

2011 年 6 月 14 日

杭氧股份

超募资金再次投向气体项目

A
买入

002430.SZ - 人民币 19.56

目标价格: 人民币 25.40

许民乐, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8589

minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090247

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(15.7)	(7.0)	(15.4)	9.9
相对新华富时	(12.6)	(1.9)	(8.9)	8.0
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	602
流通股(%)	18
流通股市值(人民币 百万)	2,120
3 个月日均交易额(人民币 百万)	30
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
杭州制氧机集团	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

评级要点

- 公司公告将超募资金 1.19 亿元分别投资吉林经开气体项目、吉林博大气体项目及广西气体项目, 将投资资金建设空分设备以及二氧化碳项目。
- 公司此次利用超募资金投资的三个项目将从明年起陆续推动公司收益, 预计 2012 年对公司的利润贡献有限, 2013 年达产后将增加公司年利润 3,891 万元, 每股收益预计将上升 0.065 元。此次投资气体项目虽然对 EPS 的增长贡献有限, 但是我们可以清晰看到公司项目储备丰富, 资金使用效率高, 回报率高, 未来公司业绩将不断有超预期的可能。
- 在空分设备产品订单方面, 2010 年公司新增 33 套大中型空分设备订单, 目前公司手持订单充足, 2011 年的生产任务基本排满, 公司业绩增长确定。

估值

- 我们预计公司气体业务未来 3 年实现高速增长, 空分设备在煤化工等新兴行业的拉动下也将保持较快增长。我们上调公司 2011-2013 年的盈利预测, 基于 30 倍的 2011 年市盈率, 我们维持目标价 25.40 元人民币。维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,686	3,023	3,531	4,465	6,075
变动(%)	1	13	17	26	36
净利润(人民币 百万)	263	384	513	588	741
全面摊薄每股收益(人民币)	0.798	0.957	0.853	0.978	1.232
变动(%)	36.3	19.8	(10.9)	14.6	26.0
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.758	0.958	-
先前预期摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.775	0.984	1.232
调整幅度(%)	-	-	12.5	2.1	-
核心每股收益(人民币)	0.815	0.924	0.847	0.972	1.226
变动(%)	21.9	13.4	(8.3)	14.7	26.2
市盈率(倍)	24.5	20.4	22.9	20.0	15.9
核心市盈率(倍)	24.0	21.2	23.1	20.1	15.9
每股现金流量(人民币)	0.66	0.92	0.73	1.49	1.85
价格/每股现金流量(倍)	29.7	21.2	26.7	13.1	10.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	12.2	15.0	12.8	10.4
每股股息(人民币)	0.093	0.200	0.256	0.293	0.370
股息率(%)	0.5	1.0	1.3	1.5	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

超募资金再次投向气体项目

公司 14 日发布公告称,公司将超募资金 1.19 亿元分别投资吉林经开气体项目、吉林博大气体项目及广西气体项目。公司 2010 年首次公开发行股票共募得资金 12.4 亿元,其中超募资金 4.58 亿元。在本次投资之前,目前公司已累计使用超募资金 1.37 亿元,资金流向分别为投入萧山气体项目 0.2 亿元,普照气体项目 0.17 亿元,补充流动资金 1 亿元。

公司 6 月 13 日召开董事会通过了《关于以超募资金投资吉林市经开杭氧气体有限公司 12,000Nm³/h 空分项目的议案》、《关于以超募资金投资吉林博大二氧化碳回收项目的议案》、《关于以超募资金投资广西金川 2×35,000Nm³/h 空分项目的议案》,按照议案,公司共动用超募资金 1.19 亿元投入上述项目。

公司气体项目投资较大,资金需求较高,但实际操作中项目公司可以用比较少的资本金,一般气体项目注册资本占总投资的 1/3,剩余部分可以使用银行贷款。募集资金提供了起步的注册资本,资金使用有放大效应,大大提升了对于公司的募集资金使用效率。但总体来说,由于新上项目不断增加,以及老项目用气的需求要不断上新的项目,预计公司未来资金将存在缺口,会进行再融资需求,但我们判断融资会有项目的支持,还会结合募集资金的使用状况。

超募资金投资空分及二氧化碳项目

公司将以增加全资子公司吉林市经开杭氧气体有限公司注册资本金的方式实施 12,000Nm³/h 空分项目,共增资 4,000 万元,增资后吉林经开杭氧注册资本达到 5,000 万元。项目将新建一套 12,000Nm³/h 空分设备,预计 2012 年 10 月 20 日投产,达产后项目年销售收入 6,526 万元,实现利润 1,341 万元。

公司拟利用超募资金出资 1,000 万元,设立吉林博大气体公司,出资占比 66.66%,博大公司募投项目为新建年产 10 万吨食品级二氧化碳装置。项目预计 2012 年 1 月 31 日投产,项目建成后的第一年及第二年的生产负荷为 80%,第三年起达到设计生产能力。达产后项目年销售收入 3,031 万元,实现利润 616 万元。

公司拟利用超募资金出资 6,885 万元，设立广西杭氧金川新锐气体有限公司，出资占比 51%，主要募投项目为新建 2 套 35,000Nm³/h 空分设备。项目预计 2012 年 12 月 25 日投产，达产后项目年销售收入 2.78 亿元，实现利润 0.42 亿元。

图表 2. 本次投资项目情况

项目名称	项目内容	项目总投资 (万元)	超募资金 投资额 (万元)	年销售 收入 (万元)	年净利润 (万元)	权益净 利润	净利率 (%)	项目 完工时间
吉林市经开杭氧气体有限公司 12,000Nm ³ /h 空分项目	新建 1 套 12,000Nm ³ /h 空分 装置	14,100	4,000	6,526	1,341	1,341	21	2012 年 10 月 20 日
吉林博大二氧化碳回收项目 (持股 66.66%)	新建年产 10 万吨 食品级二氧化碳 装置	3,600	1,000	3,031	616	410.7	20	2012 年 1 月 31 日
广西金川有色金属有限公司 2×35,000Nm ³ /h 气体项目 (持股 51%)	新建 2 套 35,000Nm ³ /h 空分 装置	42,890.60	6,885	27,821.70	4,195.20	2,140	15	2012 年 12 月 25 日
合计		60,950	11,885	36,838	6,155.2	3,891.7	-	-

资料来源：公司公告，中银国际研究

此次投资对公司未来影响

公司此次利用超募资金投资空分和二氧化碳项目提高了资金的使用效率，达产后三个项目的净利率分别为 21%、20% 和 15%，将提高公司的平均盈利水平。三个项目将从明年起陆续推动公司收益，预计 2012 年对公司的利润贡献有限，2013 年将公司年利润增加 3,891 万元，每股收益将上升 0.065 元。此次投资气体项目虽然对每股收益的增长贡献有限，但是我们可以清晰看到公司项目储备丰富，资金使用效率高，回报率高，未来公司业绩将不断有超预期的可能。

估值

我们预计公司气体业务未来 3 年实现高速增长，空分设备在煤化工等新兴行业的拉动下也将保持较快增长。我们上调公司 2011-2013 年的盈利预测，基于 30 倍的 2011 年市盈率，我们维持目标价 25.40 元人民币。维持买入评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,686	3,023	3,531	4,465	6,075
销售成本	(2,027)	(2,128)	(2,402)	(3,118)	(4,310)
经营费用	(275)	(362)	(401)	(496)	(731)
息税折旧前利润	384	534	728	852	1,034
折旧及摊销	(55)	(76)	(61)	(94)	(94)
经营利润(息税前利润)	330	458	667	757	939
净利息收入/(费用)	22	9	(5)	(7)	(9)
其他收益/(损失)	(5)	36	6	6	6
税前利润	347	504	668	757	937
所得税	(57)	(74)	(100)	(114)	(141)
少数股东权益	(27)	(46)	(55)	(55)	(55)
净利润	263	384	513	588	741
核心净利润	269	371	510	585	738
每股收益(人民币)	0.798	0.957	0.853	0.978	1.232
核心每股收益(人民币)	0.815	0.924	0.847	0.972	1.226
每股股息(人民币)	0.093	0.200	0.256	0.293	0.370
收入增长(%)	1	13	17	26	36
息税前利润增长(%)	2	39	46	14	24
息税折旧前利润增长(%)	6	39	36	17	21
每股收益增长(%)	36	20	(11)	15	26
核心每股收益增长(%)	22	13	(8)	15	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	615	1,931	1,646	1,927	2,404
应收帐款	929	1,084	1,657	1,892	2,348
库存	348	626	738	958	1,325
其他流动资产	321	443	497	631	855
流动资产总计	2,212	4,085	4,538	5,408	6,932
固定资产	991	1,254	1,934	2,519	3,105
无形资产	99	109	109	109	109
其他长期资产	137	160	96	106	106
长期资产总计	1,227	1,524	2,139	2,734	3,320
总资产	3,440	5,609	6,676	8,143	10,252
应付帐款	1,616	2,116	2,503	3,197	4,377
短期债务	10	253	103	153	203
其他流动负债	143	129	164	197	257
流动负债总计	1,769	2,498	2,770	3,547	4,837
长期借款	234	294	494	694	894
其他长期负债	254	227	334	334	334
股本	330	401	602	602	602
储备	646	1,995	2,227	2,662	3,226
股东权益	976	2,396	2,829	3,263	3,828
少数股东权益	207	194	250	305	360
总负债及权益	3,440	5,609	6,676	8,143	10,252
每股帐面价值(人民币)	2.96	5.98	4.70	5.42	6.36
每股有形资产(人民币)	2.66	5.70	4.52	5.24	6.18
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.12)	(3.45)	(1.74)	(1.80)	(2.17)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	347	504	668	757	937
折旧与摊销	55	76	61	94	94
净利息费用	(22)	(9)	5	7	9
运营资本变动	(145)	(120)	(210)	137	193
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(17)	(80)	(82)	(96)	(123)
经营活动产生的现金流	217	370	441	899	1,110
购买固定资产净值	(237)	(273)	(760)	(700)	(700)
投资减少/增加	3	15	0	0	0
其他投资现金流	97	(94)	68	(8)	2
投资活动产生的现金流	(137)	(352)	(692)	(708)	(698)
净增权益	12	1,268	0	0	0
净增债务	86	303	50	250	250
支付股息	(52)	(31)	(80)	(154)	(176)
其他融资现金流	(62)	(245)	(4)	(6)	(8)
融资活动产生的现金流	(17)	1,295	(35)	90	65
现金变动	63	1,314	(285)	281	478
期初现金	547	615	1,931	1,646	1,927
公司自由现金流	55	(2)	(251)	191	412
权益自由现金流	163	310	(205)	435	654

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.3	17.7	20.6	19.1	17.0
息税前利润率	12.3	15.2	18.9	17.0	15.5
税前利润率	12.9	16.7	18.9	16.9	15.4
净利率	9.8	12.7	14.5	13.2	12.2
流动性(倍)					
流动比率	1.3	1.6	1.6	1.5	1.4
利息覆盖率	n.a.	n.a.	148.2	116.5	110.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.1	1.4	1.4	1.3	1.2
估值(倍)					
市盈率	24.5	20.4	22.9	20.0	15.9
核心业务市盈率	24.0	21.2	23.1	20.1	15.9
目标价对应核心业务市盈率	13.6	12.0	13.1	11.4	9.1
市净率	6.6	3.3	4.2	3.6	3.1
价格/现金流	29.7	21.2	26.7	13.1	10.6
企业价值/息税折旧前利润	16.1	12.2	15.0	12.8	10.4
周转率					
存货周转天数	89.6	83.5	103.7	99.3	96.6
应收帐款周转天数	109.0	121.5	141.7	145.1	127.4
应付帐款周转天数	238.9	225.3	238.8	233.0	227.5
回报率(%)					
股息支付率	11.7	20.9	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	28.9	22.8	19.6	19.3	20.9
资产收益率	8.0	8.6	9.2	8.7	8.7
已运用资本收益率	25.2	20.1	19.6	18.7	19.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371