

稀有气体设备业务取得新进展

杭氧股份动态点评

报告关键点:

- 公司在稀有气体提取设备方面取得新进展
- 我们认为公司在这一领域将大有作为
- 上调合理股价至32.2元,维持“买入-A”的投资评级

报告摘要:

- 最近,杭氧股份为湖南湘钢MESSER气体公司研制出氦氩提取装置。该装置设计处理能力为每天24吨原料液氧,提取纯度达99.9995%,是目前国内建造的提取氦氩纯度最高、处理量最大的氦氩提取装置之一。湖南湘钢梅塞尔气体产品有限公司运行着六套国内最先进的空分设备和两套液化装置,总的生产能力达到了128000标准立方/小时,为湖南省最大的气体生产厂家。杭氧此举对开拓南方稀有气体设备市场具有重要意义。
- 氦、氩一般在高纯金属工业、化学成分分析、特殊电光源等工业领域应用,近年开始应用到卫星发射、太空探索等领域,欧美发达国家已经把它当成一种战略物资进行开发和储备。氦氩号称“黄金气体”,其分离提取工艺对提取装置的要求很高,目前世界上只有欧美少数几家企业能够设计制造。
- 为满足氦氩提取装置的技术和安全要求,杭氧在设计上大量采用新技术及新工艺,是国内第一台拥有自主知识产权的氦氩提取装置,对于杭氧乃至中国空分行业具有里程碑的意义。杭氧研制成功氦氩提取装置,将为缓解目前国内氦氩供应不足提供有力保障。
- 国内大型钢厂很重视稀有气体业务发展。首钢顺义基地二期稀有气体项目建成后具备20立方米/小时以上的粗氦氩原料气生产能力和处理10万立空分装置氦氩提取能力。武钢氧气有限公司首创“黄金气体”高纯净化技术,使原产品纯度从99.99%提高到99.9995%以上,成为超高纯气体,解决了多年来高纯气体净化领域的世界性技术难题。
- 近年来,杭氧依靠全球最大空分制造基地的建设,不断充实和加强企业技术研发力量,实现产品升级。积极瞄准具有高技术含量以及具有巨大市场潜力的产品,以市场需求推动企业的发展,在完善和优化六万等级空分设备的基础上,实现八万等级空分设备的技术储备,同时展开十二万等级空分设备的技术研究。
- 1-9月份公司主营业务收入同比增长34.96%,净利润增长44.54%。每股收益0.57元,符合市场预期。我们维持先前的盈利预测。按照2012年28倍PE,合理股价32.2元,11月14日收盘价25.96元,维持“买入-A”的投资评级。
- 风险提示:因行业及公司基本面发生变化导致盈利预测未能达到预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,686.4	3,023.4	3,820.1	5,283.4	7,550.8
Growth(%)	0.8%	12.5%	26.4%	38.3%	42.9%
净利润	250.8	354.8	499.1	689.0	1,004.6
Growth(%)	16.9%	41.5%	40.7%	38.0%	45.8%
毛利率(%)	24.5%	29.6%	27.5%	27.8%	28.2%
净利润率(%)	9.3%	11.7%	13.1%	13.0%	13.3%
每股收益(元)	0.42	0.59	0.83	1.15	1.67
每股净资产(元)	1.62	3.98	4.82	5.97	7.64
市盈率	62.4	44.1	31.3	22.7	15.6
市净率	16.0	6.5	5.4	4.4	3.4
净资产收益率(%)	23.5%	15.5%	17.6%	19.6%	22.2%
ROIC(%)	64.4%	57.9%	46.2%	45.3%	51.0%
EV/EBITDA	-	23.9	20.6	14.5	9.7
股息收益率	0.7%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

32.20 元

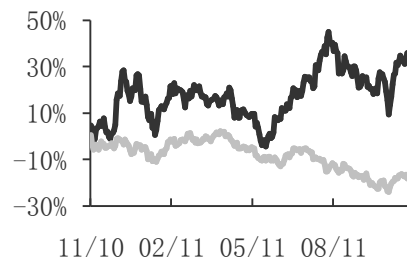
期限: 6个月 上次预测: 29.00 元

现价(2011年11月14日): 25.96 元

报告日期: 2011-11-15

总市值(百万元)	15,614.94
流通市值(百万元)	5,754.30
总股本(百万股)	601.50
流通股本(百万股)	221.66
12个月最低/最高	17.80/38.06 元
十大流通股(%)	69.17%
股东户数	9,092

12个月股价表现



— 杭氧股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.95	0.97	51.72
绝对收益	6.58	(3.38)	35.27

 张仲杰
 021-68767839
 执业证书编号

 高级行业分析师
 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

前期研究成果

杭氧股份: 气体业务步入良性循环大幅增长	2011-08-22
杭氧股份: 业绩符合预期, 维持买入评级	2010-10-25
杭氧股份: 气体业务, 乐观其成	2010-10-11

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-11-14		
									2009	2010	2011E
									2012E	2013E	2013E
利润表						财务指标					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	2,686.4	3,023.4	3,820.1	5,283.4	7,550.8	营业收入增长率	0.8%	12.5%	26.4%	38.3%	42.9%
减: 营业成本	2,026.9	2,127.6	2,768.7	3,814.8	5,420.6	营业利润增长率	3.5%	40.8%	43.8%	38.8%	47.4%
营业税费	19.8	16.1	19.1	26.4	37.8	净利润增长率	16.9%	41.5%	40.7%	38.0%	45.8%
销售费用	70.2	82.6	101.2	140.0	200.1	EBITDA 增长率	11.9%	49.6%	31.5%	40.4%	44.8%
管理费用	240.0	338.8	336.2	449.1	626.7	EBIT 增长率	8.3%	51.7%	33.1%	41.9%	47.9%
财务费用	-9.5	19.4	-20.9	-9.7	-9.5	NOPLAT 增长率	15.6%	56.7%	27.8%	41.1%	46.3%
资产减值损失	31.1	23.3	0.4	2.2	1.9	投资资本增长率	74.2%	60.1%	43.9%	30.1%	27.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.5%	118.9%	21.6%	24.3%	28.5%
投资和汇兑收益	1.9	20.7	12.0	10.0	10.0						
营业利润	309.8	436.3	627.4	870.6	1,283.2	利润率					
加: 营业外净收支	24.5	38.5	25.0	30.0	30.0	毛利率	24.5%	29.6%	27.5%	27.8%	28.2%
利润总额	334.3	474.7	652.4	900.6	1,313.2	营业利润率	11.5%	14.4%	16.4%	16.5%	17.0%
减: 所得税	56.6	74.0	97.9	135.1	197.0	净利润率	9.3%	11.7%	13.1%	13.0%	13.3%
净利润	250.8	354.8	499.1	689.0	1,004.6	EBITDA/营业收入	13.2%	17.6%	18.3%	18.6%	18.8%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	11.2%	15.1%	15.9%	16.3%	16.9%
货币资金	699.4	1,974.2	1,920.6	2,253.8	2,928.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	76	114	120	111	91
应收账款	680.1	847.7	1,010.0	1,396.8	1,996.3	流动营业资本周转天数	-39	-23	-10	1	13
应收票据	248.8	236.8	314.0	434.3	620.6	流动资产周转天数	309	375	406	355	334
预付账款	236.3	399.9	593.7	860.7	1,240.2	应收账款周转天数	82	89	86	81	80
存货	347.6	626.0	682.7	940.6	1,336.6	存货周转天数	67	58	62	55	54
其他流动资产	0.3	0.0	0.4	1.1	2.3	总资产周转天数	462	539	570	500	450
可供出售金融资产	2.8	1.9	2.0	2.0	2.0	投资资本周转天数	76	112	133	131	118
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	101.7	116.1	100.0	100.0	100.0	ROE	23.5%	15.5%	17.6%	19.6%	22.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	7.1%	8.5%	9.4%	10.4%
固定资产	830.2	1,081.1	1,470.1	1,777.6	2,052.4	ROIC	64.4%	57.9%	46.2%	45.3%	51.0%
在建工程	161.2	173.1	193.9	176.3	165.8	费用率					
无形资产	99.0	109.5	148.8	176.2	192.5	销售费用率	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	32.6	42.4	55.6	56.0	56.2	管理费用率	8.9%	11.2%	8.8%	8.5%	8.3%
资产总额	3,439.9	5,608.7	6,491.7	8,175.5	10,693.4	财务费用率	-0.4%	0.6%	-0.5%	-0.2%	-0.1%
短期债务	-	3.0	15.0	20.0	70.0	三费/营业收入	11.2%	14.6%	10.9%	11.0%	10.8%
应付账款	616.2	749.4	834.4	1,149.7	1,633.6	偿债能力					
应付票据	46.6	137.2	151.7	209.0	297.0	资产负债率	65.6%	53.8%	51.5%	52.1%	53.0%
其他流动负债	1,076.5	1,357.5	1,685.9	2,161.4	2,840.9	负债权益比	190.7%	116.5%	106.1%	108.8%	112.6%
长期借款	234.0	293.5	293.5	393.5	493.5	流动比率	1.25	1.64	1.60	1.62	1.64
其他非流动负债	253.7	227.1	226.6	227.0	227.0	速动比率	1.05	1.38	1.36	1.36	1.37
负债总额	2,256.6	3,018.3	3,342.7	4,260.9	5,662.7	利息保障倍数	-31.75	23.48	-29.09	-88.77	-133.96
少数股东权益	207.1	194.3	249.8	326.3	438.0	分红指标					
股本	330.0	401.0	601.5	601.5	601.5	DPS(元)	0.19	0.22	-	-	-
留存收益	648.8	1,999.0	2,297.8	2,986.7	3,991.3	分红比率	46.1%	37.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,183.3	2,590.4	3,149.1	3,914.6	5,030.8	股息收益率	0.7%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	277.6	400.7	499.1	689.0	1,004.6	EPS(元)	0.42	0.59	0.83	1.15	1.67
加: 折旧和摊销	55.0	75.9	92.7	121.1	148.3	BVPS(元)	1.62	3.98	4.82	5.97	7.64
资产减值准备	31.1	23.3	0.4	2.2	1.9	PE(X)	62.4	44.1	31.3	22.7	15.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	16.0	6.5	5.4	4.4	3.4
财务费用	13.1	2.1	11.2	-20.9	-9.7	P/FCF	572.2	70.6	-138.5	61.0	27.8
投资收益	-1.9	-20.7	-12.0	-10.0	-10.0	P/S	5.8	5.2	4.1	3.0	2.1
少数股东损益	26.9	46.0	55.5	76.6	111.6	EV/EBITDA	-	23.9	20.6	14.5	9.7
营运资金的变动	-175.0	-165.5	-67.3	-184.6	-310.6	CAGR(%)	40.2%	40.7%	47.5%	52.5%	59.6%
经营活动产生现金流量	217.0	370.0	547.5	684.5	936.3	PEG	1.6	1.1	0.7	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-137.4	-351.6	-523.0	-431.0	-421.0	ROIC/WACC	6.9	6.2	4.9	4.8	5.4
融资活动产生现金流量	-16.9	1,295.1	-82.0	79.7	159.5	REP	-	1.8	1.7	1.4	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034