计税前利润率保持 18%的水平；

3. 石化设备: 预计公司石化设备的毛利率比较稳定, 2010 年、2011 年和 2012 年的毛利率分别为 30.6%、30.3%和 30.0%。

图表2: 利润表

单位:百万元

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	2666	2686	3618	4601
营业成本	2098	2027	2719	3444
营业税金及附加	12	20	23	31
营业费用	79	70	103	128
管理费用	156	240	286	379
财务费用	-22	-9	-28	-61
资产减值损失	43	31	31	33
营业利润	299	310	485	647
营业外收入	10	169	91	104
营业外支出	1	144	73	85
利润总额	308	334	503	666
所得税	54	57	101	124
净利润	254	278	402	542
少数股东损益	40	27	51	66
归属母公司净利润	214	251	351	476
EBITDA	277	300	512	668
EPS (元)	0.65	0.76	0.88	1.19

资料来源: 平安证券研究所

1.3 估值与投资建议

预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的收入分别为 36.2 亿元、46.0 亿元和 60.1 亿元, 同比分别增长 34.7%、27.2%和 30.7%; 2010 年、2011 年和 2012 年归属于母公司所有者的净利润分别为 3.51 亿元、4.76 亿元和 6.43 亿元, 完全摊薄每股收益分别为 0.88 元、1.19 元和 1.60 元。

考虑到公司为重大装备制造行业龙头企业, 设备订单充足, 气体项目增长迅速, 业绩弹性较大, 维持公司推荐的投资评级。

图表3: 可比公司估值

公司	EPS			PE			评级
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
杭氧股份	0.76	0.88	1.19	36	31	23	推荐
陕鼓动力	0.47	0.55	0.70	39	33	26	推荐
盈德气体 ¹	0.34	0.42	0.52	22	18	14	推荐

资料来源: 平安证券研究所

注1: 盈德气体使用的投行预测

二、国内最大的空分设备制造企业

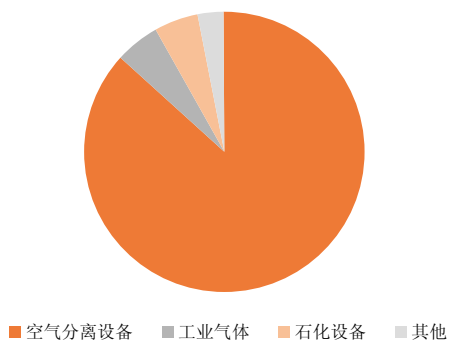
杭氧股份是国内最大的空分设备和石化设备制造企业，以设计、制造、销售成套大中型空分设备和石化设备为核心业务，并于2007年进入工业气体领域的现场制气业务，形成了空分设备、工业气体和石化设备相互支持、互相补充的经营模式。

2.1 空分设备业务始终保持行业领先

公司是亚洲最大的空分设备设计和制造基地，同时也是国际空分“五强”企业，产品覆盖全国各地和世界30多个国家和地区，被世界著名公司如德国梅塞尔集团、英国比欧西公司等认可并采购。

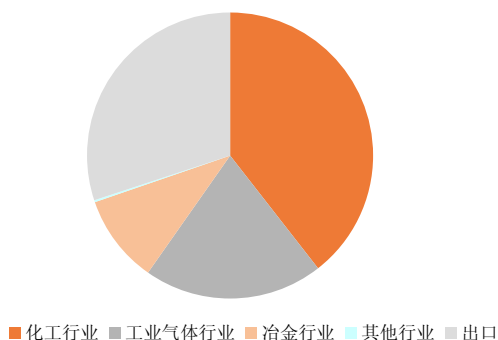
公司主导产品为大型成套空气分离设备，其利用低温精馏分离技术，对空气进行分离后，制取高纯度的氧气、氮气及氩气等气体，主要应用于大量使用氧气或氮气的化工、工业气体、冶金、电力等国民经济基础性行业，是上述行业工业装置的重要配套设备。

图表4：2009年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告

图表5：2009年公司空分设备使用领域构成



资料来源：公司公告

■ 市场占有率居行业第1

公司在空分设备市场的占有率始终保持行业第1，按制氧量计算的总体市场占有率为34%，在2万以上等级的产品市场占有率更高，在2万-4万等级公司产品的主要竞争对手为四川空分和开封空分，在4万等级以上公司产品的主要竞争对手为液空（杭州）和林德（杭州）两家合资企业。

图表6：公司在空分设备市场的占有率始终保持行业第1

企业名称	总体市场占有率	按产品制氧量（Nm ³ /h）划分的不同等级产品市场占有率		
		20,000以下	20,000-40,000	40,000以上
公司	33.9%	13.0%	46.0%	38.8%
四川空分	18.5%	26.9%	34.1%	6.2%
液空（杭州）	18.0%	-	-	36.6%
林德（杭州）	6.2%	-	-	12.7%
开封空分	8.7%	10.1%	13.3%	5.7%
其他	14.6%	49.9%	6.7%	-
行业合计	100%	100%	100%	100%

资料来源：《2008年气体分离设备行业统计年鉴》

■ 空分设备业务保持稳定增长

受益于下游需求旺盛，近年来公司始终处于满负荷生产状态，2008年公司以产品制氧量为统计口径的空气分离设备产量突破了100万Nm³/h。由于产品均以销定产，公司完成生产的空气分离设备产品全部销售给用户，不存在合同撤销或退货的情况，产销率为100%，因此空分设备产量的变化代表了销量的变化。

图表7：公司空分设备始终满负荷生产

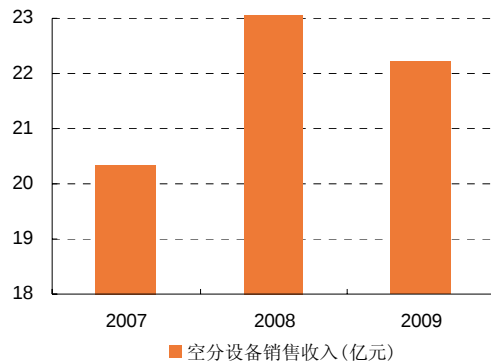
产品名称	2007		2008		2009	
	套数	制氧量 (Nm ³ /h)	套数	制氧量 (Nm ³ /h)	套数	制氧量 (Nm ³ /h)
大型空分设备	24	783,900	26	901,000	17	640,100
中小型空分设备	33	108,400	28	99,155	16	94,200
合计	57	892,300	54	1,000,155	33	734,300

资料来源：公司公告

由于老厂区产能受限，2009年公司进行了整体搬迁工作，以产品制氧量为统计口径，目前公司具备年产空气分离设备110万Nm³/h的设计生产能力，但实际生产能力在设计产能基础上增加20%-30%问题不大，即总制氧量预计可以达到130-140万Nm³/h，公司产能压力得到缓解。

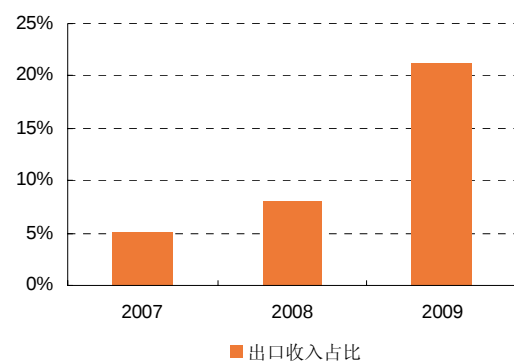
搬迁影响

图表8：公司空分设备销售收入稳定增长



资料来源：公司公告

图表9：出口占比不断提高



资料来源：公司公告

■ 出口占比不断提高

近年来，随着公司大型成套空气分离设备产品达到国际先进水平，并具备了 6 万等级特大型成套空气分离设备产品的设计和制造能力，公司国际竞争能力迅速提升，空气分离设备产品已先后出口至欧洲、美洲、中东及南亚地区共计 30 多个国家和地区，出口比例日益提高。

公司已在德国设立了销售子公司低温工程（德国）有限公司，同时加强与梅塞尔公司的合作，力争通过梅塞尔的气体项目实现公司的大型空气分离设备大规模进入欧洲市场的目标，预计未来 2-3 年产品外销占比能达到 30% 以上，出口日渐成为公司空分设备业务增长的重要推动力量。

2.2 进入工业气体领域，形成新的利润增长点

公司于 2003 年起进入工业气体领域，投资成套空分设备建设独立运营的气体公司，向固定用户和市场提供氧气、氮气、氩气等工业气体。经过几年的发展，公司已先后投资建立了建德杭氧、湖北杭氧、河南杭氧、吉林杭氧、济源杭氧、衢州杭氧等多家气体公司，在工业气体项目建设、运行及管理方面积累了一定的经验。

图表10：气体公司布局



资料来源：平安证券研究所

图表11：气体项目快速增长

气体公司	成立时间	公司持股比例	销售模式	总制氧规模(Nm ³ /h)
河南杭氧	2007 年 10 月	60%	现场制气	13,600+20,000
吉林杭氧	2008 年 6 月	100%	现场制气	2*25,000
济源杭氧	2010 年 7 月	70%	现场制气	20,000+25,000 ²
衢州杭氧	2010 年 6 月	100%	现场制气	10,000 ²
蚌埠杭氧	2010 年 4 月	100%	现场制气	7,500 ²
承德杭氧	2010 年 4 月	100%	现场制气	15,000+25,000 ²
经开杭氧	2010 年 3 月	100%	现场制气（1 对多）	
湖北杭氧 ¹	2004 年 10 月	70%	零售	-
建德杭氧	2003 年 4 月	73.33%	零售	-

资料来源：公司公告、平安证券研究所

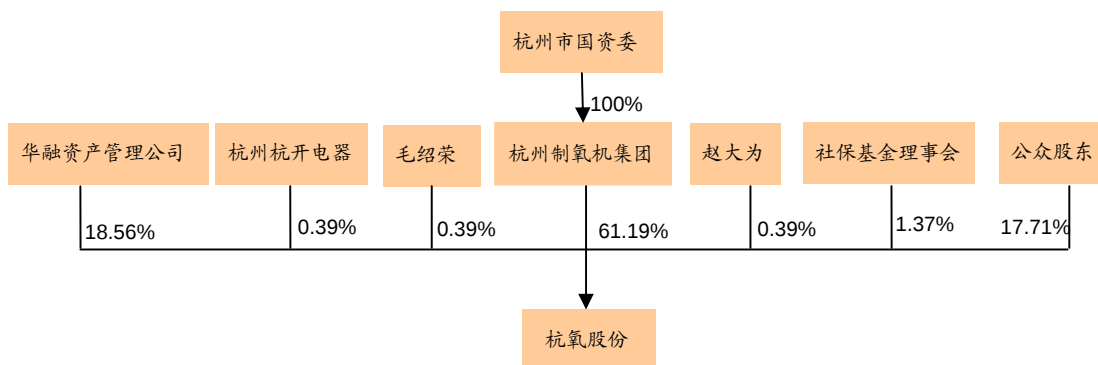
注1：公司已经通过董事会决议，收购湖北杭氧自然人股东股权，使之成为公司全资子公司

注2：预计数

随着国内工业气体市场的发展和需求量的不断增加，公司已将工业气体投资项目列入企业今后的重点发展方向，进一步加大投入用于开发建设新的气体公司，并合理布局，力求成为国内具有一定影响力的专业工业气体供应商。

2.3 股本结构

图表12：股本结构



资料来源：公司公告

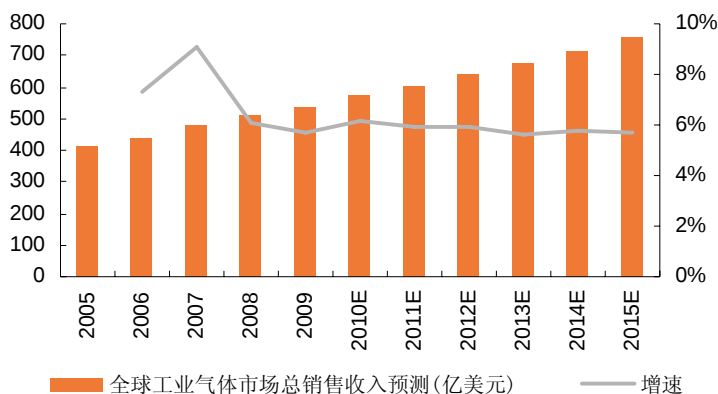
三、中国工业气体市场将保持高速增长

全球工业气体行业一直保持稳定增长，同时由于新兴市场经济增速高于成熟市场经济增速，预计新兴工业气体市场未来的增速远高于成熟市场，相应地，中国经济的快速增长将会带动工业气体的消耗量显著增加，从而推动中国工业气体行业迅速发展。

3.1 新兴工业气体市场未来增速高于成熟市场

空分设备企业为市场提供成套的空分设备，空分设备将空气中的氧气、氮气和氩气等分离出来，并提供给有需求的用户，由此形成工业气体市场，全球工业气体市场过去几年一直保持平稳增长。

图表13：全球工业气体市场稳定增长

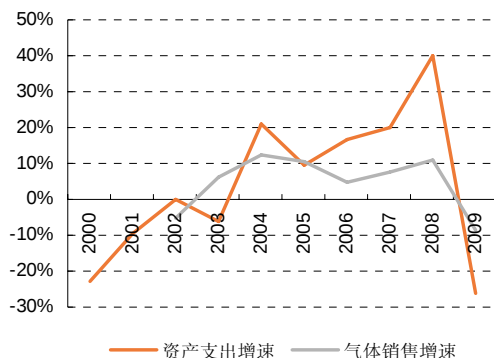


资料来源：SAI

随着气体工业市场的稳定增长，全球主要气体集团在近几年间也都保持了较为稳定的增长，资本支出逐渐加大，同时由于新兴市场经济增速高于成熟市场经济增速，因此各主要气体集团在新兴市场的资本支出比例也不断提高。

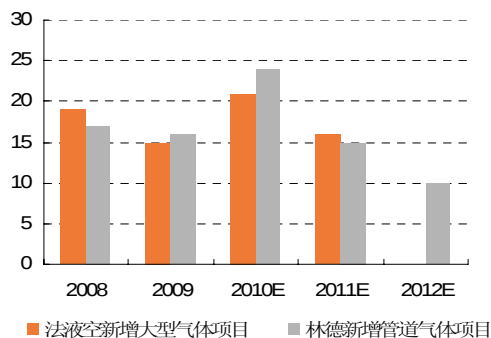
通过对法液空资本支出和气体销售收入增速的分析，我们发现资本支出是领先性指标，对气体销售有前瞻性指导作用，资本支出增速一般会领先销售收入增速 2 年，这是由于工业气体项目的建设周期一般为 2 年时间。

图表14：资本支出是气体销售的领先指标



资料来源：公司公告

图表15：法液空和林德新增气体项目

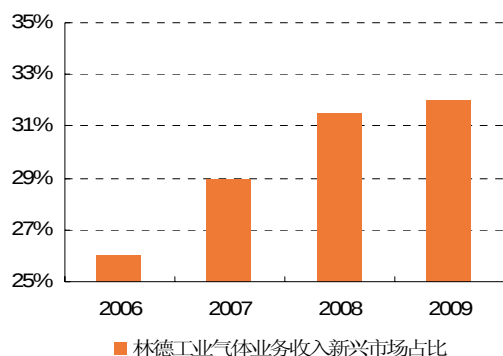


资料来源：公司公告

林德集团 2010 年到 2012 年新增气体项目 49 个，总投资额 19.5 亿欧元，法液空集团 2010 年和 2011 年新增大型气体项目 37 个，这些新增的项目保证了公司未来 2-3 年收入的高速增长，也揭示了全球工业气体行业未来仍将保持平稳增长。

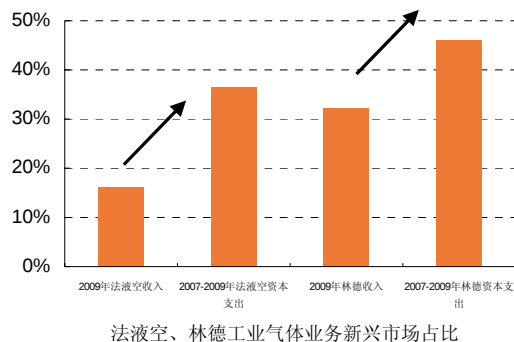
由于气体消耗量与经济发展速度密切相关，过去几年新兴市场经济的快速增长拉动新兴市场气体收入占比的逐步提高，以林德为例，其工业气体业务新兴市场的占比从 2006 年的 26% 逐渐扩大到 2009 年的 32%。预期这一比例将继续提高，主要是由于在过去 3 年中主要的工业气体集团包括林德和法液空在新兴市场的资本支出比例远高于其在新兴市场的收入比例。

图表16：林德气体业务新兴市场占比不断提高



资料来源：公司公告

图表17：林德、法液空新兴市场占比将继续提高



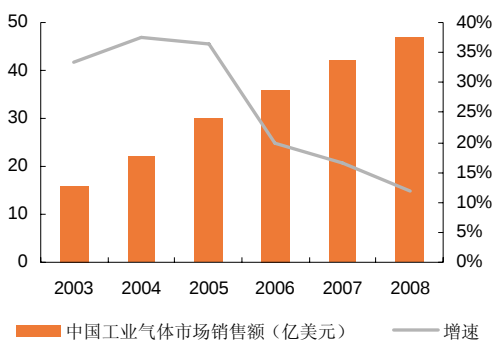
资料来源：公司公告

与全球性工业气体业务外包市场在最近 20 年的迅速增长相对应，中国经济的快速增长也带动工业气体的消耗量显著增加，推动中国工业气体行业迅速发展。

3.2 中国工业气体消耗量还有很大的提升空间

国内空分设备企业投资气体产业，最早开始于 2003 年，只有 6 年多的时间，相对于国外已经发展了 100 多年的气体企业来说，国内气体市场正处于高速发展阶段，气体市场规模从 2003 年的 16 亿美元发展到 2008 年的 47 亿美元，年复合增长率达到 25.6%，已经开发的外包供气市场达到 165 亿元-220 亿元，其规模已经超过了空分设备的市场需求。

图表18：中国工业气体市场快速增长



资料来源：SAI

图表19：中国工业气体消耗量还有很大的提升空间



资料来源：IFO

随着中国工业气体市场的快速发展，其占世界气体市场的份额不断提高，但人均气体消耗量仍远低于其他国家和世界平均水平，因此还有很大的成长空间。

国内工业气体市场的成长空间主要来自于以下几个方面：1）远高于全球平均的 GDP 增速；2）持续的外包趋势；3）气体应用的深度和广度不断提高。

■ 短期驱动因素之一：GDP 的高速增长

全球工业气体市场的增长率与世界经济发展状况有着密切的相关性。在通常情况下，所在国或地区的工业气体增长率是其国内生产总值增长率的 2 倍以上。

图表20：气体增速和GDP增速的关系

	2005	2006	2007	2008	2009	2006-2009 年复合增长
全球 GDP 增速	3.5%	4.0%	3.8%	1.6%	-2.2%	1.8%
工业气体增速	-	7.3%	9.1%	6%	5.7%	7.0%
气体是 GDP 增速的倍数	-	1.8	2.4	3.8	--	4.0

数据来源：global insight，平安证券研究所

近年来，中国经济基本都保持着两位数的增长，即使受到国际金融危机的影响，2009 年 GDP 也能保持 8% 以上的增长，这在世界上也是独一无二的成绩。工业气体产业增长速度通常是 GDP 增速的 2-2.5 倍，假设以最保守的 2 倍来计算的话，预计未来中国 GDP 增速为 7%-10% 之间，则中国工业气体市场的增速为 14%-20%，我们预计为 17% 左右。

图表21：2010-2015年中国工业气体增速预测

	保守	中性	乐观
2010-2015 年中国 GDP 增速预测	7%	8.5%	10%
2010-2015 年中国工业气体增速	14%	17%	20%

资料来源：平安证券研究所

■ 短期驱动因素之二：气体从自制式向外包式的转变

工业气体行业的经营模式主要包括由工业气体下游行业企业自建工业气体供应设施和由第三方提供工业气体两种方式。第三方供气又称现场制气，是一种在发达国家非常成熟的气体供应方式，其含义是由专业气体公司在气体用户现场，为满足生产工艺中对气体种类、纯度和压力等的不同需求，提供气体解决方案，投资建设和管理气体生产和供应装置，1 对 1 或者 1 对多地供应工业气体。

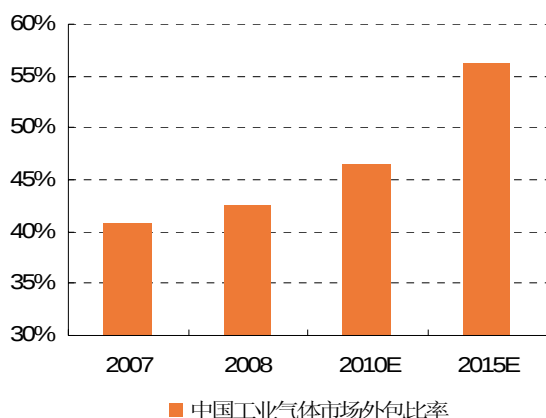
以往，中国大部分最终用户，特别是大型国有钢铁企业及化工企业，均会建造及安装自有的空气分离装置，以满足内部本身的工业气体需求。

随着我国冶金、石化、煤化工等行业的发展，空分装置的市场需求逐年提高，大型化的发展趋势也更加明显，而国内已开始有专门进行气体运营的公司，包括法液空、林德等国外工业气体巨头和盈德、上海加力等本土工业气体服务公司，他们已在国内成功实施多个项目，国内用户对该经营模式已经认可，采用该模式建厂运营的大型项目需求量也逐渐提高。

气体业务外包有利于企业减少在设备、技术、研发上投入巨资，避免由于资产专用性导致的企业沉没成本的增加，从而把有限的资金用于培植核心竞争力上，有利于改善企业的资本结构，保持其在市场上的竞争优势。

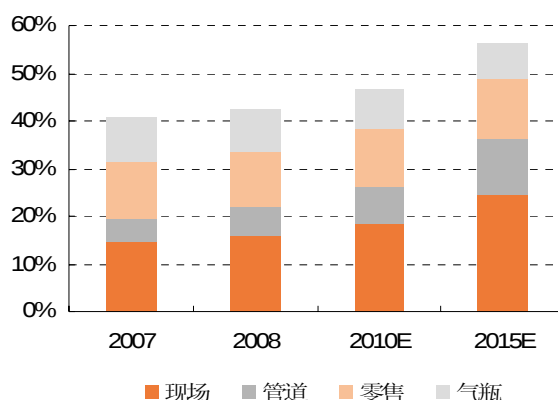
随着外包模式的发展，中国工业气体外包占比不断提到，到2008年自制式占工业气体市场总体的58%，而外包式占工业气体市场总体的42%，目前这一占比还远低于发达国家80%的外包比率。

图表22：中国工业气体市场外包占比不断提高



资料来源：平安证券研究所

图表23：各种外包类型占比



资料来源：平安证券研究所

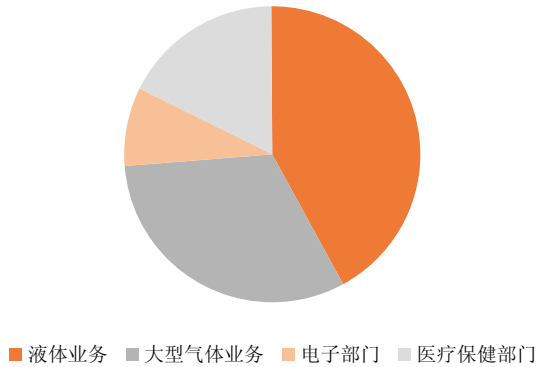
预计中国工业气体市场外包比率每年提高2个百分点，那么2010年和2015年中国工业气体外包市场占比将逐步提高到46%和56%，则外包的工业气体增速为22%左右。

供应商主要通过4种分销方法将外包工业气体交付于客户，即现场供气、管道、零售及气瓶供应，按销售收入计，2008年分别占工业气体外包市场总体的16%、6%、12%及9%。由于大部分大型工业气体客户，如钢铁、化工及有色金属企业多采用现场及管道供气的方式，预计未来3-5年内这两种供气方式会有更高的增长率。

■ 长期驱动因素：气体应用的深度和广度不断提高

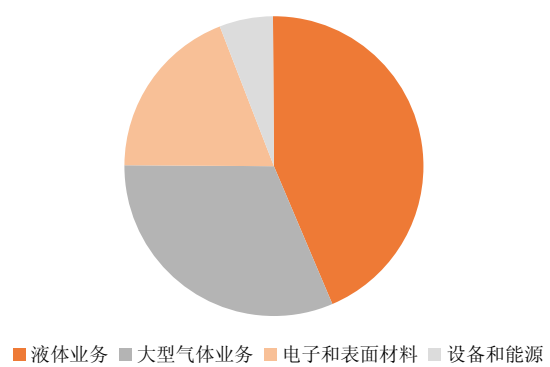
以全球工业气体巨头法液空和空气化工为例，新兴行业如电子、医疗等占到了气体业务总收入的25%以上，而零售业务也占到了气体业务总收入的40%以上，而目前国内的工业气体运营企业，以盈德气体为例，尽管其过去几年的总装机容量一直保持高速增长，但下游基本集中在冶金行业，其他行业和零售业务占比很低。

图表24：法液空收入占比



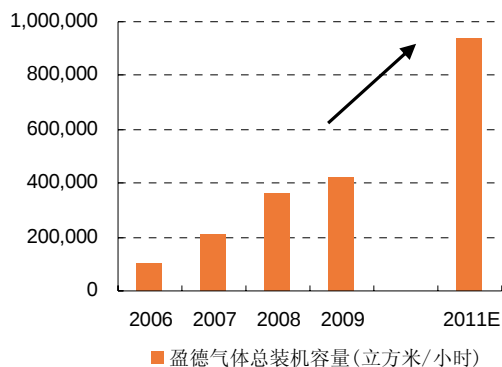
资料来源：公司公告

图表25：空气化工收入占比



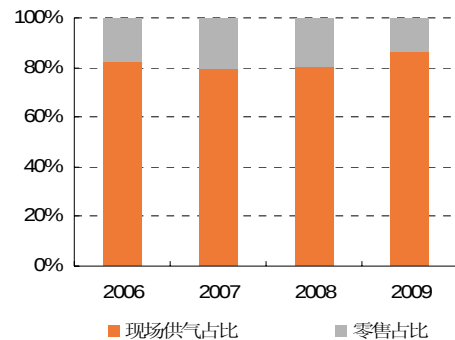
资料来源：公司公告

图表26：盈德气体总装机容量不断增长



资料来源：公司公告

图表27：盈得气体收入占比



资料来源：公司公告

目前国内工业气体产品主要以氧气、氮气、氩气为主，随着分离技术和空分设备制造工业的发展，更多的气体产品如惰性气体、氢气及特高纯度电子特殊气体将逐渐制造出来，工业气体产品不断丰富，产品应用的深度和广度也将继续提高。

四、 公司工业气体业务将出现爆发式增长

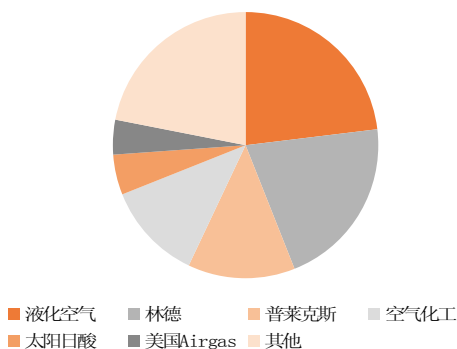
公司 2003 年进入工业气体行业，随着中国气体市场总体规模的扩大和外包占比的提到，外包气体市场的蛋糕不断增大，同时公司具有进入工业气体行业的巨大优势，因此预计公司工业气体业务将会出现爆发式增长。

4.1 中国气体市场高度分化

2003 年，公司进入工业气体行业，未来将以大型空气分离设备制造业务为主导，通过技术改造、技术创新，开发现有产品的上下游产品，着重致力于在下游的工业气体领域做进一步延伸，从单纯制造及销售空气分离设备转向销售空气分离设备和销售工业气体并重，在未来 3-5 年的时间里，逐步形成空分设备和气体销售相互扶持、相互补充的纵向一体化的经营格局。

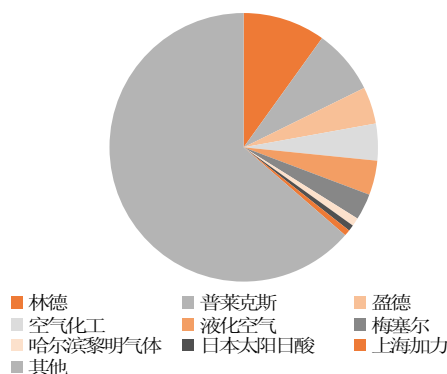
由设备制造商向气体产品供应商发展是国外空分设备制造企业普遍的发展模式，目前国际上主要的气体产品供应商均是由空分设备制造企业发展而来，法液空、林德、普莱克斯和空气化工 4 家公司合计占全球工业气体外包市场的 70% 份额。

图表28：全球工业气体市场竞争格局比较稳定



资料来源：平安证券研究所

图表29：中国工业气体市场高度分化



资料来源：SAI

而中国的工业气体市场高度分化，除了约 58% 的市场份额由企业自制气体为主，约 1/3 的市场份额由前 6 大工业气体供应商占有。中国有超过 1,000 家工业气体供应商，仅少数大型国际及独立国内工业气体供应商能够独立地生产及向大型客户供应工业气体。大部分工业气体供应商均为小型生产商，或实际上只是向其他工业气体生厂商购入液化工业气体然后向客户出售的分销商。

目前国内气体巨头主要在做钢铁集团第 2 梯队的气体业务外包的合作，并十分关注大型钢铁、大型化工集团的发展，等待合适的机会进入。尽管林德、普莱克斯、盈德、空气化工、法液空和梅塞尔 6 家公司占据了 中国外包市场 1/3 的份额，但目前的竞争格局并没达到稳定的状态，随着中国气体市场总体规模的扩大和外包占比的提到，中国外包气体市场的蛋糕在快速增长，在这个过程中，哪家公司气体项目能获得快速的增长就会引起市场格局的剧变。

图表30：中国主要钢铁企业与专业气体公司合作情况

	钢铁企业	总部	与气体公司合作
1	宝钢集团	上海	普莱克斯，设备采购
2	鞍钢集团	辽宁	法液空，设备采购
3	首钢集团	北京	法液空、林德，设备采购
4	武钢集团	湖北	林德，设备采购
5	攀钢集团	四川	法液空，设备采购
6	沙钢集团	江苏	法液空，气体采购

资料来源：现代化工

4.2 公司具有进入工业气体行业的巨大优势

中国工业气体市场的高速发展，吸引众多的企业争相进入该领域，这些企业可以分为 3 大类：1）国际工业气体巨头如林德、普莱克斯、空气化工；2）国内专业气体运营公司如盈德气体；3）从空分设备进入工业气体运营的本土企业如杭氧。

图表31：工业气体行业各类型公司优劣势比较

类型	优势	劣势
国际工业气体巨头	先进的设备、广泛的产品种类、品牌优势和丰富的项目运行经验	设备价格较高导致运行成本偏高
国内专业气体运营公司	进入工业气体行业契机、本土项目运行经验	不具备设备的生产能力
从空分设备进入工业气体运营的本土企业	先进的设备、知名品牌优势、高质量及稳定的客户群、较低运行成本	运行经验缺乏

资料来源：平安证券研究所

企业在考虑气体业务外包时，首先考虑的是基于安全、可靠、稳定的供气方案基础上的成本最优化，与自制式相比，外包是否更符合经济原则，以及设备的国产化程度和供货周期是否符合企业的要求等。

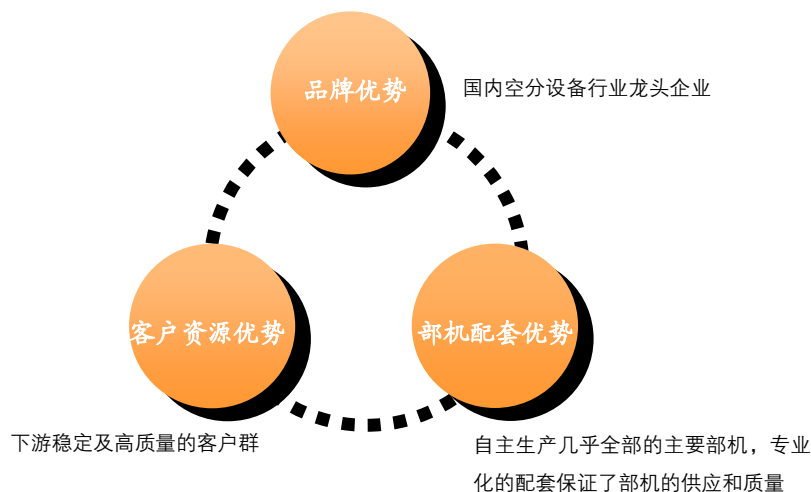
因此，一个企业在气体外包市场的竞争力，归根结底要看能否为用户提供安全稳定、优质价廉的气体产品。其中，气体的价格又是主要影响因素，而气体的价格取决于空分设备的能耗和设备的利用率，所以说，设备的优劣一定程度上决定着投资行为的成败，这也说明空分设备企业对于气体产业的重要性。

基于上述原因，目前国际上的大型工业气体供应商均是由空气分离设备制造商发展而来，林德公司及法液空公司目前既是世界上最大的空气分离设备制造商，也是世界上最大的气体产品供应商。

■ 竞争优势之一：非经济因素

空分设备制造商发展气体产品是对空分设备制造与销售的拓展和延伸，供应气体与空分设备的制造与销售在技术、客户等方面具有协同效应。杭氧股份作为国内空分设备的龙头企业，2007 年设立河南杭氧进入现场制气领域，具有空分设备的技术优势及品牌优势，能自主生产空分设备几乎全部的主要部机，专业化的部机配套能够保证产品的质量和供货的及时性，同时还拥有下游稳定及高质量的客户资源。

图表32：公司竞争优势



资料来源：平安证券研究所

根据气体投资的实际经验，公司在未来一个时期的气体投资将主要选用依托单一的大型气体用户进行管道供气的方式。在大型气体用户的选择上，近一阶段公司将主要选择中小型钢铁企业。与小型气体用户相比，钢铁企业的用气量大，可以投资建设大型空气分离装置。同时，空气分离装置的投资约占钢铁企业建设总投资的 5%，气体成本约占钢铁企业生产成本的 3%，投资风险较低。由于大型钢铁企业的空气分离装置投资量较大，因此公司近一阶段将主要选择中小型钢铁企业作为气体投资的依托企业。

■ 竞争优势之二：经济因素

除了品牌优势、客户资源优势 and 部机配套优势之外，公司还能有效控制气体投资项目的成本，通过持续、有效的技术改造措施降低空气分离装置的运行和维护成本，使其在供气价格上具备明显的竞争优势。

以吉钢项目为例，按照保底用气量计算，公司平均每立方米气体的销售价格为 0.26 元；而如果吉钢自制气体，假设其能做到盈德气体的平均能耗水平，那么自制气体平均每立方米气体的成本也为 0.26 元，而正常来讲单个用气企业由于运行经验的不足，一般很难达到盈德气体的平均能耗水平，这也就是说明了工业气体外包给杭氧是比企业自制气体更符合经济原则的。

图表33：吉钢项目经济效益分析

吉钢项目经济效益分析（百万元）		
项目	设计生产能力	保底用气量
销售收入	269.3	215.4
销售税金及附加	1.6	1.3
总成本费用	217.2	182.1
直接材料	2.6	2.1
燃料动力	172.9	138.3
工资及附加	1.3	1.3
维护费	10.0	10.0
折旧费	20.5	20.5
财务费用	0.9	0.9
其他费用	9.0	9.0
利润总额	50.4	32.0
利润率	18.7%	14.9%

平均每立方米气体销售价格为0.26元

资料来源：公司招股说明书

图表34：假设吉钢自制气体的项目成本分析

假设吉钢自己制气，项目成本分析（百万元）	
总成本费用	211.7
直接材料	2.1
燃料动力	165.8
工资及附加	1.3
维护费	12.0
折旧费	20.5
财务费用	0.9
其他费用	9.0

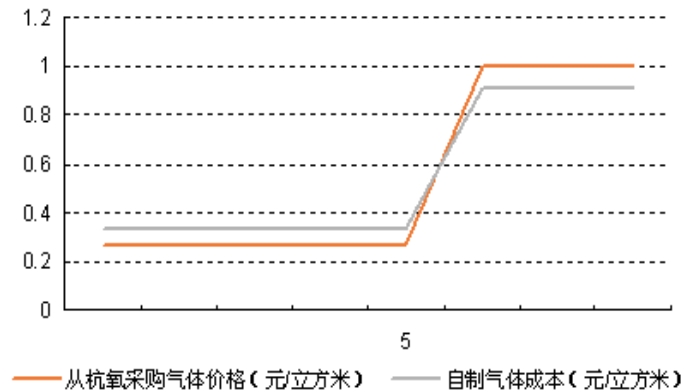
平均每立方米气体成本为0.26元

参考盈德气体的平均能耗

维护成本上涨20%

资料来源：平安证券研究所

图表35：从杭氧购买工业气体价格和企业自制气体成本的比较

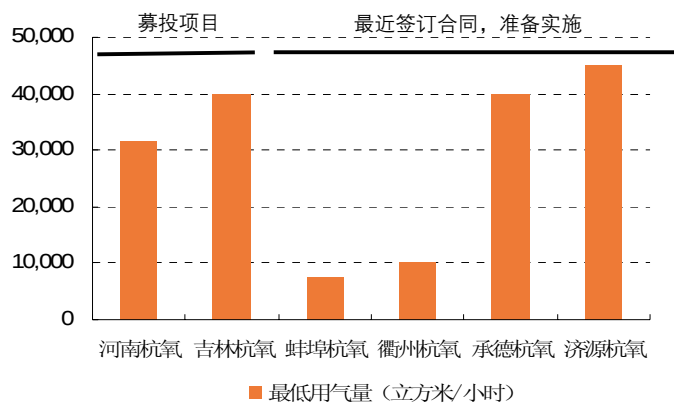


资料来源：平安证券研究所

4.3 公司工业气体业务将出现爆发式增长

随着中国气体市场总体规模的扩大和外包占比的提到，外包气体市场的蛋糕不断增大，同时公司具有进入工业气体行业的巨大优势，因此公司工业气体业务进展顺利，除了河南杭氧和吉林杭氧两个募投项目之外，上半年又新增了蚌埠杭氧、衢州杭氧、承德杭氧和济源杭氧 4 个现场供气项目。

图表36：公司已获得气体项目



资料来源：公司公告、平安证券研究所

气体项目供气的时间进程预测：

- 1: 河南杭氧 2009 年 11 月 1 日完全供气；
- 2: 吉林杭氧首套设备开始供气时间为 2010 年 9 月 1 日，第 2 套设备的开始供气时间为 2011 年 10 月 1 日；

3: 济源杭氧收购制氧资产为 20,000 Nm³/h, 预计 2010 年下半年开始供气, 新建 1 条 25,000 Nm³/h 气体项目, 预计 2011 年下半年开始供气;
4: 蚌埠杭氧为新建项目, 预计 2011 年下半年开始供气;
5: 衢州杭氧为新建项目, 预计 2011 年底开始供气;
6: 承德杭氧收购制氧资产为 15,000 Nm³/h, 预计 2010 年下半年开始供气, 新建 1 条 25,000 Nm³/h 气体项目, 预计 2011 年下半年开始供气。
按照我们的预测, 公司气体项目 2010 年、2011 年和 2012 年的收入将分别达到 3.16 亿元、7.51 亿元和 15.8 亿元, 同比增速分别为 130.7%、137.3%和 111.1%。

图表37: 公司气体项目收入预测

单位: 亿元

工业气体项目	建成后最低用气量 (Nm ³ /h)	2010E	2011E	2012E
河南杭氧	31,600	1.53	1.53	1.53
吉林杭氧	40,000	0.45	1.68	2.69
济源杭氧	45,000	0.67	2.19	3.03
蚌埠杭氧	7,500	-	0.25	0.50
衢州杭氧	10,000	-	-	0.67
承德杭氧	40,000	0.50	1.85	2.69
经开杭氧		-	-	1.35
预计新增项目		-	-	3.34
合计		3.16	7.51	15.8

资料来源: 平安证券研究所

工业气体业务具有市场需求及现金流稳定的特点。空气分离设备市场需求是由用户进行生产技术或生产规模调整而产生, 对特定用户而言不具有连续性和稳定性, 而工业气体制造业务的市场需求是因用户日常生产需要产生, 具有很强的连续性和稳定性。

预计未来公司的工业气体业务的销售收入和利润都将大幅提高。由于工业气体业务的现金流稳定, 周期性波动较小, 因此气体在提高公司盈利能力的同时, 还将增强公司经营业绩的稳定性。

五、空分设备业务将保持稳定增长

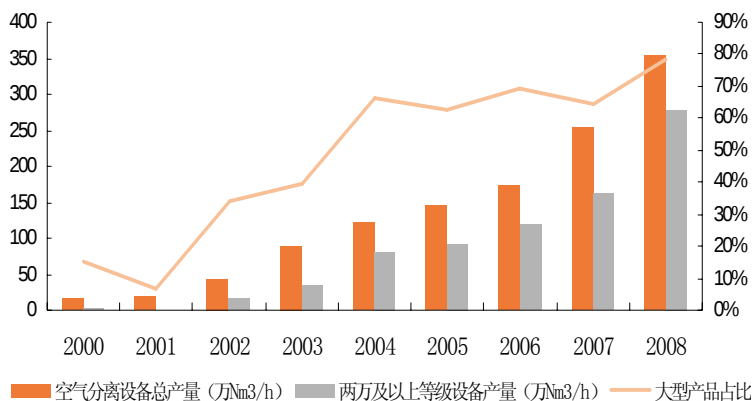
钢铁行业和化工行业的产能扩张在过去几年推动了我国空分设备行业的快速发展, 到目前为止钢铁和化工行业的产能基本已经比较充足, 新建产能不多, 未来空分设备需求增长的动力主要来自于技改项目和新工艺、新技术的采用。作为国内空分设备龙头企业, 公司手持订单充足, 空分设备业务将继续保持稳定增长。

5.1 钢铁行业和石化行业产能扩张推动了空分设备行业在过去几年快速发展

过去几年, 我国空分设备行业快速发展, 2008 年以制氧量为统计口径计算的我国空气分离设备产量为 353.8 万 Nm³/h, 比 2000 年的 16.7 万 Nm³/h, 增长了 21.2 倍。

在设备总产量稳定快速增长的同时, 产品结构有所调整, 2 万等级以上的大型空气分离设备产品占全部空气分离设备产品的比重由 2000 年的 15.2%上升至 2008 年的 78.4%, 大型化趋势十分明朗。

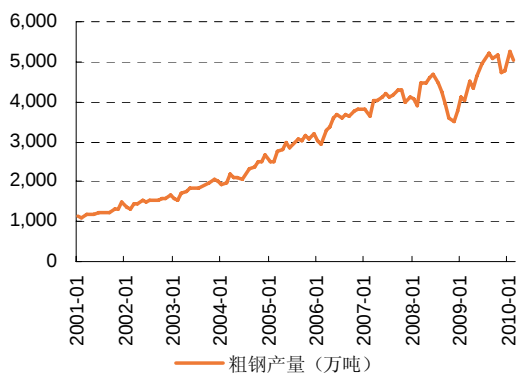
图表38：空分设备行业快速发展



资料来源：《2008年气体分离设备行业统计年鉴》

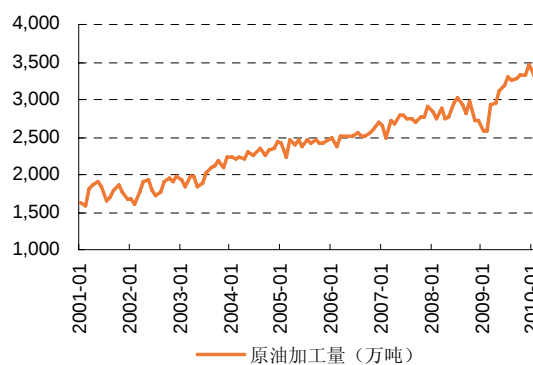
钢铁行业和化工行业的产能扩张是推动空分设备行业快速发展的主要因素，粗钢年产量由 2000 年的 1.26 亿吨上升到 2009 年的 5.66 亿吨，增长了 349%，原油加工量由 2001 年的 21,038 万吨，增长到 2009 年的 37,322 万吨，增长了 77.4%；乙烯产量由 2001 年的 479 万吨增长到 2009 年的 1,064 万吨，增长了 122.1%；合成氨产量由 2001 年的 3,404 万吨增长到 2009 年的 5,120 万吨，增长了 50.4%。

图表39：粗钢产量



资料来源：中国钢铁工业协会

图表40：原油加工量



资料来源：中国石油和化学工业协会

5.2 技改和新技术的采用是未来空分设备需求增长的动力

下游钢铁和化工行业产能的扩张是推动空分设备制造业过去几年快速发展的主要动因，但由于这几年的扩张，钢铁和化工行业的产能基本已经比较充足，新建产能不多，未来空分设备需求增长的动力主要来自于技改项目和新工艺、新技术的采用。

■ 化工行业

近年来我国化工行业的快速发展，不仅增加了空气分离设备的需求量，同时也对空气分离设备的大型化提出了更高的要求，在特大空分设备需求方面，化工行业特别是煤化工将成为今后发展的一个趋势。

煤化工分为传统煤化工和现代煤化工两类，传统煤化工主要包括煤制合成氨、煤制甲醇等，现代煤化工包括煤制乙二醇、煤制天然气、煤制油、煤制烯烃等。

图表41：煤化工对空分设备的需求

行业	产品产量	对空分设备的需求
传统煤化工	100 万吨甲醇	12 万 Nm ³ /h
	30 万吨合成氨	3-4 万 Nm ³ /h
现代煤化工	100 万吨合成油	10-30 万 Nm ³ /h
	1,000 万立方米合成天然气	24 万 Nm ³ /h
	100 万吨乙烯	5 万 Nm ³ /h

资料来源：公司公告、平安证券研究所

目前我国传统煤化工产能过剩严重，预计未来产能扩张速度将有所回落。国家鼓励现代煤化工试点，虽然规划产能较多，但未来三年（2009-2012）“原则上不再安排新的煤化工试点项目”，重点抓好现有煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类示范工程，探索煤炭高效清洁转化和石化原料多元化发展的新途径。

目前我国已经开始建设和筹建的煤制天然气项目有 15 个，获国家发改委批准并开始实质性运作的有 3 个，预计 2015 年我国将形成 200 亿立方米/年的煤制天然气产能，占消费量的 10%左右；规划中的煤制乙二醇项目近 20 个，总投资近 500 亿元。

图表42：现代煤化工典型项目

项目	实施单位	规划产能
煤制天然气	内蒙古汇能集团鄂尔多斯项目	16 亿立方米
	大唐国际内蒙古赤峰	40 亿立方米
	大唐国际阜新	40 亿立方米项目
煤制乙二醇	鹤壁市山城区宝马集团(2010年1月启动)	300 吨乙二醇中试装置和 20 万吨级工业装置
煤制油	神华宁煤与沙索公司合作(2009年11月可行性报告通过预审)	间接液化煤制油项目
	陕西榆林(2009年1月通过环评)	100 万吨/年间接液化煤制油
煤制烯烃	淮化集团(2009年-2011年)	170 万吨/年甲醇，聚丙烯 49 万吨/年
	陕西蒲城清洁能源化工公司	200 万吨烯烃(一期 68 万吨/年)
	陶氏/神华榆林一体化化学品项目(计划于 2016 年投产)	332 万吨/年甲醇，122 万吨/年甲醇制烯烃

资料来源：平安证券研究所

大型空气分离设备主要应用于现代煤化工行业，从近期情况看，**已获国家批准的处于建设或前期阶段的项目看，预计需要制氧能力约 200 万 Nm³/h 的大型空气分离设备**，因此在我国现有煤化工示范工程项目建设期间，煤化工行业仍将对大型空气分离设备形成较大的市场需求。

预计未来 5 年石化行业原油处理能力由现有的 4.7 亿吨增长为 7.5 亿吨，每年平均增长 6,000 万吨左右，同时新增炼油装置均呈现大型化趋势，目前千万吨以上占总产能 50%左右，未来这一比例将持续上升。

随着石化工业的规模发展和技术进步，今后将建设千万吨级炼油厂和百万吨级乙烯厂，对大中型空分设备的需求将不断增加。特别是今后新建的大型炼油—化工一体化的工厂，对 4 万等级以上的大型空分设备的需求将会不断增加。

■ 钢铁行业

钢铁企业是空气分离设备的传统用户，在炼铁及炼钢过程中，需要使用大量氧气。

在炼铁环节，目前普遍采用高炉富氧鼓风炼铁工艺，该工艺使用氧气含量较高的富氧空气在高温下与焦炭、煤粉燃烧生成一氧化碳和氢气，这两种气体在高炉内上升过程中，与铁矿石发生氧化还原反应，从而得到铁。在炼钢环节，目前普遍采用氧气顶吹转炉炼钢工艺，该工艺使用高压工业纯氧作为氧化剂，使熔融生铁中的硅、锰等杂质氧化，生成炉渣。

在高炉—转炉连铸—轧钢的传统工艺中，每 100 万吨钢的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 15,000Nm³/h。

由于我国钢铁行业已处于产能过剩的状态，其对大型空气分离设备的需求主要来自于更新改造需要，包括为降低能耗而采用大型空气分离设备代替中小型空气分离设备，以及为达到节能减排效果采用新的冶炼工艺而形成的对大型空气分离设备的需求。

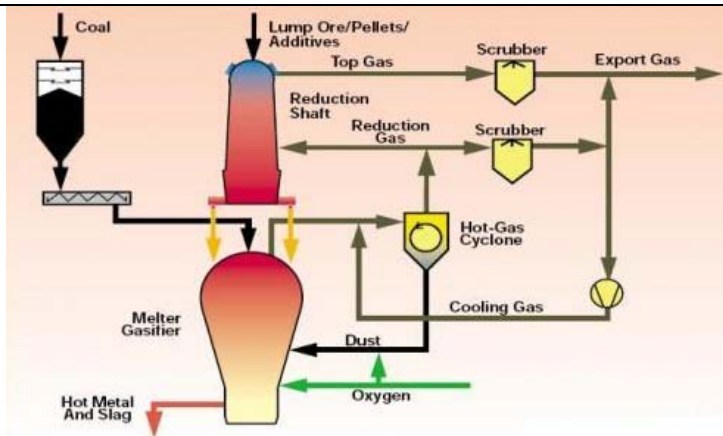
1) 短期驱动因素：产能置换带来的空分设备结构调整

按我国粗钢产能 7 亿吨测算，我国钢铁行业保有的空气分离设备的总制氧量约为 1,050 万 Nm³/h，其中多数为中小型空气分离设备。国家现阶段对钢铁行业的产业政策将推动冶金企业的更新改造，有利于提高钢铁行业对大型空气分离设备的需求。以产能置换的原则，目前有 1 亿吨的钢铁产能在建设，建成后将替代原来中小企业产能，则目前在建的钢铁产能将会形成总制氧量为 150 万 Nm³/h 的空分设备的需求。

2) 长期驱动因素：COREX 冶炼技术的采用

为提高生产效率，降低环境污染，目前世界各主要钢铁生产国均在发展熔融还原炼铁技术，COREX 是目前已经投入实际应用的熔融还原炼铁工艺，该种工艺使用普通煤代替焦炭，使用高压工业纯氧代替富氧空气，利用煤与高压工业纯氧燃烧产生一氧化碳和氢气等还原性气体，对铁矿石进行还原炼铁。该种炼铁工艺不再使用焦炭，简化了工艺流程，降低了环境污染，是目前钢铁冶炼技术的主要发展方向。

图表43：COREX冶炼技术的原理



资料来源：平安证券研究所

由于在炼铁工艺中采用纯氧，因此，使用COREX 炼铁工艺，每100 万吨钢的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为50,000Nm³/h。

图表44：钢铁行业对空分设备的需求

使用工艺	产品产量	对空分设备的需求
高炉—转炉连铸—轧钢	100 万吨钢	1.5 万 Nm ³ /h
COREX 工艺	100 万吨钢	5 万 Nm ³ /h

资料来源：公司公告

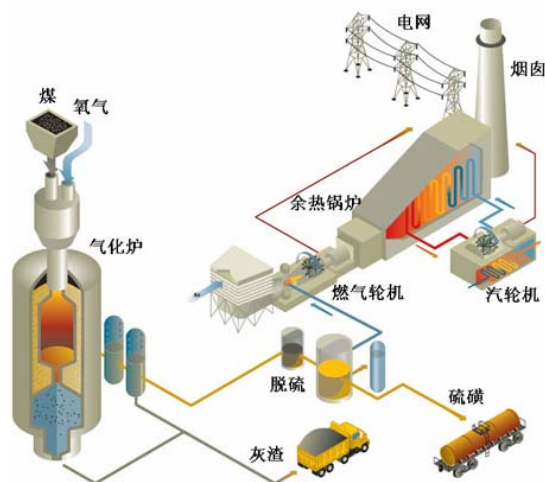
为节约能源，降低钢铁冶炼过程所造成的环境污染，宝山钢铁股份有限公司等大型钢铁企业已经开始采用熔融还原炼铁新技术。如果我国现有钢铁冶炼能力中的20%进行熔融还原炼铁技术改造，其所需的大型空气分离设备的总制氧量将接近500 万Nm³/h。

■ 电力行业

我国的发电机组以火力发电为主，截至2009年底，我国火力发电设备装机容量为6.52亿千瓦，成本居高不下、环境污染严重已经成为火力发电的两个主要问题，因此国家鼓励发展以IGCC为代表的新型节能环保发电技术。

IGCC技术是首先利用纯氧与煤反应产生煤气，煤气经过净化，去除硫化物、氮化物、粉尘等污染物，成为清洁的气体燃料后，用于燃烧发电。该项技术彻底解决了传统火力发电中因煤直接燃烧而造成的环境污染问题。同时，该项技术还具有发电效率高、耗水量少、容易大型化等优点，可以实现能源、环境、经济性的良好平衡，是目前火力发电技术的重点发展方向。

图表45: IGCC发电的原理



资料来源: 平安证券研究所

大型成套空气分离设备主要应用于采用 IGCC 技术的火力发电企业。**IGCC 技术在煤气化过程中需要大量纯氧作为氧化剂，每 30 万千瓦时的发电能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 60,000Nm³/h。**

图表46: 目前在建和筹建的IGCC项目

实施单位	规划产能
神华惠州大亚湾	2×40 万 KW
华能集团天津滨海新区	25 万 KW+2×40 万 KW
华电集团杭州半山	20 万 KW
大唐发电沈阳	4×40 万 KW
东莞电化太阳洲	4×20 万 KW
国电江苏海门	2×40 万 KW
中电投廊坊	2×40 万 KW
合计	605 万 KW

资料来源: 公司公告

仅上述 IGCC 项目所需的空气分离设备的制氧量就在 120 万 Nm³/h 以上，如果我国对现有火电机组中的 10% 进行 IGCC 技术改造，则所需的空气分离设备的总制氧量将在 1,300 万 Nm³/h 以上。采用 IGCC 等新型节能环保发电技术的火力发电企业将逐步成为大型空气分离设备的主要用户之一。

■ 国际市场

就国际市场而言，目前正处于工业化进程中的印度、巴西、墨西哥等国家，以发展制造为主的东欧国家，以石油、天然气开采为主的中东国家等对大型成套空气分离设备有较大的市场需求。由于大型成套空气分离设备国际市场集中度较高，可以从事大型成套空气分离设备制造的企业较少，同时，我国大型成套空气分离设备的产品技术水平已经达到国际先进水平且性价比较高，因此大型成套空气分离设备具有良好的国际市场前景。

5.3 公司空分设备业务将保持稳定增长

公司目前是国内最大的空气分离设备制造企业，国内市场占有率始终保持行业第 1，空气分离设备未来需求增长的重点是大型空气分离设备，因此公司重点发展大型空气分离设备。

公司目前能设计制造 60,000Nm³/h 空分设备，并具备 80,000Nm³/h 空分设备设计制造能力，产品结构不断向大型化方向发展，这些特大型的空分设备适用于需大量用气的场合，如煤制油、GTL、IGCC（整体煤气化联合循环）、Corex（熔融还原炼铁）等。

2009 年底公司 尚未执行的大中型成套空分设备合同总金额为 40.1 亿元，其中与煤化工企业签订的尚未执行的大中型成套空分设备合同金额为 10.2 亿元，与钢铁企业签订的尚未执行的大中型成套空分设备合同金额为 12.3 亿元，尚未执行的出口空分设备合同金额为 6 亿元，出口地主要为中东、美洲及南亚地区，以正处于工业化进程且其国内无大型空分设备制造企业的发展中国家为主。由于手持订单充足，公司空分设备业务将继续保持稳定增长，预计今年完成交货确认收入的空分设备为 38 套，总制氧量为 100 万 Nm³/h。

六、 风险提示

- 1，客户集中度高；
- 2，宏观经济运行及钢铁、化工等行业的周期性波动；
- 3，零售产品市场需求及价格波动。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	2400	2212	2483	2784
现金	774	699	724	804
应收账款	576	653	716	819
其他应收款	13	27	22	27
预付账款	302	236	286	314
存货	648	348	523	572
其他流动资产	86	249	212	249
非流动资产	1055	1227	1886	2003
长期投资	103	102	102	102
固定资产	300	830	1342	1740
无形资产	199	99	99	99
其他非流动资产	453	197	343	62
资产总计	3455	3440	4369	4787
流动负债	2035	1769	2412	2403
短期借款	50	0	288	20
应付账款	485	555	563	648
其他流动负债	1501	1214	1562	1735
非流动负债	386	488	395	369
长期借款	84	234	134	104
其他非流动负债	302	254	202	206
负债合计	2421	2257	2749	2713
少数股东 权益	188	207	253	309
股本	330	330	401	401
资本公积	42	38	38	38
留存收益	476	611	930	1329
归属母公司股东权益	845	976	1367	1765
负债和股东权益	3455	3440	4369	4787

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	272	217	192	274
净利润	254	278	402	542
折旧摊销	40	55	56	86
财务费用	-22	-9	-28	-61
投资损失	3	-2	-0	0
营运资金变动	138	-318	-180	-121
其他经营现金流	-141	214	-58	-172
投资活动现金流	-364	-402	-1570	-330
资本支出	441	337	1419	298
长期投资	1	14	41	3
其他投资现金流	-78	51	110	29
筹资活动现金流	265	110	1403	136
短期借款	5	-50	18	20
长期借款	84	234	141	104
普通股增加	130	0	1281	0
资本公积增加	-1	-4	0	0
其他筹资现金流	47	-70	-37	12
现金净增加额	272	217	192	274

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2666	2686	3618	4601
营业成本	2098	2027	2719	3444
营业税金及附加	12	20	23	31
营业费用	79	70	103	128
管理费用	156	240	286	379
财务费用	-22	-9	-28	-61
资产减值损失	43	31	31	33
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	2	0	0
营业利润	299	310	485	647
营业外收入	10	169	91	104
营业外支出	1	144	73	85
利润总额	308	334	503	666
所得税	54	57	101	124
净利润	254	278	402	542
少数股东损益	40	27	51	66
归属母公司净利润	214	251	351	476
EBITDA	277	300	512	668
EPS (元)	0.65	0.76	0.88	1.19

主要财务指标

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力				
营业收入(%)	16.2%	0.8%	34.7%	27.2%
营业利润(%)	29.7%	3.5%	56.4%	33.6%
归属母公司股东权益(%)	58.5%	16.9%	39.9%	35.7%
获利能力				
毛利率(%)	21.3%	24.5%	24.9%	25.2%
净利率(%)	8.0%	9.3%	9.7%	10.4%
ROE(%)	25.4%	25.7%	13.8%	15.8%
ROIC(%)	75.4%	33.1%	30.6%	38.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	70.1%	65.6%	50.9%	51.1%
净负债比率(%)	6.55%	10.81%	5.95%	3.94%
流动比率	1.18	1.25	1.98	1.91
速动比率	0.86	1.05	1.72	1.66
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.78	0.70	0.62
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	4.89	3.90	4.43	4.46
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.63	0.88	1.19
每股经营现金流	0.68	0.54	1.48	1.59
每股净资产	2.11	2.43	6.34	7.53
估值比率				
P/E	51.18	43.77	31.27	23.04
P/B	12.99	11.24	4.32	3.64
EV/EBITDA	38	35	21	16

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257