

建龙微纳 (688357.SH)

吸附分离和催化市场广阔，沸石分子筛龙头大有可为

推荐 (首次)

现价: 225 元

主要数据

行业	化工
公司网址	www.jalon.cn
大股东/持股	李建波/24.82%
实际控制人	李建波, 李小红
总股本(百万股)	58
流通 A 股(百万股)	26
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	130
流通 A 股市值(亿元)	59
每股净资产(元)	19.71
资产负债率(%)	27.7

行情走势图



刘永来 投资咨询资格编号
S1060520070002
LIUYONGLAI647@pingan.com.cn



平安观点:

- **化工新材料细分赛道沸石分子筛龙头:** 公司是国内沸石分子筛吸附剂和催化剂行业的龙头, 目前公司技术上已经实现了分子筛原粉晶体尺寸可控、交换度可控、硅铝比可控、分子筛原粉类型可控, 公司可以通过调整晶粒大小、硅铝比、离子交换改性等制备工艺技术制成 Li-LSX、JLOX-300、JLOX-500 和 JLPH5 等分子筛以提高其吸附性能, 从而得到更广泛的应用, 经过二十多年的发展, 公司已成为国内该领域的佼佼者, 同时也是国际分子筛主要厂商之一。
- **化工分离提纯和氢能源驱动分子筛需求快速增长:** 炼油、空分、石化、天然气和制冷剂几大领域占到全球沸石分子筛 80% 以上的市场份额。受上述行业尤其是氢能源行业的快速发展, 全球分子筛吸附剂消费量预计将保持快速增长, 公司目前在原有产能的基础上加大对制氢分子筛的布局。
- **新增产能助力公司成长:** 目前三期项目已经进入调试及试生产阶段, 预计 2021 年年底投产, 此外公司在泰国新建 12000 吨成型分子筛产能, 已经与 2021 年 11 月 18 日进入试生产调试状态, 正式投产后将成为公司第一个海外生产基地, 有利于公司对欧美和东南亚市场的覆盖。年底公司即将形成 43000 吨原粉、42000 吨成型分子筛、3000 吨活化粉和 5000 吨活性氧化铝的产能。同时公司定增募资建设沸石分子筛改扩建项目, 生产尾气催化和化工催化用沸石分子筛, 投产后公司原粉总产能将达到 5.6 万吨, 成品分子筛将达到 5.3 万吨。
- **投资建议:** 公司是沸石分子筛龙头企业, 行业前景广阔, 在建产能助力公司快速成长, 结合公司经营计划和行业环境, 我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别是 3.03、4.37、4.51 亿元, 对应的 EPS 分别为 5.24、7.56、7.80 元, 对应的 PE 分别为 43.0、29.8、28.8 倍。首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 需求增速下滑; 产品价格下跌; 竞争加剧; 在建项目进度不及预期; 环保安全风险。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	406	452	901	1318	1364
YoY (%)	7.3	11.2	99.5	46.3	3.5
净利润(百万元)	86	127	303	437	451
YoY (%)	82.7	48.1	137.7	44.3	3.3
毛利率 (%)	38.9	44.4	54.5	54.2	54.0
净利率 (%)	21.2	28.2	33.6	33.1	33.1
ROE (%)	9.9	13.1	25.0	28.1	23.7
EPS(摊薄/元)	1.49	2.20	5.24	7.56	7.80
P/E(倍)	151.3	102.1	43.0	29.8	28.8
P/B(倍)	14.9	13.3	10.7	8.4	6.8

正文目录

一、	快速成长的沸石分子筛龙头	4
1.1	原粉-活化粉/成品分子筛全产业链覆盖.....	4
1.2	良好的盈利能力和成长性.....	6
二、	沸石分子筛：分离、提纯和催化领域重要的新材料	9
2.1	沸石分子筛的结构和吸附分离机理.....	9
2.2	公司在沸石分子筛领域拥有深厚的技术积累.....	12
2.3	成为全球领先的沸石分子筛龙头企业之一.....	15
三、	化工分离提纯和氢能源驱动沸石分子筛需求快速增长	17
3.1	沸石分子筛的应用广泛且技术壁垒很强.....	17
3.2	下游市场增长迅速，公司集中布局制氢制氧并延伸至其他领域.....	19
四、	盈利预测与投资建议	22
五、	风险提示	24

图表目录

图表 1	公司的发展历程	4
图表 2	公司的主要产品大类和产能	5
图表 3	公司所生产的沸石分子筛产品	5
图表 4	公司营收按照产品细分（万元）	6
图表 5	公司主营业务构成	7
图表 6	各个产品系列的毛利率和公司整体毛利率（%）	7
图表 7	公司营收和归母净利润增长情况（亿元）	8
图表 8	公司与国内竞争对手的 ROE（加权）对比（%）	8
图表 9	无机多孔材料的分类	9
图表 10	沸石分子筛的结构层次	10
图表 11	典型沸石分子筛和常见化学分子的孔径排列	11
图表 12	沸石分子筛吸附分离原理（以乙醇干燥为例）	11
图表 13	吸附类沸石分子筛常见应用场景与分子筛型号的匹配	12
图表 14	公司沸石分子筛的合成方法	13
图表 15	元素比例对于沸石分子筛晶体结构的影响	13
图表 16	公司的主要产品系列和应用场景	14
图表 17	全球主要吸附类分子筛生产企业	15
图表 18	2018 年全球主要沸石分子筛生产企业的产能产量（吨）	16
图表 19	2019 年全球沸石分子筛的消费结构	17
图表 20	全球分子筛的消费量和预测（万吨）	18
图表 21	全球沸石分子筛的分领域消费增长（万吨）	18
图表 22	我国工业气体市场规模的增长（亿元）	19
图表 23	2014-2020 年中国制氧机行业产量情况（万台）	20
图表 24	燃料电池汽车等氢能源领域的耗氢量估算（万吨）	21
图表 25	公司营收预测表（百万元）	23
图表 26	可比公司参考估值	24

一、快速成长的沸石分子筛龙头

1.1 原粉-活化粉/成品分子筛全产业链覆盖

洛阳建龙微纳新材料股份有限公司（“建龙微纳”或公司）前身为洛阳市建龙化工有限公司，成立于1998年，并于2019年12月4日登陆上交所科创板（证券代码：688357，证券简称：建龙微纳）。公司是国内沸石分子筛吸附剂和催化剂行业的龙头，产品广泛应用于医疗保健、清洁能源、工业气体、环境治理及能源化工等领域。

图表1 公司的发展历程

时间	里程碑
2002	建设第一条分子筛原粉合成生产线
2004	获得英国国家质量保证有限公司（NQA）ISO9001:2000质量体系认证
2005	与北京工业大学共同成立联合实验室进行新产品新技术研究和开发
2006	洛阳分子筛工程技术研究中心成立；该中心2011年升级为河南省吸附类分子筛工程技术研究中心
2008	重新通过了以国家新标准认定的高新技术企业
2009	公司于吉林大学共同承办第十五届全国分子筛学术大会
2010	公司拥有完全自主知识产权的2000吨级JLQX系列制氧分子筛（LSX）自动化生产线竣工投产；“硅谷”牌商标被认定为河南省著名商标。
2011	被河南省确定为创新型试点企业
2012	被批准为河南省创新型企业
2013	“洛阳建龙吸附材料产业园项目”启动建设
2014	成功举办首届“全国分子筛制氧应用高峰论坛”
2014.09	“洛阳建龙吸附材料产业园”一期项目顺利投产
2015.05	公司正式更名为“洛阳建龙微纳新材料股份有限公司”
2015.07	9000吨成品分子筛自动化生产线建设投产
2016	深冷空分制氧吸附剂JLOX-300系列分子筛通过河南省科技成果认定并荣获“中国气体行业知名品牌”，11月获建“河南省无机吸附材料院士工作站”
2017	荣获“河南省行业领军人企业”、“中国气体行业领军企业、创新型企业”
2018	启动产业园三期项目建设
2019	公司成功上市科创板，成为河南省首家科创板上市企业

资料来源：公司官网、平安证券研究所

截至2020年底，公司拥有31,000吨分子筛原粉、20,000吨成型分子筛、3,000吨分子筛活化粉及5,000吨活性氧化铝的产能，目前三期项目已经进入调试及试生产阶段，预计2021年年底投产，此外公司在泰国新建12000吨成型分子筛产能，已经与2021年11月18日进入试生产调试状态，正式投产后将成为公司第一个海外生产基地，有利于公司对欧美和东南亚市场的覆盖。2021年底预计公司即将形成43000吨原粉、42000吨成型分子筛、3000吨活化粉和5000吨活性氧化铝的产能。

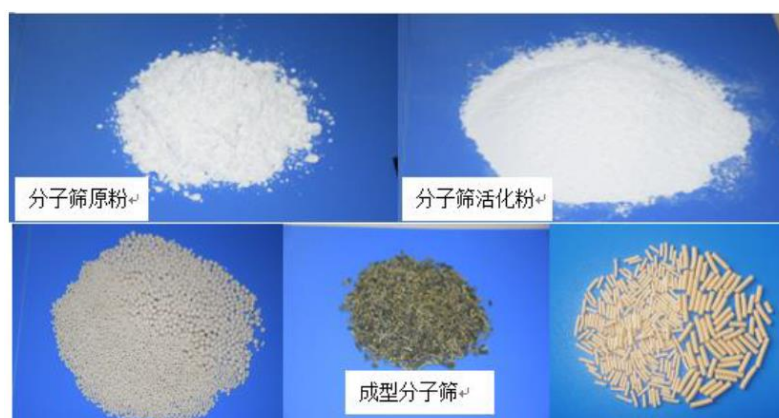
图表2 公司的主要产品大类和产能

产品大类	截止 2020 年 底产能 (吨)	改扩建后产 能 (吨)	说明
分子筛原粉	31000	53100	分子筛原粉是一种人工合成的无机非金属多孔晶体材料，是制造分子筛活化粉和成型分子筛的原材料。
成型分子筛	20000	56100	成型分子筛是由分子筛原粉和粘结剂等组份通过一定比例混合、成型，经过干燥、高温焙烧制成的具有外观形状规则的无机非金属材料，广泛应用于气体吸附分离、催化、离子交换等诸多领域。
分子筛活化粉	3000	3000	分子筛活化粉是一种粉状分子筛，由分子筛原粉经过高温干燥焙烧制成，拥有优异的分散性能及对微量水份快速吸附能力，作为一种添加剂在油漆、涂料、中空玻璃胶条、橡胶、聚氨酯等领域广泛应用。
活性氧化铝	5000	5000	配套分子筛进行销售

资料来源：公司公告、平安证券研究所

分子筛原粉是成型分子筛的主要原材料，没有分子筛原粉就无法生产成型分子筛，成型分子筛和分子筛活化粉的产品最终品质很大程度上取决于分子筛原粉的质量，因此从产业链安全的角度，分子筛原粉对于公司长期发展的战略意义是至关重要的，公司目前具备从原粉到成型分子筛的全产业链技术开发和生产能力。

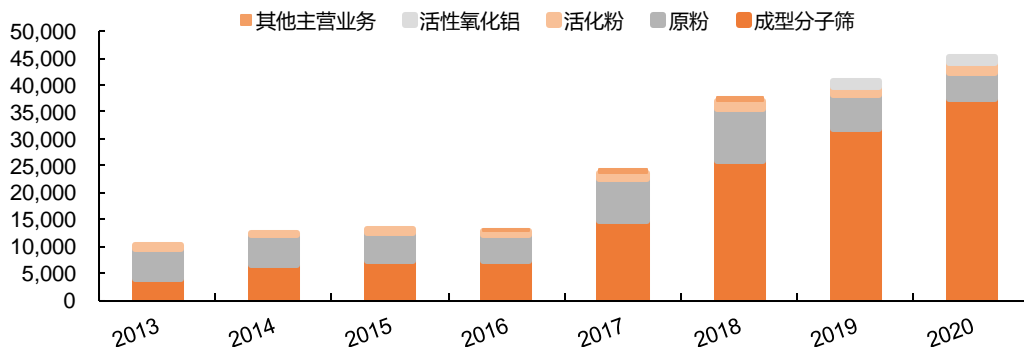
图表3 公司所生产的沸石分子筛产品



资料来源：建龙微纳，平安证券研究所

从营收结构来看，公司的收入主要来自成型分子筛其次是原粉的销售，目前公司生产的原粉中“制氧、制氢”等高附加值的原粉全部自用，2020 年公司的分子筛原粉和成型分子筛分别实现营业收入约 4698 万元、37405 万元，分子筛原粉和成型分子筛的营业收入合计占公司总营业收入的约 93.24%。

图表4 公司营收按照产品细分（万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

此外，公司还有少量的活化粉和活性氧化铝的销售。分子筛活化粉是一种粉状分子筛，主要作为添加剂使用，广泛应用于油漆、涂料、中空玻璃胶条、橡胶、聚氨酯等领域。活性氧化铝是一种多孔性、高分散度的固体材料，广泛地被用作干燥剂、吸附剂、气体或液体的净化剂，以及催化剂和催化剂载体。由于工业制氧用户在采购分子筛的同时，会同时采购空分设备所需要搭配的活性氧化铝，公司通过自产活性氧化铝，使其在质量与品质得到保障，能够解决公司外购活性氧化铝时可能会出现活性氧化铝产品质量不稳定、责任追述难、供货期得不到保障等问题，同时能够降低活性氧化铝的综合成本，为分子筛的销售提供支持保障，为客户提供更完整的技术解决方案。

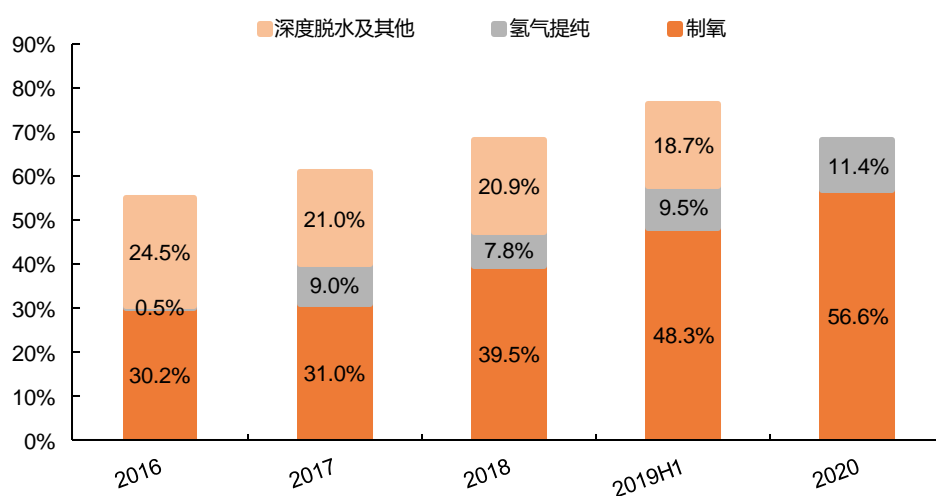
1.2 良好的盈利能力和成长性

从下游应用的角度来看，目前公司主要产品为医疗保健制氧分子筛、工业制氧分子筛、制氢分子筛、气体干燥与净化用分子筛、煤化工及石油化工领域分子筛、环境保护领域分子筛、建筑材料领域分子筛等。当前公司已经形成了完整的产业链，公司产品的性能指标均具有与国际大型分子筛企业竞争的能力，多种分子筛产品已在深冷空分制氧和变压吸附制氧领域突破垄断，实现了进口替代。

经过长期的经营和积累，目前公司的客户结构相对稳定，多为长期合作客户，直销客户中主要为全球分子筛巨头企业、设备制造商（如大中型制氧制氢装置制造厂商和家用及医疗制氧设备等）以及终端使用客户（如钢厂、煤化工企业、能源化工企业等）。其中，终端使用客户中包括中石油、中石化、神华宁煤等国内能源、化工行业的大型企业。

从营收数据来看，制氧、制氢业务和化工分离中常用的脱水业务贡献了公司大部分的销售收入，三大业务占到公司总营收的70%左右。

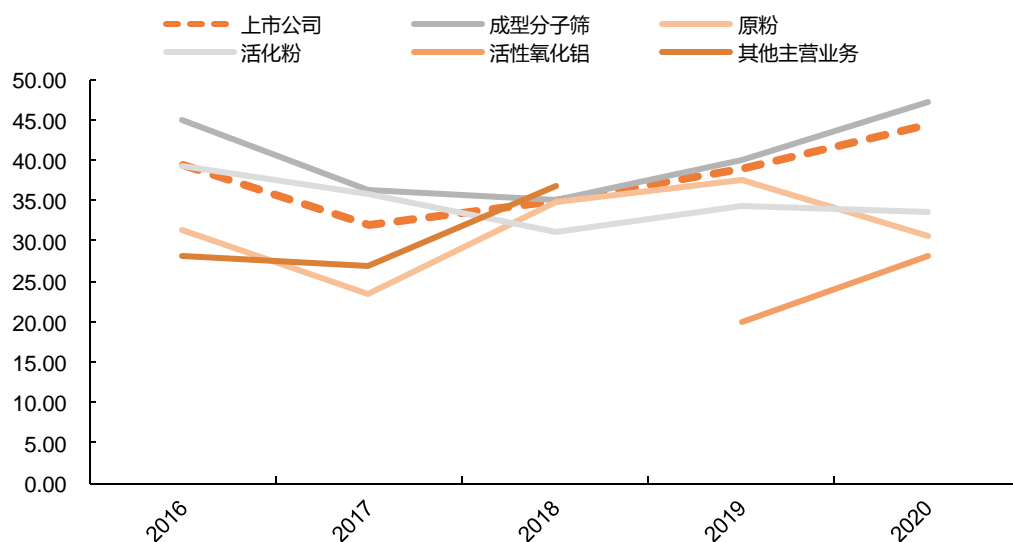
图表5 公司主营业务构成



备注：根据数据实际披露情况，2019年数据为上半年数据，2020年数据不包含深度脱水和其他领域的销售比例。
资料来源：建龙微纳，平安证券研究所

公司产品技术壁垒较高，因此能维持较高的毛利水平，历史数据表明公司的毛利基本处于 30-50% 区间，从结构上看，主要是因为公司主要以成品分子筛而不是原粉为销售产品，成品分子筛具有更高的毛利，当然原粉的开发和生产能力是前提，否则成型分子筛在原材料方面将受制于人。

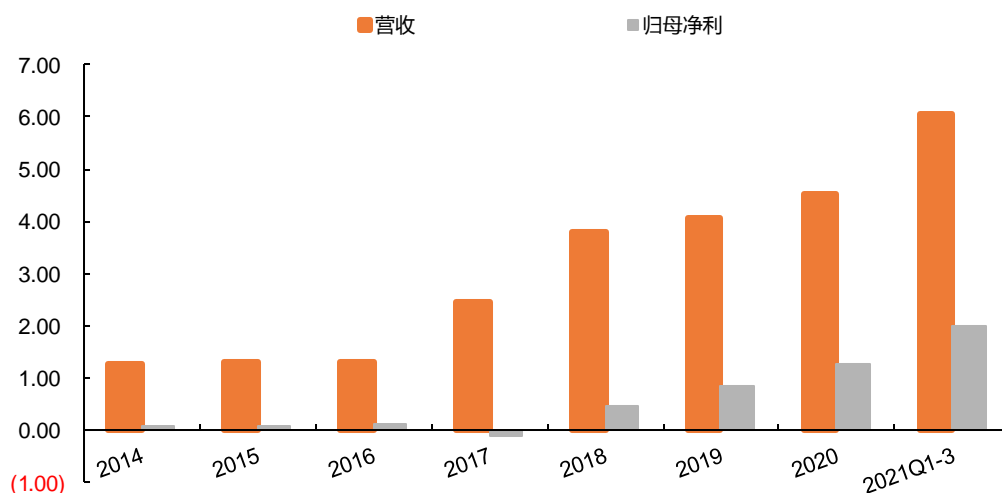
图表6 各个产品系列的毛利率和公司整体毛利率 (%)



资料来源：建龙微纳，平安证券研究所

公司具有很高的成长性，2014-2020 年公司的营收从 1.26 亿人民币增长到 4.52 亿人民币，年均复合增长率为 24%，而归母净利从 2014 年的 0.09 亿元增长为 1.27 亿元，年均复合增速为 55%。2021 年前三季度公司的营收和归母净利均已创历史新高，实现营收 6.07 亿元，归母净利 2.01 亿元。

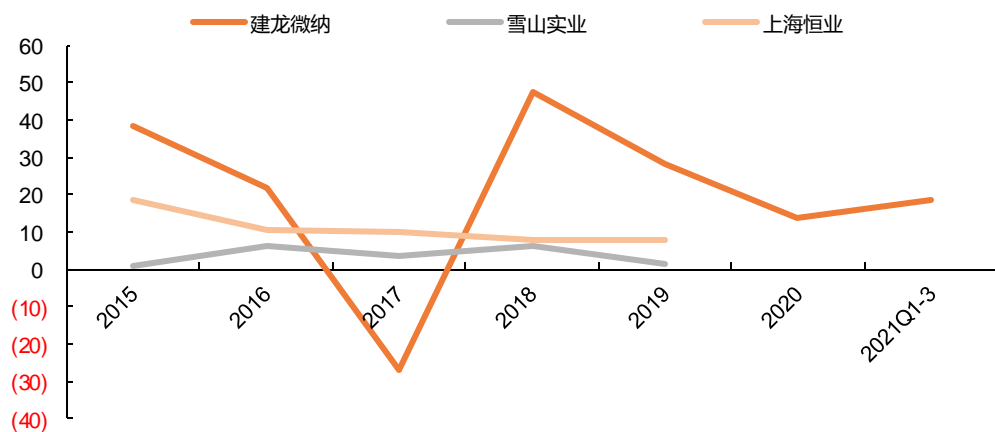
图表7 公司营收和归母净利增长情况（亿元）



资料来源：建龙微纳，平安证券研究所

客观上讲，公司跟国际的分子筛巨头例如 UOP 相比，还存在一定的差距，但是在国内的沸石分子筛行业，从已披露出来的历史数据来看，公司近年来的多项指标（下图展示了各公司 ROE 的对比）领先于竞争对手（其中雪山实业和上海恒业已经退市）。

图表8 公司与国内竞争对手的 ROE（加权）对比（%）



资料来源：Wind、公司公告、平安证券研究所

二、沸石分子筛：分离、提纯和催化领域重要的新材料

2.1 沸石分子筛的结构和吸附分离机理

公司的主要产品沸石分子筛其实是一个复合的概念，从物质组成和结构看是一种沸石或者类沸石，从功能来看是一种分子筛，目前沸石分子筛已经成为主流的分子筛产品（但是沸石不光用作分子筛，而分子筛也不只是沸石产品），成为一种约定俗称的叫法。

沸石分子筛从化学属性上来看属于无机多孔固体材料，无机多孔固体材料可以是晶体的（例如沸石分子筛）、也可以是准晶体或者无定型体（例如锂电池用无定型碳），由于其多孔的特点，空旷的结构和巨大的比表面积增强了它们的催化和吸附能力，可以广泛应用在能源化工和生命科学等领域，用作非均相催化剂、吸附剂、载体、离子交换剂等。

图表9 无机多孔材料的分类

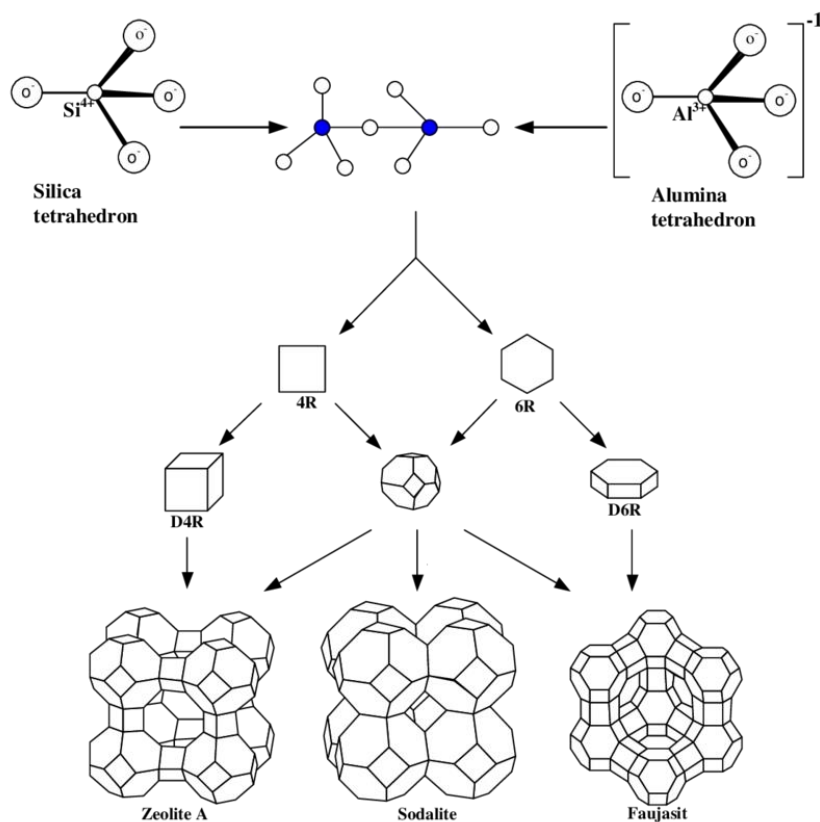
分类标准	具体例子
晶体形态	晶体、准晶体和无定型
用途	吸附剂、催化剂、载体、离子交换剂
是否天然	天然沸石、人工沸石或者人工类沸石
元素	低硅沸石、高硅沸石、全硅分子筛、磷酸铝分子筛、金属硫化物
孔道尺寸	超微孔分子筛（<0.7nm）、微孔分子筛（0.7-2nm）、介孔分子筛（2-50nm）、大孔分子筛（50-1000nm）和宏孔分子筛（1 μ m）

资料来源：CNKI、平安证券研究所

天然沸石是在地质作用下形成的架状硅酸盐，后来人工合成技术突破后，获得了许多天然不存在的沸石种类，不论是天然沸石还是人工合成沸石，其基本的结构由硅氧四面体和铝氧四面体组成（初级结构单元），初级结构单元共用氧原子连接而成为多元环（SBU 即次级结构单元），例如由四个四面体构成四圆环，五个四面体构成五元环，六个四面体构成六圆环。值得注意的是，次级结构单元只是理论意义上的拓扑构筑单元，用它们可以很好地描述骨架的结构，但不能认为它们就是或者等同于分子筛晶化过程中在溶液或者凝胶中真实存在的物种。

而各种不同的 SBU 通过氧桥相互连接，形成具有三维空间的多面体，这些多面体是中空的笼状，故又称为笼。不同的多面体和笼按照不同的结构进行组合，形成不同结构的沸石，例如 A 型沸石（两个 β 笼通过双四元环连接）、方钠石沸石（一个 β 笼直接连接到另一个 β 笼）、X 型和 Y 型沸石（都是八面沸石结构，是两个 β 笼通过双 6 元环连接，所不同的是一般把硅铝比 2.2-3 的称为 X 型沸石，硅铝比大于 3 的称为 Y 型沸石）。

图表10 沸石分子筛的结构层次



资料来源：Elsevier，平安证券研究所

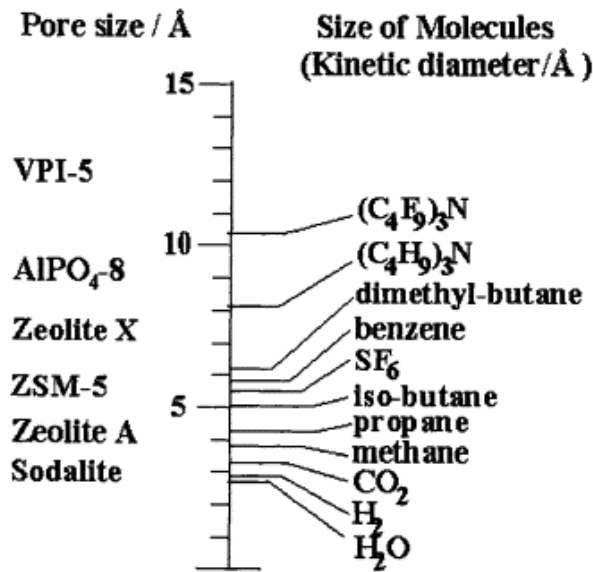
在不同构型的沸石中，存在不同尺寸的孔口和孔道。孔口是空穴与外部或其他空穴相连的部位，各种晶体或流体分子能否进入到沸石晶体内部，是由主孔口的有效孔径控制的，孔道是沸石内部由孔穴孔口相互连接形成的通道，沸石能够进行吸附分离或者催化，主要是用于这些不同尺寸的孔道。由于孔道的存在，沸石分子筛的密度比其他的架状硅酸盐低很多，这可从比重上体现出来：长石的比重约在 2.6—2.7 间，似长石则在 2.3—2.5 间，沸石最低约在 1.9—2.3 间。

根据国际分子筛协会信息，目前全球现已知的有 253 种分子筛结构类型（该数字随着新型沸石的发现和合成会继续增长），在现有技术条件下仅有 A 型沸石、 β 沸石、丝光沸石、X 型沸石、Y 型、MFI 型沸石（常见的 ZSM-5 为代表）等 20 余种分子筛结构能够进行工业规模化生产。

分子筛的结构特性决定了其具有优良的吸附性能、离子交换性能以及催化性能，具体表现在：

- 吸附性能：由于分子筛的孔径均一，只有当分子动力学直径小于分子筛孔径时才能进入孔道内部而被吸附，所以分子筛对于气体和液体的分离犹如筛子一样，可根据分子大小来决定是否被吸附。分子筛的吸附是一种物理变化过程，不发生化学变化，吸附饱和后，只要将浓聚在分子筛内表面小分子移除。

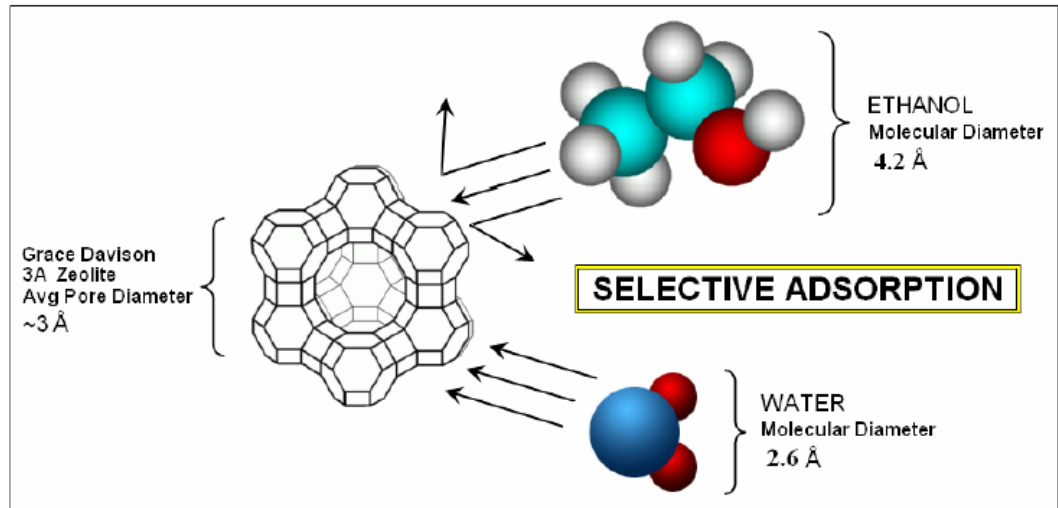
图表11 典型沸石分子筛和常见化学分子的孔径排列



资料来源: Elsevier, 平安证券研究所

举例来说, 水分子的尺寸大约是 2.6 埃 (1 埃=0.1 纳米), 而乙醇分子的尺寸是 4.2 埃, 所以用孔径尺寸为 3 埃的 3A 型分子筛, 可以有效提纯乙醇而获得高纯度的无水乙醇。

图表12 沸石分子筛吸附分离原理 (以乙醇干燥为例)



资料来源: Slova, 平安证券研究所

- 离子交换性能: 离子交换主要是指分子筛孔道中平衡骨架负电荷的阳离子和环境中的阳离子交换, 分子筛的离子交换一般在水溶液中进行, 分子筛可以实现对特定阳离子的选择性吸附, 从而应用于核废水中放射性阳离子的高效去除。通过离子交换, 还可以改变分子筛孔径的大小, 调变分子筛内部的电场分布, 进而调变分子筛的性能。

- 催化性能：分子筛具有独特而均一的孔道结构，较大的比表面积，较强的酸中心和氧化-还原活性中心，孔道内有能起极化作用的强大库仑场，因此分子筛是性能优异的催化剂和催化剂载体。

沸石分子筛面对的是一个专业性很强的市场，每家沸石分子筛厂家侧重的下游领域各有不同，客户在选择分子筛产品的时候，除了分子筛本身的性能指标外，与自身工艺和物料特性相匹配是至关重要的，下表展示了沸石分子筛常见领域的化工工段与分子筛匹配的情况。

图表13 吸附类沸石分子筛常见应用场景与分子筛型号的匹配

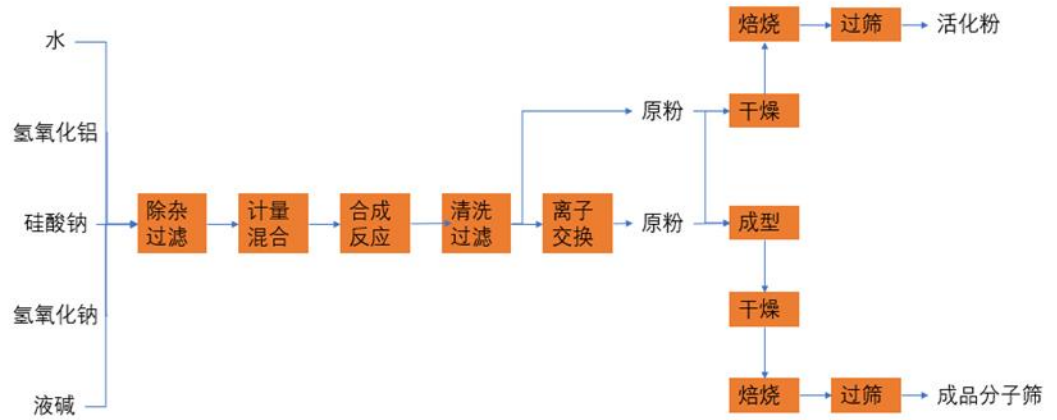
行业	应用	工段	吸收过程	常用沸石分子筛
石油化工	乙烯生产脱水	裂解气	TSA	3A
		乙炔		
		丙烯		
		氢气		
	其他炼化过程	LPG 干燥	TSA	4A, 5A, 13X
		乙烯除去 CO2	TSA	4A, 13X
	合成气	除甲醇	TSA	4A, 5A, 13X
		重整气提取氢气	PSA	5A, 13X
	石化分离	正构烷烃和异构烷烃的分离	DDAPSA	5A
		芳烃分离	DDA	13X
烯烃和烷烃分离		DDA	5A, 13X	
	烯烃处理	TSA	5A, 13X	
天然气	天然气干燥和净化	TSA	4A, 5A, 13X	
	丙烷丁烷干燥净化	TSA	4A, 13X	
	车用气的干燥净化	TSA	3A, 4A, 13X	
工业气体	空气分离原材料气净化	TS/PSA	13X	
	N2, O2, CO2, H2 的干燥	TS/PSA	4A, 13X	
	重整气体提取 CO	PSA	5A, 13X	
	焊接氧气的富集	PSA	5A, 13X	
环境保护	氧气富集	氧气和臭氧纤维素漂白	PSA	5A, 13X
		废水处理	PSA	5A, 13X
	生物质气体的纯化	PSA	13X	
能源技术	吸附热泵	TSA	4A, 13X	
	制冷			

资料来源：巴斯夫、平安证券研究所

2.2 公司在沸石分子筛领域拥有深厚的技术积累

最早的沸石合成方法是模仿天然沸石的地质生成条件而合成的，但是结果并不是很理想。真正合成大约是 1948 年 Barrer 首次合成了天然不存在的沸石，之后美国联合碳化物公司的 Milton 和 Breck 等人发展了沸石的合成方法，在水热条件下合成了天然不存在的 A 型沸石。1961 年，Barrer 等人首次将有机季铵盐阳离子引入合成体系，拓展了沸石的合成可能性。截止到目前为止，目前分子筛原粉的合成普遍采用水热合成工艺路线。

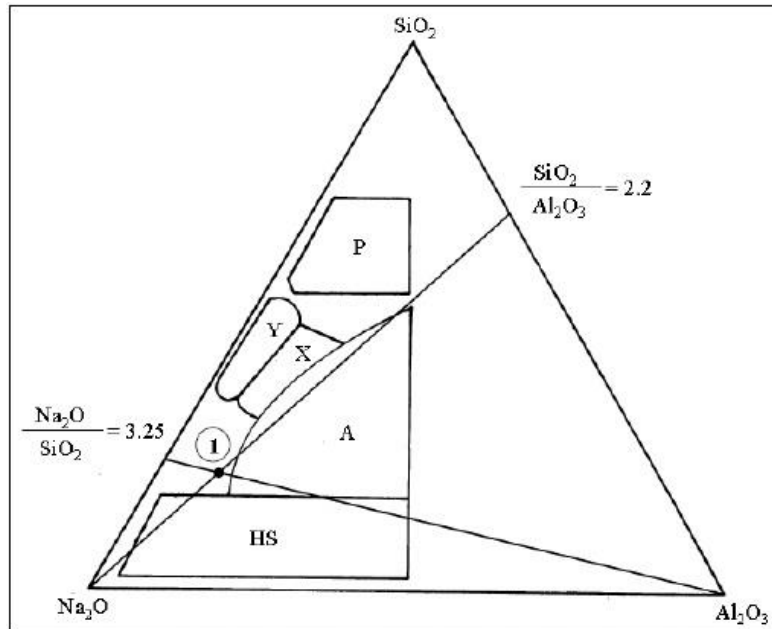
图表14 公司沸石分子筛的合成方法



资料来源：公司招股书，平安证券研究所

水热合成的基本机理比较容易理解，即在一定的温度和压力下，晶体的生成和成长的过程，但是具体的机理仍在研究过程中，在水热反应中，很多因素都会影响最终产品的形貌、物化性质和产品性能：例如反应物的种类和配比、陈化与晶化温度、升温速率、陈化和晶化温度、酸碱度、无机阳离子、水量和稀释、阴离子与盐、合成添加剂（如有机模板剂等）。下图展示了原料的配比对于合成产物的影响，元素配比的不同直接导致了沸石晶型的不同。

图表15 元素比例对于沸石分子筛晶体结构的影响



资料来源：Elsevier，平安证券研究所

目前公司通过不断的合作、实验和长期数据积累，对分子筛原粉的合成规律有了深刻的认识，已经实现了分子筛原粉晶体尺寸可控、交换度可控、硅铝比可控、分子筛原粉类型可控，公司可以通过调整晶粒大小、硅铝比、离子交换改性等制备工艺技术制成 Li-LSX、JLOX-300、JLOX-500 和 JLPH5 等分子筛以提高其吸附性能，从而得到更广泛的应用。

图表16 公司的主要产品系列和应用场景

类别	主要产品名称	特点	用途
3A 系列分子筛	3A 型分子筛	特征孔径 0.3 纳米，能吸附临界直径不大于 0.3 纳米的分子；不同规格产品对应不同外形尺寸	①天然气干燥；②不饱和碳氢化合物气体（如乙烯、丙烯、丁二烯等）的干燥，极性液体（如乙醇等）的干燥；③石油、化工行业中气液相物料深度干燥
4A 系列分子筛	4A 型分子筛	特征孔径 0.4 纳米，能吸附临界直径不大于 0.4 纳米的分子；不同规格产品对应不同外形尺寸	干燥包，用于电子元件、药品、食品；干燥、纯化碳氢化合物，如天然气、LPG、空气、惰性气体、大气
5A 系列分子筛	5A 型分子筛	特征孔径 0.5 纳米，能吸附临界直径不大于 0.5 纳米的分子。不同规格产品对应不同外形尺寸	正异构烷烃分离；油品脱蜡
13X 系列分子筛	13X 型分子筛	13X 成型分子筛能吸附临界直径不大于 1 纳米的分子；不同规格产品对应不同外形尺寸	空气分离装置气体净化；天然气、液化石油气、液态烃的干燥脱硫；空气干燥；催化剂载体
JLOX 系列分子筛	JLOX100 系列分子筛	锂低硅 X 型系列分子筛不同规格产品对应不同外形尺寸	VPSA 变压吸附制氧用高效分子筛，用于钢铁、有色冶金、化工、炉窑节能改造、环保、造纸、水产养殖、医疗保健等行业用氧
	JLOX300 系列分子筛	X 型分子筛，用于高效吸附二氧化碳等杂质气体的分子筛，吸附深度高；不同规格产品对应不同外形尺寸	空气分离装置中空气净化用于 H ₂ O、CO ₂ 及碳氢化合物的脱除
	JLOX500 系列分子筛	X 型分子筛，硅铝比 < 2.3	离子交换系统变压吸附制氧领域，用于环保、造纸、水产养殖、医疗用氧
JLPH/JLPM 系列成型分子筛	JLPH 系列	孔径 0.5 纳米，能吸附临界直径不大于 0.5 纳米的分子	变压吸附制氢、离子交换系统变压吸附制氧、变压吸附制一氧化碳、正异构烷烃分离
	JLPM 系列	一种用于高效吸附二氧化碳等杂质气体的分子筛，吸附深度高	深冷空分制氧、离子交换系统变压吸附制氧
JLNSP 系列成型分子筛	NSP 系列分子筛	对水分子、硫化物、二氧化碳等其它杂质分子有着极强	天然气深度脱水干燥；天然气、油田伴生气、页岩气、煤层气等气体中甲烷的浓缩

类别	主要产品名称	特点	用途
		的吸附作用	
制冷剂干燥专用分子筛	JLRD 系列分子筛	选择性吸附制冷剂中水分，与制冷剂有很好的相容性	制冷剂干燥脱水，在空调制冷系统中，使用制冷剂专用分子筛作为过滤器的内芯，主要用来持续深度吸附制冷或空调系统中的水分和制冷剂分解的酸性物质，以防止发生冻堵和腐蚀现象
刹车系列专用分子筛	JLAB-5	快速吸附气动刹车系统空气中的水分	汽车、重型卡车、等气动刹车系统的干燥
JLCOS 成型分子筛	JLCOS	对 CO 具有很高的吸附量及吸附选择性	利用 VPSA 变压吸附工艺技术，提取各类尾气（冶金尾气、黄磷尾气、合成氨弛放气等）中的一氧化碳气体
JLDN 系列分子筛	JLDN	对 NOX 具有具有选择性吸附的特点	用于深冷空分空气纯化器，脱除加工空气中 N ₂ O，与空气纯化器中的分子筛配合使用，能够保护空分装置的安全有效运行；采用吸附法脱除氮氧化物，有效解决催化法中氨气逃逸对大气造成的二次污染，实现氮氧化物的资源化利用
JLED 系列成型分子筛	JLED	选择性吸附乙醇中水分，与乙醇有很好的相容性	无水乙醇制备，乙醇脱水专用分子筛
其它类	JLCF-10	具有高的比表面积，均一的孔道结构	香料载体，使用在香烟滤棒上
	JLDF-1	高硅铝比分子筛	声学降频材料，可有效应用在耳机、音响、话筒等部件中。
	JLVC-1	分子筛具有疏水性	有机废气 VOCs 处理的专用分子筛，具有较高的吸附量与优异的脱附能力。

资料来源：公司招股书、平安证券研究所

2.3 成为全球领先的沸石分子筛龙头企业之一

经过二十多年的发展，目前公司已经成为了分子筛吸附剂产能规模在全球排名前列的企业，公司各类分子筛吸附剂产品均具有与国际大型分子筛企业竞争的能力，相比国际大型分子筛企业，公司在分子筛产品结构和产能规模方面尚存在一定的差距，但目前差距越来越小。

图表17 全球主要吸附类分子筛生产企业

公司名称	主营业务	主要的分子筛吸附剂产品
UOP	主要从事无机非金属多孔吸附材料中的分子筛相关产品的研发、销售、生产及技术服务	原粉、活化粉和成型分子筛
阿科玛 CECA	主要面向炼油、石化和天然气加工行业提供催化剂、吸附剂、加工设备和咨询服务	原粉、活化粉和成型分子筛
Zeochem	为全球客户提供多种多样的分子筛吸附剂和硅胶等高性能产品	原粉、活化粉和成型分子筛

日本东曹	全球主要的沸石供应商，主要面向尾气催化、石油化工和吸附分离领域	原粉、活化粉和成型分子筛
索尔维（格瑞斯）	索尔维旗下沸石业务，主要面向天然气、石油化工吸附分离和催化领域	原粉、活化粉和成型分子筛
德国 CWK	建立与 19 世纪 30 年代，全球领先的分子筛、硅化学和硫化物供应商	原粉、活化粉和成型分子筛
建龙微纳	主要从事吸附类分子筛产品的研发、生产与销售	原粉、活化粉和成型分子筛
万润股份	主要聚焦于汽车尾气吸附、催化领域生产沸石分子筛	原粉、活化粉和成型分子筛
上海恒业	主要从事成型分子筛产品的研发、生产与销售，面向空气分离、石油炼化、制冷、冶金、化工、清洁能源、电子等领域	原粉、活化粉和成型分子筛
大连海鑫	主要从事新型催化剂、分子筛研发、生产和销售	活化粉和成型分子筛
雪山实业	主要从事分子筛原粉和活化粉的研发、生产和销售	原粉、活化粉
上海新奥	主要从事分子筛吸附剂生产和销售	成型分子筛

资料来源：公司招股说明书、上市公司公告、平安证券研究所

根据可获得的公开数据，2018 年全球吸附类沸石分子筛主要由 UOP 等 10 多家企业供给，其中 UOP 的产能产量最大，约占全球市场份额的 20% 以上，国内企业以建龙微纳和万润股份为代表，前者在吸附分离领域实力更强，后者目前的市场主要集中在环保领域（庄信万丰是其大客户）。

图表 18 2018 年全球主要沸石分子筛生产企业的产能产量（吨）

	产能	产能占比	产量	产量占比
UOP	93000	21%	78381	23%
阿科玛 CECA	60000	14%	44963	13%
Zeochem	29000	7%	23829	7%
日本东曹	26000	6%	21785	6%
索尔维（格瑞斯）	22000	5%	18892	6%
德国 CWK	10000	2%	8174	2%
建龙微纳	16500	4%	16243	5%
上海恒业	15000	3%	11646	3%
大连海鑫	12000	3%	9401	3%
万润股份	3350	1%	-	-
其他	150988	34%	98561	29%
	437838	100%	335175	100%

备注：2019 年之后建龙微纳和万润股份的产能均有较大的增长，但为了在同一基准线上比较，仍采用历史数据。

资料来源：中商产业研究院、平安证券研究所

分子筛行业的进入门槛主要有技术壁垒高、资金投入大、市场进入门槛高、市场检验周期长等几个方面。原创型的分子筛产品从实验室阶段到产业应用的研发周期长，研发投入大，存在一定的技术壁垒，新进入者需要投入大量的资金，经历漫长的研发周期才能具备市场竞争力。相比同行业国内企业，目前公司已经具备全产业链生产的优势，在质量稳定性、一致性、市场主动性、成本控制优

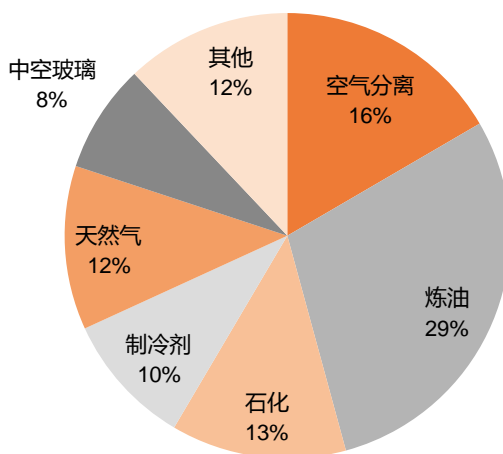
化等方面具有显著的优势。目前公司的主要分子筛吸附剂产品已达到国际同类产品性能指标、国内领先水平，深冷空分制氧和变压吸附制氧用多项产品已实现了对国际大型分子筛企业的进口替代，各类分子筛吸附剂产品均具有与国际大型分子筛企业竞争的能力。

三、 化工分离提纯和氢能源驱动沸石分子筛需求快速增长

3.1 沸石分子筛的应用广泛且技术壁垒很强

如果把沸石分子筛常见的用途归类，大致可以分为空气分离、炼油、石化、制冷剂、天然气、中空玻璃和其他几类应用，2018 年炼油、空分、石化、天然气和制冷剂几大领域占到全球沸石分子筛 80%以上的市场份额。

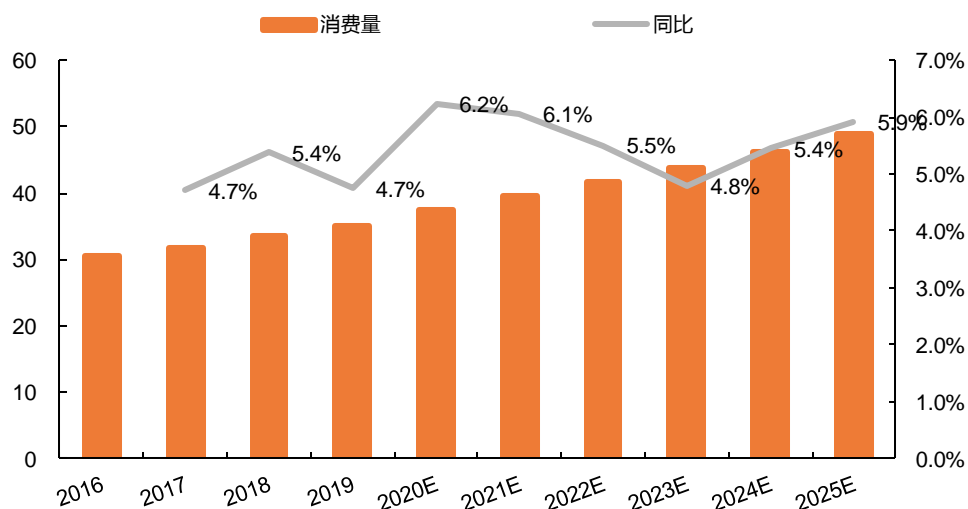
图表19 2019 年全球沸石分子筛的消费结构



资料来源：智研咨询，平安证券研究所

根据咨询公司 Industry ARC 和 TechNavio 等的预测，2019-2025 年全球分子筛吸附剂消费量预计将保持 5.7%左右的年均增速，

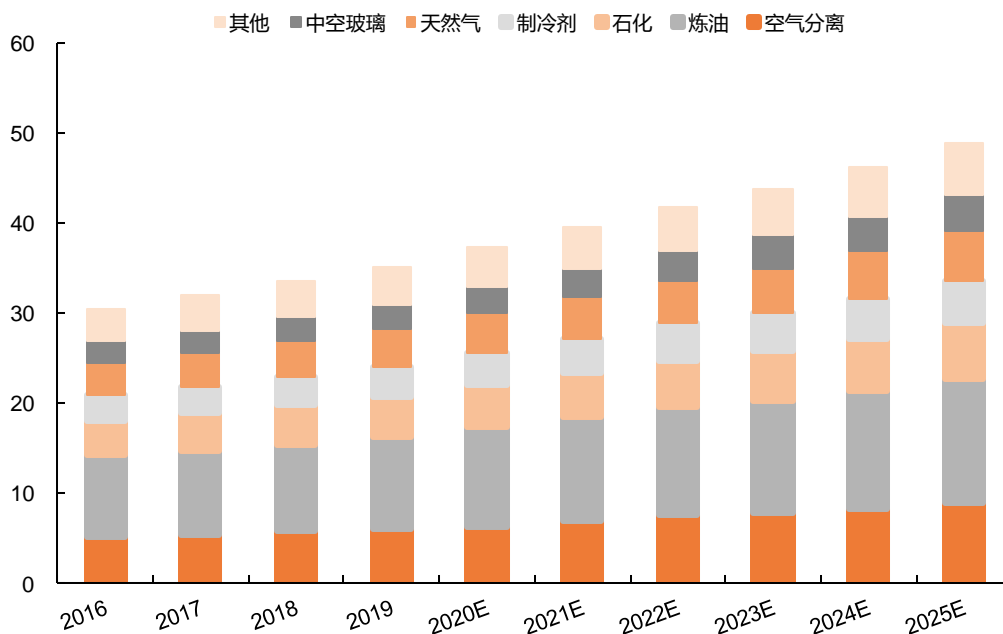
图表20 全球分子筛的消费量和预测（万吨）



资料来源: IndustryARC、TechNavio, 平安证券研究所

从结构上看, 空气分离受到化工行业对提纯越来越高的要求, 以及全球氢能的发展, 年均复合增速有望达到 7%以上, 炼油和石化受到产能增速放缓的影响, 消费量增速略低一些。

图表21 全球沸石分子筛的分领域消费增长（万吨）



资料来源: IndustryARC、TechNavio, 平安证券研究所

3.2 下游市场增长迅速，公司集中布局制氢制氧并延伸至其他领域

如前文所述，沸石分子筛应用领域十分广泛，各家所聚焦的领域有所不同，是一个差异化竞争的市场。目前公司在巩固制氧、制氢、吸附干燥等吸附领域的优势的同时，积极向氢气提纯、煤制乙醇、煤制丙烯等能源化工领域；钢厂等烟道烧结尾气脱硝、污染物资源化综合利用，柴油车尾气脱硝等环境治理领域；核废水处理、盐碱地土壤改良等生态环境修复领域拓展。长期来看公司有望成长为一个覆盖沸石分子筛大部分应用领域的全球行业龙头，短期来看我们认为对业绩影响最大的还是制氧制氢和吸附干燥市场，因此我们对公司当前聚焦的下游领域进行简要的分析：

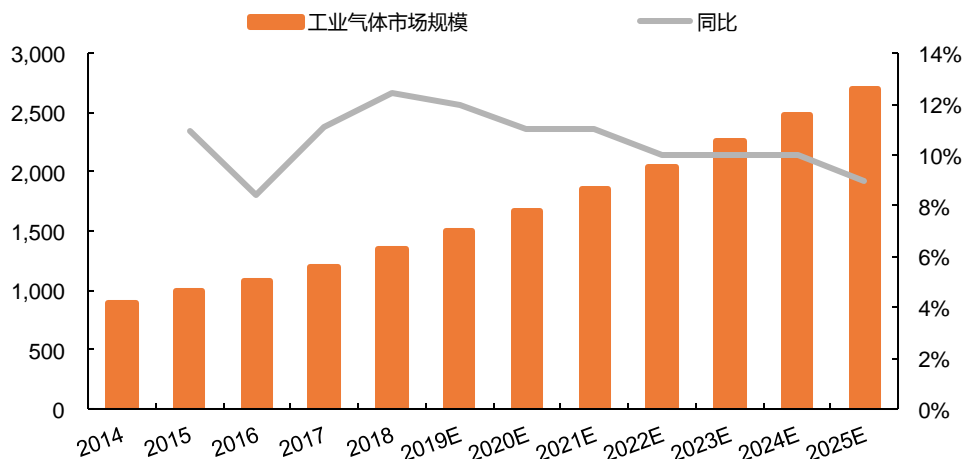
■ 工业制氧

以氧气为代表的工业气体是工业的“血液”，包括钢铁、煤化工、有色金属冶炼、玻璃等在内的众多行业存在大量的工业高炉、工业窑炉，需要通过富氧设备提供高含量氧气来有效提升燃料燃烧效率、降低能耗。工业制氧途径主要有深冷空分制氧和变压吸附制氧两种。深冷法制氧纯度高，设备体型大，通常超过 10,000Nm³/h 的制氧需求会采用大型深冷空分制氧；变压吸附制氧纯度略低，设备体型小，通常低于 10,000Nm³/h 的制氧需求采用变压吸附制氧。

分子筛纯化系统是深冷空分制氧设备的重要组成部分。通过分子筛清除和净化空气中所含的水分、乙炔、二氧化碳等杂质，保证空分设备长期安全、可靠运行。分子筛吸附剂的吸附分离性能直接决定着氧气纯度和制氧能耗。由于变压吸附制氧具有投资少、流程简单、操作方便等优点，在制氧规模适中、纯度要求不高的场合具有较大优势。

随着我国工业的持续快速发展，节能降耗技术的大力推广以及环境保护要求的不断提高，以氧气为代表的工业气体市场将不断拓展，也给分子筛吸附剂带来更大的增长空间。

图表22 我国工业气体市场规模的增长（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

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 5 年左右需要进行更换；每年新的深冷空分设备还在持续增加，分子筛存量市场和增量市场需求巨大。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。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为 2.16 万吨。

■ 医疗制氧

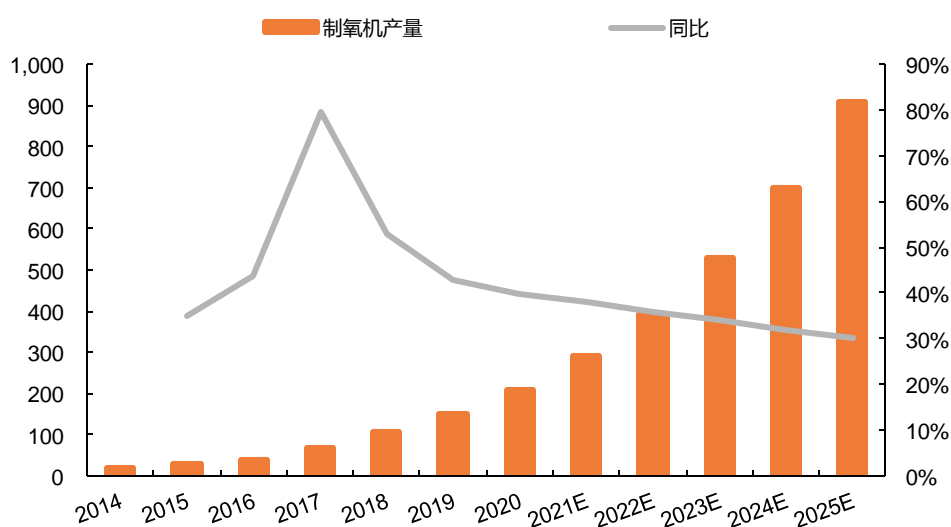
医疗保健制氧主要面向医疗卫生机构集中供氧和家用制氧两个市场。医院供氧主要有两种方式：液态氧供气和医用制氧机供气。液态氧是通过深冷空分制氧获得。分子筛是深冷空分制氧必须的耗材。医用制氧机，根据其原理又可分电化学制氧法、低温空气分离法和医用分子筛变压吸附法。由于低温空气分离法和电化学制氧法工艺较复杂，设备占地面积也较大，目前采用较多的是分子筛吸附法制氧。目前该种制氧方式已成为医院中心供氧系统的一个主要形式，其优良的安全性、可靠性、经济性为医院所首肯，在全国的大中小型医院普及。

除此之外，家用制氧机已经广泛应用于心血管疾病、睡眠性低氧血症及煤气中毒缺氧等疾病的配合治疗。适用于家庭、保健站、卫生所、医院、疗养院、干休所、美容院、健身中心、氧吧、宾馆、体育训练中心的场所，是学生、运动员、老年人、孕妇等群体进行脑力和体力恢复、辅助性治疗和生理保健的新方式。

家用制氧机按工作原理分为分子筛式制氧机、电子制氧机、化学药剂制氧机、富氧膜制氧机。电子制氧机在制氧过程容易产生其他的氧化物，制出的氧气含有化学物质，耗电较大；化学药剂制氧机设备简陋，操作麻烦，使用成本较高，不能连续使用等诸多缺陷不适应家庭氧疗。富氧膜制氧机只能制取 30% 浓度的氧气，可用于长期的氧疗保健，不适用于严重缺氧状态下的急救。相对于其他三种制氧机，分子筛式制氧机采用变压吸附制氧工艺，直接从空气中提取氧气，具备即制即用、新鲜自然、制取氧气浓度达到 90% 以上的优点。近年来，分子筛制氧机以成本低廉、使用方便、携带安全等特点，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。

根据前瞻产业研究院的数据，2014 年国内制氧机行业产量约 19.76 万台，到 2020 年增长到了 210 万台。近几年，随着国内消费水平的不断提高，制氧机需求量快速增长，即便保守估计 2025 年之前制氧机的产量增速降低到 30%，2025 年也能达到 900 万台以上，具有巨大的增长空间。

图表23 2014-2020 年中国制氧机行业产量情况（万台）



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

■ 制氢领域

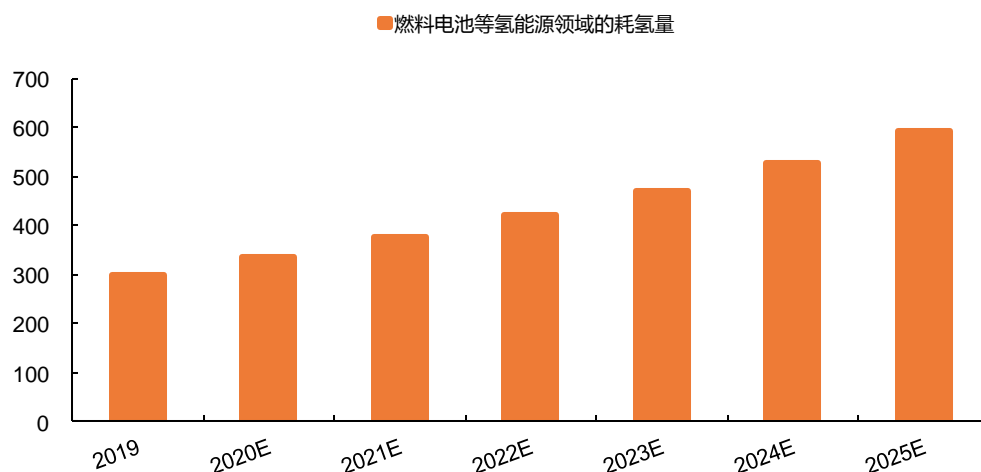
氢气作为化工原料广泛应用于石油化工领域，同时绿色氢气也是环保、零污染的新能源，在燃料电池汽车、分布式发电与热电联产等领域具有巨大的潜在市场。

2016 年国家发展和改革委员会、国家能源局等联合发布的《能源技术革命创新行动计划（2016—2030 年）》提出了能源技术革命重点创新行动路线图，提出了“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，标志着氢能产业已被纳入中国国家能源战略。2019 年，李克强总理在第十三届全国人民代表大会第二次会议上所作的政府工作报告中提出稳定汽车消费，继续执行新能源汽车购置优惠政策，推动充电、加氢等设施建设。在政策的驱动下，我国能源结构有从碳氢化合物能源向氢能源转变的趋势，氢能源有望成为下一代基础能源。

当前各国的氢能研究机构对于未来氢能的的市场预测差异较大，但整体来看氢能源都是一个快速增长的能源市场。如普华永道预测，2050 年全球用氢量达到 5.3 亿吨。这意味着整个人类的能源终端消耗中将有 10%-15% 是氢能。我们全国氢联盟预测，到 2050 年中国氢能占整个中国能源的 10%，就是将近一亿吨氢。供给端来看，当前中国的氢气产量大约在 2000-3000 万吨量级（大量的内部副产氢气和内部使用氢气，合成氨和炼油消耗了大部分氢气，因此该数字仅供参考），但是大部分是作为化工原料使用或者在工厂内作为燃料气直接烧掉，真正用在燃料电池汽车等氢能源领域中的氢气占比很小，假设有 10% 的氢气用于氢燃料电池等氢能源领域，则当前氢能源行业的耗氢量大约为 200-300 万吨，2050 年之前有着巨大的增长空间。

焦炉煤气、高炉尾气、甲醇弛放气、合成氨弛放气及石油工业的催化干气等许多工业弛放气中往往含有大量氢气，从各种弛放气中运用公司的 JLP5 高效制氢分子筛利用变压吸附制氢工艺，可以回收、提纯高纯度氢气，不仅可以取得巨大的经济效益，还可以减轻尾气排放或尾气直接燃烧引起的环境污染。根据当前的氢气产量和公司目前 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，随着氢能源的发展，该领域的沸石分子筛需求预计将继续保持高速增长。

图表 24 燃料电池汽车等氢能源领域的耗氢量估算（万吨）



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

■ 其他领域

沸石分子筛是化工行业常用的催化以及分离提纯耗材，应用领域十分广泛，例如在乙醇的干燥、烯烃的分离等领域，在尾气催化和土壤治理和核废水处理等领域也占有一席之地，公司在上述领域或者有成熟的产品或者已经实现了一定的技术突破。

乙醇汽油：乙醇汽油是指燃料乙醇和普通汽油按一定比例混配形成的新型替代能源。相对于普通汽油，乙醇汽油燃烧更加充分，减少颗粒物形成。2017年9月，国家发展改革委、国家能源局、财政部等15部门联合印发《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》，明确提到2020年，在全国范围内推广使用车用乙醇汽油，基本实现全覆盖（但实施进度有所延后）。目前，我国推广使用的是E10车用乙醇汽油，也就是在汽油中添加10%的乙醇。近年来，我国汽油消费量逐年上升，到2020年，我国燃料乙醇预计缺口1,000万吨以上。不论是粮食路线还是化石燃料路线，车用乙醇都需要深度脱水以免对发动机造成影响，而沸石分子筛是脱水不可或缺的吸附材料。

脱硝领域：钢厂烟道烧结尾气中包含大量的二氧化硫、一氧化氮、二氧化氮等大气污染物，烧结尾气的治理与净化是大气污染物节能减排的重点。而柴油车尾气中含有大量的氮氧化物，排放后对大气造成严重污染。在柴油车上安装分子筛催化脱硝装置，利用分子筛催化剂将大部分氮氧化物转化为氮气，实现尾气达标排放。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。利用公司的分子筛原粉制备的脱硝催化剂能高效转化汽车尾气中氮氧化物为氮气，是柴油车尾气脱硝理想的解决方案。目前公司已经完成了环境治理领域用的“烟道气脱硝分子筛分子筛、柴油车尾气脱硝分子筛催化剂”，能源化工领域用的“煤制丙烯分子筛催化剂及吸附剂、煤制乙醇分子筛催化剂”等多项产品的技术储备，上述部分产品的产能正在建设，有望于2023-2025年陆续投产。

土壤治理和和废水：利用分子筛离子交换特性的产品最常见的即洗涤剂助剂，是一种市场上很成熟的产品，竞争相对较充分。公司开发的涉及离子交换特性的有盐碱地土壤改良和重金属污染土壤修复专用分子筛。目前中科院东北地理与农业生态研究所运用该专用分子筛，在吉林省大安市进行大田改良实验，目前实验取得了良好的修复效果，分子筛治理盐碱地实验的良好修复效果为盐碱地土壤改良和重金属污染土壤修复提供了新的可行方案。未来利用分子筛治理盐碱地的方法将会在更大范围实验推广。

核废水处理：目前核废水处理采用的树脂处理技术会产生大量的二次有机放射性固废，公司与吉林大学、中国辐射防护研究所（“中辐院”）合作研发的核废水放射性元素脱除专用分子筛可以从含有高浓度竞争性阳离子及全域PH（1-14）溶液中高效去除放射性核元素，具有二次固废量小、耐辐照，易固化处理等特点。公司的核废水处理专用分子筛正处于小试阶段，并已经有小批量产品开始进行客户验证，尚未进行大规模市场应用。

四、盈利预测与投资建议

核心假设：1）随着制氧、制氢和脱水等领域对于沸石分子筛的需求持续增长，我们认为2021-2023年沸石分子筛面对的依然是快速增长的市场；2）公司目前泰国项目已经进入试生产调试阶段，三期项目即将投产，假设上述项目和目前在建的定增资金改扩建项目按期投产，并保持合理的开工负荷；3）不同于大宗产品，沸石分子筛价格波动相对较小，但公司新建的成品分子筛项目投产后，有望从产品结构上提升公司整体毛利水平；4）假设公司的每吨产品的加工费维持不变。

基于以上的假设，我们预计2021-2023年，公司营收同比增长率分别为99.5%、46.3%、3.5%，营业收入分别为9.01、13.18和13.64亿元，毛利率分别为54.5%、54.2%和54.0%，公司各项业务增速及毛利率假设如下表所示。

图表25 公司营收预测表（百万元）

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总计	销售收入	378	406	452	901	1318	1364
	销售收入增长率（100%）		7.3%	11.2%	99.5%	46.3%	3.5%
	成本	246	248	251	410	604	627
	毛利率（100%）	34.9%	38.9%	44.4%	54.5%	54.2%	54.0%
成型分子筛	销售收入	258	319	374	784	1120	1148
	成本	167	191	198	337	482	494
	销售收入增长率（100%）		23.7%	17.3%	109.6%	42.9%	2.5%
	毛利率（100%）	35.1%	40.0%	47.1%	57.0%	57.0%	57.0%
分子筛原粉	销售收入	96	61	47	79	160	178
	成本	62	38	33	49	98	110
	销售收入增长率（100%）		-36.7%	-22.7%	68.9%	102.1%	11.2%
	毛利率（100%）	34.9%	37.5%	30.6%	38.6%	38.6%	38.6%
分子筛活化粉	销售收入	15	15	20	27	27	27
	成本	11	10	13	17	17	17
	销售收入增长率（100%）		-2.3%	33.9%	34.3%	0.0%	0.0%
	毛利率（100%）	31.1%	34.4%	33.6%	38.6%	38.6%	38.6%
活性氧化铝	销售收入	8	11	10	10	10	10
	成本	0	9	7	7	7	7
	销售收入增长率（100%）		37.6%	-8.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率（100%）	0.0%	20.1%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

预计公司 2021-2023 年的归母净利分别是 3.03、4.37、4.51 亿元，对应的 EPS 分别为 5.24、7.56、7.80，对应的 PE 分别为 43.0、29.8、28.8 倍。

由于沸石分子筛领域国内上市公司较少，而且各家的应用领域略有差异，我们同时也参考了国内化工新材料领域业务属性相似的行业龙头，例如国瓷材料、蓝晓科技、光威复材、山东赫达、昊华科技、濮阳惠成等上市公司目前的估值水平，同时参考公司历史估值水平，给与公司 46 倍 PE（目前处于 2021 年四季度，我们使用 2021 年的 Wind 一致预测 PE 均值）。结合 2022 年的盈利预测，预计 2022 年目标市值 201 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表26 可比公司参考估值

代码	公司	收盘价		EPS					PE			
		11月18日	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
300487.SZ	蓝晓科技	90.18	0.92	1.43	1.90	2.51	98.1	62.9	47.6	35.9		
002810.SZ	山东赫达	54.12	0.74	1.07	1.48	2.02	73.2	50.8	36.7	26.8		
300699.SZ	光威复材	81.39	1.24	1.56	1.97	2.47	65.7	52.0	41.3	32.9		
300481.SZ	濮阳惠成	23.18	0.61	0.81	1.03	1.30	38.2	28.7	22.5	17.8		
300285.SZ	国瓷材料	44.41	0.57	0.79	0.99	1.22	77.7	56.0	44.7	36.3		
002643.SZ	万润股份	24.21	0.54	0.74	0.92	1.13	44.6	32.9	26.2	21.5		
600378.SH	昊华科技	35.30	0.70	0.89	1.12	1.37	50.1	39.7	31.5	25.8		
均值							64.0	46.1	35.8	28.2		

资料来源：Wind、平安证券研究所

五、风险提示

- 1) 需求增速下滑风险：沸石分子筛下游需求受到制氧、化工、医疗、能源等行业景气度的影响，上述行业景气度下滑将会影响沸石分子筛的需求增速；
- 2) 价格下跌风险：沸石分子筛的价格是影响有机硅企业盈利的重要因素，产品的价格受原材料、下游需求、行业产能增速、行业政策等因素的影响，如果价格大幅下跌将会影响企业盈利；
- 3) 竞争加剧风险：沸石分子筛产能目前主要集中在全球 10 多家企业手里，如果未来龙头企业扩能过多，将会造成行业竞争加剧的风险；
- 4) 在建项目进度不及预期：如果公司在建的原粉和成品分子筛项目进展不及预期将会影响公司盈利预期；
- 5) 环保安全风险：沸石分子筛是化工行业之一，安全环保风险是影响企业正常运营的重要风险因素之一。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	718	1071	1594	2028
现金	143	302	640	1052
应收票据及应收账款	128	280	409	424
其他应收款	3	4	6	7
预付账款	5	7	11	11
存货	69	107	158	164
其他流动资产	370	370	371	371
非流动资产	465	399	332	265
长期投资	0	0	0	0
固定资产	351	304	255	205
无形资产	49	41	33	24
其他非流动资产	64	54	45	36
资产总计	1182	1470	1926	2292
流动负债	192	243	358	371
短期借款	30	0	0	0
应付票据及应付账款	91	124	182	189
其他流动负债	71	119	175	181
非流动负债	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	16	16	16
负债合计	208	259	373	387
少数股东权益	0	0	0	0
股本	58	58	58	58
资本公积	685	685	685	685
留存收益	232	469	810	1163
归属母公司股东权益	975	1211	1553	1906
负债和股东权益	1182	1470	1926	2292

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	128	257	432	509
净利润	127	295	429	444
折旧摊销	24	66	67	67
财务费用	3	-0	-2	-3
投资损失	-14	0	0	0
营运资金变动	-17	-113	-71	-8
其他经营现金流	4	9	9	9
投资活动现金流	-1	-1	-1	-1
资本支出	91	0	0	0
长期投资	80	0	0	0
其他投资现金流	-172	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-108	-96	-94	-95
短期借款	-36	-30	0	0
长期借款	-36	0	0	0
普通股增加	-36	-66	-94	-95
资本公积增加	19	160	337	413
其他筹资现金流	128	257	432	509
现金净增加额	127	295	429	444

利润表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	452	901	1318	1364
营业成本	251	410	604	627
营业税金及附加	6	12	18	19
营业费用	17	57	83	86
管理费用	27	46	68	70
研发费用	19	33	49	50
财务费用	3	-0	-2	-3
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
信用减值损失	0	-0	-0	-0
其他收益	6	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	14	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	147	346	502	518
营业外收入	4	6	6	6
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	148	351	506	523
所得税	21	48	69	72
净利润	127	303	437	451
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	127	303	437	451
EBITDA	175.11	416.19	571.36	587.11
EPS (元)	2.20	5.24	7.56	7.80

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	11.2	99.5	46.3	3.5
营业利润(%)	73.4	135.3	44.9	3.3
归属于母公司净利润(%)	48.1	137.7	44.3	3.3
获利能力				
毛利率(%)	44.4	54.5	54.2	54.0
净利率(%)	28.2	33.6	33.1	33.1
ROE(%)	13.1	25.0	28.1	23.7
ROIC(%)	29.5	55.6	68.5	65.8
偿债能力				
资产负债率(%)	17.6	17.6	19.4	16.9
净负债比率(%)	-11.6	-25.0	-41.2	-55.2
流动比率	3.7	4.4	4.5	5.5
速动比率	3.4	3.9	4.0	5.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.6
应收账款周转率	3.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	4.70	4.87	4.87	4.87
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.20	5.24	7.56	7.80
每股经营现金流(最新摊薄)	2.21	4.44	7.47	8.81
每股净资产(最新摊薄)	16.86	20.95	26.86	32.96
估值比率				
P/E	102.1	43.0	29.8	28.8
P/B	13.3	10.7	8.4	6.8
EV/EBITDA	71.80	29.86	21.23	19.97

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033