

杭氧股份 (002430)

专用设备/机械设备

发布时间: 2012-09-12

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

业绩增速有望企稳回升，稳健发展前景可期

报告摘要:

公司业绩增速有望逐步企稳回升。公司空分设备近几年需求保持旺盛,12年上半年公司空分设备的订单中,煤化工行业的订单占比有显著上升,产品毛利率预计下半年与上半年将基本持平。随着新投产气体项目的达产,气体业务的盈利能力有望改善。

2012年下半年,空分设备在手订单与气体项目投产将保障营业收入稳健增长,公司业绩增速有望逐步企稳回升。

冶金行业对空分设备的需求保持平稳,煤化工产业的发展值得关注。空分设备与工业气体的主要下游为冶金、石化等行业,近几年的市场需求保持旺盛。钢铁行业已进入成熟期,受节能环保要求的提高以及设备向大型化方向发展等因素的推动,行业对空分设备的需求保持平稳。国家发改委、能源局编制的《煤炭深加工示范规划》以及《煤炭深加工产业发展政策》预计在下半年发布实施,新型煤化工项目年内有望重启;煤化工项目对空分设备的需求占比大于传统冶金与化工等行业,公司将受益于煤化工行业的发展。

气体项目持续扩张,未来成长空间较大。截止到2012年上半年,公司投资的气体公司累计已达22家,投资项目装机制氧总容量达66万标准立方米每小时,其中8个气体设施已投产,公司未来仍将持续进行气体项目的扩张。在工业气体领域,公司具有空分设备制造与资金等优势,未来具有较大的发展潜力。

盈利预测与投资评级:预计2012-2014年的EPS分别为0.64、0.82、1.02元,对应的市盈率为21.4、16.7、13.5倍。公司下半年如果获得神华等大型煤化工项目的订单,业绩有望将好于我们的预期。考虑到公司的业绩增速有望逐步见底回升,以及煤化工等项目的发展前景,维持推荐的投资评级。

风险因素:化工等下游行业需求低于预期,产品毛利率持续下滑等。

股票数据

2012-9-11

收盘价(元)	13.75
12个月股价区间(元)	10.22 ~ 26.77
总市值(百万元)	11,165
总股本(百万股)	812
A股(百万股)	812
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	6

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	12%	-8%	-22%
相对收益	16%	2%	-6%

相关报告

《杭氧股份重大合同公告点评:空分设备受益于煤化工等下游行业的需求增加》

2011-10-31

《杭氧股份三季报点评:气体业务驱动公司快速发展》

2011-10-24

《杭氧股份中报点评:业绩符合预期,中长期受益于煤化工投资增加》

2011-8-22

《杭氧股份调研报告:空分设备行业龙头,工业气体业务成长空间广阔》

2011-3-08

证券分析师: 吴江涛

执业证书编号: S0550512030001
(021)20361069 wujt@nesc.cn

研究助理: 黎煜

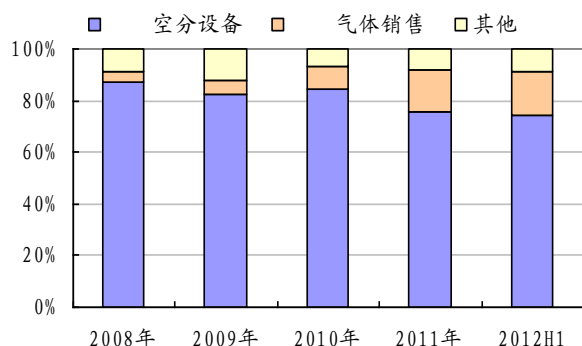
(021)20361156 lik@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3023	4233	5528	6790	8096
(+/-)%	12.54%	39.99%	30.60%	22.84%	19.23%
归属母公司净利润	355	497	521	669	829
(+/-)%	41.47%	40.19%	4.83%	28.23%	23.95%
每股收益(元)	0.44	0.61	0.64	0.82	1.02
市盈率	31.47	22.45	21.41	16.70	13.47
市净率	2.36	3.02	2.54	2.12	1.75
净资产收益率(%)	14.81%	17.73%	15.63%	16.70%	17.15%
股息收益率(%)	0.57%	0.89%	0.80%	0.80%	0.80%
总股本(百万股)	401	602	812	812	812

公司业绩增速有望逐步企稳回升

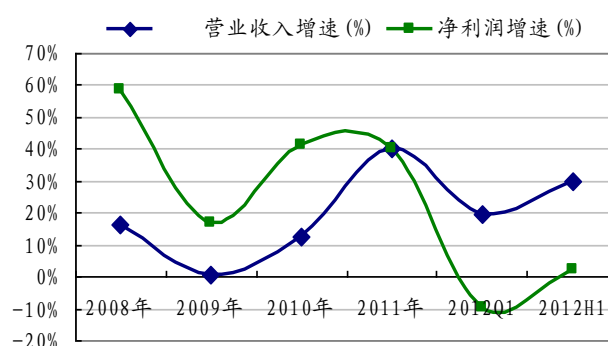
2012 年上半年,公司营业收入为 24.15 亿元,同比增长 29.81%; 归属于母公司的净利润为 2.35 亿元,同比增长 2.27%。由于综合毛利率比去年同期下降 1.54 个百分点,使公司的净利润增速低于营业收入的增速。工业气体业务的销售占比进一步提升到 17.4%,随着在建气体项目的投产,气体业务将是公司未来业绩增长的重要驱动力。

图 1: 公司历年主营业务与营业收入占比



数据来源: 公司年报,东北证券

图 2: 公司历年营业收入与净利润增速



数据来源: 公司年报,东北证券

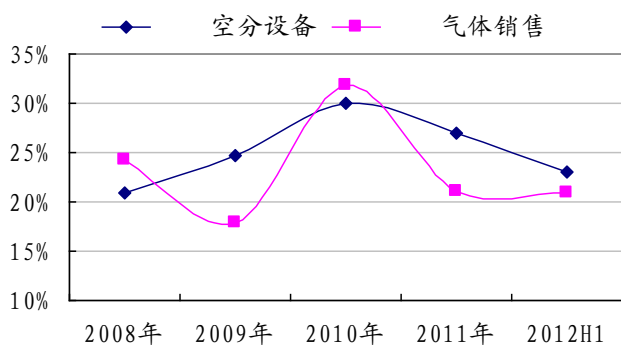
公司是国内空分设备行业的领先生产商,主要竞争优势有:(1)历史悠久,空分设备产品有 60 多年的生产历史;(2)零部件自制率较高。国外公司由于产业链配套条件较好,零部件大多采用外购方式,国内的产业配套相对落后,公司关键零部件自制有助于保障产品质量与提高盈利能力。(3)公司注重产品质量,客户口碑较好。

公司空分设备近几年需求保持旺盛,订单保障下半年产销稳健增长。2011 年,公司获得的空分设备合同订单从 2010 年的 33 套增长到 62 套,主要是由于化工等行业的需求增长较快。2012 年上半年,公司获得 21 套空分设备的订单,其中煤化工行业的订单占比有显著上升。空分设备上半年的订单金额与去年基本持平,下半年的订单看大型煤化工等项目的招投标情况。

上半年公司空分设备的毛利率为 23.09%,比去年同期下滑 2.34 个百分点,毛利率下滑的主要原因有:部分产品给予客户一定的价格优惠,出口订单的占比下滑,零部件外购的比重有所上升等。根据目前的订单情况,预计下半年产品毛利率与上半年将基本持平。空分设备毛利率的主要影响因素:(1)空分设备为非标产品,不同项目的产品价格有差别,公司的新产品通常会在价格方面给客户让利。(2)不同产品的零部件自制与外购比例有差异。(3)与国内销售相比,出口的毛利率总体相对较高。

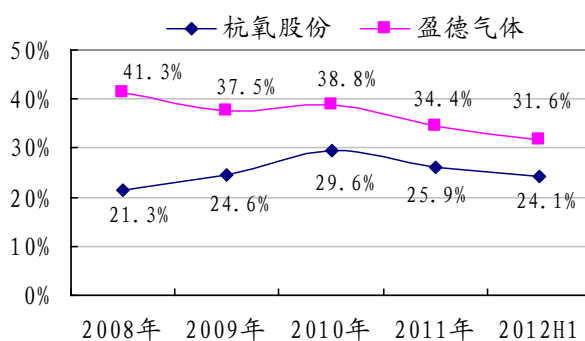
2012 年中期,公司气体业务的毛利率为 20.96%,低于盈德气体 31.57%的综合毛利率。盈德气体毛利率较高的原因有:进入气体行业的时间较长,早期项目的盈利能力较好,已建成投产的项目较多,客户较为稳定。杭氧的气体业务进入时间相对较晚,随着气体项目的逐步投产以及零售气体业务的比重上升,未来气体项目的盈利能力有望改善。

图 3: 公司主要产品与历年毛利率



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 4: 杭氧股份与盈德气体的历年综合毛利率



数据来源: 公司年报, 东北证券

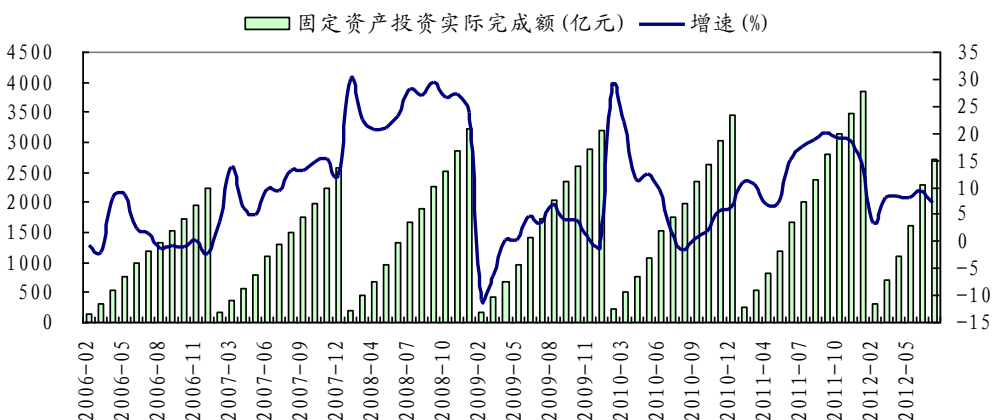
综合分析, 预计 2012 年下半年, 公司综合毛利率将企稳, 空分设备在手订单与气体项目投产保障营业收入稳健增长, 业绩增速将有望逐步见底回升。

冶金行业对空分设备的需求保持平稳, 煤化工产业的发展值得关注

空分设备与工业气体的主要下游为冶金、石化等行业, 未来冶金行业的需求预计总体将保持平稳, 新型煤化工项目的审批年内有望重启, 将拉动空分设备的产品需求。

2012 年 1-7 月, 黑色金属冶炼及压延加工业的固定资产月度累计增速为 6.88%。钢铁行业已进入成熟期, 投资增速趋于平稳。随着节能环保要求的提高以及设备向大型化方向发展, 行业对空分设备的需求保持平稳。钢铁行业淘汰落后产能与上大压小, 以及宝钢湛江、武钢防城港等大型钢铁项目近期相继获批, 行业仍将保持一定的投资规模。在设备向大型化方向发展以及节能环保等因素的推动下, 钢铁行业对空分设备的需求主要来源于对现有空分设备的技术改造。

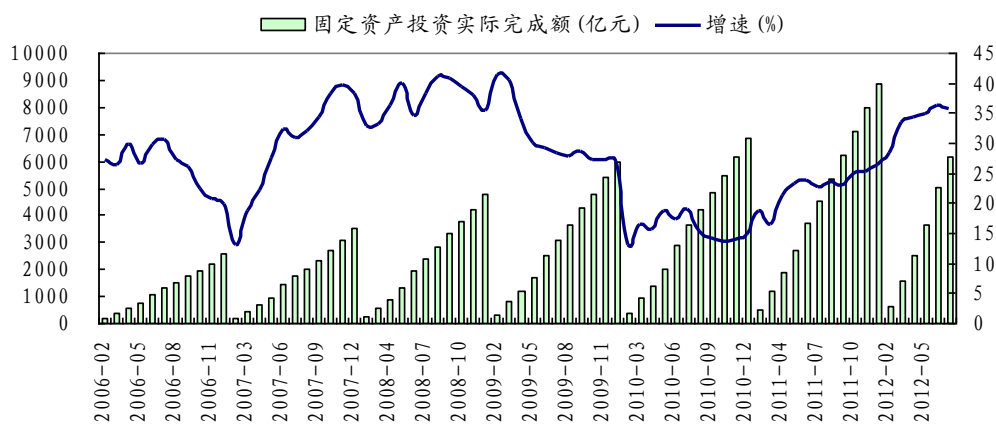
图 7: 黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资月度累计完成额与增速



数据来源: 东北证券, Wind

2012 年 1-7 月, 化学原料及化学制品制造业的固定资产月度累计增速为 35.80%, 化工行业的投资保持高位运行。

图 8: 化学原料及化学制品制造业固定资产投资月度累计完成额与增速



数据来源：东北证券，Wind

按照煤化工项目投资额为 100 来估算,设备的投资占比约为 45%,其中空分设备在设备投资中的占比约为 5%。煤化工项目对空分设备的需求占比大于传统冶金与化工行业,例如宝钢现有空分设备为 2-3 套 6 万等级设备以及 2-3 套 3 万等级空分设备;而神化煤制油项目的首套工程需要 4 套 6 万等级空分设备。神华宁煤 400 万吨/年煤间接液化项目中,张化机与海陆重工上半年中标压力容器的设备采购招投标项目,杭氧将参加计划在下半年举行的空分设备等其他产品的招投标项目。

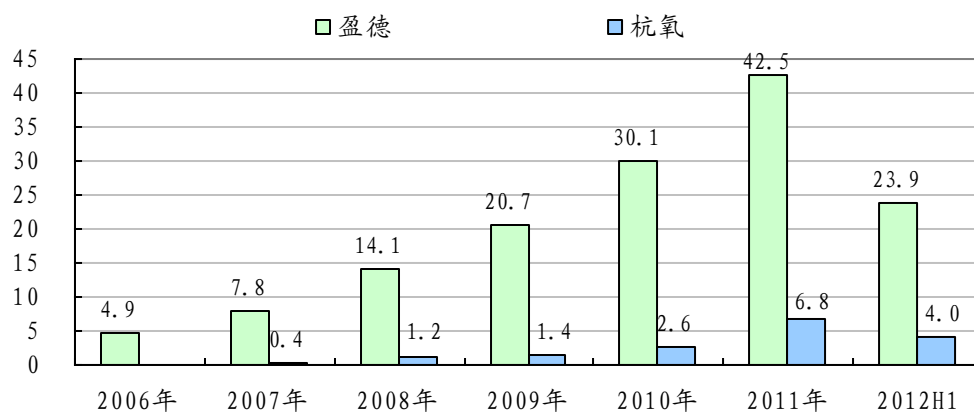
煤化工行业由于水消耗量大等原因,国家政策较谨慎,而地方产煤地区对煤化工的热情较高,因为其有利于拉动地方经济发展。从项目的投资金额可看出国家与地方政府对煤化工的态度,国家发改委收到各地上报的大型煤化工项目累计投资金额达到 2 万亿元,而最终获批地项目投资额预计在 7000 亿元左右。国家发改委、能源局编制的《煤炭深加工示范规划》以及《煤炭深加工产业发展政策》预计在下半年将发布实施,并将批复内蒙古、新疆等 11 个省区的 15 个煤化工示范项目,新型煤化工项目年内将有望重启。

气体业务保持稳步扩张,未来成长空间较大

截止到 2012 年上半年,公司投资的气体公司累计已达 22 家,投资项目装机制氧总容量达 66 万标准立方米每小时,其中 8 个气体设施已投产。在工业气体领域,公司具有空分设备制造与资金等优势,未来仍有较大的发展潜力,将持续进行气体项目的扩张。在资金方面,由于有大量预收款,空分设备业务的现金流较好,而气体业务前期投资的资金需求量较大,气体项目的资金来源通常是 1/3 自有资金,2/3 银行贷款;公司的融资能力较强,资金需求可通过银行贷款与上市公司融资等途径解决。

盈德气体是国内最大的独立现场气体供应商,截至 2011 年底,共有 36 个气体生产设施营运及 23 个设施在建,以装机氧气容量计算,总装机容量为 94 万标准立方米每小时,预期到 2014 年总装机容量将超过 160 万标准立方米每小时。

图 5：杭氧气体业务与盈德的历年营业收入（单位：亿元）

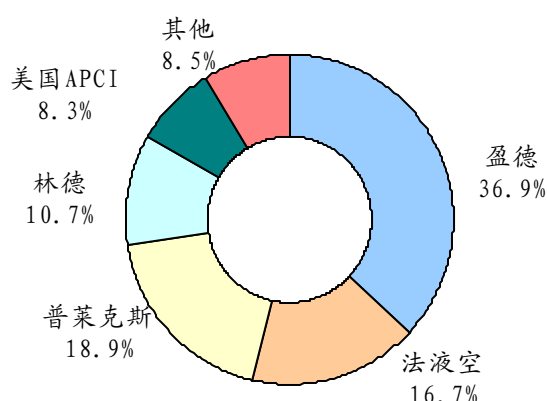


数据来源：东北证券，Wind

2011 年，国内工业气体外包市场中，法液空等国际四大气体公司与盈德气体合计占据 90%以上的市场份额。

法液空、林德等国际巨头除了稀有气体外，还生产高纯氧、高纯氮等附加价值高的高端气体业务。稀有气体是空分设备的附属设备，市场需求量较小但附加价值较大。杭氧的稀有气体生产技术较为成熟，在 80 年代已开始向市场提供产品，未来将根据客户需求拓展相关业务。

图 6：2011 年国内工业气体外包行业主要公司的市场份额



数据来源：盈德气体，东北证券

盈利预测与投资评级

预计 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.64、0.82、1.02 元，对应的市盈率为 21.4、16.7、13.5 倍。公司下半年如果获得神华等大型煤化工项目的订单，业绩有望将好于我们的预期。考虑到公司的业绩增速有望逐步见底回升，以及煤化工等项目的发展前景，维持推荐的投资评级。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1336	1311	1983	2792	净利润	522	549	704	872
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	18	13	2	2
应收款项	1112	1300	1503	1747	折旧及摊销	115	136	140	148
存货	822	978	1127	1309	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	938	1171	1437	1713	财务费用	18	24	24	24
流动资产合计	4208	4760	6050	7561	投资损失	-14	-15	-18	-20
可供出售金融资产	2	2	2	2	运营资本变动	-966	-152	16	-44
长期投资净额	123	123	123	123	其他	0	-1	0	0
固定资产	1403	1523	1623	1703	经营活动净现金流量	-324	576	829	942
无形资产	170	173	183	193	投资活动净现金流量	-283	-156	-133	-110
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-60	-444	-24	-24
非流动资产合计	2062	2075	2125	2147	企业自由现金流	-375	368	711	853
资产总计	6270	6836	8176	9708	财务与估值指标				
短期借款	0	0	0	0	每股指标				
应付款项	727	896	1098	1308	每股收益 (元)	0.61	0.64	0.82	1.02
预收款项	1305	1493	1833	2186	每股净资产 (元)	4.66	5.54	6.66	8.03
一年内到期的非流动负债	137	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	-0.40	0.71	1.02	1.16
流动负债合计	2507	2808	3444	4104	成长性指标				
长期借款	419	419	419	419	营业收入增长率	39.99%	30.60%	22.84%	19.23%
其他长期负债	220	0	0	0	净利润增长率	40.19%	4.83%	28.23%	23.95%
长期负债合计	711	419	419	419	盈利能力指标				
负债合计	3218	3227	3863	4523	毛利率	25.94%	24.15%	24.37%	24.42%
归属于母公司股东权益合计	2806	3335	4004	4832	净利率	11.75%	9.43%	9.85%	10.24%
少数股东权益	246	274	309	353	运营效率指标				
负债和股东权益总计	6270	6836	8176	9708	应收账款周转率 (次)	84.01	85.00	80.00	78.00
					存货周转率 (次)	84.33	85.00	80.00	78.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	51.32%	47.20%	47.25%	46.59%
					流动比率	1.68	1.70	1.76	1.84
					速动比率	1.15	1.11	1.19	1.28
					费用率指标				
					销售费用率	1.61%	1.60%	1.58%	1.58%
					管理费用率	9.47%	10.42%	10.00%	9.50%
					财务费用率	0.22%	0.60%	0.80%	0.77%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	0.89%	0.80%	0.80%	0.80%
					估值指标				
					P/E (倍)	22.45	21.41	16.70	13.47
					P/B (倍)	3.02	2.54	2.12	1.75
					P/S (倍)	2.00	1.53	1.25	1.05
					净资产收益率	17.73%	15.63%	16.70%	17.15%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760