

和远气体 (002971)

证券研究报告

2023年05月05日

本土综合型气体公司，看好电子特气业务高速增长

和远气体：国内领先的综合型气体公司。

公司成立于2003年11月，2012年7月改制为股份有限公司，2020年1月在深交所挂牌上市，至今已有近20年历史。公司成立以来一直致力于各类气体产品的研发、生产、销售、服务以及工业尾气回收循环利用。截至目前，公司拥有分子公司26家，终端销售网络已遍布全国，广泛服务于化工、钢铁、食品、家电、机械等基础行业以及半导体、新能源、生物医药等新兴产业。经过近20年的发展，公司已成为国内领先的综合型气体公司。

转型电子特气，两大电子特气产业园2023年将分批投产，成为公司成长新动力。

2021年，公司结合国家战略新兴产业发展规划以及宜昌化工园、潜江化工园的资源、能源、区位等优势，利用园区内丰富的氟、硅、氯、碳、氢、氨、硫等基础资源，以及公司在合成、分离和提纯方面的技术优势，开始向电子特气及电子化学品（氟基、硅基、氯基、碳基、氨基等）等高端产业链延伸。电子特气及电子化学品、硅基功能性新材料这两类产品是公司打造未来核心竞争力，实现“成为具有国际竞争力的综合型气体公司”发展愿景的重要支撑。根据和远气体公司公告，两大电子特气产业园将在2023年逐步分批建成投产，未来三年有望成为公司成长新动力。

电子特气国内超300亿市场，国产替代有望加速，和远气体地处湖北具有区位优势，看好电子特气业务高速增长。

根据SEMI的数据，预计2025年中国电子气体市场规模将提升到316.60亿元，目前行业国产化水平较低，行业政策助推下，本土电子特气厂商有望份额提升。和远气体地处湖北具有较好的区位优势，湖北省大力发展电子信息产业，目前已拥有长江存储、武汉新芯、京东方、华星光电等知名企业，和远气体2022年省内营收占比89%，有望受益于湖北省科技产业发展。

投资建议：

我们预计公司2023/24/25年营收达到20.85/33.19/50.33亿元，归母净利润达到1.90/2.84/4.75亿元。考虑到公司转型电子特气业务且电子特气成为公司未来三年主要增长点，选取中船特气/华特气体/凯美特气/金宏气体/侨源股份作为对标公司，截至5月5日收盘价，根据Wind一致预期，对标公司现价对应2023年PE平均倍数为40.60倍，考虑到和远气体未来三年业绩增速高于可比公司，选取40倍作为和远气体2023年PE，目标市值76亿，对应目标价47.45元，相比于5月5日收盘价24.55元有93%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：安全生产风险；市场竞争加剧；新产品研发、客户认证及市场推广风险；固定资产投资风险；宏观经济波动和下游行业周期波动的风险；预测假设具有一定主观性；公司市值较小，股价波动或较大；宏观政策风险

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	24.55元
目标价格	47.45元

基本数据

A股总股本(百万股)	160.00
流通A股股本(百万股)	124.30
A股总市值(百万元)	3,928.00
流通A股市值(百万元)	3,051.57
每股净资产(元)	7.73
资产负债率(%)	61.26
一年内最高/最低(元)	28.99/17.38

作者

潘暕	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005	panjian@tfzq.com
唐婕	分析师
SAC执业证书编号：S1110519070001	tjie@tfzq.com
骆奕扬	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050001	luoyiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	991.79	1,321.61	2,084.90	3,318.76	5,032.93
增长率(%)	20.34	33.25	57.75	59.18	51.65
EBITDA(百万元)	199.89	237.52	389.33	531.70	791.07
归属母公司净利润(百万元)	90.23	75.17	189.80	284.47	474.89
增长率(%)	3.60	(16.69)	152.50	49.88	66.94
EPS(元/股)	0.56	0.47	1.19	1.78	2.97
市盈率(P/E)	43.53	52.26	20.70	13.81	8.27
市净率(P/B)	3.43	3.26	2.82	2.34	1.95
市销率(P/S)	3.96	2.97	1.88	1.18	0.78
EV/EBITDA	20.01	13.63	11.72	8.66	6.20

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 和远气体：湖北气体龙头，国内领先的综合型气体公司	4
1.1. 公司简介：拥有近 20 年历史，国内领先的综合型气体公司	4
1.2. 股权结构健康，湖北国资背景投资公司为第二大股东	5
1.3. 管理团队稳定，重视人才队伍培育	6
1.4. 业务重大转型，两大电子特气产业园将于 2023 年分批建成投产	7
1.5. 营收连续 7 年增长，23Q1 创下单季度历史新高	9
1.6. 经营规划清晰，目标 23 年营收 50%左右增长，25 年产值达 50 亿	9
2. 电子特气：国内超 300 亿市场，国产替代有望加速	10
2.1. 电子特气种类繁多，纯化、混配等是气体公司的核心竞争力	10
2.2. 国内市场 25 年有望超 300 亿，国产化率仍低	11
2.3. 大陆晶圆厂扩产带动电子特气需求持续提升	13
2.4. 行业政策助力，国际形势复杂，电子特气国产替代有望加速	15
3. 和远气体：区位优势明显，产能就绪，电子特气业务蓄势待发	16
3.1. 公司区位优势明显，受益于湖北科技产业发展	16
3.2. 电子特气项目进展顺利，看好电子特气业务未来发展	17
4. 盈利预测：	18
5. 估值：	19
6. 风险提示：	20

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司六大业务板块	5
图 3：公司 2022 年营收占比拆分	5
图 4：公司 2021 年营收占比拆分	5
图 5：公司股权结构（截至 2023/3/31）	6
图 6：公司销售网络图，及新建的两大电子特气产业园位置	7
图 7：公司营收及同比增速（亿元）	9
图 8：归属于母公司股东的净利润及同比增速（亿元）	9
图 9：公司固定资产及在建工程（亿元）	9
图 10：公司总资产（亿元）	9
图 11：中国电子气体市场规模（亿元）	11
图 12：2020 年全球电子气体市场份额	12
图 13：全球电子特气下游需求占比	13
图 14：中国电子特气下游需求占比	13
图 15：全球半导体销售额趋势	13
图 16：全球半导体产能分布（单位：万片 8 吋等效/月）	14
图 17：大陆晶圆代工行业地图	14

图 18: 和远气体湖北省内营收及占比 (亿元)	16
图 19: 和远气体部分合作伙伴	17
图 20: 可比公司对标与估值 (单位: 亿元) 数据截至 2023 年 5 月 4 日	19
表 1: 公司高管简介	6
表 2: 和远气体 2023 年经营规划	10
表 3: 电子特气应用行业、主要用途以及对应主要气体	10
表 4: 特种气体生产工序	11
表 5: 电子特气国内外主要企业	12
表 6: 电子特气产业政策	15
表 7: 湖北省部分半导体/面板厂	16
表 8: 和远气体两大电子特气产业园概况	17
表 9: 盈利预测	18

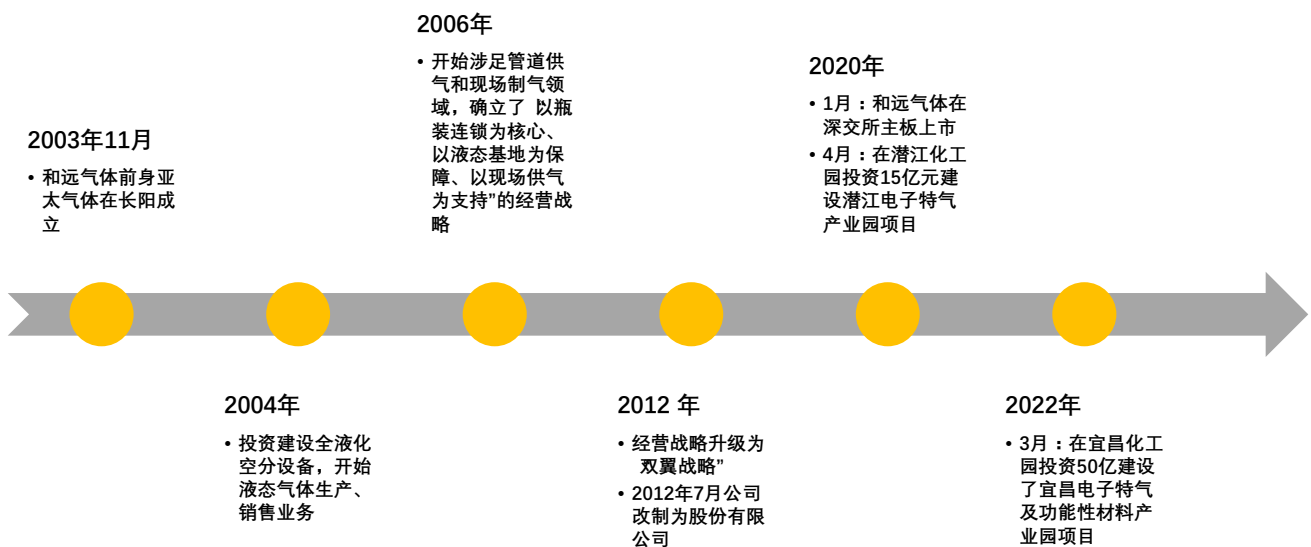
1. 和远气体：湖北气体龙头，国内领先的综合型气体公司

1.1. 公司简介：拥有近 20 年历史，国内领先的综合型气体公司

公司成立于 2003 年 11 月，2012 年 7 月改制为股份有限公司，2020 年 1 月在深交所挂牌上市，成立至今已有近 20 年历史。公司前身是于 2003 年成立的宜昌亚太气体有限公司；2004 年，公司投资建设全液化空分设备，开始液态气体生产、销售业务；2006 年，公司开始涉足管道供气和现场制气领域，确立了“以瓶装连锁为核心、以液态基地为保障、以现场供气为支持”的经营战略，开始通过新建、收购、兼并、整合的方式，不断扩大规模；自 2012 年开始，公司依托气体分离技术将经营战略升级为“双翼战略”，即以工业气体产业为基础，以节能环保产业为拓展方向。公司成立以来一直致力于各类气体产品的研发、生产、销售、服务以及工业尾气回收循环利用。截至目前，公司拥有分子公司 26 家，终端销售网络已遍布全国，广泛服务于化工、钢铁、食品、家电、机械等基础行业以及半导体、新能源、生物医药等新兴产业。经过近 20 年的发展，**公司已成为国内领先的综合型气体公司。**

公司主营业务发展经历了三个阶段：第一阶段，公司主营液态气体的生产与销售；第二阶段，公司不断通过新建、收购、控股、参股、整合等多种方式建设瓶装连锁终端，以支持液态气体的销售。在实践中公司逐步确定了“以瓶装连锁为核心、以液态基地为保障、以现场供气为支持”的经营战略；第三阶段，公司将经营战略升级为“双翼战略”，即公司在夯实原有的工业气体业务基础上，开展以工业尾气回收循环利用为核心的节能环保产业。“瓶装气体、液态气体、现场制气、管道供气”四种供气模式满足了客户对气体的个性化需求，为客户带来了成本降低、节能环保的高附加值服务，同时实现了资源循环利用，为公司未来的发展创造了较大的空间。

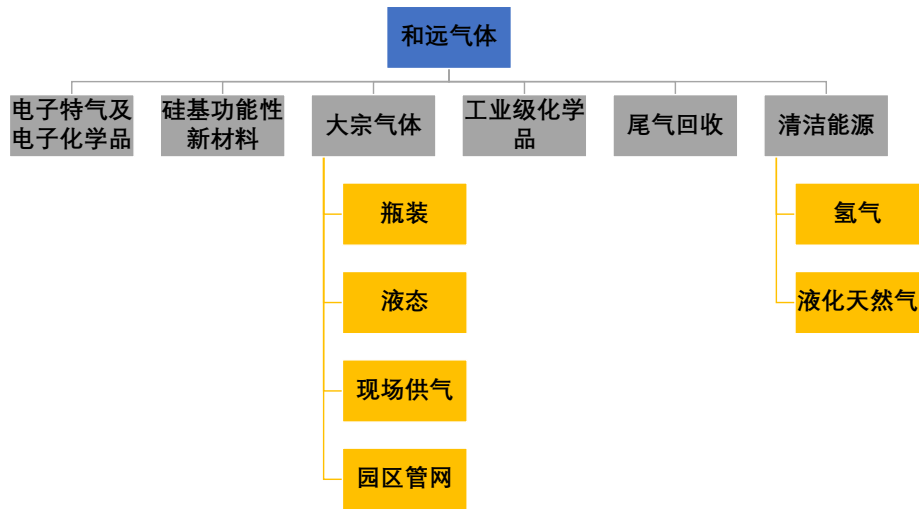
图 1：公司发展历程



资料来源：和远气体公司公告，公司官网，天风证券研究所

目前公司主要有六大业务板块：**大宗气体、电子特气及电子化学品、硅基功能性新材料、尾气回收、清洁能源、工业级化学品。**公司结合国家战略新兴产业发展规划以及宜昌化工园、潜江化工园的资源、能源、区位等优势，利用园区内丰富的氟、硅、氯、碳、氢、氨、硫等基础资源，结合公司在合成、分离和提纯方面的技术优势，向电子特气及电子化学品（氟基、硅基、氯基、碳基、氨基等）、硅基功能性新材料（氨基、乙烯基、环氧基、酰氧基、烷基、苯基、硫基等）以及前驱体、同位素、气凝胶等高端产业链延伸。

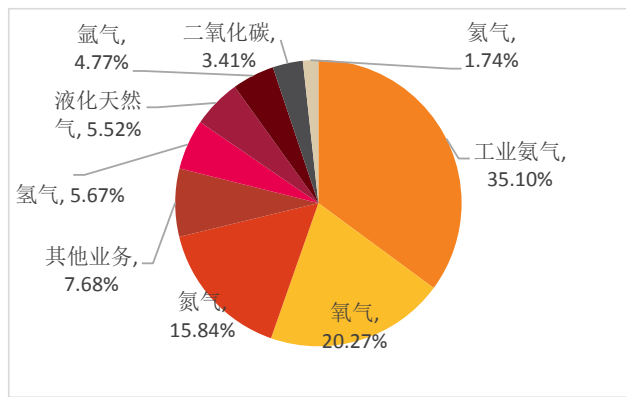
图 2：公司六大业务板块



资料来源：和远气体公司公告，天风证券研究所

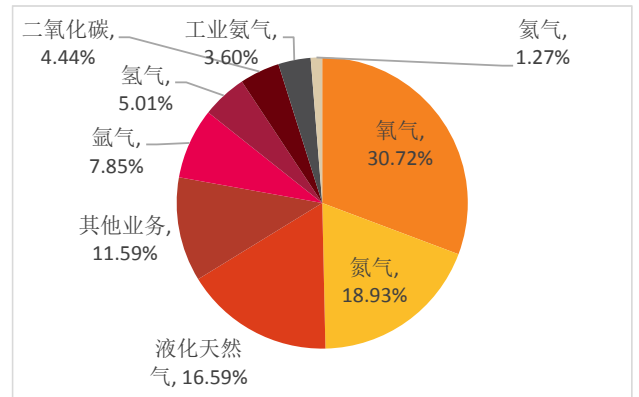
2022 年营收增长明显，气体销售为公司主营业务。分产品结构来看，公司目前已经形成了以普通气体、特种气体、清洁能源以及工业化学品及新型材料组成的产品矩阵。2022 年，普通气体占公司总营收的 48.78%，特种气体占公司营收的 7.41%，清洁能源占公司营收的 5.98%，工业化学品及新型材料占公司总营收的 35.1%。分行业结构来看，公司目前形成了 2022 年其他业务收入（委托加工、租赁等）占公司营收的 2.73%。

图 3：公司 2022 年营收占比拆分



资料来源：和远气体公司公告，天风证券研究所

图 4：公司 2021 年营收占比拆分

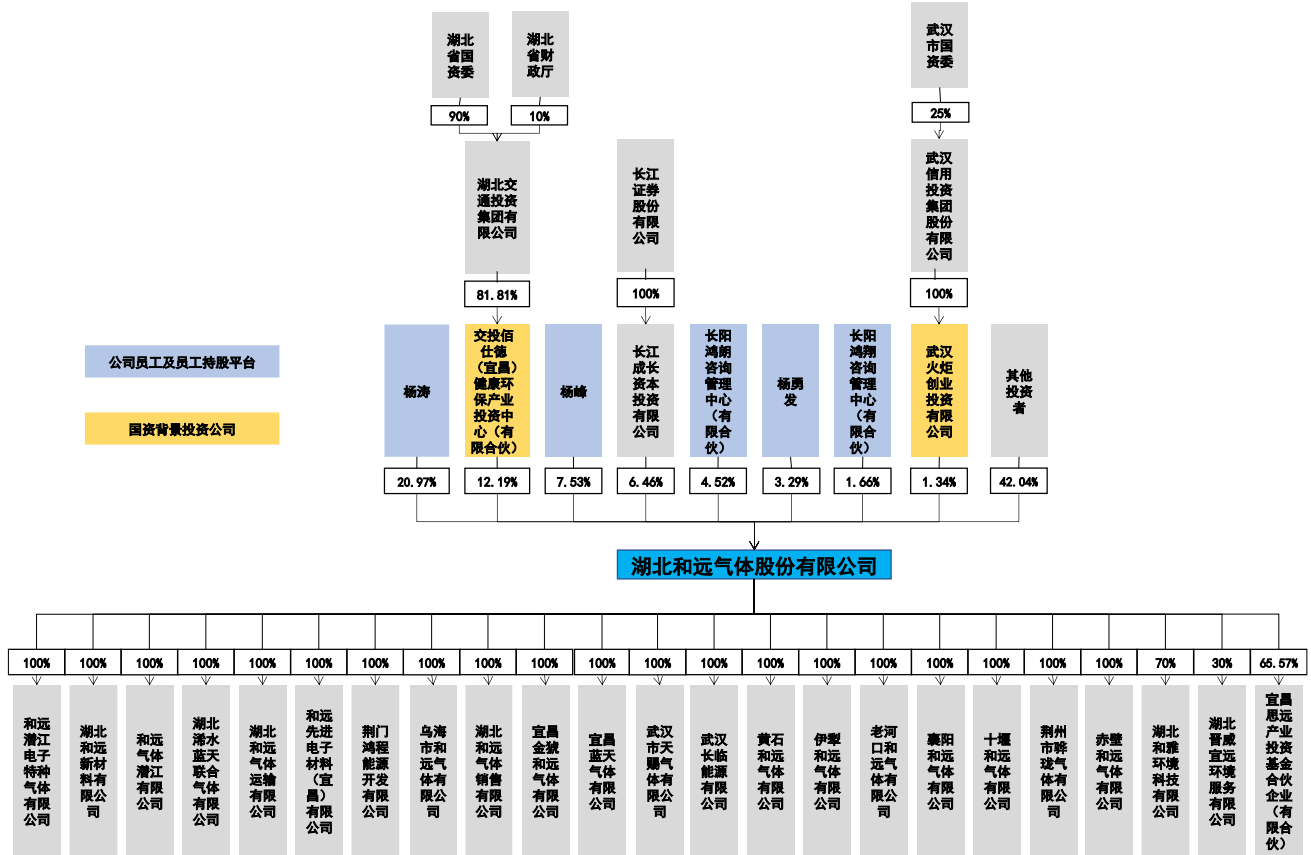


资料来源：和远气体公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构健康，湖北国资背景投资公司为第二大股东

公司股权结构健康，湖北国资背景投资公司为第二大股东，持股占比 12.19%。根据公司 2023 年第一季度报告，公司前五大股东杨涛，交投佰仕德（宜昌）健康环保产业投资中心（有限合伙），杨峰、长江成长资本投资有限公司、长阳鸿朗咨询管理中心（有限合伙）持股比例分别为 20.97%、12.19%、7.53%、6.46%、4.52%。其中交投佰仕德为湖北国资背景投资公司，杨涛、杨峰、长阳鸿朗咨询管理中心（有限合伙）为公司员工及公司员工持股平台，股权结构健康。

图 5：公司股权结构（截至 2023/3/31）



资料来源：Wind，和远气体公司公告，天风证券研究所

注 1：湖北省财政厅通过湖北宏泰集团有限公司和湖北省国有股权运营管理有限公司间接持有交投佰仕德（宜昌）健康环保产业投资中心（有限合伙）10%股权
 注 2：武汉市国资委通过武汉金融控股（集团）有限公司、武汉开发投资有限公司、武汉信用投资集团股份有限公司间接持有武汉火炬创业投资有限公司 25%股权

1.3. 管理团队稳定，重视人才队伍培育

公司高管团队稳定，具有多年行业经验。

表 1：公司高管简介

姓名	职务	出生年份	履历
杨涛	董事长, 总经理	1973 年	2000 年 4 月至 2015 年 9 月, 任宜昌蓝天气体有限公司执行董事; 2003 年 10 月至 2011 年 8 月, 任公司前身宜昌亚太气体有限公司总经理; 2011 年 8 月至 2012 年 7 月, 任湖北和远气体有限公司总经理; 2012 年 7 月至今, 任湖北和远气体股份有限公司董事长, 总经理。
李诺	副总经理	1980 年	2005 年 10 月至 2011 年 8 月, 任宜昌亚太气体有限公司职工; 2011 年 8 月至 2012 年 7 月, 任湖北和远气体有限公司职工; 2012 年 7 月至 2016 年 2 月, 任湖北和远气体股份有限公司职工; 2016 年 3 月至今, 任湖北和远气体股份有限公司副总经理。
刘学荣	副总经理	1971 年	2003 年 11 月至 2011 年 8 月, 任宜昌亚太气体有限公司业务总监; 2011 年 8 月至 2012 年 7 月, 任湖北和远气体有限公司业务总监; 2012 年 7 月至 2016 年 5 月, 任湖北和远气体股份有限公司业务总监; 2016 年 5 月至今, 任湖北和远气体股份有限公司副总经理。
王臣	副总经理	1981 年	2010 年 9 月至 2012 年 7 月, 任湖北和远气体有限公司职工; 2012 年 7 月至 2016 年 5 月, 任湖北和远气体股份有限公司职工; 2016 年 5 月至今, 任湖北和远气体股份有限公司副总经理。现兼任湖北和远气体销售有限公司执行董事, 总经理, 法定代表人。
向松庭	副总经理	1985 年	2003 年 7 月至 2017 年 3 月, 历任湖北宜化化工股份有限公司员工, 总经理助理; 2017 年 3 月

至 2017 年 10 月,任湖北和远气体股份有限公司安环中心主任;2017 年 10 月至今,任湖北和远气体股份有限公司副总经理

赵晓风	财务总监	1986 年	2010 年 3 月至 2018 年 2 月,历任湖北宜化集团有限责任公司下属子公司财务主管,财务副部长,集团会计中心副主任;2018 年 3 月至今,任湖北和远气体股份有限公司财务总监
李吉鹏	董事会秘书	1968 年	2011 年 8 月至 2012 年 2 月,任湖北和远气体有限公司职工;2012 年 2 月至 2012 年 7 月,任湖北和远气体有限公司董事,董事会秘书;2012 年 7 月至今,任湖北和远气体股份有限公司董事,董事会秘书

资料来源: Wind, 天风证券研究所

重视人才梯队培育, 关注人才成长。截至 2022 年底, 公司有研发人员 70 余人, 经过多年的外引内培, 已建立起一支技术过硬、经验丰富、具有竞争力的复合型和开拓性技术研发人才队伍。团队成员长期在工业气体行业从事技术研究、工程项目建设、生产运行管理等工作, 具有丰富的工程技术基础理论和实践经验。公司坚持以人为本, 将人力资源作为实现战略目标的核心资源, 制定了完善的员工培训及职业发展规划, 明确员工帮护培育、成长等管理机制与措施, 重点规划设计了三支人才队伍(管理职务序列、专业技术序列、技能操作序列)的成长通道和培养体系; 建立持续培养、择优任用的长效机制, 为员工提供价值体现的广阔舞台。另外, 公司严格按照“拓疆强基”三年人才战略, 紧紧围绕气体合成、分离、纯化、低温等核心技术, 不断引进行业高端人才, 增加研发实力。

1.4. 业务重大转型, 两大电子特气产业园将于 2023 年分批建成投产

转型电子特气, 建设两大电子特气产业园。2021 年, 公司结合国家战略新兴产业发展规划以及宜昌化工园、潜江化工园的资源、能源、区位等优势, 利用园区内丰富的氟、硅、氯、碳、氢、氨、硫等基础资源, 以及公司在合成、分离和提纯方面的技术优势, 开始向电子特气及电子化学品(氟基、硅基、氯基、碳基、氨基等), 硅基功能性新材料(氨基、乙烯基、环氧基、酰氧基、烷基、苯基、硫基等)以及前驱体、同位素、气凝胶等高端产业链延伸。电子特气及电子化学品、硅基功能性新材料这两类产品是公司打造未来核心竞争力, 实现“成为具有国际竞争力的综合型气体公司”发展愿景的重要支撑。

图 6: 公司销售网络图, 及新建的两大电子特气产业园位置



资料来源: 和远气体公司公告, 天风证券研究所

两大电子特气产业园进展顺利,将在 2023 年逐步分批建成投产。根据和远气体公司公告,公司正在加快建设宜昌电子特气及功能性材料产业园项目和潜江电子特气产业园项目,并将在 2023 年逐步分批建成投产。建成后产品广泛应用于集成电路、液晶面板、LED、太阳能电池、光伏、光纤、玻纤、树脂、硅胶、改性涂料、重防腐等行业,作为清洗剂、腐蚀剂、保护剂、催化剂或原材料使用。

宜昌电子特气及功能性材料产业园项目:

1) **项目概要:** 位于湖北省宜昌市,占地面积 880 亩,一期主要产品包含电子级三氟化氮、六氟化钨、六氟丁二烯、三氯氢硅、二氯二氢硅、四氯化硅、正硅酸乙酯、硅烷、乙硅烷等电子特气,以及氨基、乙烯基、环氧基、酰氧基、烷基、苯基、硫基等系列硅基功能性新材料

2) **投资规划:** 宜昌电子特气及功能性材料产业园项目总投资约 50 亿元,其中固定资产投资 30 亿元,建设氟硅电子特气及功能性材料项目。该项目采取统一规划、分期建设的方式,分两期建设,一期项目投资 20 亿元,建设周期 24 个月,二期项目投资 30 亿元,建设周期 24 个月。一期项目建成达产后,可年产电子特气及功能性材料等产品 24.135 万吨。

公司 23 年 3 月 9 日公告宜昌电子特气及功能性材料产业园项目新增电子级硅烷项目。根据公告,电子级硅烷气主要由三氯氢硅、催化剂等经过两级歧化反应、蒸馏、提纯而得。纯度 3N~4N 称为工业级硅烷,纯度在 6N 以上的称为电子级硅烷气,公司采用先进的生产工艺,生产出的产品可稳定在 6N 级以上,可达到国际先进技术水平。公司生产电子级硅烷所需原材料主要为三氯氢硅,由上游 8 万吨/年光伏级三氯氢硅生产装置建成后获取,公司会根据实际生产情况与市场价格灵活安排用于电子级硅烷生产的三氯氢硅产量及对外销售量。电子级硅烷主要用于集成电路、芯片等电子行业、平板显示器行业、非晶硅薄膜太阳能电池行业、制备高纯多晶硅及高纯碳化硅、氮化硅微粉。本次新增的电子级硅烷项目,是公司根据市场行情并结合公司实际情况审慎决策的,总体规划产能为 5000 吨/年,投资总预算 4,883.00 万元。

潜江电子特气产业园项目:

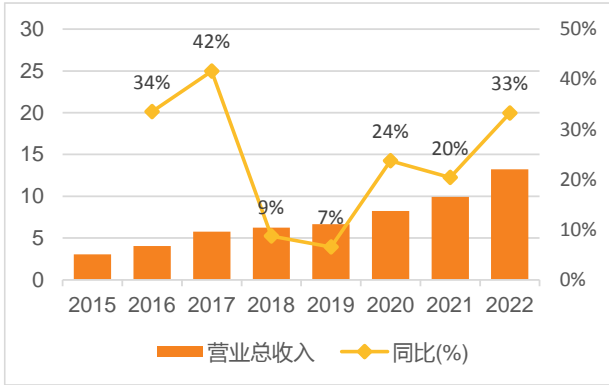
1) **项目概要:** 位于湖北省潜江市,占地面积 400 亩,一期主要产品包含电子级超纯氨、电子级氨水、电子级氯化氢、电子级盐酸、电子级氯气、电子级超纯氢、电子级甲烷、电子级一氧化碳、高纯羰基硫等电子特气及电子化学品。

2) **投资规划:** 公司全资子公司潜江特气新增电子特气及电子化学品项目,主要产品为电子特气、电子级化学品,广泛应用于半导体、集成电路、微电子、太阳能电池、光纤等电子工业生产;新增投资总额为 37,000 万元。本项目主要采用合成、分离、提纯等技术,一方面将合成氨生产的变压吸附提氢的解析气进行分离、提纯,对其中的一氧化碳、二氧化碳、甲烷、氢气等组分加以利用,制取高纯一氧化碳、高纯二氧化碳、高纯甲烷等电子级化学品;另一方面,利用现有氨-碳-氢-氯-硅-硫等资源,建设高纯羰基硫、高纯氯气、高纯氯化氢、高纯盐酸、高纯氨水等电子级化学品生产装置,以及食品级二氧化碳生产装置。2021 年,围绕湖北省氢能产业发展规划及发展战略,公司在潜江化工园建设了年产能达 3.2 亿立方米的氢气项目,配备有 20 组氢气充装位,可同时给 20 台氢气管束车进行充装。其主要利用上游煤制氢尾气回收提纯制取超纯氢、高纯氢和燃料电池用氢,为打造氢能全产业链生态有效解决了氢资源问题,成为构建新型能源体系和实现“双碳”目标,加快能源绿色低碳转型的重要组成部分。该项目于 2022 年正式投产,是目前国内在规模、建设标准、品质方面均具有领先优势的超纯氢气、高纯氢气和燃料电池用氢气生产基地。

1.5. 营收连续 7 年增长，23Q1 创下单季度历史新高

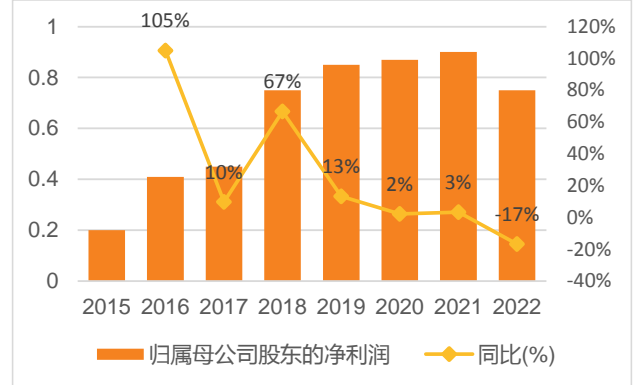
公司营业收入自披露以来，连续 7 年同比增长，23Q1 单季度营收历史新高。2016-2022 年，和远气体实现营业总收入连续 7 年同比增长，2022 年达到 13.22 亿元，2023 年一季度更是达到 4.06 亿元创下单季度历史新高。在外部环境多变的情况下，营收的持续增长体现了公司 2012 年以来“双翼战略”的成功。

图 7：公司营收及同比增速（亿元）



资料来源：和远气体公司公告，天风证券研究所

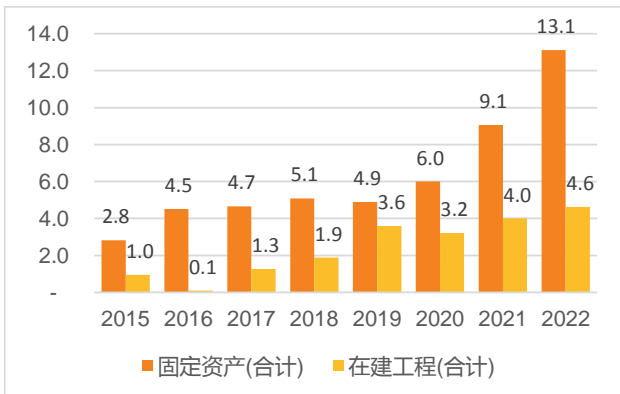
图 8：归属于母公司股东的净利润及同比增速（亿元）



资料来源：和远气体公司公告，天风证券研究所

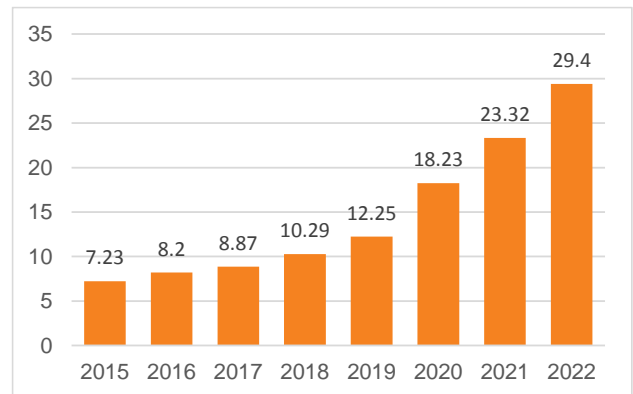
2022 年整体发展平稳，积极布局电子特气，固定资产及在建工程持续提升。2022 年期内公司营业收入较上年增长 33.25%。主要因为公司潜江项目试生产，新产品液氨销量增加，导致营业收入同比增加。2022 年期内公司归属于上市公司股东的净利润较上年同期降低 16.69%，基本每股收益较上年下降 16.07%，主要原因有：1) 公司投建潜江及宜昌两大产业园等项目，积极引进人才、加大研发投入，导致管理费用、研发费用等增加；2) 2022 年期政府补助减少，导致非经常性损益减少；3) 2022 年期潜江电子特气产业园项目处于试生产过程中，2022 年期末才达到稳定运行状态，影响产品毛利；4) 工业气体板块，因电价上涨、限电等因素导致生产成本增加，加之市场价格波动引起销售价格调整，整体毛利有所下滑。2022 年期末，公司资产总额较年初增长 26.07%，主要为公司因战略发展需要，积极布局电子特种气体项目，新增宜昌电子特气及功能性材料产业园项目、潜江电子特气及电子化学品项目等投入所致。

图 9：公司固定资产及在建工程（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司总资产（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.6. 经营规划清晰，目标 23 年营收 50%左右增长，25 年产值达 50 亿

公司经营规划清晰，23 年营收目标实现 50%左右增长，2025 年产值目标达 50 亿元。

根据和远气体公司公告显示，公司以国家“十四五”发展战略规划为背景，根据宜昌市委

市政府“六大目标、九大产业支撑”的战略布局，制定了公司未来五年（2021-2025年）的“十四五”战略目标，力争“十四五”末年产值达到50亿元，综合实力跻身国内气体行业前列。同时公司在2022年年报中披露了2023年的经营规划，提出了“一个目标、两个方面，抓好六大重点工作，全面实施十大管理提升项目”。我们认为清晰的经营规划，将有助于提升公司的管理经营效率，有助于公司长期稳定发展。

表 2：和远气体 2023 年经营规划

2023 年经营规划	具体内容
一个目标	争取在 2022 年经营业绩的基础上实现营业收入同比增长 50%左右 ①向市场拓展要收入。根据六大销售事业部业务特点，制定市场区域、主营产品销售规划，凭借公司资本优势和安全、研发、检测、物流优质服务保障，不断巩固并持续做大存量市场，奋力拓展新增业务市场，充分发挥新、老市场各自优势，共同发力，形成六大业务齐头并进的强大综合实力。
两个方面	②向成本管理控利润。持续运用绩效改善管理手段，全面推进全员落实成本控制。在现有的内部绩效改善团队基础上，聘请外部专业人员形成顾问团队；建立完整的经营指标数据体系，完成关键性成本指标分解；建立三级绩效改善会议体系，建立改善清单公示、跟踪、考核、事后评估体系，确保绩效改善落地
六大重点工作	③集中资源支持宜昌、潜江产业园及其他项目建设运行，确保项目进度及质量 ④打造人才工程，实施重点人才招聘，落实存量员工人才化 ⑤企业形象的标准建立及实施，建立具有形象化、个性化、系统性、传播性的企业形象识别标准系统 ⑥信息化建设，明确信息化方向及目标，逐步推进规范管理和提升管理效率
十大管理提升	管理不先行，不要谈发展，管理是企业做大做强的重要支撑。依照公司惯例每年会选取十大管理重点，深耕管理提升，逐步解决管理效率和水平问题。2023 年主要内容包含卓越绩效管理导入、人力资源管理体系重塑、危险化学品项目建设与试生产安全风险防控体系建立、产品质量管理体系建设、内部成本控制体系优化、研发创新管理系统建设、责任追究及廉正文化体系建设等。

资料来源：和远气体公司公告，天风证券研究所

2. 电子特气：国内超 300 亿市场，国产替代有望加速

2.1. 电子特气种类繁多，纯化、混配等是气体公司的核心竞争力

电子特种气体（Electronic Specialty Gases, ESG）是一类高纯度、高品质的气体，被广泛用于半导体制造、显示面板、半导体照明、光伏等高科技领域。电子气体包括大宗电子气体和电子特种气体，是集成电路、显示面板、半导体照明、光伏等行业生产制造过程中不可或缺的关键性材料，是集成电路制造的第二大制造材料，仅次于硅片，占晶圆制造成本的 13%。电子特种气体主要应用于光刻、刻蚀、成膜、清洗、掺杂、沉积等工艺环节，主要分为三氟化氮等清洗气体、六氟化钨等金属气相沉积气体等。

表 3：电子特气应用行业、主要用途以及对应主要气体

应用行业	主要用途	主要气体
集成电路	成膜	六氟化钨 (WF ₆)、四氟化硅 (SiF ₄)、乙炔 (C ₂ H ₂)、丙烯 (C ₃ H ₆)、氖气 (D ₂)、乙烯 (C ₂ H ₄)、硅烷 (SiH ₄)、氧氩混合气 (Ar/O ₂)、氙代氨 (ND ₃) 等
	光刻	氟氩气 (F ₂ /Kr/Ne)、氪气 (Kr/Ne) 等混合气
	刻蚀、清洗	三氟化氮 (NF ₃)、六氟乙烷 (C ₂ F ₆)、八氟丙烷 (C ₃ F ₈)、八氟环丁烷 (C ₄ F ₈)、六氟丁二烯 (C ₄ F ₆)、氟化氢 (HF)、氯化氢 (HCl)、氧氩 (O ₂ /He)、氯气 (Cl ₂)、氟气 (F ₂)、溴化氢 (HBr)、六氟化硫 (SF ₆) 等
	离子注入	砷烷 (AsH ₃)、磷烷 (PH ₃)、四氟化锗 (GeF ₄)、三氟化硼 (BF ₃) 等

其他		六氯乙硅烷 (Si ₂ Cl ₆)、六氯化钨 (WCl ₆)、四氯化钛 (TiCl ₄)、四氯化铪 (HfCl ₄)、四乙氧基硅 (Si(OC ₂ H ₅) ₄) 等
显示面板	成膜、清洗	三氟化氮 (NF ₃)、硅烷 (SiH ₄)、氨气 (NH ₃)、笑气 (N ₂ O)、氧氮混合气 (Ar/O ₂)、氯化氢氦混合气 (HCl/H ₂ /Ne) 等
半导体照明	外延	砷烷 (AsH ₃)、磷烷 (PH ₃)、三氯化硼 (BCl ₃)、氨气 (NH ₃) 等
光伏	沉积、扩散、刻蚀	三氟化氮 (NF ₃)、硅烷 (SiH ₄)、氨气 (NH ₃)、四氟化碳 (CF ₄) 等

资料来源：中船特气公司公告，天风证券研究所

特种气体的主要生产工序包括气体合成、气体纯化、气体混配、气瓶处理、气体充装、气体分析检测等步骤，其中气体的纯化、混配等是气体公司的核心竞争力。

表 4：特种气体生产工序

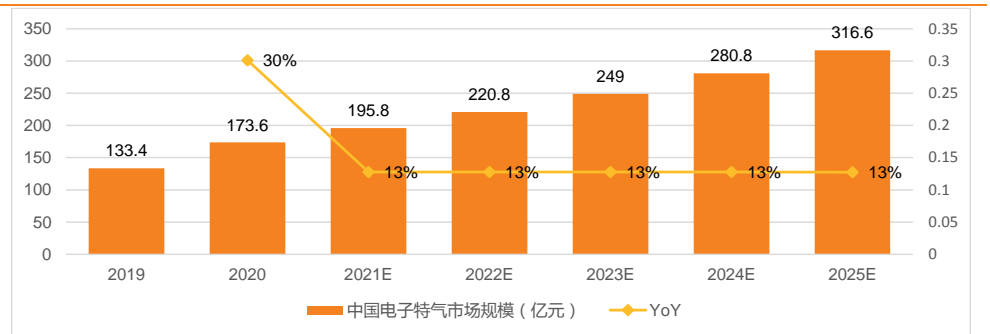
生产工序	工作内容
气体合成	将原料在特定压力、温度、催化剂等条件下，通过化学反应得到气体粗产品
气体纯化	通过精馏、吸附等方式将粗产品精制成更高纯度的产品
气体混配	将两种或两种以上有效组分气体按照特定比例混合，得到多组分均匀分布的混合气体
气瓶处理	根据载气性质及需求的不同，对气瓶内部、内壁表面及外观进行处理的过程，以保证气体存储、运输过程中产品的稳定
气体充装	通过压力差将气体充入气瓶等压力容器
气体分析检测	对气体的成分进行分析、检测的过程

资料来源：华特气体公司公告，天风证券研究所

2.2. 国内市场 25 年有望超 300 亿，国产化率仍低

半导体、面板、光伏、照明等领域需求旺盛，国内电子特气市场 2025 年有望超 300 亿。国内市场未来预计下游需求增长带动半导体行业投资加速，以及“碳中和”及“碳达峰”对光伏行业发展的推动作用，电子气体需求将持续保持高速增长。根据 SEMI 的数据，预计 2025 中国电子气体市场规模将提升到 316.60 亿元，2021 年到 2025 年复合增长率达到 12.77%。我国电子气体市场规模的增长率明显高于全球电子气体增长率，未来有较大发展空间。

图 11：中国电子气体市场规模（亿元）

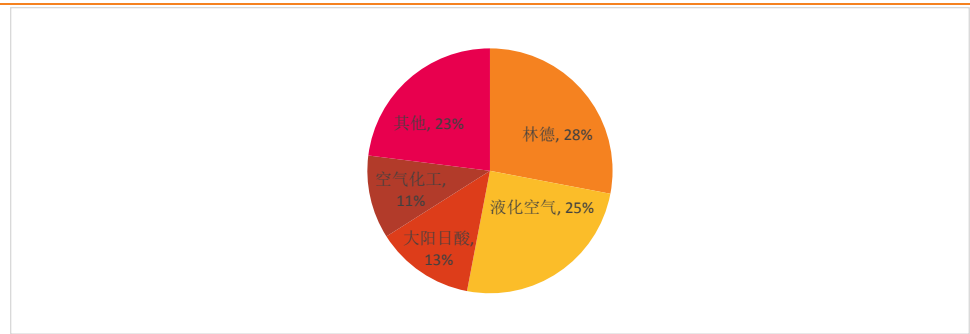


资料来源：SEMI，中船特气公司公告，天风证券研究所

电子气体市场仍以海外公司主导，国产替代空间较大。全球电子气体主要生产企业林德等前十大企业，共占据全球电子气体 90% 以上市场份额。其中，林德、液化空气、大阳日酸和空气化工 4 大国际巨头市场份额超过 70%。国际大型电子气体企业一般同时从事大宗电子气体业务和电子特种气体业务，从事大宗电子气体业务的企业需要在客户建厂同时，匹配建设气站和供气设施，借助其较强的技术服务能力和品牌影响力为客户提供整体解决方案，具有较强的市场竞争力，为后进入者设置了技术壁垒和专利壁垒。

看好国产气体公司份额提升。近年来国际形势复杂多变，为电子特气的供应链带来了不确定性，国产气体供应商受到国内行业政策的助推，加速新品研发，我们预计未来随着国内气体公司产品进一步多样化，国内市场本土企业的份额有望持续提升。

图 12：2020 年全球电子气体市场份额



资料来源：中船特气公司公告，TECHCET，天风证券研究所

表 5：电子特气国内外主要企业

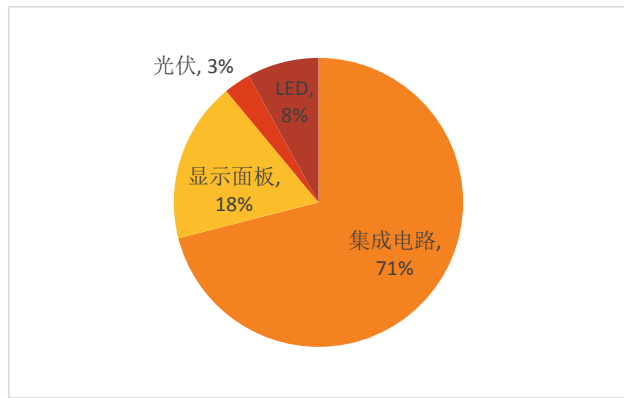
地区	企业名称	主要业务情况
国外	SK Materials	隶属于 SK 集团，是韩国三大企业集团之一，以能源化工、信息通讯半导体、营销服务为三大主力产业。SK Materials 是三氟化氮、六氟化钨主要供应商。
	关东电化	主营业务为基础化学品、精密化学品以及铁业务，特种气体主要产品有六氟化硫、四氟化碳、三氟甲烷、六氟乙烷、三氟化氮、等氟化气体，电池材料主要产品为六氟磷酸锂、硼氟化锂等。
	林德	主要产品包括氧气、氮气、氩气、稀有气体、碳氧化物、氦气、氢气等。
	液化空气	业务遍布全球，主要为冶金、化工、能源等行业供应氧气、氮气、氩气、氢气、一氧化碳等产品，为汽车、制造业、食品、医药、科技等行业提供工业气体、制气设备、安全装置等。
	大阳日酸	在亚洲、欧洲、北美等地设有 30 多家子公司，主营业务覆盖钢铁、化工、电子、汽车、建筑、造船、食品和医药等多个领域。可提供现场制备气体和储存气体相关设备业务。
	空气化工	主营业务为销售和服务空分气体、特种气体、气体设备等。主要产品为大宗气体与稀有气体。2016 年 10 月，空气化工将服务于半导体制程行业的化合物特种气体业务剥离。
	昭和电工	主营业务涉及石油、化学、无机、铝金属、电子信息等多种领域。产品包括高纯四氟甲烷、三氟甲烷、二氟甲烷、六氟乙烷、三氯化硼、氯、溴化氢、六氟化硫、氨等。
国内	南大光电	主营业务为先进前驱体材料、电子特气、光刻胶及配套材料等三大关键半导体材料的研发、生产和销售。在电子特种气体领域，产品主要包括氢类和含氟电子特气。
	昊华科技	主营业务分为高端氟材料、电子化学品（含电子特种气体）、航空化工材料、工程及技术服务四大板块。在电子特种气体领域，产品主要为三氟化氮、四氟化碳、六氟化硫等。
	华特气体	主营业务以特种气体的研发、生产及销售为主；主要产品包括高纯六氟乙烷、高纯四氟化碳、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、高纯氨、高纯一氧化氮等。
	金宏气体	主营业务特种气体、大宗气体和天然气。主要特种气体产品超纯氨、氢气、氧化亚氮、氦气、混合气、医用气体、碳氟气体等。
	和远气体	主营业务包括电子材料、液化天然气保温板材和阻燃剂，电子材料包括半导体前驱体材料/旋涂绝缘介质（SOD）、电子特种气体、半导体材料输送系统（LDS）、光刻胶和硅微粉等产品。 主营业务包括医用氧气、工业氧气、食品氮气、工业氮气、氩气、氦气、二氧化碳、乙炔、丙烷、各类混合气等多种气体。建设宜昌、潜江两大电子特气产业园，业务向电子特气及电子化学品（氟基、硅基、氯基、碳基、氨基等），硅基功能性新材料（氨基、乙烯基、环氧基、酰氧基、烷基、苯基、硫基等）以及前驱体、同位素、气凝胶等高端产业链延伸

资料来源：中船特气公司公告，和远气体公司公告，天风证券研究所

2.3. 大陆晶圆厂扩产带动电子特气需求持续提升

电子特气下游集成电路占比较大，大陆晶圆厂战略性扩产提升本土电子特气需求。根据 2023 年 4 月中船特气发布的公告，前瞻产业研究院数据显示，从全球来看，电子特种气体应用于集成电路行业的需求占市场总需求的 71%，应用于显示面板行业的需求占市场总需求的 18%；从我国来看，电子特种气体应用于集成电路行业的需求占市场总需求的 42%，应用于显示面板行业的需求占市场总需求的 37%。我国集成电路行业电子特种气体的需求相对较低，主要因为我国的集成电路产业技术水平和产业规模与世界先进国家和地区还存在一定差距，而显示面板产业经过多年持续发展，我国已成为全球最大的产业基地。未来，随着我国集成电路产业战略性扩产，本土电子特气市场有望持续提升。

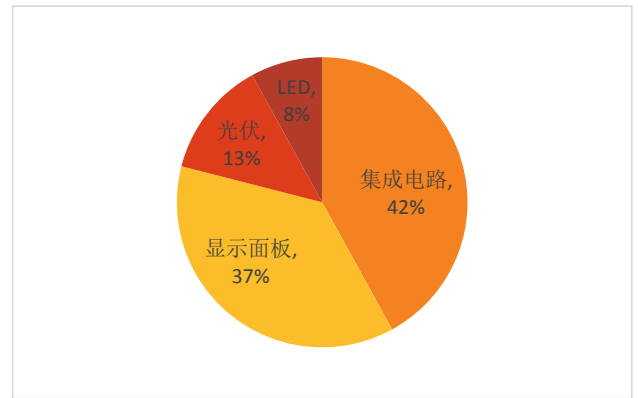
图 13：全球电子特气下游需求占比



资料来源：中船特气公司公告，前瞻产业研究院，天风证券研究所

注：相关中船特气公告 2023 年 4 月发布

图 14：中国电子特气下游需求占比

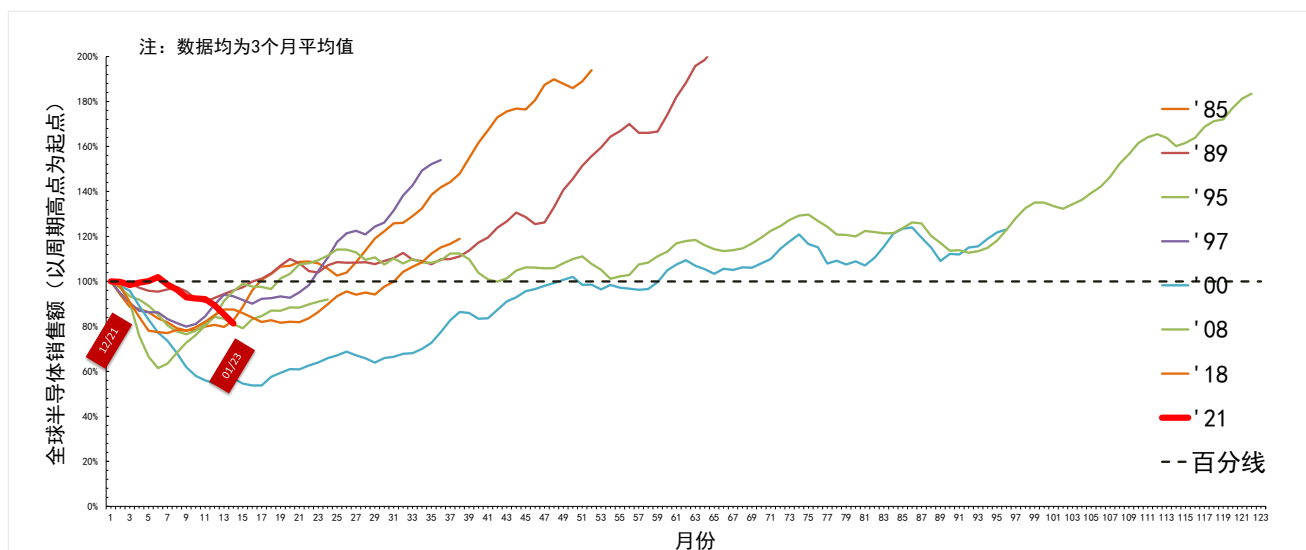


资料来源：中船特气公司公告，前瞻产业研究院，天风证券研究所

注：相关中船特气公告 2023 年 4 月发布

全球半导体周期有望开始复苏。根据 SIA 的数据，全球半导体销售额(三月平均值)自 2021 年 12 月见顶后，截至 2023 年 1 月，已下滑 13 个月，时间维度上，已经超出历史上多次半导体周期下行的时间。伴随着国内疫情政策优化，居民生活趋于正常，半导体周期有望开始复苏。

图 15：全球半导体销售额趋势



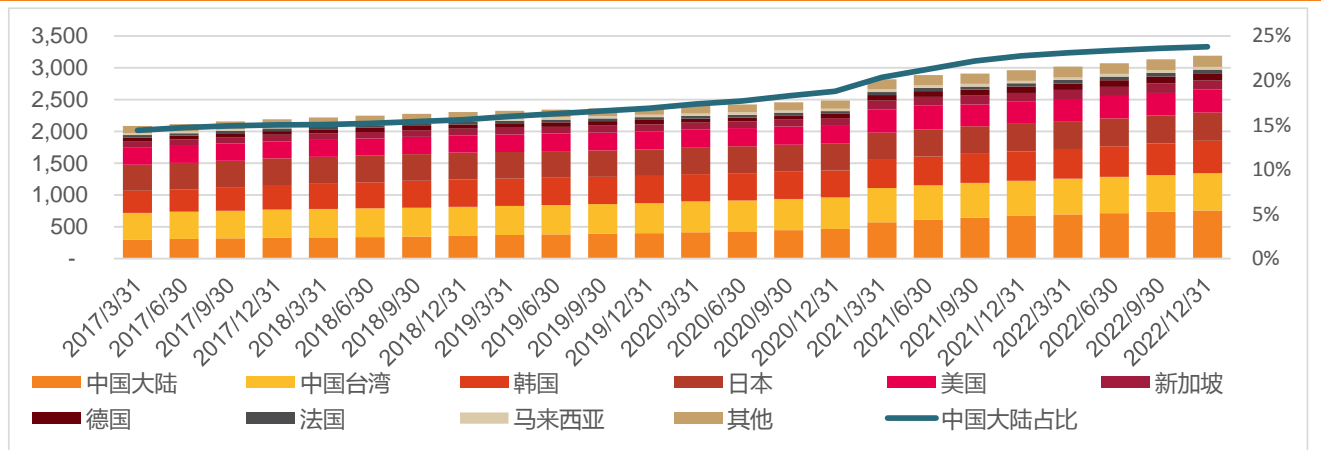
资料来源：SIA, WSTS, 天风证券研究所

晶圆厂战略性扩产是 2023 年的主线。根据 SEMI 的数据，2022 年四季度，位于中国大陆的半导体产能占到全球的 24%，该比例自 2017 年开始持续增长，我们判断未来或将持续提升。

中国大陆的战略扩产，我们认为主要由于三大原因：

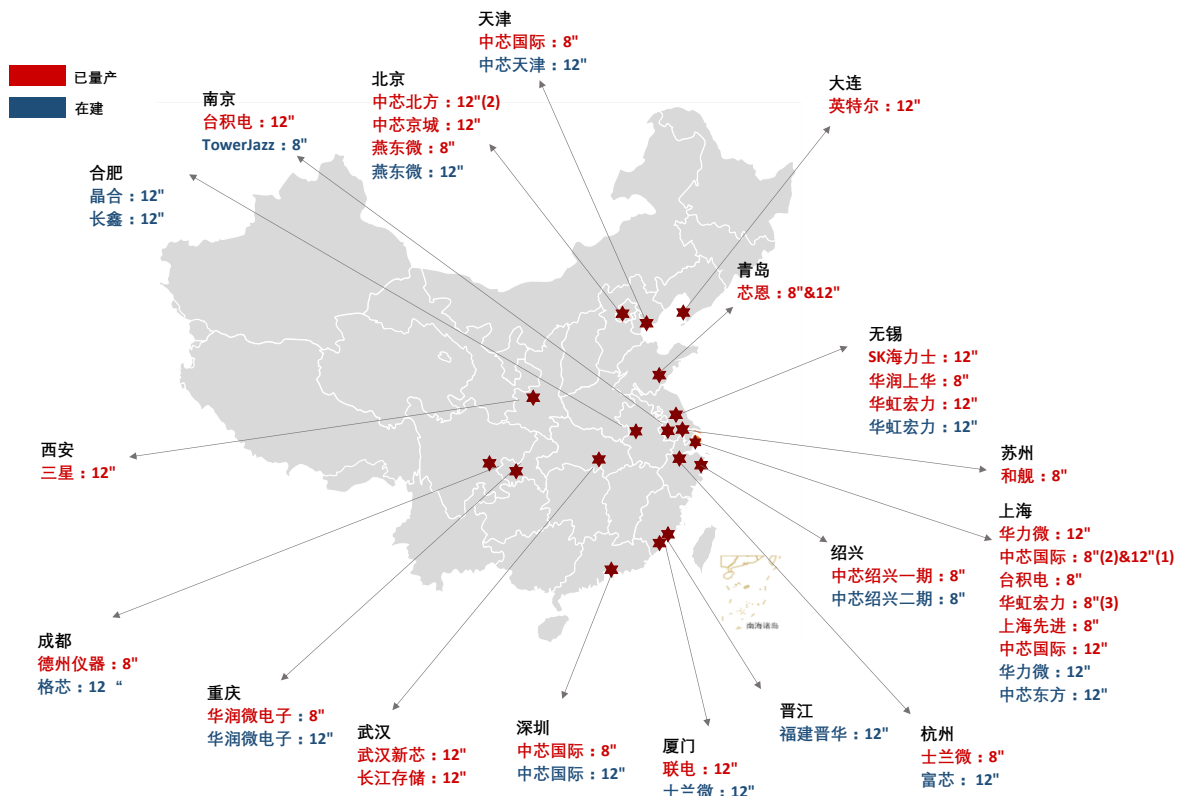
- 1) 一方面体现在供应链安全方面，在全球合作持续降低，产业链全球合作效率下降的大背景下，我国的半导体制造产能还不能完全覆盖本土需求；
- 2) 另一方面体现在产业周期方面，逆周期扩产一直是半导体重资产企业的重要决策之一，半导体工厂有扩产时间长（盖厂+设备导入需要耗费大量时间）、技术资金壁垒高扩产难度大等特点，当期的扩产决定，到最终的产能释放，往往需要一年半以上的时间，由于半导体行业的周期性，在周期下行时的扩产，会让企业在下一轮周期上行时充分受益，且能获得更大的市场份额；
- 3) 在产业链方面，半导体制造作为半导体产业链重要环节，战略性扩产给国产设备材料厂商带来了进厂迭代产品的机会，和 IC 设计企业共同开发新工艺提升产品全球竞争力。

图 16：全球半导体产能分布（单位：万片 8 吋等效/月）



资料来源：SEMI，天风证券研究所

图 17：大陆晶圆代工行业地图



资料来源：中芯国际官网，华虹半导体官网，北京经济技术开发区官网，中国电子报，电子工程专辑，华润微官网，中国半导体行业协会，中证网，华力微官网，第一财经，上海先进官网，闻泰科技官网，士兰微官网，央广网，福布斯，中国科技网，集微网，澎湃新闻，中国经营网，天风证券研究所

大陆半导体战略性扩产持续，看好全产业链国产替代，相关投资机会值得重视。根据 SEMI 的数据，2022 年四季度，位于中国大陆的半导体产能占到全球的 24%，该比例自 2017 年开始持续增长，我们判断未来或将持续提升。在新的国际环境下，为了维护我国半导体供应链安全，我们认为半导体设备材料等领域的国产替代比率有望持续提升，伴随着大陆本土晶圆代工的持续战略性扩产，我们认为设备材料公司预计会有越来越多的新产品导入新客户新产线，从而为板块内相关公司带来新的增长曲线。我们看好半导体设备材料公司 2023 年的国产替代投资机会。

2.4. 行业政策助力，国际形势复杂，电子特气国产替代有望加速

政策助推电子特气国产化。

表 6：电子特气产业政策

序号	政策名称	颁布时间	颁布单位	主要内容
1	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》	2021.12	工信部	在“113.特种气体”中列示 33 种特种气体，对纯度等指标提出明确要求
2	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	2020.08	国务院	聚焦高端芯片、集成电路装备和工艺技术、集成电路关键材料、集成电路设计工具、基础软件、工业软件、应用软件的关键核心技术研发，不断探索构建社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制。科技部、国家发展改革委、工信部等部门做好有关工作的组织实施，积极利用国家重点研发计划、国家科技重大专项等给予支持
3	《战略性新兴产业分类（2018）》	2018.11	国家统计局	在“1.2.3 高储能和关键电子材料制造”的重点产品和服务中包括了“超高纯度气体外延用原料”，在“3.3.6 专用化学品及材料制造”的重点产品和服务中包括了“电子大宗气体、电子特种气体”
4	《新材料产业发展指南》	2017.01	工信部、国家发改委、科技部、财政部	在重点任务中提出“加快高纯特种电子气体研发及产业化，解决极大规模集成电路材料制约”
5	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016）	2017.01	国家发改委	在“1.3.5 关键电子材料”中包括“超高纯度气体等外延用原料”
6	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016.12	国务院	提出优化新材料产业化及应用环境，提高新材料应用水平，推进新材料融入高端制造供应链，到 2020 年力争使若干新材料品种进入全球供应链，重大关键材料自给率达到 70%以上
7	《国家重点支持的高新技术领域目录》（2016）	2016.02	科技部、财政部、国家税务总局	在“四、新材料”之“（五）精细和专用化学品”之“2、电子化学品制备及应用技术”中明确指出包括“特种（电子）气体的制备及应用技术”

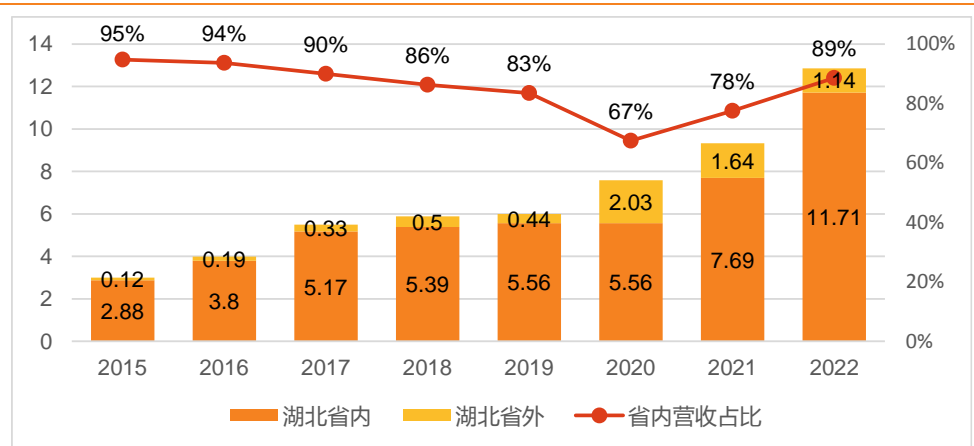
资料来源：中船特气公司公告，天风证券研究所

3. 和远气体：区位优势明显，产能就绪，电子特气业务蓄势待发

3.1. 公司区位优势明显，受益于湖北科技产业发展

公司地处湖北具有区位优势，2022 年省内营收占比 89%，有望受益于湖北省科技产业发展。公司两个电子特气产业园地处华中，毗邻长江黄金航道，高速四通八达，向东可至长三角沿线，向南可辐射珠三角经济区，向西可达成渝西部经济区，具有得天独厚的区位优势，能为这些区域的集成电路、平板显示、光伏、新能源、高端制造等产业提供快捷优质的服务。国内客户对电子特气、电子化学品、功能性新材料有强烈的国产替代需求，国内市场机会较大，国外市场前景广阔。公司省内营收占比较高，2022 年达到 89%，有望受益于湖北省科技产业发展。

图 18：和远气体湖北省内营收及占比（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

湖北省大力发展电子信息产业，力争 2024 年电子信息产业规模破万亿元。根据《湖北省突破性发展光电子信息产业三年行动方案（2022—2024 年）》，到 2024 年，湖北省以光电子信息为特色的电子信息产业规模力争突破万亿元，进一步巩固和提升在全国“独树一帜”的领先地位，为打造具有全球影响力的世界级光电子信息产业集群奠定坚实基础。

表 7：湖北省部分半导体/面板厂

公司简称	地址	简介
长江存储	武汉	专注于 3D NAND 闪存设计制造一体化的 IDM 集成电路企业，同时也提供完整的存储器解决方案。长江存储为全球合作伙伴供应 3D NAND 闪存晶圆及颗粒，嵌入式存储芯片以及消费级、企业级固态硬盘等产品和解决方案，广泛应用于移动通信、消费数码、计算机、服务器及数据中心。
京东方	武汉	京东方科技集团股份有限公司（BOE）创立于 1993 年 4 月，是一家领先的物联网创新企业，为信息交互和人类健康提供智慧端口产品和服务，形成了以半导体显示为核心，物联网创新、传感器及解决方案、MLED、智慧医工融合发展的“1+4+N+生态链”业务架构。BOE（京东方）在北京、合肥、成都、重庆、福州、绵阳、武汉、昆明、苏州、鄂尔多斯、固安等地拥有多个制造基地
武汉新芯	武汉	于 2006 年在武汉成立，可提供 40nm 及以上工艺制程的 12 英寸 NOR Flash、CIS 和 Logic 晶圆代工与技术服务。公司致力于成为值得信赖的半导体特色工艺引领者，为全球客户提供高品质的创新产品及专业的技术服务。
华星光电	武汉	成立于 2009 年，是一家专注于半导体显示领域的创新型科技企业。作为全球半导体显示龙头之一，TCL 华星以深圳、武汉、惠州、苏州、广州、印度为基地，拥有 9 条面板生产线、5 大模组基地，投资金额超 2600 亿元。

资料来源：长江存储官网、京东方官网、武汉新芯官网、华星光电官网，天风证券研究所

3.2. 电子特气项目进展顺利，看好电子特气业务未来发展

两大电子特气产业园进展顺利，将在 2023 年逐步分批建成投产。根据和远气体公司公告，公司正在加快建设宜昌电子特气及功能性材料产业园项目和潜江电子特气产业园项目，并将在 2023 年逐步分批建成投产。建成后产品广泛应用于集成电路、液晶面板、LED、太阳能电池、光伏、光纤、玻纤、树脂、硅胶、改性涂料、重防腐等行业，作为清洗剂、腐蚀剂、保护剂、催化剂或原材料使用。

表 8：和远气体两大电子特气产业园概况

地址	项目概要	投资规划
宜昌	位于湖北省宜昌市，占地面积 880 亩，一期主要产品包含电子级三氟化氮、六氟化钨、六氟丁二烯、三氯氢硅、二氯二氢硅、四氯化硅、正硅酸乙酯、硅烷、乙硅烷等电子特气，以及氨基、乙烯基、环氧基、酰氧基、烷基、苯基、硫基等系列硅基功能性新材料	宜昌电子特气及功能性材料产业园项目总投资约 50 亿元，其中固定资产投资 30 亿元，建设氟硅电子特气及功能性材料项目。该项目采取统一规划、分期建设的方式，分两期建设，一期项目投资 20 亿元，建设周期 24 个月，二期项目投资 30 亿元，建设周期 24 个月。一期项目建成达产后，可年产电子特气及功能性材料等产品 24.135 万吨。
潜江	位于湖北省潜江市，占地面积 400 亩，一期主要产品包含电子级超纯氨、电子级氨水、电子级氯化氢、电子级盐酸、电子级氯气、电子级超纯氢、电子级甲烷、电子级一氧化碳、高纯羰基硫等电子特气及电子化学品	公司全资子公司潜江特气新增电子特气及电子化学品项目，主要产品为电子特气、电子级化学品，广泛应用于半导体、集成电路、微电子、太阳能电池、光纤等电子工业生产；新增投资总额为 37,000 万元。本项目主要采用合成、分离、提纯等技术，一方面将合成氨生产的变压吸附提氢的解析气进行分离、提纯，对其中的一氧化碳、二氧化碳、甲烷、氢气等组分加以利用，制取高纯一氧化碳、高纯二氧化碳、高纯甲烷等电子级化学品；另一方面，利用现有氨-碳-氢-氯-硅-硫等资源，建设高纯羰基硫、高纯氯气、高纯氯化氢、高纯盐酸、高纯氨水等电子级化学品生产装置，以及食品级二氧化碳生产装置。2021 年，围绕湖北省氢能产业发展规划及发展战略，公司在潜江化工园建设了年产能达 3.2 亿立方米的氢气项目，该项目于 2022 年正式投产，是目前国内在规模、建设标准、品质方面均具有领先优势的超纯氢气、高纯氢气和燃料电池用氢气生产基地

资料来源：和远气体公司公告，公司官网，天风证券研究所

图 19：和远气体部分合作伙伴



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测：

核心假设：

普通气体：大宗气体是公司创立时的核心产品，是公司成长、壮大的根本支撑，是公司打造和保持气体行业核心竞争力的根本所在。主要包括医用氧气、工业氧气、食品氮气、工业氮气、氩气、氦气、二氧化碳、乙炔、丙烷、各类混合气等多种气体。我们假设公司在氧氮氩等普通气体领域，依托固有的区位优势，份额保持稳定，根据和远气体公司公告，公司在瓶装气市场在湖北省占有 70% 的市场份额，是湖北省的瓶装气龙头，随着经济复苏，公司将受益于湖北省的工业客户需求增长，我们预计公司普通气体有望未来三年稳定增长，预计 23-25 年营收增速达到 20%/20%/20%。考虑到公司的规模经济带来的价格优势，毛利率预计稳定在 35%。

工业化学品及新型材料：公司生产的工业级化学品主要包含工业级液氨、氨水、氯化氢、盐酸、正硅酸乙酯等，可用于钢铁、化工、医药等，2021 年底，公司潜江电子特气产业园的液氨和高纯氨主体项目建成并开始试生产，现已投产液氨等部分产品。我们预计潜江电子特气产业园的投产将为公司带来新的营收贡献，预计工业化学品及新型材料业务 23-25 年营收增速达到 60%/40%/30%，预计毛利率稳定在 11%-12%。

特种气体：公司宜昌和潜江电子特气产业园预计在 2023 年上半年陆续建成投产，考虑到下游市场空间大，国产替代需求迫切，我们预计新产能的投放将为公司带来显著的增长。预计特种气体 23-25 年营收增速达到 450%/180%/100%，毛利率参考华特气体、凯美特气、金宏气体、中船特气，预计维持在 30% 左右。

表 9：盈利预测

亿元人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	9.92	13.22	20.85	33.19	50.33
普通气体	6.64	6.45	7.74	9.29	11.15
工业化学品及新型材料	0.36	4.64	7.42	10.39	13.51
清洁煤气	1.71	0.98	0.98	0.98	0.98
特种气体	0.62	0.79	4.35	12.17	24.33
其他业务	0.59	0.36	0.36	0.36	0.36
收入同比增速	20%	33%	58%	59%	52%
普通气体	35%	-3%	20%	20%	20%
工业化学品及新型材料		1189%	60%	40%	30%
清洁煤气	-23%	-43%	0%	0%	0%
特种气体	-23%	27%	450%	180%	100%
其他业务	41%	-39%	0%	0%	0%
毛利率	29%	22%	25%	24%	25%
普通气体	39%	39%	35%	35%	35%
工业化学品及新型材料		12%	12%	12%	11%
清洁煤气	3%		3%	3%	3%
特种气体			30%	25%	28%

资料来源：Wind，和远气体公司公告，天风证券研究所

5. 估值：

我们预计公司 2023/24/25 年营收达到 20.85/33.19/50.33 亿元，归母净利润达到 1.90/2.84/4.75 亿元。考虑到公司转型电子特气业务且电子特气成为公司未来三年主要增长点，选取中船特气/华特气体/凯美特气/金宏气体/侨源股份作为对标公司，截至 5 月 5 日收盘价，根据 Wind 一致预期，对标公司现价对应 2023 年 PE 平均倍数为 40.60 倍，考虑到和远气体未来三年业绩增速高于可比公司，选取 40 倍作为和远气体 2023 年 PE，目标市值 76 亿，对应目标价 47.45 元，相比于 5 月 5 日收盘价 24.55 元有 93%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图 20：可比公司对标与估值（单位：亿元）数据截至 2023 年 5 月 5 日

证券简称	市值	2023年归母净利润	2023年PE	2022-2025年归母净利润CAGR	PEG
中船特气	233	4.52	51.52	21.5%	2.39
华特气体	97	2.66	36.39	29.8%	1.22
凯美特气	76	2.43	31.24	35.9%	0.87
金宏气体	134	3.18	42.22	28.0%	1.51
侨源股份	116	2.79	41.64	78.7%	0.53
		平均	40.60		
证券简称	目标市值	2023年归母净利润	目标2023年PE	2022-2025年归母净利润CAGR	对应PEG
和远气体	76	1.90	40.00	84.9%	0.47
总股本	1.60	亿股			
目标价	47.45	元			
现价	24.55	元			
目标涨幅	93%				

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：中船特气/华特气体/金宏气体/侨源股份的 2022-2025 年归母净利润 CAGR 为 Wind 一致预测

6. 风险提示：

1. 安全生产风险

公司生产或销售的工业气体产品主要包括氧（医用氧）、氮、氩、氢气、氦气、液化天然气、二氧化碳、乙炔、氨、丙烷等，这些气体在生产、储存、运输、装卸等环节均存在一定的危险性，如果未来发生安全生产事故，将对公司造成不利影响。

2. 市场竞争加剧

公司所处的工业气体行业属于竞争性行业，近年来市场需求持续增长，国外行业巨头逐步加强在国内市场的拓展力度，同时国内气体企业也日益发展壮大，行业内的竞争渐趋激烈。如果未来市场竞争加剧，将对公司盈利水平造成不利影响。

3. 新产品研发、客户认证及市场推广风险

集成电路、显示面板等企业对于电子特种气体的产品质量和供货能力十分重视，为确保产品质量和供应的稳定性，通常采用认证采购的模式。产品通过下游客户验证，是电子特种气体打开销售渠道的前提和保证。即使新产品成功研发并实现批量生产，公司在新产品的推广过程中还需较长的审核认证周期。若公司在新产品的研发、客户认证及推广等方面不如预期，将对公司未来的收入增长造成不利影响。

4. 固定资产投资风险

公司所处的行业属于资本密集型行业，固定资产投资较多，公司新建的潜江和宜昌两大电子特气产业园将于 2023 年分批建成投产，未来公司将持续扩大生产规模、新增固定资产投资，但由于产能爬升需要经历一定时间，若公司销售增长不及预期，大额固定资产投资新增的折旧费用可能对公司营业利润产生不利影响。

5. 宏观经济波动和下游行业周期波动的风险

集成电路、显示面板等产业的未来发展趋势与国家宏观经济环境、经济发展速度、产业政策等密切相关，如果宏观经济环境出现波动、增速明显放缓以及近期境外集成电路相关政策或法案的发布可能造成下游行业周期波动不确定性加大，影响公司下游行业的景气程度，进而对公司经营业绩造成不利影响。

6. 预测假设具有一定主观性

电子特气行业随着参与者增加，未来市场变化难以完全预知，公司新产品开发、客户验证有待进一步跟踪验证，文中测算具有一定主观性，仅供参考。

7. 公司市值较小，股价波动或较大。

截至 2023 年 5 月 4 日收盘，公司市值仅 40 亿，市值较小，股价波动或较大。

8. 宏观政策风险

公司所处行业受宏观政策影响较大，如果宏观政策发生不利变化，或对公司产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	316.83	234.39	104.25	165.94	251.65	营业收入	991.79	1,321.61	2,084.90	3,318.76	5,032.93
应收票据及应收账款	365.15	279.94	646.68	828.33	1,408.53	营业成本	706.99	1,029.45	1,566.42	2,536.67	3,784.77
预付账款	38.01	67.22	92.90	166.39	220.48	营业税金及附加	5.47	5.76	9.08	14.46	21.93
存货	30.14	36.84	65.08	99.97	146.29	销售费用	69.95	58.99	87.57	132.75	196.28
其他	98.23	108.79	121.40	146.44	173.71	管理费用	66.59	75.23	110.50	179.21	301.98
流动资产合计	848.37	727.18	1,030.30	1,407.07	2,200.65	研发费用	21.60	24.06	41.70	66.38	100.66
长期股权投资	0.00	40.12	40.12	40.12	40.12	财务费用	37.55	37.81	44.31	51.57	63.54
固定资产	906.18	1,310.52	1,574.13	1,774.50	1,933.24	资产/信用减值损失	(2.00)	(6.20)	0.00	0.00	0.00
在建工程	400.39	462.17	381.08	340.54	320.27	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	41.92	85.34	83.11	80.88	78.66	投资净收益	0.04	0.22	0.00	0.00	0.00
其他	135.00	314.46	299.86	285.27	270.67	其他	(9.93)	3.57	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	1,483.49	2,212.60	2,378.30	2,521.31	2,642.96	营业利润	95.54	92.71	225.32	337.72	563.78
资产总计	2,331.86	2,939.78	3,408.61	3,928.38	4,843.61	营业外收入	8.08	1.53	0.00	0.00	0.00
短期借款	564.00	636.58	763.90	844.96	1,182.33	营业外支出	3.63	5.01	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	120.27	136.30	254.10	378.11	565.16	利润总额	99.99	89.24	225.32	337.72	563.78
其他	275.48	243.66	270.74	294.17	319.42	所得税	9.77	14.07	35.53	53.25	88.89
流动负债合计	959.75	1,016.54	1,288.73	1,517.23	2,066.91	净利润	90.23	75.17	189.80	284.47	474.89
长期借款	13.80	111.08	131.89	139.15	172.05	少数股东损益	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	90.23	75.17	189.80	284.47	474.89
其他	208.24	591.09	591.09	591.09	591.09	每股收益(元)	0.56	0.47	1.19	1.78	2.97
非流动负债合计	222.04	702.18	722.99	730.24	763.14						
负债合计	1,188.10	1,732.91	2,011.72	2,247.48	2,830.06	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	3.00	3.00	3.00	3.00	成长能力					
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00	营业收入	20.34%	33.25%	57.75%	59.18%	51.65%
资本公积	489.66	489.66	489.66	489.66	489.66	营业利润	-0.90%	-2.96%	143.03%	49.88%	66.94%
留存收益	491.25	550.42	740.21	1,024.69	1,357.11	归属于母公司净利润	3.60%	-16.69%	152.50%	49.88%	66.94%
其他	2.85	3.79	4.02	3.55	3.79	获利能力					
股东权益合计	1,143.76	1,206.87	1,396.89	1,680.90	2,013.56	毛利率	28.72%	22.11%	24.87%	23.57%	24.80%
负债和股东权益总计	2,331.86	2,939.78	3,408.61	3,928.38	4,843.61	净利率	9.10%	5.69%	9.10%	8.57%	9.44%
						ROE	7.89%	6.24%	13.62%	16.95%	23.62%
						ROIC	11.12%	7.98%	14.68%	16.15%	22.44%
						偿债能力					
						资产负债率	50.95%	58.95%	59.02%	57.21%	58.43%
						净负债率	32.68%	53.40%	66.06%	56.48%	61.28%
						流动比率	0.88	0.71	0.80	0.93	1.06
						速动比率	0.85	0.67	0.75	0.86	0.99
						营运能力					
						应收账款周转率	3.20	4.10	4.50	4.50	4.50
						存货周转率	34.19	39.46	40.91	40.21	40.87
						总资产周转率	0.48	0.50	0.66	0.90	1.15
						每股指标(元)					
						每股收益	0.56	0.47	1.19	1.78	2.97
						每股经营现金流	0.32	0.27	0.41	2.03	1.38
						每股净资产	7.15	7.52	8.71	10.49	12.57
						估值比率					
						市盈率	43.53	52.26	20.70	13.81	8.27
						市净率	3.43	3.26	2.82	2.34	1.95
						EV/EBITDA	20.01	13.63	11.72	8.66	6.20
						EV/EBIT	28.00	20.49	16.93	11.83	7.82

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	90.23	75.17	189.80	284.47	474.89
折旧摊销	61.67	91.16	119.70	142.40	163.75
财务费用	34.19	40.93	44.31	51.57	63.54
投资损失	(0.04)	(0.22)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	102.92	(19.95)	(287.99)	(153.03)	(480.98)
其它	(237.43)	(144.61)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	51.53	42.48	65.81	325.42	221.20
资本支出	275.04	246.31	300.00	300.00	300.00
长期投资	0.00	40.12	0.00	0.00	0.00
其他	(625.00)	(914.12)	(600.00)	(600.00)	(600.00)
投资活动现金流	(349.96)	(627.69)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
债权融资	187.01	150.41	103.82	36.74	306.74
股权融资	(18.55)	0.94	0.23	(0.46)	(142.23)
其他	75.80	341.65	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	244.26	493.00	104.05	36.27	164.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(54.17)	(92.21)	(130.14)	61.69	85.71

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com