



上市公司新股研究报告

证券研究报告
化工—基础化工原料与制品

元力股份（300174）

2011 年 1 月 19 日

技术创新铸就活性炭龙头

建议询价区间：20.48-25.16 元

基础化工行业分析师：曹小飞
SAC 执业证书编号：S08500210070006
caoxf@htsec.com
021-23219267
联系人：易团辉
yith@htsec.com
021-23219737

元力股份拟公开发行 1700 万股普通股，占公司发行后 6800 万总股本的 25%。公司询价结束时间为 2011 年 1 月 19 日下午 3 点，网上、网下申购日均为 2011 年 1 月 24 日。

投资建议：元力股份是国内木质活性炭行业的龙头企业，公司活性炭产销量连续三年位居行业首位。活性炭作为一种强吸附力的功能性碳材料，具有脱色精制、消毒除臭和去污提纯等功能，已被广泛应用于食品、饮料、医药、水处理等各个方面。随着国家污染物排放标准的提高和人们环保意识的增强，未来活性炭在大气净化、汽车应用、溶剂与废气回收等新兴领域将大有用武之地。公司是国内木质活性炭行业技术水平最高的企业，生产过程中原材料物耗、资源循环利用等方面处于国际先进水平，从而使得公司产品的吨成本比国内同行要低 15% 以上，同时公司产品质量的核心指标——吸附能力要高于国内同行 20%。由于质量和成本具有巨大的优势，公司产品一直供不应求，产能瓶颈成为困扰公司长期发展的难题。此次募投项目完成后，公司产能扩张幅度将达到 91%，届时高附加值产品比例的提升以及产能瓶颈的缓解将大幅提升公司的业绩。根据海通证券估值模型，我们预计元力股份 2010-2012 年 EPS 分别为 0.38、0.80 和 1.26 元，未来三年 EPS 复合增长率高达 81.75%。根据相对估值分析，我们认为公司的合理价值区间为 25.60-29.60 元，对应 2011 年 32-37 倍动态 PE，考虑到首发 15-20% 的折价率，我们建议的询价区间为 20.48-25.16 元

风险提示：（1）国外对活性炭反倾销力度加重风险；（2）原材料价格波动风险；（3）人民币汇率波动风险。

表 1 元力股份主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	11217.52	14558.48	22418.65	31778.43
同比增长（%）	11.58	29.78	53.99	41.75
综合毛利率（%）	33.48	33.83	43.17	47.69
归属于母公司所有者的净利润（万元）	1837.09	2588.43	5439.58	8550.45
同比增长（%）	7.70	40.90	110.15	57.19
每股收益（元）	0.27	0.38	0.80	1.26

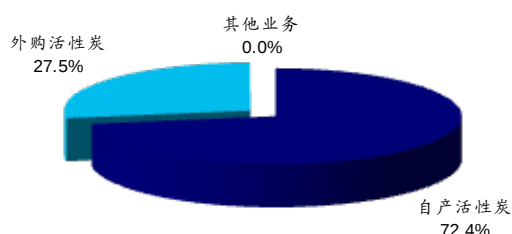
资料来源：海通证券研究所

1. 元力股份：国内木质活性炭龙头，拥有强大的成本优势和领先的质量优势

元力股份主要从事木质活性炭的研发、生产和销售，公司拥有 2.2 万吨木质活性炭产能，是国内规模最大、技术水平最高、自主创新能力最强的木质活性炭龙头企业，产品产销量连续三年位居行业第一位。经过多年的自主创新，公司打破了国外活性炭厂商的技术垄断，在国内率先实现了木质活性炭的规模化、连续化、清洁化生产，产品的核心质量指标——吸附能力要比行业平均水平高 20%，而生产成本要低于行业均值 15% 以上。强大的成本优势和领先的质量优势使公司的产品一直处于供不应求的状态，产能不足成为束缚公司业务发展的最大瓶颈。

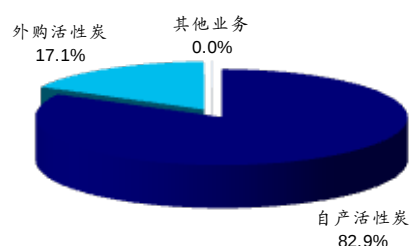
木质活性炭的生产过程可分作炭化活化和成品后处理两个主要工序，元力股份的后处理产能为 2.2 万吨，但是炭化活化产能仅有 1.7 万吨，因此公司通过外购 0.5 万吨半成品活性炭进行后处理提升终端产品产能。公司的主营业务收入和主营业务毛利也都是来自于自产活性炭和外购活性炭后处理两块业务，2010 年上半年，自产活性炭、外购活性炭分别占公司营业收入的 72.4%和 27.5%。从各产品毛利率来看，公司自产活性炭的毛利率要远高于外购活性炭进行后处理的毛利率。

图 1 2010 年 1-6 月元力股份营业收入结构



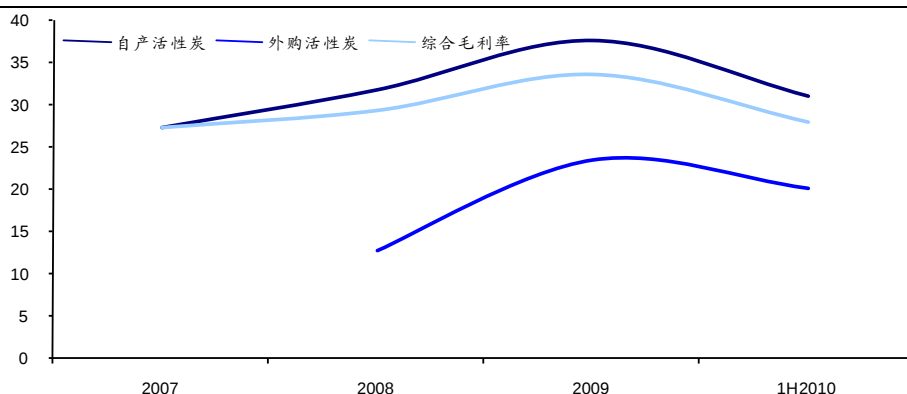
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 2 2010 年 1-6 月元力股份营业毛利结构



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 3 元力股份自产活性炭和外购活性炭毛利率对比 (%)



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

2. 活性炭需求稳定增长，环保要求提升将给行业带来新增需求

活性炭是一种吸附能力强的功能性碳材料，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，从而达到脱色精制、消毒除臭和去污提纯等目的，目前已被广泛应用于食品、饮料、医药、水处理等传统领域。此外，大气净化、汽车应用、溶剂与废气回收、天然气吸附剂、双层电容器电极等新兴领域的市场需求也正在起步。

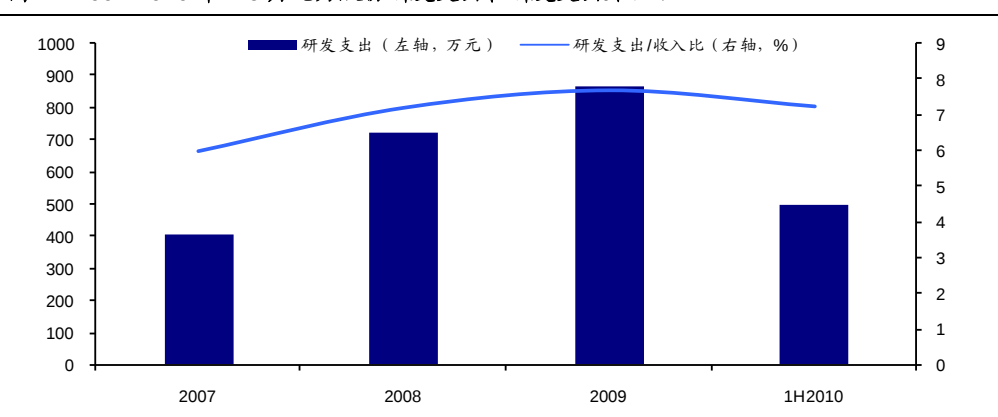
从全球活性炭市场需求来看，北美、西欧和日本三大活性炭产销大区已步入行业成熟期，行业增长主要受需求层次升级拉动，预计 2007-2012 年间消费增长率将保持在 3-5%左右；以中国为中心的亚太地区、南美地区以及东欧地区由于经济的复苏和持续发展，活性炭消费增长速度较快，预计 2007-2012 年复合增长率在 10%以上。

国内活性炭正处于行业发展的快速成长期，2009 年国内活性炭需求量为 19.80 万吨。随着人们生活水平的改善和国内环保意识的增强，食品、医药、水处理、空气净化等领域对活性炭的需求将保持快速增长的态势；而国家对大气污染物排放标准的不断提高，加油站、炼化企业和发电企业等污染源对活性炭产品的需求也将日益增长。预计 2010-2012 年国内活性炭行业复合增长率在 11%以上，到 2012 年我国活性炭需求量将达到 25.94 万吨。

3. 元力股份核心竞争力：高比例的研发投入奠定公司产品成本、质量等多方面的竞争优势

我们认为，元力股份的核心竞争力主要体现在高额研发投入带来的成本和质量优势，以及由此而衍生的行业地位和品牌优势。公司自设立以来就坚持“技术创新”的竞争策略，在研发投入上毫不吝啬，不断加大对新产品、新技术、新工艺和新设备的研究和开发。2008年以来，公司的研发投入/收入比一直在7%以上，远高于化工类上市公司的平均水平。公司已成为我国木质活性炭行业技术力量最强、出新成果最多的企业之一。

图4 2007-2010年1-6月元力股份研发支出和研发支出/收入比



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

在高比例的研发投入下，公司的技术优势转化成了强大的产品成本优势和领先的产品质量优势。通过对“新型活性炭回收工艺”、“尾气调质处理设备”以及“完全非金属静电除尘器”等自主创新技术的应用，公司的磷酸活化剂（木质活性炭最主要的原材料之一）消耗量达到了国际先进水平（国外每生产一吨活性炭需耗用0.15-0.20吨磷酸，国内其他同行耗用量为0.25-0.35吨，公司的耗用量仅为0.15吨）。同时，公司“规模化磷酸法活性炭清洁生产”成果实现了规模化、连续化和清洁化生产，降低了60%的人力成本，充分利用了生产过程中产生的热能，大幅降低了综合能耗。综合两种优势，公司每吨产品成本降低了1000-1500元，比国内同行生产成本要低15%以上。在产品成本降低的同时，产品的质量也始终走在行业前列，在木质活性炭的核心质量指标——吸附能力上，公司产品要比同行业产品高出20%，质量优势非常明显。

成本和质量优势使得公司产品一直供不应求，近三年公司木质活性炭的产销量均位居行业首位。“元力”牌活性炭也在行业内树立起高技术、高品质、优质服务的市场形象，成为国内木质活性炭的第一品牌。此外，清洁生产技术也使得公司具有节能环保优势，而地处福建南平让公司拥有充足的林木“三剩物”原材料供应。

4. 股权结构和募投项目

公司发行前总股本为5100万股，本次拟发行1700万股，占公司发行后总股本的25%。本次发行结束后，卢元健夫妇仍合计持有公司65.33%的股份，处于绝对控股地位。此外，公司股东黄涛先生拟公开发行人1700万股，占发行后总股本的25.00%。公司的实际控制人为卢元健、王延安夫妇，两人合计持有公司发行前87.11%为实际控制人卢元健的外甥女婿。

公司此次募集资金主要投向三个项目：（1）公司本部新增年产10000吨木质活性炭连续化生产线扩建项目；（2）荔元活性炭年产10000吨活性炭生产建设项目；（3）公司本部活性炭技术研究中心扩建项目。我们认为公司募投项目将从三个方面提升公司的业绩：（1）募投项目达产后公司木质活性炭产能扩张幅度为91%，这将有效缓解长期困扰公司业绩增长的产能瓶颈问题；（2）公司本部扩建项目中含有年产5000吨高纯度木质活性炭的生产能力，该部分产品的品质将大幅提升，能够满足食品、医药、饮用水等领域的需求，从而提升公司产品的附加值；（3）研发中心的扩建将有利于公司持续进行技术创新，从而保持业内领先的技术优势，提升公司的核心竞争力。

表 2 元力股份 IPO 前后股权结构

股东类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
一、有限售条件的流通股	5100.00	100.00	5100.00	75.00
王延安	3421.28	67.08	3421.28	50.31
卢元健	1021.28	20.03	1021.28	15.02
福建中保创业投资股份有限公司	300.00	5.88	300.00	4.41
缪存标	204.25	4.00	204.25	3.00
林金宝	51.06	1.00	51.06	0.75
许文显	51.06	1.00	51.06	0.75
黄涛	51.06	1.00	51.06	0.75
二、本次发行流通股			1700.00	25.00
合计	5100.00	100.00	6800.00	100.00

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们盈利预测的主要假设包括：（1）公司募投产能按计划逐渐投产；（2）随着新产能的投放，公司高附加值产品比例提升，在需求向好的情况下产品销售价格逐渐上涨；（3）由于新增产能采用公司最新的生产工艺，公司产品成本逐渐下降。

根据海通证券估值模型，我们预计元力股份 2010-2012 年 EPS 分别为 0.38、0.80 和 1.26 元，未来三年 EPS 复合增长率高达 81.75%。A 股中没有与公司业务相似的企业，由于公司产品涉及节能、环保、消费和林木加工等概念，我们选取了 6 家具具有以上类似业务的化工上市公司进行估值分析，这些公司 2011 年动态 PE 区间为 29-44 倍，2011 年平均动态 PE 为 36 倍。综合考虑公司产能瓶颈的解决以及高附加值产品比例的提升等因素，我们给予公司 2011 年 32-37 倍动态 PE，对应的合理价值区间 25.60-29.60 元。考虑到首发 15-20% 的折价率，我们建议的询价区间为 20.48-25.16 元。

表 3 可比上市公司相对估值比较

证券代码	证券简称	最新股价(元)	EPS(元)		PE(X)	
			2010E	2011E	2010E	2011E
300132.SZ	青松股份	31.69	0.62	0.83	51.11	38.18
002409.SZ	雅克科技	38.85	0.77	1.20	50.45	32.38
002476.SZ	宝莫股份	26.80	0.52	0.73	51.54	36.71
002521.SZ	齐峰股份	36.97	0.99	1.27	37.34	29.11
300108.SZ	双龙股份	37.98	0.55	1.05	69.05	36.17
002450.SZ	康得新	32.46	0.50	0.73	64.92	44.47
平均					54.07	36.17

注：股票价格为 1 月 18 日收盘价

资料来源：聚源数据，海通证券研究所

6. 风险因素

（1）国外对活性炭反倾销力度加重风险；（2）原材料价格波动风险；（3）人民币汇率波动风险。

表4 元力股份盈利预测基本假设

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
自制活性炭							
主营业务收入	万元	6802.55	8756.94	8013.05	10704.05	17875.00	26276.25
主营业务成本	万元	4941.51	5973.72	5004.47	6669.45	9500.00	12775.00
销量	吨	11619.72	13817.00	12726.48	16467.77	25000.00	35000.00
平均价格	元/吨	5854.31	6337.80	6296.36	6500.00	7150.00	7507.50
单位成本	元/吨	4252.69	4323.46	3932.33	4050.00	3800.00	3650.00
毛利率	%	27.36	31.78	37.55	37.69	46.85	51.38
外购活性炭后处理							
主营业务收入	万元		1262.03	3200.79	3853.51	4543.65	5502.18
主营业务成本	万元		1102.81	2454.45	2964.24	3240.92	3847.68
销量	吨		2011.18	5190.16	5928.48	6354.75	7328.91
平均价格	元/吨		6275.05	6167.03	6500.00	7150.00	7507.50
单位成本	元/吨		5483.40	4729.05	5000.00	5100.00	5250.00
毛利率	%		12.62	23.32	23.08	28.67	30.07
其他业务							
其他业务收入	万元		34.14	3.68	0.92	0.00	0.00
其他业务成本	万元		27.71	3.24	0.00	0.00	0.00
合计							
营业收入合计	万元	6802.55	10053.11	11217.52	14558.48	22418.65	31778.43
营业成本合计	万元	4941.51	7104.24	7462.16	9633.69	12740.92	16622.68
综合毛利率	%	27.36	29.33	33.48	33.83	43.17	47.69

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表5 元力股份预测利润表(万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6802.55	10053.11	11217.52	14558.48	22418.65	31778.43
营业收入增长率(%)	-	47.78	11.58	29.78	53.99	41.75
营业成本	4941.51	7104.25	7462.16	9633.69	12740.92	16622.68
营业税金及附加	38.84	78.95	59.15	94.63	145.72	206.56
销售费用	507.62	596.10	861.88	1019.09	1569.31	2224.49
管理费用	627.33	1082.50	1307.55	1455.85	2017.68	2701.17
财务费用	66.00	36.31	113.15	126.66	-560.47	-317.78
资产减值损失	71.04	-10.81	-2.37	5.10	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	550.21	1165.80	1416.00	2223.47	6505.49	10341.32
加：营业外收入	470.40	771.15	575.42	800.72	0.00	0.00
减：营业外支出	14.85	6.12	13.70	58.23	0.00	0.00
利润总额	1005.76	1930.83	1977.72	2965.95	6505.49	10341.32
减：所得税	-17.76	225.04	140.63	377.53	1065.91	1790.87
净利润	1023.52	1705.78	1837.09	2588.43	5439.58	8550.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有的净利润	1023.52	1705.78	1837.09	2588.43	5439.58	8550.45
基本EPS(元)	0.15	0.25	0.27	0.38	0.80	1.26

注：2007-2012年EPS按照发行后的股本计算；计算所得税采用25%的税率，根据公司的税收优惠政策按营业收入的90%计算应税收入；

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

曹小飞：基础化工行业

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：新民科技、烟台氨纶、海利得、闰土股份、传化股份、浙江龙盛、利尔化学、中泰化学。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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。