

# 控股股东拟收购浙江盈德，远期或打造“航母级”工业气体龙头

## 核心观点

杭氧股份间接控股股东杭州资本拟与其他投资人共同投资设立买方 SPV 收购浙江盈德 100% 股权，交易完成后杭州资本持有 SPV 30% 股权，并承诺并购完成后 3 年内解决同业竞争。气体动力（含子公司）2020 年国内市占率 22.3%，或成为本次并购中浙江盈德气体资产主体。倘若本次并购进展顺利、远期同业竞争解决且杭氧股份实现并表，有望在国内打造拥有 30% 市场份额的“航母级”气体龙头，实现业务协同、提升话语权。公司业务发展前景广阔，但需要注意资产整合不及预期的风险。

## 事件

2023 年 5 月 4 日公司披露，其间接控股股东杭州资本于近日和其他投资人及盈德香港、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买方 SPV，收购盈德香港持有的浙江盈德 100% 股权。本次交易完成后，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）。

## 简评

### 1、交易概述：

**目标公司：**目标公司浙江盈德控股集团有限公司 2022 年 10 月成立，注册资本 80 亿元人民币，目前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，完成后浙江盈德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。

**交易方式：**本次交易系现金交易，浙江盈德体量较大，预计杭氧股份难以及时筹措参与本次交易所需现金。考虑到二者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，旨在提前锁定同行业优质资产投资机会。

**远期承诺：**浙江盈德与杭氧股份的主营业务均包括工业气体的生产和销售，以及空分设备的生产和销售，存在同业竞争情形。杭州资本承诺在交易完成后 3 年内推动杭氧股份与买方 SPV 签署资产重组协议。

## 杭氧股份 (002430.SZ)

维持

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 编号:s1440519080001

SFC 编号:BOU764

研究助理 李长鸿

lichanghong@csc.com.cn

发布日期：2023 年 05 月 05 日

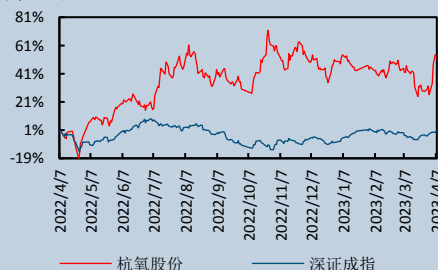
当前股价：38.71 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.91/5.74	-0.54/-5.93	43.26/41.92
12 月最高/最低价 (元)		45.00/22.22
总股本 (万股)		98,454.38
流通 A 股 (万股)		96,418.44
总市值 (亿元)		374.82
流通市值 (亿元)		367.06
近 3 月日均成交量 (万)		634.54
主要股东		
杭州杭氧控股有限公司		53.30%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投机械设备】杭氧股份  
2023-04-27 (002430):2023Q1 收入增速快速恢复，  
净利率

## 2、气体动力：预计作为本次内部重组的气体资产主体，2020 年国内市占率第一

截至 2020 年，气体动力实现营业收入人民币 161.41 亿元，同比增长 10.74%；年内利润 21.31 亿元，同比增长 28.67%。毛利率、净利率分别为 28.1%、13.2%，分别同比变动-2.6%、+1.8%。分业务来看，2020 年现场供气业务、零售气体业务、清洁能源产品收入分别占比 65.3%、14.7%、19.7%。

截至 2021 年 8 月，气体动力全资子公司湖南盈德气体累计收购宝钢气体 64.82% 股权，截至 2023 年 2 月持有宝钢气体 100% 股权。据气体动力公告披露，2020 年宝钢气体是国内前 3 大工业气体公司之一，其 2020 年实现营收 33.13 亿元，现场供气业务、零售气体业务、清洁能源产品收入分别占比 43.3%、38.7%、18.0%。

根据弗若斯特沙利文的资料，按中国外包工业气体市场总收入计算，2020 年气体动力及宝钢气体合并以 22.3% 的市场份额领先中国外包空气气体市场，并于中国外包现场供气市场占据 37.7% 的市场份额。

## 3、协同效应：倘若资产整合进展顺利，将打造航母级工业气体龙头

倘若本次杭州资本收购浙江盈德进展顺利，远期为解决同业竞争，杭氧股份或将进一步整合该气体资产，并有望实现并表。2020 年杭氧股份气体业务收入 54.20 亿元，毛利率 22.27%。参照弗若斯特沙利文的资料，2020 年气体动力+宝钢气体+杭氧股份在中国外包工业气体市场合计市占率大约为 28.51%。随着各家头部企业气体业务的稳步增长，截至目前 3 家合计市占率或已超过 30%。倘若顺利资产整合，中国工业气体行业将迎来具备规模优势与充分话语权的“航母级”龙头。

**投资建议：**由于资产整合时间表尚不确定，出于审慎性原则当前仅考虑公司内生式增长。随着大宗气体项目规模持续扩大、新兴领域拓展顺利以及零售气价格回升，我们预计公司 2023-2025 年实现收入分别为 150.34、177.35、203.96 亿元，归母净利润分别为 15.07、18.89、22.42 亿元，同比分别增长 24.54%、25.35%、18.65%，对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 25.29、20.17、17.00 倍，维持“买入”评级。

### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,877.84	12,803.21	15,033.95	17,734.63	20,395.66
YoY (%)	18.53	7.79	17.42	17.96	15.00
净利润(百万元)	1,193.95	1,210.30	1,507.27	1,889.30	2,241.59
YoY (%)	41.60	1.37	24.54	25.35	18.65
ROE (%)	16.30	14.77	16.78	18.95	20.12
EPS(摊薄/元)	1.21	1.23	1.53	1.92	2.28
P/E(倍)	31.92	31.49	25.29	20.17	17.00
P/B(倍)	5.20	4.71	4.29	3.86	3.45

资料来源: Wind, 中信建投

### 风险因素:

1) **零售气价格下行的风险：**当前国内外经济局势复杂，公司零售气需求景气度存在不确定性，如果景气度超预期下行，叠加公司产能进一步释放，可能导致零售气价格继续下行。

2) **气体行业竞争加剧的风险：**包括大宗气体与零售气在内的外包气体市场空间大，吸引新进入者涌入，可能会导致公司在某些区域市场无法充分发挥空分设备自制的优势，进而导致市场份额下降。

- 3) **管理风险**: 随着公司气体子公司的数量以及已投产的装置规模持续不断增加, 对公司管理水平提出越来越高的要求, 治理结构风险加大。
- 4) **设备业务增长乏力的风险**: 设备业务作为传统业务, 尽管公司竞争优势明显, 但是受整个下游重化工业景气度的影响, 可能出现下滑的风险。
- 5) **资产整合不及预期**: 控股股东收购浙江盈德有望实现协同效应, 倘若未能完成收购或者进度不及预期, 或者后续解决同业竞争问题进展不顺利, 都可能会影响市场对于公司发展前景的判断。

## 分析师介绍

吕娟

董事总经理，高端制造组组长，机械&建材首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

## 研究助理

李长鸿 010-81158042 lichanghong@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk