

# 凯美特气 (002549)

2022年10月31日

证券分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

## 食品级二氧化碳龙头，电子特气发展势头强劲驱动公司新一轮成长期

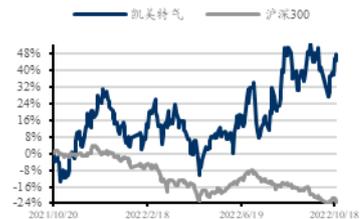
买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	668	883	1,253	1,640
同比（%）	29%	32%	42%	31%
归母净利润（百万元）	139	228	364	507
同比（%）	92%	64%	60%	39%
每股收益（元/股）	0.22	0.37	0.58	0.81
P/E（倍）	91.98	56.01	35.07	25.17

### 投资要点

- 半导体扩产需求助推特气行业腾飞，国产替代浪潮涌起。** 1) 半导体扩产热潮叠加国产趋势推动特气高增。我国为全球晶圆扩产中心，2022年1-5月中国大陆半导体销售额同增17%，下游需求旺盛助力特气行业腾飞，2030年我国特种/电子特气市场规模有望达1941/1436亿元。2) 地缘冲突激化稀有气体价格暴涨，2022年6月1日氖气、氦气、氙气价格相比年初分别上涨953%、122%、97%，地缘冲突加速气体国产变革。
- 二氧化碳需求量稳定增长，2030年市场规模有望达到150亿元。** 1) 二氧化碳价格差异化显著，主要受用途、地区及季节因素影响，食品级、南方区域、夏季二氧化碳售价显著上升。2) 我国二氧化碳需求量稳定上升，食品级二氧化碳受碳酸饮料热潮带动。2020年我国二氧化碳需求量达790万吨，2030年二氧化碳市场规模有望达到150亿元，市场前景广阔。碳酸饮料景气度攀升，带动食品级二氧化碳需求稳步增长。2030年食品级二氧化碳市场规模有望达到57亿元。
- 公司为我国液体二氧化碳龙头企业，具备渠道客源产能多重优势。** 1) 尾气回收工艺绑定大型央企渠道优势显著，原料气来自上游特大型石化厂尾气回收，兼具气源稳定和成本优势；2) 高质量产品获食品饮料及工业客户广泛认可，公司为可口可乐和百事可乐的中国策略供应商，覆盖食品饮料及工业界知名客户客源优质稳定；3) 产能持续扩张深度布局南方市场，现有年产能56万吨二氧化碳，揭阳新建二氧化碳回收装置，一期建成规模30万吨/年，深度布局南方区域。
- 特气业务增速迅猛，多重保障驱动公司新一轮成长期。** 1) 持续充盈特气品类，岳阳电子特气项目包括高纯二氧化碳、氦氖氩氙稀有气体、激光混配气等，宜昌项目包含高纯氯化氢、氟化氢、溴化氢等。2) 提升原料自给保障，巴陵90,000Nm<sup>3</sup>稀有气体提取装置计划2023Q2投产，逐步实现稀有气体原料自给。3) 客户认证加速推进&订单放量：多项电子特气产品已获法液空、COHERENT认证。2022年M1-9，公司累计电子特气订单总销售额达2.57亿元，约为2021年全年订单金额的13倍，增速迅猛驱动公司新一轮成长期。
- 盈利预测与投资评级：**食品级二氧化碳公司龙头，电子特气成长势头强劲成公司新增长极。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.28/3.64/5.07亿元，同增64%/60%/39%，EPS分别为0.37/0.58/0.81元，对应56/35/25倍PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期、项目研发不及预期、市场价格波动风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	20.47
一年最低/最高价	11.58/22.88
市净率(倍)	11.20
流通 A 股市值(百万元)	12,713.94

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	1.83
资产负债率(% ,LF)	38.49
总股本(百万股)	623.70
流通 A 股(百万股)	621.10

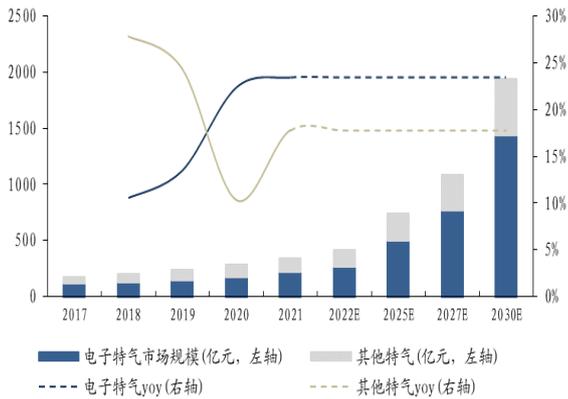
### 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢袁理和朱自老的指导。

## 1. 国产化叠加下游扩产，2030 年特种气体市场规模达 1941 亿元

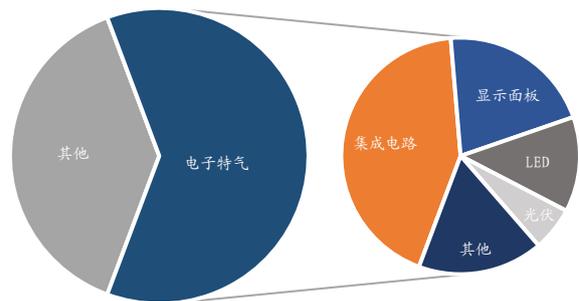
电子特气占特种气体市场 63%，半导体需求成为行业扩容关键。在“十四五”自主可控政策指引以及晶圆产能东移下游扩产需求带动背景下，假设 2022-2030 年特种气体增速按 21.28%，电子特气增速按 23.43% 进行测算，2022/2025/2030 年我国特种气体市场规模可达 415/740/1941 亿元，其中电子特气市场规模为 267/501/1436 亿元。

图1：全球户储新增装机高速增长



数据来源：BNEF，东吴证券（香港）

图2：分国家户储装机量：美国&德国遥遥领先



数据来源：BNEF，东吴证券（香港）

## 2. 二氧化碳：需求持续向好，2030 年市场空间有望达 150 亿元

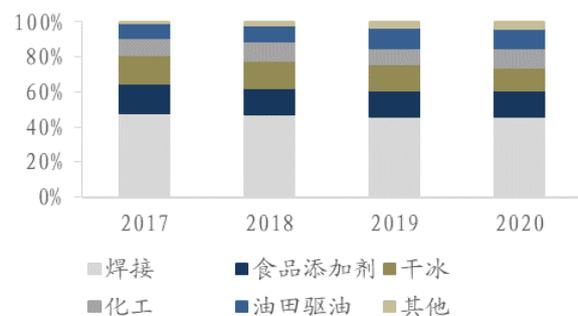
2030 年二氧化碳市场规模有望达 150 亿元。二氧化碳下游场景中，应用于焊接的占比达到 46%，其次为食品添加剂、干冰，分别占 15%及 13%。据经纬万方，2020 年我国二氧化碳表观消费量达到 790.21 万吨，2016-2020 年复合增长率 11.47%。据百川盈孚，2020 年我国二氧化碳年均市场价格达 434 元/吨，2016-2020 年复合增长率为 4.66%。假设未来我国二氧化碳需求量及价格将会持续保持此增长率，经测算，我们预计 2025/2030 年我国二氧化碳市场规模有望达 69/150 亿元。

图3：我国二氧化碳市场规模（亿元）



数据来源：百川盈孚，经纬万方，东吴证券（香港）

图4：二氧化碳下游需求结构



数据来源：卓创资讯，东吴证券（香港）

### 3. 特气业务增速迅猛，多重保障驱动公司新一轮成长期

特气业务增长迅猛，产业链向前延伸未雨绸缪。郴州宜章特气项目总投资 7.52 亿元，初步建设 15 套电子特气和混配气体生产加工及辅助装置。2018 年公司正式确立岳阳电子特气项目，同年公司布局巴陵中石化 9 万空分项目，并有望于 2023 年上半年投产，逐步实现氦气、氖气、氩气等稀有气体原料的自给。2022 年 7 月 28 日公司披露将投入总投资额 2.95 亿元打造岳阳己内酰胺产业链项目，生产氦氩混合气、氦气、氖气等电子特气产品。

### 4. 盈利预测与投资评级

分业务看：

1) 传统液体二氧化碳业务：公司现有 56 万吨/年液体二氧化碳产能，新建 30 万吨/年揭阳扩产项目，伴随新项目产能释放业绩有望增厚。公司绑定上游大型央企并利用尾气回收工艺，具备货源渠道及成本优势。高质量产品获食品及工业客户广泛认可，为可口可乐、百事可乐的中国策略供应商。预计 2022-2024 年二氧化碳营业收入增速分别为 8%、28%、25%。2022-2024 年二氧化碳毛利率保持在 50% 左右。

2) 电子特气：作为公司近年新布局的核心业务，其中包含高纯氦气、氖气、氩气等产品。2021 年电子特气销售合约共计 1938 万元，营收贡献 1838 万元，占总营收比 2.75%。2022M1-9 已实现特种稀有气体订单总销售额 2.57 亿元，约为 2021 年全年订单金额的 13 倍。作为高技术壁垒、高附加值产品，该业务毛利率可观。伴随各产品产能逐步释放，以及俄乌冲突下带来的各稀有气体价格暴涨。预计 22-24 年电子特气营收增速为 999%、104%、59%；毛利率约为 75% 左右。

公司是食品级二氧化碳公司龙头，布局电子特气成长势头强劲。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.28/3.64/5.07 亿元，同增 64%/60%/39%，EPS 分别为 0.37/0.58/0.81 元，对应 56/35/25 倍 PE。我国大宗气体市场主要参与企业包括凯美特气、金宏气体、和远气体等。特种气体生产企业包括凯美特气、金宏气体、华特气体、正帆科技。我们认为公司传统业务液体二氧化碳市场空间充足，公司积极布局电子特气新项目，以技术研发为核心在特气国产浪潮下迎高增。公司产能&技术优势突出巩固龙头地位，产能投放在即将实现快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

凯美特气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>734</b>	<b>947</b>	<b>1,279</b>	<b>1,838</b>	<b>营业收入</b>	<b>668</b>	<b>883</b>	<b>1,253</b>	<b>1,640</b>
现金	601	772	1,040	1,551	减:营业成本	387	470	632	800
应收账款	80	108	157	191	营业税金及附加	8	10	15	19
存货	30	39	53	64	销售费用	29	39	55	72
其他流动资产	23	28	29	32	管理费用	83	101	144	189
<b>非流动资产</b>	<b>939</b>	<b>938</b>	<b>969</b>	<b>944</b>	研发费用	43	56	80	105
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	12	12	9	5
固定资产	769	751	771	735	资产减值损失	0	-1	-1	-1
在建工程	15	25	35	45	加:投资净收益	4	6	9	11
无形资产	89	96	96	97	其他收益	28	40	56	74
其他非流动资产	66	66	67	67	资产处置收益	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,673</b>	<b>1,885</b>	<b>2,248</b>	<b>2,782</b>	<b>营业利润</b>	<b>136</b>	<b>241</b>	<b>384</b>	<b>536</b>
<b>流动负债</b>	<b>461</b>	<b>507</b>	<b>536</b>	<b>592</b>	加:营业外净收支	0	0	0	0
短期借款	374	374	374	374	<b>利润总额</b>	<b>137</b>	<b>241</b>	<b>385</b>	<b>536</b>
应付账款	47	81	91	127	减:所得税费用	-2	12	19	27
其他流动负债	40	52	71	91	少数股东损益	0	1	1	2
<b>非流动负债</b>	<b>123</b>	<b>93</b>	<b>63</b>	<b>33</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>139</b>	<b>228</b>	<b>364</b>	<b>507</b>
长期借款	93	63	33	3	NOPLAT	144	245	384	528
其他非流动负债	30	30	30	30	EBITDA	251	362	514	665
<b>负债合计</b>	<b>584</b>	<b>600</b>	<b>598</b>	<b>625</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	1	2	3	5	每股收益(元)	0.22	0.37	0.58	0.81
归属母公司股东权益	1,087	1,283	1,646	2,152	每股净资产(元)	1.74	2.06	2.64	3.45
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,673</b>	<b>1,885</b>	<b>2,248</b>	<b>2,782</b>	发行在外股份(百万股)	624	624	624	624
					ROIC(%)	9.54	14.17	19.29	21.84
					ROE(%)	12.77	17.77	22.12	23.57
					毛利率(%)	41.95	46.71	49.6	51.19
					销售净利率(%)	20.8	25.83	29.05	30.93
					资产负债率(%)	34.92	31.82	26.62	22.46
					收入增长率(%)	28.68	32.21	42.02	30.84
					净利润增长率(%)	92.34	64.2	59.72	39.32
					P/E	91.98	56.01	35.07	25.17
					P/B	11.74	9.95	7.76	5.93
					EV/EBITDA	0.22	0.37	0.58	0.81

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 评级标准：

#### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

