

分析师:	刘元瑞	(8621) 68751829	zhangcheng1@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490510120022
联系人:	刘 军	(8621) 68751765	liujun12@cjsc.com.cn		
	章 诚	(8621) 68751829	zhangcheng1@cjsc.com.cn		

上半年业绩喜忧参半，气体业务竞争加剧——杭氧股份中报点评

事件描述

杭氧股份今日发布 2011 年中报，主要经营业绩如下：2011 年上半年公司实现营业收入 18.60 亿元，同比增长 23.82%；实现归属于母公司净利润 2.29 亿元，同比增长 43.80%，摊薄后每股收益为 0.38 元。

主要观点如下：

1. 上半年营业收入快速增长，盈收符合预期；
2. 制造成本上升、气体市场竞争加剧，导致上半年毛利率下降明显，预计下半年保持稳定；
3. 期间费用下降，净利润率上升 1.71 个百分点，预计下半年净利率将保持稳定；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 43.4 亿、55.5 亿，每股收益分别为 0.79 元、1.07 元，对应 8 月 19 日收盘价的 PE 分别为 33、24 倍，给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一、上半年营业收入快速增长，盈收符合预期

2011 年上半年公司实现营业收入 18.60 亿元，同比增长 23.82%，实现归属母公司净利润 2.29 亿元，同比增长 43.80%，摊薄后每股收益为 0.38 元，收入及净利润低于市场的预期。上半年销售收入增长的主要原因是：

（1）公司转型成果现显，气体销售高速增长。空气使用外包率上升以及新设备销售促使空气业务的市场空间快速增长，公司立足空分设备龙头企业的优势，积极向气体销售业务转型，上半年气体销售业务实现收入 3.09 亿元，较去年同期大幅上升 188.36%，是公司业绩提升的主要动力。

（2）空分设备稳定增长。上半年公司空分设备销售稳定增长，实现收入 14.03 亿元，较去年同期上升 9.37%，但受制于固定资产投资下滑带来的下游行业需求疲软，空分设备销售增速低于预期。

我们认为，下半年如果宏观经济形势没有明显改观，固定资产投资减少，将对公司业绩造成压力，考虑到 11 年空分设备订单相对饱满，下半年订单执行数量或超上半年，预计公司业绩将会稳中有升。长期来看，公司业绩成长的有利因素主要包括：

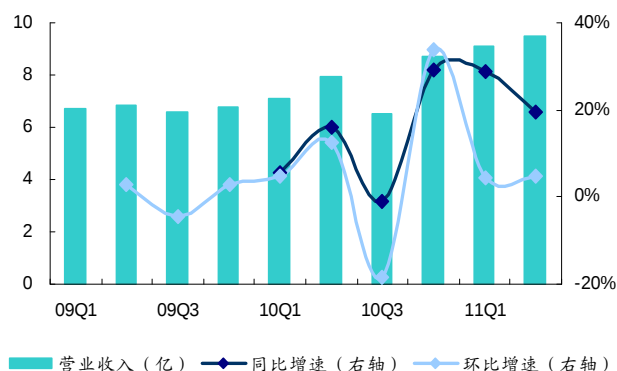
（1）空分设备大型化趋势，保证公司业绩稳定增长。由于生产效率的优势以及企业扩充产能的需求，未来空分设备

将朝大型化方向发展，公司作为国内空分设备制造的龙头企业，已成功制造出 6 万等级设备，并具备 8 万等级和 12 万等级的生产能力，制造实力达到国际最先进水平，凭借成本和本土化优势，公司在未来空分设备市场具有强劲的竞争力，市场地位将保持稳固。

（2）市场变化催生新增需求，气体业务市场成长空间巨大。气体业务的新增需求主要来自两个方面，分别为新设备销售带来的空气业务需求和现有空气使用企业的外包率上升带动的需求。其中，空气使用的外包率上升是最重要的增长来源，未来由此创造的市场空间将不断扩大。

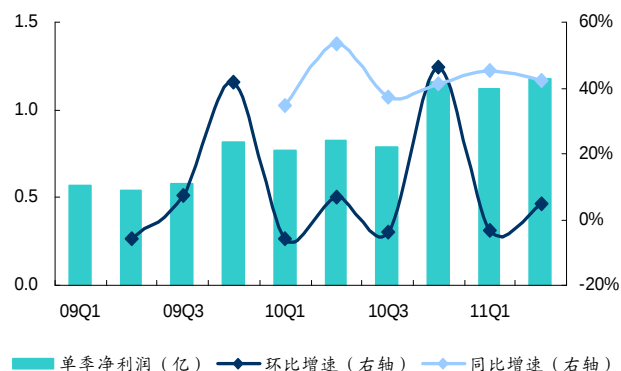
（3）稳步推进气体业务布局，充分享受行业增长。国外气体销售龙头企业大多是传统空分设备制造商，目前我国气体业务主要被外国企业把持，公司作为国内空分设备制造龙头企业转型气体销售业务的竞争力主要来自雄厚的客户基础以及更低的气体价格。预计随着公司气体业务的稳步推进，凭借已有的技术优势，未来将充分享受国内气体业务市场的成长。

图 1：2009Q1-2011H1 单季度收入及同比、环比增速



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2：2009Q1-2011H1 单季度净利润及同比、环比增速



资料来源：公司报告，长江证券研究部

第二、 制造成本上升、气体市场竞争加剧，导致上半年毛利率下降明显，预计下半年保持稳定

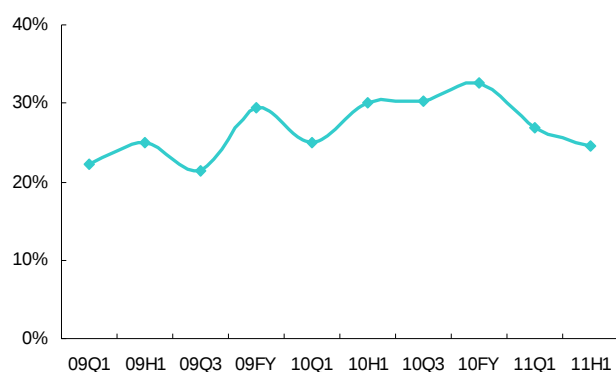
2011 年上半年公司综合毛利率为 25.67%，同比下降 1.96 个百分点，其中公司空分设备业务的综合毛利率为 25.43%，较去年同期下降了 1.03 个百分点；气体销售业务的综合毛利率为 22.37%，较去年同期下滑 4.69 个百分点，公司气体业务毛利率下滑的主要原因是：

（1）产品销售结构调整，上半年公司气体业务成长较快，但高毛利率的零售气体业务销售占比下降，导致气体业务整体毛利率下行；

（2）市场竞争加剧，公司“跑量降利”。上半年气体业务市场竞争加剧，公司出于长期的战略考虑，用较低气价打开市场，通过“跑量降利”，积极抢占市场份额。

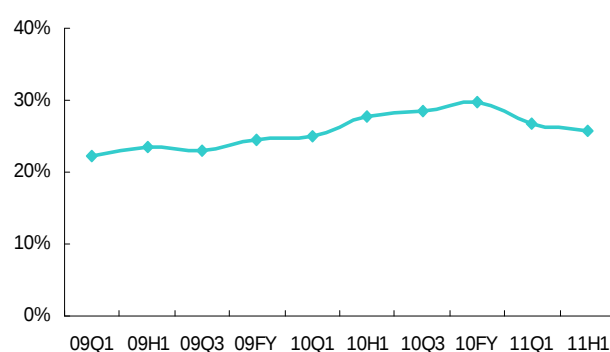
预计下半年公司气体和空分设备毛利率将保持稳定，未来随着公司气体业务逐步扩大、零售占比上升，整体毛利率或将回升。

图 3: 2009Q1-2011H1 公司单季度毛利率



资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 4: 2009Q1-2011H1 公司累计毛利率

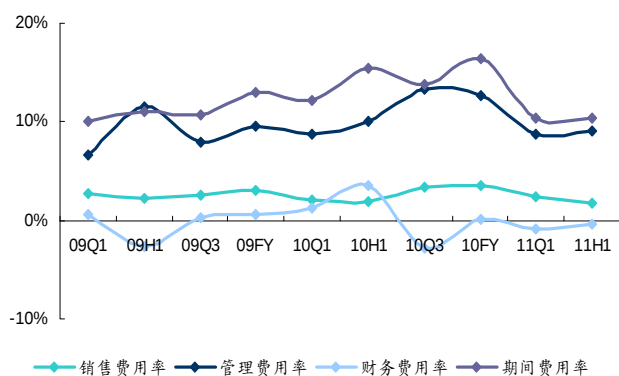


资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

第三、 期间费用下降, 净利润率上升 1.71 个百分点, 预计下半年净利率将保持稳定

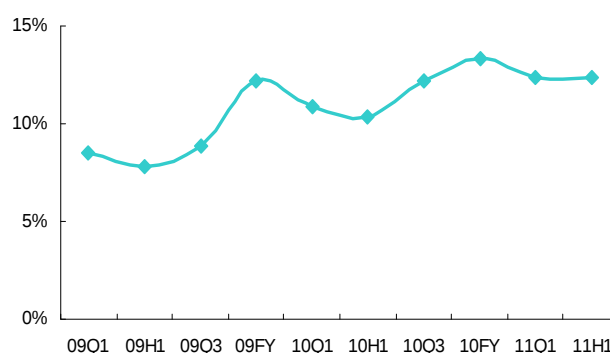
上半年公司期间费用率较去年同期下降 3.46 个百分点, 其中销售费用率和管理费用率与去年同期基本持平, 分别为 2.03%、8.96%; 财务费用率为-0.61%, 较去年同期大幅下降 3.03 个百分点, 主要原因是系本期欧元汇率变动较大, 由期初汇率 8.8065 升至期末汇率 9.3612, 公司由此获得的外汇受益增加。上半年虽然毛利率下降 1.96 个百分点, 但净利润率上升 1.71 个百分点。我们认为, 公司毛利率未来或有所回升, 期间费用率在财务费用率回升的条件下也将有所上升, 预计未来公司净利率将基本保持稳定。

图 5: 2009Q1-2011H1 公司单季度期间费用率



资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 6: 2009Q1-2011H1 公司单季度净利率



资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

第四、 给予“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 43.4 亿、55.5 亿, 每股收益分别为 0.79 元、1.07 元, 对应 8 月 19 日收盘价的 PE 分别为 33、24 倍, 给予“谨慎推荐”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	4349	5553	7117	货币资金	1974	1646	2434	2938
营业成本	2128	3183	4019	5104	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	896	1166	1534	2013	应收账款	848	1275	1655	2157
% 营业收入	29.6%	26.8%	27.6%	28.3%	存货	626	937	1183	1502
营业税金及附加	16	23	30	38	预付账款	400	598	40	51
% 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	87	111	142	流动资产合计	4085	4797	5747	7206
% 营业收入	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	2	2	2	2
管理费用	339	391	500	641	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.2%	9.0%	9.0%	9.0%	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	867	1426	1975
资产减值损失	23	14	20	19	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	2	3	3
营业利润	436	634	864	1167	其他非流动资产	966	966	966	966
% 营业收入	14.4%	14.6%	15.6%	16.4%	资产总计	5609	6854	8359	10362
营业外收支	38	0	0	0	短期贷款	253	0	0	0
利润总额	475	634	864	1167	应付款项	827	1238	1563	1984
% 营业收入	15.7%	14.6%	15.6%	16.4%	预收账款	1289	1854	2368	3035
所得税费用	74	99	135	182	应付职工薪酬	60	90	114	144
净利润	401	535	730	985	应交税费	8	11	15	20
归属于母公司所有者					其他流动负债	60	86	92	117
的净利润	354.8	474.0	645.9	871.8	流动负债合计	2498	3279	4151	5301
少数股东损益	46	61	84	113	长期借款	294	294	294	294
EPS (元/股)	0.59	0.79	1.07	1.45	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	620	1522	1305	负债合计	3018	3799	4671	5821
取得投资收益	3	0	0	0	归属于母公司	2396	2799	3348	4089
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	256	340	453
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2590	3055	3688	4542
固定资产投资	-257	-609	-629	-664	负债及股东权益	5609	6854	8359	10362
其他	-94	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-352	-609	-629	-664		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.590	0.788	1.074	1.449
股权融资	1268	0	0	0	BVPS	5.98	6.98	5.57	6.80
银行贷款增加 (减少)	303	-253	0	0	PE	44.27	33.13	24.32	18.01
筹资成本	162	-86	-106	-137	PEG	1.27	0.95	0.70	0.52
其他	-438	0	0	0	PB	4.37	3.74	4.69	3.84
筹资活动现金流净额	1295	-339	-106	-137	EV/EBITDA	26.86	20.95	14.30	10.11
现金净流量	1314	-328	787	504	ROE	14.8%	16.9%	19.3%	21.3%

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。