

分析师： 刘俊 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn 执业证书编 S0490510120002

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

梅峻 玺 (8621) 68751310 meiyy@cjsc.com.cn

张翔 (8627) 65799773 zhangxiang1@cjsc.com.cn

借助募投项目巩固国内木质活性炭的龙头地位

事件描述

元力股份拟 IPO 上市，主要内容和我们的主要观点如下：

- 公司本次拟发行 1700 万股，发行后总股本 6800 万股。公司本次募投项目主要是本部年产 10,000 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目、全资子公司荔元活性炭年产 10,000 吨活性炭生产建设和本部研发中心扩建项目。项目建设期都为 1 年。
- 在公司募投项目达成后，公司木质活性炭产能将从目前的 2.2 万吨提高到 4.2 万吨。其中，本部年产 10,000 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目达产后预计贡献收入 6517 万元，净利润 1218 万元，每股收益 0.18 元；全资子公司荔元活性炭年产 10,000 吨活性炭生产建设项目达产后可贡献收入 6076 万元，净利润 1232.64 万元，每股收益 0.18 元。
- 我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.40、0.78 和 1.18 元，按照 2011 年 25-30 倍市盈率计算，合理申购价格为 19.50-23.40 元。

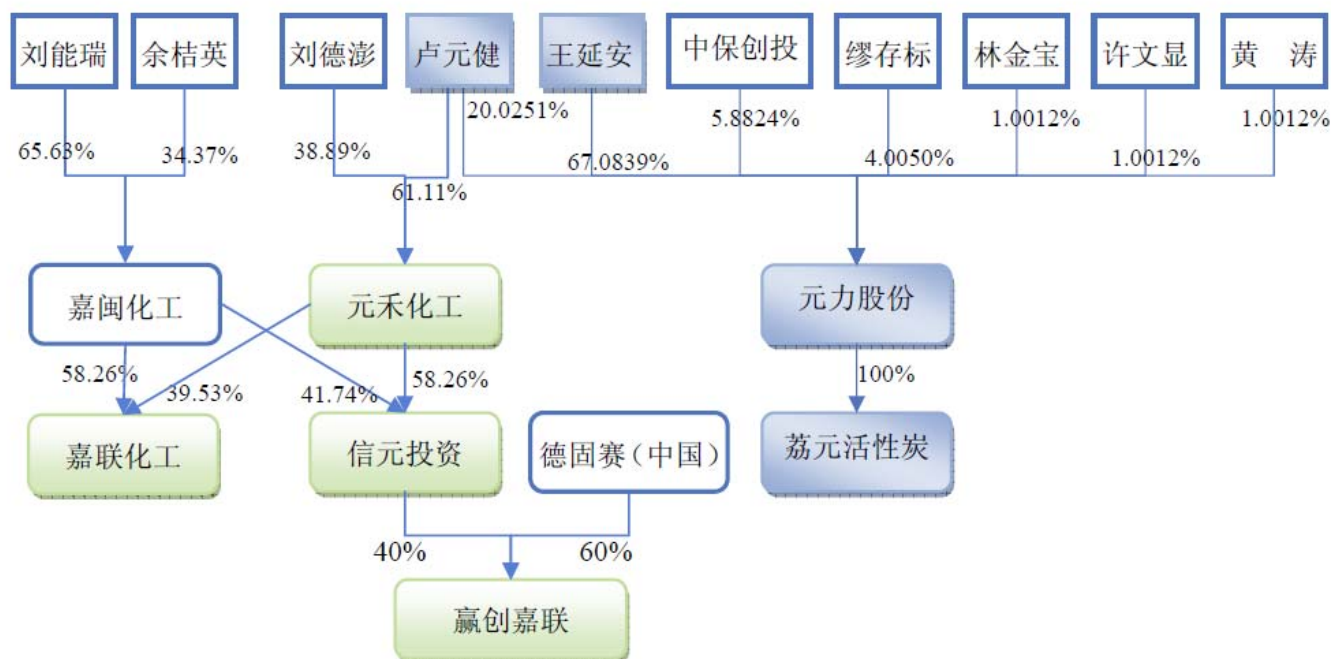
事件评论

公司概况

股权结构

公司本次拟发行普通股1700万股，发行后总股本6800万股。发行前，公司控股股东为王延安持有67.08%股份，实际控制人为卢元健、王延安夫妇共持有87.11%股份。此外，公司另有1位法人股东和4位自然人股东共持股12.89%。

图 1：本次发行前公司股权结构图

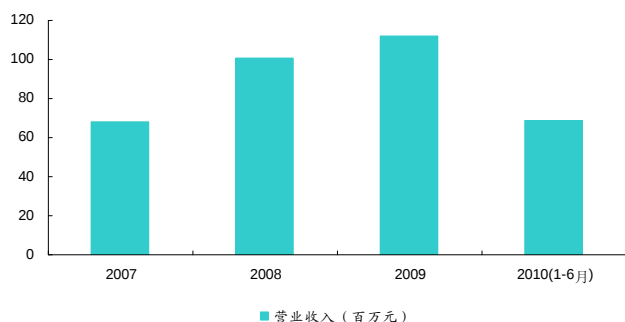


资料来源：公司公告，长江证券研究部

经营情况

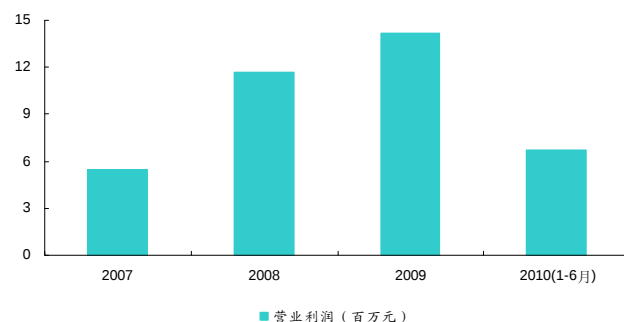
公司营业收入从2007年的6803万元达到2009年的11218万元，年复合增长率28.41%；营业利润从2007年的550万元达到2009年的1416万元，年复合增长率60.45%；净利润从2007年的1024万元达到2009年的1837万元，年复合增长率33.94%；毛利率从2007年的27.36%达到2009年的33.48%。

图 2：近四年公司营业收入



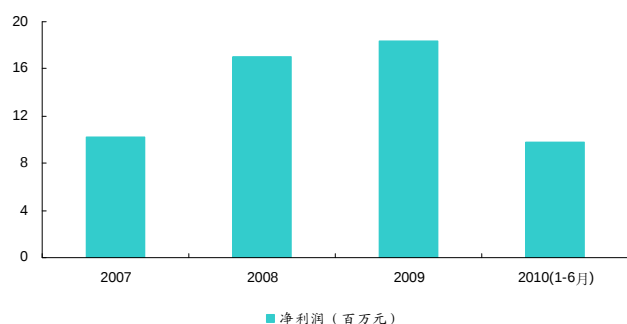
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：近四年公司营业利润



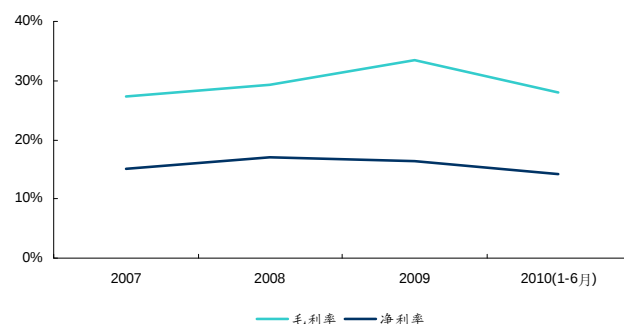
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 近四年公司净利润



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 近四年公司毛利率、净利率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

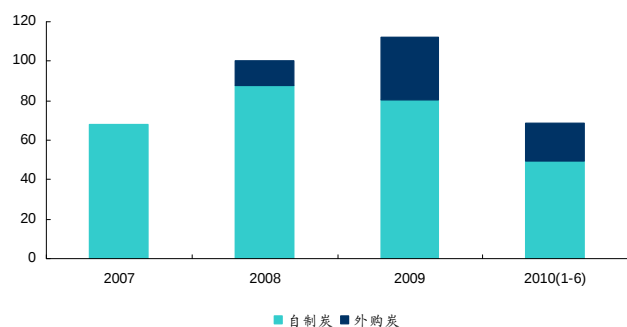
主营业务

公司主营业务为木质活性炭产品的研发、生产和销售, 目前已经发展成为国内规模最大、技术水平最高、自主创新能力最强的木质活性炭龙头企业。

从主营产品的营收占比来看, 自制炭占营收比例超过 70%, 但逐年上升, 到 2009 年达到 71.46%。其次公司外购炭营收占比逐年增大, 从 2008 年的 12.60% 下降至 2009 年的 28.54%。

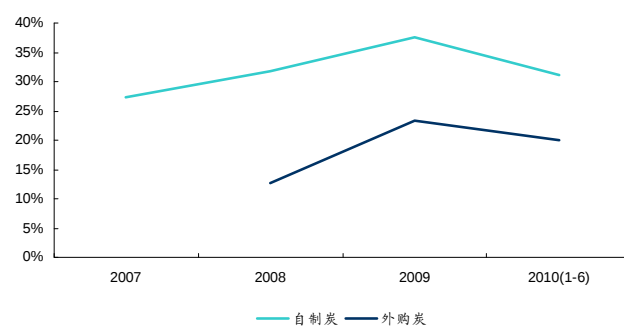
从产品毛利率的角度来看, 公司的产品销售毛利率比较稳定。其中, 自制炭毛利率保持在 27%-38% 之间, 外购炭的毛利率在 12%-24% 之间。

图 6: 近三年公司主营构成按产品分类



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 7: 近四年公司各产品毛利率变化



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

募投项目

公司本次拟向社会公开发行人 2000 万股人民币普通股, 募集资金在扣除发行费用后将用于本部年产 10,000 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目、全资子公司荔元活性炭年产 10,000 吨活性炭生产建设项目和本部研发中心扩建项目。

表 2: 公司募投项目资金使用情况 单位: 万元

项目名称	投资总额	建设周期	年营业收入	年营业利润
公司本部年产 10,000 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目	5,385	1 年	6517	1218
荔元活性炭年产 10,000 吨活性炭生产建设项目	6,940	1 年	6076	1232.64
公司本部活性炭技术研发中心扩建项目	2,000	1 年	-	-
其他与主营业务相关的营运资金	-	--	-	-
合计	14325	--	12593	2450.64

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测与申购价格

我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.40、0.78 和 1.18 元，按照 2011 年 25-30 倍市盈率计算，合理申购价格为 19.50-23.40 元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	112	146	219	306	货币资金	15	316	321	355
营业成本	75	98	136	184	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	38	48	83	122	应收账款	13	17	26	37
% 营业收入	33.5%	33.0%	38.0%	40.0%	存货	10	13	18	24
营业税金及附加	1	1	1	2	预付账款	2	2	3	4
% 营业收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	7	8	12	16
销售费用	9	9	13	18	流动资产合计	47	356	379	436
% 营业收入	7.7%	6.0%	6.0%	6.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	13	15	22	31	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.7%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	0	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	-0.1%	-0.5%	-0.4%	固定资产合计	47	63	84	108
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	10	10	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	14	24	48	73	其他非流动资产	8	36	57	73
% 营业收入	12.6%	16.4%	21.9%	23.7%	资产总计	113	466	530	625
营业外收支	6	7	11	17	短期贷款	20	0	0	0
利润总额	20	30	59	89	应付款项	17	20	27	37
% 营业收入	17.6%	20.9%	27.0%	29.2%	预收账款	0	1	1	2
所得税费用	1	3	6	9	应付职工薪酬	1	2	3	4
净利润	18	27	53	80	应交税费	2	3	4	6
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	2	3	4
的净利润	18.4	27.4	53.2	80.4	流动负债合计	42	27	39	53
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.36	0.40	0.78	1.18	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	1	1	1	1
经营活动现金流净额	17	31	54	83	负债合计	43	28	40	54
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	70	437	491	571
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	10	0	0	0	股东权益	70	437	491	571
固定资产投资	0	-50	-50	-50	负债及股东权益	113	466	530	625
其他	-29	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-19	-50	-50	-50		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.360	0.403	0.783	1.183
股权融资	0	17	0	0	BVPS	1.37	6.43	7.22	8.40
银行贷款增加 (减少)	0	-20	0	0	PE	74.96	67.00	34.50	22.83
筹资成本	-1	0	1	1	PEG	1.18	1.05	0.54	0.36
其他	10	323	0	0	PB	19.66	4.20	3.74	3.22
筹资活动现金流净额	9	320	1	1	EV/EBITDA	90.39	50.58	27.44	17.87
现金净流量	7	301	5	34	ROE	26.2%	6.3%	10.8%	14.1%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崧玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊，武汉大学经济学硕士。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。