

元力股份（300174）：具备自主创新的木质活性炭龙头企业

化工

合理价：20-27 元

报告日期：2011 年 01 月 24 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	11218	13470	20089	31185
(+/-)	11.58%	20.08%	49.14%	55.23%
营业利润	1416	1575	5280	10936
(+/-)	21.46%	11.24%	235.22%	107.12%
归属于母公司 的净利润	1837	2078	5104	10304
(+/-)	7.70%	13.12%	145.61%	101.88%
每股收益（元）	0.36	0.41	0.75	1.52

公司发行新股基本情况

发行日期	2010.1.21
发行后总股本（万股）	6800
发行股数（万股）	1700
发行价格（元）	24
发行市盈率（倍）	58.5
发行动态市盈率（倍）	32
第一大股东	王延安、卢元健夫妇
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	87.11% / 65.33%
发行前每股净资产（元）	1.56
发行前资产负债率	66.63%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

证券分析师：车玺

执业证书编号：A0140511010011

【电话】010-66045572

【邮箱】chex@txsec.com

联系人：张淑龙

【电话】010-66045460

【邮箱】zhangsl@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 1700 万股，发行后总股本为 6800 万股。卢元健、王延安夫妇为公司的控股股东和实际控制人，本次发行前两人合计持有公司 4442.56 万股，占公司总股份的 87.11%。
- 公司是具备自主创新的国内木质活性炭龙头企业，处于快速发展阶段。公司专注木质活性炭研发生产和销售，2009 年产量为 1.86 万吨，在国内市场占有率为 15%，是国内最大活性炭生产企业；公司注重研发和创新，“磷酸法”技术达到国际水平，具备技术和成本优势；公司经过 10 年的发展，目前处于快速发展阶段，近三年公司的收入和业绩复合增长率分别为 28.39%和 33.97%。
- 木质活性炭应用范围广，市场需求不断递增，行业具有良好的前景。木质活性炭比表面积大，吸附能力强，主要用于水处理、食品饮料、医药、空气净化等领域，实现净化、提纯和减排，应用范围广；世界木质活性炭在 2002 年需求量为 66 万吨，到 2007 年为 89 万吨，预计 2012 年将达到 115 万吨，市场需求不断递增。我国是木质活性炭生产大国，约占世界木质活性炭产能的 42%，由于我国在原料成本方面的优势，活性炭产业呈现向我国转移的趋势，同时世界的需求在稳步增长。
- 公司募集资金用于扩大产能和提高研发水平，提高市场占有率和巩固技术优势。公司预计发行 1700 万股，募集资金约 1.43 亿元，公司的活性炭产能将从目前的 2.2 万吨提升到 4.2 万吨；将 2000 万资金用于扩建研发中心项目，保持技术优势。
- 公司估值。预计公司 10、11 年面摊薄每股收益分别为 0.41 元、0.75 元。若公司的产能在 2012 年完全释放，预计公司的每股收益为 1.52 元。按照 2012 年的业绩预测计算，我们认为给予公司 18-20 市盈率较为合理，对应的合理价格区间应在 20-27 元之间。
- 风险提示：磷酸磷酸价格波动风险；新增产能不能消化风险；原料供给因天气异常带来的不足风险。

正文目录

1. 具备自主创新的国内木质活性炭龙头企业	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 国内木质活性炭龙头企业	4
1.3 公司具有技术领先及创新优势	7
2. 木质活性炭前景更好	8
2.1 活性炭主要用于净化、脱色、精制和去味	8
2.2 活性炭需求稳步增长	9
2.3 木质活性炭优于煤质活性炭 前景更好	10
2.4 技术制约生产规模化 法律为行业壁垒	10
3. 公司处于快速发展阶段 内生增长强劲	12
3.1 公司处于快速发展阶段	12
3.2 公司受产能瓶颈约束 高负荷运转	12
3.3 拓展国外市场 毛利率有望进一步提升	13
4. 募集资金使用情况	13
4.1 募集资金主要用于扩大产能和提高研发水平	13
4.2 项目达产后产能提高 91%，公司在 2015 年产能将达 10 万吨	14
4.3 提高研发水平是适应活性炭向其他领域的发展	14
5. 盈利预测与估值分析	14
5.1 盈利预测	14
5.2 合理价位 20-27 元	16
6. 风险揭示	16

图表目录

图表 1 发行前后股本结构对比表	4
图表 2 公司产量和收入占国内市场份额图	5
图表 3 国内主要木质活性炭生产企业产能情况表	5
图表 4 公司木质活性炭主要产品	5
图表 5 公司四大用途炭收入占比走势图	6
图表 6 公司 2009 年分产品收入构成表	6
图表 7 公司财务数据情况表	6
图表 8 公司活性炭专利工艺优势与行业对比表	7
图表 9 活性炭分类情况表	8
图表 10 活性炭分类情况表	8
图表 11 活性炭应用领域示意图	9
图表 12 全球活性炭需求走势图	9
图表 13 全球活性炭产能分布情况（2007）	9
图表 14 2007 年全球活性炭需求（按地区）	10
图表 15 2008 年各国活性炭出口量对比	10
图表 16 木质和煤质活性炭对比情况表	10
图表 17 木质活性炭化学法流程图	11
图表 18 木质活性炭行业法律法规相关政策表	11
图表 19 公司发展阶段示意图	12
图表 20 公司产能利用率情况表	12
图表 21 公司活性炭成本构成图	13
图表 22 公司募股资金使用情况表	13
图表 23 公司收入和业绩快速增长	14
图表 24 元力股份盈利预测（单位：万元）	15

1. 具备自主创新的国内木质活性炭龙头企业

1.1 公司基本情况

福建元力活性炭股份有限公司成立于1999年5月，目前注册资本5100万元。公司主要经营木质活性炭的研发、生产和销售，属于国家重点鼓励和支持的行业；近三年公司活性炭产销量居国内首位；公司注重研发，成本和品质优势突出，被福建省认定为“高新技术企业”。

卢元健、王延安夫妇为公司的控股股东和实际控制人，本次发行前两人合计持有公司4442.56万股，占公司总股份的87.11%。

发行前公司总股本为5100万股；本次公司拟发行1700万股，占发行后总股本的25%。

图表 1 发行前后股本结构对比表

股东	发行前		发行后	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
王延安	3421.28	67.08%	3421.28	50.31%
卢元健	1021.28	20.03%	1021.28	15.02%
中保创投	300	5.88%	300	4.41%
缪存标	204.25	4.01%	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%
公众股			1700	25.00%
合计	5100	100.00%	6800	100.00%

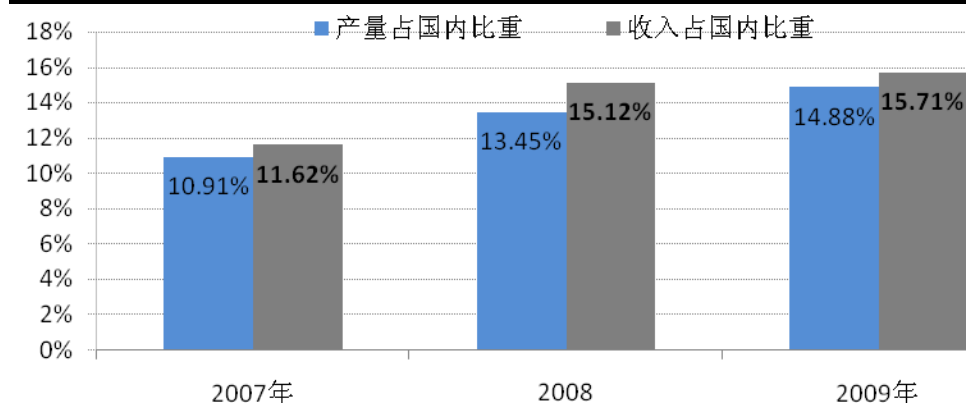
资料来源：招股说明书

1.2 国内木质活性炭龙头企业

公司目前的产能为2.2万吨，远超出国内其他大型木质活性炭企业的规模，居于行业龙头地位。国内生产木质活性炭的企业有200多家，大多年产几百吨至上千吨，达到上万吨的风毛麟角。我国木质活性炭生产区域比较集中，主要分布在福建、江西、浙江和江苏四省，2009年四省产量为9万吨，占全国的72%。除公司外其他大型活性炭生产企业主要集中在以上四省区，主要有包括江西怀玉山三达活性炭有限公司、福建省邵武市鑫森碳业有限公司、溧阳竹溪活性炭有限公司、福建省建瓯芝星活性炭有限公司和衢州市云合炭业有限公司。具体的产能情况为，邵武鑫森、溧阳竹溪两家公司的产能为1万吨；怀玉山三达和建瓯芝星产能为8000吨；衢州云合为5000吨。

公司木质活性炭产量占国内市场份额的15%。2009年全国木质活性炭产量为12.5万吨，公司产量为1.86万吨，占14.88%；从销售额角度看，2009年国内木质活性炭销售收入7.13亿元，公司销售收入1.12亿元，占国内市场的15.71%。公司的木质活性炭产量和收入连续三年居于国内第一位。

图表 2 公司产量和收入占国内市场份额图



来源：招股说明书 林产工业协会

图表 3 国内主要木质活性炭生产企业产能情况表

公司名称	省份	年产能	基本情况
怀玉山三达	江西	8000	新加坡三达集团下属活性炭生产企业，年设计产能约 0.8 万吨，生产“松鹤”系列活性炭
邵武鑫森	福建	10000	年产能约 1 万吨，主要有车用活性炭、电容器活性炭及“快活林”牌民用净化系列产品
溧阳竹溪	江苏	10000	中国林产化工研究所联营合作企业，年设计生产能力约 1 万吨，生产“竹溪”牌系列活性炭产品
建瓯芝星	福建	8000	活性炭年产能 0.8 万吨，生产“芝星”牌系列活性炭产品
衢州云合	浙江	5000	公司前身为衢州市衢江区云江活性炭厂，年产针剂炭、糖用炭等型号的活性炭约 0.5 万吨

来源：招股说明书 林产工业协会

公司木质活性炭主要用于制糖、味精、食品饮料、水处理和化工，主要用于脱色、除臭、去杂、提纯和精制。

图表 4 公司木质活性炭主要产品

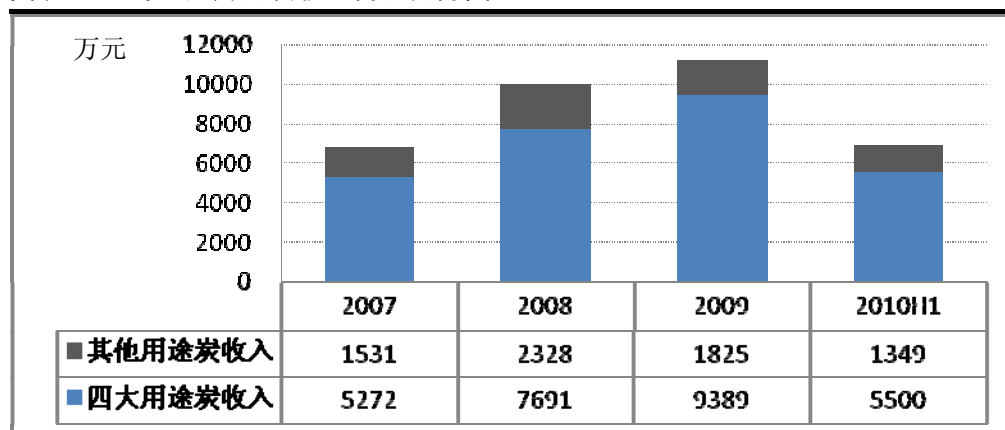
序号	产品	特性
1	糖用活性炭	中孔发达，吸附量大，用于制糖业脱色、提纯、除臭
2	味精用活性炭	比表面积巨大，大中孔分布于吸附相匹配，吸附力强，速度快
3	食品用活性炭	中微孔发达、纯度高、吸附量大，主要用于发酵、添加剂、果汁等脱色提纯
4	水处理用活性炭	主要用于饮用水、酒类和各种饮料的净化
5	化工用活性炭	提纯度高、稳定、过滤速度快，适用于化学试剂、生物制品和精细化工的脱色精制
6	其他	根据客户需要进行定制

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

2007 年至 2010 年上半年，公司的糖用炭、味精用炭、食品用炭和化工用炭（四

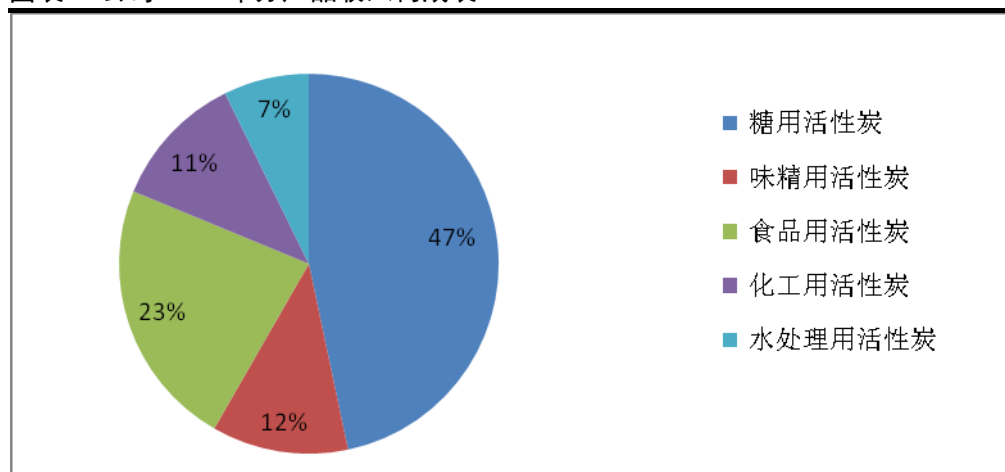
大用途炭)是公司销售收入的主要来源,占公司的销售收入基本稳定在80%水平;小幅波动的主要原因是公司采用订单驱动模式。

图表 5 公司四大用途炭收入占比走势图



来源: 招股说明书 天相投顾整理

图表 6 公司 2009 年分产品收入构成表



来源: 招股说明书 天相投顾整理

图表 7 公司财务数据情况表

项目: 万元	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
总资产	5573	7823.56	11256	12113.8
权益	3659.5	5365.28	7002.37	7978.1
营业收入	6,802.55	10,053.11	11,217.52	6,849.88
净利润	1,023.52	1,705.78	1,837.09	975.73
归属股东净利	1,023.52	1,705.78	1,837.09	975.73
流动比率	2.01	1.22	1.12	1.32
速动比率	1.62	1.06	0.88	1.07
每股净资产: 元	1.74	2.55	1.37	1.56
应收账款周转率	14.97	9.62	7.71	9.64
存货周转率	12.41	14.67	10.60	9.86
毛利率	27.36%	29.33%	33.48%	28.00%
资产负债率	34.34%	31.42%	37.79%	34.14%

资料来源: 招股说明书 天相投顾整理

1.3 公司具有技术领先及创新优势

元力股份公司在磷酸、热能和废水三方面的循环综合利用上具有自有技术，率先在木质活性炭生产上实现了规模化、连续化和清洁化生产。公司目前共有 8 项，其中一项专利在审查中。公司在生产木质活性炭在能耗、资源循环利用（水、磷酸）和工时方面具有明显的优势。

图表 8 公司活性炭专利工艺优势与行业对比表

工艺环节	工艺技术	工艺效果	行业情况	专利号
炭化阶段	物理化学一体化法	实现 5000 吨生产规模化连续化	单线规模一般在 1000 吨以下	200810071166.7
	物理炭生产转炉	实现了炭化活化一体化及能耗降低	以手工扒炉为主，工艺不连续，热能损失大，木料消耗大	ZL200820102532.6
	化学炭生产转炉	实现炭化活化连续生产，热能和活化剂损失少	炭化炉与活化炉分开，不连续	ZL200820102528.X
酸回收	酸回收工艺	实现冷回收，提高安全性	高温回收，易产生“炸桶”	200910111047.4
洗涤	新型活性炭洗涤	集固液、洗涤脱水于一体，缩短周期降低用水	以炭洗涤桶为主，周期长，用水大	200920137735.3
除砂	炭砂分立装置	连续除砂，品质提升	自然沉降、用水大	ZL200920136663.0
干燥	干燥热能回收	热蒸汽作为干燥剂，实现循环，每吨成品节水 2 吨	以热空气为干燥剂，水分直接排放	200910111470.4

来源：招股说明书 天相投顾整理

公司研发支出保持稳定比例，将“技术创新”作为公司重要竞争策略。公司近三年将营业收入的7%左右资金投入研发。目前公司正在研发的项目主要包括以下内容：

- 1) 连续化、清洁化、自动化活性炭生产技术深入研究
- 2) 深化活化剂回收技术

公司目前对活化剂磷酸的回收已经达到吨炭消耗0.15吨的水平，与国际水平持平，公司希望通过研发达到0.1吨的水平，以降低活化剂成本。

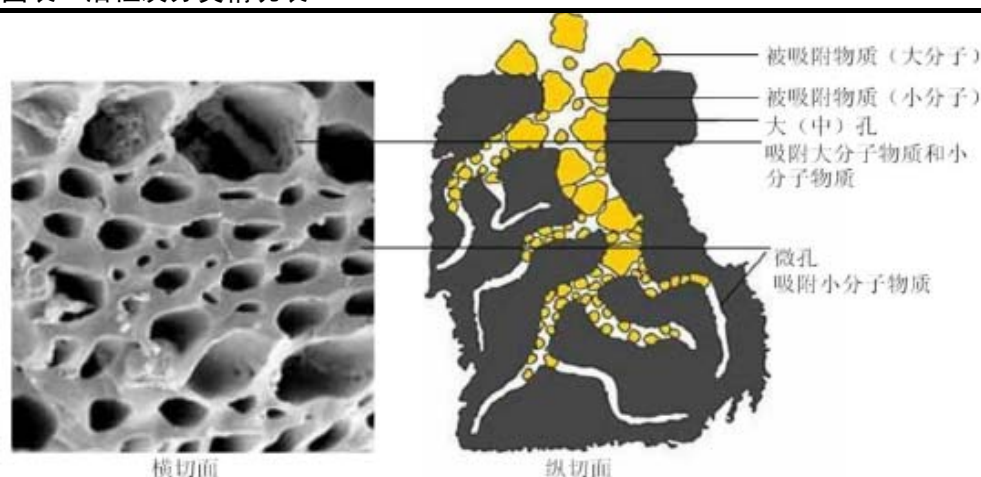
- 3) 物理法活性炭转炉应用
- 4) 从锯末中回收杉柏醇技术
- 5) 过热蒸汽干燥技术
- 6) 木质粉无尘包装技术
- 7) 开发活高纯、专用活性炭

2. 木质活性炭前景更好

2.1 活性炭主要用于净化、脱色、精制和去味

活性炭比表面积大，孔系发达，吸附能力强，主要用于水处理、食品饮料、医药、空气净化等领域，实现净化、提纯和减排，应用范围广。活性炭的空隙大小决定活性炭吸附物的气相、液相的用途；用途目的主要就是脱色、精制和去味。

图表 9 活性炭分类情况表



来源：招股说明书

活性炭主要是利用炭的空隙吸附气液相物质，通过分离、提纯达到脱色、除臭和物质回收的目的。目前活性炭主要按原料、制造方法、外观和用途进行分类；而按原料分类起着重要的作用。由于原料的差异造成加工工艺和产品的差异，形成用途的不同。

目前在全球范围内煤质活性炭的使用份额占70%，占据较大的份额。

图表 10 活性炭分类情况表

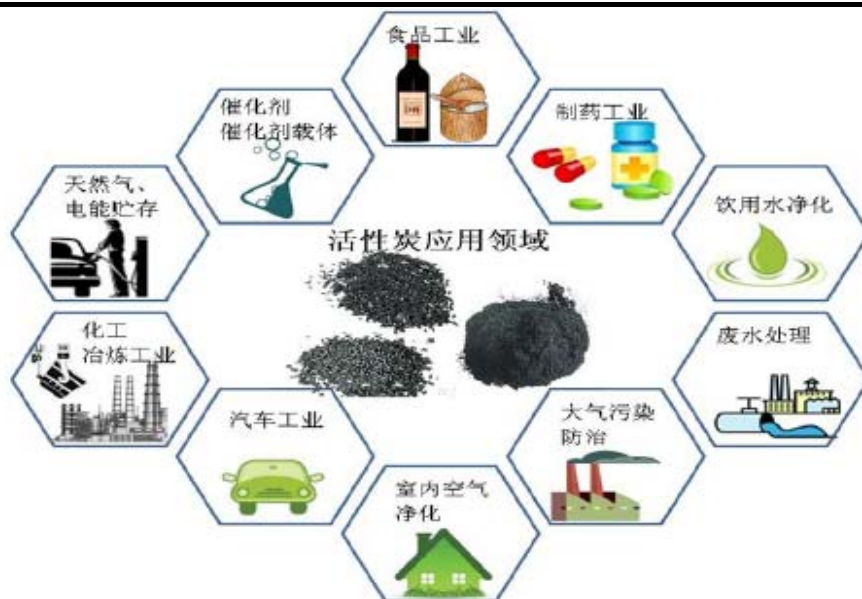
按原料来源	说明	特点
木质活性炭	椰壳、杏壳和木粉、活性炭	中孔结构和比表面积发达
矿物质原料活性炭	煤和石油为原料	
其他原料活性炭	废橡胶和废塑料	
按制造方法		
化学法活性炭	将含碳原料与酸碱盐活化剂混合进行热处理制取活性炭，如磷酸法和氯化锌法	中微孔系发达，主要用于吸附气相物
物理法活性炭	将碳和氧混合，在高温下进行活化	微孔发达，主要用于液相
按外观形状		
	主要有粉状、颗粒和其他	粉状吸附速度快
按用途		
糖用活性炭	食品添加剂的脱色	
味精活性炭	精制脱色	

净水活性炭	水厂活性炭过滤	
污水处理	电厂水质保护	
空气净化活性炭	防毒，装修污染治理，吸附甲醛、苯系物	
精细化工	提纯、精制及溶剂回收和催化剂载体	

说明：按习惯分微孔<150nm，中孔 150-20000nm，大孔大于 20000nm

来源：天相投顾整理

图表 11 活性炭应用领域示意图

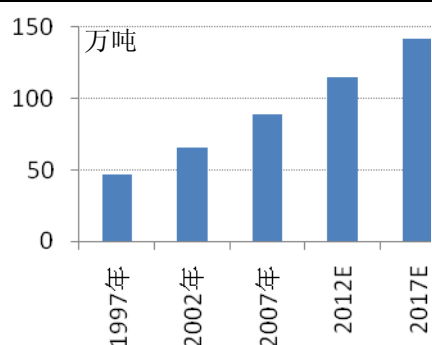


来源：招股说明书

2.2. 活性炭需求稳步增长

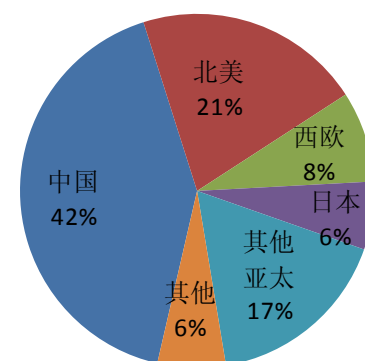
2007 年，全球活性炭市场总额超过 11.2 亿美元，2002 至 2007 年，全球活性炭市场保持平稳增长，五年间平均增长速度为 8.35%。活性炭全球需求量从 2002 年的 66 万吨增长到 2007 年的 89 万吨，预计 2012 年全球活性炭需求量将达到 115 万吨。2007 年中国占全球活性炭产能约 40%，北美占 25%，日本和西欧分别占 7.5%和 10%。

图表 12 全球活性炭需求走势图
(2007)



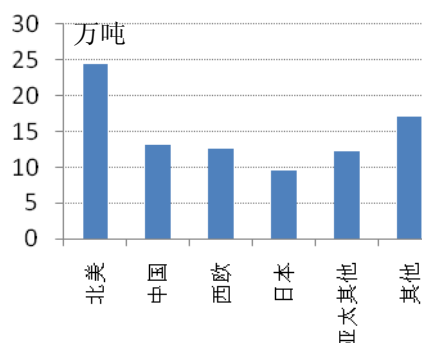
来源：招股说明书

图表 13 全球活性炭产能分布情况



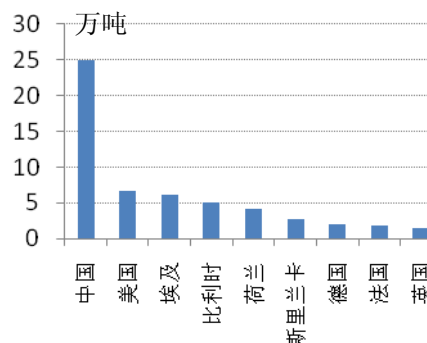
来源：招股说明书

图表 14 2007 年全球活性炭需求（按地区）



来源：招股说明书

图表 15 2008 年各国活性炭出口量对比



来源：招股说明书

2.3 木质活性炭优于煤质活性炭 前景更好

由于木质活性炭在质量、原料和国家政策方面具有比较优势，木质活性炭的前景更好。活性炭的优势主要体现在综合利用、无二次污染两方面。

图表 16 木质和煤质活性炭对比情况表

活性炭品种	对比特点
质量方面	煤质活性炭 由于灰度大，且含有硫化物和重金属，不能用于食品饮料和饮用水领域；其次，煤质活性炭采用物理化方法生产，孔隙小，应用范围受到限制，主要用于废气、废水和锅炉的处理。 木质活性炭 主要采用化学方法生产，经过炭化和活化流程，木质活性炭无害无二次污染，且孔隙大小调节余地大，利于吸收大分子的气液相物，吸附能量大，速度快。
原料方面	生产 1 吨煤质活性炭需要耗费 3 至 4 吨原煤，而煤炭属于不可再生资源；而木质活性炭的原料主要是锯末、刨花和树皮“三剩物”，属于物质综合利用范围。
政策方面	木质活性炭符合节能环保和废物综合利用，获得国家政策支持，目前实行增值税即征即返政策。2011 年优惠政策面临到期，需要重新申请。

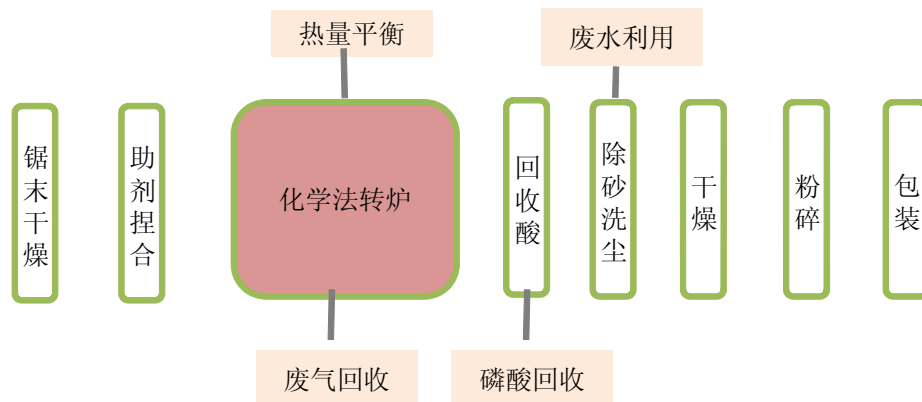
来源：天相投顾分析整理

2.4 技术制约生产规模化 法律为行业壁垒

木质活性炭行业属于小行业，行业无标准化生产技术和设备，各企业水平差异大。国内活性炭企业超过 1 万吨的仅三家，大部分为几百吨产量，制约公司做大的主要因素是技术是主要因素，行业资质和原材料供应亦占有重要比重。

活性炭制取工序多，企业很难实现连续化操作是影响企业规模化生产的主要因素。化学法活性炭需经过原料预处理、炭化活化阶段和成品处理三个阶段，其中炭化活化是制取活性炭的一个关键工序，成品处理阶段的磷酸回收对于减少污染和降耗有重要的作用。

图表 17 木质活性炭化学法流程图



来源：天相投顾整理

活性炭生产的炭化和活化阶段，木质在高温下进行分解产生一氧化碳、甲烷、乙烯等气体，并放出大量热量；此环节涉及炭化材料的收集和尾气给活化阶段供热。以实现资源的综合利用和清洁生产。原料炭在经过活化后需要对活化剂（磷酸）进行回收。整个设备的一体化和原料及能源的综合利用是制约活性炭生产企业规模化生产的主要因素。

行业的管理制度亦是影响行业进入的重要壁垒。结合木质活性炭上下游情况，上游原料行业涉及监管部门为国家林业局；下游涉及食品卫生许可制度、饮用水安全许可制度和药品许可制度。活性炭在下游领域的作为助剂的应用需要相关行政主管部门的行政许可。

图表 18 木质活性炭行业法律法规相关政策表

	法律法规	生效日期	颁布部门	主要内容
1	《森林法》	1998-4-29	全国人大	林业基本大法，对森林经营、保护和采伐进行规范
2	《食品安全法》	2009-6-1	全国人大	对食品生产、经营和添加剂使用提出规定和标准
3	《药品管理法》	2001-12-1	全国人大	明确药品生产必须达到国家标准
4	《森林法实施条例》	2000-1-29	国务院	是《森林法》的配套法规
5	《食品安全法实施条例》	2009-7-20	国务院	对食品的安全标准、生产经营检验、进出口、事故提出要求
6	《药品管理法实施条例》	2002-9-15	国务院	对药品的各环节做出了明确规定
7	《食品卫生许可证管理办法》	2005-12-25	卫生部	主要对许可证提出资质要求
8	《生活饮用水卫生监督管理办法》	1996-7-9	卫生部建设部	对城市集中供水的卫生安全和监督管理作出明确要求
9	《涉及饮用水卫生安全产品分类目录》	2007-9-20	卫生部	详细列举了饮用水安全产品的具体内容，其中含活性炭

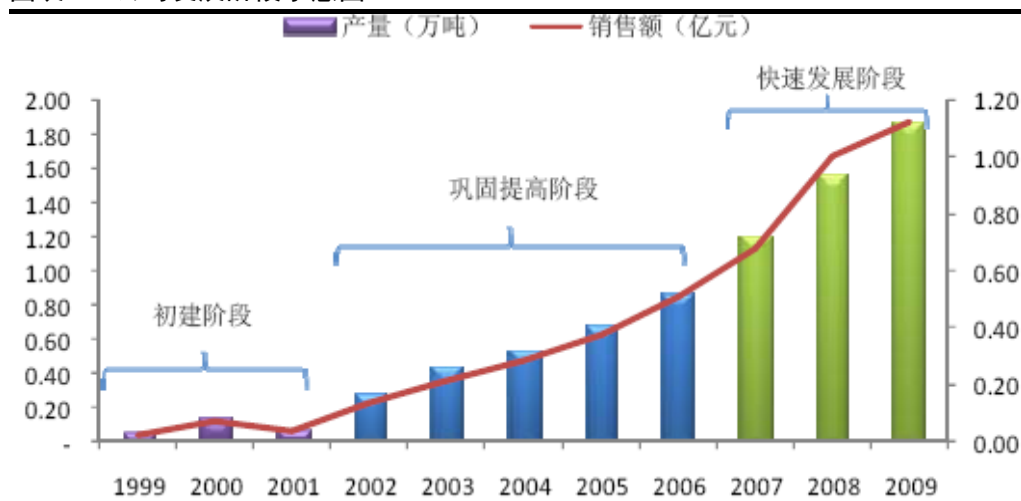
来源：天相投顾整理

3. 公司处于快速发展阶段 内生增长强劲

3.1 公司处于快速发展阶段

公司从 1999 年成立时年产活性炭规模为几百吨，十年之间公司不断提高技术、丰富产品线，发展到目前的 2 万吨水平，公司经历了初创、巩固和快速发展三个阶段。

图表 19 公司发展阶段示意图



来源：招股说明书

公司在不断加大研发的基础上，实现了活性炭生产的规模化和连续化，在磷酸回收和热能（尾气）回收方面获得提高，公司的市场占有率不断提高。

3.2 公司受产能瓶颈约束 高负荷运转

公司近三年产能利用率达到 100%以上，公司产能利用充分，超负荷运转。为满足市场需求公司每年需要从外部购买半成品炭进行加工，由于外购炭成本比自制炭成本高，影响了公司的毛利率提升。总体看，由于公司受制于产能瓶颈，制约公司毛利率和市场占有率的提升。目前公司外购半成品炭的价格为 5000 元/吨，而自制炭的生成约为 3500 元/吨。

图表 20 公司产能利用率情况表

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
成品产能	12000	14500	17417	22000
活性炭产量	12023	15591	18638	21300
成品产能利用率	100.19%	107.52%	107.01%	96.82%
其中：自制			17000	17000
其中：外购			5000	5000

来源：天相投顾整理

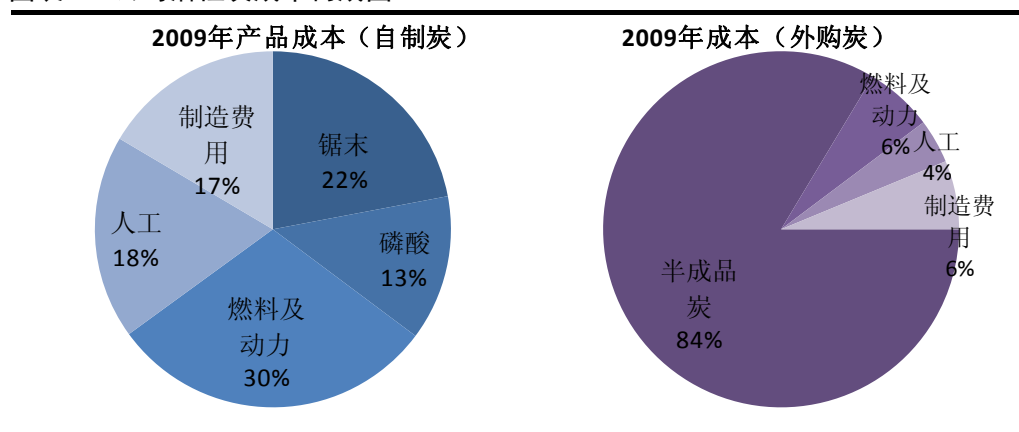
3.3 拓展国外市场 毛利率有望进一步提升

目前活性炭国外市场价格是国内市场的三至五倍，2008 年我国从欧盟进口活性炭的平均价格为 5828 美元/吨，而我国出口的报关的平均价为 1108 美元/吨，经过国际经销商渠道进入国际市场的活性炭价格有提升幅度大。

公司 2008 年、2009 年出口收入分别为 1592 万元和 2280 万元，分别占当年收入的 15.89%和 20.33%；在 2010 年外销收入比例提升到 27.38%。

2009 年公司自制活性炭每吨成本为 3945.61 元；外购渠道生产的活性炭每吨成本为 4690.59 元。目前（2010 年上半年）自制和外购活性炭生产成本分别为每吨 4355 元和 5094 元。

图表 21 公司活性炭成本构成图



来源：招股说明书 天相投顾整理

公司给自身的战略定位是“成为全球最具竞争力和影响力的木质活性炭企业之一”，在突破产能瓶颈后公司将加大国际市场开拓力度，增加外销比例。预计外销炭将会对公司毛利提升 15 个百分点以上。

4. 募集资金使用情况

4.1 募集资金主要用于扩大产能和提高研发水平

公司募集资金用于以下项目：1）公司本部年产 10,000 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目；2）荔元活性炭年产 10,000 吨活性炭生产建设项目；3）公司本部活性炭技术研发中心扩建项目；投资额分别为 5385 万元、6940 万元和 2000 万元。

图表 22 公司募股资金使用情况表

	项目名称	投资总额	拟投入募集资金	周期
1	本部 1 万 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目	5,385	5,385	1 年
2	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
3	公司本部活性炭技术研发中心扩建项目	2,000	2,000	1 年

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

公司募集资金用于扩大产能和提高研发水平，提高市场占有率和巩固技术优势。

公司预计发行 1700 万股，募集资金约 1.43 亿元，公司的活性炭产能将从目前的 2.2 万吨提升到 4.2 万吨；将 2000 万资金用于扩建研发中心项目，保持技术优势。

4.2 项目达产后产能提高 91%，公司在 2015 年产能将达 10 万吨

目前公司生产能力为 2.2 万吨/年，公司募投的本部 1 万吨木质活性炭连续化生产线项目和荔元活性炭年产 1 万吨活性炭生产建设项目将扩大公司产能 2 万吨；达产后，公司产能将提升 90.91%。

公司预计在 2010 年内在荔元活性炭建成一条年产 5000 吨的专用木质活性炭生产线，将公司的产能提升到 2.7 万吨。待公司募集资金完成后，公司将继续建设其他三条合计 1.5 万吨的专用木质活性炭生产线。

根据目前公司的发展状况，公司表示预计在 2015 年公司的年产能将达到 10 万吨。

4.3 提高研发水平是适应活性炭向其他领域的发展

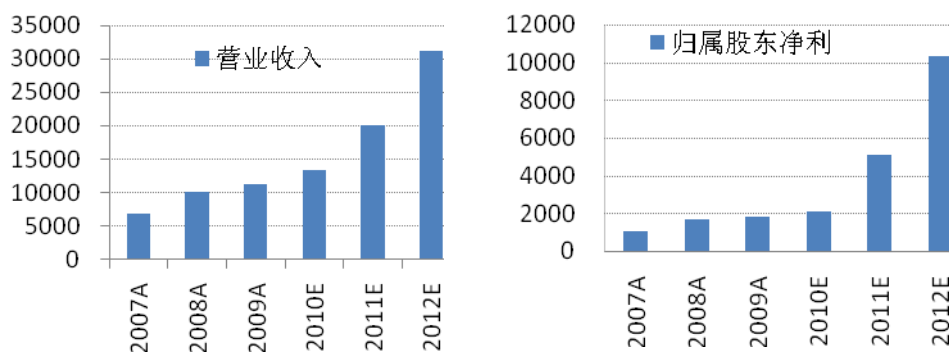
公司将募集的 2000 万元建设一栋建筑面积 3000 平米的综合研发楼，主要包含实验室、研究室和培训中心，并添置分析测试仪器和设备。我们认为公司提高研发投入主要是两方面的考虑，一是巩固技术优势，二是木质活性在由传统使用领域向医药及室内净化等新领域扩展。公司需要提高研发实力开发满足新应用领域的需求。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

我们认为公司 10、11 年的业绩亮点在于：1) 公司产能的提升将推动销售收入大幅增长；2) 新增项目自制炭成本更低，将直接提升公司毛利 10 个百分点；3) 出口比例增加提升毛利水平。

图表 23 公司收入和业绩快速增长



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

综合上述分析，我们预计公司 10、11 年分别实现销售收入 1.35 亿元、2 亿元，同比增长 20.08%、49.14%；实现归属母公司净利润 2078 万元、5104 万元，同比增长 13.12%、145.6%；按照发行 1700 万股计，总股本扩大至 6800 万股，全面摊薄后 10、

11 年每股收益分别为 0.41 元、0.75 元。若公司的产能在 2012 年完全释放，预计公司的每股收益为 1.52 元。

图表 24 元力股份盈利预测（单位：万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
成品产能	12000	14500	17417	22000	32000	42000
成品产能利用率	100.19%	107.52%	107.01%	96.82%	94.72%	100.00%
自制产能	12000	12000	17000	17000	37000	37000
活性炭产量：吨	12023	15591	18638	21300	30310	42000
其中：自制			17000	1700	24310	37000
其中：外购		2074	5000	5000	5000	5000
产量增速	39.80%	29.68%	19.54%	14.28%	42.30%	38.57%
活性炭销量：吨	11620	15828	17917	21300	29310	42000
营业收入	6803	10053	11218	13470.12	20089.074	31185
收入增速		47.78%	11.58%	20.08%	49.14%	55.23%
单价：元/吨	5854	6351	6261	6324	6854	7425
营业成本	4942	7104	7462	9425	12253	17632
毛利	1861	2949	3755	4045	7836	13553
毛利率	27.36%	29.33%	33.48%	30.03%	39.01%	43.46%
营业税金及附加	39	79	59	88	121	176
销售费用	508	596	862	925	962	965
管理费用	627	1083	1308	1325	1365	1374
财务费用	66	36	113	126	108	102
资产减值损失	71	-11	-2	6	0	0
营业利润	550	1166	1416	1575	5280	10936
加：营业外收入	470	771	575	700		
其中：增值税返还	470	727	557	678	686	949
返还比例	100.00%	100%	100%	80%	80%	80%
减：营业外支出	15	6	14	35	42	35
利润总额	1006	1931	1978	2240	5238	10901
所得税费用	-18	225	141	162	134	597
所得税率			15%	15%	15%	15%
净利润	1024	1706	1837	2078	5104	10304
归属股东净利润	1024	1706	1837	2078	5104	10304
		66.66%	7.70%	13.12%	145.61%	101.88%
总股本：万股	2100	2100	5100	5100	6800	6800
摊薄每股收益	0.49	0.81	0.36	0.41	0.75	1.52

资料来源：天相投顾



5.2 合理价位 20-27 元

公司业绩快速增长，估值应高于行业平均水平

公司新增产能达产后，公司未来两年业绩将保持快速成长；同时公司的活性炭产品质量优提弹性大且提价可能性较大；公司从原料获取和生产方面体现了废物的综合利用和辅料循环利用及节能环保；公司的产品也由传统的领域向空气净化和医药等新领域发展。因此，我们认为公司外部环境好，成长的空间比较大，而公司在自身科技进步推动产品竞争力和内涵式发展方面极其重视，公司在活性炭领域将获得快速发展。

预计公司 10、11 年摊薄每股收益分别为 0.41 元、0.75 元。若公司的产能在 2012 年完全释放，预计公司的每股收益为 1.52 元。按照 2012 年的业绩预测计算，我们认为给予公司 18-20 市盈率较为合理，对应的合理价格区间应在 20-27 元之间。

6. 风险揭示

磷酸价格上涨风险：磷酸是公司作为生产活性炭的活化剂，占公司成本的约 13.18%，磷酸成本的变动对毛利影响较大。2010 年上半年，磷酸价格上涨了 1094 元/吨，导致自制炭“单位磷酸成本”由 520 元/吨上涨至 640 元/吨，涨幅 23%，磷酸价格的上涨增加了公司成本并将降低公司毛利率水平。

人民币升值带来的汇兑损失。由于输入性通胀和外汇占款及我国经济增长带来的人民币购买力提升，人民币升值有继续升值的长期走势。随着公司外销比例的提升，以外汇计价的收入在以本币计价时面临汇兑损失风险。

公司新增产能消化风险。未来两年公司产能扩充速度比较快，如果公司对下游需求拓展不够，存在产能不能消化的风险。

原材料供给风险。目前公司所在南坪年度产生的三废物为 200 万吨，预计可以声场 60 万吨活性炭，原料的量上压力不大。但是福建处于多雨地带，如果发生长期多雨天气对木材开采产生的三剩物在短期内会造成压力。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投顾是经中国证监会核准的证券投资咨询机构,具有从事发布证券研究报告业务资格 (业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518040