

强烈推荐-A (首次)

凯美特气 002549.SZ

目标估值: 36.00 元

当前股价: 29.50 元

2011 年 8 月 3 日

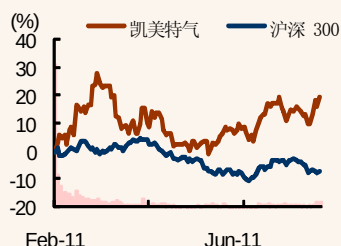
立足朝阳领域，打造行业旗舰

基础数据

上证综指	2704
总股本(万股)	12000
已上市流通股(万股)	3000
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	8.9
资产负债率	6.0%
主要股东	浩讯科技有限公司
主要股东持股比例	65.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	76	76
相对表现	4	79	72



相关报告

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

公司处于一个发展前景广阔的领域，从事废气回收再利用，国内市场空间巨大，作为行业中的排头兵，公司具备明显的竞争优势，未来，随着产能增长、产能利用率提升以及新领域、新产品的开拓，公司进入加速成长期，我们看好公司的未来，首次给予“强烈推荐-A”投资评级。

- **制气先锋，乘朝阳行业发展东风。**公司主要从事工业气体回收、利用及再资源化，是目前国内产能最大的食品级二氧化碳生产企业，具备丰富的生产和销售经验，竞争优势明显。在节能减排的大环境下，国内气体市场发展迅速，应用领域不断增多，行业景气度快速提升，借行业东风，未来发展前景预期良好。
- **专注 CO2 产品，盈利能力突出。**公司拥有食品级液体二氧化碳产能 31 万吨，在建产能 30 万吨，同时，涉及氩气、氢气、甲烷、解析气等气体生产。近几年，受国家产业政策的支持及下游行业旺盛需求的推动，公司始终保持了良好的盈利能力，销售规模不断扩大，主营收入年均增长 27%，毛利率水平维持在 70% 左右的高水平，盈利能力突出。
- **产能提升增厚业绩，多元开拓保障发展。**公司未来成长性良好，短期内，随着上游石化企业恢复正常运营，公司产能利用率将稳步提升，带动公司业绩稳健增长；中期看，公司在建项目陆续投产，产能持续扩张，推动公司业绩再上台阶；长期看，公司不断开拓新的应用领域，加快产品多元发展，从而打造公司快速成长的阶梯。
- **首次给予“强烈推荐-A”投资评级：**我们预计公司 2011~2013 年每股收益分别为 0.52、1.20、1.67 元，年复合增长率在 54% 左右，对应当前股价分别为 57、25、18 倍 PE，鉴于未来五年国家对节能环保产业的大力支持，以及公司良好的成长性，业绩超预期的概率较大。公司大量项目将于年底投产，在明年贡献业绩，我们给予 2012 年业绩 30 倍 PE，目标价 36 元，首次给予“强烈推荐-A”的投资评级。
- **风险提示：**上游石化企业的经营状况影响公司产能利用率，在建项目投产滞后，将对当年业绩产生较大影响。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	111	121	183	583	814
同比增长	34%	8%	51%	219%	40%
营业利润(百万元)	25	32	62	153	220
同比增长	14%	24%	95%	148%	44%
净利润(百万元)	34	42	63	144	201
同比增长	61%	23%	49%	131%	39%
每股收益(元)	0.57	0.70	0.52	1.20	1.67
PE	52.4	42.5	57.1	24.7	17.8
PB	13.0	9.9	13.5	11.1	8.9

资料来源：招商证券

正文目录

一、制气先锋，乘朝阳行业发展东风	4
1、二氧化碳制气先锋	4
2、节能减排，变废为宝，朝阳行业	4
3、国内市场，发展迅速，供不应求	5
4、国际企业看好中国市场，竞争格局逐步形成	6
5、立足本土，竞争优势明显	7
二、专注 CO ₂ 产品，盈利能力突出	9
1、产能持续扩张、产品逐渐丰富	9
2、专于二氧化碳生产，开拓优质客户资源	9
3、盈利能力稳定，毛利率保持高位	10
三、产能提升增厚业绩，多元开拓保障发展	13
1、产能利用率提升，打造业绩成长第一阶梯	13
2、产能持续扩张，打造业绩成长第二阶梯	14
3、开拓新产品、新领域，打造业绩成长第三阶梯	16
4、公司业绩测算	16
四、公司价值分析及风险探讨	18
1、节能减排的新领域，快速成长的排头兵	18
2、风险因素探讨	18

图表目录

图 1: 凯美特气大股东及实际控制人股权关系	4
图 2: 二氧化碳回收行业资源充足应用广泛	5
图 3: 北美二氧化碳应用市场结构	5
图 4: 中国二氧化碳应用市场结构	5
图 5: 2007~2009 年我国二氧化碳气体行业市场供需情况	6
图 6: 全球主要工业气体生产企业市场占有率情况	6
图 7: 2010 年中国地区气体公司二氧化碳生产结构	7
图 8: 国内外主要气体企业毛利率及营业利润率统计	8
图 9: 凯美特气主要客户及销售收入占比情况统计	10
图 10: 凯美特气年度收入和利润率指标比较	10
图 11: 凯美特气二氧化碳销量、产量及单价统计	11
图 12: 凯美特气主营业务成本结构统计	11
图 13: 凯美特气年度资产及收益率指标比较	12

图 14: 凯美特气产量、产能利用率统计及预测.....	13
图 15: 凯美特气二氧化碳产能及结构统计.....	14
表 1: 国内外气体公司在我国的生产布局.....	7
表 2: 凯美特气运营及在建产能统计.....	9
表 3: 凯美特气二氧化碳产品结构.....	9
表 4: 公司各种气体产能利用率及产量预测.....	13
表 5: 公司各基地分产品营业收入预测.....	15
表 6: 公司未来三年盈利预测表.....	16
附: 财务预测表.....	19

一、制气先锋，乘朝阳行业发展东风

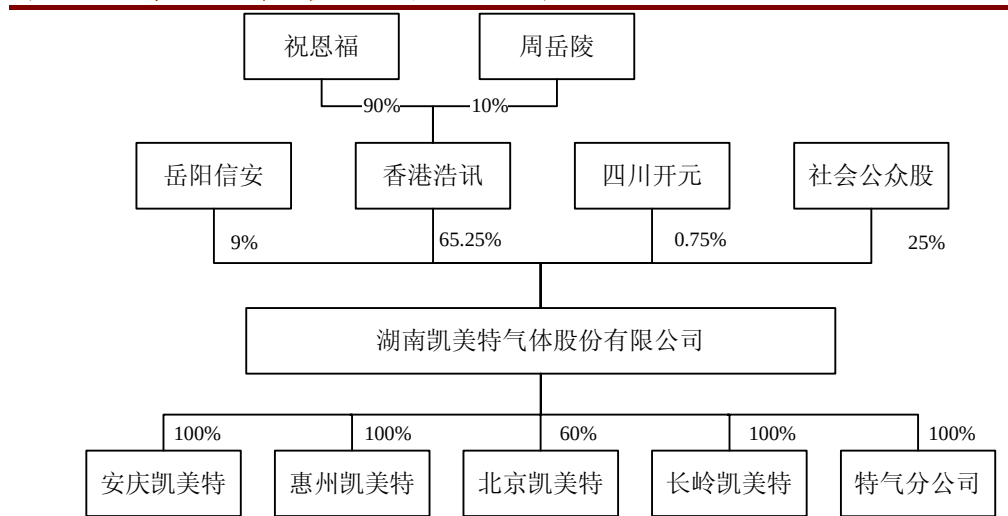
凯美特气主要从事工业气体回收、利用及再资源化经营，是目前国内产能最大的食品级二氧化碳生产企业，具备丰富的生产和销售经验，竞争优势明显。在节能减排的大环境下，国内气体市场发展迅速，应用领域不断扩张，行业景气度快速提升，借行业东风，公司未来发展前景预期良好。

1、二氧化碳制气先锋

公司是目前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，主要从事干冰、液体二氧化碳及其他工业气体的研发、生产和销售业务。

- **控股股东。**公司发起人股东为香港浩讯科技有限公司、岳阳信安投资咨询有限公司和四川开元科技有限责任公司，目前，香港浩讯持有上市公司股权 65.25%，是公司的绝对控股股东。
- **实际控制人。**公司董事长祝恩福，分别控制香港浩讯 100%股权和岳阳信安 59.18% 股权，是公司的实际控制人。

图1：凯美特气大股东及实际控制人股权关系



数据来源：公司公告，招商证券整理

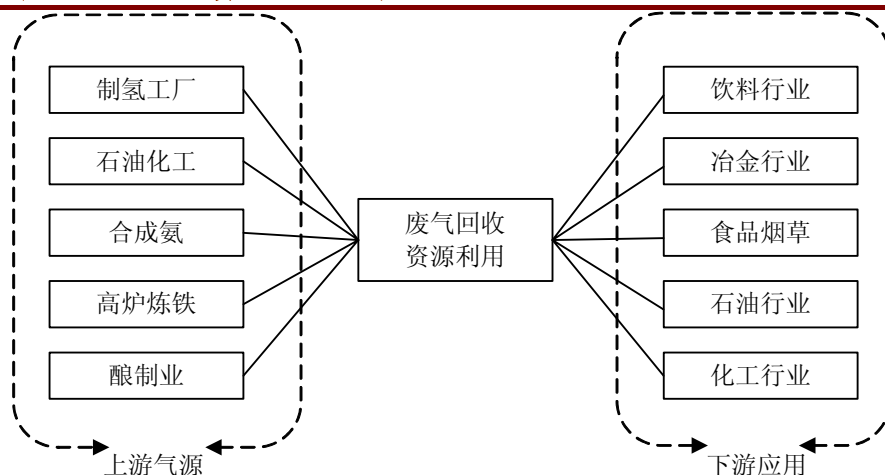
2、节能减排，变废为宝，朝阳行业

公司所从事的领域，为工业气体回收、利用及再资源化，变废为宝，属于朝阳产业，其中，二氧化碳是尾气回收中最为常见的气体之一，特别是在哥本哈根会议后，各国对二氧化碳减排或回收给予了高度的重视，在我国节能环保的压力下，上游行业减排需求旺盛，保障该领域充足的气源，同时，随着经济发展和应用领域的扩张，下游需求也将快速增长，行业处于黄金发展期。

- **上游有减排的压力，气源充足。**目前，二氧化碳气体回收来源丰富，主要来源于制氢工厂、合成氨工厂、高炉炼铁厂、石油化工厂以及酿制业的副产，这些工厂均有减排的压力，行业气源充足、稳定，为市场发展提供了保障。

- 下游有消费的需求，应用广阔。二氧化碳气体广泛应用于饮料、冶金、食品、烟草、石油、农业、化工、电子等多个领域，下游需求旺盛，自 1999 年以来，全球工业气体市场持续保持 7% 以上的年均增长速度，工业气体需求增长率也是所在国或地区实际 GDP 增长率的 2.0~2.5 倍。

图2：二氧化碳回收行业资源充足应用广泛

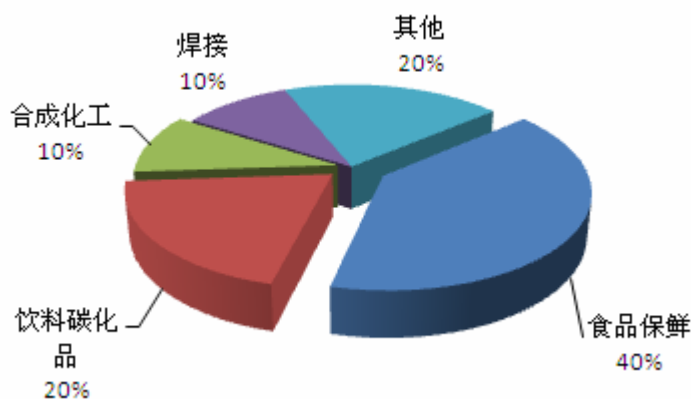


数据来源：公司公告，招商证券整理

3、国内市场，发展迅速，供不应求

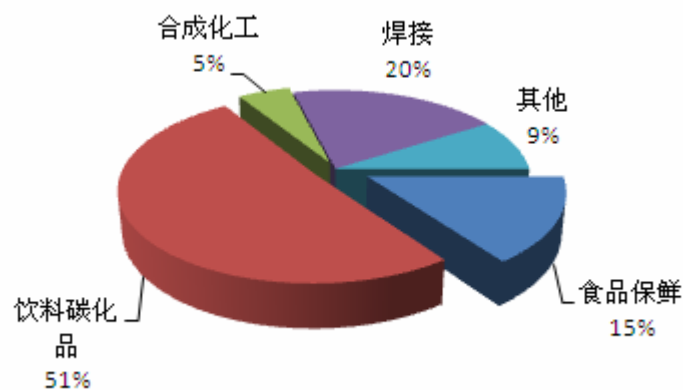
近年来，我国二氧化碳产品应用发展十分迅速，特别是在饮料、化工领域得到广泛应用。目前，我国二氧化碳消费以碳酸饮料、啤酒、焊接、冷藏、烟草等为主，未来，有向更多领域扩展的趋势。

图3：北美二氧化碳应用市场结构



资料来源：招股说明书，招商证券

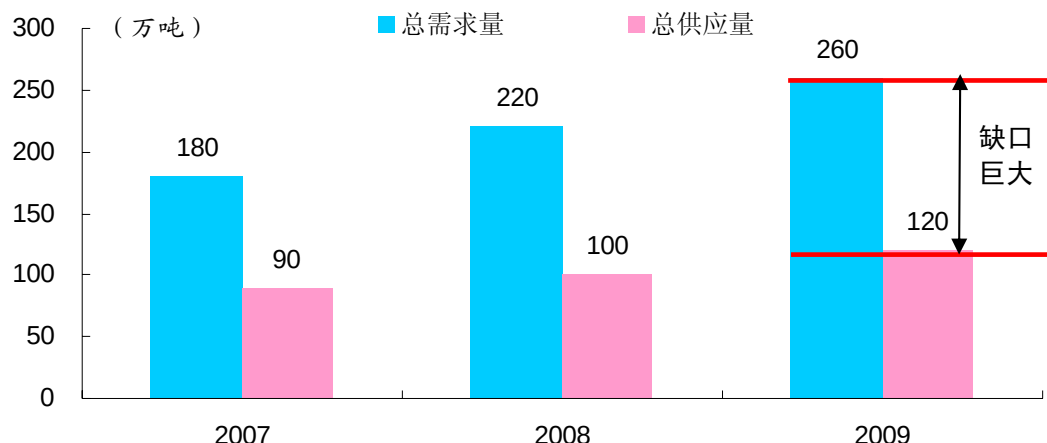
图4：中国二氧化碳应用市场结构



资料来源：招股说明书，招商证券

根据公司招股说明书，我国二氧化碳需求总量约为 150~200 万吨，而总生产能力 100 多万吨，缺口巨大，市场明显供不应求。另外，我国二氧化碳消费量主要集中在东部及沿海地区，而中西部地区相对较少，未来，随着西部大开发和产业转移的逐步推进，中西部地区的消费量将逐渐提升，二氧化碳整体需求仍将持续增长。

图5: 2007~2009年我国二氧化碳气体行业市场供需情况



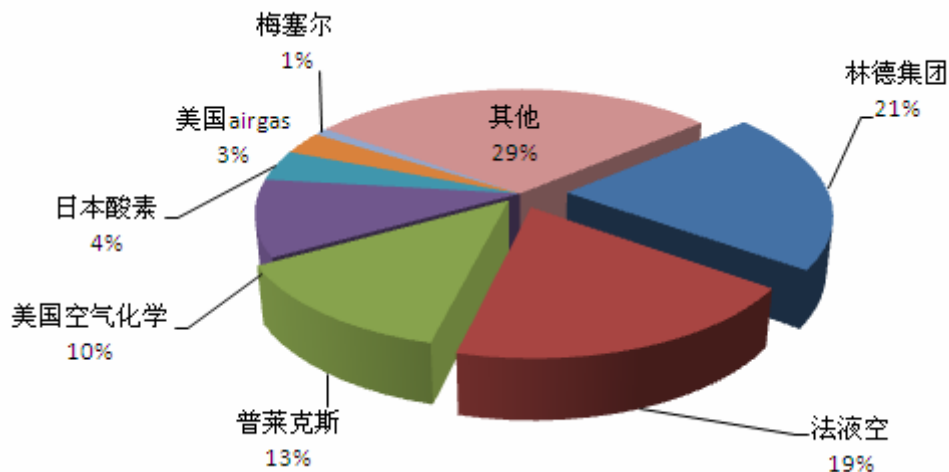
数据来源: 招股说明书, 招商证券整理

4、国际企业看好中国市场, 竞争格局逐步形成

目前, 全球主要工业气体生产企业有德国林德集团、法国液化空气集团、美国普莱克斯集团、美国空气化学产品集团、日本酸素公司、美国 Airgas 公司、德国梅塞尔集团等, 这些公司占到全球气体市场的 71%。

近几年, 由于看好中国市场需求量的快速增长, 国外气体生产厂商均先后进入我国市场, 这些公司存续时间较长、管理模式较为成熟、生产规模相对较大, 是公司最重要的竞争对手。

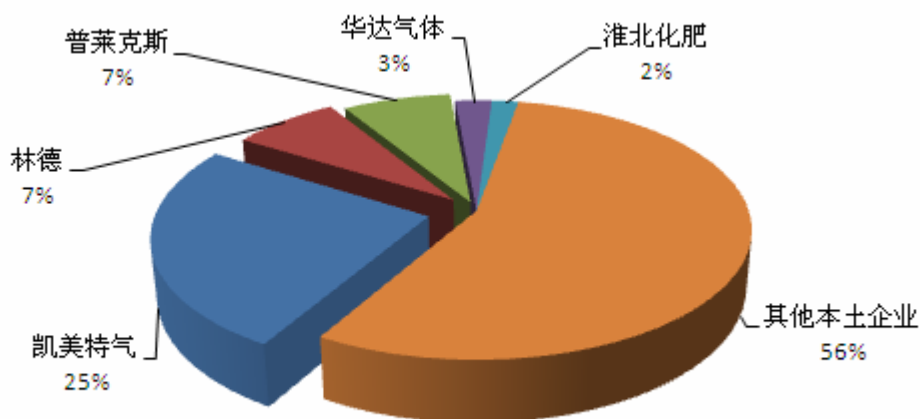
图6: 全球主要工业气体生产企业市场占有率情况



数据来源: 招股说明书, 招商证券整理

同时, 国内的本土气体工业虽然起步较晚, 但生产家数众多, 覆盖面广, 在某种程度上也对公司形成一定的威胁。目前, 国内外气体公司在我国二氧化碳的生产情况如下所示, 可以看出, 公司产能占到 25%, 远高于其他国外及国内企业。

图7：2010年中国地区气体公司二氧化碳生产结构



数据来源：招股说明书，招商证券整理

总体来讲，公司与内资企业之间的竞争，覆盖了我们大部分经济发达地区，但由于本土企业规模小，集中度低，技术相对落后，发展态势较为缓慢，对公司的竞争力相对较弱。

而公司与外资企业之间的竞争主要体现在长三角地区和京津唐地区，但由于外资企业均为综合性气体公司，主要生产和销售用量较大的氮气、氧气、氢气、氦气、氩气等工业气体，二氧化碳气体产品仅占其产量和销售的很小一部分，因此，公司可以获得快速的成长空间。

表 1：国内外气体公司在我国的生产布局

区域	本土企业及对应年产能		外资企业及对应年产能
	其他企业产能	公司产能	
中南地区	湖南郴州桥口氮肥厂 2 万吨、丹江口市化肥厂 2 万吨	湖南凯美特年产 8 万吨 岳阳长岭年产 10 万吨(在建)	—
珠三角	广州番禺氮肥厂年产 1.8 万吨(已关停)、江西九江化肥厂年产 1.5 万吨、中石化广州分公司华达气体厂 3 万吨	惠州凯美特年产 13 万吨	—
长三角	安徽淮北化肥厂 2.2 万吨、浙江衢州凌霄化肥厂 1.5 万吨	安庆凯美特年产 10 万吨	林德气体(上海)有限公司 9 万吨、普莱克斯(南京)二氧化碳有限公司 6 万吨
京津唐地区	山东淄博第一化肥厂 2 万吨、济南化肥厂有限责任公司 1.6 万吨、河南南阳酒精厂及周边其他酒精厂合计 6 万吨	北京凯美特年产 20 万吨(在建)	北京普莱克斯二氧化碳有限公司 3 万吨
其他：西南及东北地区等	西南地区：泸州天然气化肥厂等多家二氧化碳厂合计 15 万吨。 东北地区：黑龙江绥芬河酒精厂及周边酒精厂合计 8 万吨、吉林化肥厂等多家二氧化碳厂合计年产 16 万吨。 西北地区：多家二氧化碳厂合计 12 万吨。	—	—

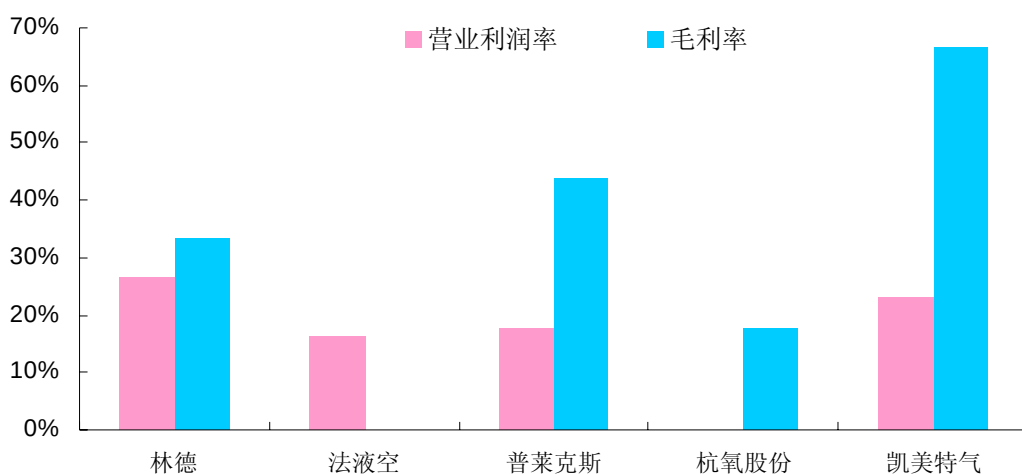
资料来源：招股说明书，招商证券

5、立足本土，竞争优势明显

相对于其他外资企业，公司更专注于二氧化碳的生产，并立足本土特色，具有以下竞争优势：

- **气源优势。**二氧化碳在空气中含量较低，如果采用空分方式生产二氧化碳，非常不经济，而如果采用回收二氧化碳含量较高的工业废气生产，将大大降低生产成本。因此，拥有稳定的上游气源是企业最为重要的竞争优势。而公司原为巴陵石化改制时剥离的优质资产，与中石化有着千丝万缕的关系，相比于其他企业，更有优势获得稳定的上游气源，从而在竞争中占有成本优势。
- **布局优势。**公司在生产基地的布局上下足了功力，由于二氧化碳产品运输成本较高，存在一定的销售半径，公司基地布局重点考虑紧邻消费中心，从而实现对中南地区、长三角、珠三角等经济发达地区的覆盖，并在这些地区拥有较高的市场占有率。另外，公司正在北京建立生产基地，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。
- **技术优势。**公司自行研发了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。
- **市场优势。**正是凭借较高的产品质量和稳定的气源，公司被可口可乐、百事可乐等国际饮料巨头认可为策略供应商，同时，还拥有杭州娃哈哈集团、屈臣氏集团、青岛啤酒、百威啤酒和健力宝等一批知名客户。大量高端客户，不但保障了公司稳定销售，同时也为公司未来占领市场，做实了品牌宣传。

图8：国内外主要气体企业毛利率及营业利润率统计



数据来源：公司公告，招商证券整理

我们认为，凯美特气自设立以来，就专注于从上游石化行业工业废气中进行二氧化碳的回收、提纯和销售，具备丰富的生产和销售经验，竞争优势明显，在目前国内旺盛的市场环境下，乘行业东风，未来发展前景预期良好。

二、专注 CO₂ 产品，盈利能力突出

公司拥有食品级液体二氧化碳产能 31 万吨，在建产能 30 万吨，同时，涉及氩气、氢气、甲烷、解析气等气体生产。近几年，受国家产业政策的支持及下游行业旺盛需求的推动，公司始终保持了良好的盈利能力，销售规模不断扩大，主营收入年均增长 27%，毛利率水平维持在 70%左右的高水平。

1、产能持续扩张、产品逐渐丰富

目前，凯美特气拥有食品级液体二氧化碳产能 31 万吨，其中，公司本部生产能力 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，同时，公司还有干冰产能 2 万吨，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。除此以外，公司还储备了大量后续项目，在建北京燕山、岳阳长岭液体二氧化碳 30 万吨，同时，涉及氩气、氢气、甲烷、解析气等气体，从而加速产能扩张和丰富气体产品。

表 2：凯美特气运营及在建产能统计

编号	子公司名称	权益比例 (%)	液体二氧化碳 (万吨)	干冰 (万吨)	其他气体 (万吨)
一、投产项目					
1	本部	100%	8		氩气 (2 万吨)
2	安庆	100%	10		氢气
3	惠州	100%	13	2	其他特气
小计			31	2	
二、在建项目					
4	北京燕山	60%	20		氢气、可燃气等
5	长岭	100%	10		氢气、甲烷等
6	安庆火炬	100%			精馏可燃气、氢气等
小计			30	0	

资料来源：公司公告，招商证券

2、专于二氧化碳生产，开拓优质客户资源

公司产品结构：从近几年公司的主要产品来看，主要包括液体二氧化碳、干冰、氩气和液氮，其中，二氧化碳占到营业收入 99%，而干冰、氩气等其他产品的比重非常小，还未形成规模。

按照其纯度不同，公司二氧化碳产品又可分为工业级二氧化碳和食品级二氧化碳两类。2007~2009 年间，公司食品级二氧化碳占公司二氧化碳产量的 45%，销售收入却占到 55%，是公司收入的主要来源。

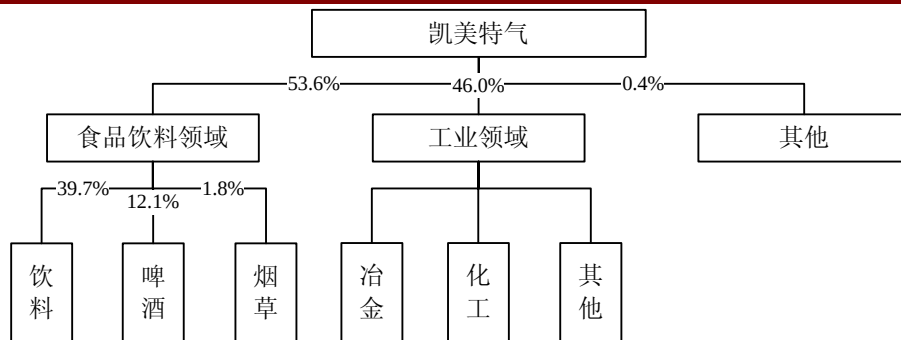
表 3：凯美特气二氧化碳产品结构

项目	2007		2008		2009	
	销量 (万吨)	收入 占比	销量 (万吨)	收入 占比	销量 (万吨)	收入 占比
食品级二氧化碳	3.9	55.1%	4.7	56.1%	6.5	53.9%
工业级二氧化碳	4.2	44.9%	5.6	43.9%	8.9	46.1%
合计	8.2	100.0%	10.4	100.0%	15.4	100.0%

资料来源：公司公告，招商证券

下游客户结构：2009年，公司销售给工业领域的二氧化碳收入约占45.9%，销售给食品饮料领域的约占53.6%，其中可口可乐、百事可乐占到34.4%，是影响公司业绩最为重要的下游客户。

图9：凯美特气主要客户及销售收入占比情况统计



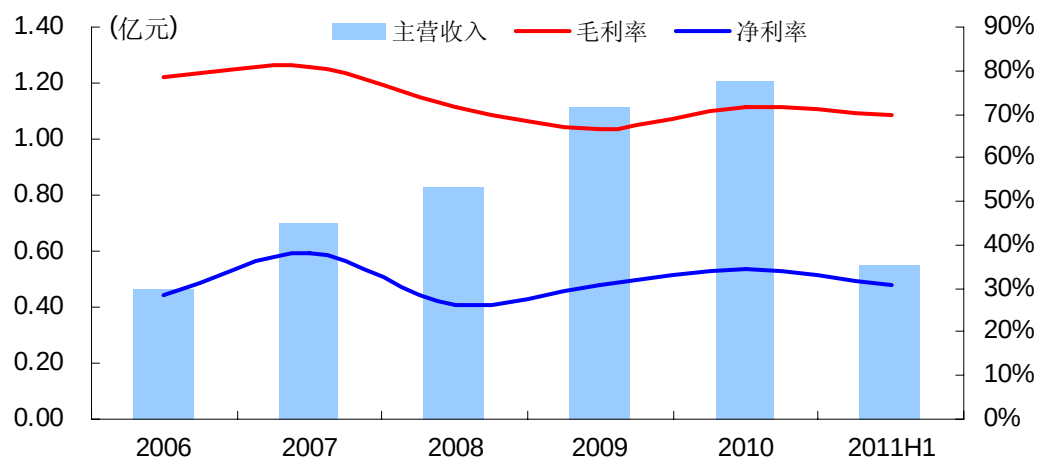
数据来源：公司公告，招商证券整理

3、盈利能力稳定，毛利率保持高位

由于国内的气体工业处于快速发展阶段，受国家产业政策的支持及下游行业旺盛需求的推动，公司始终保持了良好的盈利能力，近几年销售规模不断扩大，主营收入年均增长27%，同时，公司毛利率水平维持在70%左右的高水平。

- **营业收入，快速增长：**近几年，公司营业收入的增长，一方面是二氧化碳下游市场需求旺盛，公司凭借自身的质量优势和配送服务体系，不断开拓，实现销量的提升；另一方面，公司充分抓住了行业迅速发展的机遇，扩大规模，分别在安庆、惠州投产了23万吨的液体二氧化碳项目，覆盖面积扩大，市场占有率提高。

图10：凯美特气年度收入和利润率指标比较

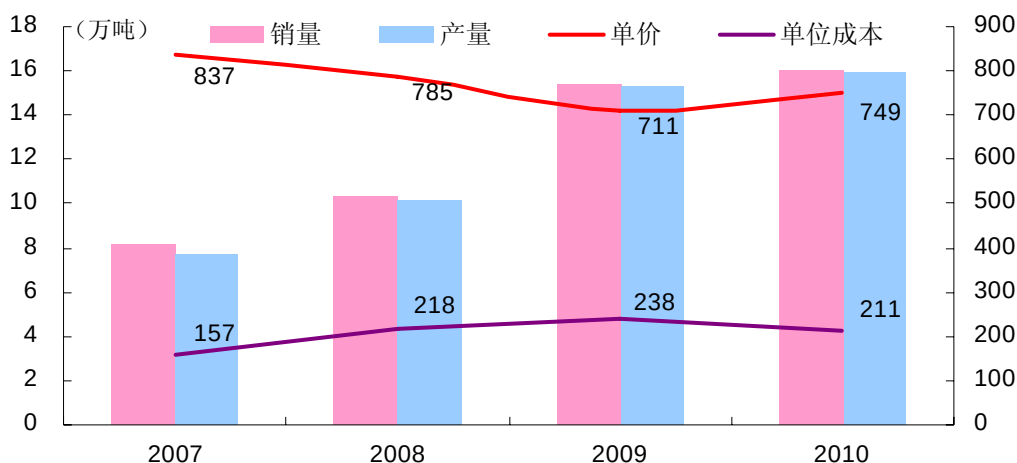


数据来源：公司公告，招商证券整理

- **毛利率，保持高位：**公司毛利率总体上保持在一定的高水平，主要是公司上游原材料基本来自石化公司排放的废气，并签署了长期采购协议，采购量有所保证、原材料价格相对稳定，成本低廉，同时，公司产品质量突出，销售给可口可乐等高端客户价格较高，从而大大提高了公司毛利率水平。

近几年，随着公司销售策略的变化及对客户结构的调整，工业级二氧化碳销售比重有所增加，一定程度上拉低了毛利率水平；但 2010 年，工业级二氧化碳价格开始上涨，公司毛利率又有所回升。

图11: 凯美特气二氧化碳销量、产量及单价统计

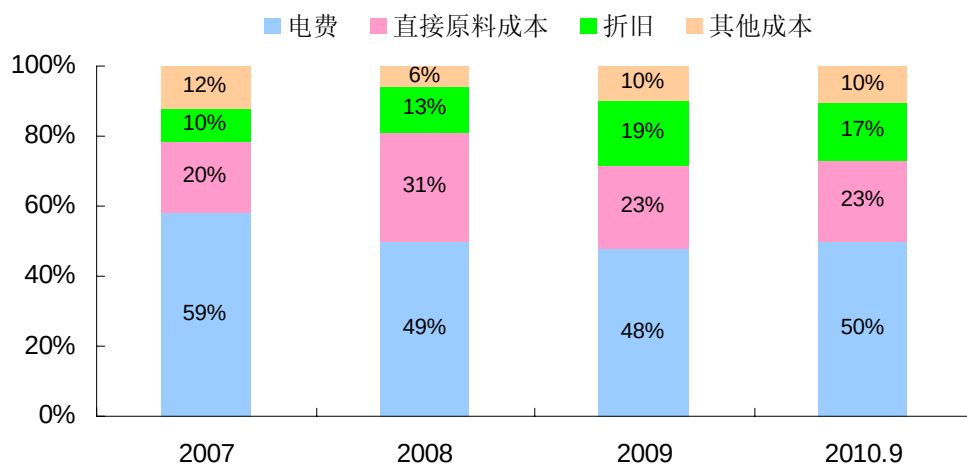


数据来源：公司公告，招商证券整理（注：2010 年产量数据按照 2009 年产销量同比例推算）

从公司成本结构来看，电费成本、原料成本是主营业务成本的最重要组成部分，其中，电费成本平均占比为 51%，直接原料平均占比为 24%。由于公司制气用电多采用石化厂的自供电，电费各年较为稳定，因此，公司单位成本的变动主要与原材料成本和折旧成本的变动有关。

直接原料成本方面，2009 年，惠州凯美特与中海壳牌石油化工签订采购补充协议，两年内，采购二氧化碳原料可获得 45 元/吨的折扣，从而使得公司 2009 年以来的单位直接原料成本呈现较大幅度的下降。另外，公司仍需结合上游气源波动和客户需求进行部分外购，原材料成本各年有所变动。

图12: 凯美特气主营业务成本结构统计

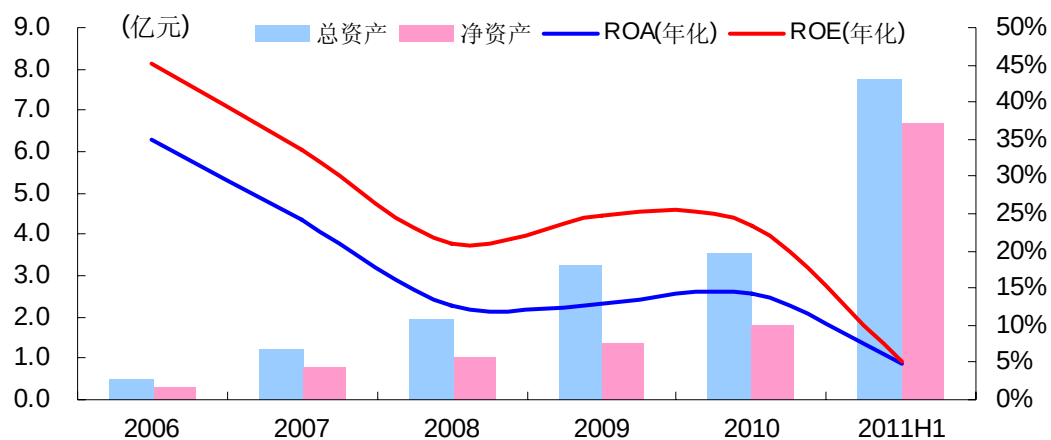


数据来源：公司公告，招商证券整理

- **总资产，快速扩张：**上市以后，公司规模快速膨胀，截至 2011 年 6 月底，公司总资产已达到 7.8 亿元，净资产为 6.7 亿元，资产负债率仅为 6.0%，较低的财务杠

杆，使得公司净资产收益率下降，我们认为，未来随着公司扩张的加速，必将重新借势财务杠杆，ROE 也将逐渐提升。

图13: 凯美特气年度资产及收益率指标比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

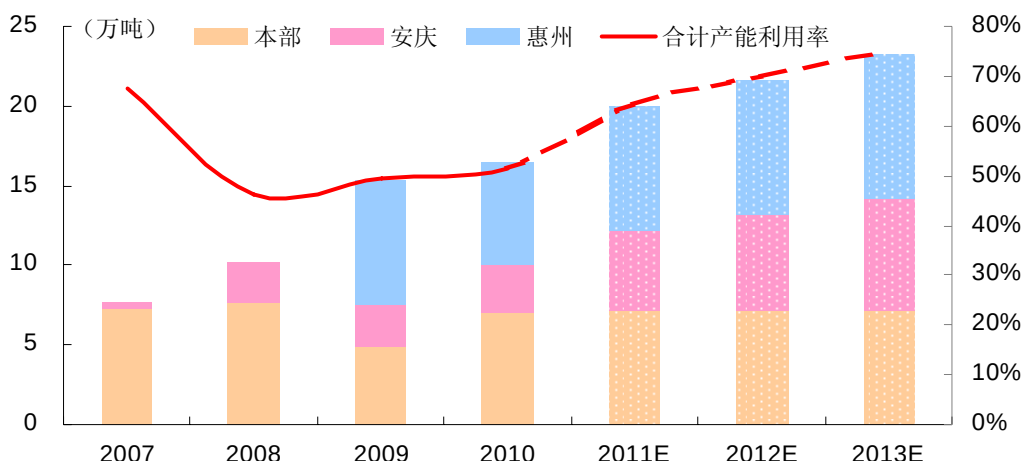
三、产能提升增厚业绩，多元开拓保障发展

公司未来成长性良好，短期内，随着上游石化企业恢复正常运营，公司产能利用率将稳步提升，带动公司业绩稳健增长；中期看，公司在建项目陆续投产，产能持续扩张，推动公司业绩再上台阶；长期看，公司不断开拓新的应用领域，加快产品多元发展，从而打造公司快速成长的阶梯。

1、产能利用率提升，打造业绩成长第一阶梯

按照公司现有产能，每年可生产液体级二氧化碳 31 万吨，但公司近几年产能利用率一直不高，维持在 50% 左右，主要是公司上游石化企业进行设备检修、改造或技术更新等，从而造成非生产时间增加，产能利用率下降。

图14：凯美特气产量、产能利用率统计及预测



数据来源：公司公告，招商证券整理

经了解，目前上游石化企业改造检修已基本完成，我们认为，随着上游企业逐渐恢复正常运营，短期内，公司产能利用率将有大幅度的改善，公司原有资产盈利也将稳步提升。

- **安庆基地：**上游气源是安庆石化，原来主要是烧油，后来进行“油改煤”改造，改造完后一直处于调试阶段，因此，安庆项目 2010 年 4 月份以来一直没开工，造成安庆基地产能利用率很低。今年 3 月份，该项目已正常运营，4 月至今基本上是满负荷生产，预计今年安庆基地产能利用率将由 30% 左右提升到 50%，2013 年，有望达到 70%。
- **惠州基地：**2010 年，上游企业因为检修停产 2 个月，检修完成后，近两年再检修的概率不大。目前，上游企业开工情况比较正常，预计全年产能利用率可以达到 60%，2013 年，将达到 70%。
- **本部：**因为本部有两个气源，所以产能利用率一直较高，达到 90% 左右，预计未来仍将保持较高的产能利用率。

表 4：公司各种气体产能利用率及产量预测

编号	产品	2011E	2012E	2013E	编号	产品	2011E	2012E	2013E
1	二氧化碳 (万吨)				5	解析气			
	产能	61	61	61		产能	6480	6480	6480
	产能利用率	35.2%	67.5%	72.6%		产能利用率	5.0%	65.0%	70.0%
	产量	21.5	41.2	44.3		产量	324.0	4,212.0	4,536.0

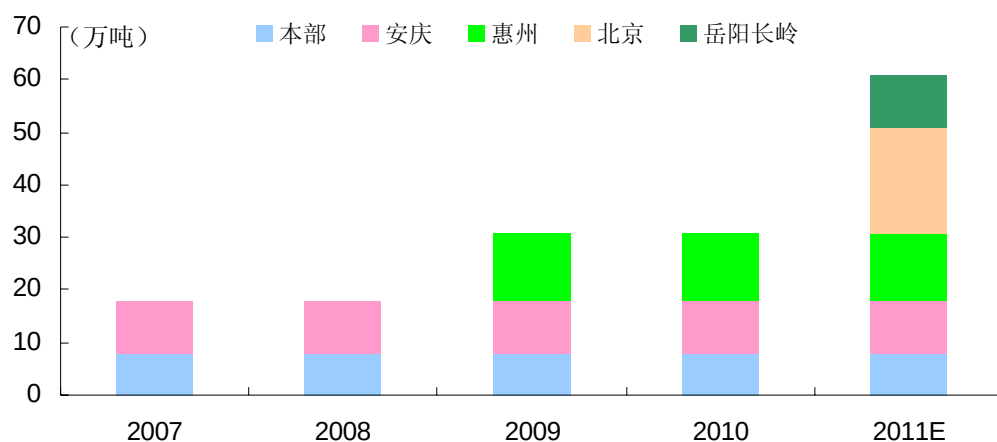
编号	产品	2011E	2012E	2013E	编号	产品	2011E	2012E	2013E
2	干冰 (万吨)				6	一氧化碳 (万立方米)			
	产能	2	2	2		产能	1600	1600	1600
	产能利用率	1.0%	2.0%	3.0%		产能利用率	5.0%	65.0%	70.0%
	产量	0.0	0.0	0.1		产量	80.0	1,040.0	1,120.0
3	氩气 (万吨)				7	甲烷 (万立方米)			
	产能	2	2	2		产能	2411	2411	2411
	产能利用率	20.0%	50.0%	70.0%		产能利用率	5.0%	65.0%	70.0%
	产量	0.4	1.0	1.4		产量	120.5	1,567.0	1,687.6
4	氢气 (万立方米)				8	精馏可燃气 (万吨)			
	产能	6916	11372	11372		产能		5	5
	产能利用率	5.0%	47.4%	68.0%		产能利用率		20.0%	65.0%
	产量	345.8	5,386.3	7,737.3		产量		0.9	3.1

资料来源：公司公告，招商证券（注：长岭项目的甲烷、氢气按照每小时产能以 250 天折算）

2、产能持续扩张，打造业绩成长第二阶梯

鉴于气体市场良好的发展前景和巨大的市场潜力，公司目前正加快产能的扩张和气体多元化发展，打造业绩增长的第二阶梯。目前，公司着手建设的项目包括北京燕山石化 20 万吨液体二氧化碳项目、岳阳长岭 10 万吨液体二氧化碳项目、2 万吨的氩气、4.7 万吨安庆火炬精馏可燃气以及其他可燃气回收生产利用。

图15：凯美特气二氧化碳产能及结构统计



数据来源：公司公告，招商证券整理

北京燕山尾气回收项目：该项目利用北京燕山石化排放的废气为原料，每年生产 20 万吨食品级二氧化碳，副产品为 3600 万立方米氢气和 6480 万立方米解吸气，其中，二氧化碳面向北京、天津等环渤海地区的食品饮料类客户销售，氢气和解析气体进行提纯后返回燕山石化工艺生产中使用，真正实现环保、节能减排和循环经济的目的。

- **项目进展：**目前，燕山项目一期工程氢气和解析气（可燃气）正在试生产；二期工程二氧化碳达到设备安装调试阶段，预计今年 11 月将开始贡献业绩。
- **盈利情况：**项目达产后，平均每年可增加销售收入 2.6 亿元，利润 3740 万元，综合毛利率约 51%，考虑到其中二氧化碳采购单价远低于氢气和解析气采购单价，二氧化碳产品毛利率将高于综合毛利率。

岳阳长岭尾气回收项目：该项目回收长岭炼化的废气，生产 10 万吨/年的食品添加剂液

体二氧化碳、5526NM³/h 氢气、4018NM³/h 甲烷及 13018Nm³/h 一氧化碳，提纯后，可将氢气、甲烷、一氧化碳销售给长岭炼化使用，二氧化碳向周边市场供应。

- 项目进展：该项目建设周期为一年，预计 8 月份可以试车，11 月底开始贡献业绩。
- 盈利情况：项目达产后，可实现年均销售收入 1.57 亿元，利润总额 4255 万元，税后利润 3191 万元。

岳阳氩气项目：该项目以岳阳中石化壳牌煤气化公司空分装置排出的混合废气为原料，采用物理精馏动态提纯方法回收氩气，产能为 2 万吨/年。

- 项目进展：该项目预计今年下半年也将投产试运营，并贡献业绩。
- 盈利情况：根据可研报告，项目达产后，平均每年可增加销售收入 4200 万元，税后利润 1600 万元。我们认为，可研报告编制时，氩气市场价格约为 1800~2400 元/吨，目前，液体氩气价格已经达到 3000~4000 元/吨，按目前价格测算，年收入预计可达 7000 万元，税后利润约 2600~3000 万元。

安庆火炬气回收项目：该项目在安庆市大观区凤凰工业园内建设炼厂尾气、火炬气分离及提纯装置，生产 4.7 万吨精馏可燃气、4456 万立方米氢气等相关产品。

- 项目进展：项目建设周期为一年，预计明年中期可以试车，下半年贡献业绩。
- 盈利情况：根据公司预计，项目建成达产后，正常年销售额（不含税）2.75 亿元，利润总额 4523 万元。

表 5：公司各基地分产品营业收入预测

生产基地	指标	2011E	2012E	2013E	生产基地	指标	2011E	2012E	2013E
本部	销售收入（万元）	7,342	10,089	12,480	惠州	销售收入（万元）	5,342	6,125	6,974
二氧化碳	产量（万吨）	7.2	7.2	7.2	二氧化碳	产量（万吨）	7.8	8.5	9.1
	销售价格（元/吨）	825	867	910		销售价格（元/吨）	678	712	748
	销售收入（万元）	5,942	6,239	6,551		销售收入（万元）	5,291	6,018	6,805
氢气	产量（万吨）	0.4	1	1.4	干冰	产量（万吨）	0.02	0.04	0.06
	销售价格（元/吨）	3500	3850	4235		销售价格（元/吨）	2550	2678	2811
	销售收入（万元）	1,400	3,850	5,929		销售收入（万元）	51	107	169
安庆	销售收入（万元）	3,245	4,088	5,008	北京	销售收入（万元）	1,306	17,372	19,149
二氧化碳	产量（万吨）	5	6	7	二氧化碳	产量（万吨）	1	13	14
	销售价格（元/吨）	649	681	715		销售价格（元/吨）	600	630	662
	销售收入（万元）	3,245	4,088	5,008		销售收入（万元）	600	8,190	9,261
长岭	销售收入（万元）	1,032	13,589	14,836	解析气	产量（万方）	324	4,212	4,536
二氧化碳	产量（万吨）	0.5	6.5	7		销售价格（元/方）	1.18	1.18	1.18
	销售价格（元/吨）	550	578	606		销售收入（万元）	382	4,970	5,352
	销售收入（万元）	275	3,754	4,245	氢气	产量（万方）	180	2340	2520
甲烷	产量（万方）	121	1,567	1,688		销售价格（元/方）	1.8	1.8	1.8
	销售价格（元/方）	2.8	2.8	2.8		销售收入（万元）	324	4,212	4,536
	销售收入（万元）	338	4,388	4,725	安庆火炬	销售收入（万元）		7,072	22,986
氢气	产量（万方）	166	2155	2321	精馏可燃气	产量（万吨）		1	3
	销售价格（元/方）	1.08	1.08	1.08		销售价格（元/吨）		6500	6500
	销售收入（万元）	179	2,328	2,507		销售收入（万元）		6,110	19,858
一氧化碳	产量（万方）	80	1040	1120	氢气	产量（万方）		891	2896
	销售价格（元/方）	3	3	3		销售价格（元/方）		1.08	1.08
	销售收入（万元）	240	3,120	3,360		销售收入（万元）		962	3,128

资料来源：公司公告，招商证券

敬请阅读末页的重要说明

除此以外，公司还积极寻找运营稳定又紧邻市场的优质气源，探索相关市场的开拓和其他气体的回收，未来潜在项目储备丰富，保障公司可持续发展。

3、开拓新产品、新领域，打造业绩成长第三阶梯

从长远来看，公司未来成长主要在于不断开拓二氧化碳新的应用领域，以及向其他高端气体制造发展，同时，通过优化企业管理、做好战略布局、加大市场营销、开源节流，使得产品销售价格上涨、原料成本下降，盈利能力和综合竞争力得到提升。

- **开拓新领域，增加销量。**我国二氧化碳产品应用领域较集中，目前，公司正加快开拓新市场，积极探索冶金、烟草、农业、电子乃至航空、航天、核工业等领域的应用，以增加销量，增厚利润。
- **拓展新产品，提升盈利。**根据公司未来的发展战略，在巩固和夯实二氧化碳产品发展的基础上，开发生产氩气、氢气等品种气体及其他稀有惰性气体，这些高端产品，均具有较高的毛利率水平，大幅提升公司盈利。

4、公司业绩测算

我们对公司 2011~2013 年的业绩进行了测算，并基于以下主要假设

- 公司上游石化企业正常运转，产能利用率逐年提高；
- 公司食品级二氧化碳比重提升，二氧化碳平均销售价格稳步上涨；
- 公司在建的燕山石化、岳阳长岭和氩气项目，假设在今年 12 月开始贡献业绩；安庆火炬气回收项目，假设在明年三季度开始贡献业绩；
- 公司享受高新技术企业所得税税收优惠政策，按 15% 的所得税率测算；

表 6、公司未来三年盈利预测表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	111.3	120.7	182.7	583.4	814.3
二、营业总成本	85.7	89.2	120.6	429.4	593.4
1. 主营成本	37.4	34.4	54.0	228.1	336.8
2. 营业税金及附加	0.01	0.50	0.02	0.06	0.08
3. 销售费用	28.7	28.0	34.7	99.2	122.2
4. 管理费用	16.6	21.8	29.2	93.3	122.2
5. 财务费用	2.9	4.6	2.7	8.8	12.2
6. 资产减值损失	0.3	0.0	0.4	1.2	1.6
三、投资收益	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	25.4	31.5	61.6	152.8	219.3
1. 营业外收入	13.8	14.7	15.4	28.3	31.9
2. 营业外支出	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
五、利润总额	39.1	46.2	76.8	180.9	251.0
1. 所得税	5.0	4.7	11.5	27.1	37.7
六、净利润	34.1	41.4	65.3	153.7	213.4
1. 少数股东权益	0.0	-0.6	2.6	9.2	12.8
七、归属净利润	34.1	42.1	62.7	144.5	200.6
1. 总股本（百万股）	60.0	60.0	120.0	120.0	120.0
八、每股收益（元）	0.57	0.70	0.52	1.20	1.67

资料来源：招商证券

根据以上假设,预计 2011~2013 年公司归属净利润分别为 0.63 亿元、1.45 亿元和 2.01 亿元,按照 1.2 亿总股本测算,每股收益 0.52、1.20、1.67 元。可以看出,受产能扩张和利用率提升影响,公司 2011 年业绩开始起飞,2012、2013 年业绩实现高增长,公司盈利能力不断提升。

综上所述,公司未来成长性良好,短期看,公司产能利用率稳步提升,业绩稳健增长;中期看,公司产能持续扩张,业绩再上台阶;长期看,公司不断开拓新的应用领域,加快产品多元发展,从而打造公司快速成长的阶梯。

四、公司价值分析及风险探讨

1、节能减排的新领域，快速成长的排头兵

总体来讲，公司处在一个发展前景广阔的行业，节能环保的压力使得国内废气回收市场快速起步，而公司作为行业中的排头兵，具备大量的竞争优势，未来进入加速成长期，我们看好公司的未来：

- **行业好，刚起步，空间大。**工业气体回收利用属于朝阳产业，目前，国内市场缺口较大，竞争不充分，处于黄金发展期，而公司作为行业领军，立足本土特色，具备气源优势、布局优势、技术优势和市场优势，未来发展空间巨大。
- **产能大、毛利高、盈利强。**公司拥有食品级液体二氧化碳产能 31 万吨，在建产能 30 万吨，占国内市场的 25%，公司凭借竞争优势，毛利率水平维持在 70%左右的高水平，营业收入年均增长 27%，始终保持良好的盈利能力。
- **扩张快、多元化、成长好。**公司业绩的增长点，主要在于公司产能的增长及产能利用率的释放，远期来看，公司将不断开拓新的应用领域，同时向其他气体制造发展，加快产品多元发展，从而打造公司成长的阶梯。

首次给予“强烈推荐”投资评级。公司 2011~2013 年每股收益 0.52、1.20、1.67 元，年复合增长率在 79%左右，对应当前股价分别为 57、25、18 倍 PE，鉴于未来五年国家对节能环保产业的大力支持，以及公司良好的成长性，业绩超预期的概率较大，由于公司大量项目将于年底投产，明年贡献业绩，我们给予 2012 年业绩 30 倍 PE，目标价 36.0 元，首次给予“强烈推荐-A”的投资评级。

2、风险因素探讨

尽管我们对公司未来的发展充满信心，但仍建议投资者关注以下可能存在的风险：

- **气源风险。**公司的正常生产经营受到上游石化企业生产经营情况的制约，如果上游企业停产、检修，将影响公司气体的产量。
- **投产滞后风险。**公司在建的燕山石化、岳阳长岭和氩气项目，如果今年不能按期投产，将对 2010 年业绩产生较大影响。同理，安庆火炬气回收项目投产滞后，将对明年业绩产生影响。
- **市场风险。**如果股票市场整体大幅下跌，公司的估值也会受到一定影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	90	82	153	309	454
现金	62	47	116	189	285
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	4	6	19	27
应收款项	14	21	20	64	89
其它应收款	6	4	6	19	27
存货	3	4	1	5	8
其他	4	2	3	12	18
非流动资产	235	272	316	345	371
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	98	96	141	171	198
无形资产	8	8	7	6	6
其他	129	168	168	168	168
资产总计	326	354	468	654	825
流动负债	124	100	117	226	294
短期借款	74	75	80	80	80
应付账款	13	18	28	117	173
预收账款	0	0	0	1	1
其他	36	7	9	28	40
长期负债	4	14	24	34	44
长期借款	0	0	10	20	30
其他	4	14	14	14	14
负债合计	128	114	141	260	338
股本	60	60	120	120	120
资本公积金	4	4	4	4	4
留存收益	73	115	140	198	279
少数股东权益	60	60	62	71	84
母公司所有者权益	138	180	265	323	403
负债及权益合计	326	354	468	654	825

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	51	47	85	208	269
净利润		42	63	144	201
折旧摊销		0	16	20	23
财务费用		0	3	9	12
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	20	-16	-5
其它		5	-17	51	38
投资活动现金流	-128	-35	-50	-50	-50
资本支出		0	-50	-50	-50
其他投资		-35	0	0	0
筹资活动现金流	102	-24	35	-86	-123
借款变动		0	15	10	10
普通股增加		0	60	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	-38	-87	-121
其他		-24	-3	-9	-12
现金净增加额	25	-12	69	73	96

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	111	121	183	583	814
营业成本	37	34	54	228	337
营业税金及附加	0	1	0	0	0
营业费用	29	28	35	99	122
管理费用	17	22	29	93	122
财务费用	3	5	3	9	12
资产减值损失	0	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	25	32	62	153	220
营业外收入	14	15	15	28	32
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	39	46	77	181	251
所得税	5	5	11	27	38
净利润	34	41	65	154	214
少数股东损益	0	-1	3	9	13
母公司所有者净利润	34	42	63	144	201
EPS (元)	0.57	0.70	0.52	1.20	1.67

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	34%	8%	51%	219%	40%
营业利润	14%	24%	95%	148%	44%
净利润	61%	23%	49%	131%	39%
获利能力					
毛利率	66.4%	71.5%	70.5%	60.9%	58.6%
净利率	30.7%	34.8%	34.2%	24.8%	24.7%
ROE	24.7%	23.4%	23.6%	44.8%	49.8%
ROIC	9.1%	10.3%	13.1%	27.8%	33.0%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	32.3%	30.2%	39.8%	41.0%
净负债比率	22.7%	21.2%	19.2%	15.3%	13.3%
流动比率	0.7	0.8	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.7	0.8	1.3	1.3	1.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.9	1.0
存货周转率	9.7	10.0	22.3	70.8	52.2
应收帐款周转率	7.3	6.8	8.8	13.9	10.6
应付帐款周转率	3.0	2.2	2.4	3.2	2.3
每股资料(元)					
每股收益	0.57	0.70	0.52	1.20	1.67
每股经营现金	0.85	0.79	0.71	1.74	2.24
每股净资产	2.30	3.00	2.21	2.69	3.36
每股股利	0.12	0.13	0.31	0.72	1.00
估值比率					
PE	52.4	42.5	57.1	24.7	17.8
PB	13.0	9.9	13.5	11.1	8.9
EV/EBITDA	41.2	34.7	21.3	9.4	6.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究董事、首席电力与公用事业研究员，曾获《新财富》2008～2010 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009～2010 年最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。