

化学原料制造

元力股份 (300174)

价值区间 24.6-27.1

受益消费升级的木质活性炭领军企业

市场数据

报告日期	2011-1-19
收盘价 (元)	
发行前股本 (百万股)	51.00
拟发行股本 (百万股)	17.00
总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
净资产 (百万元)	79.78
总资产 (百万元)	121.14
每股净资产	1.56

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	112	156	234	338
同比增长 (%)	11.6%	39.4%	49.4%	44.5%
净利润 (百万元)	18	27	56	92
同比增长 (%)	7.7%	47.5%	105.8%	65.1%
毛利率 (%)	33.5%	35.0%	39.0%	42.5%
净利率 (%)	16.4%	17.3%	23.9%	27.3%
净资产收益率 (%)	26.2%	27.9%	10.0%	14.2%
每股收益 (元)	0.27	0.40	0.82	1.35
每股经营现金流 (元)	0.33	0.58	1.16	1.87

相关报告

投资要点

- **木质活性炭领军企业。**元力股份目前拥有 2.2 万吨/年的木质活性炭产能 (2009 年产量为 1.96 万吨, 占全国的 14.9%)。最近三年公司木质活性炭的产量、销量均居于行业第一, 2009、2010H1 公司分别实现销售收入 1.12、0.68 亿元, 净利润 1837、976 万元。
- **活性炭龙头企业将受益于需求快速增长和行业集中度提升。**活性炭主要应用于食品饮料、医药工业、水处理等领域, 2002-2007 年全球需求年平均增长速度为 8.35%。预计到 2012 年全球活性炭总产量将达到 115 万吨 (15.4 亿美元), 相比煤质活性炭, 木质活性炭具备更好的发展前景。预计到 2012 年我国活性炭需求量将达到 25.94 万吨, 2010~2012 年年均增速将保持在 11%以上, 同时技术落后的小企业正以每年 30%的速度减少, 产能将集中于大型企业。
- **公司的技术优势和客户关系优势突出。**公司管理层对行业发展有着深刻的认识, 通过持续自主创新使得吨产品成本可较竞争对手降低 1,000~1,500 元, 同时产品品质也显著较优。藉此, 公司与制糖、味精、饮料等行业的国内龙头建立了紧密联系, 并积极参与味之素、可口可乐、百事可乐等国际企业的供应商认证程序。
- **募投项目扩充产能, 强化竞争优势。**元力股份本次募集资金主要投资于本部和荔元活性炭扩产项目 (均为 10,000 吨/年), 结合行业发展趋势和公司行业地位, 我们认为上述产能可以顺利消化, 公司竞争优势也将得到加强。
- **合理价值区间 24.6-27.1 元。**我们预计元力股份 2010-2012 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.40、0.82、1.35 元, 我们认为可以给予公司 2011 年 30-33 倍 PE 的估值水平, 对应合理价值区间为 24.6-27.1 元。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险、反倾销风险、核心技术失密风险。

分析师

郑方铤
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn
SAC: S0190510120005

联系人

刘曦
021-3856 5754
liuxi@xyzq.com.cn

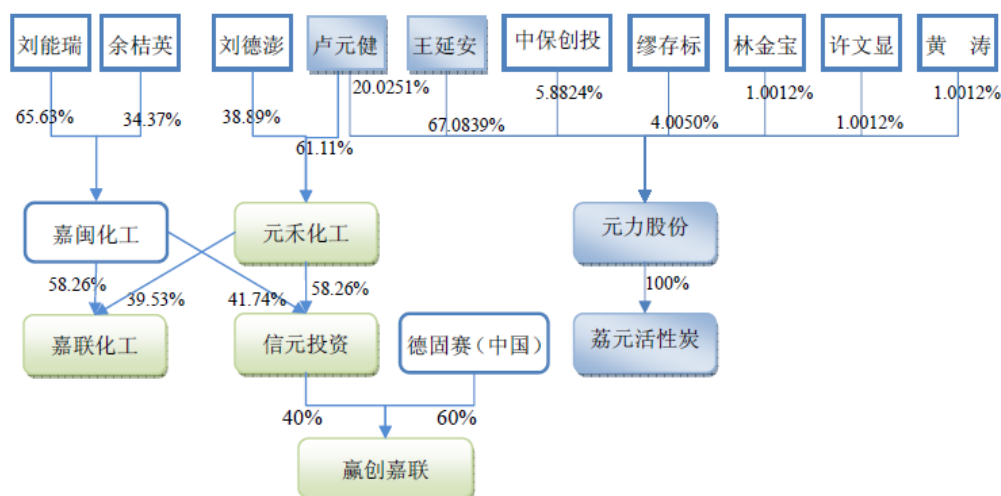
目 录

1、木质活性炭领军企业	- 3 -
2、活性炭行业分析	- 4 -
2.1 国内活性炭需求将快速增长	- 4 -
2.2 国内木质活性炭企业集中于闽、赣、浙、苏四省	- 6 -
3、公司分析	- 7 -
3.1 主营收入构成分析	- 7 -
3.2 主营业务盈利能力分析	- 7 -
4、公司竞争优势分析	- 8 -
4.1 突出的行业认知能力和企业战略定位能力	- 8 -
4.2 技术优势	- 9 -
4.3 稳定客户群优势	- 10 -
5、募投项目分析：扩充产能，强化竞争优势	- 10 -
6、盈利预测与估值	- 11 -
6.1 盈利预测假设	- 11 -
6.2 盈利预测结果与估值	- 12 -
7、风险提示	- 12 -
7.1 原材料价格波动风险	- 12 -
7.2 反倾销风险	- 13 -
7.3 核心技术失密风险	- 13 -
 图 1 元力股份本次发行前组织架构	- 3 -
图 2 1997-2017 全球活性炭市场增长情况	- 5 -
图 4 2007 年全球活性炭消费地区分布（万吨）	- 6 -
图 5 国内活性炭需求增长情况	- 6 -
图 4 2007 年全球活性炭产能分布（万吨）	- 6 -
图 5 国内活性炭出口数量和金额情况	- 6 -
图 6 公司业务收入构成（百万元）	- 7 -
图 7 公司主要产品销量和单价	- 7 -
图 8 公司毛利增长情况（百万元）	- 8 -
图 9 公司各项业务毛利率	- 8 -
图 10 1999-2009 公司产量及销售额增长情况	- 8 -
 表 1 元力股份主要财务指标	- 3 -
表 2 元力股份发行前后股权结构情况	- 4 -
表 3 元力股份主要活性炭产品及用途	- 4 -
表 4 两种活性炭产品比较	- 5 -
表 5 国内主要木质活性炭生产企业	- 7 -
表 6 元力股份主要工艺技术情况	- 9 -
表 7 募集资金项目（万元）	- 10 -
表 8 公司盈利预测假设	- 12 -
表 9 公司盈利预测结果	- 12 -
附表	- 14 -

1、木质活性炭领军企业

福建元力活性炭股份有限公司（以下简称“元力股份”）主要从事木质活性炭的研发、生产和销售，目前拥有 2.2 万吨/年的木质活性炭产能（2009 年产量为 1.96 万吨，占全国的 14.9%）。最近三年公司木质活性炭的产量、销量均居于行业第一，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领军企业。2009、2010H1 公司分别实现销售收入 1.12、0.68 亿元，净利润 1837、976 万元。

图 1 元力股份本次发行前组织架构



数据来源：公司招股书，兴业证券研究所

表 1 元力股份主要财务指标

	2008	2009
总资产（百万元）	78.24	112.56
净资产（百万元）	53.65	70.02
收入（百万元）	100.53	112.18
净利润（百万元）	17.06	18.37
加权平均 ROE	30.7%	37.8%

数据来源：公司招股书，兴业证券研究所

本次发行前，卢元健、王延安夫妇合计持有公司 44,425,599 股，占公司股份总数的 87.109%，因此卢元健、王延安夫妇是公司的实际控制人。公司本次拟发行 1700 万股，占发行后总股本的比例为 25%。

表 2 元力股份发行前后股权结构情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（股）	持股比例（%）	持股数（股）	持股比例（%）
王延安	34,212,799	67.1%	34,212,799	50.3%
卢元健	10,212,800	20.0%	10,212,800	15.0%
中保创投	3,000,000	5.9%	3,000,000	4.4%
缪存标	2,042,514	4.0%	2,042,514	3.0%
林金宝	510,629	1.0%	510,629	0.8%
许文显	510,629	1.0%	510,629	0.8%
黄涛	510,629	1.0%	510,629	0.8%
社会公众股			17,000,000	25.0%
合计	51,000,000	100.0%	68,000,000	100.0%

资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

元力股份以林产“三剩物”为主要原材料，生产各种专用木质活性炭，产品主要应用于制糖、味精、饮料、水处理及医药等领域（表 3），目前公司木质活性炭产品在糖用炭市场的占有率约为 33%，占有率全国第一。2009 年公司产品外销比例为 20.33%，产品主要销往日本、墨西哥、巴西、泰国、马来西亚等国，产品集中于葡萄酒酿造、糖脱色、发酵工业和水净化等领域。

表 3 元力股份主要活性炭产品及用途

产品名称	用途	2009 营收占比	2010H 营收占比
糖用活性炭	主要用于各种精制糖工业、葡萄糖工业、提纯、除臭和去杂。	46.3%	50.2%
味精用活性炭	广泛用于谷氨酸等产品的脱色、精制、除臭、去杂。	10.0%	14.4%
食品用活性炭	主要用于发酵工业、食品添加剂、果汁、碳酸饮料的精制、脱色和提纯。	12.2%	11.4%
水处理用活性炭	主要适用于饮用水、酒类和各种饮料用水的净化，也用于各类生产、生活废水的净化处理。	1.3%	1.7%
化工用活性炭	适用于化学试剂、生物制品、精细化工等行业的脱色、精制除臭和去杂。	15.2%	4.3%
其他活性炭	-	15.0%	18.0%

资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

2、活性炭行业分析

2.1 国内活性炭需求将快速增长

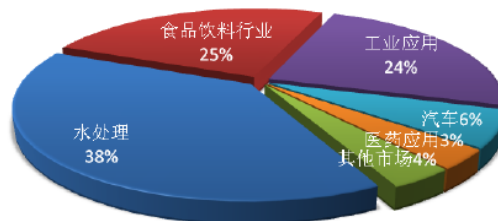
活性炭是一种吸附能力很强的功能性碳材料，需求领域以食品饮料、医药工业、水处理、工业应用为主。大气净化、汽车应用、溶剂与废气回收等新兴领域目前仍处于起步阶段（图 3）。

图 2 1997-2017 全球活性炭市场增长情况



资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

图 3 2007 年全球活性炭下游需求分布



资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

2007 年全球活性炭市场总额超过 11.2 亿美元，2002-2007 年间，全球活性炭市场保持平稳增长，5 年间年平均增长速度为 8.35%。全球活性炭需求量从 2002 年的 66 万吨增长到 2007 年的 89 万吨。根据市场调研机构 Freedonia 的报告预测，2007 年到 2012 年间，全球活性炭市场的年均增长率将达 5.83%，到 2012 年全球活性炭总产量将达到 115 万吨，市场总额将达到 15.4 亿美元。

按照生产原料的不同，活性炭可以分为木质活性炭和煤质活性炭两种（表 4），未来随着煤炭成本的提高，以及食品、上水净化、医药等高端领域的快速发展，木质活性炭将有更好的发展前景，预计到 2012 年全球、国内对木质活性炭的需求量分别为 40、15 万吨。此外，美国对原产于中国的物理法活性炭（煤质活性炭）实行反倾销关税（幅度为 3.23%~228.11%）也在一定程度上提升了木质活性炭的出口竞争力。

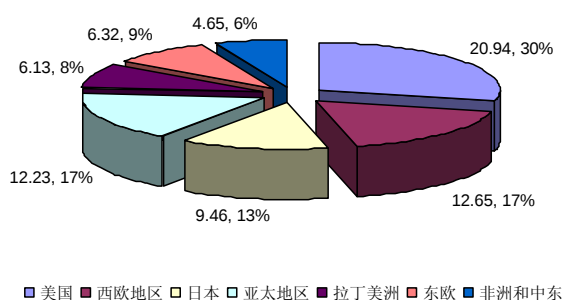
表 4 两种活性炭产品比较

	煤质活性炭	木质活性炭
原料	水蒸气+无烟煤	林产“三废”（刨花、木屑、树皮）
合成方法	物理法	化学法
优点	成本低	吸附范围大、产品纯度高、有害杂质少
缺点	污染大、产品灰分大、吸附范围有局限	成本较高
主要用途	废水、废气处理	食品、上水净化、医药等
2007 产能	39 万吨	11 万吨
2007 产量	25 万吨	11 万吨

资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

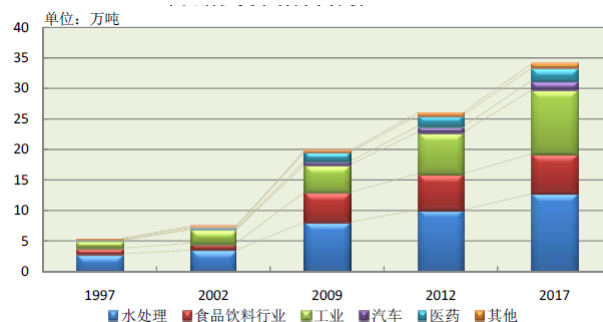
分地区来看，北美、西欧和日本等发达国家市场已经进入成熟市场阶段，未来仍会保持 3%~5% 的平稳增长，其中美国计划到 2018 年将汞排放减少 69%（今日美国环保署（EPA）发布最终的规则，削减硅酸盐水泥厂的汞等有害污染物的排放量），控制汞排放有望成为活性炭新的需求增长点。以中国为中心的亚太地区、南美地区以及东欧地区由于经济的复苏和持续发展，活性炭消费量增长均在 10% 以上，将成为新兴的活性炭消费市场。

图 4 2007 年全球活性炭消费地区分布（万吨）



资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

图 5 国内活性炭需求增长情况



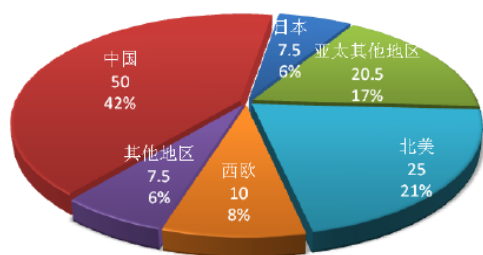
资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

国内活性炭消费市场目前正处在从导入期向成长期过渡的时期，近年来生产和消费一直保持快速增长趋势，食品饮料、水处理、工业应用是我国活性炭的主要消费领域（图 5）。全国活性炭消费年平均增长率在 2002~2007 年期间保持在 15% 以上，预计在 2010~2012 年期间年平均增速仍将保持在 11% 以上，到 2012 年我国活性炭需求量将达到 25.94 万吨，占全球市场的 22.56%。

2.2 国内木质活性炭企业集中于闽、赣、浙、苏四省

全球活性炭产业的传统生产大国包括美国、日本以及荷兰等国家（图 6），随着各国原料受制约及生产成本的不断提高，活性炭产业逐步向发展中国家转移。美国、日本和西欧等发达国家的活性炭生产逐步减少的同时，其国内市场需求仍稳步增长，而其国内生产的活性炭满足不了各种需求，需大量进口来进行补充。

图 4 2007 年全球活性炭产能分布（万吨）



资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

图 5 国内活性炭出口数量和金额情况



资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

我国是世界上最大的活性炭生产国和出口国，截至 2007 年我国活性炭产能约为 50 万吨，约占全球总产能的 42%。2007 年我国活性炭出口量为 26 万吨，占当年国内生产量的 74.28%，出口目的地主要为日本、美国、欧盟等国家和地区。

目前木质活性炭行业形成了以国内大厂与欧美企业为主导、众多中、小企业共同参与的市场竞争格局。美德维斯维克、诺芮特、PICA、CECA、可乐丽等国际企业的产能均在万吨以上，主要生产附加值较高的活性炭产品，在中高端活性炭市

场上占有优势,但他们仅将中国等发展中国家作为生产基础或基础炭的进口基地,目标市场并不在中国等发展中国家,同时在国内的投资主要集中在煤质活性炭领域,因此公司与这些大型跨国木质活性炭企业在国内市场上并不存在直接竞争。

表 5 国内主要木质活性炭生产企业

公司名称	主要产品	产能	基本情况
原力活性炭	“原力”牌木质活性炭	4.2 万吨/年	新加坡三达集团下属活性炭生产企业
怀玉山三达	“松鹤”牌木质活性炭 车用活性炭、电容器活性炭	0.8 万吨/年	
邵武鑫森	及“快活林”牌民用净化系列产品	1 万吨/年	-
溧阳竹溪	“竹溪牌”木质活性炭	1 万吨/年	中国林产化工研究所联营合作企业
建瓯芝星	“芝星”牌木质活性炭	0.8 万吨/年	
衢州云合	“云和”牌木质活性炭	0.5 万吨/年	前身为衢州市衢江区云江活性炭厂

资料来源: 公司招股书, 兴业证券研究所

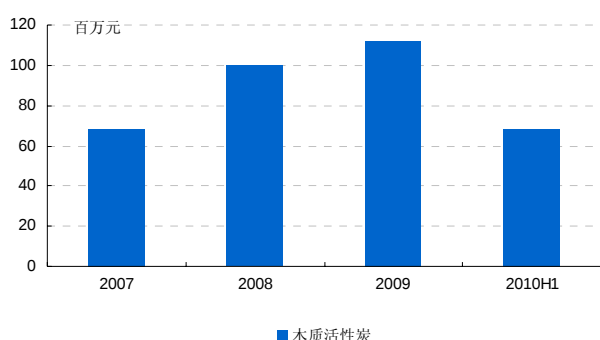
国内企业方面, 目前全国有二三百家木质活性炭企业, 但年生产能力真正达到万吨规模的屈指可数, 大多数木质活性炭厂是年产几百吨到上千吨的小企业, 由于生产工艺、成本上的劣势, 小企业正以每年 30% 的速度减少, 产能将集中于大型企业。国内大型企业主要分布在福建、江西、浙江、江苏四个省区 (表 5), 据林产工业协会统计, 我国木质活性炭 2009 年的全国总产量约为 12.5 万吨, 而上述四省区的年产量已达到 9 万吨。

3、公司分析

3.1 主营收入构成分析

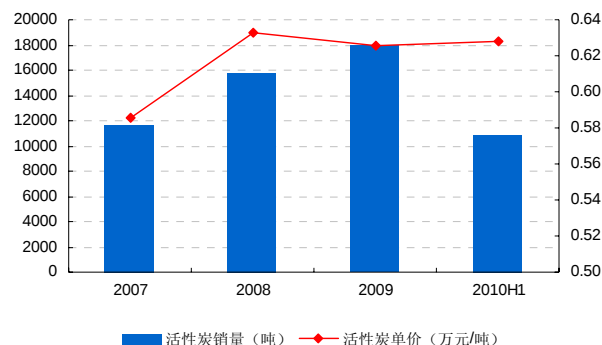
2007-2010H1, 公司收入分别为 68.0、100.5、112.2、68.5 百万元, 由于活性炭产品的销售单价较为稳定, 因此收入的增长幅度与活性炭销量增长幅度基本一致。

图 6 公司业务收入构成 (百万元)



资料来源: 公司招股书, 兴业证券研究所

图 7 公司主要产品销量和单价



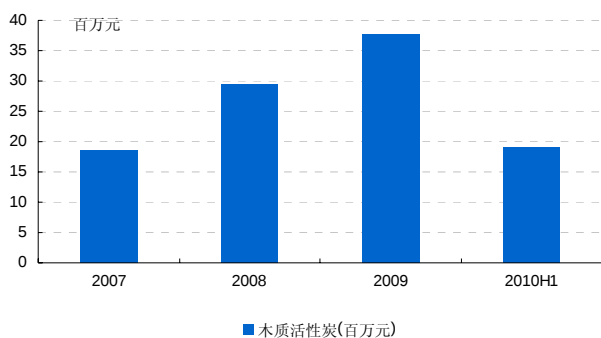
资料来源: 公司招股书, 兴业证券研究所

3.2 主营业务盈利能力分析

2007-2010H1, 公司毛利分别为 18.6、29.5、37.6、19.2 百万元, 与收入增长基本

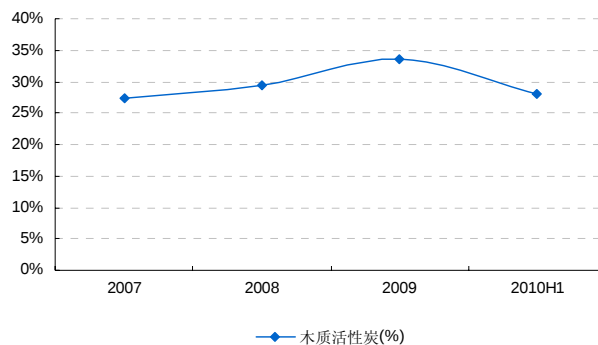
一致。毛利率的波动主要是公司持续改进技术降低成本，以及原材料价格波动的结果（木质活性炭作为一种工业助剂，占下游客户生产成本的比重很小，在原辅材料价格下降时，产品的售价下降并不明显）。

图 8 公司毛利增长情况（百万元）



资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

图 9 公司各项业务毛利率



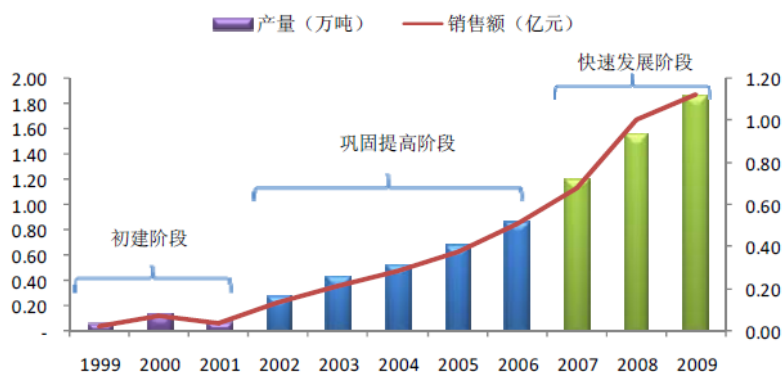
资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

4、公司竞争优势分析

4.1 突出的行业认知能力和企业战略定位能力

作为木质活性炭行业的领军企业，公司管理层对行业发展有着突出的认知能力，对本企业的战略定位也有着清晰、深刻的把握。公司在设立之初即制订了“技术创新”的竞争策略，致力于提高木质活性炭吸附性能和降低生产成本相关的技术工艺研发并取得显著成效。当行业竞争加剧后，公司以产品质量和综合竞争优势继续占领市场，从而摆脱了行业同质化竞争的泥潭。

图 10 1999-2009 公司产量及销售额增长情况



资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

近年来，当行业中部分优秀企业也开始重视专业化能力时，公司又及时进行战略升级，增加研制更多专用活性炭品种以适应下游需求蓬勃发展的需要，并逐步完成由单纯产品提供商向产品、技术综合服务提供商的角色转型。产品与技术服务并重的模式使公司的产品获得了更高的附加价值，客户的综合需求也得到了很大

的引导和满足，由此，公司得到了大批忠实的下游用户的信赖和支持，奠定了持续、稳定成长的基础。

4.2 技术优势

元力股份坚持自主创新，于 2008 年通过技术集成成功研发出达到国际先进水平的“规模化磷酸法活性炭清洁生产新技术”，并于 2009 年率先在国内实现了木质活性炭的规模化、连续化和清洁化生产，公司自主创新的自有炭化、活化、燃料替代、磷酸回收、能量回收、尾气回收等全面技术、工艺得以集成利用和整体化实施，使得产品生产周期缩短，原料消耗降低（磷酸消耗降低至 0.15 吨/吨产品，为国内行业水平 50%左右，水耗用量为国内行业水平的 30%），劳动效率大大提升（劳动力成本较同行业平均水平降低 60%），综合以上优势，公司每吨产品可较其他木质活性炭厂家降低 1,000~1,500 元。

表 6 原力股份主要工艺技术情况

工艺环节	工艺技术	工艺效果	行业情况	先进性
炭化活化	物理法化学法一体化活性炭生产工艺	实现活性炭单线 5000 吨的规模化、连续化、清洁化生产，每吨炭节约成本约 900 元	单线规模一般在 1000 吨以下，为间歇性生产，能耗大，机械化程度低	公司自主研发，经福建省科技厅组织行业专家组鉴定，为国际先进水平，并获得发明专利
	物理炭生产转炉	实现了炭化、活化一体化，连续生产和节能降耗，生产 1 吨物理炭耗用林产“三剩物”降低到 12 吨	以手工扒炉为主，工艺不连续，劳动强度大、热能损失大，生产一吨活性炭耗用林产“三剩物”20 吨	公司自主设计，国内同行业领先水平，获得实用新型专利
	化学炭生产转炉	实现炭化和活化的连续性生产，热能、活化剂损失少，产品得率高，结构简单、设计合理	炭化炉与活化炉分开的化学炭工艺，工艺不连续，劳动强度大、热能损失大	公司自主设计，国内同行业领先水平，获得实用新型专利
	新型活性炭炭化沸腾炉	利用林产“三剩物”为原料连续生产，炭化尾气燃烧后，为化学炭生产供热，实现资源充分利用	以手工炭化炉为主，劳动强度大，炭化时间长，炭得率低，尾气直接排放	公司自主研发，国内同行业领先水平
酸回收	新型活性炭酸回收工艺	实现冷态回收，提高操作安全性，改善操作环境，降低劳动强度	高温回收，易产生“炸桶”现象，存在生产安全隐患，回收周期长	公司自主设计，达到国际先进水平，已申请发明专利
	稀磷酸的回收技术	实现稀酸的循环回收利用	处理排放，处理费用大	公司自主设计，国内同行业领先水平
洗涤	新型活性炭洗涤装置	集固液分离、洗涤脱水于一体，缩短了洗涤周期，降低了物料含水率，减少了洗涤用水量	以炭洗涤桶为主，操作繁琐，洗涤周期长，占地面积大，产品水分高，用水量大	公司自主设计，国内同行业领先水平，并已获得实用新型专利
除砂	炭砂分离装置	连续有效去除砂质类物质，提升了产品质量	自然沉降方式，用水量大，操作不稳定，除砂效果不好，工艺连续差	公司自主设计，国内同行业领先水平，获得实用新型专利
干燥	干燥热能回收利用方法	用过热蒸汽代替空气作为干燥剂，实现循环利用，每吨成品可节水 2 吨，节标煤 0.25 吨	以热空气为干燥剂，湿物料中的水分随空气直接排放	公司自主设计，国内同行业领先水平，并已申请发明专利
尾气净化	处理废气用的带有非金属电极静电场的环保装置	回收尾气中的磷酸，使磷酸消耗降为 0.15 吨/吨	酸气直接排放，磷酸消耗为 0.25~0.35 吨/吨	公司自主设计，达到国际先进水平，获得实用新型专利
产品精制	高选择性活性炭孔径调节技术	根据下游不同领域生产差异化产品，提升产品附加值	一般为同质化产品，未区分专门用途，产品附加值较低	公司自主研发，国内先进水平
	高纯度化学法产品的生产技术	提高产品质量，提升产品附加值	国内磷酸法产品纯度不高，高纯度产品依靠进口	公司自主研发，国内先进水平

数据来源：公司招股书，兴业证券研究所

另一方面，公司的新产品研发不断突破，产品品质不断提高，报告期内，公司产品品种从原来的糖用炭、味精用炭等少数几种发展到包括果汁炭、酿酒炭、食用油炭、柠檬酸炭、乳酸炭、山梨酸炭等在内的多种专用活性炭产品，并且通过一系列技术攻关，产品性能已居于同行业领先水平，吸附能力比同行业平均水平高出 20%，产品丰富且质量稳定。

4.3 稳定客户群优势

制糖工业是元力股份产品的最主要应用领域，公司在糖用炭市场已形成了稳定的客户基础，其中淀粉糖行业的前 20 家企业中有 10 家是公司的直销客户，包括山东东西王糖业有限公司、秦皇岛骊骅淀粉股份有限公司、保龄宝生物股份有限公司、长春帝豪食品发展有限公司。在味精领域，公司已经与阜丰集团有限公司、梅花生物科技集团股份有限公司等味精龙头企业建立了稳定的供应关系。

公司复制糖用炭市场的成功经验，积极与国内主要饮料生产企业建立联系，并以苹果汁生产企业为突破口，扩大对国内四大苹果汁生产商（国投中鲁果汁股份有限公司、中国海升果汁控股有限公司、烟台北方安德利果汁股份有限公司和陕西恒兴果汁饮料有限公司）的销售额。此外，公司目前正积极参与味之素、可口可乐、百事可乐等国际企业的供应商认证程序。

5、募投项目分析：扩充产能，强化竞争优势

元力股份本次募集资金投资于本部“年产 10,000 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目”和荔元活性炭“年产 10,000 吨活性炭生产建设项目”共新增 4 条 5,000 吨/年、合计 2 万吨/年的木质活性炭产能，并通过公司本部的“活性炭技术研发中心扩建项目”和“其他与主营业务相关的营运资金”为公司扩大产能进一步提供技术和资金保障。截至 2010 年 6 月 30 日，公司已经以自筹资金先期投入 1021 万元用于子公司荔元活性炭“年产 10,000 吨活性炭生产建设项目”的建设用地购买及其他有关支出。

表 7 募集资金项目（万元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金额	建设周期
本部年产 10,000 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目	5,385	5,385	1 年
荔元活性炭年产 10,000 吨活性炭生产建设项目	6,940	6,940	1 年
公司本部活性炭技术研发中心扩建项目	2,000	2,000	1 年
其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-

数据来源：公司招股书，兴业证券研究所

募投项目建成后，元力股份的木质活性炭总产能将达到 4.2 万吨，我们认为这部分新增产能可以顺利消化，理由如下：

1、近年来，随着经济的不断发展和人们生活水平的逐步提高，木质活性炭的应用领域不断拓宽，市场需求不断上升，当前国内的木质活性炭产能不能满足下游食品、饮料、医药、饮用水处理等各传统行业的需求，而且未来随着人们对生命健康、环境保护的日益重视，木质活性炭在室内、车内空气净化、饮用水的深度净化、汽车尾气处理、油气回收、溶剂回收等领域的应用将越来越广泛，并在超级电容器、天然气贮存等新兴领域也开始得到应用，保守估计到 2012 年国内外木质活性炭需求量将不低于 40、15 万吨，市场空间广阔（按照公司规划，其中 3 万吨以上将在国内市场消化）。

2、公司产品因性价比较高而长期供不应求，不能有效满足下游用户的需求，只能选择外包部分产能（自 2008 年开始向附近的一些活性炭厂家采购已经炭化、活化、酸回收后的木质活性炭半成品，再对其进行后道加工后出售），甚至或放弃部分市场订单。

3、募投项目新增产能均是基于前述 5,000 吨/年规模化、连续化、清洁化生产工艺技术上的规模化扩产，进一步优化改进了公司自主研发的成熟、先进的工艺（提升了工艺设计水平和柔性化生产能力），进一步降低了产品的成本，提升了竞争力。

此外，公司在本部“年产 10,000 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目”中的其中 1 条 5,000 吨/年生产线中增加了精制处理设备，使公司产能扩大同时拥有了 5,000 吨处理高纯度木质活性炭的精制能力，进一步改善了产品结构。

6、盈利预测与估值

6.1 盈利预测假设

- 募投项目新增产能相应逐步释放；
- 公司产品价格基本维持稳定；
- 由于募投项目采用了更大规模的优化生产技术，同时产品档次也得到了进一步提升，公司木质活性炭产品的毛利率逐年提升；
- 公司三项费用率保持稳定，所得税率为 15%；

表 8 公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
活性炭	销量 (吨)	17917	23000	32000	45000
	销售均价 (万元/吨)	0.63	0.68	0.73	0.75
	营业收入 (百万元)	112	156	234	338
	毛利率 (%)	33.5%	35.0%	39.0%	42.5%
	营业收入 (百万元)	112	156	234	338
总计	YoY (%)	11.9%	39.5%	49.4%	44.5%
	营业成本 (百万元)	75	102	142	194
	毛利 (百万元)	38	55	91	143
	毛利率	33.5%	35.0%	39.0%	43.0%
	营业费用 /主营业务收入	7.7%	7.0%	7.0%	7.0%
	管理费用 /主营业务收入	11.7%	9.5%	8.5%	8.0%
	财务费用 /主营业务收入	1.0%	-2.3%	-1.4%	-0.7%
实际税率		7.1%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：兴业证券研究所

6.2 盈利预测结果与估值

基于前述假设,我们预计元力股份 2010-2012 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.40、0.82、1.35 元,未来三年净利润年复合增长率为 72.1%。

木质活性炭行业的成长空间广阔: 食品、饮料、医药、饮用水处理等传统行业稳步增长,而且未来随着人们对生命健康、环境保护的日益重视,木质活性炭在室内、车内空气净化、饮用水的深度净化、汽车尾气处理、油气回收、溶剂回收等领域的应用将越来越广泛,并在超级电容器、天然气贮存等新兴领域也开始得到应用,公司在成本控制、产品品质和客户关系方面竞争力突出,据此我们认为可以给予公司 2011 年 30-33 倍 PE 的估值水平,对应合理价值区间为 24.6-27.1 元。

表 9 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	112	156	234	338
增长率 %	11.6%	39.4%	49.4%	44.5%
营业利润 (百万元)	14	25	57	99
增长率 %	21.5%	75.3%	130.4%	72.4%
净利润 (百万元)	18	27	56	92
增长率 %	7.7%	47.5%	105.8%	65.1%
最新摊薄每股收益 (元)	0.27	0.40	0.82	1.35
每股净资产 (元)	1.37	1.90	8.19	9.54

数据来源：兴业证券研究所

7、风险提示

7.1 原材料价格波动风险

锯末等林产“三剩物”和磷酸是公司最主要的原、辅材料,在产品成本中占 35%左

右。二者的价格波动直接影响木质活性炭生产企业的产品成本波动，从而影响企业盈利水平。近年来，锯末价格保持相对稳定，但磷酸价格波动较大，从而造成公司原材料采购成本的波动。虽然公司具有较强的成本控制能力，但如果未来原材料价格发生较大波动，而公司又不能采取相应的有效措施，将有可能导致公司产品毛利率的波动，从而对公司经营业绩产生不利影响。

7.2 反倾销风险

随着中国活性炭在世界市场份额的不断扩大，欧盟、美国等发达国家的一些活性炭厂商为了自身的利益，对原产于中国的活性炭提起了反倾销立案调查。1996年6月5日起，欧盟委员会先后多次对原产于中国的木质粉状活性炭作出附期限的、每吨征收323欧元反倾销税的裁定并维持至今；2009年11月10日，美国商务部发布公告，对原产于中国的物理法活性炭作出反倾销行政复审终裁，裁定原产于中国物理法活性炭企业的倾销幅度为3.23%~228.11%。

2009年公司产品外销比例为20.33%，产品主要销往日本、墨西哥、巴西、泰国、马来西亚等国，如果上述国家对活性炭产品也实施反倾销，则将对公司盈利造成不利影响。

7.3 核心技术失密风险

公司掌握了包括规模化磷酸法活性炭清洁生产技术、新型活性炭洗涤工艺、尾气回收工艺、磷酸回收工艺、稀酸精制技术、余热回收综合利用技术、高纯度活性炭精制技术在内的木质活性炭生产过程的各种关键技术工艺，实现了木质活性炭规模化、连续化、清洁化生产，提高产品质量和生产效率的同时降低生产成本，减少了环境污染，奠定了公司在木质活性炭行业内领军企业的优势地位。

公司目前拥有专利技术6项，此外还正在申请2项发明专利，并拥有多项关键生产环节的专有技术。公司的技术创新依赖于掌握和管理这些技术的核心技术人员和关键管理人员。如果将来核心技术泄密、核心技术人员和关键管理人员流失，将会对公司的正常生产和持续发展造成不利影响。

附表
资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	47	63	327	387
货币资金	15	0	258	311
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	13	35	39	43
其他应收款	1	1	1	2
存货	10	21	23	26
非流动资产	66	182	283	320
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	47	117	220	263
在建工程	8	54	52	46
油气资产	0	0	0	0
无形资产	10	10	10	10
资产总计	113	244	610	707
流动负债	42	147	53	58
短期借款	20	99	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	17	43	47	52
其他	5	5	6	6
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
负债合计	43	147	53	58
股本	51	51	68	68
资本公积	6	6	392	392
未分配利润	12	37	87	170
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	70	97	557	649
负债及权益合计	113	244	610	707

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	18	27	56	92
折旧和摊销	0	4	9	13
资产减值准备	-0	1	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	3	-4	-8
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	4	6	2	2
经营活动产生现金流量	16	30	59	95
投资活动产生现金流量	-18	-120	-110	-50
融资活动产生现金流量	46	75	309	8
现金净变动	45	-15	258	53
现金的期初余额	7	15	0	258
现金的期末余额	52	0	258	311

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	112	156	234	338
营业成本	75	102	142	194
营业税金及附加	1	1	1	2
销售费用	9	11	16	24
管理费用	13	15	20	27
财务费用	1	3	-4	-8
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	14	25	57	99
营业外收入	6	7	9	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	20	32	66	108
所得税	1	5	10	16
净利润	18	27	56	92
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	18	27	56	92
EPS (元)	0.27	0.40	0.82	1.35

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.6%	39.4%	49.4%	44.5%
营业利润增长率	21.5%	75.3%	130.4%	72.4%
净利润增长率	7.7%	47.5%	105.8%	65.1%
盈利能力(%)				
毛利率	33.5%	35.0%	39.0%	42.5%
净利率	16.4%	17.3%	23.9%	27.3%
ROE	26.2%	27.9%	10.0%	14.2%

偿债能力(%)

资产负债率	37.8%	60.3%	8.7%	8.2%
流动比率	1.12	0.43	6.23	6.72
速动比率	0.88	0.28	5.78	6.27

营运能力(次)

资产周转率	1.18	0.88	0.55	0.51
应收帐款周转率	7.71	6.12	5.99	7.87

每股资料(元)

每股收益	0.27	0.40	0.82	1.35
每股经营现金	0.33	0.58	1.16	1.87
每股净资产	1.37	1.90	8.19	9.54

估值比率(倍)

PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。