

杭氧股份 (002430.SZ)

买入

控股股东拟收购浙江盈德，行业龙头整合有望带来经营格局改善

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 机械设备 · 专用设备

◆ 投资评级：买入(调高评级)

证券分析师： 吴双 0755-81981362 wushuang2@guosen.com.cn
证券分析师： 李雨轩 0755-81981140 liyuxuan@guosen.com.cn

执证编码：S0980519120001
执证编码：S0980521100001

事项：

2023年5月4日公司发布公告称，公司接间接控股股东杭州资本通知，杭州资本近日和其他投资人约定共同设立买方SPV，以现金交易方式收购盈德香港持有的浙江盈德控股集团有限公司（下称浙江盈德）100%股权。交易完成后，杭州资本持有买方SPV30%股权，系买方SPV第一大股东(非控股股东)。杭州资本承诺本次交易完成后的36个月内，将推动杭氧股份与买方SPV资产重组。

国信机械观点：公司控股股东杭州资本拟与其他投资者收购浙江盈德，标的浙江盈德尚未实际经营，待内部重组后将从事工业气体业务，杭州资本承诺交易完成后36个月内推动浙江盈德与杭氧股份资产重组。若双方成功实现资产重组，杭氧股份国内工业气体行业龙头地位确立，有望充分受益于工业气体长坡厚雪赛道，以及领先企业间整合带来的竞争格局优化。考虑到零售气价格波动导致公司一季度经营承压，我们下调公司23-25年归母净利润为14.31/17.05/20.23亿元（前值15.07/17.98/21.36），对应PE27/22/19倍，同时看好本次收购带来行业格局优化，上调公司至“买入”评级。

评论：

◆ 公司间接控股股东杭州资本与其他投资者共同设立买方SPV收购浙江盈德100%股权

公司控股股东杭州资本拟与其他投资者以现金收购浙江盈德100%股权。公司2023年5月4日发布公告称，公司接间接控股股东杭州资本通知，杭州资本近日和其他投资人约定共同设立买方SPV，以现金交易方式收购盈德香港持有的浙江盈德控股集团有限公司（下称浙江盈德）100%股权。交易完成后，杭州资本持有买方SPV30%股权，系买方SPV第一大股东(非控股股东)。

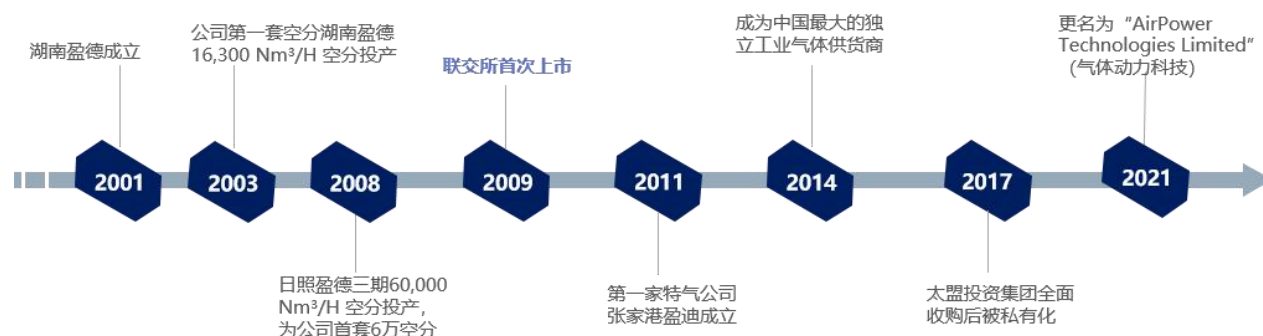
标的浙江盈德尚未实际经营，内部重组后将从事工业气体业务。本次交易标的为浙江盈德控股集团有限公司，于2022年10月成立，注册资本80亿元，为盈德气体香港有限公司全资子公司。截至目前，公司尚未持有任何实质性经营性资产。卖方尚需对目标公司实施内部重组，重组后主要从事现场制气、零售供气和特殊气体、空分装置、清洁能源产品的生产和制售业务，与杭氧股份工业气体业务属于同业。

杭氧股份有望于交易完成内36个月内与买方SPV资产重组。考虑到目标公司为工业气体行业龙头企业体量较大，预计公司难以及时筹措参与本次交易所需现金，杭州资本作为公司间接控股股东先行参与本次交易，从而为公司提前锁定同行业优质资产投资机会。杭州资本承诺本次交易完成后的36个月内，推动杭氧股份与买方SPV资产重组，若未按承诺完成，杭州资本将通过包括但不限于出售所持买方SPV股权等方式退出对目标公司的投资。

◆ 盈德气体：国内工业气体龙头，2020年市占率达12.6%

盈德气体是国内工业气体龙头，2020年市占率约12.6%。盈德气体成立于2002年，主业为以现场管道与液体供气等方式供应氧、氮、氩等高品质工业气体产品，并提供基于氢气及一氧化碳的合成气清洁能源解决方案。2009年，公司于联交所上市；2014年，公司成为全国最大独立工业气体供货商；2017年，亚洲知名投资管理集团太盟投资全面收购后公司后退市；2021年公司更名为“AirPower Technologies Limited”（气体动力科技）。根据公司港股上市申请文件，2020年公司实现营业收入161.61亿元，当年国内市占率约为12.6%，稳居国内工业气体行业第一。

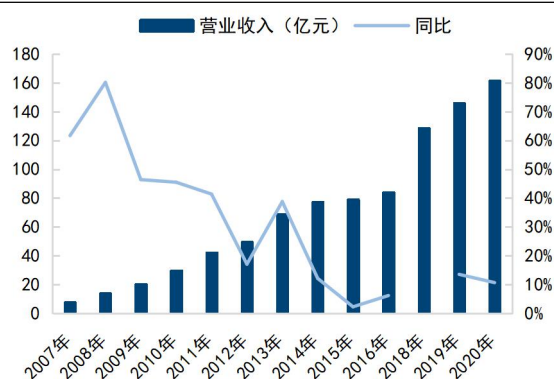
图1：盈德气体自成立起始终深耕工业气体服务行业，2014 年成为我国工业气体龙头



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

营收始终保持正增长，2007-2020 年 CAGR 达 26.21%。收入端看，2007 年起公司收入始终保持正增长，由 2006 年的 7.84 亿元持续增至 2020 年的 161.61 亿元，2007-2020 年 CAGR 达 26.21%。**业绩端看**，公司净利润由 2007 年的 1.77 亿元增至 2013 年的 9 亿元以上，2016 年受计提较大金额资产减值损失影响，公司发生净亏损 1.43 亿元，2018 年起公司经营显著改善，净利润稳定增至 2020 年的 21.27 亿元，2007-2020 年 CAGR 达 21.08%。

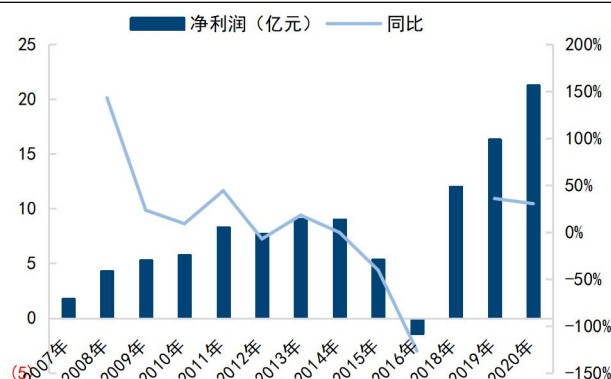
图1：气体动力科技 2007-2020 年收入 CAGR 达 26.21%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：2017 年 Wind 数据缺失

图2：气体动力科技 2007-2020 年 CAGR 达 21.08%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：2017 年 Wind 数据缺失

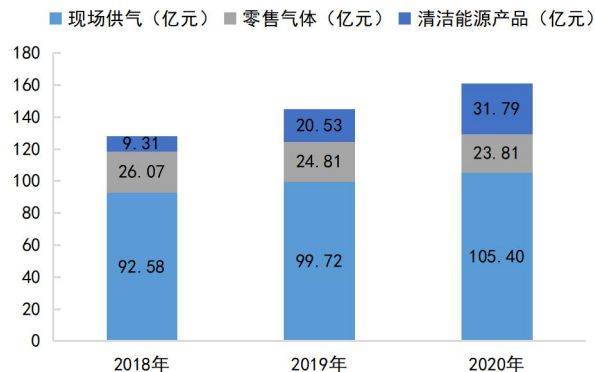
空气气体收入占比 80%以上，净利率水平稳定提升至 13.19%。收入结构看，公司两大主营业务分别为空气气体和清洁能源产品，其中，空气气体又可根据销售方式分为现场供气和零售气体两种。2018-2020 年公司空气气体的收入分别为 118.66/124.53/129.20 亿元，总营收占比分别为 92.43%/85.44%/80.05%。其中现场供气业务营收分别为 92.58/99.72/105.40 亿元，总收入占比稳定在 65%以上，为公司主要收入来源。**盈利能力看**，公司销售毛利率从 2012 年起基本稳定在 30%-32%区间，2019 年起有所承压降至 2020 年的 28.06%；公司销售净利润率由 2008 年最高点时的 30.36%持续降至 2016 年-1.76%，后反转向上增至 2020 年 13.19%。

图3：气体动力科技 2020 年净利率达 13.19%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：气体动力科技空气气体收入占比 80%以上



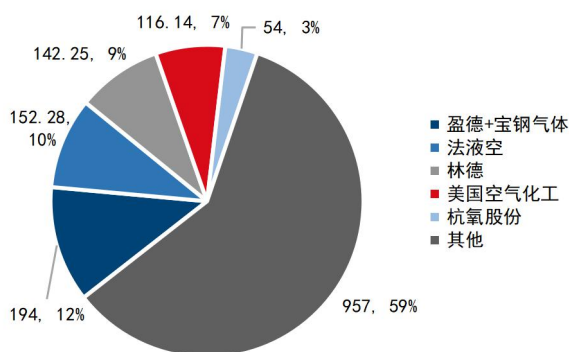
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 收购落地有望确立国内工业气体龙头地位，对标海外龙头林德气体

业务实现优势互补，设备+气体均成行业第一。杭氧股份为我国空分设备龙头，2018-2020 年总制氧容量分别为 144.30/126.02/169.39 万 m³/h，对应市占率分别为 32.98%/35.66%/43.21%，维持绝对龙头位置且占比稳定提升。2003 年公司基于设备优势进军工业气体领域，现已发展成为我国最主要工业气体供应商之一。本次拟收购标的盈德气体无空分设备生产及销售业务，工业气体供应市占率第一。若成功整合，双方可实现优势互补、充分发挥业务间协同效应。

国内双龙头整合，管道气业务竞争格局有望改善。弗若斯特沙利文数据显示，截至 2020 年末，我国共有约 1000 家独立工业气体生产商。根据收入体量由大至小依次为气体动力科技、法国液化空气集团、德国林德集团、美国空气化工、杭氧集团等，市占率分别为 12.01%/9.43%/8.80%/7.19%/3.34%，2020 年行业 CR5 约 38.0%。若双方成功重组，体量看合计市占率将超 15.35%。近年来，杭氧股份工业气体业务发展迅速，气体销售收入由 2007 年 0.43 亿元持续增至 2022 年 80.08 亿元，15 年 CAGR 达 41.79%，盈德气体是其国内的主要竞争对手之一，此次收购整合有望大幅改善原有竞争格局，公司气体业务盈利能力有望提升。

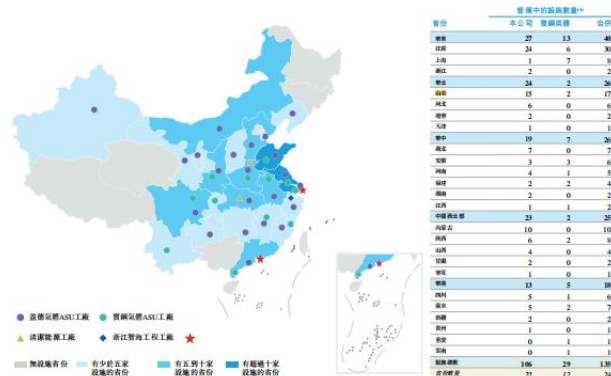
图5：2020 年国内工业气体 CR3 约为 30.24%



资料来源：各公司 2020 年年报、空气动力科技招股说明书，国信证券经济研究所整理。

注：人民币兑美元汇率按照 2020 年平均汇率 6.9:1 计算。

图6：气体动力科技 2021H1 全国运营设施情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

全国网络布局完善，助力公司零售气业务发展。不同于管道气贴近大客户服务模式对于网点布局要求低，杭氧股份零售气的经济销售半径约为 250 公里，因此多网点布局可为公司提供更多线路选择、显著节约气体储运成本、加强终端渠道触达等，有利于公司零售气业务的开展。截至 2021H1，气体动力科技已基本完成全国范围网点布局，在我国 11 个省份拥有 5 个以上的气体运营设施，尤其在新疆、云南、重庆等杭氧

股份尚未布局的西部地区已设有运营设施。本次重组有助于完善杭氧在全国范围内经营网络布局，助力公司零售气业务加速发展。

◆ **投资建议：两大巨头整合有望带来工业气体行业格局改善，上调至“买入”评级**

公司控股股东杭州资本拟与其他投资者收购浙江盈德，标的浙江盈德尚未实际经营，待内部重组后将从事工业气体业务，杭州资本承诺交易完成后 36 个月内推动浙江盈德与杭氧股份资产重组。若双方成功实现资产重组，杭氧股份国内工业气体行业龙头地位确立，有望充分受益于工业气体长坡厚雪赛道，以及领先企业间整合带来的竞争格局优化。考虑到零售气价格波动导致公司一季度经营承压，我们下调公司 23-25 年归母净利润为 14.31/17.05/20.23 亿元（前值 15.07/17.98/21.36），对应 PE27/22/19 倍，同时看好本次收购带来行业格局优化，上调公司至“买入”评级。

风险提示

并购整合事项不及预期；气体业务进展不及预期；大宗原材料价格波动；竞争加剧。

相关研究报告：

《财报点评：杭氧股份（002430.SZ）-空分设备龙头地位稳固，继续做大做强气体业务》-20230406

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1566	3292	2506	2426	2712	营业收入	11878	12803	14616	17024	19903
应收款项	2698	2343	3008	3178	3715	营业成本	8951	9540	10964	12721	14816
存货净额	2432	2071	2730	3132	3523	营业税金及附加	76	91	87	110	130
其他流动资产	2532	2861	3085	3675	4315	销售费用	131	146	167	192	226
流动资产合计	9228	10568	11329	12411	14265	管理费用	671	752	861	983	1127
固定资产	5800	7596	8914	10117	11202	研发费用	352	463	572	666	779
无形资产及其他	375	370	356	342	328	财务费用	104	80	140	165	202
投资性房地产	469	515	515	515	515	投资收益	30	28	19	36	38
长期股权投资	174	190	230	276	310	资产减值及公允价值变动	53	42	63	58	54
资产总计	16047	19238	21344	23661	26621	其他收入	(432)	(632)	(572)	(666)	(779)
短期借款及交易性金融负债	640	1022	895	1683	2687	营业利润	1597	1632	1908	2280	2716
应付款项	1674	1635	2060	1991	1979	营业外净收支	(4)	18	11	8	12
其他流动负债	3686	3735	4649	5213	6052	利润总额	1593	1650	1919	2288	2728
流动负债合计	6000	6392	7603	8888	10717	所得税费用	318	366	403	482	584
长期借款及应付债券	1851	3581	3581	3581	3581	少数股东损益	80	73	85	102	121
其他长期负债	341	306	302	297	282	归属于母公司净利润	1194	1210	1431	1705	2023
长期负债合计	2192	3887	3883	3878	3863	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8192	10279	11486	12766	14580	净利润	1194	1210	1431	1705	2023
少数股东权益	532	768	844	936	1045	资产减值准备	(111)	118	37	35	32
股东权益	7324	8192	9013	9959	10995	折旧摊销	641	721	760	893	1031
负债和股东权益总计	16047	19238	21344	23661	26621	公允价值变动损失	(53)	(42)	(63)	(58)	(54)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	104	80	140	165	202
每股收益	1.24	1.23	1.45	1.73	2.05	营运资本变动	(844)	433	(175)	(635)	(725)
每股红利	0.39	0.73	0.62	0.77	1.00	其它	166	(88)	40	56	77
每股净资产	7.59	8.32	9.15	10.12	11.17	经营活动现金流	994	2352	2029	1996	2384
ROIC	17%	15%	15%	16%	17%	资本开支	0	(2652)	(2039)	(2060)	(2080)
ROE	16%	15%	16%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	25%	25%	25%	25%	26%	投资活动现金流	(83)	(2668)	(2079)	(2106)	(2114)
EBIT Margin	14%	14%	13%	14%	14%	权益性融资	(10)	786	0	0	0
EBITDA Margin	20%	20%	19%	19%	19%	负债净变化	680	688	0	0	0
收入增长	19%	8%	14%	16%	17%	支付股利、利息	(380)	(716)	(610)	(759)	(986)
净利润增长率	42%	1%	18%	19%	19%	其它融资现金流	(1433)	1312	(127)	788	1004
资产负债率	54%	57%	58%	58%	59%	融资活动现金流	(842)	2042	(737)	29	17
息率	1.0%	1.9%	1.6%	2.0%	2.6%	现金净变动	69	1726	(786)	(81)	287
P/E	31.3	31.5	26.6	22.4	18.8	货币资金的期初余额	1497	1566	3292	2506	2426
P/B	5.1	4.7	4.2	3.8	3.5	货币资金的期末余额	1566	3292	2506	2426	2712
EV/EBITDA	19.5	19.1	18.2	15.7	13.7	企业自由现金流	0	(89)	99	54	446
						权益自由现金流	0	1911	(139)	712	1291

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032