

建龙微纳 (688357)

证券研究报告

2020年11月19日

快速发展的国内分子筛龙头

分子筛行业引领者之一，前三季度业绩增长 36.42%

建龙微纳是国内吸附类分子筛行业引领者之一，截至 2020 年半年报，主要产品包括分子筛原粉、成型分子筛、分子筛活化粉等，产能分别达到 3.1 万吨/年、2 万吨/年、0.30 万吨/年。公司定位明确，专注于分子筛吸附剂生产，产品面向全球市场，以直销和内销为主，境内营收占比常年维持于 70-80%。2020 年前三季度归母净利润 0.94 亿，同比增长 36.42%。

分子筛市场稳定增长，需求空间可观

2018 年全球分子筛市场容量为 14.97 亿美元，每年逐步稳定上升，预计 2023 年全球分子筛市场规模将达到约 20.10 亿美元，2018 年至 2023 年复合增长率 6.08%。行业结构来看，空气分离、能源化工、医疗制氧、环境/尾气治理为最主要应用领域，其中医疗制氧和尾气治理方面需求具备潜力。近年，建龙微纳全球的市场份额逐年提升，已由 2016 年的 1.73% 提升至 2018 年的 4.70%，2018 年是国内最大的分子筛制造商。

覆盖分子筛全产业链，技术创新和产能扩张是主要方向

建龙微纳是国内少数拥有涵盖分子筛原粉、分子筛活化粉、成型分子筛的研发、生产、营销、技术服务全产业链的企业，公司整体盈利能力要优于竞争对手。建龙微纳依托公司现有技术创新平台，通过自主研发与合作研发，持续研发新产品，开拓新的应用市场，不断优化生产工艺技术，形成迭代研发战略机制，保证公司技术水平处于国内领先地位。公司在建项目规划产能 3.3 万吨，包括年产 2.1 万吨成型分子筛项目和年产 1.2 万吨分子筛原粉项目，募投项目顺利投产有望解决公司现有产能瓶颈有利于公司继续提高产品的市场占有率。

拟实施限制性股票激励计划，彰显长期发展信心

公司发布限制性股票激励计划草案，授予股份占公司股本总额 1.56%，以 2019 年归属于上市公司股东净利润为业绩基数，对 2020-2022 年度进行考核，公司 2020-2022 年目标净利润分别为 1.33 亿元、1.59 亿元和 2.32 亿元。

盈利预测与投资建议：

我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利 1.32、1.58 和 2.37 亿元，对应 EPS 为 2.28、2.73 和 4.10 元，对应 PE 为 28.9、24.1 和 16 倍。可比公司 2021 年平均 PE 是 32 倍，我们给予建龙微纳 2021 年目标 PE 估值 32 倍，目标价格 87.4 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：行业发展不及预期、行业竞争加剧、产能投放不及预期、安全生产的风险、技术迭代的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	378.21	405.97	495.14	607.29	853.80
增长率(%)	54.70	7.34	21.96	22.65	40.59
EBITDA(百万元)	97.51	123.14	176.49	198.29	290.53
净利润(百万元)	47.07	86.00	131.71	157.97	236.89
增长率(%)	(562.03)	82.70	53.14	19.94	49.96
EPS(元/股)	0.81	1.49	2.28	2.73	4.10
市盈率(P/E)	80.71	44.18	28.85	24.05	16.04
市净率(P/B)	17.63	4.36	3.96	3.57	3.11
市销率(P/S)	10.05	9.36	7.67	6.26	4.45
EV/EBITDA	0.00	18.41	18.67	16.25	11.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/金属非金属 新材料
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	65.39 元
目标价格	87.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	57.82
流通 A 股股本(百万股)	13.74
A 股总市值(百万元)	3,780.85
流通 A 股市值(百万元)	898.26
每股净资产(元)	16.19
资产负债率(%)	18.56
一年内最高/最低(元)	89.00/39.90

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001 guolili@tfzq.com	
杨诚笑	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002 yangchengxiao@tfzq.com	
杨阳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001 yangyanga@tfzq.com	
许杰	联系人
xujiea@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 分子筛行业引领者，前三季度业绩增长 36.42%	1
1.1. 国内吸附类分子筛行业引领者之一	1
1.2. 公司业绩持续增长，盈利能力稳中有升	1
2. 分子筛市场稳定增长，需求空间可观	1
2.1. 分子筛被应用于工业与环境领域，市场空间稳定增长	1
2.2. 医疗保健制氧和尾气催化具备较大发展潜力	1
2.2.1. 空气分离领域存量和增量市场并存	1
2.2.2. 医用和家用制氧领域下游空间仍然较大	1
2.2.3. 汽车尾气脱销领域颇具看点	1
2.2.4. 其他领域	1
2.3. 国际分子筛厂商主导全球市场，公司引领国内市场	1
3. 覆盖分子筛全产业链，技术创新和产能扩张是主要方向	1
3.1. 国内少有的全产业链覆盖公司，规模优势和盈利能力突出	1
3.2. 研发能力较强，“三代”产品迭代战略机制使公司研发保持业内领先	1
3.3. 产能负荷较高，募投项目扩大规模优势	1
4. 拟实施限制性股票激励计划，彰显长期发展信心	1
5. 盈利预测与投资建议	1
6. 风险提示	1

图表目录

图 1：公司发展历程	1
图 2：建龙微纳主要产品	1
图 3：建龙微纳股权结构图	1
图 4：2018 年建龙微纳按产品大类对营收的贡献情况	1
图 5：2018 年建龙微纳主要产品对营收的贡献情况	1
图 6：2019 年建龙微纳营业收入按地区构成情况	1
图 7：建龙微纳国内外营收情况	1
图 8：公司营收及同比增速	1
图 9：归母净利润及同比增速	1
图 10：公司毛利率和净利率	1
图 11：建龙微纳主要产品毛利率一览	1
图 12：建龙微纳 ROE、EPS 近年情况	1
图 13：建龙微纳近年资产负债率变动情况	1
图 14：建龙微纳费用支出占总营收情况	1
图 15：建龙微纳总费用支出	1
图 16：分子筛性能与用途分类	1

图 17: 全球市场分子筛吸附剂市场容量	1
图 18: 全球市场分子筛吸附剂消费量	1
图 19: 全球市场分子筛吸附剂主要应用领域消费量	1
图 20: 分子筛制氧机产品	1
图 21: 我国医疗卫生机构数目变化	1
图 22: 中国医疗设备市场规模	1
图 23: 中国制氧机行业产量和需求量	1
图 24: 中国制氧机行业市场规模	1
图 25: 中国家用医疗设备市场规模	1
图 26: 按排放标准阶段划分的柴油车保有量构成	1
图 27: 全球万吨以上产能的分子筛吸附剂生产商 2018 年产能与产量表	1
图 28: 建龙微纳成型分子筛销量和市场份额	1
图 29: 公司与同行业竞争对手毛利率比较	1
图 30: 公司与同行业竞争对手全球产能占比和主营业务收入比较	1
图 31: 公司研发费用支出	1
图 32: 公司主要产品产能利用率	1
表 1: 重型国六标准的实施时间	1
表 2: 建龙微纳现有产能及在建产能	1
表 3: 首次授予限制性股票各年度业绩考核目标	1
表 4: 业绩分拆预测	1
表 5: 可比估值表	1

1. 分子筛行业引领者，前三季度业绩增长 36.42%

1.1. 国内吸附类分子筛行业引领者之一

建龙微纳是国内吸附类分子筛行业引领者之一。建龙微纳成立于 1998 年，2019 年 12 月于科创板上市，主要产销无机非金属多孔晶体材料分子筛吸附剂等相关产品，同时拥有国内和国外销售市场，以直销和内销为主；截至 2020 年半年报，其主要产品分子筛原粉、成型分子筛、分子筛活化粉的产能分别达到 3.1 万吨/年、2 万吨/年、0.30 万吨/年。

图 1：公司发展历程



资料来源：建龙微纳招股说明书、天风证券研究所

图 2：建龙微纳主要产品



资料来源：建龙微纳招股说明书、天风证券研究所

实际控制人为李建波、李小红夫妇，第一大股东为李建波。截至 2020 年半年报，第一大股东为李建波，李建波先生持股占比为 33.47%（李建波先生拥有公司第二大股东深圳深云龙投资发展有限公司实际控制权并持有其 62%的股权），实际控制人李建波、李小红夫妇共持有公司 40.38%的股份。

图 3：建龙微纳股权结构图

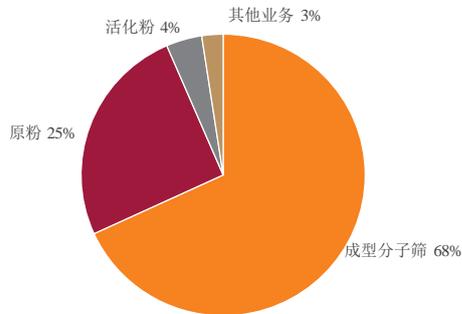


资料来源：公司公告、天风证券研究所

产品以成型分子筛为主, 占收入 68.16%。公司的主要产品包括分子筛原粉、分子筛活化粉、成型分子筛和活性氧化铝四大类, 产品主要应用于化工、冶金、建材、核电等工业领域以及土壤修复与治理、节能环保、医疗健康等国家新兴产业。

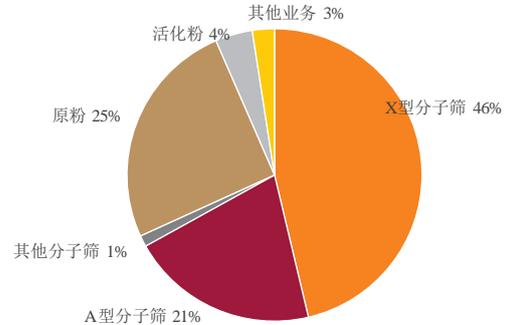
公司营业收入的主要来源为成型分子筛, 2018 年该产品贡献了总营收的 68.16%, 其细分产品 X 型分子筛和 A 型分子筛, 分别贡献了总营收的 46.31%和 20.61%。

图 4: 2018 年建龙微纳按产品大类对营收的贡献情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

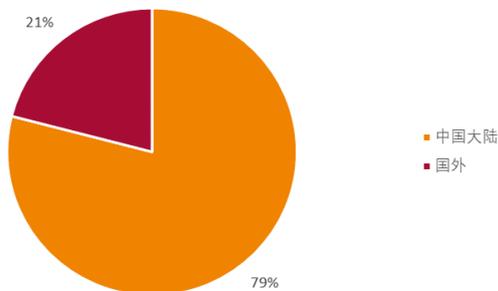
图 5: 2018 年建龙微纳主要产品对营收的贡献情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

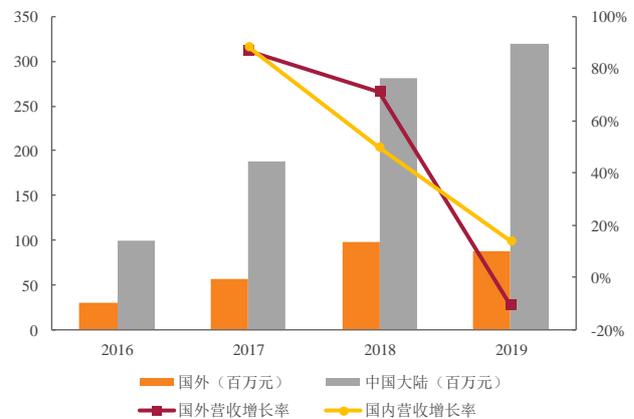
面向全球市场, 产品竞争力强。公司以境内销售为主, 境内营收占比维持于 70-80%的高水平。但公司定位于全球化市场, 产品销往美国、法国、德国、俄罗斯、韩国等国家和地区, 客户包含中船重工物资贸易集团、法国 C01、江苏洁欧康、美国艾姆凯米克和美国格瑞斯等; 2019 年公司前五大客户占比 24.23%。

图 6: 2019 年建龙微纳营业收入按地区构成情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 7: 建龙微纳国内外营收情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

1.2. 公司业绩持续增长, 盈利能力稳中有升

产能逐步释放带动公司营收增长稳定。2016 年至 2019 年, 公司总营收由 1.3 亿元增长至 4.06 亿元, 归母净利润由 0.1 亿元增长至 0.86 亿元。除 2017 年由于原材料价格大幅上涨导致的净利润下降, 公司利润始终处于稳定增长的状态。

受疫情影响, 2020 年上半年公司营业收入 1.82 亿元, 同比下滑 15.78%; 但由于部分原材料价格走低以及制氧制氢系列产品销售收入增加, 前三季度公司归母净利润 0.94 亿元, 同比增长 36.42%。

图 8：公司营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

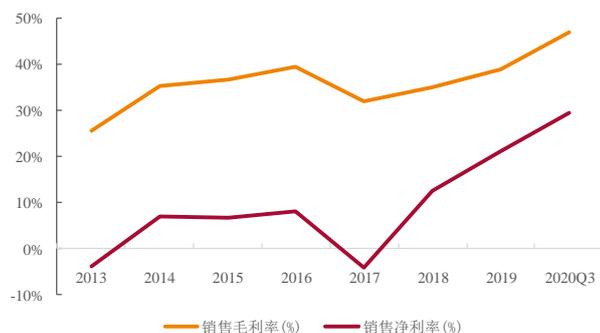
图 9：归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司盈利水平稳中有升。由于公司产品结构优化和部分原材料价格走低，公司盈利能力持续增强，2020 年前三季度公司综合毛利率和净利率分别上升至 47.06%和 29.35%，综合毛利率较去年同期提高了 7.85 个百分点，使得公司净利润上升。总体来看，除了 2017 年由于生产原粉的原材料价格大幅上涨使公司毛利率和净利率有所下滑外，二者总体呈上升趋势。

图 10：公司毛利率和净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：建龙微纳主要产品毛利率一览



资料来源：Wind、天风证券研究所

上市前 ROE 达 22%，财务杠杆率呈下降趋势。2018 年 ROE 达 21.85%，上市融资摊薄后 ROE 有所下降，2019 年 ROE 为 9.87%。EPS 变动情况与 ROE 类似，但上市融资后摊薄 EPS 仍有所增加，2019 年 EPS 为 1.49 元/股。公司资产负债率呈现不断下降趋势，从 2016 年的 88.48%下降至 2019 年的 24.69%，公司杠杆率不断下降，企业资金流动性充足。

图 12：建龙微纳 ROE、EPS 近年情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 13：建龙微纳近年资产负债率变动情况

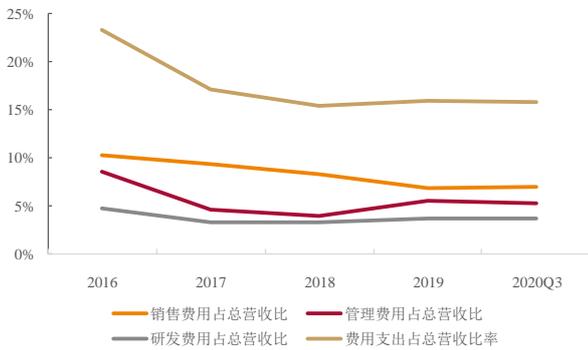


资料来源：Wind、天风证券研究所

公司研发费用支出稳定，管理、销售费用占比呈下降趋势。从占总营收比例来看，近年随着总营收不断增加，费用率呈下降趋势，2016 年费用率为 23.33%，2020 年第三季度已下

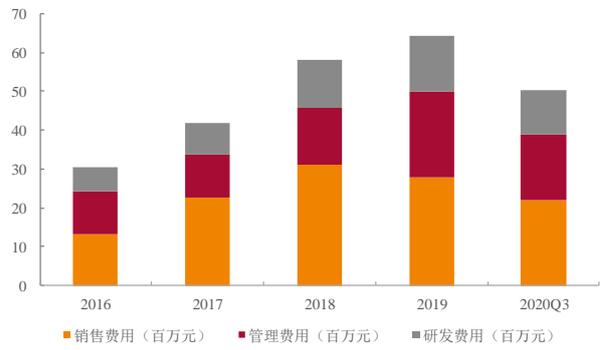
降至 15.74%，公司规模效应不断显现。公司注重研发投入，研发费用占比稳定在 3.5-4.0% 的水平，销售费用、管理费用占费用支出比例总体在下降，公司费用管控能力较强。

图 14：建龙微纳费用支出占总营收情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：建龙微纳总费用支出



资料来源：Wind、天风证券研究所

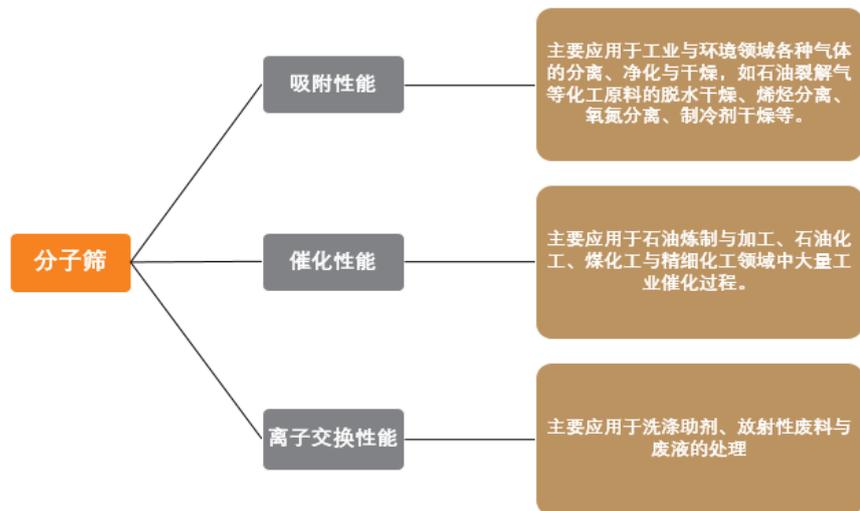
2. 分子筛市场稳定增长，需求空间可观

2.1. 分子筛被应用于工业与环境领域，市场空间稳定增长

分子筛产品是一种具有规则、有序、均匀孔道结构大多无机非金属材料，由于能将混合物中的分子按照直径大小加以筛分，故称分子筛。分子筛的主要产品包括分子筛原粉、分子筛活化粉和成型分子筛。

分子筛具有优良的吸附、催化、离子交换的功能，被广泛应用于气体分离与净化、富氧燃烧、催化脱硝等能源化工领域和核废水处理、盐碱地土壤治理和重金属污染土壤修复等环境治理和生态环境修复领域。

图 16：分子筛性能与用途分类



资料来源：建龙微纳招股说明书，天风证券研究所

全球分子筛吸附剂市场的市场容量呈稳步增长趋势。根据国际咨询公司 TechNavio 《全球吸附剂市场 2019-2023》中的数据，预计全球市场分子筛吸附剂市场容量将由 2018 年的 14.97 亿美元，每年逐步稳定上升，至 2023 年达 20.10 亿美元，复合增长率达 6.08%。

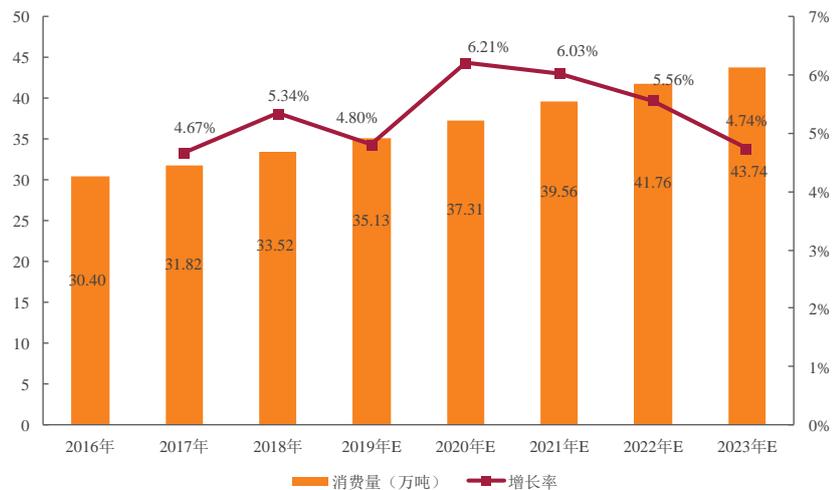
图 17：全球市场分子筛吸附剂市场容量



数据来源：《全球吸附剂市场 2019-2023》(国际咨询公司 TechNavio)、建龙微纳招股说明书、天风证券研究所

根据中商产业研究院《2019 全球与中国市场分子筛吸附剂深度研究报告》，2016 年至 2018 年，全球分子筛吸附剂消费量由 30.40 万吨上升至 33.52 万吨，复合增长率为 5.01%；中商产业研究院预计 2018 年至 2023 年，全球分子筛吸附剂消费量将增长至 43.74 万吨，复合增长率达 5.47%。

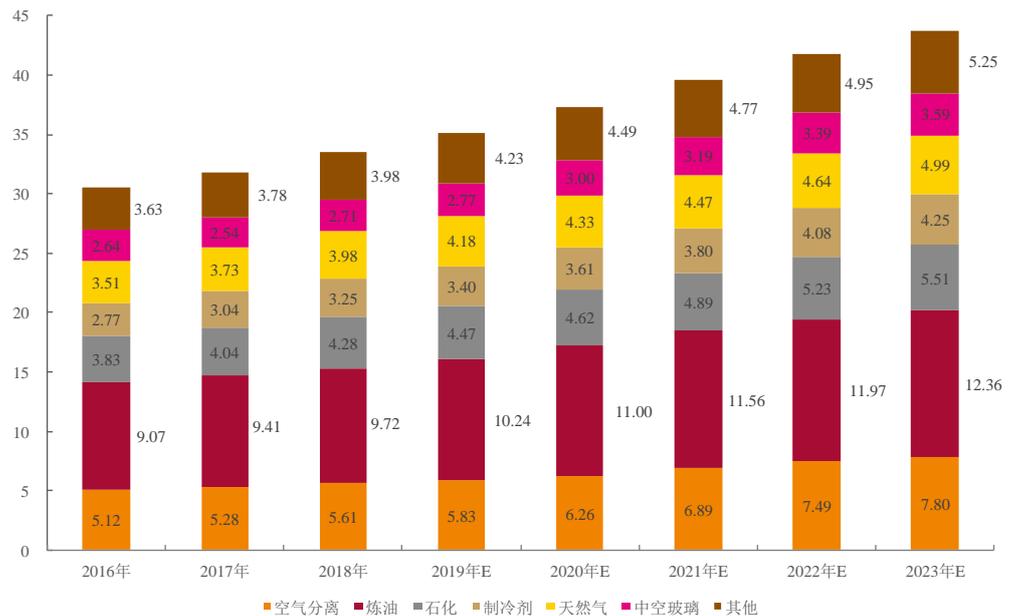
图 18：全球市场分子筛吸附剂消费量



数据来源：《2019 全球与中国市场分子筛吸附剂深度研究报告》(中商产业研究院)、建龙微纳招股说明书、天风证券研究所

分子筛吸附剂应用主要分布在空气分离、炼油、石化等下游领域。根据中商产业研究院《2019 全球与中国市场分子筛吸附剂深度研究报告》，2016 至 2023 年，全球市场分子筛吸附剂主要应用领域包括空气分离、炼油、石化、制冷剂、天然气、中空玻璃等，其主要应用领域消费量均呈现稳定提升的情况。

图 19: 全球市场分子筛吸附剂主要应用领域消费量



数据来源:《2019 全球与中国市场分子筛吸附剂深度研究报告》(中商产业研究院)、建龙微纳招股说明书、天风证券研究所

2.2. 医疗保健制氧和尾气催化具备较大发展潜力

2.2.1. 空气分离领域存量市场和增量市场并存

由于我国工业持续快速发展、环境保护要求不断提高,工业用氧市场在不断拓展,在其中具有投资少、流程简单、操作方便等优势变压吸附制氧将给分子筛吸附剂带来更大的增长空间。我国深冷制氧每年对分子筛需求量可分为存量市场和增量市场两部分。

根据中国通用机械工业协会气体分离设备分会的市场调研数据,2018 年我国化工和冶金深冷空分设备制氧能力达到约 3,600 万 Nm³/h,由于分子筛具有寿命周期,一般每 5 年左右需要进行更换;假设以每 1 万 Nm³/h 需装填 20 吨、5 年更换一次来推算,我国每年深冷空分设备制氧存量市场需求分子筛 1.44 万吨。

而每年新的深冷空分设备还在持续增加,根据《2019 年工业气体产业全景图谱》(前瞻产业研究院),2012 年至 2017 年,我国工业气体年均复合增长率为 9.99%。按此计算,我国每年新增深冷空分设备制氧能力为 360 万 Nm³/h,需分子筛 0.72 万吨。因此,我国深冷制氧每年分子筛需求量总计为 2.16 万吨。

2.2.2. 医用和家用制氧领域下游空间仍然较大

分子筛制氧在医用和家用制氧领域具备优势。分子筛式制氧机具备成本低廉、使用方便、携带安全、即制即用、制取氧气浓度达到 90%以上等优点,弥补了氧瓶气氧和液氧氧源的不足,迅速占领了医用和家庭保健类的制氧市场。

图 20: 分子筛制氧机产品



用分子筛物理吸附和解吸技术。加压时将空气中氮气吸附，未被吸收的氧气被收集起来，经过净化处理后即成为高纯度的氧气；减压时将所吸附的氮气排放回环境空气中，下一次加压时又可以吸附氮气并制取氧气，整个过程为周期性地动态循环过程。

资料来源：淘宝网、泰瑞医疗官网、卓然环保官网、天风证券研究所

医用制氧领域有望受益于国家医疗卫生机构增长。根据国家统计局数据，近年来我国医疗卫生机构数量逐年上升，2018 年我国医疗卫生机构数目已达 99.74 万个。国内的医疗设备规模也在不断攀升，2015-2018 年期间我国医疗设备市场规模逐年增长，至 2018 年我国医疗设备市场规模达到 3013 亿元，同比增长 20%。

图 21：我国医疗卫生机构数目变化



资料来源：国家统计局编制的《中国统计年鉴 2019》、天风证券研究所

图 22：中国医疗设备市场规模

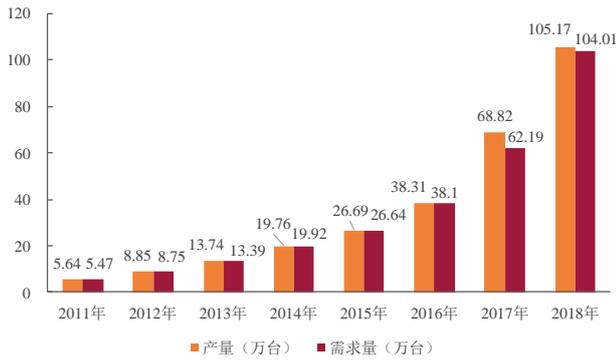


资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

2020 年 5 月 21 日，多部委联合发布发改社会《公共卫生防控救治能力建设方案》，要求疫情之下每个重大疫情救治基地需要配备 50 台制氧机。未来医用制氧市场将会进一步扩张。

目前我国家用制氧机产量规模仍然较低，但增速较快。据中国产业信息网统计数据，2018 年我国家用制氧机产量达到 105.17 万台，国内需求量也达 104.01 万台，家用制氧机的市场规模达到 28 亿元，市场规模仍然较小。但从数据上可以看到制氧机的市场规模在近几年出现快速的上升，2018 年市场规模的增速达 58.91%。

图 23：中国制氧机行业产量和需求



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 24：中国制氧机行业市场规模



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

人们对于健康管理的重视度也越来越高，其中我国家用医疗设备市场规模也在 2015-2018 年期间逐年增长，达到 948 亿元，同比增长 26.4%。

图 25：中国家用医疗设备市场规模



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

家用制氧主要的应用人群为老年人群、高强度脑力劳动人群以及高原人群等。根据国家统计局数据，我国 65 岁以上老龄人口数量逐年增加，开始步入老龄化社会，庞大的这些群体将创造持续的用氧需求，相应制氧分子筛的需求也将呈增长趋势。

公司医用和家用制氧领域分子筛销量收入大幅增长。2016 年度至 2018 年度，建龙微纳在医院制氧和家用制氧实现的收入分别为 2,882.12 万元、3,356.24 万元和 3,286.47 万元。2020 年前三季度，公司制氧系列产品实现销售收入 17,917.49 万元，占同期营业收入 56.07%，其中家用医疗保健制氧系列分子筛实现营业收入 9,859.73 万元，占同期营业收入 30.86%，相比去年同期同比增长 219.23%。

2.2.3. 汽车尾气脱销领域颇具看点

排放标准大幅趋严，推动尾气处理技术变革，柴油车和汽车尾气脱销给分子筛提供了广阔的应用市场。总体来看，国六标准已开始陆续落地实施。国家对柴油车氮氧化物排放要求日趋严格。2018 年 6 月，国家生态环境部、国家市场监督管理总局发布 GB17691-2018《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》规定：自 2021 年 7 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的柴油车应符合 6a 阶段标准要求；自 2023 年 7 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的柴油车应符合 6b 阶段标准要求。

柴油车 6a 标准与国 V 标准相比，氮氧化物排放限值降低了 66.67%；6b 标准与 6a 标准相比，氮氧化物的排放限值降低了 41.67%。柴油车氮氧化物排放量远超汽油车，排放总量接近汽车排放总量 70%。

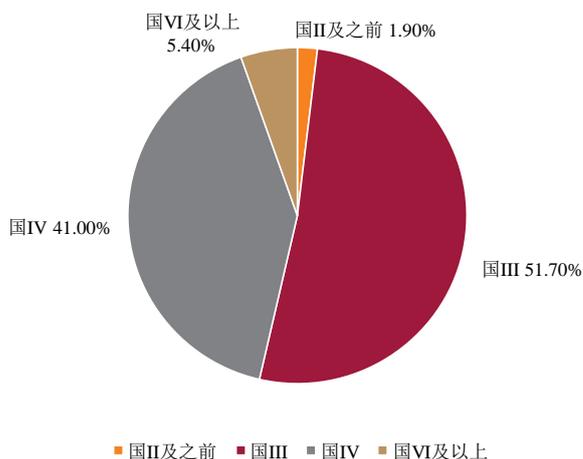
表 1: 重型国六标准的实施时间

事件	部门	主要情况	生效时间
《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》	环境保护部	轻汽国 6 法规发布	2016 年 12 月 13 日
		国 6a 轻型汽车	2020 年 7 月 1 日
		国 6b 轻型汽车	2023 年 7 月 1 日
《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》	生态环境部	重柴国 6 法规发布	2018 年 6 月 28 日
		国 6a 燃气重型车	2019 年 7 月 1 日
		国 6a 城市重型车	2020 年 7 月 1 日
		国 6a 所有重型车	2021 年 7 月 1 日
		国 6b 燃气重型车	2021 年 1 月 1 日
《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	发改委、科技部等 11 部门	轻型汽车国 VI 排放标准过渡期延期	2021 年 1 月 1 日

数据来源: 生态环境部、中国政府网, 天风证券研究所

从柴油车的各排放标准比例看, 国IV以下的柴油车保有量比例达到 94.60%, 未来更换的空间很大。假设未来每年 10%的柴油车使用分子筛进行尾气脱硝, 按每辆柴油车需要约 5 公斤分子筛计算, 我国柴油车尾气脱硝所需的分子筛催化剂约为 0.85 万吨。

图 26: 按排放标准阶段划分的柴油车保有量构成



数据来源: 建龙微纳招股说明书, 天风证券研究所

2.2.4. 其他领域

能源化工领域, 分子筛催化剂、吸附剂的需求空间将进一步增大。在国家“氢能与燃料电池技术创新”的战略方向、创新目标和创新行动和将氢能产业纳入中国国家能源战略的政策驱动下, 我国能源结构有从碳氢化合物能源向氢能源转变的趋势, 根据《2019 年中国氢能市场氢气产量规模预测: 产量将近 2000 万吨》(中商情报网), 2019 年我国氢气产量将近 2,000 万吨, 根据公司目前 JLP5 高效制氢分子筛的提纯能力, 对应的分子筛需求量约在 3-5 万吨左右, 可见氢能源的发展将为公司制氢分子筛创造更大的需求空间。

又随着国家燃料乙醇缺口不断扩大, 煤制乙醇等供应量需要不断增加来弥补燃料乙醇缺口, 对分子筛催化剂的需求也将不断增大。2020 年前三季度, 建龙微纳制氢系列分子筛实现销售收入 4,072.55 万元, 占同期营业收入 12.74%。

环境治理领域, 钢厂烟道烧结尾气脱硝带来分子筛市场需求量。用分子筛吸附剂烟道气脱硝技术将会补充和替代现有传统的脱硝技术, 分子筛可以实现一氧化氮气体和二氧化氮气体的高效脱除及资源化综合利用, 大大降低脱硝成本。根据中国国家统计局公布的数据, 2018 年我国粗钢产量为 9.28 亿吨。假设未来钢厂烟道烧结尾气 30%用分子筛进行脱硝, 我国钢厂烟道烧结尾气脱硝分子筛市场需求量为 3.71 万吨。

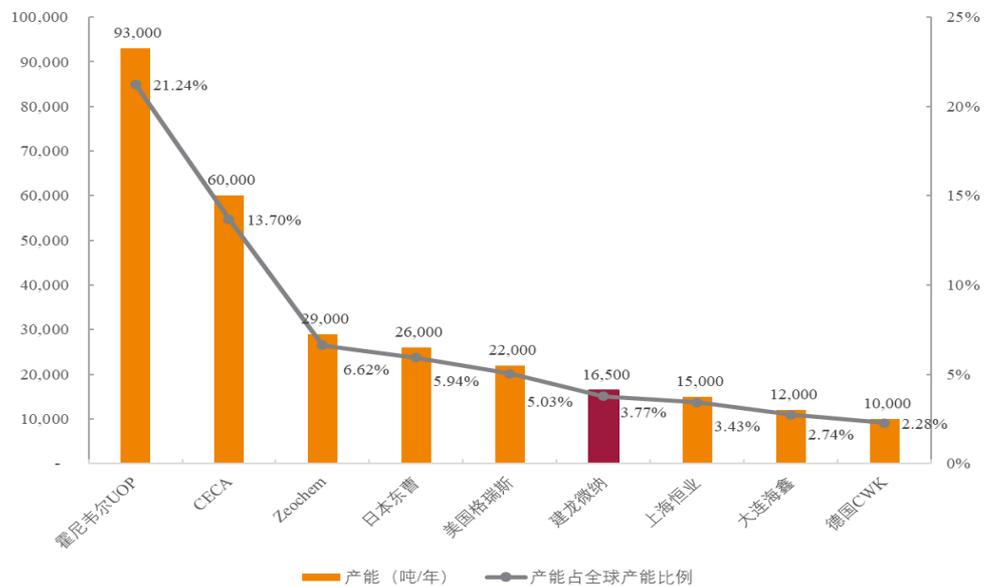
2.3. 国际分子筛厂商主导全球市场，公司引领国内市场

国内石油化工领域分子筛催化剂市场较为封闭。在国内，分子筛催化剂的主要应用领域是石油化工和煤化工领域，但该领域分子筛催化剂的研发和生产都集中在中石油、中石化等大型央企，这些大型央企完全主导和垄断了石油化工领域的催化剂市场。

我国分子筛行业起步较晚，国际分子筛厂商主导全球分子筛市场。长期以来，国际分子筛厂商凭借在分子筛研发、生产和应用上的领先技术和资金优势，通过兼并重组逐渐形成了对分子筛行业的寡头垄断。而我国分子筛行业起步较晚，于 20 世纪 50、60 年代开始分子筛研究、进行工业生产，一直扮演追赶者的角色。

但经过建龙微纳等国内成规模的分子筛企业多年的技术研发，各项核心技术瓶颈在被不断突破，能够生产出性能相当的同类分子筛产品。国内已有许多使用单位在分子筛进入更换周期时将国际大型分子筛企业的分子筛产品更换为国内企业的分子筛产品。

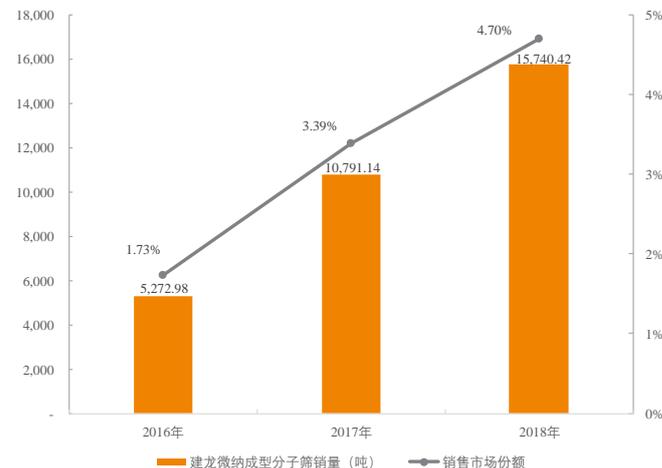
图 27：全球万吨以上产能的分子筛吸附剂生产商 2018 年产能与产量表



数据来源：《2019 全球与中国市场分子筛吸附剂深度研究报告》（中商产业研究院），天风证券研究所

建龙微纳的市场份额逐年提升。根据《2019 全球与中国市场分子筛吸附剂深度研究报告》（中商产业研究院），2016 年至 2018 年，全球分子筛吸附剂消费量分别为 304,011.00 吨、318,247.00 吨和 335,191.00 吨，建龙微纳的成型分子筛（包括活化粉）的销量分别为 5,272.98 吨、10,791.14 吨和 15,740.42 吨，销售市场份额分别为 1.73%、3.39%和 4.70%。

图 28：建龙微纳成型分子筛销量和市场份额



数据来源：建龙微纳招股说明书，天风证券研究所

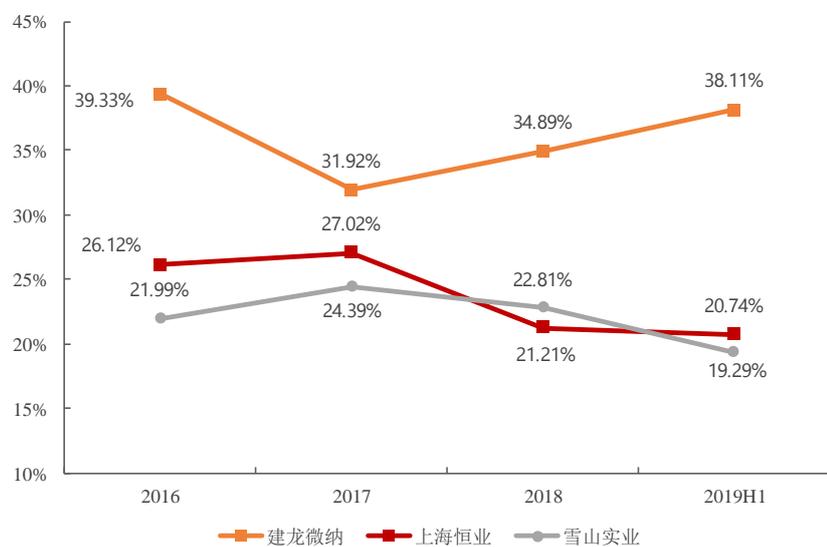
3. 覆盖分子筛全产业链，技术创新和产能扩张是主要方向

3.1. 国内少有的全产业链覆盖公司，规模优势和盈利能力突出

建龙微纳能够生产多品种分子筛原粉和不同性能、应用于不同领域的成型分子筛，是国内少数拥有涵盖分子筛原粉、分子筛活化粉、成型分子筛的研发、生产、营销、技术服务全产业链的企业。与国内主要竞争对手相比，上海恒业、大连海鑫等企业主要生产成型分子筛，原粉依赖外采，可能存在分子筛原粉质量不可控、成本较高、供应量不稳定等情形。

建龙微纳由于拥有全产业链优势，能够保证产品质量稳定、成本可控，利润率水平相对较高。2016 年度至 2019 年 1-6 月，建龙微纳的主营业务毛利率分别为 39.33%、31.92%、34.89% 和 38.11%，高于上海恒业的 26.12%、27.02%、21.21% 和 20.74% 与雪山实业的 21.99%、24.39%、22.81% 和 19.29%。

图 29：公司与同行业竞争对手毛利率比较

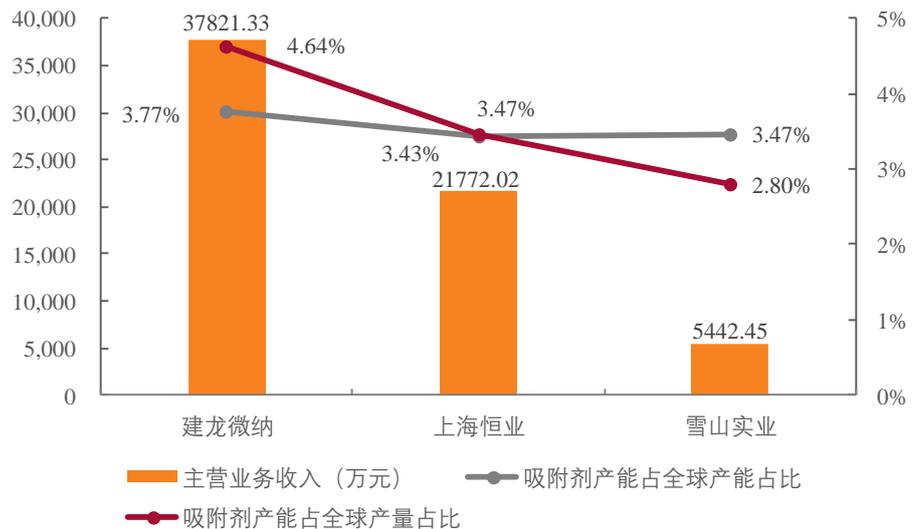


数据来源：建龙微纳招股说明书，天风证券研究所

与国内主要竞争对手相比，建龙微纳具有一定的规模优势。建龙微纳目前拥有分子筛原粉产能 31,000 吨，分子筛活化粉产能 3,000 吨，成型分子筛 20,000 吨，分子筛产能排名全球前列。2018 年度，建龙微纳的分子筛吸附剂产能与产量占全球产能与产量的比例分别为 3.77%、4.64%，高于上海恒业的 3.43%、3.47% 和大连海鑫的 2.74%、2.80%。

2018 年度与 2019 年 1-6 月，建龙微纳实现主营业务收入 37,821.33 万元与 21,614.49 万元，高于上海恒业的 21,772.02 万元与 12,974.59 万元和雪山实业的 5,442.45 万元与 2,653.01 万元。

图 30：公司与同行业竞争对手全球产能占比和主营业务收入比较



数据来源：建龙微纳招股说明书，天风证券研究所

3.2. 研发能力较强，“三代”产品迭代战略机制使公司研发保持业内领先

建龙微纳依托公司现有技术创新平台，通过自主研发与合作研发，持续研发新产品，开拓新的应用市场，公司十分重视产学研合作，与吉林大学等国内外高校及科研院所建立了长期产学研合作关系。截至 2019 年 12 月，公司共取得 11 项授权发明专利，19 项实用新型专利，1 项软件著作权与多项技术储备，其中七项已经实现产业化，领先于国内同行业公司。

建龙微纳有完善的技术创新机制。建龙微纳先后成立或共同成立了“河南省无机吸附材料院士工作站”、“河南省吸附类分子筛工程技术研究中心”、“吸附与催化多孔材料产学研联合实验室”、“河南省吸附材料产业技术创新联盟”等技术创新平台。创立技术创新资金保障和创新激励机制，充分调动科研人员的积极性，营造良好的人才创新环境，加强知识产权保护。

图 31：公司研发费用支出



数据来源：Wind，天风证券研究所

建龙微纳形成“生产一代、储备一代、研发一代”的产品迭代战略机制，保证每一代产品的技术水平始终处于领先地位。在“生产一代”上，建龙微纳的 Li-LSX 产品节能效果显著提高，第三代深冷空分制氧分子筛产品 JLOX-300 提高了生产效率，解决了低硅铝比分子筛高温焙烧骨架容易破坏的难题，切换周期从 4 小时提升到 6 小时，减少了切换频次和再生次数，降低了再生能耗。

在“储备一代”上，建龙微纳第五代深冷空分制氧分子筛产品已处于试生产阶段，切换周

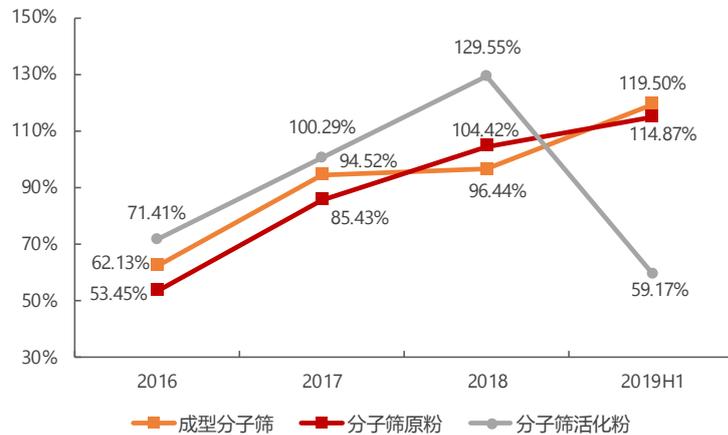
期由 6 小时延长至 8 小时，将进一步减少切换频次和再生次数，降低空分设备运行能耗；在“研发一代”上，建龙微纳加大对分子筛催化剂产品的开发，并获得了能够应用于分子筛催化剂领域的 HEU 分子筛的两项授权发明专利。

国六标准的实施将为公司分子筛提供广阔的应用市场，公司在汽车尾气脱硝方面的研发可以为公司未来快速发展培育新的利润增长点。国六标准与国五标准相比，对污染物的限额普遍严格了一倍有余，排放标准的严格化将引起汽油车催化剂用量增加。公司正不断加大研发投入，进一步完善产品结构，拓展煤制乙醇、煤制丙烯、钢厂烟道尾气与汽油车尾气脱硝等专用分子筛催化剂应用新领域，公司的柴油车尾气脱硝催化剂也仍在开发中。公司有柴油车尾气净化用分子筛催化剂的研发的在研项目，已投入 346 万，处于中试阶段，可以针对性解决当前柴油车尾气脱硝催化剂需要使用大量昂贵有机模板剂带来的成本和环境问题。

3.3. 产能负荷较高，募投项目扩大规模优势

产能负荷较高，产品供不应求。2018 年度，建龙微纳分子筛原粉、分子筛活化粉和成型分子筛的实际产能利用率分别达到 104.42%、129.55%和 96.44%，公司的产品供不应求，产能利用率已经达到极限，制约了公司的进一步发展。

图 32：公司主要产品产能利用率



数据来源：建龙微纳招股说明书，天风证券研究所

公司在建项目规划产能 3.3 万吨，包括年产 2.1 万吨成型分子筛项目和年产 1.2 万吨分子筛原粉项目。成型分子筛项目包括吸附产业园三期 1.2 万吨项目和公司于 2019 年 12 月公告拟使用超募资金建设 5000 吨制氢分子筛及 4000 吨制氧分子筛。未来生产线陆续投产，公司可以突破产能瓶颈，继续扩大生产规模。

根据公司现有产能和在建产能进行预测，公司未来分子筛原粉、成型分子筛、分子筛活化粉、活性氧化铝产能将分别达到 4.3 万吨、4.1 万吨、0.3 万吨和 5000 吨。

表 2：建龙微纳现有产能及在建产能

项目	产品	投产时间	预计投产时间	产能 (吨)
吸附材料产业园项目 (一、二期)	分子筛原粉	2016 年 11 月		31000
	成型分子筛	2017 年 9 月		10500
吸附材料产业园项目 (三期)	成型分子筛	2018 年 12 月		5000
	分子筛活化粉	2019 年 3 月		3000
	分子筛原粉		2021 年 12 月	12000
5000 吨活性氧化铝生产线	活性氧化铝	2019 年 10 月		5000
年产富氧分子筛 4500 吨项目	成型分子筛	2020 年 5 月		4500
泰国子公司生产线	成型分子筛			12000

5000 吨制氢、4000 吨制氧分子筛

成型分子筛

9000

数据来源：公司年报，建龙微纳招股说明书，天风证券研究所

4. 拟实施限制性股票激励计划，彰显长期发展信心

2020 年 8 月 13 日，建龙微纳发布限制性股票激励计划草案，拟授予 55 名激励对象共计 90 万股，占公司股本总额 1.56%，授予价格为 25 元/股，激励对象包括研发技术骨干、业务骨干及董事会认为需要激励的其他人员。其中，首次授 72 万股，占股本总额 1.25%，预留 18.00 万股。

本激励计划首次授予限制性股票考核年度为 2020-2022 年度，以 2019 年归属于上市公司股东净利润值为业绩基数，对每个考核年度相比业绩基数的净利润增长率进行考核，根据净利润增长率考核目标的完成程度核算公司层面归属比例，2020-2022 年三年归属期目标值分别为 55%、85%、170%，触发值分别为 45%、60%、140%。

表 3：首次授予限制性股票各年度业绩考核目标

归属安排	对应考核年度	年度归属于母公司股东净利润相对于 2019 年的增长率		目标值预测业绩 (百万元)	触发值预测业绩 (百万元)
		目标值	触发值		
第一个归属期	2020 年	55%	45%	133.3	124.7
第二个归属期	2021 年	85%	60%	159.1	137.6
第三个归属期	2022 年	170%	140%	232.2	206.4

数据来源：《建龙微纳 2020 年限制性股票激励计划（草案）》，天风证券研究所

公司将 2020-2022 年业绩考核指标以 2019 年归属于上市公司股东净利润值为业绩基数设定净利润增长率指标，彰显公司对后三年业绩增长的信心。

除公司层面的业绩考核外，公司对员工个人还设置了严格的绩效考核评估体系。激励对象的个人层面绩效考核按照公司现行的相关规定组织实施，将激励对象的年度绩效考核结果划分为 A、B、C、D、E 五个档次，分别对应个人层面归属比例为 100%、90%、80%、70%、0。则激励对象个人当年实际归属的数量=授予时个人当年初始计划归属数量×公司层面的归属比例×个人层面归属比例。激励体系有利于充分调动公司核心团队的积极性、责任感和使命感，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020-2022 年将实现营业收入 4.95、6.07 和 8.54 亿元，同比增长 21.96%、22.65%和 40.59%；实现归母净利润 1.32、1.58 和 2.37 亿元，对应 EPS 为 2.28、2.73 和 4.10 元，对应 PE 为 28.9、24.1 和 16 倍。

我们选取应用材料领域相关行业上市公司国瓷材料、万润股份和山东赫达为可比公司，三家公司 2021 年平均 PE 达 32.3 倍，我们给予建龙微纳 2021 年目标 PE 估值为 32 倍，目标价格 87.4 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 4：业绩分拆预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	378.20	405.97	495.14	607.28	853.80
同比	54.87%	7.34%	21.96%	22.65%	40.59%
成型分子筛（百万元）	257.77	318.83	418.46	538.77	796.85

同比	73.41%	23.69%	31.25%	28.75%	47.90%
原粉 (百万元)	95.90	60.74	58.28	47.09	33.13
同比	22.68%	-36.66%	-4.05%	-19.20%	-29.65%
活化粉 (百万元)	15.38	15.02	18.40	21.42	23.83
同比	35.75%	-2.34%	22.49%	16.45%	11.21%
活性氧化铝及其他业务收入 (百万元)	9.15	11.38	22.98	34.82	38.50
同比	50.99%	24.37%	101.97%	51.52%	10.56%
毛利率	34.89%	38.89%	46.24%	44.11%	45.59%
成型分子筛	35.06%	40.02%	52.00%	50.00%	50.00%
原粉	34.87%	37.55%	40.00%	40.00%	40.00%
活化粉	31.01%	34.35%	35.00%	35.00%	35.00%
活性氧化铝及其他业务收入	36.94%	20.12%	20.00%	20.00%	20.10%

资料来源: Wind、天风证券研究所

表 5: 可比估值表

股票代码	公司名称	收盘价		EPS (元/股)					PE (倍)			
		2020/11/17	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
300285.SZ	国瓷材料	39.40	0.52	0.62	0.78	0.96	75.77	63.55	50.51	41.04		
002810.SZ	山东赫达	33.61	0.83	1.33	1.67	2.22	40.49	25.27	20.13	15.14		
002643.SZ	万润股份	20.10	0.56	0.59	0.77	0.94	35.89	34.07	26.10	21.38		
行业平均							50.72	40.96	32.25	25.85		
688357.SH	建龙微纳	65.71	1.49	2.28	2.73	4.10	44.18	28.85	24.05	16.04		

资料来源: Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

行业发展低于预期的风险: 若因经济大幅波动而影响分子筛下游行业的需求, 则公司的产品需求有可能会降低;

行业竞争加剧的风险: 若行业内竞争对手整体扩张加速, 导致产品在一段时间内的供大于求, 则有可能导致产品降价的风险, 可能会影响产品的毛利率情况, 进而影响公司业绩;

产能投产不及预期的风险: 若公司产能投放的进度低于预期, 则公司未来收入端增长的增速有望降低, 将影响公司整体业绩增速;

安全生产的风险: 分子筛原粉属于化工品, 生产过程中若出现安全问题, 则可能对公司盈利造成一定影响;

技术迭代的风险: 分子筛主要用于吸附和催化作用, 若出现新技术能够替代分子筛, 则可能会导致公司产品下游需求减少。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	63.53	126.23	84.39	120.25	75.73	营业收入	378.21	405.97	495.14	607.29	853.80
应收票据及应收账款	123.81	36.50	156.06	73.36	257.21	营业成本	246.24	248.10	266.18	339.43	464.55
预付账款	2.18	3.26	1.96	4.60	4.83	营业税金及附加	5.28	5.85	6.95	8.58	12.12
存货	61.14	64.67	71.11	94.79	138.41	营业费用	31.07	27.87	24.76	35.22	46.96
其他	1.24	548.28	484.17	464.16	465.93	管理费用	14.77	22.02	22.89	26.11	34.15
流动资产合计	251.90	778.92	797.70	757.16	942.11	研发费用	12.41	14.53	15.84	20.37	28.84
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	13.27	8.10	1.82	(1.23)	(0.98)
固定资产	298.93	313.43	334.91	370.30	401.04	资产减值损失	(0.09)	0.00	(0.05)	(0.05)	(0.03)
在建工程	24.48	35.86	57.51	82.51	79.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	24.40	23.85	23.37	22.90	22.42	投资净收益	(0.00)	0.00	0.57	0.57	0.57
其他	5.96	4.97	3.60	18.83	15.28	其他	(1.19)	(5.36)	(1.14)	(1.14)	(1.14)
非流动资产合计	353.78	378.10	419.40	494.53	518.25	营业利润	56.45	84.85	157.33	179.42	268.77
资产总计	605.68	1,157.03	1,217.10	1,251.70	1,460.36	营业外收入	0.37	14.84	5.35	6.85	9.01
短期借款	114.16	66.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.34	0.48	11.29	4.70	5.49
应付票据及应付账款	75.36	59.20	82.76	103.45	148.07	利润总额	54.48	99.21	151.39	181.57	272.29
其他	126.17	113.84	142.50	57.84	67.89	所得税	7.41	13.21	19.68	23.60	35.40
流动负债合计	315.69	239.04	225.26	161.29	215.97	净利润	47.07	86.00	131.71	157.97	236.89
长期借款	38.00	36.00	0.00	0.00	0.00	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	47.07	86.00	131.71	157.97	236.89
其他	36.52	10.60	33.01	26.71	23.44	每股收益(元)	0.81	1.49	2.28	2.73	4.10
非流动负债合计	74.52	46.60	33.01	26.71	23.44						
负债合计	390.21	285.63	258.27	188.00	239.41	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	43.36	57.82	57.82	57.82	57.82	成长能力					
资本公积	124.89	680.35	680.35	680.35	680.35	营业收入	54.70%	7.34%	21.96%	22.65%	40.59%
留存收益	172.11	813.57	901.01	1,005.87	1,163.13	营业利润	145.10%	50.31%	85.41%	14.04%	49.80%
其他	(124.89)	(680.35)	(680.35)	(680.35)	(680.35)	归属于母公司净利润	-562.03%	82.70%	53.14%	19.94%	49.96%
股东权益合计	215.47	871.39	958.83	1,063.69	1,220.95	获利能力					
负债和股东权益总	605.68	1,157.03	1,217.10	1,251.70	1,460.36	毛利率	34.89%	38.89%	46.24%	44.11%	45.59%
						净利率	12.45%	21.18%	26.60%	26.01%	27.75%
						ROE	21.85%	9.87%	13.74%	14.85%	19.40%
						ROIC	22.01%	26.85%	35.12%	34.10%	47.82%
						偿债能力					
						资产负债率	64.42%	24.69%	21.22%	15.02%	16.39%
						净负债率	42.06%	-2.55%	-5.28%	-10.12%	-4.88%
						流动比率	0.80	3.26	3.54	4.69	4.36
						速动比率	0.60	2.99	3.23	4.11	3.72
						营运能力					
						应收账款周转率	3.42	5.06	5.14	5.29	5.17
						存货周转率	6.84	6.45	7.29	7.32	7.32
						总资产周转率	0.68	0.46	0.42	0.49	0.63
						每股指标(元)					
						每股收益	0.81	1.49	2.28	2.73	4.10
						每股经营现金流	1.29	0.72	2.32	3.26	1.38
						每股净资产	3.73	15.07	16.58	18.40	21.12
						估值比率					
						市盈率	80.71	44.18	28.85	24.05	16.04
						市净率	17.63	4.36	3.96	3.57	3.11
						EV/EBITDA	0.00	18.41	18.67	16.25	11.27
						EV/EBIT	0.00	22.20	20.70	18.09	12.23

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com