

**投资评级 优于大市 维持**

# 控股股东拟收购浙江盈德，有利行业格局优化、公司竞争力提升

**股票数据**

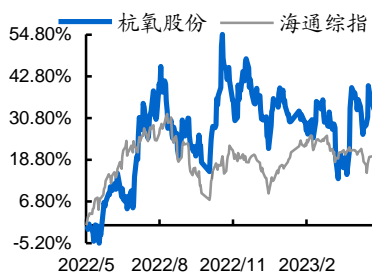
05月05日收盘价(元)	42.58
52周股价波动(元)	26.95-45.25
总股本/流通A股(百万股)	985/964
总市值/流通市值(百万元)	41922/41055

**相关研究**

《22Q4 盈利能力承压；期待新领导、新领域拓展带来新发展》2023.04.07

《杭氧特气引入战投，电子特气完善矩阵，切入半导体领域加速》2022.12.12

《2022H1 毛利率同比上行；气体业务规模不断突破，模式、种类呈现多样化》2022.08.27

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	9.7	13.1	11.8
相对涨幅 (%)	11.8	15.9	14.8

资料来源：海通证券研究所

**投资要点：**

- 事件。**公司发布《杭氧股份：关于间接控股股东对外投资相关事项的公告》（以下简称“本次公告”），公司收到公司间接控股股东杭州资本通知，杭州资本及其他投资人与盈德气体香港有限公司、气体动力科技有限公司签署《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（以下简称“买方 SPV”），收购盈德香港持有的浙江盈德控股集团有限公司（以下简称“浙江盈德”）100%股权。
- 杭州资本在交易完成后将间接持有浙江盈德 30% 股权，承诺在交易完成后 36 个月内推动公司与买方 SPV 签署资产重组协议。**根据本次公告，本次交易完成后，1) 杭州资本持有买方 SPV 30% 股权，系买方 SPV 第一大股东（非控股股东）。截至 5 月 4 日，浙江盈德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股权整合（以下简称“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 and 特殊气体、空分装置、清洁能源产品的生产和制售业务；2) 杭州资本承诺，在本次交易完成后的 36 个月内，推动公司与买方 SPV 签署资产重组协议并由公司披露交易预案。
- 若公司与买方 SPV 进行资产重组，有利于发挥协同效应、增强市场竞争力等。**根据盈德气体官网，盈德气体及关联公司是致力于中国工业发展的大型专业气体公司，专注于大型现场、清洁能源、零售及工程业务发展，下游领域包括冶金、化工、半导体、电子、光伏、食品、医疗健康、新材料、能源、环保等行业；从规模上看，盈德气体已在国内投资建设 160 余套生产装置，拥有 345 万 Nm<sup>3</sup>/h 装置总产能（氧）、88.6 万 Nm<sup>3</sup>/h 装置总产能（合成气），液体产能超过 15000TPD。根据本次公告，若公司与买方 SPV 进行资产重组，公司将实现对同行业优质资产的重组整合，有利于其发挥协同效应、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。我们认为，若资产重组落地，公司与盈德有望形成强强联合、协同增强竞争力。
- 盈利预测。**我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润 15.00/17.65/21.64 亿元，EPS 分别为 1.52/1.79/2.20 元/股。参考可比公司估值，我们给予公司 2023 年 30-35 倍 PE 估值，合理价值区间为 45.70-53.31 元/股，“优于大市”评级。参考 PB 估值，按照我们的合理价值区间，公司 2023 年 PB 为 4.64-5.42 倍（可比公司 2023 年 PB 范围为 3.31-4.84 倍），具备合理性。
- 风险提示。**设备订单执行进度低于预期；气体价格大幅度下跌；工业经济恢复程度低于预期；气体市场竞争加剧；本次交易进度、情况低于预期。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11878	12803	14308	16446	18960
(+/-)YoY(%)	18.5%	7.8%	11.7%	14.9%	15.3%
净利润(百万元)	1194	1210	1500	1765	2164
(+/-)YoY(%)	41.6%	1.4%	23.9%	17.7%	22.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.21	1.23	1.52	1.79	2.20
毛利率(%)	24.6%	25.5%	25.8%	26.4%	26.9%
净资产收益率(%)	16.3%	14.8%	15.5%	15.4%	15.9%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:赵玥炜

Tel:(021)23219814

Email:zyw13208@haitong.com

证书:S0850520070002

表 1 分业务盈利预测

分类	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
分产品销售收入 (百万元)						
气体销售	5420.44	6615.79	8007.58	9534.24	11672.89	14186.30
空分设备	4089.42	4314.71	4011.33	4011.33	4011.33	4011.33
工程总包	95.95	212.08	131.01	131.01	131.01	131.01
石化产品	204.62	512.77	446.45	424.13	424.13	424.13
其他主营业务	210.35	222.49	206.85	206.85	206.85	206.85
<b>合计主营业务收入</b>	<b>10020.77</b>	<b>11877.84</b>	<b>12803.21</b>	<b>14307.55</b>	<b>16446.20</b>	<b>18959.61</b>
分产品销售增长率 (%)						
气体销售	16.21	22.05	21.04	19.07	22.43	21.53
空分设备	34.88	5.51	-7.03	0.00	0.00	0.00
工程总包	10.57	121.03	-38.23	0.00	0.00	0.00
石化产品	-0.12	150.60	-12.93	-5.00	0.00	0.00
其他主营业务	5.65	5.77	-7.03	0.00	0.00	0.00
<b>主营业务收入同比增长率</b>	<b>22.40</b>	<b>18.53</b>	<b>7.79</b>	<b>11.75</b>	<b>14.95</b>	<b>15.28</b>
分产品销售毛利率 (%)						
气体销售	22.27	26.17	25.29	25.76	26.57	27.19
空分设备	23.79	24.03	26.75	26.75	26.75	26.75
工程总包	9.91	12.22	14.76	14.76	14.76	14.76
石化产品	21.00	17.06	20.91	20.91	20.91	20.91
其他主营业务	23.65	20.36	25.29	25.29	25.29	25.29
<b>合计主营业务毛利率</b>	<b>22.68</b>	<b>24.64</b>	<b>25.49</b>	<b>25.79</b>	<b>26.36</b>	<b>26.85</b>
分产品销售毛利 (百万元)						
气体销售	1207.13	1731.08	2025.12	2456.43	3101.06	3857.31
空分设备	972.87	1036.97	1073.03	1073.03	1073.03	1073.03
工程总包	9.51	25.92	19.34	19.34	19.34	19.34
石化产品	42.97	87.47	93.35	88.68	88.68	88.68
其他主营业务	40.23	45.29	52.32	52.32	52.32	52.32
<b>合计主营业务毛利</b>	<b>2272.71</b>	<b>2926.73</b>	<b>3263.15</b>	<b>3689.80</b>	<b>4334.43</b>	<b>5090.69</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们认为, 公司是工业气体运营龙头, 且具备空分设备制造核心技术, 具备一定稀缺性, 属性上不同于一般设备公司, 更类似是服务型公司, 具备良好的现金流, 同时, 工业气体能够渗透至下游各行各业, 具有可拓展性。因此, 我们认为, 一般设备公司的估值并不可比, 我们基于公司业务性质, 选取华测检测 (服务性质、业务下游领域多)、中密控股 (核心部件具稀缺性)、金宏气体 (综合气体供应商) 为可比公司。可比公司 2023 年预测 PE 估值平均值为 31.72 倍, 且考虑到本次交易推动有利于格局优化、公司竞争力提升, 我们给予公司 2023 年 30-35 倍 PE 估值, 合理价值区间为 45.70-53.31 元/股 (预计 2023 年公司 EPS 为 1.52 元), “优于大市”评级。参考 PB 估值, 按照我们的合理价值区间, 公司 2023 年 PB 为 4.64-5.42 倍 (可比公司 2023 年 PB 范围为 3.31-4.84 倍), 具备合理性。

表 2 可比公司估值 (2023.5.5)

公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	预估归母净利润 (亿元)		PE (倍)		PB (倍)	
			2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年
华测检测	19.01	319.91	11.02	13.56	29.02	29.02	4.84	4.07
金宏气体	27.66	134.33	3.18	4.01	42.22	33.47	4.38	3.97
中密控股	43.90	91.39	3.82	4.67	23.91	19.55	3.31	2.90
<b>平均值</b>					<b>31.72</b>	<b>27.35</b>	<b>4.18</b>	<b>3.65</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司 2023、2024 年预估归母净利润来源于 Wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>12803</b>	<b>14308</b>	<b>16446</b>	<b>18960</b>
每股收益	1.23	1.52	1.79	2.20	营业成本	9540	10618	12112	13869
每股净资产	8.32	9.84	11.64	13.83	毛利率%	25.5%	25.8%	26.4%	26.9%
每股经营现金流	1.46	1.67	3.02	2.44	营业税金及附加	91	102	117	135
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	146	157	181	209
P/E	34.64	27.95	23.76	19.37	营业费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
P/B	5.12	4.33	3.66	3.08	管理费用	752	816	954	1100
P/S	3.27	2.93	2.55	2.21	管理费用率%	5.9%	5.7%	5.8%	5.8%
EV/EBITDA	16.69	15.22	12.83	10.59	EBIT	1671	2218	2628	3141
股息率%	<b>1.9%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	80	85	130	76
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.6%	0.6%	0.8%	0.4%
毛利率	25.5%	25.8%	26.4%	26.9%	资产减值损失	-42	-59	-56	-75
净利润率	9.5%	10.5%	10.7%	11.4%	投资收益	28	32	36	42
净资产收益率	14.8%	15.5%	15.4%	15.9%	<b>营业利润</b>	<b>1632</b>	<b>2045</b>	<b>2406</b>	<b>2950</b>
资产回报率	6.3%	6.9%	7.4%	7.9%	营业外收支	18	0	0	0
投资回报率	9.6%	11.4%	12.0%	12.6%	<b>利润总额</b>	<b>1650</b>	<b>2045</b>	<b>2406</b>	<b>2950</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	2403	2914	3353	3984
营业收入增长率	7.8%	11.7%	14.9%	15.3%	所得税	366	454	534	655
EBIT 增长率	-1.2%	32.8%	18.5%	19.5%	有效所得税率%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
净利润增长率	1.4%	23.9%	17.7%	22.6%	少数股东损益	73	91	107	131
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1210</b>	<b>1500</b>	<b>1765</b>	<b>2164</b>
资产负债率	53.4%	51.1%	47.9%	46.0%					
流动比率	1.65	1.55	1.67	1.78	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.91	0.75	0.90	0.97	货币资金	3292	2193	3538	4367
现金比率	0.52	0.31	0.47	0.50	应收账款及应收票据	2308	2904	2961	3695
<b>经营效率指标</b>					存货	2071	2884	2721	3697
应收账款周转天数	42.87	40.00	40.00	40.00	其它流动资产	2896	3067	3362	3680
存货周转天数	84.98	85.00	85.00	85.00	流动资产合计	10568	11048	12582	15439
总资产周转率	0.73	0.70	0.72	0.74	长期股权投资	190	190	190	190
固定资产周转率	2.16	1.95	2.00	2.24	固定资产	6609	8045	8371	8543
					在建工程	987	1413	1817	2201
					无形资产	370	370	370	370
					非流动资产合计	8670	10533	11263	11819
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>19238</b>	<b>21581</b>	<b>23845</b>	<b>27259</b>
净利润	1210	1500	1765	2164	短期借款	320	320	320	320
少数股东损益	73	91	107	131	应付票据及应付账款	1635	2069	2156	2682
非现金支出	928	788	820	963	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	49	182	176	170	其它流动负债	4437	4755	5060	5653
营运资金变动	-824	-919	107	-1029	流动负债合计	6392	7144	7537	8655
<b>经营活动现金流</b>	<b>1437</b>	<b>1641</b>	<b>2975</b>	<b>2399</b>	长期借款	2539	2539	2539	2539
资产	-1958	-2553	-1448	-1393	其它长期负债	1348	1348	1348	1348
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	3887	3887	3887	3887
其他	-748	32	36	42	<b>负债总计</b>	<b>10279</b>	<b>11031</b>	<b>11424</b>	<b>12542</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2705</b>	<b>-2521</b>	<b>-1412</b>	<b>-1351</b>	实收资本	985	985	985	985
债权募资	1067	0	0	0	归属于母公司所有者权益	8192	9691	11456	13620
股权募资	786	0	0	0	少数股东权益	768	858	965	1096
其他	393	-219	-219	-219	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>19238</b>	<b>21581</b>	<b>23845</b>	<b>27259</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>2246</b>	<b>-219</b>	<b>-219</b>	<b>-219</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1001</b>	<b>-1099</b>	<b>1344</b>	<b>829</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

赵玥炜 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 巨一科技,银都股份,欧科亿,杭氧股份,埃斯顿,先导智能,杰瑞股份,海目星

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。