

凯美特气(002549)新股定价报告

食品级二氧化碳制品龙头

其他制造业

定价区间
24.00—28.00 元

发布时间：2011 年 2 月 17 日

投资要点:

- 近年来二氧化碳产品的应用发展十分迅速,其在饮料、冶金、食品、烟草、石油、农业、化工、电子等多个领域都正在发挥着重要作用。
- 随着国民消费水平的提高,人们对碳酸饮料的消费量逐年上升,因此对食品级二氧化碳的需求量也日益增大。目前国内的总生产能力在 120 万吨/年左右。而国内每年二氧化碳的需求则超过 200 万吨,处于供不应求状态。
- 公司是一家专业从事石化尾气回收二氧化碳的专业性公司。主要生产优质食品级二氧化碳和干冰。拥有食品级液体二氧化碳年产能 31 万吨,国内市场占有率为 25%左右。公司液体二氧化碳产品的毛利率高达 70.97%。在国内的真正竞争对手也只有普莱克斯和林德等几家国外公司。
- 公司拟募集资金 1.9 亿元,用于 20 万吨液体二氧化碳、2 万吨液体氩气和研发中心建设。达产后,公司高纯液体二氧化碳的产量将达到 50 万吨。募投项目产能预计在 2011 年二季度即可投产。由于公司二氧化碳产品来自石化废气,公司的发展一方面发展受国家政策的鼓励扶持,另一方面原材料的成本优势明显,因此发展前景较好。
- 根据我们的预测,公司 2010、2011 和 2012 年的每股收益分别为 0.49、0.80 和 1.09 元。2011 年 1 月份上市新股的 2011 年平均动态市盈率为 33.05 倍。因此,公司合理定价区间在 24.00-28.00 元之间,对应 2011 年的动态市盈率在 30-33 倍之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2009	11,125		3,411		0.43			
2010E	11,972	7.61	3,899	14.31	0.49			
2011E	20,836	74.04	6,428	64.86	0.80			
2012E	30,200	44.94	8,729	35.80	1.09			

发行数据	2010Q3
发行前股本(万股)	6,000
发行数量(万股)	2,000
发行价格(元)	25.48
发行前 EPS(元)	0.53
发行后 EPS(元)	0.40
发行前每股净资产(元)	3.82
发行日期	2011-2-9
上市日期	2011-2-18
主承销商	平安证券

分析师:周思立 联系人:潘喜峰
执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nesc.cn

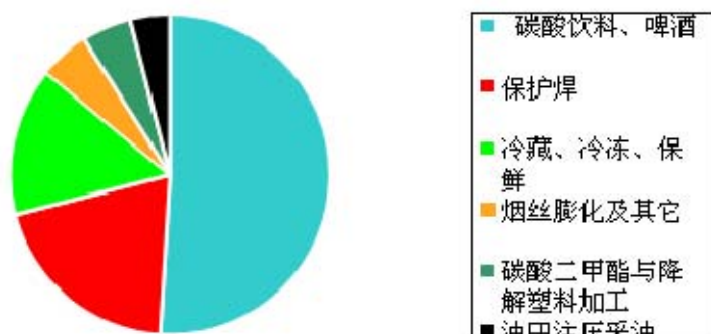
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、二氧化碳：小行业，大用途

按照形态分，二氧化碳产品可分为气体、液体和固体二氧化碳产品等三类。按照其纯度不同，二氧化碳产品还可分为工业级产品和食品级产品等两类。近年来，各类二氧化碳产品的应用发展十分迅速，在饮料、冶金、食品、烟草、石油、农业、化工、电子等多个领域都发挥着重要的作用。

图 1.1 二氧化碳的下游分布



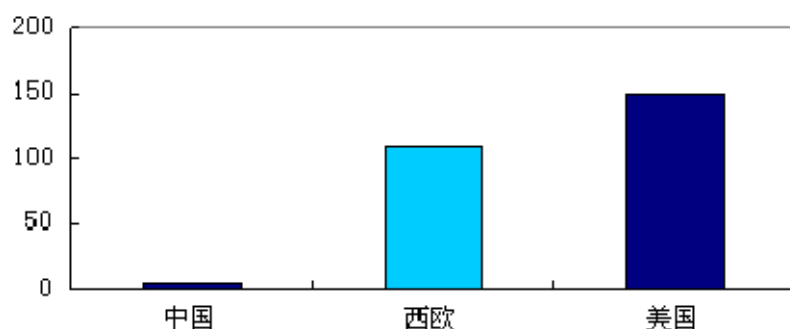
资料来源：公司公告、东北证券

1.1 饮料行业

饮料行业一直以来都是我国二氧化碳产业的最大的市场，二氧化碳可用作碳酸饮料、啤酒的充气添加剂。近年来，由于二氧化碳在其它领域大量应用，饮料行业的二氧化碳消费量所占比重逐渐减少，但饮料行业对二氧化碳的需求总量仍在上升。目前，我国碳酸饮料的人均年消费量不到5公斤，与发达国家和地区相比有较大的差距，发展潜力较大。

图 1.2 中国、西欧和美国的年人均碳酸饮料消费量

单位：公斤



资料来源：公司公告、东北证券

1.2 气体保护焊接

目前，日本等部分发达国家二氧化碳保护焊接量已占总焊接量的40%以上，而我国二氧化碳气体保护焊接量仅占总焊接量的5%。与手工电弧焊相比，二氧化碳气体保护焊可提高工

效1~2倍,节约用电50%左右。气体保护焊的发展必将推动该领域对二氧化碳需求的快速增长。

1.3 食品行业

为适应国际食品市场竞争和国内高档食品保鲜的需要,高档食品、蔬菜、水果、水产品一般选用食品级液体二氧化碳或干冰作为防腐保鲜剂。与传统的机械冷藏相比,二氧化碳冷冻保鲜不会使食品失水、风干、气化,而且节能省电,尤其适用于大型食品保鲜和粮食的低温干燥储存。目前我国东南沿海一些大型超市或冷库已开始采用二氧化碳制冷保鲜。随着电价的不不断上涨和大型超市的不断增多,食品行业将是二氧化碳应用的重点领域。

1.4、烟草行业

过去,烟草行业用的是氟利昂膨化烟丝。随着国家对于环保和食品安全性要求的提高,目前已逐步采用食品级二氧化碳替代氟利昂进行烟丝膨化。用二氧化碳进行烟丝膨化,不仅可以提高烟丝质量,还可节省烟丝5%左右。从近几年一些烟草企业的经验来看,每生产1万箱香烟约需二氧化碳150吨左右。若国内烟厂广泛采用二氧化碳作膨化剂,则烟草行业每年所需二氧化碳将会出现大的增长。

1.5 降解塑料和碳酸二甲酯

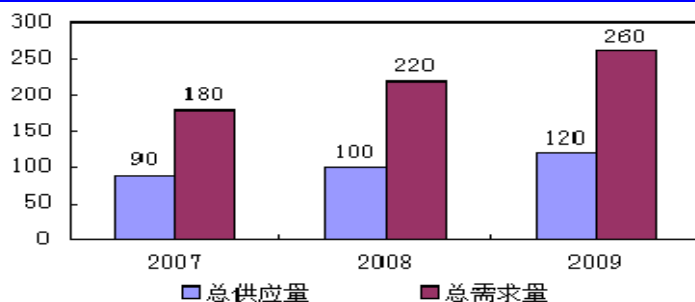
用二氧化碳生产降解塑料和碳酸二甲酯技术,被誉为实现二氧化碳变废为宝的“绿色化工科技”。这些技术目前已在我国获得突破并实现了工业化生产。据预测,被誉为有机合成“新基石”的碳酸二甲酯今后每年的需求增长将超过20%,到2020年我国的碳酸二甲酯产能将达400万吨。因此这一领域对二氧化碳的需求将会大幅增长,加上以二氧化碳为原料生产降解塑料技术的推广应用,预计这一领域最终消耗的二氧化碳将占消费总量的20%以上。

二、国内二氧化碳市场供不应求

据统计,我国二氧化碳行业拥有生产企业近100家,总生产能力超过100万吨/年。目前,我国二氧化碳需求则超过200万吨。从消费区域来看,东部及沿海地区二氧化碳消费量较大,而中西部地区相对较少;从二氧化碳消费领域看,目前以碳酸饮料、啤酒、焊接、冷藏、烟草等为主。目前,国内二氧化碳市场处在供不应求状态。

图 2.1 我国二氧化碳供不应求

单位:万吨



资料来源:公司公告、东北证券

三、公司业务分析

3.1 公司是国内二氧化碳行业的绝对龙头

公司是一家专业从事石化尾气回收二氧化碳的专业性公司。主要生产优质食品级二氧化碳和干冰。拥有食品级液体二氧化碳年产能 31 万吨，其中公司本部年产能 8 万吨，全资子公司安庆凯美特年产能 10 万吨，全资子公司惠州凯美特年食品级液体二氧化碳年产能 13 万吨、干冰 2 万吨。目前，公司已经是国内二氧化碳行业内的绝对龙头，市场占有率为 25% 左右。公司在国内的竞争对手只有普莱克斯和林德等几家国外公司。

图 3.1 普莱克斯和林德在国内的产能和市场占有率 单位：吨

项目		产能	产量	销量	市场占有率
2009 年度	林德	90,000	50,000	52,000	4.33%
	普莱克斯	90,000	49,500	51,000	4.25%

资料来源：公司公告、东北证券

目前，公司本部主要以湖南、湖北等中南地区销售为主；安庆凯美特主要以上海、江苏等长三角地区销售为主；惠州凯美特主要以广东、香港等珠三角地区销售为主。对于二氧化碳产品需求量较大的北京、天津等环渤海地区，公司产品尚未覆盖。本次募集资金投资项目实施后，公司可凭借技术优势、产品优势、运输优势等，将产品有效覆盖范围扩大至北京、天津等环渤海地区，参与该地区市场竞争，以满足京津唐地区的市场需求，进一步提高产品市场覆盖度和市场占有率，实现全国产业布局。

图 3.2 公司在主要地区的产销情况和市场占有率 单位：吨

地区	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
湖南	22,318	80.88%	23,753	73.60%	26,416	74.53%
湖北	23,780	85.02%	20,193	87.75%	16,711	85.37%
广东	72,067	40.03%	37,009	31.01%	29,983	26.22%

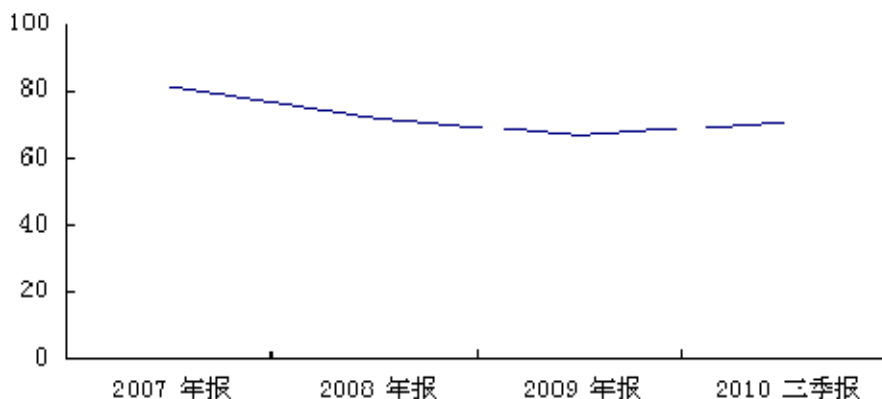
资料来源：公司公告、东北证券

3.2 变废为宝，盈利能力超强

公司产品主要来自对石化废气的回收和净化，既解决了石化企业的废气排放带来的环境污染的问题，又变废为宝，产出了食品级的二氧化碳、氩气、高纯氢气和高纯一氧化碳等产品。因此，公司产品的毛利率极高。2010 年前三季度，公司二氧化碳产品的毛利率高达 70.97%。近三年，公司的毛利率都不低于 66%。

图 3.3 公司液体二氧化碳的毛利率很高

单位：%



资料来源：公司公告、东北证券

3.3 公司的几个竞争优势

(1) 产品质量优势和技术优势

公司利用自行研发的二氧化碳动态减压分离提纯工艺技术，可生产出纯度为99.999%的特纯二氧化碳产品，产品质量超过GB-10621-2006 国家标准并在国际上处于先进水平。较高纯度二氧化碳产品不仅可以在饮料、冶金、食品、烟草、石油、农业、化工、电子等领域使用，而且还可扩展到航空、航天、核工业等领域。目前，该技术已获得国家发明专利。经过持续改进后的该工艺运行成本较低，电、水等能源的消耗均低于同行业其他工艺，节能降耗效果明显。同时，该工艺生产过程易于控制，生产的二氧化碳产品质量也较其它工艺水平稳定。正是凭借较高的产品质量，公司被可口可乐、百事可乐认可为策略供应商。

(2) 物流配送优势

二氧化碳产品运输需要低温、高压环境，二氧化碳生产企业的物流配送能力是其核心竞争力之一。公司是目前我国二氧化碳行业物流配送能力最大的企业之一，日配送能力达到1,000 吨/日。

(3) 产业布局优势

二氧化碳产品因运输成本较高，存在一定的销售半径。公司目前通过在湖南岳阳、安徽安庆、广东惠州以及北京等地设立生产基地，并辅以强大的运输配送能力，实现对中南地区、长三角、珠三角以及京津唐地区等二氧化碳产品主要使用地区的覆盖。

(4) 规模优势

公司（本部）食品级液体二氧化碳生产能力为8 万吨；安庆凯美特产能为10万吨；惠州凯美特产能为13 万吨，干冰产能2 万吨。公司募投项目20 万吨液体二氧化碳项目实施后，公司产能将获得进一步的扩大。截至目前，公司已是我国利用工业废气生产食品级液体二氧化碳产品产能和产量最大的公司。

四、本次发行情况和发行前后公司股权结构的变化情况

本次发行前公司总股本为 6000 万股，共有3 名发起人股东。本次发行股份不超过 2000万股，发行后公司总股本不超过8000万股，本次发行股份不超过发行后总股本的25%。本次发行前后各发起人股东在股份公司的持股数量、持股比例如下表所示：

表 4.1 发行前后公司股权结构的变化情况

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）
一、有限售条件的股份				
香港浩讯	5,220.00	87.00	5,220.00	65.25
岳阳信安	720.00	12.00	720.00	9.00
四川开元	60.00	1.00	60.00	0.75
二、社会公众股	—	—	2,000.00	25.00
合计	6,000.00	100.00	8,000.00	100.00

资料来源：公司公告、东北证券

五、公司募投资金投向

公司拟募集资金1.9亿元，用于20万吨液体二氧化碳、2万吨液体氩气和研发中心建设。未来公司将进一步做大做强气体产业，形成以高纯二氧化碳气体产品为龙头，高纯氩气、氦气等品种气体及其他稀有惰性气体为补充的整体气体产业格局。主要产品的生产能力和销售量达到：年产高纯液体二氧化碳产品50 万吨，干冰2 万吨，高纯液氩2万吨，氦气3600 万立方米，解析气6480 万立方米。募投项目产能在2011年二季度即可投产。今后两年公司的业绩将处在快速增长状态。由于公司二氧化碳产品来自石化废气，公司的发展一方面发展受国家政策的鼓励扶持，另一方面原材料的成本优势明显，因此发展前景较好。

图 5.1 募投资金投向

项目名称	募集资金投入额 （万元）	募集资金项目投资计划（万元）	
		2010 年	2011 年
20 万吨液体二氧化碳项目	9,000.00	9,000.00	—
2 万吨液体氩气项目	7,200.00	3,900.00	3,300.00
研究中心项目	2,800.00	1,000.00	1,800.00
其他与主营业务相关的营运资金	***		

资料来源：东北证券上海证券研究咨询分公司

六、盈利预测和定价

根据我们的预测，公司 2010、2011 和 2012 年的每股收益分别为 0.49、0.80 和 1.09 元。2011 年 1 月份上市新股的 2011 年平均动态市盈率为 33.05 倍。因此，公司合理定价区间在 24.00-28.00 元之间，对应 2011 年的动态市盈率在 30-35 倍之间。

表 6.1 可比公司估值表

证券代码	证券简称	PE 2010	PE 2011	PE 2012
002539.SZ	新都化工	34.95	25.64	19.08
002326.SZ	永太科技	73.62	35.26	24.27
002541.SZ	鸿路钢构	35.39	23.93	17.42
002538.SZ	司尔特	41.22	32.51	24.60
300160.SZ	秀强股份	51.46	34.07	24.94
300161.SZ	华中数控	57.92	41.71	26.99
300164.SZ	通源石油	48.40	32.33	22.09
601558.SH	华锐风电	25.91	20.08	16.22
601700.SH	风范股份	37.80	28.78	22.52
300165.SZ	天瑞仪器	49.84	39.14	29.89
300166.SZ	东方国信	54.71	36.59	26.51
300167.SZ	迪威视讯	50.58	34.71	22.49
300168.SZ	万达信息	55.47	33.91	23.94
300169.SZ	天晟新材	73.30	44.04	26.21
平均值		49.33	33.05	23.37

数据来源: Wind 资讯

表6.2 公司利润预测表(万元)

(单位: 万元)	2009	2010E	2011E	2012E
一、主营业务收入	11,125	11,972	20,836	30,200
减: 主营业务成本	3,743	3,592	6,397	9,444
减: 主营业务税金及附加	1	1	2	3
营业费用	2,871	2,993	5,209	7,550
管理费用	1,661	1,796	3,021	4,228
财务费用	289	479	104	151
资产减值损失	27	0	0	0
加: 公允价值变动收益		0	0	0
投资收益	11	0	0	0
二、营业利润	2,545	3,112	6,103	8,824
加: 营业外收入	1,379	1,500	1,500	1,500
减: 营业外支出	10	0	0	0
三、利润总额	3,914	4,612	7,603	10,324
减: 所得税费用	499	507	836	1,136
四、净利润	3,415	4,104	6,767	9,189
归属于母公司所有者的净利润	3,411	3,899	6,428	8,729
少数股东损益	4	205	338	459
六、每股收益(元)	0.43	0.49	0.80	1.09

资料来源: 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。