

专用设备

报告日期：2022年11月18日

## 液态空分气体价格处于周期相对底部；期待需求改善

### ——工业气体行业周报

#### 投资要点

- **基数较高原因，本周液态空分气体均价同比下降 50%；稀有气体价格下行**
  - 1) **经济疲软、疫情反复，工业气体价格处于周期相对底部。**本周零售气体价格同比下降 52%，与上周跌幅基本持平（上周同比-51%）。其中液态氧气单价为 418 元/吨，同比下跌 23%；液态氮气单价为 510 元/吨，同比下跌 23%；液态氩气单价为 914 元/吨，同比下降 73%（主因去年基数较高）。
  - 2) **稀有气体价格持续回落。其中氦气/氖气分别跌回 2021 年年初以及 2021 年年底水平。**2022 年 11 月 17 日，氦气出厂价/市场价分别为 0.9 万元/立方和 1.2 万元/立方，氖气出厂价/市场价分别为 46.5 万元/立方和 49.5 万元/立方，氩气出厂价/市场价分别为 1650/2500 元/立方。
- **行业动态**
  - 1) 台积电正与多家气体供应商合作，在 3-5 年内探索中国台湾本地生产氩气。
  - 2) 空气产品拟在南京投建氢能项目，总投资约 3 亿元人民币。
  - 3) 电子特气领军企业科利德拟 A 股 IPO。
- **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) 2020 年全球工业气体市场 1350 亿美元，同增 8%（气体在线）。2021 年中国工业气体市场近 2000 亿元，2017-2021 年 CAGR11%。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分别为约 12000 亿元、5300 亿元和 4700 亿元，对应 2022 年的平均 PE 约为 32 倍。
  - 3) 国内龙头存量市场份额偏低。第三方供气市场中，杭氧股份/陕鼓动力/气体动力存量市场运营规模份额 9%/4%/25%，近两年增量市场份额 45%/15%/10%。
  - 4) 电子气及特种气体市场自主品牌占有率低，国产替代趋势明显、潜力巨大。
- **投资建议**

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

  - **杭氧股份：国产替代，产品升级，治理改善，迈向工业气体龙头**

国内工业气体龙头，以空分设备为基础铸就全产业链优势。国产替代、新签气体项目份额近 50%。零售气体、电子特气等高附加值业务有望打造公司第二成长曲线。高管完成换届、股权激励授予完成，杭州优质国企焕发活力。
  - **凯美特气：电子特气新星，期待订单\气源\ASML 认证获得突破**

中国食品级二氧化碳龙头，传统业务产能扩张、品类延伸；电子特气新星：稀有气体、光刻气体正放量；电子特气二期（合成气）项目稳步推进。
  - **华特气体：电子特气先行者；拓品类、切合成，盈利能力提升**

国内 8 寸以上集成电路制造厂商实现了超过 80% 的客户覆盖率，是国内唯一通过 ASML 认证的气体公司。合成类气体的收入占比将大幅提升，盈利能力提升。
  - **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**

西南区域最大的纯液态空分气体供应商。具备区位/成本/客户等优势；主业扩产（未来 3 年液态/管道气产能复合增速 37%/44%）、品类延展，发展进入快车道。
- **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 《【浙商机械】钙钛矿电池设备：订单从 1 到 N，全球首条 1GW 组件产线开工》  
2022.07.28
- 2 《【锂电设备】宁德时代大规模招标有望开启，持续推荐锂电设备【浙商机械】》 2022.07.23
- 3 《6 月挖掘机销量边际改善；期待近期数据转正》 2022.07.10

## 正文目录

<b>1 重要工业气体数据跟踪</b>	<b>4</b>
1.1 空分气体价格处于周期相对底部；稀有气体价格持续回落	4
1.2 金属冶炼需求有望见底，2022 年光伏需求景气度向上	6
<b>2 行业动态</b>	<b>8</b>
<b>3 股价表现及板块估值表</b>	<b>10</b>
3.1 本周股价表现：凯美特气、华特气体领涨	10
3.2 估值表：海外成熟气体公司 2022 年 PE 估值 32 倍	11
<b>4 投资建议</b>	<b>12</b>
4.1 杭氧股份：国产替代、产品升级、治理改善，迈向工业气体龙头	12
4.2 凯美特气：电子特气新星，期待订单\气源\ASML 认证获得突破	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 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	15
<b>5 风险提示</b>	<b>16</b>

## 图表目录

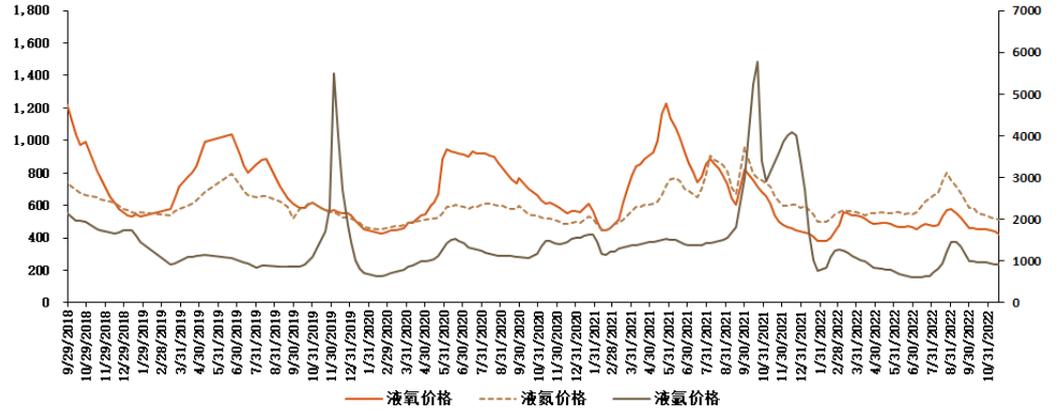
图 1: 2022 年 11 月第三周液氧/氮/氩价格 YoY 为-23%/-23%/-73%，MoM 为-5%/-2%/-1% .....	4
图 2: 2022 年 10 月液态空分气体均价为 601 元，同比下跌 61%，环比下跌 20%.....	4
图 3: 2022 年 11 月 17 日二氧化碳均价 359.17 元/吨.....	5
图 4: 11 月 17 日氮/氩出厂价分别为 0.90/46.5 万元/立方米.....	5
图 5: 11 月 17 日氩气出厂价/市场价分别 1650/2500 元/立方米.....	5
图 6: 零售氧气下游应用：钢铁冶炼、机械制造、化工等.....	6
图 7: 零售氮气下游应用：化工、电子、食品医药、机械等.....	6
图 8: 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: 10 月粗钢日均产量同比增加 11%.....	7
图 11: 预计 2022 年全球光伏装机需求景气向上，液氩价格处于波动之中.....	7
图 12: 2022 年 9 月全球半导体销售额同比下降 3%（单位：%）.....	8
图 13: 本周林德气体上涨 1.1%.....	10
图 14: 本周液化空气集团上涨 1.3%.....	10
图 15: 本周空气化工产品上涨 2.3%.....	10
图 16: 本周杭氧股份上涨 6.9%.....	10
图 17: 本周凯美特气上涨 8.9%.....	11
图 18: 本周华特气体上涨 1.8%.....	11
图 19: 预计公司 2021 年底气体产能有望达到 180 万方/小时.....	13
图 20: 2021 年公告新签气体项目规模达 64 万方.....	13
图 21: 电子特气产品认证工作稳步推进.....	14
图 22: 凯美特电子特种气体二期项目（合成气）落户宜章县.....	14
表 1: 海外成熟的工业气体公司 2022 年平均 PE 估值 32 倍.....	11

## 1 重要工业气体数据跟踪

### 1.1 空分气体价格处于周期相对底部；稀有气体价格持续回落

受经济疲软等因素影响，液态空分气体价格持续回落。本周零售气体价格同比下降52%，与上周跌幅基本持平（上周同比-51%）。其中液态氧气单价为418元/吨，同比下跌23%；液态氮气单价为510元/吨，同比下跌23%；液态氩气单价为914元/吨，同比下降73%（主要系同期基数较高）。

图1：2022年11月第三周液氧/氮/氩价格 YoY 为-23%/-23%/-73%，MoM 为-5%/-2%/-1%

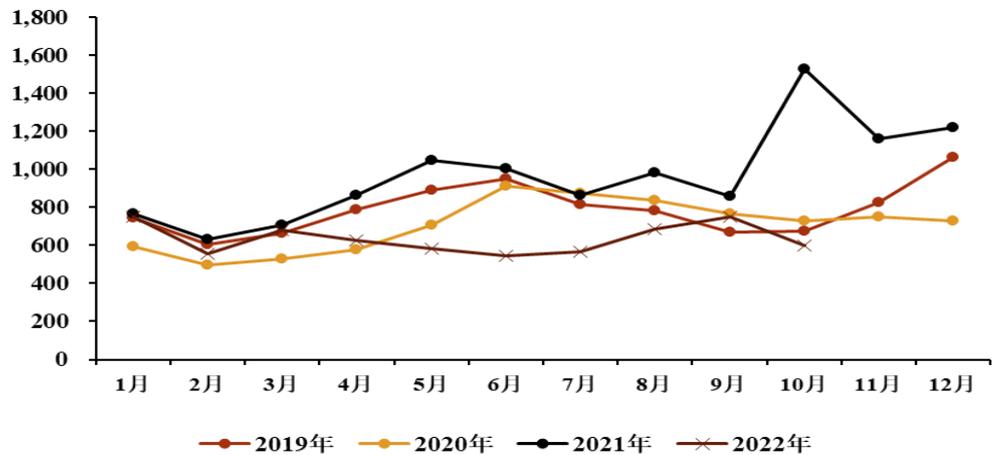


资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

受疫情扩大及经济疲软等多因素影响，10月零售空分气体价格低迷。按照氧气、氮气、氩气4:4:2的比例进行加权，测算出的2022年10月份综合液态气体价格为601元/吨，同比下跌61%，环比下跌20%。

纵观全年，零售气体均价Q1下跌6%，Q2下跌39%且逐月跌幅扩大，Q3下跌26%且逐月跌幅收窄，Q4第一个月跌幅再次扩大，表明2022年空气产品景气度维持较低水平。

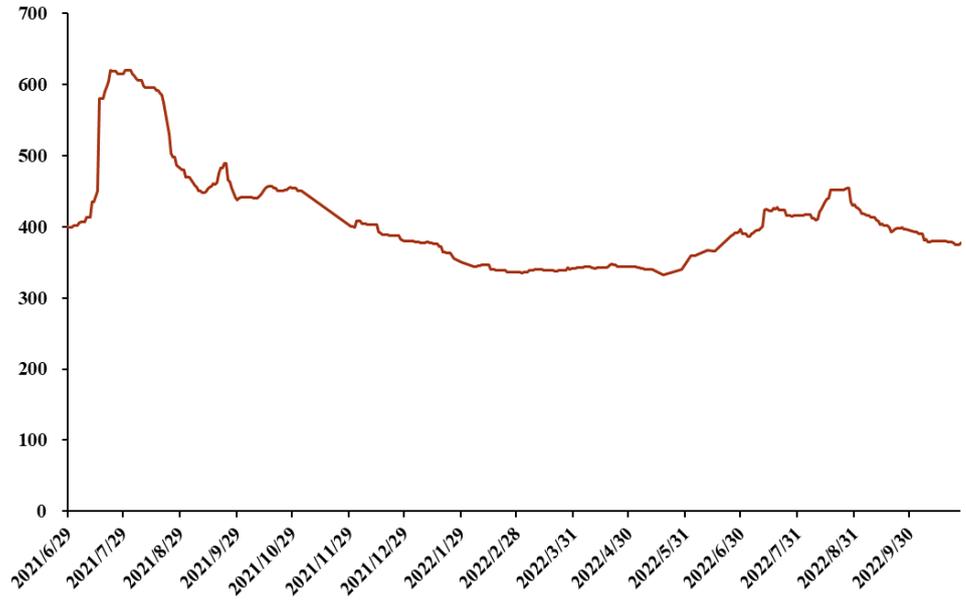
图2：2022年10月液态空分气体均价为601元，同比下跌61%，环比下跌20%



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

受工业景气度低迷影响，二氧化碳价格维持疲软走势。2022年11月17日，二氧化碳均价359元/吨，同比下跌14%。

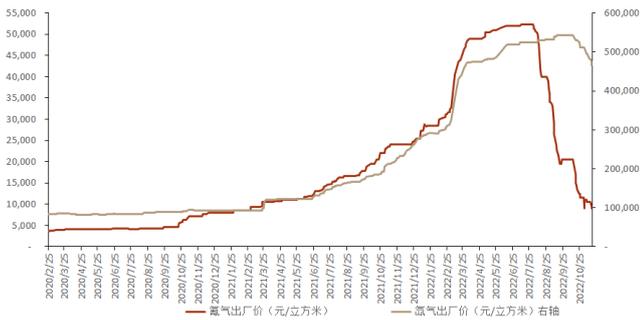
图3：2022年11月17日二氧化碳均价359.17元/吨



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

稀有气体价格持续回落。其中氦气/氖气分别跌回2021年年初以及2021年年底水平。2022年11月17日，氦气出厂价/市场价分别为0.9万元/立方和1.2万元/立方，氙气出厂价/市场价分别为46.5万元/立方和49.5万元/立方，氖气出厂价/市场价分别为1650/2500元/立方。

图4：11月17日氦/氙出厂价分别为0.90/46.5万元/立方米



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图5：11月17日氖气出厂价/市场价分别1650/2500元/立方米

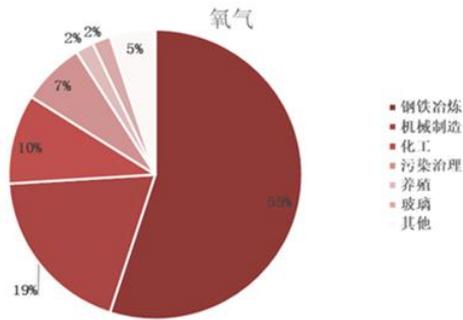


资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

## 1.2 金属冶炼需求有望见底，2022 年光伏需求景气度向上

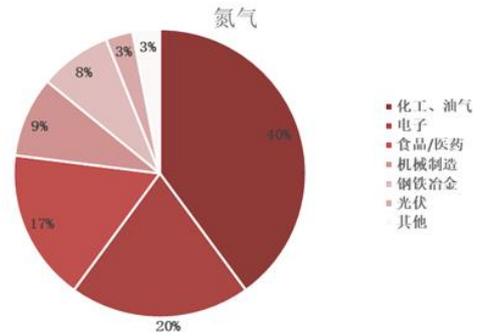
液氧的下游主要包括钢铁等金属冶炼、机械制造、化工等行业。零售氮气的下游应用领域与氧气类似，主要包括化工、电子、食品、医药等。

图6：零售氧气下游应用：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

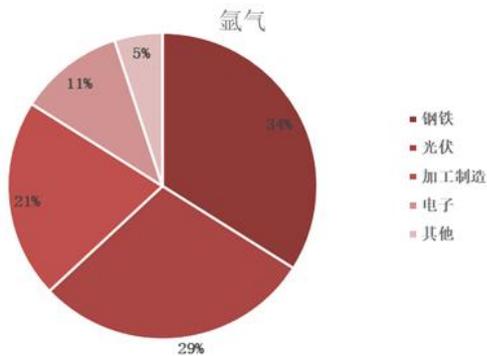
图7：零售氮气下游应用：化工、电子、食品医药、机械等



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

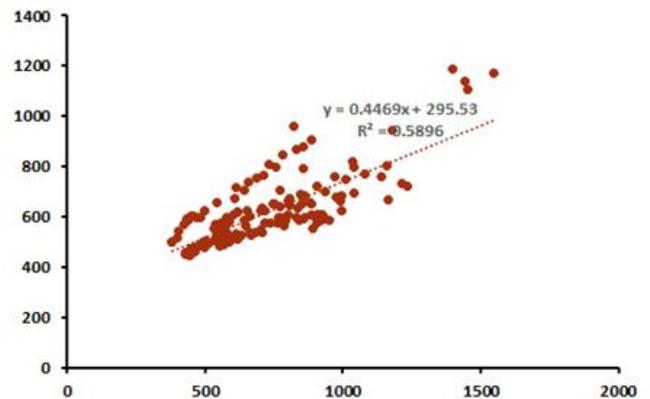
零售氩气的下游主要为不锈钢、光伏、机械加工等行业。由于光伏行业产量的波动率较高、权重大，因此对需求的边际影响较大。

图8：零售氩气下游应用：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

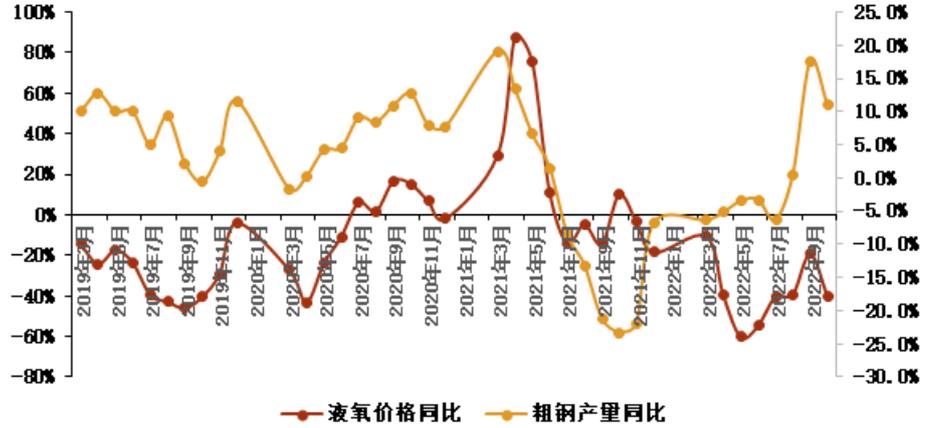
图9：液态氧气与氮气的价格正相关性较强



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

根据国家统计局数据，2022年10月粗钢产量同比增长11%，较9月下跌6.6pct。根据西本新干线数据，2022年11月上旬国内粗钢日均产量为276.09万吨/天，同比增加18%，环比回落4pct，仍维持在较高水平。

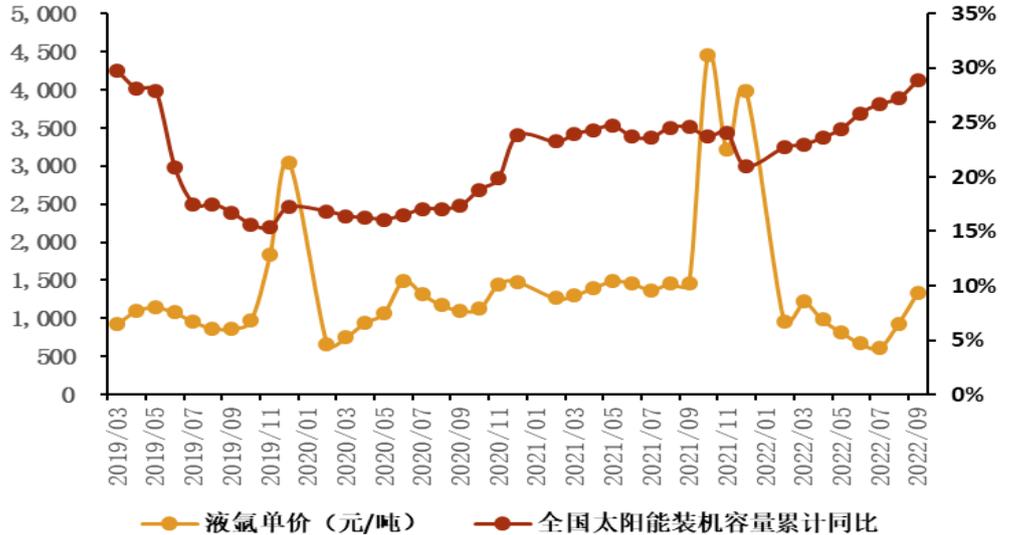
图10: 10月粗钢日均产量同比增加11%



资料来源：国家统计局，卓创资讯，浙商证券研究所

预计2022年光伏装机需求景气向上，液氫价格有望维持现有水平。2021年12月，我国太阳能发电累计装机容量达307GW，同比增长21%。预计2022年在硅料下跌背景下，全球光伏装机需求有望释放，全年新增装机有望达到226GW，同比增36%。2022年9月全国累计光伏装机358.6GW，同比增长28.8%。

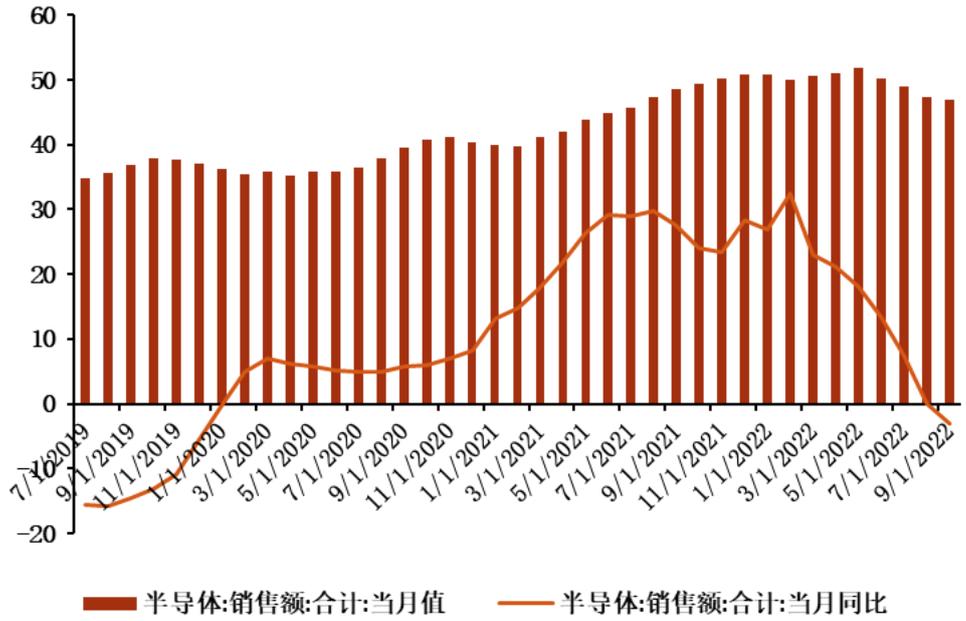
图11: 预计2022年全球光伏装机需求景气向上，液氫价格处于波动之中



资料来源：国家统计局，卓创资讯，浙商证券研究所

2022年第三季度，全球半导体销售额增速持续下滑。9月同比增速为-3%，环比降低2.9pct，已经由正转负。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: 2022年9月全球半导体销售额同比下降3% (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

## 2 行业动态

### 1、台积电与多家气体供应商合作探索氦气本地生产

气体圈子援引《日经亚洲评论》消息, 台积电信息技术、材料管理和风险管理高级副总裁 JK Lin 表示, 台积电正在与多家气体供应商合作, 在三到五年内探索在中国台湾本地生产氦气。

根据气体圈子发布的《全球电子级稀有气体市场研究》, 2022年1-9月, 大陆对台湾地区氦气出口量同比增长320%。

JK Lin 表示, “我们有一个与供应商合作的具体计划, 以本地化部分氦气供应, 目前正在购买设备。我们的想法是拥有更多的资源来提高供应链的安全水平。但并不是在本地实现所有的供应。那是不现实的, 而且成本很高。”

该报道指出, 台积电正在评估供应链风险, 并制定了大约未来五年的连续性计划, 以确保能够采购 2000 多种芯片制造所需的材料和化学品, 以满足建厂和扩充产能计划。JK Lin 称, 建设新的芯片厂通常需要四到五年的时间, 所以我们需要制定这样的计划。在疫情和地缘政治不确定性带来的多重破坏中, 供应链弹性在过去两到三年中变得越来越重要。JK Lin 还表示, 虽然增加本地采购很重要, 但该战略也有局限性。半导体仍然是一个非常全球化的行业, 全球合作至关重要, 没有人可以完全靠自己和本地制造任何东西。

根据气体圈子了解, 台湾制造氦项目合作方最有可能是中国台湾中钢公司。公开资料显示, 中国台湾中钢公司于 1971 年正式成立, 1977 年在政府的出资下转变为国营企业, 1989 年中钢逐渐释出政府持有股份, 于 1995 年再度成为民营企业。其总部与主要工厂都位于高雄市临海工业区, 是中国台湾地区最大的钢铁生产商。

值得注意的是, 全球主要的半导体生产地都开始寻求稀有气体自产或本地化供应的厂商。大阳日酸曾于 2022 年 7 月宣布增产用于半导体制程的稀有气体氦和氩产能, 将在和 JFE Steel 共同出资的 JFE Sanso Center 福山工厂内扩产稀有气体, 届时, 大阳日酸的氦气、氩气产能

将扩增至现行的约 2 倍。SK 海力士此前已宣布提高本土氦气采购量。该公司在今年与浦项钢铁及 TEMC 合作，成功开发氦气生产技术。10 月 27 日，三星与浦项钢铁签署谅解备忘录，就半导体用氦气达成合作。后者将在 2024 年前在韩国本土工厂建立氦气生产设施，并从 2024 年起，向三星供应氦气。

(气体圈子)

## 2、空气产品拟在南京投建氢能项目

11 月 7 日，在第五届中国国际进口博览会举办之际，2022 南京市高质量发展投资环境推介会在上海举行，以色列驻上海总领馆总领事爱德华、芬兰驻上海总领馆总领事嵇安诺出席。推介会上，35 个合作项目现场签约，总投资额 328 亿元，涉及智能电网、新能源汽车、生物医药、集成电路、智能装备制造等创新型产业及科技研发、功能性总部等领域。其中外资项目有 7 个，投资总额约 10 亿美元。

“双碳”目标下，南京正在加快绿色低碳转型发展。本次推介会，南京与世界领先的工业气体公司——空气产品公司 (Air Products) 牵手合作。空气产品公司拟在江宁开发区投资建设氢能项目，总投资约 3 亿元人民币。

“目前，空气产品公司在南京拥有 3 家全资子公司和 1 家合资公司，推动了南京清洁能源的使用和发展。”市商务局相关负责人介绍，新项目将应用全球领先的液氢技术，为江宁区本地整车及核心燃料电池零部件企业提供最先进的解决方案，同时还还将把产业链协同的相关企业引进江宁开发区，共同打造华东地区“低碳”发展模式的示范样板。

(气体分离)

## 3、电子特气领军企业科利德拟 A 股 IPO

气体圈子讯，中国证监会 11 月 17 日披露了海通证券关于大连科利德半导体材料股份有限公司首次公开发行股票并上市辅导备案报告。

大连科利德光电子材料有限公司是专业从事高纯电子气体和半导体前驱体研发及产业化的国家高新技术企业，经多年发展，成为国内高纯电子气体和半导体前驱体产业的领军企业。在制备工艺、通量计算合成、多级吸附纯化、低温连续精馏、洁净罐装、前沿分析技术等方面先后形成专利技术 70 余项，制定国家和行业标准 13 项。

以创新打造企业核心竞争力。大连科利德在国内首家实现 7N 级超高纯氨、6N 级高纯三氯化硼等高纯电子气体和半导体前驱体研发及产业化，产品技术达到国际先进水平，填补国内空白。科利德副总经理计燕秋表示：“公司生产的高纯丙烯、COS (氧硫化碳)、NO (一氧化氮) 等都是新品种，也都用在新的制程上，从 28 纳米一直到 14 纳米、7 纳米，甚至是 5 纳米，这个规模在国内应该也排在前列。”

(气体圈子)

## 4、河北一工业气体项目开工

2022 年 11 月，石家庄市举行四季度重点项目集中开工仪式，开工仪式采取云视频连线形式，主、分会场实时互动，园区在河北昌东触媒科技有限公司电子气体生产及工业气体充装项目现场设立分会场。

集中开工项目包括联合石化高端化工新材料综合制造基地、昌东触媒电子气体配置及工业气体、优士科集成电路 CMP 研磨颗粒循环一体化、满地荷年产四万八千套智慧金融安防设备及医用软件开发等 23 个项目，总投资 42.5 亿元。

其中，河北昌东触媒电子气体配置及工业气体项目总投资 1.6 亿元，建设周期 2 年，规划建设 24 亩，总建筑面积 8000 平方米。该项目分两期建设，其中一期建筑面积 5266 平方米，新建工业气体生产线 7 条，二期建设电子气体混配车间 2592 平方米及电子气体配置生产线 6 条。项目建成后年配置及分装各种气体 69.89 万瓶。预计年销售收入达到 1.3 亿元，实现利税 4000 万元。

河北昌东触媒科技有限公司拥有先进的电子气体配置技术和研发能力、成熟的生产经验和管理团队，稳定的销售渠道。企业充分利用其丰富的行业资源，先进的技术优势，推进企业不断发展壮大，助推行业竞争力持续增长。

(气体分离)

### 3 股价表现及板块估值表

#### 3.1 本周股价表现：凯美特气、华特气体领涨

本周林德气体上涨 1.1%，液化空气集团上涨 1.3%，空气化工产品上涨 2.3%，杭氧股份上涨 6.9%，凯美特气上涨 8.9%，华特气体上涨 1.8%；近一年全球各工业气体公司股价涨跌幅：林德（上涨 1%）、液化空气集团（下跌 10%）、空气化工（下跌 2%）、杭氧股份（上涨 63%）、凯美特气（上涨 61%）、华特气体（上涨 4%）。

图13： 本周林德气体上涨 1.1%

图14： 本周液化空气集团上涨 1.3%

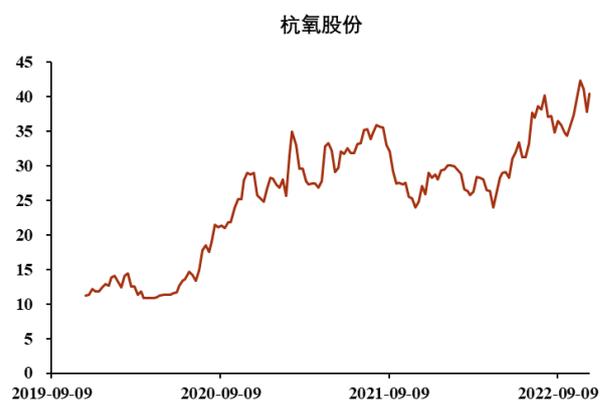
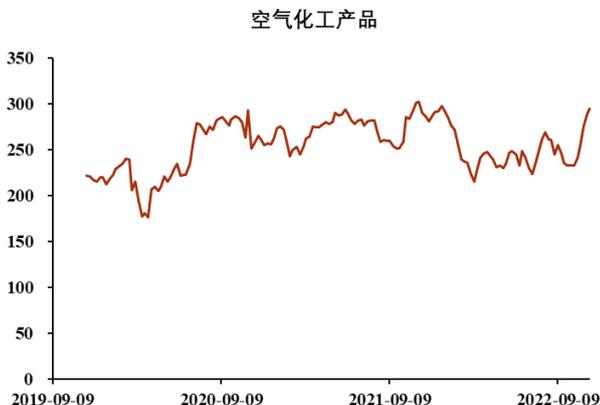


资料来源：wind，浙商证券研究所

资料来源：wind，浙商证券研究所

图15： 本周空气化工产品上涨 2.3%

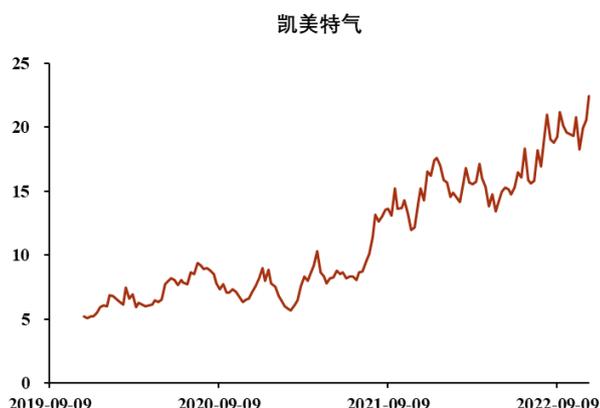
图16： 本周杭氧股份上涨 6.9%



资料来源：wind，浙商证券研究所

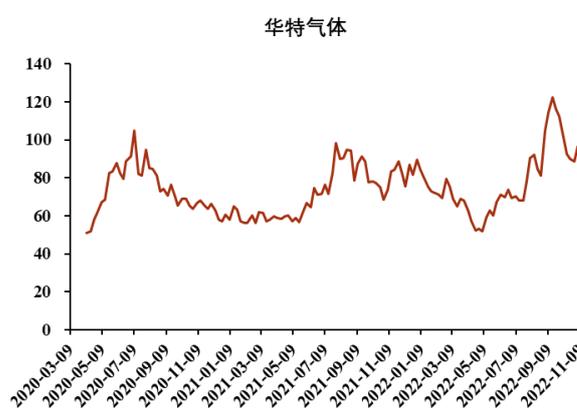
资料来源：wind，浙商证券研究所

图17: 本周凯美特气上涨 8.9%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图18: 本周华特气体上涨 1.8%



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 2022 年 PE 估值 32 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 3000-10000 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 5-10%, 对应 2021 年 PE 约 37 倍, 2022 年 PE 约 32 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 2022 年平均 PE 估值 32 倍

国别	代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE			PB (LF)	ROE (2020)
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
海外公司	LIN.N	Linde	11,771	244	293	337	48	40	35	3.6	8.7%
	ONWF.L	液化空气集团	5,266	195	211	221	27	25	24	3.5	13.1%
	APD.N	空气化工产品	4,675	136	155	171	34	30	27	4.2	15.5%
国内公司	002430.SZ	杭氧股份	396	11.9	15.7	18.7	33	25	21	4.9	16.3%
	002549.SZ	凯美特气	139	1.4	2.5	4.1	100	57	34	10.7	12.8%
	688268.SH	华特气体	102	1.3	2.2	2.8	79	48	36	6.7	9.4%
	301286.SZ	侨源股份	104	1.8	1.5	2.9	58	70	36	6.7	22.1%
	688106.SH	金宏气体	110	1.7	2.5	3.8	66	44	29	4.0	6.2%
	002409.SZ	雅克科技	280	3.3	6.4	8.5	84	44	33	4.5	5.6%
	600378.SH	昊华科技	398	8.9	11.0	13.3	45	36	30	5.2	12.4%
	601369.SH	陕鼓动力	204	8.6	10.2	13.0	24	20	16	2.6	11.4%
	603324.SH	盛剑环境	57	1.5	2.1	3.1	37	26	19	4.1	11.0%
	688596.SH	正帆科技	110	1.7	2.6	3.9	66	43	28	5.2	9.0%
002971.SZ	和远气体	33	0.9	1.1	1.4	37	30	24	2.8	7.9%	
平均值							53	39	28	4.8	10.7%

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 2022 年 11 月 18 日

## 4 投资建议

持续看好工业气体行业投资机会，海外可比公司万亿元人民币市值。

1) 中国工业气体行业近 2000 亿元市场，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分别为约 10000 亿元、5000 亿元和 4500 亿元，对应 2021 年的平均 PE 约为 37 倍。

3) 国内空分气体市场集中度相对偏低，CR4 约 50%，而海外达 70%。同时跨国公司国内份额约 40-50%，近几年本土企业新签项目市场占有率大幅提升。

4) 特种气体市场自主品牌占有率仅 10%，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。

### 4.1 杭氧股份：国产替代、产品升级、治理改善，迈向工业气体龙头

**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%。参考海外外包市场比例（80%），预计中国工业气体市场远期市场需求是 2021 年的 2.5 倍以上。

**(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）。

近年来公司管道气业务加速，存量运营市场份额为 10%，新签气体运营市场的份额近 50%。预计 2025 年底公司运营气体规模超 300 万方，2022-2025 年气体业务收入的复合增速达 23%，2025 年公司气体业务收入占比超过 75%。

**(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。总结：公司远期利润空间有望是 2021 年的数倍以上。

预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 15.7/18.7/23.1 亿元，同比增速分别为 32%/19%/24%，三年复合增速 25%，对应 PE 分别为 25/21/17 倍。采用分部估值，6-12 月目标市值为 491 亿元，维持“买入”评级。

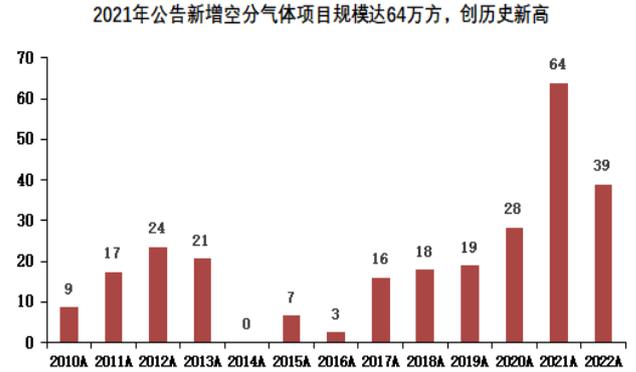
风险提示：产品价格大幅下跌、新签气体订单不及预期。

图19: 预计公司 2021 年年底气体产能有望达到 180 万方/小时



资料来源: 杭氧股份公告, 浙商证券研究所

图20: 2021 年公告新签气体项目规模达 64 万方



资料来源: 杭氧股份公告, 浙商证券研究所

备注: 2022 年为公司已公告的气体项目规模, 并非全年预测数值

## 4.2 凯美特气: 电子特气新星, 期待订单\气源\ASML 认证获得突破

传统业务稳中向好, 二氧化碳产能扩张、双氧水等新品助力增长。传统业务方面, 公司合计投资 20 亿元用于扩张二氧化碳产能以及实现双氧水等新产品量产能力。1) 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。2) 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。

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、氩气、氖气等)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。

电子特气获全球半导体头部企业认可, 签战略框架协议将开启大规模供应。据公告, 公司的战略合作方(销售平台公司)是一家专注半导体材料、设备及服务的综合性企业, 已与多个全球半导体头部企业签订供应框架协议, 完成数个公司电子特气产品在客户端的认证并开始规模化供应。根据公告, 战略合作方将以凯美特品牌直接配套全球半导体头部企业, 并后续协助公司成为全球半导体头部企业的策略供应商。

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。

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, 两项目计划投资金额分别为 5.9/5.2 亿元。其中, 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、氯化氢、氟基混配气等产品。预计项目建成后年收入 6.5 亿元, IRR 达 27%。

2022 年限制性股票激励计划首次授予完成, 覆盖面广泛彰显管理层信心。股权激励授予价格为 8.19 元, 面向 198 名激励对象共授予 1520 万股限制性股票(约占公司总股本

3%)。此次股权激励计划分三年期解锁，业绩解锁条件分别为 2022/2023/2024 年净利润不低于 1.8/2.5/3.5 亿元。

预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 2.5/4.1/5.4 亿元，复合增速达 57%，对应 PE 分别为 57/34/26 倍，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。

图21：电子特气产品认证工作稳步推进

图22：凯美特电子特种气体二期项目（合成气）落户宜章县



资料来源：凯美特公司公告，浙商证券研究所

资料来源：宜章县人民政府官网，浙商证券研究所

### 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 寸以上集成电路制造厂商实现了超过 80% 的客户覆盖率，是国内唯一通过 ASML 认证的气体公司。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。电子（含半导体）是重要应用领域，半导体协会：2020 年国内电子特气市场 174 亿元，占特种气体市场的 40% 以上。行业有望培育千亿市值公司：40 亿利润（全球 20% 份额，15% 净利率），25 倍 PE。

**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（2018 年外资企业在国内电子特气占据 85% 市场份额），本土企业的竞争实力偏弱，国产化需求迫切。近年来在政策的推动下，以华特气体为代表的国产电子特气企业逐步实现了部分产品的国产化，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。**

公司为国内特种气体先行者，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，大幅提升氯化物、氟碳类等高毛利合成气占比提升。

电子特气业务加速放量，预计2022-2024年的归母净利润为2.2/2.8/3.9亿元，复合增速为45%，对应PE分别48/36/26倍。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 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

##### 我国西南最大纯液态空分气体供应商，受益新能源产业发展

公司是我国西南区域最大的纯液态空分气体供应商，目前已建成产线产能主要集中在川渝、福建两地，近三年两地收入占比均值分别约为65%及25%。公司主要产品包括氧气、氮气、氩气以及其他气体等四大类。近2012-2021年净利润复合增18%，近三年业绩变化主要受疫情反复、宏观经济波动，下游需求及产品价格波动影响。公司积极推进空分项目和特气项目进展，未来有望受益于新能源、半导体产业发展。

##### 公司具备区位/成本/客户等优势；主业扩产、品类延展，发展进入快车道

区位优势：公司凭借西南区位，掌握先发优势。公司在成立之初即坚持“立足川渝，布局全国，零售和管道气并重，深入拓展特气市场”的战略发展理念，公司长期服务于区域内的众多下游行业和知名客户，在川渝地区空分气体零售市场具有突出的先发优势。

成本优势：1) 规模化生产+设备单位能耗较低。公司目前生产体系完整、高效，汶川基地合计全液态气体产能约60余万吨，位居西南地区第一，规模化生产可以显著降低产品生产升本。2) 电价低。空分气体行业电力成本占比逾70%。公司汶川基地所处的四川省阿坝藏族羌族自治州水电资源丰富，电价相对较低，较竞争对手拥有一定的电力成本优势。公司高度重视生产经营过程中的成本控制，有效降低了产品单耗。

客户优势：核心客户包括宁德时代、华友钴业、三钢闽光、通威股份、东方电气、利尔化学、士兰微等上市公司以及攀钢集团、宝钢德盛等国内知名企业。客户所处行业覆盖冶金、军工、医疗、化工、食品、新能源、新材料等多个领域。

##### 成长路径一：现有空分产能爬坡及新项目投产

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。根据招股书，公司募投项目将新建76万吨液态气体产能、管道气产能3.6亿立方米，较2021年产能分别同比增长100%、72%，预计募投项目将于2023年、2024年陆续达产。

##### 成长路径二：品类拓展，着重发力特种气体。

根据招股书，公司将着力拓展高纯空分气体等特气市场。在产品品类方面，逐步着手布局新材料产业、半导体产业等所需特种气体，如高纯液氧、高纯液氮、烷类气体、氟碳类气体、其他浓度为ppm（10<sup>-6</sup>）甚至ppb（10<sup>-9</sup>）级的电子混合气等。

预计公司2022-2024年的归母净利润分别为1.5/2.9/4.9亿元，同比增速分别为-18%/97%/66%。预计公司2022-2024年PE分别为70/36/21倍。

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。

## 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>