

# 氧氮氩等零售气综合价格同比上涨 23%，持续推荐工业气体板块

## ——工业气体行业周报（2023年7月第3周）

### 投资要点

#### □ 7月第三周零售气价同比上涨 23%，空分气体价格持续复苏

##### 1) 液氧价格同比增长扩大，液氮价格同比跌幅扩大，液氩价格同比大幅增长。

本周零售气体价格同比上涨 23%，环比持平。受益于电力紧张导致的钢厂液氧供给减少，液态氧气单价为 590 元/吨，环比上涨 1%，同比上涨 22%；下游制造、化工等行业需求疲软，液态氮气单价为 564 元/吨，环比上涨 2%，同比下跌 9%；受益光伏高景气，液态氩气单价为 1059 元/吨，环比下跌 1%，同比上涨 69%。

2) 氦气、氙气、氪气价格均创 2022 年以来新低。氦气持续下跌，氙气、氪气较上周价格平稳。2023 年 7 月 20 日，氦气出厂价/市场价分别为 650 元/立方和 850 元/立方，氙气出厂价/市场价分别为 5.55 万元/立方和 5.9 万元/立方，氪气出厂价/市场价分别为 290/370 元/立方。

#### □ 行业动态

1) 盈德气体：首个东南亚液体空分项目落地马来西亚产业园

2) 液化空气集团：为全球首艘氢动力内河船供氢

3) 天津石化推动“蓝氢”项目建设

#### □ 持续看好工业气体行业投资机会，海外可比公司近万亿元人民币市值

1) 中国工业气体行业近 2000 亿元市场，过去 5 年复合增速 11%，有望诞生大市值公司。

2) 海外可比公司林德、法液空、空气化工产品对应的市值折合人民币达数千亿乃至上万亿市值，对应 2023 年的平均 PE 约为 33 倍。

3) 国产替代提速，龙头份额提升。2019 年，在已经投入运营的第三方现场制气项目中，外资企业（林德气体、法液空、空气化工、太阳日酸）的市场份额合计达 70%。在 2021 年第三方现场制气项目新增订单中，外资企业的份额降低至 25%，而内资企业占比提升至 75%。杭氧股份第三方市场中运营项目及新增订单各自的市场份额分别为 9% 及 45%。

4) 国内电子特气市场以外资为主导，2018 年外资企业在国内电子特气占据 85% 市场份额，国产替代趋势明显、潜力巨大。看好电子特气子板块，未来 3-5 年业绩有望持续快速增长。

#### □ 投资建议：

重点推荐中国工业气体龙头**杭氧股份**、民营气体领军企业**侨源股份**、特种气体先行者**华特气体**、电子特气新星**凯美特气**、民族工业气体领军企业**陕鼓动力**，持续看好**中船特气**、**金宏气体**、**雅克科技**、**昊华科技**等工业气体/电子特气公司。

➢ **杭氧股份**：工业气体龙头，国产替代、产品升级、治理改善、资产整合

➢ **侨源股份**：民营气体领军企业，受益光伏锂电等新能源产业崛起

➢ **华特气体**：电子特气先行者；拓品类、切合成，盈利能力提升

➢ **凯美特气**：电子特气新星，光刻气体取得 ASML 认证

➢ **陕鼓动力**：民族工业气体领军企业，压缩空气储能打造新增长引擎

#### □ 风险提示：

1) 下游需求不及预期；2) 行业竞争加剧风险；3) 零售气价大幅波动风险。

### 行业评级：看好(维持)

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：张杨

执业证书号：S1230522050001

zhangyang01@stocke.com.cn

### 相关报告

1 《以林德气体为鉴，工业气体行业成长空间广阔》 2023.07.13

2 《锂电设备：看好下半年海外订单落地，板块估值修复空间较大》 2023.06.16

3 《液态气价持续复苏，持续推荐工业气体板块》 2023.06.09

## 正文目录

<b>1 重要工业气体数据跟踪</b>	<b>4</b>
1.1 7月第三周零售气价同比上涨 23%，氧气、氩气价格回升	4
1.2 金属冶炼需求有望见底，2023 年光伏需求景气度向上	6
<b>2 行业动态</b>	<b>9</b>
<b>3 股价表现及板块估值表</b>	<b>11</b>
3.1 本周股价表现	11
3.2 估值表：海外成熟气体公司 2023 年 PE 估值 33 倍	12
<b>4 投资建议</b>	<b>12</b>
4.1 杭氧股份：工业气体龙头，国产替代、产品升级、治理改善、资产整合	13
4.2 侨源股份：民营气体领军企业，受益光伏锂电等新能源产业崛起	13
4.3 华特气体：电子特气先行者；拓品类、切合成，盈利能力提升	14
4.4 凯美特气：电子特气新星，光刻气体取得 ASML 认证	15
4.5 陕鼓动力：民族工业气体领军企业，压缩空气储能打造新增长引擎	15
<b>5 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

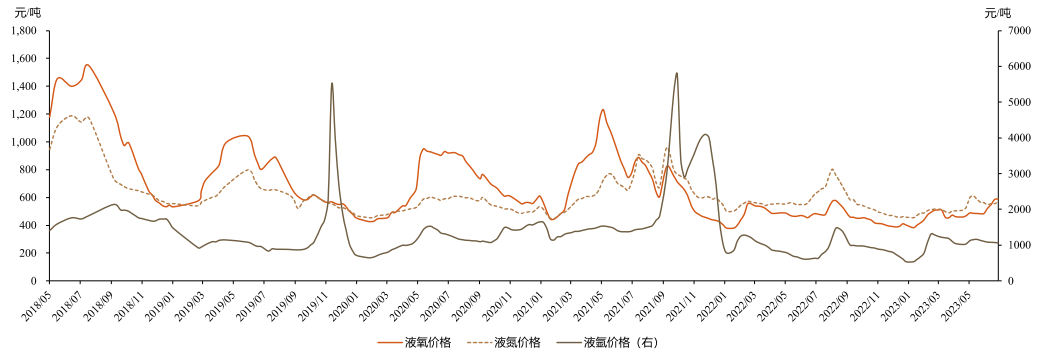
图 1: 2023 年 7 月第 3 周液氧/氮/氩价格 YoY 为 22%/-9%/69%，周环比 1%/2%/-1%.....	4
图 2: 2023 年 7 月第 3 周综合液态气体价格为 694 元/吨，同比上涨 23%，环比上涨 0%.....	4
图 3: 2023 年 6 月二氧化碳均价 373 元/吨.....	5
图 4: 7 月 20 日氮/氩出厂价分别为 650 元/5.55 万元/立方米.....	5
图 5: 7 月 20 日氦气出厂价/市场价分别 290 元/370 元/立方米.....	5
图 6: 2021 年零售氧气下游应用：钢铁冶炼、机械制造、化工等.....	6
图 7: 2021 年零售氮气下游应用：化工、电子、食品医药、机械等.....	6
图 8: 2021 年零售氩气下游应用：不锈钢、光伏、机械加工等.....	6
图 9: 液态氧气与氮气的价格正相关性较强.....	6
图 10: 6 月粗钢产量同比上升 0.4%.....	7
图 11: 预计 2023 年全球光伏装机需求景气向上，液氩价格出现小幅下跌.....	7
图 12: 2023 年 5 月全球半导体销售额同比下降 21.1%.....	8
图 13: 本周林德气体下跌 4.3%.....	11
图 14: 本周液化空气集团下跌 2.4%.....	11
图 15: 本周空气化工产品下跌 2.2%.....	11
图 16: 本周杭氧股份上涨 2%.....	11
表 1: 海外成熟的工业气体公司 2023 年平均 PE 估值 33 倍.....	12

## 1 重要工业气体数据跟踪

### 1.1 7月第三周零售气价同比上涨23%，氧气、氩气价格回升

受市场需求影响，液氮价格同比小幅下降，液氧、液氩价格同比大幅回升。本周零售气体价格同比上涨23%，环比价格平稳。其中液态氧气单价为590元/吨，环比上涨1%，同比上涨22%；液态氮气单价为564元/吨，环比上涨2%，同比下跌9%；液态氩气单价为1059元/吨，环比下跌1%，同比上涨69%。

图1：2023年7月第3周液氧/氮/氩价格YoY为22%/-9%/69%，周环比1%/2%/-1%

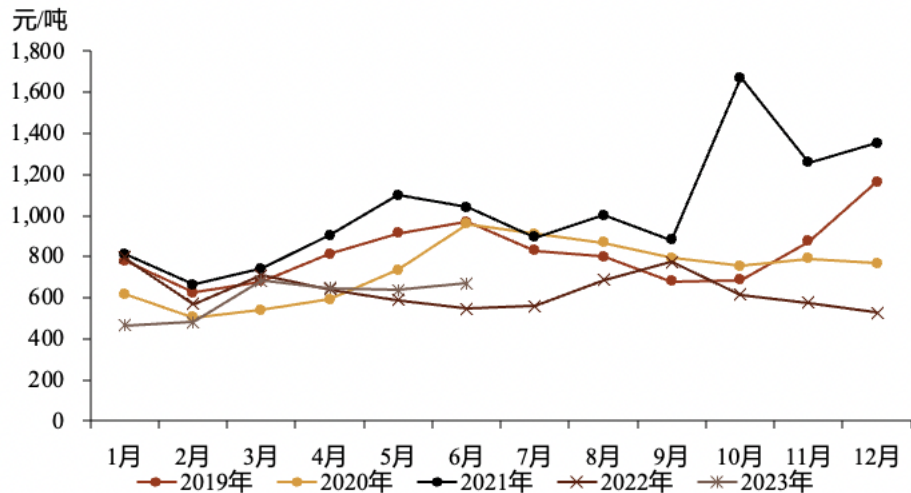


资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

2023年经济复苏趋势明显，工业气体价格跌幅减弱。按照氧气、氮气、氩气43:33:24的比例进行加权，测算出的2023年6月综合液态气体价格为672元/吨，同比上涨23%，环比上升6%。

2022年，零售气体均价Q1下跌18%，Q2下跌39%，Q3下跌26%，Q4下跌57%，第一个月跌幅扩大，后逐月缩小。2023年3月以来零售气体均价逐渐回升，空气产品景气度呈现复苏态势。

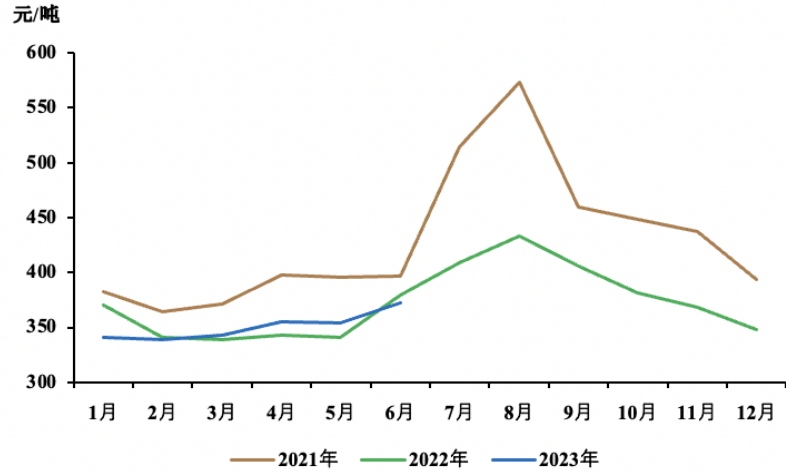
图2：2023年7月第3周综合液态气体价格为694元/吨，同比上涨23%，环比上涨0%



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

二氧化碳价格走势维持平稳。2023年6月，二氧化碳均价373元/吨，同比下降2%。

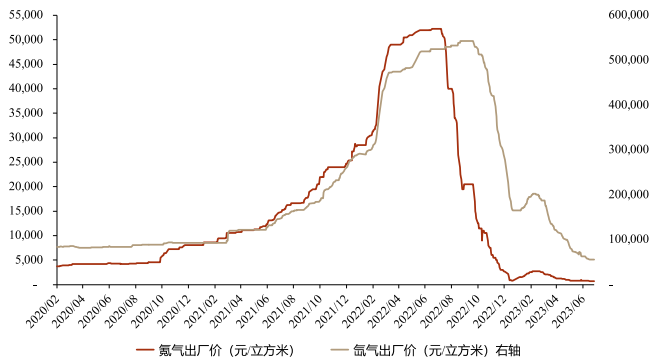
图3：2023年6月二氧化碳均价373元/吨



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

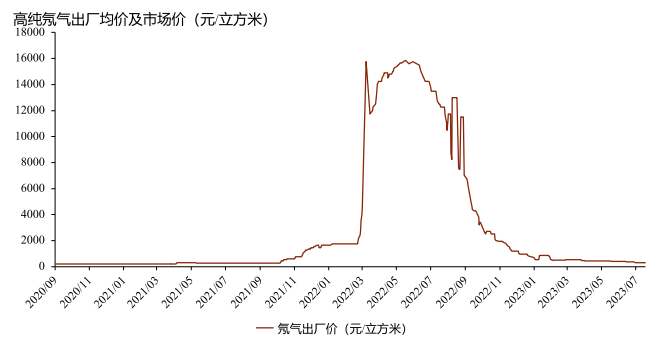
氟气、氙气、氙气价格均创2022年以来新低。氟气持续下跌，氙气、氙气较上周价格平稳。2023年7月20日，氟气出厂价/市场价分别为650元/立方和850元/立方，氙气出厂价/市场价分别为5.55万元/立方和5.9万元/立方，氙气出厂价/市场价分别为290/370元/立方。

图4：7月20日氟/氙出厂价分别为650元/5.55万元/立方米



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图5：7月20日氙气出厂价/市场价分别290元/370元/立方米

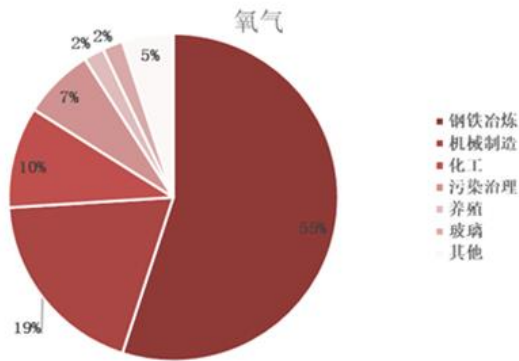


资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

## 1.2 金属冶炼需求有望见底，2023 年光伏需求景气度向上

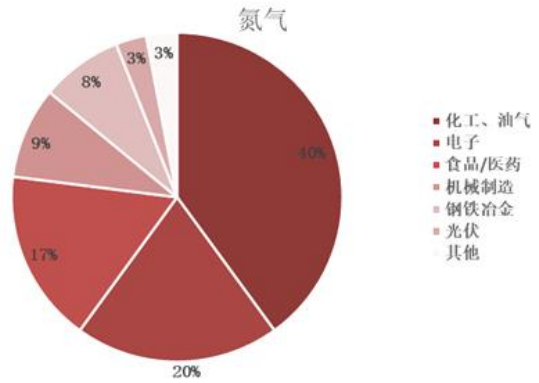
液氧的下游主要包括钢铁等金属冶炼、机械制造、化工等行业。零售氮气的下游应用领域与氧气类似，主要包括化工、电子、食品、医药等。

图6：2021 年零售氧气下游应用：钢铁冶炼、机械制造、化工等



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

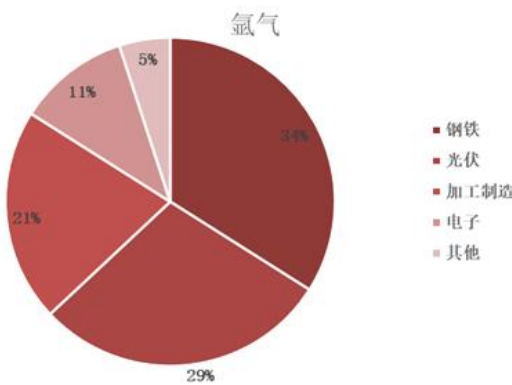
图7：2021 年零售氮气下游应用：化工、电子、食品医药、机械等



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

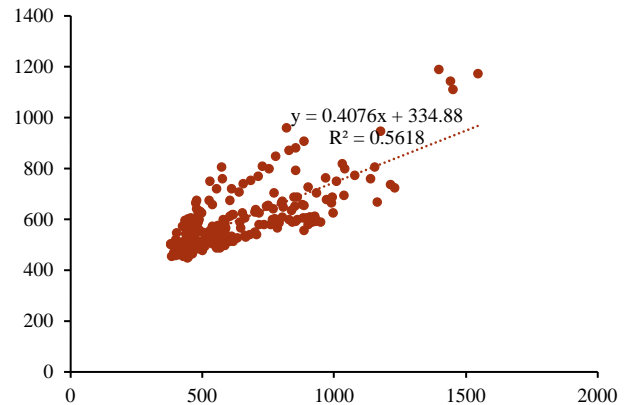
零售氮气的下游主要为不锈钢、光伏、机械加工等行业。由于光伏行业产量的波动率较高、权重大，因此对需求的边际影响较大。

图8：2021 年零售氮气下游应用：不锈钢、光伏、机械加工等



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

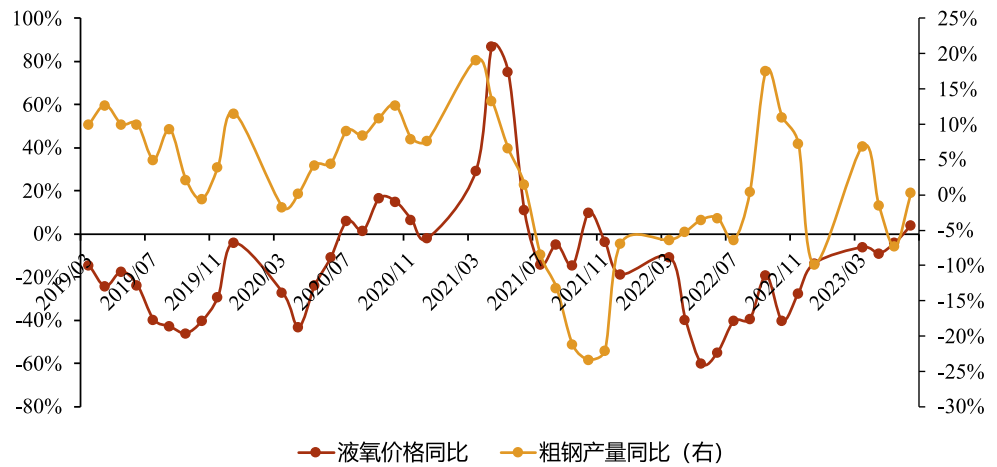
图9：液态氧气与氮气的价格正相关性较强



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

根据国家统计局数据，2023年6月粗钢产量同比上升0.4%。根据西本新干线数据，2023年6月下旬国内重点钢企粗钢日均产量为224.6万吨，环比下降0.74%。

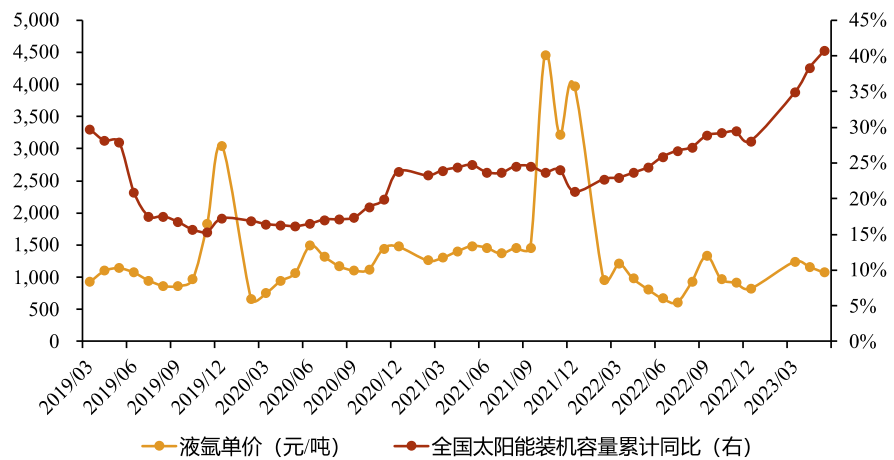
图10：6月粗钢产量同比上升0.4%



资料来源：国家统计局，卓创资讯，浙商证券研究所

预计2023年下半年光伏装机需求景气向上，液氫价格出现小幅下跌。2023年5月全国累计光伏装机454GW，同比增长38%。

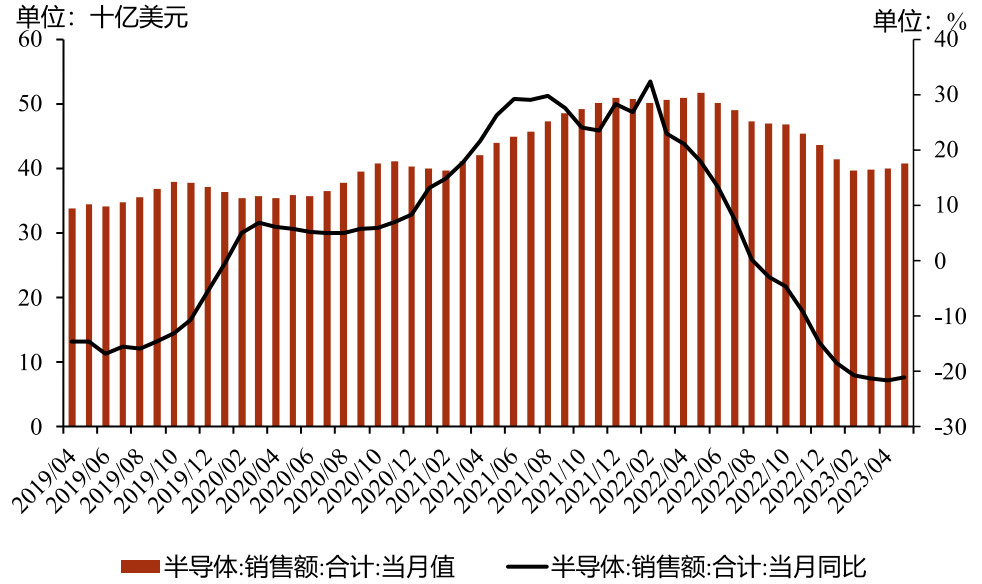
图11：预计2023年全球光伏装机需求景气向上，液氫价格出现小幅下跌



资料来源：wind，卓创资讯，浙商证券研究所

2023年5月，全球半导体销售额较4月保持平稳。5月同比下降21.1%，环比上升0.5pct，较上月小幅增长。在自主可控、国产替代要求下，预计十四五期间我国集成电路产量仍将维持较快增长，看好电子特气的成长机会。

图12：2023年5月全球半导体销售额同比下降21.1%



资料来源：美国半导体产业协会，浙商证券研究所



## 2 行业动态

### 1、盈德气体：首个东南亚液体空分项目落地马来西亚产业

近日，盈德气体在马来西亚中部 UMW 高附加值产业园投建液体空分设施正式立项。这是盈德气体继印度市场投资后，在东南亚通过全资子公司 NovaAir 投资的首个零售液体空分项目，也是公司继收购新加坡气体公司 Smart Gas 后，开拓东南亚市场的又一重大突破。该项目将于 2024 年第四季度正式投产，为马来西亚及周边国家提供优质气体产品与服务，有力支持当地企业高质量发展。

NovaAir 预计投资 1 亿令吉（约 1.46 亿元），在这新开展的园区里建一套全液体空分装置，用于生产液氮、氧气和氩气。这套空分装置也具备了高纯氧的生产能力，能根据市场需求切换生产高纯氧，为太阳能电池工艺制造提供有力支持。该项目将由盈德气体及 NovaAir 组建的核心团队全流程实施并进行后期运行管理及产品销售。项目建成后将为马来西亚制造业带来更多工业气体的选项，并将以稀有气体和高纯氧推动东南亚成为高科技生产制造的重要基地之一。

NovaAir 空分设施临近马来西亚中部的工业生产集聚地和主要港口巴生港，具有便捷的交通和良好的物流优势，能策略性地覆盖中部及整个半岛的气体需求，UMW 新工业园区里也有潜在气体用户。随着马来西亚市场不断增长的气体需求，NovaAir 已预售了部分产能，体现了高速增长制造业迫切需要新进的、有能力的气体生产商，辅助制造工艺升级及生产科技转型。

（盈德气体集团）

### 2、液化空气集团：为全球首艘氢动力内河船供氢

液化空气与 Future Proof Shipping 航运公司（FPS）合作的全球首艘氢动力内河集装箱船——“H2 Barge 1”号成功下水。液化空气以供应氢气和设计专用储罐的方式积极助力该项目。这一具体实施是内河航运脱碳道路上的里程碑，使氢取代航运业传统燃料成为可能。

液化空气特别设计了适合内河航运的储氢装置，并通过该装置供应氢气。该压缩氢储存在集装箱内用作船上的氢燃料容器。氢耗尽的集装箱将被充满氢的集装箱置换，并被运送至液化空气充装中心进行再充装。液化空气设计的该解决方案可实现快速、安全的加氢。

与传统航运相比，首艘船每年可避免约 2,000 吨的二氧化碳排放。此外，氢动力运输可避免如煤灰或氮氧化物等任何颗粒物排放。

自 2023 年 6 月起，“H2 Barge 1”号在马斯（Maas）河上航行，往返于荷兰和比利时之间运输集装箱。液化空气解决方案的开发经历了改装过程，可轻松复制到其他船舶、火车及应用中。

（液化空气中国）

### 3、天津石化推动“蓝氢”项目建设

近日，天津石化绿色低碳炼厂废弃蓝氢资源回收利用项目（简称“蓝氢”项目）建设正在稳步推进中。目前，该项目基建施工全部完成，进入钢结构管线施工阶段，为装置按期实现高标准中交目标打下坚实基础。

天津石化加快布局新能源产业，推动传统石化向绿色石化转型，组织专项攻关技术团队研究绿色低碳技术应用。依托现有的工业副产氢气资源，通过采用低分压VSA/VPSA分离回收氢气技术回收原料气中的氢气，根据吸附剂不易吸附氢气组分而对其他组分具有较强吸附性的特点，高效分离出纯度高于99%的氢气。

该项目设计原料气处理能力为20000标准立方米/小时，可回收氢气7973标准立方米/小时，建设于天津石化炼油部厂区内，预计于今年10月建成。

据了解，天津石化炼油部1号碳二回收装置尾气和新火炬气氢气含量较高，单纯燃烧这些含氢尾气提供热量不仅浪费高品质能源，还降低企业效益。本项目回收废气中的氢气，可有效提高氢资源利用率，大幅降低二氧化碳排放量，是继燃料电池氢气纯化项目后的又一绿色环保项目，实现了工业制氢由“灰氢”向“蓝氢”转型升级，达到降碳减排、提高经济效益的目的。

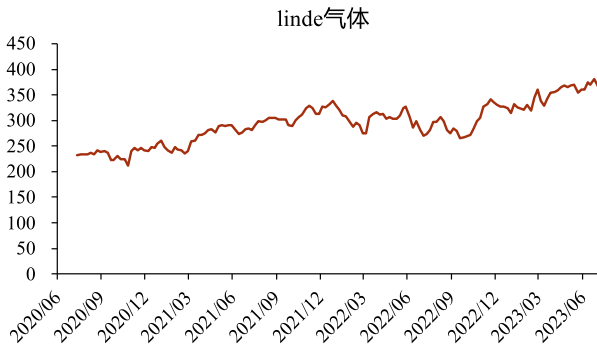
（今日气体分离）

### 3 股价表现及板块估值表

#### 3.1 本周股价表现

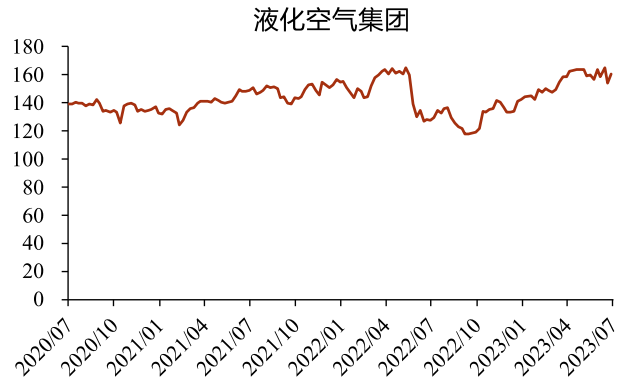
本周林德气体下跌 4.3%，液化空气集团下跌 3.4%，空气化工产品下跌 3.7%，杭氧股份上涨 3.0%，凯美特气上涨 4.2%，华特气体上涨 2.6%；近一年全球各工业气体公司股价涨跌幅：林德气体（上涨 40%）、液化空气集团（上涨 25%）、空气化工（上涨 32%）、杭氧股份（上涨 1%）。

图13: 本周林德气体下跌 4.3%



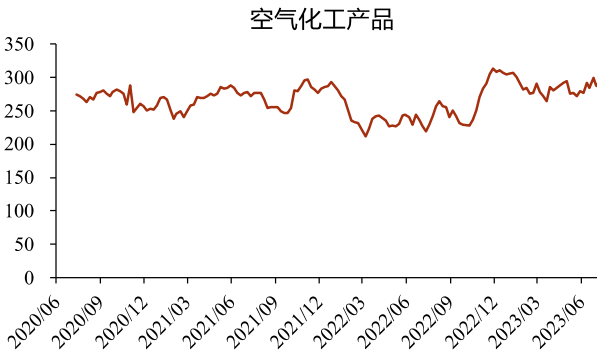
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图14: 本周液化空气集团下跌 2.4%



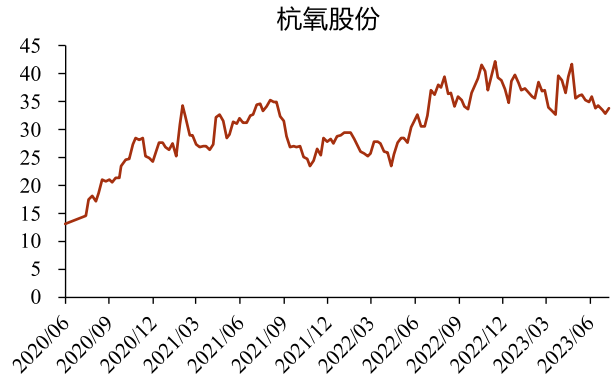
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图15: 本周空气化工产品下跌 2.2%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图16: 本周杭氧股份上涨 2%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 3.2 估值表：海外成熟气体公司 2023 年 PE 估值 33 倍

1) 在海外成熟的工业气体市场，已经诞生出 Linde、液化空气集团、空气化工等 4000-13000 亿市值的公司，净利润高达上百亿元。

2) 参考海外成熟的气体公司，净利润复合增速约 5-15%，对应 2022 年 PE 约 37 倍，2023 年 PE 约 33 倍。国内工业气体市场仍处在成长期，潜在成长空间更大、市场集中度偏低，龙头公司成长性较海外气体公司更强。

表1：海外成熟的工业气体公司 2023 年平均 PE 估值 33 倍

国别	代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				PB (LF)	ROE (2022)
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
海外公司	LIN.N	Linde	13,370	244	289	321	353	46	42	38	34	4.5	10.4%
	ONWF.L	液化空气集团	6,795	186	205	225	248	33	30	27	25	3.6	11.6%
	APD.N	空气化工产品	4,784	136	155	171	188	31	28	25	23	4.7	17.2%
国内公司	002430.SZ	杭氧股份	321	11.9	12.1	13.4	16.0	27	24	20	16	4.5	14.8%
	301286.SZ	侨源股份	118	1.8	1.2	2.8	4.6	101	42	26	18	6.3	7.5%
	601369.SH	陕鼓动力	154	8.6	9.7	10.3	12.1	16	15	13	11	2.3	11.9%
	002549.SZ	凯美特气	70	1.4	1.7	2.9	3.9	42	24	18	13	7.1	13.4%
	688268.SH	华特气体	88	1.3	2.1	2.6	3.4	43	34	25	20	6.5	13.4%
	603173.SH	福斯达	45	1.6	1.4	2.6	3.9	32	18	12	8	3.6	22.8%
	688146.SH	中船特气	212	3.6	3.8	4.3	5.3	55	50	40	34	5.1	16.7%
	600378.SH	昊华科技	330	8.9	11.6	12.8	15.4	28	26	21	18	5.4	14.2%
	002409.SZ	雅克科技	354	3.3	5.2	8.5	11.3	68	42	31	24	4.1	8.1%
	300346.SZ	南大光电	172	1.4	1.9	2.5	3.0	92	70	58	46	9.1	8.8%
	688106.SH	金宏气体	119	1.7	2.3	3.1	4.0	52	39	30	24	3.8	8.1%
	688596.SH	正帆科技	103	1.7	2.6	3.9	5.4	40	27	19	15	4.7	10.7%
	300435.SZ	中泰股份	55	2.5	2.8	3.7	4.8	20	15	12	10	2.2	9.9%
	603324.SH	盛剑环境	42	1.5	1.3	2.1	2.9	32	20	14	11	3.3	9.1%
002971.SZ	和远气体	41	0.9	0.8	/	/	55	/	/	/	2.9	6.2%	
<b>平均值</b>							<b>45</b>	<b>32</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	<b>4.6</b>	<b>11.9%</b>	

资料来源：Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

备注：加深为已覆盖标的；原货币单位均换算为人民币，时间截止至 2023 年 7 月 20 日

## 4 投资建议

持续看好工业气体行业投资机会，林德气体作为全球龙头高达上万亿元人民币市值。

1) 中国工业气体行业近 2000 亿元市场，行业领先于同期 GDP 增速，有望诞生大市值公司。

2) 当前宏观经济正处于逐步探底回升的过程，工业气体价格有望持续向好。

3) 国产替代提速、龙头份额提升、资产整合大幕开启。杭氧股份、陕鼓动力、侨源股份、金宏气体等国内工业气体公司，有望替代外资的市场份额，同时行业的资产整合有望提速，推动国产替代的进程。

4) 国内电子特气市场以外资为主导, 国产替代潜力巨大。看好电子特气子板块, 未来3-5年业绩有望持续快速增长。

(以上数据来源: 请参考此前发布的工业气体策略报告《【工业气体】行业深度: 以林德气体为鉴, 工业气体行业成长空间广阔》)

#### 4.1 杭氧股份: 工业气体龙头, 国产替代、产品升级、治理改善、资产整合

**成长路径: 需求增长+市占率提升+盈利能力提升, 远期盈利空间超数倍。**

**(1) 行业需求持续增长:** 1) 工业气体市场总需求近2000亿元, 其中第三方外包市场快速增长, 预计外包比例将从2021年的41%提升至2025年的45%。2) 2021年中国工业气体市场规模同比增长10%, 中国人均气体消费量占西欧、美国等发达国家人均气体消费量的30-40%。预计到2025年中国工业气体市场规模复合增速6-8%。(以上数据来源: 请参考此前发布的公司深度报告《杭氧股份深度PPT: 国产替代、产品升级, 迈向工业气体龙头》2022年7月8日)

**(2) 公司市占率提升:** 国产替代趋势下, 2021年公司在第三方供气市场的存量份额为9%, 增量份额为45%, 预计2025年公司第三方市场的份额有望提升1倍; 预计远期公司在第三方存量市场的份额将是2021年的3-4倍(30-40%市占率)。

**(3) 公司产品结构升级, 盈利能力持续提升:** 1) 气体业务收入占比持续提升, 而气体业务的成长性、盈利能力均高于设备业务。2) 气体业务中零售业务的收入占比持续提升, 零售气盈利能力高于管道气。3) 零售气体业务中的电子特气业务收入占比将持续提升, 电子特气业务的盈利能力远高于普通工业气体零售业务。

**迈向中国工业气体龙头: 国产替代, 基于空分设备打造全产业链优势。**

**产品结构升级: 电子特气等高附加值业务打造公司第二成长曲线。** 在特气市场, 公司以稀有气体这一工业气体的黄金赛道作为切入点, 产能有望超预期释放。长远看, 公司定位于综合气体解决方案供应商, 产品矩阵将不断完善, 电子特气、零售气体等高附加值业务将打造第二成长曲线。

**控股股东杭州资本拟并购盈德气体, 并承诺交易完成后推动与上市公司重组。** 若上市公司与买方SPV进行资产重组, 上市公司将实现对同行业优质资产的重组整合, 有利于上市公司发挥协同效应、扩大生产规模、提高资产质量、优化财务状况、增强市场竞争力。

预计2023-2025年公司归母净利润分别为13.4、16.0、19.6亿元, 同比增速分别为11%、20%、22%, 三年复合增速17%, 对应PE分别为24、20、16倍(对应股价截取日期: 7月20日)。维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争风险及市场风险; 产品价格波动风险。

#### 4.2 侨源股份: 民营气体领军企业, 受益光伏锂电等新能源产业崛起

**公司成长路径: 行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展。** 1) 大行业: 工业气体行业市场空间广阔。根据此前报告我们预计2022年中国工业气体市场规模有望接近2000亿元, 2024年有望达到2199亿元, 年复合增速6%-8%。2) 小公司: 公司市占率不足1%, 还有较大成长空间。我们测算公司2021年市场占有率达0.46%, 预测2024年市占

率将有望达到 0.77%。3) 公司未来将不断丰富产品品类, 拓展高纯空分气体及其他特气市场。

**公司深耕四川, 四川水电、锂矿优势明显, 新能源企业云集, 客户质地优良。**公司未来增长点: 四川三大产业园——甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园, 其中配套客户包括宁德时代、通威股份、天合光能、华友钴业、士兰微、四川发展、龙蟒集团等国内龙头企业。

**产能有望大幅增长: 三个工业园区新建项目、两个技改项目、一个基地产量爬坡。**公司现有生产基地三个: 汶川基地、福州基地、都江堰基地(备用), 2021 年液态气体产能合计约 76 万吨(不含备用产能 10 万吨)、管道气产能 5 亿立方米。我们预计伴随甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园三个工业园区新建供气项目投产; 两个汶川基地的 IPO 募投技改项目投产以及一个福州基地的产能利用率增加, 公司产能有望大幅提升。**预计设计满产产能液态工业气体达 196 万吨(较 2021 年增长 158%, 较 2022 年增长 144%), 管道工业气体产能达 15.33 亿立方米(较 2021 年增长 207%, 较 2022 年增长 70%)。**

预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别 2.8、4.6、6.7 亿元, 对应 PE 分别为 42、26、18 倍(对应股价截取日期: 7 月 20 日)。维持“买入”评级。

风险提示: 下游行业景气变化风险、新兴市场开发不力风险、大股东持股比例较高。

### 4.3 华特气体: 电子特气先行者; 拓品类、切合成, 盈利能力提升

**中国特种气体先行者: 优质客户覆盖面广、品类持续拓展, 向龙头迈进。**公司是特种气体国产化先行者, 在国内 8 寸、12 寸以上集成电路制造厂商实现了超过 80% 的客户覆盖率, 公司已取得 ASML 认证。近年伴随产品品类、客户认证逐步增加, 2019-2021 年收入增速 3%/18%/35%, 不断提速。

**市场广阔: 中国特种气体市场超 400 亿元, 高盈利将培育千亿级公司。**据卓创资讯, 预计 2022 年中国特种气体市场将达 411 亿元(2017 年全球市场约合人民币 1500 亿元), 2018-2022 年复合增速达 19%, 预计 2022-2025 年行业将维持 15% 以上增长。

**竞争格局: 特种气体行业壁垒高; 政策保驾护航, 国产替代加速突破。**特种气体行业的壁垒较高: 1) 产品技术壁垒、2) 客户认证壁垒、3) 营销服务壁垒。目前全球以及国内的特种气体, 尤其是电子特气市场是由海外大型跨国公司占据。近年来在政策的推动下, 国产替代进程加速。

**公司: 技术优势、客户优势明显, 向合成气延伸将大幅提升盈利水平。**

**先发优势明显: 1) 技术优势:** 公司取得 ASML 等公司认证, 目前已具备 50 种以上特种气体产品供应能力; **2) 客户优势:** 先发优势明显, 客户覆盖广泛, 有望从半导体向食品、医疗等领域延伸; **3) 在先进纯化技术的基础上向合成气延伸, 提升综合盈利能力:** 江西华特、自贡华特等项目将在未来 3 年内陆续建成, 大幅提升氢化物、氟碳类等高毛利合成气占比; **4) 海外网络优势:** 公司将持续强化海外直销网点建设, 中长期有助于提升海外业务毛利率。

预计 2023-2025 年的归母净利润为 2.6、3.4、4.5 亿元, 对应 PE 分别为 34、25、20 倍(对应股价截取日期: 7 月 20 日)。维持“买入”评级。

风险提示: 产品及原材料价格波动; 海外网点拓展不及预期; 产能扩张进度不及预期。

#### 4.4 凯美特气：电子特气新星，光刻气体取得 ASML 认证

**展望 2023 年，传统业务有望企稳，激光混配气有望快速增长。**1) 传统业务：公司投资 20 亿元用于扩张二氧化碳产能以及投建双氧水等新品产能。主要项目：(a) 福建凯美特拟投资 5.2 亿元实施 30 万吨/年高洁净食品、电子级过氧化氢项目。(b) 揭阳凯美特项目总投资 14.86 亿元，完成建设后将实现 30 万吨/年高纯食品级二氧化碳和 30 万吨/年工业、电子级双氧水的量产能力。2) 电子特气：公司已取得 ASML 认证，2023 年将重点销售激光混配气。

**电子特气订单较为饱满，制造业与半导体需求下行影响业绩增速。**据公告，截止 2022 年 11 月 20 日，公司在手订单 1.65 亿元（含税）。2022 年全年，公司公告电子特气订单金额 2.57 亿元（含税），获全球半导体头部企业认可，签署战略框架协议开启大规模供应。同时公司正在积极推进相关认证进程。

**拟定增募资 10 亿元，用于实施宜章电子特气、福建双氧水等项目，正稳步推进。**公司计划非公开发行股份募集资金 10 亿元，用于实施宜章凯美特特种气体、福建凯美特 30 万吨/年（27.5%计）高洁净食品级、电子级、工业级双氧水等两项目，两项目计划投资总金额分别为 5.9/5.2 亿元。宜章凯美特特种气体项目实施主要产品包括电子级溴化氢、电子级乙炔、氟基混配气等产品。据公告，预计项目建成后年收入 6.8 亿元，净利润 2.9 亿元。

**公司实控人、董事长完成增持，成交金额 1000 万元，彰显对公司未来发展信心。**

**电子特气打造新增长极：稀有气体激光气体持续放量、切入合成电子特气。**公司致力于成为中国领先的专业电子特种气体和混配气体研发及生产加工为一体的电子特种材料供应商，企业定位“专、精、特”，客户瞄准掌握全球先进工艺的半导体头部企业，专注**高毛利、好现金流**产品。1) 电子特气一期（岳阳）：稀有气体（氦气、氖气、氩气等）及激光混配气，产能将不断释放。2) 电子特气二期（宜章）：合成类气体。产品包括卤族气体、VOC 标气、氖气、混配气等产品，预计 2025 年达产。

**盈利预测及投资建议。**预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 2.9、3.9、5.2 亿元，对应 PE 分别为 24、18、13 倍（对应股价截取日期：7 月 20 日），维持买入评级。

**风险提示：**项目投产进度不及预期、电子特气销售不及预期。

#### 4.5 陕鼓动力：民族工业气体领军企业，压缩空气储能打造新增长引擎

**透平机械龙头：从设备向系统服务、能源基础设施运营升级。**公司致力于打造成为全球领先的透平机械系统问题解决方案提供商，2017-2021 年归母净利润复合增速 37%，几何 ROE 为 9%。已形成能量转换设备（2021 年收入占比 40%）、能量转换系统服务（35%）、能源基础设施运营（24%）三大业务，2021 年下游行业冶金占比 72%、石化 22%。公司是西安市优质地方国企，西安市国资委持股比例达 61%。公司已完成两次股权激励实施。

**打造全球领先能量转换设备制造能力，压缩空气储能有望打造新增长引擎。**1) 压缩机组等核心设备市占率全国领先。据公告，2012-2014 年轴流压缩机、离心压缩机、工业流程能量回收装置等核心产品的市占率分别 95%-100%、70%-81%、94%-100%。2) 压缩空气储能是最有前途的非电化新型储能技术方向。根据观研天下，中性情景下 2025

年、2030年压缩空气储能累计装机量分别 6.76、43.15GW。公司作为轴流压缩机龙头，将充分受益于空气压缩储能商业化与快速发展。

**能量转换系统服务：依托设备，打造服务型制造。**公司能量转换系统服务主要包括分布式能源 EPC、工业服务等。公司在临潼建设全球首个能源互联岛运营中心。公司面向企业用户提供全生命周期的系统服务，提供安全环保、节能降本、创新创效、数字智能的系统服务解决方案。

**子公司秦风气体是民族工业气体领跑者，设备经验、客户资源构筑竞争优势。**据公司官网，控股子公司秦风气体（上市公司持股比例 63.94%）比客户自运营综合节能 10%以上，投资、建设、运营的气体厂有 30 余个，规模超过 100 万 Nm<sup>3</sup>/h 制氧量。据公告，2021 年公司已拥有合同供气量、已运营合同供气量分别达 119 万方、69 万方，同比分别增长 34%、46%，订单饱满、增速较快。公司发展工业气体核心竞争力：**1）**设备制造能力处于国际先进水平；**2）**设备、系统服务市场占有率较高、品牌影响力较强，有助于开拓气体市场。

预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 10.3、12.1、14.4 亿元，对应 PE 为 15、13、11 倍（对应股价截取日期：7 月 20 日）。维持“增持”评级。

风险提示：下游行业相对集中风险、工业气体扩产放缓的风险、压缩空气储能设备招标低于预期。



## 5 风险提示

- 1、钢铁冶炼、化工、光伏等行业需求不及预期；
- 2、行业竞争加剧，新进入者不断涌入引发价格战；
- 3、零售气体的价格大幅波动的风险。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>