

2011年05月23日

普通机械

证券研究报告--公司调研简报

收盘价(元): 31.80

目标价(元):

杭氧股份(002430)

气体业务稳步增长

投资评级: B--未评级(首评)

装备制造组: 王合绪

执业证书编号: S0890510120008

电话: 021 5012 2369

邮箱: wanghexu@cnhbstock.com

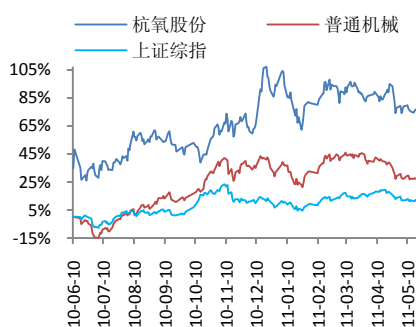
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	40100.00
流通 A 股/B 股(万股)	7100.00/0.00
资产负债率(%)	52.47
每股净资产(元)	6.26
市净率(倍)	5.08
净资产收益率(加权)	4.57
12 个月内最高/最低价	38.06/21.81

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

5月19日我们与杭氧股份董秘就公司空分设备和气体业务经营进展进行了交流,具体内容如下文。

◎主要内容:

◆**空分设备订单情况。**国目前公司空分设备可以做到6万立方米/小时,8万立方米/小时尚未有业绩,但是去年公司接获伊朗12万立方米/小时的空分设备订单,如果该套12万立方米/小时顺利投产,将为公司接获6万立方米/小时以上空分设备订单扫清障碍。2010年接获的33套空分订单以3-4万立方米/小时为主,国内8万以上使用并不是很多。

◆**空分设备生产周期和收款方式。**以4万立方米/小时为例,基本上从接获订单到交货在1年左右,一般在合同签订后收取10%的款项,在设备交货后可以收到90%的货款,但根据合同,客户有追索赔偿的权力。而乙烯冷箱和液氮洗冷箱单价几千万,生产周期一般超过1年,2010年乙烯冷箱出现下滑的原因就是因为生产周期超过1年而出现的波动,2011年将出现恢复性增长。

◆**气体业务现场供气和零售比例。**公司目前气体业务以现场供气的方式为主,等到公司网络布局比较完善之后,将加强零售和高附加值气体的开发,毛利率可望提升。公司计划用5-6年实现设备和气体业务各占一半的比例。司气体业务最终占比会超过设备。气体业务中最具吸引力的项目是工业园区项目,也是竞争最激烈的项目,目前公司的衢州项目和吉林经开项目都是工业园区项目。

◆**气体业务运营规模。**公司气体目前装机容量在20万立方米/小时左右,开机规模在10万立方米/小时,公司每年可以接获气体项目超过6万立方米/小时。下半年开机规模将会明显增加。设备增长10%左右没有问题,气体业务增速会超过设备增速。

◆**盈利预测与估值。**一季度公司利润增长45%,全年有望保持这个增速,预测2011-2013年每股收益分别为0.83元、1.06元和1.54元,对应市盈率分别为18.19倍、19.97倍和23.37倍,暂未评级。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	2686.41	3023.39	909.27	3930.41	5502.57	7428.47
同比增速(%)	0.76	12.54	4.42	30.00	40.00	35.00
净利润(百万)	250.78	354.76	112.13	499.13	639.66	927.06
同比增速(%)	16.95	41.47	-3.34	40.69	28.16	44.93
毛利率(%)	24.55	29.63	26.86	30.00	30.00	31.00
每股盈利(元)	0.76	0.88	0.28	0.83	1.06	1.54
ROE(%)	23.46	15.47	4.14	18.19	19.97	23.37
PE(倍)	0.00	0.00		25.55	19.94	13.76

1. 空分设备订单情况

目前公司空分设备可以做到 6 万立方米/小时, 8 万立方米/小时尚未有业绩, 但是去年公司接获伊朗 12 万立方米/小时的空分设备订单, 如果该套 12 万立方米/小时顺利投产, 将为公司接获 6 万立方米/小时以上空分设备订单扫清障碍。公司对 12 万立方米/小时的设备有信心做好, 因为 6 万立方米/小时到 12 万立方米/小时并没有革命性的技术进步, 公司掌握了 6 万立方米/小时的空分技术, 完全可以做出 12 万立方米/小时的空分设备。空分设备因为单套价值量大, 开机耗电量大, 无法通过试验证明公司具备制造能力, 只有具备了业绩才能证明公司的制造能力。2010 年接获的 33 套空分订单以 3-4 万立方米/小时为主, 国内 8 万以上使用并不是很多。

2. 空分设备生产周期和收款方式

以 4 万立方米/小时为例, 基本上从接获订单到交货在 1 年左右, 一般在合同签订后收取 10% 的款项, 在设备交货后可以收到 90% 的货款, 但根据合同, 客户有追索赔偿的权力。而乙烯冷箱和液氮洗冷箱单价几千万, 生产周期一般超过 1 年, 2010 年乙烯冷箱出现下滑的原因就是因为生产周期超过 1 年而出现的波动, 2011 年将出现恢复性增长。

3. 气体业务现场供气和零售比例

公司目前气体业务目前处于抢夺地盘阶段, 主要为现场供气的方式, 与国际气体巨头比, 高附加值气体和零售比例较低, 毛利率较低。等到公司网络布局比较完善之后, 将加强零售和高附加值气体的开发, 提高毛利率。公司计划用 5-6 年实现设备和气体业务各占一半的比例。国际巨头林德和法液空气体销售占比都超过 80-90%, 公司气体业务也将继续发展, 最终占比会超过设备业务。气体业务中最具吸引力的项目是工业园区项目, 也是竞争最激烈的项目, 目前公司的衢州项目和吉林经开项目都是工业园区项目。公司曾经设立气体研究所和试制车间进行气体应用的研究, 对气体应用技术有丰富的积累。为了提高零售比例, 公司设立的江西杭氧主要是生产气体零售用的罐车。

4. 气体业务运营现状

公司气体目前装机容量在 20 万立方米/小时左右, 开机规模在 10 万立方米/小时, 公司每年可以接获气体项目超过 6 万立方米/小时。下半年开机规模将会增加。设备增长 10% 左右没有问题, 气体业务增速一定会超过设备增速。

5. 盈利预测与估值

一季度公司利润增长 45%, 全年有望保持这个增速, 预测 2011-2013 年每股收益分别为 0.83 元、1.06 元和 1.54 元, 对应市盈率分别为 18.19 倍、19.97 倍和 23.37 倍, 暂未评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4084.63	4769.92	6549.08	8029.58
现金	1974.23	2299.47	2525.92	3377.37
应收账款	836.36	1028.95	1631.55	1926.70
其它应收款	11.31	41.85	29.80	68.77
预付账款	399.87	406.89	736.56	797.59
存货	626.04	677.51	1115.79	1291.47
其他	236.82	315.25	509.46	567.69
非流动资产	1524.12	1668.27	1831.76	1954.32
长期投资	116.11	127.26	143.18	156.72
固定资产	1081.13	1396.41	1611.13	1824.04
无形资产	109.46	61.46	41.11	6.93
其他	217.42	83.14	36.34	-33.37
资产总计	5608.74	6438.18	8380.83	9983.90
流动负债	2497.68	2870.94	4328.72	5133.71
短期借款	3.00	1.50	2.25	1.88
应付账款	689.88	813.96	1362.77	1485.58
其他	1804.80	2055.48	2963.70	3646.26
非流动负债	520.62	498.86	452.60	404.01
长期借款	293.51	258.45	218.84	166.92
其他	227.11	240.42	233.76	237.09
负债合计	3018.30	3369.80	4781.32	5537.73
少数股东权益	194.34	253.36	332.61	444.85
归属母公司股东权益	2396.10	2815.02	3266.90	4001.33
负债和股东权益	5608.74	6438.18	8380.83	9983.90

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	349.76	832.89	738.93	1354.77
净利润	400.75	558.14	718.91	1039.29
折旧摊销	75.92	89.23	107.75	127.31
财务费用	19.41	-8.32	32.73	28.99
投资损失	-20.70	-11.31	-16.01	-13.66
营运资金变动	-111.56	200.09	-101.94	171.58
其它	-14.05	5.05	-2.53	1.26
投资活动现金流	-342.07	-226.99	-252.78	-237.45
资本支出	300.01	124.16	151.99	106.82
长期投资	-14.37	-11.15	-15.92	-13.53
其他	-56.42	-113.98	-116.71	-144.16
筹资活动现金流	1321.94	-280.67	-259.70	-265.88
短期借款	3.00	-1.50	0.75	-0.38
长期借款	59.51	-35.07	-39.60	-51.92
其他	1259.43	-244.10	-220.84	-213.59
现金净增加额	1329.63	325.23	226.45	851.45

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3023.39	3930.41	5502.57	7428.47
营业成本	2127.58	2751.28	3851.80	5125.64
营业税金及附加	16.10	24.96	32.13	45.28
营业费用	82.64	105.04	148.73	199.65
管理费用	338.83	395.80	585.39	769.17
财务费用	19.41	-8.32	32.73	28.99
资产减值损失	23.26	37.89	47.69	67.99
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.70	11.31	16.01	13.66
营业利润	436.27	635.07	820.10	1205.40
营业外收入	43.17	106.01	74.59	90.30
营业外支出	4.70	74.55	39.63	57.09
利润总额	474.74	666.54	855.07	1238.62
所得税	73.99	108.39	136.16	199.33
净利润	400.75	558.14	718.91	1039.29
少数股东损益	45.98	59.02	79.25	112.23
归属母公司净利润	354.76	499.13	639.66	927.06
EBITDA	496.66	695.84	892.65	1276.69
EPS (元)	0.88	0.83	1.06	1.54

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	12.54%	30.00%	40.00%	35.00%
营业利润	40.83%	45.57%	29.14%	46.98%
归属母公司净利润	41.47%	40.69%	28.16%	44.93%
获利能力				
毛利率	29.63%	30.00%	30.00%	31.00%
净利率	13.25%	14.20%	13.07%	13.99%
ROE	15.47%	18.19%	19.97%	23.37%
ROIC	11.21%	15.03%	17.40%	21.52%
偿债能力				
资产负债率	53.81%	52.34%	57.05%	55.47%
净负债比率	21.10%	10.58%	8.11%	5.50%
流动比率	1.64	1.66	1.51	1.56
速动比率	1.38	1.43	1.26	1.31
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.65	0.74	0.81
应收账款周转率	4.06	4.21	4.14	4.18
应付帐款周转率	3.42	3.66	3.54	3.60
每股指标(元)				
每股收益	0.88	0.83	1.06	1.54
每股经营现金	0.87	2.08	1.84	3.38
每股净资产	6.46	5.10	5.98	7.39
估值比率				
P/E	0.00	25.55	19.94	13.76
P/B	0.00	4.53	3.90	3.19
EV/EBITDA	-2.03	25.36	19.56	13.06

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。