

方正证券研究所

总监/机械行业资深研究员：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

E-mail: lijianjian@foundersc.com

机械行业分析师：彭民

执业证书编号：S1220110100006

TEL: 010-68584886

E-mail: pengmin@foundersc.com

机械行业助理研究员：周娅

TEL: 010-68584820

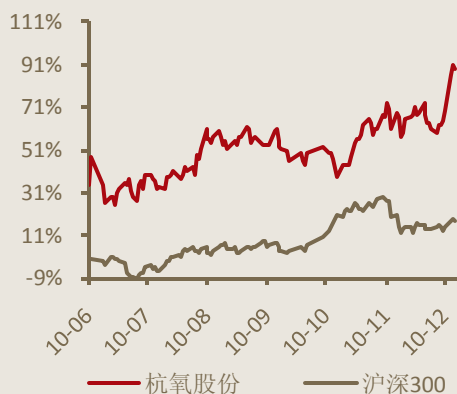
E-mail: zhouya@foundersc.com

联系人：杨玢

TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	2686.41	3099.85	3798.56	4725.79
(+/-)	0.76%	15.39%	22.54%	24.41%
净利润	250.78	358.72	484.85	590.64
(+/-)	16.94%	43.04%	35.16%	21.82%
EPS (元)	0.76	0.89	1.21	1.47
P/E	0.00	33.85	25.04	20.56

相关研究

杭氧股份调研报告：跑马圈地进入加速期成就明天气体服务龙头-2010.11.23

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

气体业务扩张稳步推进 “碳回收”未来空间广阔

杭氧股份(002430)

公司事件点评报告
2010.12.16 买入

普通机械行业

事件：

12月16日，公司发布公告称，拟分别使用超募资金2000万元、1700万元设立杭州萧山杭氧气体公司、长沙杭氧气体公司；拟将原计划用于河南气体项目的募集资金7200万元用于设立江苏杭氧润华气体公司；控股子公司河南杭氧气体公司投资建设一套20,000m³/h空分装置。

点评：

※气体子公司扩张至10个，工业气体王国版图稳步进行

公司此番在工业气体业务的大举投资符合我们之前的预期，公司旗下的气体业务子公司由7个增加至10个，将新增工业气体产能10.7万立方米/小时，在现有产能的基础上实现翻番式扩张。上述项目将在2011年下半年陆续投产，将对2011年及以后年度的业绩产生重大促进作用，预计项目达产后每年将新增气体业务销售收入2.22亿元以上，相当于2009年全年气体销售收入的1.62倍。

图表1 公司工业气体业务情况

子公司名称	持股	主营业务
河南气体公司	60%	为信阳钢铁供气
吉林气体公司	100%	为建龙钢铁供气
济源气体公司	70%	为济源钢铁供气
湖北气体公司	70%	液化气体零售
建德气体公司	73%	管道/液化零售
承德气体公司	100%	建设中，为相应工业园区作为配套
蚌埠气体公司	100%	建设中，为相应工业园区作为配套
杭州萧山气体公司	100%	为浙江恒逸己内酰胺公司供氮气及CO ₂ 回收
长沙气体公司	100%	为湖南普照供气
江苏杭氧润华气体公司	90%	建设一套587.4T/D的LNG冷能空分装置，为如东及周边地区氧、氮、氩气体用户供气

资料来源：方正证券研究所

※竞争优势凸显，超募资金助力未来扩张提速

公司工业气体业务的竞争优势突出，一方面公司拥有“设计-制造-运营-维护”的全产业链，成本控制力强；另一方面通过多年设备销售，积累了丰富的客户资源，奠定了坚实的市场基础。截止目前，公司仍有超过 3 亿元的超募资金，同时考虑到投资的杠杆效应，我们认为未来公司利用超募资金撬动的投资总额将达到 10 亿元，气体业务的投资建设进度有望继续加快，预计到 2012 年气体业务销售收入将达到 10.75 亿元，占总销售收入的比例将在 20%以上。

图表 2 公司超募资金使用情况

项目名称	投资总额	使用超募 集资金	银行借款 及其他	使用超募 资金比例
杭州萧山杭氧气体公司	6740	2000	4740	29.67%
长沙杭氧气体公司	5500	1700	3800	30.91%

资料来源：方正证券研究所

※二氧化碳回收、LNG 冷能空分装置符合节能环保政策方向，前景广阔

公司拓展业务范围，凭借在空分设备制造和工业气体服务方面积累的技术和经验，向二氧化碳回收等环保领域拓展。公司本次新设立的杭州萧山杭氧气体公司投资建设一套年产 20 万吨二氧化碳回收装置，能有效实现 CO₂ 脱除和捕集，在国家减排政策力度不断加大的背景下，发展前景广阔，将成为公司未来新的增长点。

本次新设立的江苏杭氧润华气体公司投资建设的一套 587.4T/D 的 LNG 冷能空分装置，是一种全新流程的空分设备，主要利用 LNG 气化所释放的冷能实现空气分离，生产氧、氮、氩等工业气体，生产成本低，且与传统的空分设备相比节能 50%、节水 70%，经济效益明显、符合国家节能环保政策导向，未来的发展空间广阔。

※维持“买入”评级，维持目标价 41 元。

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.89 元、1.21 元与 1.47 元，对应动态 PE 分别为 38 倍、28 倍与 23 倍。考虑到公司是国内空分设备龙头企业，研发制造实力雄厚、成本与本土优势明显，并由制造空分设备向提供工业气体生产服务拓展产业链，二氧化碳回收装置、LNG 冷能空分装置发展空间广阔，以及高送配预期，给予公司 2011 年 32-36 倍 PE，对应合理价值区间为 38.72—43.56 元，维持“买入”评级，目标价 41 元。

图表 3 2010-2012 年分项业务预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
空分设备	2035.78	2319.13	2222.72	2489.44	2788.18	3122.76
增长率		13.92%	-4.16%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率	18.89%	20.98%	24.73%	26.50%	28.00%	28.00%
气体销售	42.54	115.12	137.21	192.09	537.85	1075.70
增长率		170.58%	19.19%	40.00%	180.00%	100.00%
毛利率	14.81%	24.19%	17.88%	27.00%	27.00%	27.00%
石化设备	6.99	39.91	129.69	123.21	147.85	170.02
增长率		470.96%	224.96%	-5.00%	20.00%	15.00%
毛利率	26.04%	43.12%	30.93%	40.00%	36.00%	36.00%
其他	208.80	191.98	196.80	295.19	324.71	357.18
增长率		-8.05%	2.51%	50.00%	10.00%	10.00%
毛利率	23.16%	19.26%	22.95%	40.00%	40.00%	40.00%
营业收入合计	2294.11	2666.14	2686.41	3099.93	3798.59	4725.66
增长率		16.22%	0.76%	15.39%	22.54%	24.41%
综合毛利率	19.22%	21.33%	24.55%	28.35%	29.20%	28.97%

资料来源：方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2212.43	4306.79	4750.65	5832.83	经营活动现金流	222.02	513.78	586.94	843.20
现金	699.41	2256.45	2451.02	2715.52	净利润	277.63	397.14	536.78	653.90
应收账款	653.44	765.37	973.24	1189.77	折旧摊销	54.99	82.86	99.33	122.82
其它应收款	26.65	18.79	36.89	32.38	财务费用	-9.46	-18.34	-44.18	-50.88
预付账款	236.28	384.80	376.27	570.57	投资损失	-1.91	-0.16	0.25	-0.61
存货	347.63	743.22	577.13	1070.74	营运资金变动	-90.03	45.82	-3.99	119.29
其他	249.02	138.17	336.09	253.84	其它	-9.21	6.46	-1.24	-1.33
非流动资产	1227.43	1266.64	1409.54	1621.26	投资活动现金流	-215.67	-128.47	-241.25	-332.56
长期投资	101.75	101.75	101.32	101.71	资本支出	210.66	64.62	113.45	222.78
固定资产	830.20	862.44	952.15	1097.83	长期投资	1.20	-0.01	0.43	-0.39
无形资产	98.96	118.07	145.43	186.23	其他	-3.80	-63.85	-127.37	-110.18
其他	196.52	184.38	210.64	235.49	筹资活动现金流	-73.22	1171.73	-151.11	-246.14
资产总计	3439.86	5573.44	6160.19	7454.09	短期借款	-49.50	31.50	-4.50	-7.50
流动负债	1768.87	2421.24	2665.89	3601.69	长期借款	150.00	-43.08	-32.31	-26.28
短期借款	0.00	31.50	27.00	19.50	其他	-173.72	1183.30	-114.30	-212.35
应付账款	554.64	584.69	794.35	926.77	现金净增加额	-66.87	1557.04	194.57	264.50
其他	1214.23	1805.06	1844.54	2655.42					
非流动负债	487.72	425.78	422.13	383.03	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	234.00	190.92	158.61	132.33	成长能力				
其他	253.72	234.86	263.52	250.70	营业收入	0.76%	15.39%	22.54%	24.41%
负债合计	2256.59	2847.03	3088.02	3984.72	营业利润	3.50%	49.54%	36.16%	22.09%
少数股东权益	207.11	245.52	297.44	360.69	归属母公司净利润	16.94%	43.04%	35.16%	21.82%
归属母公司股东权益	976.17	2480.89	2774.73	3108.68	获利能力				
负债和股东权益	3439.86	5573.44	6160.19	7454.09	毛利率	24.55%	28.35%	29.23%	29.00%
					净利率	10.33%	12.81%	14.13%	13.84%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	23.46%	14.57%	17.47%	18.85%
营业收入	2686.41	3099.85	3798.56	4725.79	ROIC	18.96%	12.98%	15.67%	17.53%
营业成本	2026.92	2221.04	2688.34	3355.21	偿债能力				
营业税金及附加	19.82	22.87	28.02	34.86	资产负债率	65.60%	51.08%	50.13%	53.46%
营业费用	70.15	91.58	107.87	132.41	净负债比率	10.81%	9.49%	7.68%	5.26%
管理费用	239.99	276.92	339.34	422.17	流动比率	1.25	1.78	1.78	1.62
财务费用	-9.46	-18.34	-44.18	-50.88	速动比率	1.05	1.47	1.57	1.32
资产减值损失	31.12	42.68	48.15	62.48	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.78	0.69	0.65	0.69
投资净收益	1.91	0.16	-0.25	0.61	应收帐款周转率	4.37	4.37	4.37	4.37
营业利润	309.79	463.26	630.78	770.14	应付帐款周转率	3.90	3.90	3.90	3.90
营业外收入	168.86	66.33	81.75	105.65	每股指标(元)				
营业外支出	144.39	49.76	65.14	86.43	每股收益	0.76	0.89	1.21	1.47
利润总额	334.25	479.84	647.40	789.36	每股经营现金	0.67	1.28	1.46	2.10
所得税	56.62	82.70	110.62	135.46	每股净资产	2.96	6.19	6.92	7.75
净利润	277.63	397.14	536.78	653.90	估值比率				
少数股东损益	26.86	38.42	51.92	63.25	P/E	0.00	33.85	25.04	20.56
归属母公司净利润	250.78	358.72	484.85	590.64	P/B	0.00	4.89	4.38	3.91
EBITDA	391.19	550.87	718.41	877.88	EV/EBITDA	0.01	19.31	14.60	11.67
EPS (元)	0.76	0.89	1.21	1.47					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com