

杭氧股份(002430)

报告日期: 2023年05月04日

# 杭氧股份: 逐步迈向“中国的林德”

## ——杭氧股份点评报告

### 投资要点

#### □ 事件:

**上市公司公告:** 间接控股股东杭州资本及其他投资人(买方)与盈德香港、气体动力(卖方)签署《股权出售与购买(主)协议》, 约定杭州资本拟与其他投资人共同投资设立特殊目的公司(买方“SPV”), 收购盈德香港持有的浙江盈德控股集团有限公司(目标公司)100%股权。

#### □ 控股股东杭州资本拟并购盈德气体, 并承诺交易完成后推动与上市公司重组气体动力科技(主要资产是盈德气体), 是中国最大的独立工业气体供应商。

2020年, 气体动力科技(含宝钢气体)营业收入为194亿元, 独立第三方供气市场的市占率为22.3%, 净利润为23亿元。公司营业收入中80%来自于空分气体, 绝大部分来自于现场供气。公司盈利能力较强, 2020年ROE为20%, 毛利率28%, 净利率为13.2%。

据公告, 本次交易完成后, 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)。待卖方完成内部重组后, 目标公司将主要从事现场制气、零售气体、特种气体、清洁能源产品的制售业务, 与杭氧股份主业属于同业。

**杭州资本承诺:** 杭州资本将在本次交易完成后的36个月内, 推动上市公司与买方SPV签署资产重组协议, 并由上市公司披露交易预案。

若上市公司与买方SPV进行资产重组, 上市公司将实现对同行业优质资产的重组整合, 有利于上市公司发挥协同效应、扩大生产规模、提高资产质量、优化财务状况、增强市场竞争力。

看好杭氧股份逐步迈向“中国的林德”。德国林德: 全球工业气体龙头, 近期市值创历史新高, 超1.2万亿元人民币市值。

#### □ 杭氧股份: 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%。

#### □ 2022年新签气体投资项目39万方, 锂电项目占比过半, 产品结构持续提升

公司2022年新签气体投资项目合计39万方, 其中浙江时代锂电、九江天赐等锂电项目合计20万方(占比超过一半)。衢州特气混改完成并引入战略投资者, 收购西亚特、万达气体, 丰富产品矩阵, 预计电子特气业务将进入发展快车道。

#### □ 重要人事变动: 公司新选任董事长, 管理团队持续年轻化、发展有望加速

#### □ 2022年股权激励计划完成授予, 预计2023-2024年净利润稳定增长

股权激励分三年期解禁, 分别为相应授予的限制性股票完成登记之日起24、36、48个月, 解锁比例分别40%、30%、30%。股权激励业绩(指扣非归母净利润)解锁条件: 以2018-2020年扣非归母净利润均值为基数(即6.88亿元), 2022-2024年增速不低于60%、66%、73%, 即11.01、11.43、11.91亿元。

#### □ 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

**(1) 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、美国等发达国家人均气体消费量的30-40%。预计到2025年中国工业气体市场规模复合增速6-8%。(以上数据来源: 请参考此前发布的公司深度报告《杭氧股份深度PPT: 国产替代、产品升级, 迈向工业气体龙头》2022年7月8日)

**(2) 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2025年公司第三方市场的份额有望提升1

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

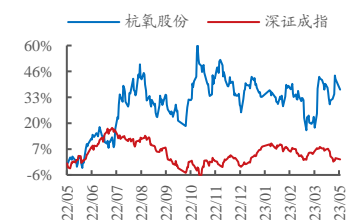
分析师: 张杨

执业证书号: S1230522050001  
zhangyang01@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥38.71
总市值(百万元)	38,111.69
总股本(百万股)	984.54

### 股票走势图



### 相关报告

- 《气体投资项目再落一子, 预计全年气体运营新签订单饱满》2023.04.26
- 《控股股东筹划产业链相关交易; 期待竞争改善、盈利能力提升》2023.04.07
- 《新董事长上任, 期待工业气体龙头新气象》2023.04.02

倍；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% 市场占有率）。

**（3）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，电子特气业务的盈利能力远高于普通工业气体零售业务。

□ **产品结构升级：电子特气等高附加值业务打造公司第二成长曲线**

电子大宗气是电子气业务的基础，国产替代空间广阔，公司配套青岛芯恩、斯达半导等电子气项目。在特气市场，公司以稀有气体作为首要切入点，2022 年业绩贡献明显。长远看，公司定位于综合气体解决方案供应商，衢州特气完成混改并进入战略投资者，产品矩阵将不断完善，电子特气、零售气体等高附加值业务将打造第二成长曲线。

□ **公司治理改善：股权激励授予完成，杭州优质国企焕发活力**

□ **盈利预测及投资建议**

公司是国内空分设备及工业气体的龙头企业，技术研发优势、设备-EPC-气体运营全产业链优势、品牌优势、体系和管理优势构成公司的核心竞争力。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 14.3、17.0、20.2 亿元，同比增速分别为 18%、19%、19%，三年复合增速 19%，对应 PE 分别为 27、22、19 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。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12803	13633	15658	18890
(+/-) (%)	8%	6%	15%	21%
归母净利润	1210	1430	1697	2018
(+/-) (%)	1%	18%	19%	19%
每股收益(元)	1.23	1.45	1.72	2.05
P/E	31	27	22	19

资料来源：浙商证券研究所

## 1 成长路径：行业需求、公司份额、盈利能力三提升

表1：成长路径：需求增长（自然需求+第三方外包比例提升）、份额提升、盈利提升（气体、零售气体、电子特气占比提升）等

驱动因素	指标类型	核心指标	2021年	2022年E	2025年E
行业需求增长	工业气体市场总需求	中国工业气体市场规模（亿元）	1795	1921	2352
		中国工业气体市场规模增速	10%	6%-8%	6%-8%
		中国人均气体消费量占西欧、美国等发达国家人均气体消费量的比例	30%-40%	30%-40%	40%
	第三方外包市场比例	中国第三方外包市场比例	41%	42%	45%
		海外第三方外包市场比例	80%	80%	80%
市场份额提升	杭氧股份市场份额	杭氧股份第三方存量市场占有率	9%	11%	17%
		杭氧股份第三方增量市场占有率	45%	40%-50%	40%-50%
盈利能力提升	气体业务收入占比	公司空分设备收入占比	36%	32%	20%
		公司气体收入占比	56%	61%	74%
	零售气业务收入（扣除电子特气收入）占工业气体总收入的占比情况	预计公司零售气收入占比	25%	23%	26%
		海外零售气收入占比	75%	75%	75%
	电子特气收入占比	公司电子特气收入占比	2%	12%	趋势会提升

备注：数据依据来自于此前发布的公司深度报告（深度报告名《杭氧股份深度 PPT：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头》2022年7月8日）、点评报告（点评报告名《杭氧股份：迈向中国工业气体龙头：国产替代、产品升级、治理改善》2022年7月8日）

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 核心逻辑：

**1) 迈向中国工业气体龙头：国产替代，基于空分设备打造全产业链优势。**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近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70%。

**2) 产品结构升级：电子特气等高附加值业务打造公司第二成长曲线。**电子大宗气是电子气业务的基础，国产替代空间广阔。在特气市场，公司以稀有气体作为切入点，产能有望超预期释放。长远看，公司定位于综合气体解决方案供应商，产品矩阵将不断完善，电子特气、零售气体等高附加值业务将打造第二成长曲线。

**3) 公司治理改善：股权激励授予完成，杭州优质国企焕发活力。**

### 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

**1) 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、美国等发达国家人均气体消费量的30-40%。预计到2025年中国工业气体市场规模复合增速6-8%。（以上数据来源：请参考此前发布的公司深度报告《杭氧股份深度 PPT：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头》2022年7月8日）

**2) 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 2025 年公司第三方市场的份额有望提升 1 倍; 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)。

**3) 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, 电子特气业务的盈利能力远高于普通工业气体零售业务。

## 2 附录：交易概述及公司间接控股股东对目标公司后续安排

### 1、交易概述

公司于近日收到公司间接控股股东杭州资本通知，杭州资本于近日和其他投资人及盈德香港、气体动力签署《股权出售与购买（主）协议》，约定杭州资本拟与其他投资人共同投资设立买方 SPV，收购盈德香港持有的目标公司 100% 股权。

本次交易完成后，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）。截至公告披露日（5 月 4 日），买方 SPV 尚未设立。

截至公告披露日（5 月 4 日），卖方尚需对目标公司实施内部重组；内部重组完成后，目标公司将主要从事现场制气、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。截至公告披露日（5 月 4 日），本次交易尚需通过国家市场监督管理总局关于经营者集中的审查，并待目标公司完成内部重组等相关交割条件满足后方可进行交割。

截至公告披露日（5 月 4 日），目标公司尚未持有任何实质性经营性资产。本次交易项下，卖方尚需对目标公司实施内部重组；内部重组完成后，目标公司将主要从事现场制气、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。

### 2、杭州资本关于目标公司的后续安排

目标公司的主营业务与公司主营业务项下的工业气体业务属于同业。根据杭州资本提供的说明，本次交易系现金交易，目标公司体量较大，预计上市公司难以及时筹措参与本次交易所需现金。鉴于此，考虑到目标公司与上市公司均为工业气体行业龙头企业，杭州资本作为公司间接控股股东先行参与本次交易，旨在为上市公司提前锁定同行业优质资产投资机会，降低上市公司直接参与投资可能面临的不确定性及风险，杭州资本通过本次交易参与投资目标公司对上市公司具有积极意义。

杭州资本承诺，杭州资本将在目标公司满足《上市公司重大资产重组管理办法》等相关法律法规规定条件的情况下，在本次交易完成后（以目标公司股权经工商登记至买方 SPV 名下且买方 SPV 向卖方支付完毕本次交易全部交易对价之日为准）的 36 个月内，推动上市公司与买方 SPV 签署资产重组协议并由上市公司披露交易预案；若杭州资本未能在前述期限内推动上市公司与买方 SPV 签署资产重组协议并由上市公司披露交易预案，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。

（以上资料均来自于上市公司公告）

### 3 附录：气体动力科技，中国最大的独立工业气体供应商

气体动力科技（主要资产是盈德气体），是中国最大的独立工业气体供应商。2020 年，气体动力科技（含宝钢气体）营业收入为 194 亿元，占中国独立工业气体生产商总收入的 22.3%，净利润为 23 亿元。

2021 年杭氧股份气体业务营收为 66 亿元，市场份额为 9%。

公司营业收入中 80%来自于空分气体，绝大部分来自于现场供气。

公司盈利能力较强，2020 年 ROE 为 20%，毛利率 28%，净利率为 13.2%。

（以上内容来自浙商机械外发报告《工业气体行业深度：从气体动力科技，看中国工业气体行业长坡厚雪》、《杭氧股份深度：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头》）

## 4 附录：工业气体 2023、2024 年 PE 估值分别为 34、27 倍

表2：工业气体板块 2023、2024 年 PE 平均估值分别为 34、27 倍

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (LF)	摊薄 ROE (2022)
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
Linde	12,339	289	332	365	402	43	37	34	31	4.5	10.4%
液化空气集团	6,509	205	225	248	273	32	29	26	24	3.6	11.6%
空气化工产品	4,519	155	171	188	207	29	26	24	22	4.7	17.2%
<b>杭氧股份</b>	<b>381</b>	<b>12.1</b>	<b>14.3</b>	<b>17.0</b>	<b>20.2</b>	<b>31</b>	<b>27</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>4.5</b>	<b>14.8%</b>
侨源股份	117	1.2	2.8	4.6	6.7	100	42	26	17	6.3	7.5%
陕鼓动力	163	9.7	10.3	12.1	14.4	17	16	14	11	2.3	11.9%
凯美特气	77	1.7	2.9	3.9	5.2	47	27	20	15	7.1	13.4%
华特气体	98	2.1	2.6	3.4	4.5	47	38	28	22	6.5	13.4%
中船特气	267	3.8	4.5	5.6	6.9	70	59	47	39	5.1	16.7%
昊华科技	342	11.6	12.8	15.4	18.6	29	27	22	18	5.4	14.2%
雅克科技	304	5.2	8.6	11.3	16.5	58	35	27	18	4.1	8.1%
南大光电	190	1.9	2.5	3.0	3.8	102	77	64	51	9.1	8.8%
金宏气体	131	2.3	3.2	4.0	4.8	57	41	33	27	3.8	8.1%
正帆科技	109	2.6	3.9	5.4	6.9	42	28	20	16	4.7	10.7%
中泰股份	57	2.8	3.7	4.8	5.7	21	15	12	10	2.2	9.9%
盛剑环境	49	1.3	2.1	3.0	3.8	37	23	16	13	3.3	9.1%
和远气体	40	0.8	/	/	/	54	/	/	/	2.9	6.2%
<b>平均值</b>						<b>48</b>	<b>34</b>	<b>27</b>	<b>22</b>	<b>4.7</b>	<b>11.3%</b>

备注 1：时间截止至 2023 年 5 月 4 日收盘

备注 2：除杭氧股份、凯美特气、华特气体、侨源股份、陕鼓动力之外，其他中国公司盈利预测均采用 wind 一致预期、其他海外公司盈利预测均采用 Bloomberg 一致预期。

资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10568	11808	13400	15573
现金	3292	3457	3802	4183
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2308	3127	3694	4461
其它应收款	35	39	40	51
预付账款	1251	1028	1178	1422
存货	2071	2467	2827	3412
其他	1610	1690	1859	2045
<b>非流动资产</b>	8670	9086	9380	9632
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	190	190	190	190
固定资产	6607	6928	7212	7457
无形资产	370	369	360	347
在建工程	987	1029	1064	1091
其他	517	570	554	547
<b>资产总计</b>	19238	20894	22780	25205
<b>流动负债</b>	6392	6991	7907	9177
短期借款	320	758	1016	1235
应付款项	1635	1902	2179	2630
预收账款	0	0	0	0
其他	4437	4331	4712	5312
<b>非流动负债</b>	3887	3902	3904	3898
长期借款	2539	2539	2539	2539
其他	1348	1363	1364	1358
<b>负债合计</b>	10279	10893	11810	13074
少数股东权益	768	859	967	1096
归属母公司股东权益	8192	9142	10002	11035
<b>负债和股东权益</b>	19238	20894	22780	25205

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1437	1205	2010	2131
净利润	1284	1521	1806	2146
折旧摊销	721	457	503	549
财务费用	80	249	252	253
投资损失	(28)	(38)	(42)	(45)
营运资金变动	8	(480)	(41)	(134)
其它	(627)	(504)	(468)	(638)
<b>投资活动现金流</b>	(2705)	(835)	(755)	(756)
资本支出	(1796)	(799)	(800)	(800)
长期投资	(13)	(9)	5	(0)
其他	(897)	(27)	40	44
<b>筹资活动现金流</b>	2246	(206)	(909)	(995)
短期借款	320	438	258	219
长期借款	688	0	0	0
其他	1238	(643)	(1167)	(1214)
<b>现金净增加额</b>	978	165	346	380

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	12803	13633	15658	18890
营业成本	9540	10280	11777	14216
营业税金及附加	91	89	102	113
营业费用	146	154	175	210
管理费用	752	750	861	1030
研发费用	463	450	501	604
财务费用	80	249	252	253
资产减值损失	196	(68)	(70)	0
公允价值变动损益	0	32	47	50
投资净收益	28	38	42	45
其他经营收益	69	56	59	61
<b>营业利润</b>	1632	1855	2207	2621
营业外收支	18	11	8	12
<b>利润总额</b>	1650	1866	2216	2634
所得税	366	345	410	487
<b>净利润</b>	1284	1521	1806	2146
少数股东损益	73	91	108	129
<b>归属母公司净利润</b>	1210	1430	1697	2018
EBITDA	2490	2565	2963	3436
EPS (最新摊薄)	1.23	1.45	1.72	2.05

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.79%	6.48%	14.85%	20.65%
营业利润	2.22%	13.69%	18.96%	18.75%
归属母公司净利润	1.37%	18.14%	18.71%	18.86%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.49%	24.59%	24.78%	24.75%
净利率	10.03%	11.16%	11.53%	11.36%
ROE	14.40%	15.08%	16.19%	17.47%
ROIC	11.68%	12.96%	14.02%	15.11%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.43%	52.14%	51.85%	51.87%
净负债比率	34.64%	37.50%	36.11%	34.47%
流动比率	1.65	1.69	1.69	1.70
速动比率	1.33	1.34	1.34	1.33
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	0.68	0.72	0.79
应收账款周转率	8.40	8.58	8.76	8.96
应付账款周转率	6.71	6.65	6.67	6.84
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.23	1.45	1.72	2.05
每股经营现金	1.46	1.22	2.04	2.16
每股净资产	8.32	9.29	10.16	11.21
<b>估值比率</b>				
P/E	31.49	26.66	22.45	18.89
P/B	4.65	4.17	3.81	3.45
EV/EBITDA	16.00	15.45	13.36	11.52

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>