

元力股份(300174.sz)

竞争优势、成长性、盈利能力均较好的木质活性炭龙头

吕丙风 分析师

电话: 020-87555888-698

Email: lbf2@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210070021

我们对公司的判断

整体看,我们认为公司是一家较为优质的所在行业龙头,具备较好的盈利能力,较为明确的成长性,较为显著的竞争优势,值得关注。下述事项为从侧面判断公司质地提供了一定的素材:(1)董事长卢元健先生的出身及经历;(2)现有研发团队的背景;(3)毛利率具有一定提升空间;(4)公司对国际市场、高端客户的开拓;(5)药用活性炭;(6)并购;(7)技术储备。

公司竞争优势较为显著

相比同行,公司具备以下优势:(1)技术优势;(2)成本优势;(3)产品质量优势;(4)区位优势;(5)政策优势。

潜在市场空间广阔

传统需求方面,预计 2015 年全球木质活性炭需求总量在 60 万吨左右,国内贡献约一半的产量。潜在需求方面,未来全球工业环保(汞排放等)、家居/汽车环保(甲醛、异味等)、自来水净化、食品饮料精制等领域,将可能使得木质活性炭的需求出现爆发增长。

盈利预测与询价建议

我们测算,以发行后股本计,公司 2010-2012EPS 分别为 0.39 元、0.86 元和 1.47 元,净利润三年复合增长率为 75.7%。综合考虑公司成长性及在其他细分行业具有相同行业地位上市公司的估值,给予 24.5 元-26.0 元的发行区间,对应 2010 年市盈率区间为 28.5 倍-30.2 倍;给予 30-32 元的上市区间,对应 2010 年市盈率区间为 34.8 倍-37.2 倍。

风险提示

1、研发实力的高度;2、对充分竞争行业的整合能力;3、潜在的成长空间。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	100.53	112.18	145.95	223.54	315.35
增长率(%)	47.78%	11.58%	30.11%	53.16%	41.07%
EBITDA(百万元)	22.04	23.78	27.86	69.66	115.24
净利润(百万元)	17.06	18.37	26.69	58.15	99.63
增长率(%)	66.66%	7.70%	45.3%	117.9%	71.3%
每股收益(元)	0.81	0.36	0.39	0.86	1.47

数据来源:财务报表,广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	24.5-26.0 元
上市价格	30.0-32.0 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	6800/1700
主要股东:	王延安/卢元健
主要股东持股比例	65.30%

财务比率

ROE	26.24%
ROA	21.92%
资产负债率	37.79%
每股净资产(元)	1.37
2009 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	待定
主承销商:	国金证券股份有限公司
发行市盈率	待定

目 录

我们对公司的判断	3
一、木质活性炭概况	4
二、公司竞争优势较为显著	5
三、潜在市场空间广阔	6
四、募投项目分析	6
五、盈利预测与询价建议	7
六、风险提示	8

图表目录

图 1 活性炭应用领域	4
表 1 盈利预测假设	7
表 2 其他细分行业龙头估值水平	7

我们对公司的判断

除了招股书系统论述的公司优势、面临的机遇、广阔的应用领域和市场空间外，我们认为下述事项为从侧面判断公司质地提供了一定的素材，也可能成为上市后股价上行的催化剂。

董事长卢元健先生的出身及经历。卢先生出身化工世家，其父亲是国内炭黑产品的创始人；卢先生 1994 年创办嘉联化工，主营白炭黑。1999 年，通过技术革新使白炭黑的生产成本下降 3000 元/吨；由于具备成本优势，嘉联化工的产量从 1999 年的 1 万吨快速增长至 2005 年的 10 万吨，成为亚洲最大的白炭黑生产企业。2006 年 2 月，引入赢创德固赛（中国）作为控股股东，合资创建赢创嘉联，卢先生间接持股 30% 左右，逐步退出白炭黑业务的技术、生产、经营管理。卢先生的这一经历可以为元力股份加分。

现有研发团队的背景。元力股份当前的研发团队，多数来自于赢创嘉联，即前嘉联化工。常理推断，这应该是一只具备战斗力的团队。

毛利率具有一定提升空间。一方面来自于通过向味之素、可口可乐等高端跨国公司供货，提升产品结构；另一方面为公司募投项目的生产成本低于当前存量产能的生产成本，募投项目投产后可有效拉低整体生产成本，提升毛利率。

公司对国际市场、高端客户的开拓。公司于 2010 年 12 月通过了日本味之素的认证，正式对其供货，这标志着公司产品质量及成本优势开始得到国际高端客户的认可；公司预计，今年上半年有望通过可口可乐、百事可乐等饮料生产企业的认证。之后，公司将陆续开展其他高端客户、欧美等地区地区的认证，进一步开拓国际市场。

药用活性炭。公司于 2010 年通过了药用木质活性炭的验收，领取了药品生产许可证，并于当年生产销售了 650 吨左右的药用活性炭，2011 年计划生产 2000 吨左右。药用活性炭的生产、销售，可以从一个侧面说明公司技术及产品所处的层次。

并购。在公司上市后资金充沛的情况下，不排除有通过并购实现快速增长的可能。对于并购标的，公司更看重的应该不是其产能，而应该是其原料来源及销售渠道。

技术储备。高能电池、复合催化剂、高密度能源物质贮存、高纯物质的分离精制是木质活性炭未来的高端应用领域。我们了解，公司目前有在做相关研发，但还没有成型成果。放眼更长的时期，不排除上述领域为元力股份带来质变的可能。

整体看，我们认为公司是一家较为优质的所在行业龙头，具备较好的盈利能力，较为明确的成长性，较为显著的竞争优势，值得关注。

除上述潜在亮点外，询价时 also 需考虑以下潜在风险：

（1）研发实力所达到的高度。公司的技术实力能否保证其不断开发出专用型木质活性炭，提升盈利能力，以高端商品，而非普通工业品的形式打入国际市场？

在当前已有信息的基础上，我们倾向于认为公司具备足够的技术实力。

(2) 对充分竞争行业的整合能力。在一个充分竞争，多数企业技术水平低下的行业，依靠自身的技术优势，能使公司走多远？公司能否借助上市的东风，对行业进行快速整合，迅速提高行业集中度，进一步提高自身占有率？

(3) 潜在的成长空间。木质活性炭的市场需求，可以支撑公司高速增长几年？公司此后的业绩增长源自哪里？

一、木质活性炭概况

活性炭是一种具有很强吸附能力的功能性碳材料，其具有特殊的微晶结构、孔隙发达、比表面积巨大，因此被作为优良的吸附剂，具有物理吸附和化学吸附的双重特性，可以有选择的吸附液相和气相中的各种物质，以达到脱色精制、消毒除臭和去污提纯等目的，广泛应用于食品、饮料、医药、水处理、气体净化与回收、化工、冶炼、国防、农业等生产生活的多个方面。

从原材料来源分类看，活性炭主要分为煤质活性炭和木质活性炭两种。木质活性炭的主要原材料为林产三剩物（采伐、造材、加工剩余物）及次小薪柴。

从产品应用结构来看，目前市场需求领域仍以食品饮料、医药工业、水处理、工业应用为主。大气净化、汽车应用、溶剂与废气回收等新兴领域目前仍处于起步阶段，新兴市场需求增长有赖于国家污染物排放标准的提高及人们环保意识的增强，因此短期内木质活性炭市场仍将以传统领域产品为主，公司销售收入主要来自制糖、味精、饮料、水处理及医药等领域。

图 1 活性炭应用领域



数据来源：公司公告

从原料利用、生产过程和产品性能上看，木质活性炭具有资源综合回收利用、节能环保的循环经济属性，属于国家产业政策重点鼓励和扶持的林产化工行业之一。

从生产工艺看，主要分为物理法、化学法两种。一般来说，物理炭的微孔较发达，主要用于较小分子液相和气相吸附场合；化学炭的孔隙中微孔、中孔均发达，且孔径分布可通过调节化学活化剂的比例进行灵活控制，可广泛应用于液相吸附精制和气相吸附场合。相对而言，化学炭产品更为高端。

从行业竞争格局看，国内多数企业以物理法为主，工艺水平及产品层次低下，近似于充分竞争格局；国外以高端产品为主，欧美日等地区的行业以垄断竞争格局为主。

二、公司竞争优势较为显著

相比同行，公司具备以下优势：

1、技术优势

公司是国内木质活性炭行业中技术力量最强、技术创新最多的企业。目前，公司在木质活性炭的碳化、活化、洗涤、干燥、精制及磷酸回收、热能回收、尾气回收等多个环节实现了技术突破，拥有专利技术6项，在申请发明专利2项。

2、成本优势

通过技术优化，公司在磷酸消耗、燃料消耗、人力成本三个方面降低生产成本，使得吨生产成本较行业平均成本下降 1000-1500 元/吨，约占到现有产品售价 6300 元/吨的 20%左右。

磷酸单耗方面，国外单耗通常为 0.15-0.2 吨，国内单耗通常在 0.25-0.3 吨，公司目前单耗约为 0.15 吨。假设公司磷酸单耗比行业平均低 0.12 吨，则以当前的磷酸价格计，可降低成本 720 元/吨。

燃料消耗方面，公司独创了物理法+化学法的木质活性炭生产工艺，将物理法工艺燃烧过程中释放的热量运用于化学法工艺过程，有效降低了产品的综合能耗。

人力成本方面，行业多数企业为人工作业，元力股份通过“年产 5000 吨物理法化学法一体化生产线项目”，以规模化、连续化、清洁化的生产降低人力成本 60%左右。

3、产品质量优势

活性炭产品的质量主要体现在产品的吸附能力、灰分含量、铁含量等方面。公司目前产品的比表面积已达到 1700 平方米/克，比市场上一般产品高约 30%，且质量稳定，已达到国外高端企业水平。

4、区位优势

公司本部所处的福建南平市是全国重点林区；子公司荔元活性炭所处的莆田木

材加工区及其周边地区有 70 多家木材加工企业。整体看，公司的原材料来源丰富，成本低廉，不会形成原材料瓶颈。

5、政策优势

《林业发展“十一五”和中长期规划》明确提出实行林业产业带及产业集群发展战略，将“粤桂琼闽地区”列为林产化工发展的重点区域；

《林业产业振兴规划（2010-2012）年》鼓励产业规模化、集群化发展，凸显了区域林业产业的引领作用；

《福建省“十一五”加快产业集聚培育产业集群专项规划》确定南平和三明作为福建省两个林产工业产业集群，鼓励在当地发展一批林产基地及产品系列加工一体化的林产化工骨干企业，积极发展深加工产品。

三、潜在市场空间广阔

从传统需求及潜在需求领域看，木质活性炭具备较为广阔的需求空间。

传统需求。目前全球活性炭需求 100 万吨，其中木质活性炭 35 万吨。食品饮料、医药、工业应用、上水处理是木质活性炭的传统应用领域，消耗占比达 85%以上。预计 2015 年全球木质活性炭需求总量在 60 万吨左右，国内贡献约一半的产量。

未来新增需求。未来全球工业环保（汞排放等）、家居/汽车环保（甲醛、异味等）、自来水净化、食品饮料精制等领域，将可能使得木质活性炭的需求出现爆发增长。

- **工业环保领域。**美国近期通过硅酸盐水泥汞排放法案，2013 年执行，严格规定汞排放标准，预计 2012 年燃煤电厂汞排放法案也将通过，对活性炭的需求空间约 50 万吨；如果中国执行类似标准，需求量可能是美国 2 倍以上。
- **自来水净化领域。**目前生活水源品质逐步恶化，水净化难度加大，国内上水处理领域的潜在市场空间在 20 万吨以上；如果考虑污水处理，需求空间在 50 万吨以上。
- **家居环保领域。**冰箱、家居、汽车的除臭、除味领域，未来年需求在 30 万吨以上。
- **替代煤质活性炭。**通过改善木质活性炭的吸附能力、提升性价比，木质活性炭可望逐步替代煤质活性炭。

四、募投项目分析

公司拟投资 1.43 亿元建设 3 个木头项目，分别为公司本部 1 万吨活性炭扩建项目、子公司荔元活性炭 1 万吨新建项目、本部技术研发中心扩建项目。

我们了解到，公司已于 2010 年底先行开工建设共计 2 万吨的活性炭募投项目，

将分别于 2011 年 2 月份、2011 年 3 季度、2011 年底、2012 年上半年分别投产 5000 吨产能。

总体看，募投项目建设、投产进度可能快于招股书披露进度。

五、盈利预测与询价建议

盈利预测主要假设：

表 1 盈利预测假设

产品类型	科目	单位	2010E	2011E	2012E
自制碳	产销量	吨	16,500.00	25,000.00	35,000.00
	单价	元/吨	6,500.00	7,300.00	7,800.00
	毛利率	%	37.23%	46.58%	51.28%
外购碳	产销量	吨	6,000.00	5,700.00	5,500.00
	单价	元/吨	6,450.00	7,200.00	7,700.00
	毛利率	%	22.48%	29.86%	34.03%

数据来源：广发证券发展研究中心

我们测算，以发行后股本计，公司 2010-2012EPS 分别为 0.39 元、0.86 元和 1.47 元，净利润三年复合增长率为 75.7%。公司作为木质活性炭这一细分行业的龙头，具备较好的盈利能力，较为明确的成长性，较为显著的竞争优势，企业质地较为优良。

综合考虑公司成长性及在其他细分行业具有相同行业地位上市公司的估值，给予 24.5 元-26.0 元的发行区间，对应 2010 年市盈率区间为 28.5 倍-30.2 倍；给予 30-32 元的上市区间，对应 2010 年市盈率区间为 34.8 倍-37.2 倍。

表 2 其他细分行业龙头估值水平

股票名称	收盘价 (1 月 17 日)	EPS			PE		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
九九久	32.920	0.77	1.13	1.56	42.79	29.14	21.17
康得新	32.400	0.44	0.59	0.85	73.96	55.37	38.23
天马精化	35.580	0.51	0.77	1.17	70.11	46.35	30.43
宝莫股份	25.470	0.55	0.99	1.39	46.02	25.78	18.35
奥克股份	49.900	0.52	0.70	0.95	95.52	71.25	52.52
双龙股份	37.940	1.24	2.08	3.03	30.49	18.24	12.54
平 均					59.81	41.02	28.87

数据来源：广发证券发展研究中心

六、风险提示

- 1、研发实力所达到的高度；
- 2、对充分竞争行业的整合能力；
- 3、潜在的成长空间。

资产负债表

单位：百万元

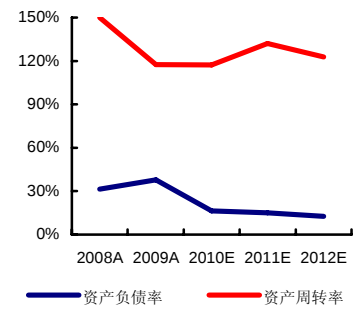
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	30	47	69	31	259
货币资金	7	15	34	-22	188
应收及预付	19	22	26	41	57
存货	4	10	9	11	14
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	48	66	67	171	52
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	21	47	45	94	30
在建工程	16	8	11	67	11
无形资产	10	10	10	10	10
其他称其资产	0	0	0	0	0
资产总计	78	113	136	202	311
流动负债	25	42	22	30	39
短期借款	8	20	0	0	0
应付及预收	17	22	22	30	39
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	0	0	0
负债合计	25	43	22	30	39
股本	21	51	68	68	68
资本公积	0	6	6	6	6
留存收益	33	14	40	98	198
归属母公司股东权益	54	70	114	172	271
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	78	113	136	202	311

利润表

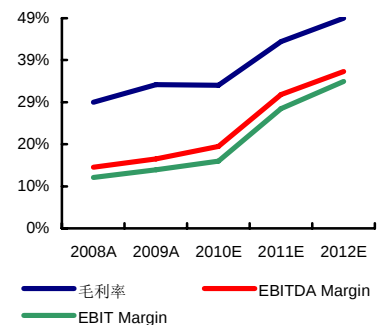
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	101	112	146	224	315
营业成本	71	75	97	126	161
营业税金及附加	1	1	1	1	2
销售费用	6	9	10	16	23
管理费用	11	13	15	18	22
财务费用	0	1	0	-1	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	12	14	23	63	108
营业外收入	8	6	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	19	20	29	63	108
所得税	2	1	2	5	8
净利润	17	18	27	58	100
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	17	18	27	58	100
EBITDA	14	18	27.86	69.66	115.24
EPS (元)	0.81	0.36	0.39	0.86	1.47

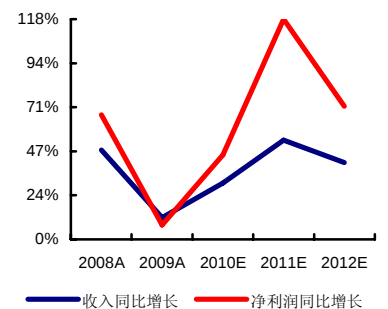
资产负债率趋势



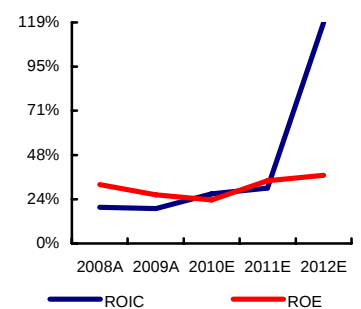
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

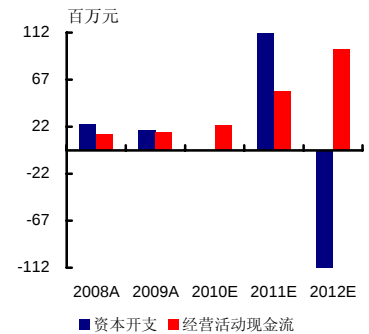
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	16	17	24	56	97
净利润	17	18	27	58	100
折旧摊销	2	3	5	7	7
营运资金变动	-4	-5	-3	-9	-10
其它	0	1	-5	0	0
投资活动现金流	-13	-19	0	-112	112
资本支出	-25	-20	0	-112	112
投资变动	3	0	0	0	0
其他	9	1	0	0	0
筹资活动现金流	0	9	-4	0	0
银行借款	8	30	-20	0	0
债券融资	-8	-18	-1	0	0
股权融资	0	6	17	0	0
其他	-1	-9	0	0	0
现金净增加额	2	7	20	-56	209
期初现金余额	6	7	15	34	-22
期末现金余额	7	15	34	-22	188

主要财务比率

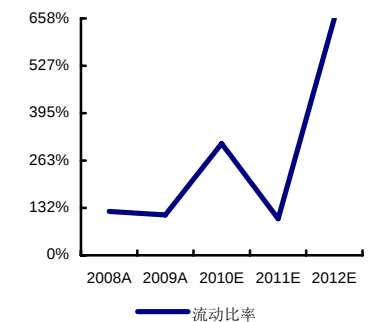
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	47.8%	11.6%	30.1%	53.2%	41.1%
营业利润	111.9%	21.5%	61.1%	175.2%	71.3%
归属于母公司净利润	66.7%	7.7%	45.3%	117.9%	71.3%
获利能力					
毛利率	29.3%	33.5%	33.3%	43.5%	49.0%
净利率	17.0%	16.4%	18.3%	26.0%	31.6%
ROE	31.8%	26.2%	23.5%	33.8%	36.7%
ROIC	19.4%	18.9%	26.7%	29.8%	119.1%
偿债能力					
资产负债率	31.4%	37.8%	16.4%	15.1%	12.7%
净负债比率	1.0%	7.3%	-30.3%	12.7%	-69.1%
流动比率	1.22	1.12	3.11	1.01	6.58
速动比率	0.97	0.84	2.62	0.55	6.13
营运能力					
总资产周转率	1.50	1.18	1.17	1.32	1.23
应收账款周转率	10.15	8.13	8.50	8.57	8.55
存货周转率	14.67	10.60	11.30	11.42	11.38
每股指标 (元)					
每股收益	0.81	0.36	0.39	0.86	1.47
每股经营现金流	0.75	0.33	0.35	0.82	1.43
每股净资产	2.55	1.37	1.67	2.53	3.99
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.3	-1.2	0.3	-1.6

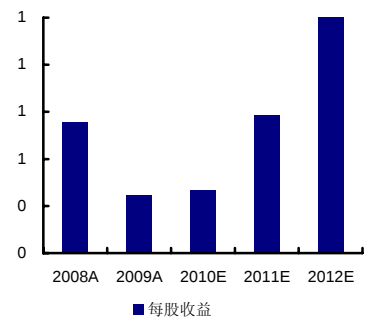
资本开支与经营活动现金流



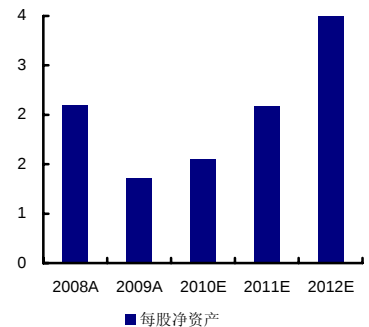
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发化工行业研究小组

吕丙风，分析师，暨南大学产业经济学硕士，本科毕业于河北工业大学应用化学专业，2008 年进入广发证券发展研究中心。

王剑雨，研究助理，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wjy3@gf.com.cn，020-87555888-635。

曹勇，研究助理，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：cy25@gf.com.cn，020-87555888-833。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。