杭氧股份 (002430.SZ)　其它通用设备行业

评级：买入　维持评级　　公司点评

董亚光
分析师 SAC 执业编号：S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

罗立波
联系人
(8621)61038326
luolib@gjzq.com.cn

气体项目继续推进

事件

杭氧股份发布董事会公告，新签富阳（装置规模为 1.75 万方/小时空分设备，以下简称万方）、贵州（2 台各 1.7 万方）两个气体项目，并将原有的衢州项目从 7.1 万方修改增至 8 万方。此外，杭州制氧研究所实行改制，公司拟出资 2,700 万元占改制后的杭州制氧所公司的 90%股权。

评论

新签项目质量较高：此次新签项目共计增加 6 万方的规模，使公司累计签订气体项目达到 42.5 万方（项目列表参见**图表 2**）。从项目合作对象看，均为行业内质地较好的企业：富阳项目为杭州富春江冶炼公司供气，该公司为长三角地区重要的铜有色冶炼企业，2010 年实现销售产值 134 亿元；贵阳项目为首贵特钢供气，该企业为首钢和贵州省国资委共同持股的下属企业，这是杭州首次为国内特大型国有钢铁企业提供气体服务（尽管只是下属企业）。根据已签项目情况，我们预测气体业务 11-13 年的销售收入分别为 671 百万元、1,511 百万元和 2,417 百万元。

气体外包渐成气候：11 年上半年，在香港上市的盈德气体公司新签气体合同达到 40 多万方，共计 11 个项目，其中 9 个为钢铁项目，表明目前钢铁行业对于气体外包的接受程度已经大为提高。而根据我们的了解，国内一些重点的煤化工项目也逐渐开始考虑引入外部供气商，此类项目规模庞大，如若启动将对市场产生深远的影响。由于今年空分设备市场需求形势旺盛，在排产较紧的情况下，作为国内最大的空分设备制造商，杭氧可以为自身的气体项目的空分设备进行优先排产，因而在气体项目竞标中具有独特的优势，后续新签项目的进展仍继续值得期待。

公司募集资金使用状况：公司 IPO 募集资金净额为 12.4 亿元，其中超募资金为 4.6 亿元，此批项目公告前尚未使用的超募资金为 2.0 亿元。此次公告的富阳项目拟使用超募资金 0.54 亿元，贵州项目拟使用 0.90 亿元，衢州项目拟增资 0.60 亿元，因此超募资金基本使用完毕。在目前空分设备业务经营形势较好的情况下，其利润和现金流状况良好，也能对气体业务发展提供一定的资金支持。如若有大型项目需要股权融资支持，亦无需因此担忧，气体项目的投资对 EPS 应起增厚作用。

投资建议

我们根据新签项目调整了公司的盈利预测，11-13 年营业收入分别为 4,052 百万元、5,428 百万元和 6,948 百万元，净利润为 508，695 和 909 百万元；EPS 分别为 0.844，1.155 和 1.512 元，11-13 年上调幅度分别为 0%、1.7%和 4.5%。公司目前股价相当于 11 年 26.9 倍、12 年 19.7 倍 PE，继续给予“买入”的投资评级。

敬请参阅最后一页特别声明

此文档仅供兴业证券资产管理部内部使用

图表1：公司分项业务预测

项　目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
空分设备					
销售收入（百万元）	2,222.72	2,435.11	2,970.84	3,416.46	3,928.93
增长率（YOY）	*-4.16%*	*9.56%*	*22.00%*	*15.00%*	*15.00%*
毛利率	24.73%	30.02%	27.00%	28.00%	28.00%
销售成本（百万元）	1,672.96	1,704.15	2,168.71	2,459.85	2,828.83
增长率（YOY）	*-8.71%*	*1.86%*	*27.26%*	*13.42%*	*15.00%*
毛利（百万元）	549.76	730.96	802.13	956.61	1,100.10
增长率（YOY）	*13.00%*	*32.96%*	*9.74%*	*19.26%*	*15.00%*
占总销售额比重	82.74%	80.54%	73.32%	62.55%	56.12%
占主营业务利润比重	83.36%	81.60%	73.03%	62.82%	55.86%
气体产品					
销售收入（百万元）	137.21	258.26	671.48	1,544.40	2,471.04
增长率（YOY）	*19.19%*	*88.22%*	*160.00%*	*130.00%*	*60.00%*
毛利率	17.88%	31.75%	25.00%	27.00%	28.00%
销售成本（百万元）	112.68	176.27	503.61	1,127.41	1,779.15
增长率（YOY）	*29.12%*	*56.43%*	*185.71%*	*123.87%*	*57.81%*
毛利（百万元）	24.53	81.99	167.87	416.99	691.89
增长率（YOY）	*-11.92%*	*234.26%*	*104.74%*	*148.40%*	*65.93%*
占总销售额比重	5.11%	8.54%	16.57%	28.28%	35.29%
占主营业务利润比重	3.72%	9.15%	15.28%	27.38%	35.13%
石化设备					
销售收入（百万元）	129.69	55.11	93.69	121.79	146.15
增长率（YOY）	*224.96%*	*-57.51%*	*70.00%*	*30.00%*	*20.00%*
毛利率	30.93%	29.40%	29.00%	29.00%	28.00%
销售成本（百万元）	89.58	38.91	66.52	86.47	105.23
增长率（YOY）	*294.63%*	*-56.57%*	*70.97%*	*30.00%*	*21.69%*
毛利（百万元）	40.11	16.20	27.17	35.32	40.92
增长率（YOY）	*133.06%*	*-59.60%*	*67.68%*	*30.00%*	*15.86%*
占总销售额比重	4.83%	1.82%	2.31%	2.23%	2.09%
占主营业务利润比重	6.08%	1.81%	2.47%	2.32%	2.08%
其他产品					
销售收入（百万元）	196.79	274.91	316.14	379.37	455.25
增长率（YOY）	*2.51%*	*39.70%*	*15.00%*	*20.00%*	*20.00%*
毛利率	22.91%	24.25%	32.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）	151.70	208.26	214.98	265.56	318.67
增长率（YOY）	*-2.11%*	*37.28%*	*3.23%*	*23.53%*	*20.00%*
毛利（百万元）	45.09	66.65	101.17	113.81	136.57
增长率（YOY）	*21.86%*	*47.82%*	*51.78%*	*12.50%*	*20.00%*
占总销售额比重	7.33%	9.09%	7.80%	6.95%	6.50%
占主营业务利润比重	6.84%	7.44%	9.21%	7.47%	6.93%
销售总收入（百万元）	**2686.41**	**3023.39**	**4052.14**	**5462.02**	**7001.37**
销售总成本（百万元）	**2026.92**	**2127.58**	**2953.81**	**3939.30**	**5031.88**
毛利（百万元）	**659.49**	**895.81**	**1098.33**	**1522.73**	**1969.49**
平均毛利率	**24.55%**	**29.63%**	**27.10%**	**27.88%**	**28.13%**

来源：国金证券研究所

图表2：公司气体项目情况

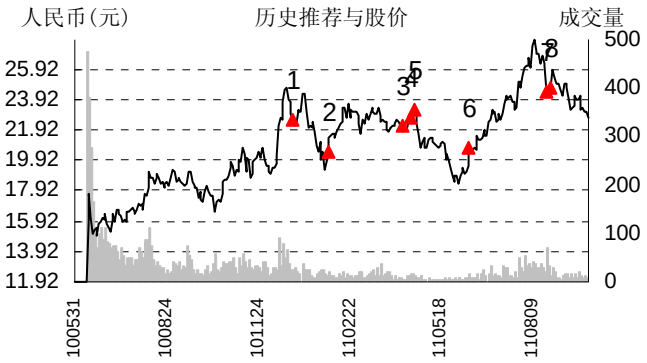
区域	子公司/项目名称	合作客户	空分设备	销售收入和利润
华北	**杭氧河南气体**（杭氧60%，子公司透平公司25%，信钢职工15%）	安钢集团信阳钢铁公司，主营业务为生铁、钢坯、钢材的生产和经营，现有钢铁生产能力250万吨/年。09年营业收入66.9亿元，实现利润总额3.52亿元。	杭氧收购原1.36万方空分，并新建成2万方空分设备(总投资1.36亿元，其中设备0.81亿元)。后根据客户发展需求，将再投资1.2亿元建设一套2万方空分。	目前的3.36万方设备09年底完全投产，10年河南杭氧实现销售收入1.69亿元，净利润0.39亿元。新建2万空分将于2011年10月底前建成投产，完全达产后预计可实现销售收入1.14亿元，净利润0.124亿元。
华北	**杭氧济源气体**（杭氧70%，济源钢铁30%）	河南济源钢铁集团公司，是河南第二大钢铁企业，具备年产350万吨铁、400万吨钢、320万吨材的生产能力。09年粗钢产量259万吨。	济源钢铁和杭氧共同出资9000万元组建气体公司。气体公司总投资2.55亿元，包括0.9亿元收购原有设备，并投资1.5亿元新建一套2.5万立方空分。	济源钢铁现有制氧厂为2.86万方，加上新建2.5万方空分设备，项目全部达产后(2011.10)，将实现销售收入2.05亿元。
华北	**承德气体公司**（杭氧持股100%）	承德建龙是建龙钢铁集团优特钢生产基地和钒产品生产基地，规划产能年产200万吨钢\200万吨材\5000吨钒产品。	杭氧投资2亿元收购承德建龙公司制氧厂并新建一套2万方空分设备，形成3.4万方规模。	承德杭氧气体于2010年4月设立，当年实现销售收入0.34亿元，净利润558万元。新建2万方空分设备已于11年3月正式投产。
东北	**杭氧吉林气体**（杭氧持股100%）	吉林建龙钢铁公司，现有钢铁产能为100万吨，2009年营业收入30.7亿元。技改项目将形成150万吨钢、148万吨热轧板带产能，实现销售收入67亿元。	配合吉钢的移地技改项目，杭氧出资共3.34亿元建设两套2.5万方空分设备，其中设备购置费为2.17亿元。	1期(2010.11)最低供气合同为氧2万方，氮3.2万方；2期(2011.10)建成后翻倍；每年最低供气7920小时；全部达产后预计年销售2.69亿元，年利润总额0.50亿元。首台设备已正式投产。
东北	**吉林经开杭氧**（杭氧持股100%）	主要为开发区配套建设。此次与众鑫化工签订为其12万吨环氧乙烷项目供气合同。	项目总投资1.41亿元，新建1套1.2万方空分装置（配备氩系统）。	1.2万方配备氩系统的空分设备，预计年销售收入可达6000万元或以上。
东北	**吉林杭氧博大气体**（杭氧出资2/3，两位自然人各1/6）	吉林博大生化有限公司的生物制乙醇项目的发酵尾气作为气源。	杭氧和两位自然人共同出资1500万元，在博大生化厂区内投资建设10万吨/年二氧化碳加收项目。	参考萧山项目的价格情况，博大气体项目投产后，可实现年销售收入2000万元左右。
华东	**江苏杭氧润华气体**（杭氧持股100%）	此项目为LNG冷能空分项目，中石油江苏液化天然气公司提供冷能，其LNG接收站的规模为一期350万吨/年，二期增至600万吨/年。	杭氧和润华控股共同出资8000万元设立气体公司。项目总投资额2.4亿元，其中空分设备1.2亿元，日产587.4吨气体/液体产品。	项目将于11年9月底前完工投产，完全达产后预计可实现销售收入1.25亿元（该项目产品进入零售市场）。项目税后财务内部收益率为12.26%。
华东	**萧山杭氧气体公司**（杭氧持股100%）	此项目为氮气和二氧化碳回收装置。浙江恒逸集团旗下子公司浙江恒逸己内酰胺公司正在建设20万吨己内酰胺大型装备，已全面动工。	杭氧出资2000万元设立全资子公司。项目投资建设一套0.3万方纯氮空分设备和一套年产20万吨二氧化碳回收装置，总投资0.67亿元，其中设备投资0.50亿元。	11年8月制氮设备具备供气条件，12年1月具备二氧化碳受气条件。项目完全达产后，预计实现年销售收入为0.494亿元。项目税后财务内部收益率为12.32%。
华东	**蚌埠气体公司**（杭氧持股100%）	方兴科技为国内首家采用玻璃熔化全氧燃烧工艺的企业，500t/d浮法线技改项目是全国浮法玻璃第一条节能减排示范线。	杭氧为此项目配套建设的7500m3/h带全精馏制氩空分设备，总投资5400万元，此设备设计连续8年运行不停机，为国内连续运行时间最长。	7500方/小时空分设备于11年1月底开车成功，除了生产气体产品以外，还将生产液氧、液氮、液氩。
华东	**衢州杭氧气体（杭氧持股100%）**	元立金属制品公司具备年产铁水280万吨/钢300万吨/材290万吨的能力；09年实现销售收入94亿元，上交税收6.4亿元。曙扬化工在园区计划通过三期通过10万吨的己二酸产能，也已与杭氧签订供气合同。	杭氧将收购元立公司原制氧装置，新建4方空分2套，510吨/天液化设备一套。总投资6.9亿元，其中利用募集资金2.7亿元。	两套4万方设备(2011.12和2012.10)投产后，可实现年销售收入5.68亿元，年净利润0.67亿元。
华东	**富阳杭氧（杭氧持股90%）**	杭州富春江冶炼公司是长三角地区唯一集矿产铜粗炼、电解铜精炼于一体的铜有色冶炼企业，2010年实现工业销售产值134亿元，上交税金6.3亿元。	富春江冶炼旗下的和鼎铜业拟建立一座27万吨/年的铜冶炼装置，拟定一期项目配置一套1.75万方空分设备（配置氩系统），富阳杭氧共投资1.6亿元。	项目计划于2012年7月15日投产供气，预计年销售收入0.804亿元，年净利润0.103亿元。
华东	**建德气体公司**（杭氧持股73%）	公司注册资本900万元。与若干小客户签订供气协议，供气模式为管道和罐装相结合。		
华中	**长沙杭氧气体公司**（杭氧持股100%）	湖南普照将原有生产线改造为300吨/日的燃天然气超白玻璃生产线，新增磨边、清洗设备和高品质钢化压延玻璃生产线2条。	杭氧出资1700万元设立独资子公司。项目新建一套0.55万方空分设备，总投资0.55亿元，其中空分设备0.37亿元。	项目将于11年6月底前完工投产，完全达产后预计可实现销售收入0.48亿元。项目税后财务内部收益率为12.32%。
华中	**湖北气体公司**（杭氧持股100%）	公司注册资本2500万元。产品为液化气体，供气模式为罐装液化气零售。		
华中	**九江杭氧**	公司注册资本100万元，此次拟增加至300万元。九江杭氧10年实现收入718万元，净利润72万元。		
华南	**广西杭氧金川新锐**（杭氧51%，金川34%，新锐15%）	广西金川有色金属公司是金川集团（甘肃大型国企）的全资子公司，注册资本10亿元。	广西杭氧将新建2套3.5万方空分设备，为广西金川公司新建铜镍基地的一期项目（投资额为120亿元）配套供气。	金川一期项目预计2012年底建成投产，预计2套3.5万方空分设备可实现年销售收入3亿元左右。
西南	**贵州杭氧气体（杭氧持股100%）**	首钢贵阳特钢是首钢和贵州省国资委共同持股下属公司，生产能力为50万吨特钢、45万吨钢材。	首贵特钢200万吨/年优质钢项目总投资135亿元，杭氧为此配置建议2台1.7万方空分设备，总投资2.87亿元。	首台将于12年12月底投产，第二台将于13年6月底投产。项目完全投产后，可实现年销售收入1.72亿元，年净利润0.18亿元。

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-12-24	买入	22.65	41.34
2	2011-01-26	买入	20.48	N/A
3	2011-04-13	买入	22.18	N/A
4	2011-04-20	买入	22.75	N/A
5	2011-04-24	买入	23.24	N/A
6	2011-06-14	买入	20.80	N/A
7	2011-08-22	买入	24.39	N/A
8	2011-08-25	买入	24.69	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；
持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；
卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话：(8621)-61356534

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B