

杭氧股份(002430)

报告日期: 2024年11月23日

## 控股股东杭州资本参与收购盈德气体, 迈出重要一步

### ——杭氧股份点评报告

#### 投资要点

- 收购盈德事项: 交易方案变更, 间接控股股东杭州资本改为非第一大股东参与**
  - 原交易方案:** 杭州资本拟为买方 SPV1 第一大股东, 收购浙江盈德 100% 股权。并承诺在交易完成 36 个月内, 推动杭氧股份与 SPV1 签署资产重组协议。截至 2024 年 11 月 21 日, 因《股权出售与购买(主)协议》约定的交割先决条件未能在最后期限日前满足, 买方 SPV1 虽已设立但未注资, 也未实际运作。
  - 新交易方案:** 卖方与数家投资人另行签署交易协议, 共同投资设立“买方 SPV2”, 收购目标公司 100% 股权。杭州资本全资子公司杭州产投拟以 LP 身份和其他投资人共同出资到杭州杭盟, 杭州杭盟在买方 SPV2 出资比例为 19.55%, 非买方 SPV2 第一大股东、未有董事席位, 不享有目标公司决策和管理权。
  - PAG 拟 68 亿美金出售气体业务:** 据彭博社 11 月 21 日消息, 香港私募股权投资公司太盟投资集团(PAG)同意将气体动力科技有限公司(AirPower Technologies Ltd.) 工业气体业务以 68 亿美元出售给一家中国财团。
- 公司成长路径: 需求增长+市占率提升+盈利能力提升, 远期盈利空间超数倍**
  - 行业需求持续增长:** 1) 工业气体市场总需求近 2000 亿元, 其中第三方外包市场快速增长, 预计外包比例将从 2021 年的 41% 提升至 2025 年的 45%。2) 2021 年中国工业气体市场规模同比增长 10%, 中国人均气体消费量占西欧、美国等发达国家的 30-40%。预计到 2025 年中国工业气体市场规模复合增速 6-8%。
  - 公司市占率提升:** 国产替代趋势下, 2021 年公司在第三方供气市场的存量份额为 9%, 增量份额为 45%, 预计远期公司在第三方存量市场的份额将是 2021 年的 3-4 倍 (30-40% 市占率)。
  - 公司产品结构升级, 盈利能力持续提升:** 1) 气体业务收入占比持续提升, 而气体业务的成长性、盈利能力均高于设备业务。2) 气体业务中零售业务的收入占比持续提升, 零售气盈利能力高于管道气。3) 零售气体业务中的电子特气业务收入占比将持续提升, 电子特气业务盈利能力高于普通工业气体零售业务。
- 盈利预测及投资建议**  
 预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 10.3、13.4、16.2 亿元, 同比增速分别为 -15%、30%、21%, 对应 PE 分别为 24、18、15 倍。维持“买入”评级。
- 风险提示**  
 控股股东交易不确定性风险, 行业竞争风险及市场风险, 气体价格波动风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君  
执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

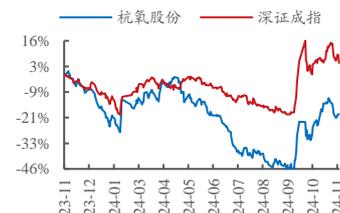
分析师: 李思扬  
执业证书号: S1230522020001  
lisiyang@stocke.com.cn

研究助理: 张筱晗  
zhangxiaohan@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 24.77
总市值(百万元)	24,370.94
总股本(百万股)	983.89

#### 股票走势图



#### 相关报告

#### 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13309	14100	16968	19740
(+/-) (%)	4%	6%	20%	16%
归母净利润	1216	1028	1337	1620
(+/-) (%)	0%	-15%	30%	21%
每股收益(元)	1.24	1.04	1.36	1.65
P/E	20	24	18	15
ROE	13%	10%	12%	15%

资料来源: 浙商证券研究所

■ **核心逻辑：**迈向中国工业气体龙头！国产替代，打造全产业链优势。

近年来公司管道气业务加速，存量运营市场份额为 10%，新签气体运营市场的份额 40-50%。预计 2025 年底公司运营气体规模超 300 万方，2022-2025 年气体业务收入的复合增速达 23%，2025 年公司气体业务收入占比超过 75%

■ **【工业气体】行业——重点公司盈利预测与估值**

**表 1：【工业气体】行业：重点公司盈利预测与估值**

代码	公司	市值/亿元	归母净利润/亿元				PE				PB (LF)	ROE
			2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E		
LIN.O	林德	15,579	418	493	532	568	37	32	29	27	5.0	17%
AI.PA	液化空气集团	7,009	226	263	276	304	31	27	25	23	3.8	14%
APD.N	空气化工产品	5,309	163	187	195	213	33	28	27	25	4.4	18%
海外气体公司平均值							34	29	27			
002430.SZ	杭氧股份	244	12.1	12.2	10.3	13.4	20	20	24	18	3.4	14%
688146.SH	中船特气	165	3.8	3.3	3.1	4.3	43	49	54	38	3.4	6%
688548.SH	广钢气体	126	2.4	3.2	3.2	4.6	53	39	39	27	3.1	6%
601369.SH	陕鼓动力	153	9.7	10.2	10.8	12.4	16	15	14	12	1.6	12%
301286.SZ	侨源股份	137	1.2	2.0	0.0	0.0	117	68	-	-	6.9	12%
688268.SH	华特气体	62	2.1	1.7	2.0	2.7	30	36	30	23	5.0	9%
002549.SZ	凯美特气	48	1.7	-0.3	-	-	29	-187	-	-	3.5	-1%
002971.SZ	和远气体	44	0.8	0.8	0.0	0.0	58	52	-	-	3.5	6%
603173.SH	福斯达	38	1.4	1.9	2.7	3.5	27	20	14	11	2.6	13%
600378.SH	昊华科技	336	11.6	9.0	12.3	17.1	29	37	27	20	3.3	11%
002409.SZ	雅克科技	292	5.2	5.8	9.6	13.0	56	50	30	23	3.9	8%
300346.SZ	南大光电	207	1.9	2.1	3.4	4.5	111	98	62	46	6.9	10%
688106.SH	金宏气体	88	2.3	3.2	3.7	4.3	39	28	24	20	3.9	10%
688596.SH	正帆科技	104	2.6	4.0	5.5	7.8	40	26	19	13	3.9	13%
300435.SZ	中泰股份	51	2.8	3.5	3.7	5.1	18	14	14	10	1.8	11%
603324.SH	盛剑科技	44	1.3	1.7	1.9	2.3	34	27	24	19	2.5	10%
国内气体公司平均值							45	25	29			
工业气体公司平均值							43	25	29	22	4	10.5%

资料来源：Wind、彭博，浙商证券研究所整理（除杭氧股份外，林德、法液空、空气化工 2024-25 年 eps 来自彭博，其余公司来自 Wind 一致预期）

## 表附录：三大报表预测

### 资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11365	11957	13939	15943
现金	3346	3346	3681	4049
交易性金融资产	2	1	1	1
应收账款	2659	2969	3683	4392
其它应收款	40	37	47	55
预付账款	1127	1125	1344	1557
存货	2496	2701	3226	3737
其他	1694	1779	1957	2153
<b>非流动资产</b>	11255	11515	11843	12154
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	203	203	203	203
固定资产	6656	7373	7949	8402
无形资产	515	545	583	644
在建工程	3047	2678	2382	2146
其他	834	716	726	759
<b>资产总计</b>	22620	23473	25782	28097
<b>流动负债</b>	8462	8830	10768	12601
短期借款	493	1313	2097	2919
应付款项	2011	2082	2487	2881
预收账款	0	0	0	0
其他	5957	5435	6184	6802
<b>非流动负债</b>	4077	4103	4093	4091
长期借款	2713	2713	2713	2713
其他	1363	1390	1380	1378
<b>负债合计</b>	12539	12934	14861	16692
少数股东权益	1184	1244	1322	1416
归属母公司股东权	8897	9295	9599	9989
<b>负债和股东权益</b>	22620	23473	25782	28097

### 现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2463	1551	1433	1657
净利润	1275	1088	1415	1714
折旧摊销	877	478	546	611
财务费用	103	166	173	192
投资损失	(31)	(38)	(42)	(45)
营运资金变动	277	179	3	(156)
其它	(37)	(322)	(662)	(659)
<b>投资活动现金流</b>	(3198)	(699)	(833)	(877)
资本支出	(2109)	(800)	(800)	(800)
长期投资	43	(38)	7	8
其他	(1132)	139	(40)	(85)
<b>筹资活动现金流</b>	534	(852)	(266)	(412)
短期借款	173	820	784	822
长期借款	174	0	0	0
其他	187	(1672)	(1050)	(1235)
<b>现金净增加额</b>	(201)	0	335	368

### 利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	13309	14100	16968	19740
营业成本	10260	11253	13443	15571
营业税金及附加	83	92	110	118
营业费用	188	169	204	237
管理费用	797	804	950	1096
研发费用	453	494	585	671
财务费用	103	166	173	192
资产减值损失	(32)	(71)	(85)	(99)
公允价值变动损益	0	50	50	50
投资净收益	31	38	42	45
其他经营收益	150	90	103	114
<b>营业利润</b>	1639	1371	1782	2163
营业外收支	4	6	10	7
<b>利润总额</b>	1644	1377	1791	2170
所得税	369	289	376	456
<b>净利润</b>	1275	1088	1415	1714
少数股东损益	59	60	78	94
<b>归属母公司净利润</b>	1216	1028	1337	1620
EBITDA	2562	2017	2517	2975
EPS (最新摊薄)	1.24	1.04	1.36	1.65

### 主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.95%	5.94%	20.34%	16.34%
营业利润	0.45%	-16.38%	29.99%	21.38%
归属母公司净利润	0.48%	-15.47%	30.10%	21.11%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.91%	20.19%	20.77%	21.12%
净利率	9.58%	7.71%	8.34%	8.68%
ROE	12.77%	9.97%	12.46%	14.51%
ROIC	9.26%	8.41%	9.91%	10.92%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	55.43%	55.10%	57.64%	59.41%
净负债比率	41.36%	39.69%	40.86%	42.43%
流动比率	1.34	1.35	1.29	1.27
速动比率	1.05	1.05	0.99	0.97
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.64	0.61	0.69	0.73
应收账款周转率	8.36	8.32	8.95	8.82
应付账款周转率	6.42	6.34	6.80	6.71
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.24	1.04	1.36	1.65
每股经营现金	2.50	1.58	1.46	1.68
每股净资产	9.04	9.45	9.76	10.15
<b>估值比率</b>				
P/E	20.04	23.71	18.22	15.05
P/B	2.74	2.62	2.54	2.44
EV/EBITDA	12.42	13.60	11.17	9.70

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>