

谨慎申购

凯美特气（002549）

2011年2月9日

国内利用工业废气生产食品级二氧化碳
产品最大的企业石化与基础化工行业分析师：邓勇
SAC 执业证书编号：S0850200010381
dengyong@htsec.com
021-23219404联系人：易团辉
yith@htsec.com
021-23219737

主要结论：

公司拟发行 2000 万股，其中网下发行 400 万股，网上发行 1600 万股；发行价格为 25.48 元。申购日为 2011 年 2 月 9 日。

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.51、0.87、1.21 元，按照 2011 年 25-30 倍的 PE，公司股票合理估值区间为 21.75--26.10 元。考虑到公司发行价为 25.48 元，给予“谨慎申购”投资建议。

1. 变废为宝，细分市场中的佼佼者

公司主要从事食品添加剂液体二氧化碳、干冰及其他工业气体的研发、生产和销售业务，主要产品广泛应用于饮料、冶金、视频、烟草、石油、农业、化工和电子等多个领域。

目前公司已成为国内以化工尾气为原料，年产能最大的食品级液体二氧化碳生产企业，其产能和产量要大于国内企业以及林德和普莱克斯等国际企业在国内的工厂（在利用工业废气提取二氧化碳方面）。主要产品食品级液体二氧化碳年产能 31 万吨，随着募投项目的完成，公司食品级二氧化碳产能将达到 51 万吨。

表 1 凯美特气主要产品产能情况（万吨）

	食品级二氧化碳	干冰	氩气	备注
本部	8	-	-	
特气分公司	-	-	2	募投项目，2011 年竣工
惠州凯美特	13	2	-	
安庆凯美特	10	-	-	
北京凯美特	20	-	-	募投项目，2011 年竣工

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2. 液体二氧化碳是公司主要收入和利润来源

液体二氧化碳毛利率达到 70%。目前液体二氧化碳是公司最主要的收入和利润来源，在公司收入和利润中的占比均达到 99%以上。另外由于公司该产品生产主要是以工业废气为原料，成本低，从而使得公司产品具有较高的毛利率，目前公司产品毛利率稳定在 70%左右。

表 2 凯美特气液体二氧化碳经营情况

	2007	2008	2009	3Q10
收入（万元）	6840.98	8133.2	10961.42	9019.44
收入占比	98.80%	98.46%	99.57%	99.64%
毛利（万元）	5560.49	5875.38	7307.32	6401.93
毛利占比	99.16%	99.27%	99.65%	99.58%
毛利率	81.28%	72.24%	66.66%	70.98%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

原料气采购成本低，从而保证了公司产品的高毛利。公司采购的原材料为上游石化企业炼化过程中产生的二氧化碳废气，由于这部分气体对石化企业而言无任何利用价值，且处理此部分废气需要支付较高成本，因此上游企业一般采取打包方式将其销售给下游相关企业。目前，公司分别与中石化巴陵分公司、中石化安庆分公司和中海壳牌等上游企业签订了长期采购协议，向各供应商采购的原材料价格相对固定。例如，公司每年向中石化巴陵分公司支付 12 万元的原料气采购费用。

从产品的单位成本可以看出，原材料在公司产品成本中的占比并不大，这是保证公司产品实现高毛利的重要保证。在成本构成中，电费占比最大。由于每吨液体二氧化碳生产需要 200 度左右的电力，因而在电价波动不大的情况下，公司毛利率应能保持在较高水平。

表 3 凯美特气液体二氧化碳单价和单位成本情况（元/吨）

	2007	2008	2009	3Q10
单价	836.83	785.43	711.23	738.76
单位成本	156.64	218.04	237.10	214.39
其中：单位电费	94.26	111.81	114.24	106.87
单位直接原料成本	31.70	71.07	55.50	49.94
单位折旧费	15.31	30.49	46.07	35.55

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

由于公司产品生产主要依附于上游石油化工企业，受上游企业正常的设备检修、技术改造和更新等造成的停车等因素影响，公司实际产量要低于设计产能，产能利用率在 50% 左右。

表 4 凯美特气液体二氧化碳产能利用率情况

	2007	2008	2009	3Q10
产能（吨）	180000	310000	310000	310000
加权平均产能（吨）	113300	219700	310000	310000
产量（吨）	76477	101650	153316	113715
产能利用率	67.50%	46.27%	49.46%	48.91%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3. 融入国际产业链，成为可口可乐和百事可乐在中国的液体二氧化碳最大供应商之一

二氧化碳产品主要应用于食品饮料领域和工业领域，以公司销售结构为例，2009 年公司下游客户中，有 53.63% 来自食品饮料领域。由于饮料、啤酒等领域均存在明显季节性，客户需求的周期性变化对于二氧化碳生产企业的生产和销售也会造成明显影响。

目前公司已成为可口可乐、百事可乐在中国足底啊的核心供应商之一。公司实现的收入中，有近 35% 是来自两乐。

表 5 凯美特气 2009 年液体二氧化碳下游需求领域分布

食品饮料领域	53.63%
饮料	39.71%
啤酒	12.08%
烟草	1.84%
工业领域	45.95%
其他	0.43%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

4. 募投项目的完成将使公司规模优势进一步提升

公司此次募集资金将主要投资于液体二氧化碳、氩气以及研发中心等项目建设。

表 6 凯美特气募集资金投向（万元）

	募集资金投入	募集资金项目投资计划	
		2010	2011E
20 万吨液体二氧化碳项目	9000	9000	-
2 万吨液体氩气项目	7200	3900	3300
研究中心项目	2800	1000	1800

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

20 万吨液体二氧化碳项目。公司将与北京燕化职工技术协会、北京燕山集联石油化工有限公司共同出资成立北京凯美特，其中凯美特气持股 60%。由于该项目 2008 年已立项，截止 2010 年 9 月底，北京凯美特已完成项目投资累计 1.40 亿元，其中凯美特气已投资 9000 万元。因而随着募集资金的到位，该项目将能很快竣工，并开始为公司贡献利润。

根据公司测算，北京凯美特项目达产后，每年可实现收入 25600 万元，实现税后利润 3740 万元，项目的投资收益可达到 33.27%。

2 万吨液体氩气项目。该项目是以岳阳壳牌煤气化空分装置排出的混合废气为原料气，公司每年支付给岳阳壳牌煤气化相关费用 1000 万元，其中氩气资源费 600 万元（折合每吨液体氩原料气 441 元），而目前氩气价格在 1 万元左右，产品盈利前景可观。

截止 2010 年 9 月底，公司已投入资金 888.80 万元，主要为预付杭州制氧机厂设备款。随着募集资金的到位，该项目有望在 2011 年为公司贡献收益。

通过液体氩气项目的实施，可充分发挥公司在工业气体领域的技术优势、客户优势，进一步提升公司的盈利能力。

5. 盈利预测与投资建议

在上述分析的基础上，我们对公司 2010-2012 年盈利进行了预测，我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.51、0.87、1.21 元。

根据目前中小板及创业板市场上化工股的市盈率情况，我们给予公司 2011 年 25-30 倍的市盈率，得到公司股票合理价值区间为 21.75--26.10 元。考虑到公司发行价为 25.48 元，给予“谨慎申购”投资建议。

6. 风险提示

产品单一风险，液体二氧化碳价格的变化将影响公司盈利；上游企业如果非正常停产将影响公司正常生产。

信息披露

分析师声明

邓勇：石化与基础化工行业

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：中国石化、中国石油、盐湖钾肥、云天化、华鲁恒升、柳化股份、兴化股份、兴发集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	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%。
2. 投资建议的评级标准	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。