

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 章 诚 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn

广西金川项目意义重大，气体业务快速发展

事件描述

近日，我们前往杭氧股份，与公司管理层就气体市场开拓、广西金川项目等问题进行了交流。

主要内容如下：

1. 公司空分设备未来两年将保持稳定增长，预计复合增速达到 20%左右；
2. 供气价格可随成本变化调整，保证公司气体业务毛利率；
3. 广西金川项目，是打开大型国企气体外包大门的钥匙；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 40.36 亿、55.53 亿，每股收益分别为 0.80 元、1.11 元，对应 7 月 6 日收盘价的 PE 分别为 29、21 倍，考虑到公司气体业务未来的稳定成长性，维持此前的“推荐”评级。

事件评论

第一，公司空分设备未来两年将保持稳定增长

钢铁行业订单占比逐年减小，化工行业订单 11 年上升较多。据了解，2010 年之前，公司空分设备订单的分布是钢铁、化工及其他气体用途各占三分之一，从 2011 年一季度的情况来看，化工订单占比上升较快，钢铁订单占比延续下降趋势。因此，我们认为如果钢铁行业未来空分设备需求下降，对整体业绩的负面影响是可控的。

11 年公司空分设备订单饱满，未来两年有望保持稳定增长。公司在 2010 年年报中披露空分设备订单同比增长 50%，且 11 年一季度设备订单获得进一步增加。我们认为，未来三年空分设备收入会保持稳定增长，原因有两点：（1）钢铁行业整合和设备更新将产生新增空分设备的需求；（2）化工行业（特别是煤化工）的投资增加，推动设备新需求持续释放。

第二，供气价格可随成本变化调整，保证公司气体业务毛利率

电价决定制气成本。据估算，电价占制气成本的 70%左右，因此，电价是成本的决定性因素，若电价上升，将导致制气成本增加，削弱盈利能力。

公司的供气合同规定：当电费上涨一定幅度时可上调气价，因此其气体业务毛利率将获得保证。公司与客户签订的供气合同通常长达 15 年，期间电价的波动将对公司盈利产生重大影响。但，公司与客户在签订合同时，规定电费上涨幅度可观时，可要求上调气价。另一方面，据了解，以钢铁行业客户为例，气体成本仅占钢铁生产成本的 1%-2%，所以客户对气体提价并不会有太大抵触情绪，一般都会同意提价。**我们认为，公司具备在电费成本明显上升时的调价能力，可有效保障目前的气体业务毛利率。**

第三，广西金川项目，是打开大型国企气体外包大门的钥匙

公司拟出资 6885 万元与广西金川有色金属有限公司、新锐公司三方共同出资组建广西杭氧金川新锐气体有限公司，三方的股权占比分别为 51%、34%和 15%。投资项目为，在广西防城港有色金属原料加工园区广西金川有色金属公司内新建 2 套 35000Nm³/h 空分，为广西金川公司一期项目配套供气，预计 2012 年 12 月 25 日投产供气。

广西金川项目对公司气体业务发展有两方面积极影响：（1）扩大气体市场份额，增加气体收入。按生产期平均值计算，本次项目投产后预计将实现年销售收入约 2.78 亿元、年净利润约 4190 万元；**（2）公司有望凭借此项目打开大型国企气体外包市场的大门。**广西金川有色金属有限公司是金川集团有限公司的全资子公司，金川集团是由甘肃省人民政府控股的大型国有企业，是采、选、冶配套的有色冶金和化工联合企业。此前公司气体业务的主要客户为中小型钢铁企业，大型国企的气体业务尚处首例。我们认为，若双方在本次项目中合作顺利，公司获得金川集团后续投资的气体项目订单和原有自制气设备的外包订单都是值得期待的。

第四，维持“推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 40.36 亿、55.53 亿，每股收益分别为 0.80 元、1.11 元，对应 7 月 6 日收盘价的 PE 分别为 29、21 倍，考虑到公司气体业务未来的稳定成长性，维持此前的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3023	4036	5553	7117	货币资金	1974	1681	2469	2961
营业成本	2128	2837	3925	5042	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	896	1199	1629	2075	应收账款	848	1160	1643	2140
% 营业收入	29.6%	29.7%	29.3%	29.2%	存货	626	835	1155	1484
营业税金及附加	16	22	30	38	预付账款	400	533	39	50
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	83	109	150	192	流动资产合计	4085	4525	5740	7192
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	可供出售金融资产	2	2	2	2
管理费用	339	383	528	676	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.2%	9.5%	9.5%	9.5%	长期股权投资	116	116	116	116
财务费用	19	15	9	6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.4%	0.2%	0.1%	固定资产合计	288	859	1418	1969
资产减值损失	23	25	23	24	无形资产	109	104	99	94
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	21	0	0	0	递延所得税资产	42	4	4	4
营业利润	436	645	890	1139	其他非流动资产	966	966	966	966
% 营业收入	14.4%	16.0%	16.0%	16.0%	资产总计	5609	6576	8345	10342
营业外收支	38	0	0	0	短期贷款	253	0	0	0
利润总额	475	645	890	1139	应付款项	827	1103	1526	1960
% 营业收入	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%	预收账款	1289	1721	2368	3035
所得税费用	74	101	139	178	应付职工薪酬	60	80	111	143
净利润	401	544	751	961	应交税费	8	11	16	20
归属于母公司所有者					其他流动负债	60	78	91	117
的净利润	354.8	482.0	664.9	850.7	流动负债合计	2498	2994	4111	5275
少数股东损益	46	62	86	110	长期借款	294	294	294	294
EPS（元/股）	0.59	0.80	1.11	1.41	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	1	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	227	227	227	227
经营活动现金流净额	370	648	1526	1289	负债合计	3018	3514	4631	5795
取得投资收益	3	0	0	0	归属于母公司	2396	2806	3371	4094
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	194	257	343	453
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2590	3063	3714	4547
固定资产投资	-257	-601	-629	-664	负债及股东权益	5609	6576	8345	10342
其他	-94	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-352	-601	-629	-664		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.590	0.801	1.105	1.414
股权融资	1268	0	0	0	BVPS	5.98	7.00	5.60	6.81
银行贷款增加（减少）	303	-253	0	0	PE	39.08	28.77	20.85	16.30
筹资成本	162	-88	-108	-134	PEG	1.15	0.85	0.62	0.48
其他	-438	0	0	0	PB	3.86	3.29	4.11	3.39
筹资活动现金流净额	1295	-341	-108	-134	EV/EBITDA	23.40	17.94	12.01	8.86
现金净流量	1314	-294	788	492	ROE	14.8%	17.2%	19.7%	20.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。