

2011年08月23日

普通机械

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 24.39

目标价(元): 29.40

杭氧股份(002430)

气体收入大幅增长，总体业绩没超预期

投资评级: B--持有(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

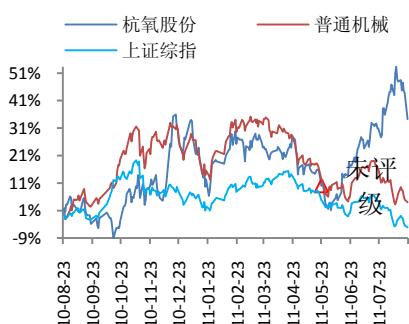
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	60150.00
流通 A 股/B 股(万股)	22166.04/0.00
资产负债率(%)	52.61
每股净资产(元)	4.23
市净率(倍)	5.77
净资产收益率(加权)	9.18
12 个月内最高/最低价	38.06/17.8

股价走势图



相关研究报告

1 《气体业务稳步增长》，2011.05.23

◎事项:

杭氧股份中期实现营业收入和净利润 18 亿元和 2.29 亿元，同比分别增长 23.82% 和 43.80%，每股收益 0.38 元，

◎主要观点:

◆**空分设备龙头。**公司主导产品为大型成套空气分离设备，核心业务为成套空气分离设备的设计、成套、销售及其主要部机的生产销售业务。目前公司主导产品的国内市场占有率在 40% 以上。

◆**气体收入大幅增长。**公司凭借在空分设备制造和维护方面的技术优势和客户资源将进入气体运营作为公司战略。上半年由于吉林杭氧气体有限公司、承德杭氧气体有限公司、济源杭氧国泰气体有限公司等气体公司于报告期内投入运营并实现效益，因此报告期内公司气体业务销售收入较上年同期增长 188.367%。

◆**长期合同保证公司稳定增长。**供气企业与用气企业一般都签订长期供气合同，合同一般都规定用气企业在用气量低于最小勇气规模的时候也要付给供气企业最小勇气规模的费用。这就保证了供气企业即使在经济最恶化的时候依然能保证不会大幅亏损，甚至稳定增长。

◆**盈利预测预估值。**我们预测 2011-2013 年每股收益 0.84 元、1.14 元和 1.54 元。2011 年平均市盈率 and 市盈率中值分别为 27.93 倍和 27.10 倍，但由于公司是 A 股上市公司中气体运营进展最大的公司，增长潜力巨大，我们认为公司能支撑更高的估值，给予“持有”评级。

◎不同之处:

- ◆气体业务开始进入快速增长阶段;
- ◆提长期合同保证公司气体业务稳定增长;

◎风险提示:

气体业务运营成本高于合同价格将造成项目长期亏损

	2009A	2010A	2011Q2	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	2686.41	3023.39	950.99	3779.24	4913.01	6878.21
同比增速(%)	0.76	12.54	4.59	25.00	30.00	40.00
净利润(百万)	250.78	354.76	117.32	504.16	683.65	926.03
同比增速(%)	16.95	41.47	4.63	42.11	35.60	35.45
毛利率(%)	24.55	29.63	24.54	28.00	29.00	29.00
每股盈利(元)	0.76	0.88	0.20	0.84	1.14	1.54
ROE(%)	23.46	15.47	4.25	18.63	21.15	23.73
PE(倍)	36.17	24.55		29.10	21.46	15.84

正文目录

1. 空分设备行业龙头	3
2. 气体业务潜力巨大	4
2.1 气体业务市场容量很大	4
2.2 气体外包成为趋势	4
3. 长期合同保证公司稳定增长	5
4. 盈利预测预估值	5

表格目录

表 1 主要财务指标	5
表 2 相近公司市盈率比较	7

图目录

图 1 2010 年中国 2 万级以上等级空分设备份额分布 (%)	3
图 2 2010 年中国 2 万以下等级空分设备份额分布 (%)	3
图 3 杭氧股份与竞争对手的市场占有率 (%)	3
图 4 全球工业气体历年销售额 (亿美元)	4
图 5 中国工业气体市场规模及预测 (亿元)	4
图 6 国内工业气体市场第三方外包比例逐渐增加	5
图 7 杭氧股份境外销售份额持续增长	错误! 未定义书签。

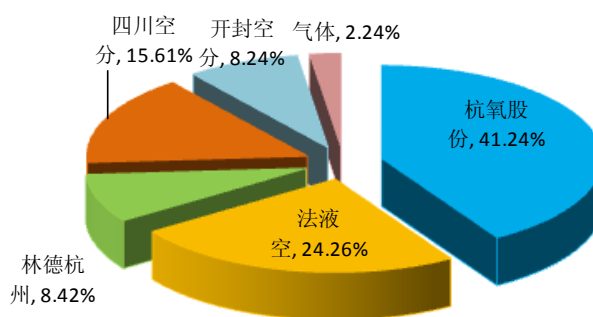
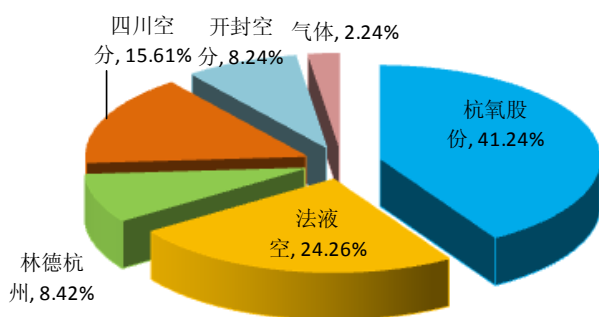
(本报告共有图 7 张, 表 2 张)

1. 空分设备行业龙头

公司是国内规模最大的空分设备制造企业，国内市场占有率始终保持行业第一，在技术上也引领着中国气体分离设备行业的发展方向。应空气分离设备大型化发展趋势，公司目前已具备 6 万等级特大型成套空气分离设备产品的设计与制造能力。2008 年，大型成套空气分离设备占公司空气分离设备总产量的 90.09%，市场占有率高达 41.24%，位居同行业首位。随着此次 8 万等级特大型空分设备国产化技改项目的完全达产，可实现 8 万等级特大型空气分离设备的进口替代，并部分可以实现出口销售。

按产品制氧量划分，公司主营业务产品有大型空分设备（40000m³/h 以上），大中型空气分离设备（20000 至 40000m³/h）和小型空气分离设备（20000m³/h 以下），其市场占有率分别为 12.99%、46.01%和 38.8%，总体市占率为 33.93%。

图 1 2010 年中国 2 万级以上等级空分设备份额分布 (%) 图 2 2010 年中国 2 万以下等级空分设备份额分布 (%)

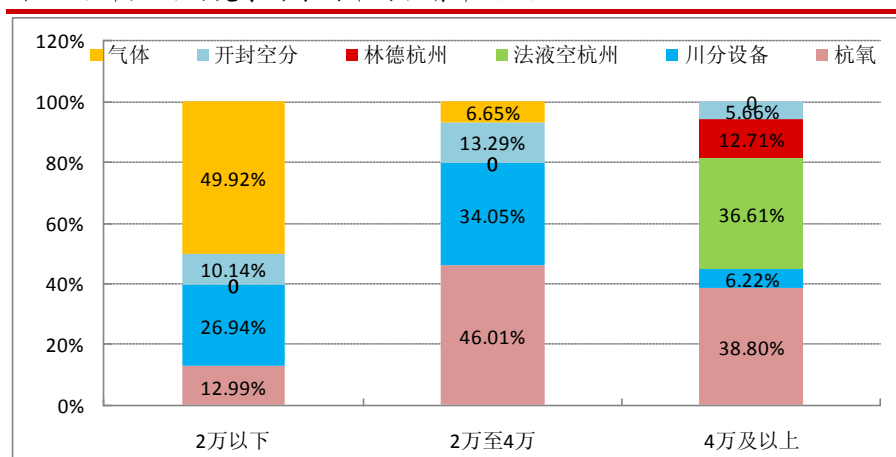


资料来源：华宝证券研究所

资料来源：华宝证券研究所

空气分离设备制造业的市场集中度较高，目前国外的主要空气分离设备制造企业为林德公司、法液空公司等几家大型的跨国企业集团。国内目前从事空气分离设备生产的企业共十余家，主要包括本公司、开封空分集团有限公司、四川分空设备有限公司等内资企业，液空（杭州）公司、林德（杭州）公司等。在 2 至 4 万等级大型空气分离设备制造领域，公司主要竞争对手为四川空分设备（集团）有限责任公司和开封空分集团有限公司；在 4 万及以上等级特大型空气分离设备制造领域，公司主要竞争对手为液空（杭州）公司、林德（杭州）公司两家企业。

图 3 杭氧股份与竞争对手的市场占有率 (%)



资料来源：公司招股说明书，华宝证券

2. 气体业务潜力巨大

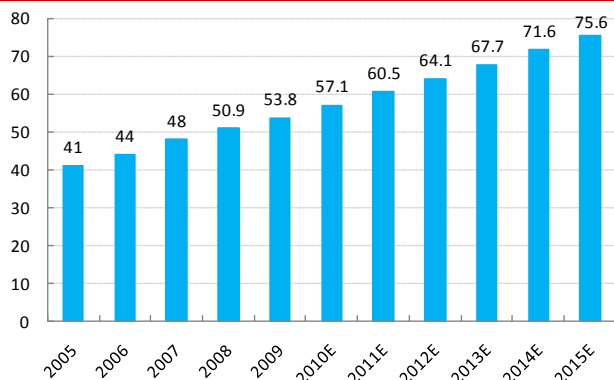
2.1 气体业务市场容量很大

2000 年以来,随着冶金、化工等行业的迅速发展,国内工业气体需求快速增长,2005 年我国工业气体年增长率为 15%,2008 年气体市场容量为 47 亿美元。2005 年之前,钢铁行业是推动空分设备增长的主要动力,05 年之后,化工及工业气体行业成为主要增长点。目前,由于中国“贫油富煤”的资源状况,以煤气化、煤液化为代表的新型煤化工行业得到较快发展,而两者均需要大量的高纯度氧气。

根据 SAI 报告的统计,在最终用户市场的带动下中国工业气体市场实现快速增长,2000-2008 年年均复合增长率高达 23%,2008 年工业气体市场规模达 47 亿美元。预计 2010 年将达到 57 亿美元,远期预测 2015 年将达到 86 亿美元,年均复合增长率为 9.0%。而中国工业气体市场占全球市场份额也将从 2008 年的 9.2% 上升至 2015 年的 11.4%。

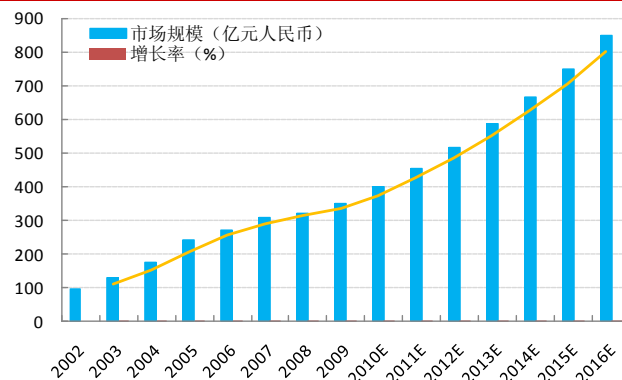
根据 Spiritus Consulting 的资料,2007 年中国人均气体消费为 2 美元,只有美国的 3.84%,西欧和澳洲的 4.65%,与南美和东欧等发展中国家也相距甚远。主要是由于我国人均 GDP 较低,以及工业气体应用的深度和广度仍有不足。我国工业气体行业处于快速发展时期,国内工业气体行业年产值增长速度高于全球平均水平。预计到 2016 年,中国工业气体年产值可达 1000 亿元,增长速度每年在 10% 左右。

图 4 全球工业气体历年销售额(亿美元)



资料来源:华宝证券研究所

图 5 中国工业气体市场规模及预测(亿元)

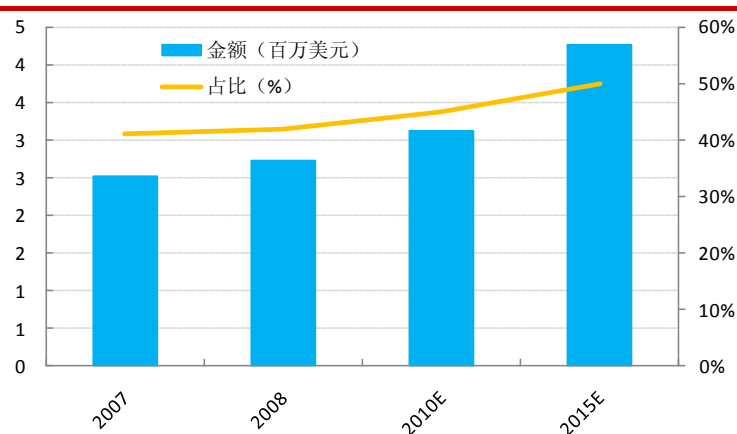


资料来源:华宝证券研究所

2.2 气体外包成为趋势

由于历史的原因,我国大量的工业气体客户,如大型钢铁、化工企业,在扩大产能时候都自己建造及安装空气分离装置,以满足自身的工业气体需求。十几年前,BOC、普莱克斯等国际工业气体巨头利用自身在工业气体应用领域的技术和经验打入中国工业气体外包领域。近年来,越来越多的终端用户将工业气体的供应外包给了独立供应商。国际或者国内的独立工业气体供应商能提供具有竞争力的成本和高质量的产品和服务,进而减少用户的人工、运营成本,提升了工业气体的专业化运营能力。2008 年,我国工业气体有 58% 是采用自产模式,42% 是外包模式。预计 2015 年,外包模式比例将提高到 50%。

图 6 国内工业气体市场第三方外包比例逐渐增加



资料来源：华宝证券研究所

凭借公司多年在设备制造和维护技术优势和客户资源的积累，公司抓住我国气体分包比例提升的机遇，进入气体运营领域。目前公司气体业务已经显示出快速增长势头。上半年由于吉林杭氧气体有限公司、承德杭氧气体有限公司、济源杭氧国泰气体有限公司等气体公司于报告期内投入运营并实现效益，气体业务销售收入较上年同期增长 188.367%。上半年公司新设气体公司 4 家，分别为杭州萧山杭氧气体有限公司、长沙杭氧气体有限公司、江苏杭氧润华气体有限公司、广西杭氧金川新锐气体有限公司，预计公司气体业务规模在未来三年仍将保持较快增长。

3. 长期合同保证公司稳定增长

和空分设备相比，工业气体生产销售业务的市场需求更为稳定。空气分离设备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，而工业气体生产销售业务的需求是由用户的日常生产需要而产生，具有很强的连续性和稳定性。在爆发全球金融危机的 2008 年，法液空实现营业收入 131 亿欧元，同比增长 11%，林德实现营业收入 126 亿欧元，同比增长 2.9%，两大国际巨头的业绩稳定增长即源于工业气体业务的稳定性。

供气企业与用气企业一般都签订长期供气合同，长期合同一方面保证了用气企业生产的连续性，同时也保证了供气企业的最小生产规模。合同一般都规定用气企业在用气量低于最小勇气规模的时候也要付给供气企业最小勇气规模的费用。这就保证了供气企业即使在经济最恶化的时候依然能保证不会大幅亏损，甚至稳定增长。

4. 盈利预测预估值

考虑到气体业务已经开始进入高成长期，我们预计 2012、2013 年其营业收入增幅可达 30% 以上，谨慎起见，假设毛利率维持在 71% 的水平。据此预测 2011-2013 年每股收益 0.84 元、1.14 元和 1.54 元。

表 1 主要财务指标

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3023.39	3779.24	4913.01	6878.21
同比(%)	12.54%	25.00%	30.00%	40.00%
归属母公司净利润	354.76	504.16	683.65	926.03
同比(%)	41.47%	42.11%	35.60%	35.45%

毛利率(%)	29.63%	28.00%	29.00%	29.00%
ROE(%)	15.47%	18.63%	21.15%	23.73%
每股收益(元)	0.88	0.84	1.14	1.54
P/E	24.55	29.10	21.46	15.84
P/B	3.63	5.20	4.46	3.72
EV/EBITDA	14.83	17.97	13.45	9.45

资料来源：华宝证券研究所

从设备制造角度看,目前与公司具有可比性的有下班所列公司,如果从气体运营角度,最为接近的 A 股上市公司是陕鼓动力。气体运营尚无其他同类公司。上述公司 2011 年平均市盈率和市盈率中值分别为 27.93 倍和 27.10 倍,但由于公司是 A 股上市公司中气体运营进展最大的公司,增长潜力巨大,我们认为公司能支撑更高的估值,给予“持有”评级。

表 2 相近公司市盈率比较

证券代码	证券简称	EPS				收盘价	PE			
		2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
601798.SH	蓝科高新	0.47	0.50	0.68	0.84	13.81	29.57	27.71	20.24	16.36
002158.SZ	汉钟精机	0.76	0.85	1.15	1.53	23.12	30.59	27.10	20.19	15.15
002564.SZ	张化机	0.96	0.70	0.95	1.29	20.45	21.30	29.30	21.43	15.85
600475.SH	华光股份	0.55	0.74	0.94	1.18	18.23	32.91	24.65	19.42	15.44
002255.SZ	海陆重工	0.98	1.28	1.67	2.08	31.23	31.87	24.46	18.72	15.02
300257.SZ	开山股份	1.90	2.27	3.36	4.63	80.70	42.47	35.62	24.05	17.42
000530.SZ	大冷股份	0.29	0.41	0.49	0.61	9.97	34.38	24.35	20.19	16.41
601369.SH	陕鼓动力	0.63	0.51	0.63	0.77	12.75	20.24	24.87	20.12	16.63
002598.SZ	山东章鼓	0.64	0.55	0.66	0.83	18.32	28.64	33.33	27.62	21.98
中值							30.22	27.93	21.33	16.70
均值							30.59	27.10	20.19	16.36
002430.SZ	杭氧股份	0.88	0.84	1.14	1.54	24.39	27.57	29.10	21.46	15.84

资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究所

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	4554.21	5802.22	7930.59
现金	1974.23	2351.52	2316.83	3421.81
应收账款	836.36	903.36	1404.47	1855.06
其它应收款	11.31	27.57	32.57	47.24
预付账款	399.87	342.39	651.12	744.13
存货	626.04	710.79	961.77	1361.45
其他	236.82	218.58	435.46	500.91
非流动资产	1524.12	1725.17	2083.95	2749.52
长期投资	116.11	122.57	132.16	144.41
固定资产	1081.13	1230.77	1511.22	2017.27
无形资产	109.46	142.54	183.33	258.25
其他	217.42	229.28	257.24	329.59
资产总计	5608.74	6279.38	7886.17	10680.11
流动负债	2497.68	2677.59	3764.76	5763.59
短期借款	3.00	17.50	6.83	619.07
应付账款	689.88	647.18	1190.64	1405.74
其他	1804.80	2012.92	2567.29	3738.78
非流动负债	520.62	516.99	484.28	501.15
长期借款	293.51	256.06	237.03	256.05
其他	227.11	260.94	247.26	245.10
负债合计	3018.30	3194.59	4249.04	6264.74
少数股东权益	194.34	264.74	350.39	472.14
归属母公司股东权益	2396.10	2820.05	3286.74	3943.23
负债和股东权益	5608.74	6279.38	7886.17	10680.11

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	599.76	634.43	631.52	1499.29
净利润	400.75	574.55	769.30	1047.79
折旧摊销	75.92	99.45	129.85	181.00
财务费用	19.41	-51.88	-58.60	-55.64
投资损失	-20.70	-6.60	-9.74	-12.35
营运资金变动	138.44	9.10	-196.12	339.64
其它	-14.05	9.81	-3.17	-1.16
投资活动现金流	-342.07	-303.60	-475.70	-833.12
资本支出	300.01	170.32	359.48	654.56
长期投资	-14.37	-6.46	-9.59	-12.25
其他	-56.42	-139.75	-125.81	-190.81
筹资活动现金流	1071.94	46.46	-190.51	-171.14
短期借款	3.00	14.50	-10.67	2.28
长期借款	59.51	-37.46	-19.03	19.02
其他	1009.43	69.41	-160.82	-192.43
现金净增加额	1329.63	377.29	-34.69	495.03

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3023.39	3779.24	4913.01	6878.21
营业成本	2127.58	2721.05	3488.24	4883.53
营业税金及附加	16.10	20.13	26.17	36.64
营业费用	82.64	79.36	118.73	155.33
管理费用	338.83	340.13	442.17	619.04
财务费用	19.41	-51.88	-58.60	-55.64
资产减值损失	23.26	11.34	14.74	31.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.70	6.60	9.74	12.35
营业利润	436.27	665.70	891.30	1220.26
营业外收入	43.17	74.03	95.35	70.85
营业外支出	4.70	50.12	66.40	40.41
利润总额	474.74	689.61	920.25	1250.70
所得税	73.99	115.06	150.95	202.92
净利润	400.75	574.55	769.30	1047.79
少数股东损益	45.98	70.40	85.65	121.75
归属母公司净利润	354.76	504.16	683.65	926.03
EBITDA	502.45	733.41	986.58	1369.19
EPS (元)	0.88	0.84	1.14	1.54

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	12.54%	25.00%	30.00%	40.00%
营业利润	40.83%	52.59%	33.89%	36.91%
归属母公司净利润	41.47%	42.11%	35.60%	35.45%
获利能力				
毛利率	29.63%	28.00%	29.00%	29.00%
净利率	13.25%	15.20%	15.66%	15.23%
ROE	15.47%	18.63%	21.15%	23.73%
ROIC	12.33%	15.45%	18.59%	19.28%
偿债能力				
资产负债率	53.81%	50.87%	53.88%	58.66%
净负债比率	9.82%	10.57%	7.51%	15.55%
流动比率	1.64	1.70	1.54	1.38
速动比率	1.38	1.44	1.29	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.64	0.69	0.74
应收账款周转率	4.06	4.34	4.26	4.22
应付帐款周转率	3.42	4.07	3.80	3.76
每股指标(元)				
每股收益	0.88	0.84	1.14	1.54
每股经营现金	1.50	1.05	1.05	2.49
每股净资产	5.98	4.69	5.46	6.56
估值比率				
P/E	24.55	29.10	21.46	15.84
P/B	3.63	5.20	4.46	3.72
EV/EBITDA	14.83	17.97	13.45	9.45

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

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

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。