

专用设备

报告日期：2022年12月18日

# 中央经济工作会议提振信心，工业气体有望景气回升

## ——工业气体行业周报

### 投资要点

#### □ 中央经济工作会议提振信心，工业气体、电子特气有望景气回升

- 1) 中央经济工作会议要求2023年坚持稳字当头、稳中求进，预计明年经济运行有望总体回升。工业气体与宏观经济景气度高度相关，有望触底企稳。会议提出产业政策要发展和安全并举，狠抓战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，电子特气作为半导体第二大材料，国产替代、产品升级需求紧迫。
- 2) 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59%，液态氧气、氮气、氩气单价分别同比下跌14%、22%、80%。
- 3) 稀有气体价格持续回落。其中氪气/氖气分别跌回2020年年初以及2021年年底水平。2022年12月15日，氪气、氖气、氖气出厂价分别为3250元/立方、31.5万元/立方、950元/立方。

#### □ 行业动态

- 1) 中央经济工作会议部署2023年经济工作，预计明年经济运行有望总体回升。产业政策要发展和安全并举，优化产业政策实施方式，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节。

2) 杭氧特气收购西亚特电子和万达气体，旨在完善特种气体产品体系。

#### □ 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11000亿元、5200亿元和4900亿元，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，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

研究助理：王一帆

wangyifan01@stocke.com.cn

### 相关报告

1 《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》 2022.11.20

2 《【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

3 《【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

## 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、空气化工领涨 .....	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

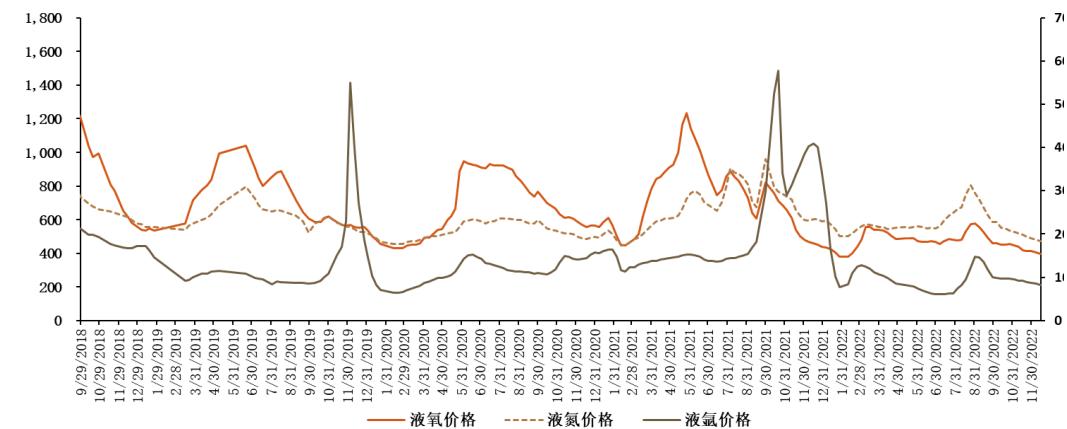
图 1: 2022 年 12 月第 3 周液氧/氮/氩价格 YoY 为 -14%/-22%/-80%，周环比为 -2%/-2%/-4% .....	4
图 2: 2022 年 11 月液态空分气体均价为 561 元/吨，同比下跌 52%，环比下跌 7%.....	4
图 3: 2022 年 12 月 15 日二氧化碳均价 346.04 元/吨.....	5
图 4: 12 月 15 日氪/氙出厂价分别为 0.325/31.5 万元/立方米.....	5
图 5: 12 月 15 日氖气出厂价/市场价分别 950/1500 元/立方米.....	5
图 6: 零售氧气下游应用：钢铁冶炼、机械制造、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: 11 月粗钢日均产量同比增加 7.3%.....	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 10 月全球半导体销售额同比下降 4.6% (单位: %) .....	8
图 13: 本周林德气体下跌 0.3% .....	10
图 14: 本周液化空气集团下跌 2.4% .....	10
图 15: 本周空气化工产品上涨 0.6% .....	10
图 16: 本周杭氧股份下跌 4.5% .....	10
图 17: 本周凯美特气下跌 8.0% .....	11
图 18: 本周华特气体下跌 7.4% .....	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59%，降幅较上周略有扩大（上周同比-57%）。其中液态氧气单价为396元/吨，同比下跌14%；液态氮气单价为471元/吨，同比下跌22%；液态氩气单价为820元/吨，同比下降80%（主要系同期基数较高）。

图1：2022年12月第3周液氧/氮/氩价格YoY为-14%/-22%/-80%，周环比为-2%/-2%/-4%

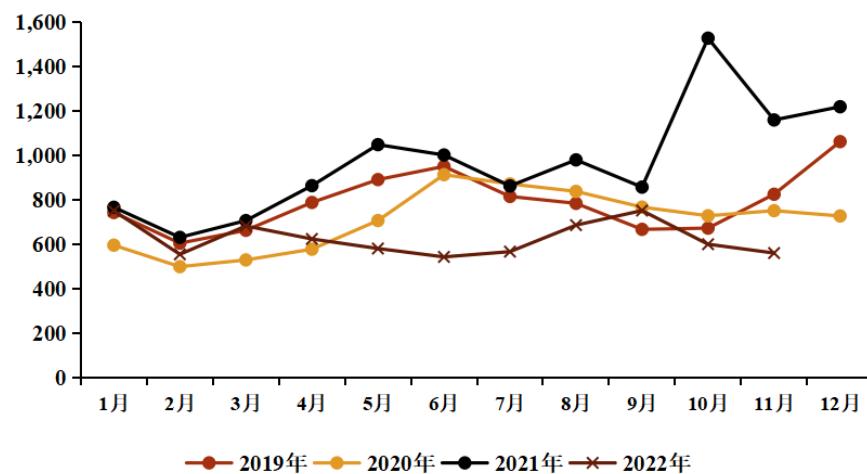


资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

受疫情扩大及经济疲软等多因素影响，11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11月份综合液态气体价格为561元/吨，同比下跌52%，环比下跌7%。

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。

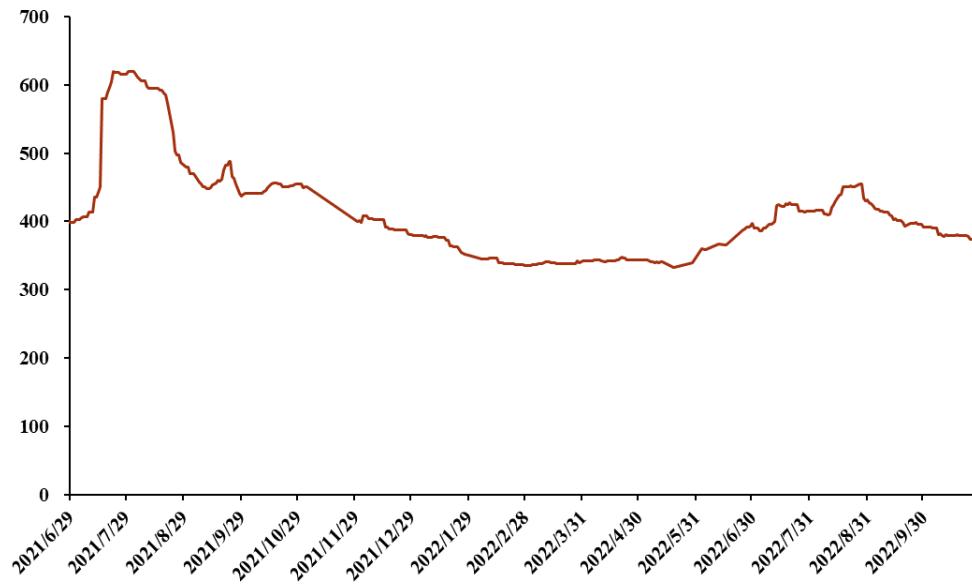
图2：2022年11月液态空分气体均价为561元/吨，同比下跌52%，环比下跌7%



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12月15日，二氧化碳均价346.04元/吨，同比下跌11.79%。

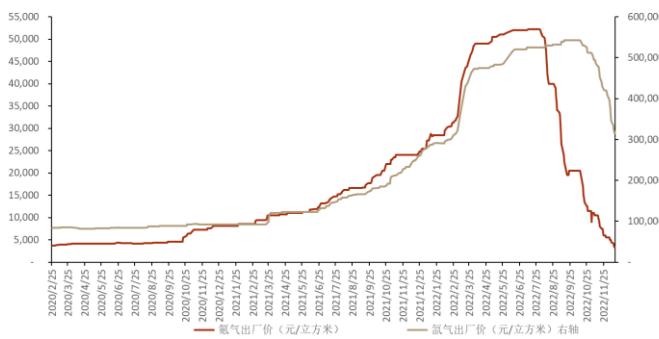
图3：2022年12月15日二氧化碳均价346.04元/吨



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

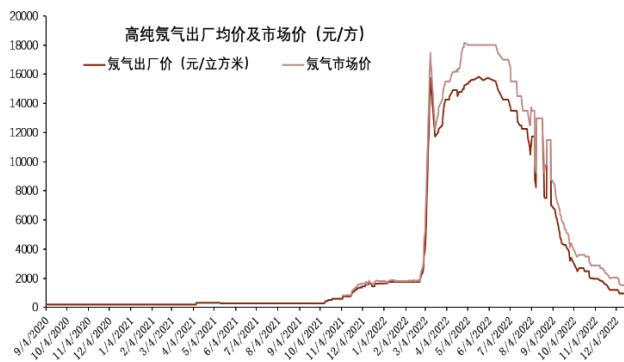
稀有气体价格持续回落。其中氪气/氖气分别跌回2020年年初以及2021年年底水平。2022年12月15日，氪气出厂价/市场价分别为0.325万元/立方和0.55万元/立方，氖气出厂价/市场价分别为31.5万元/立方和35.5万元/立方，氖气出厂价/市场价分别为950/1500元/立方。

图4：12月15日氪/氖出厂价分别为0.325/31.5万元/立方米



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图5：12月15日氖气出厂价/市场价分别950/1500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

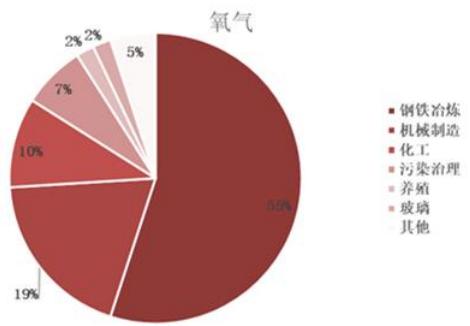
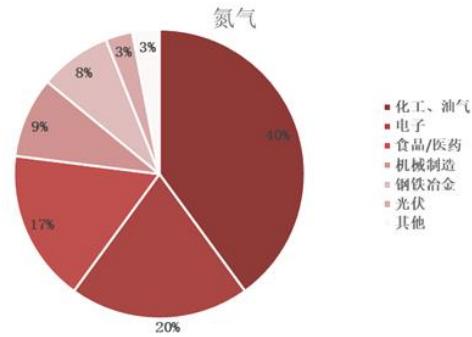


图7：零售氮气下游应用：化工、电子、食品医药、机械等



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

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

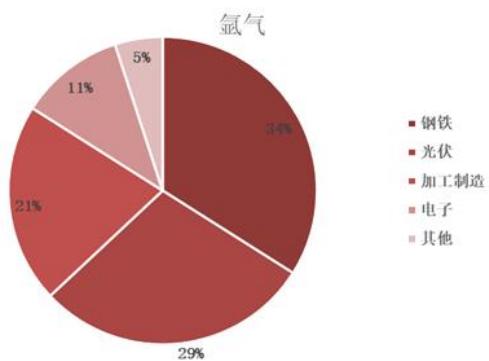
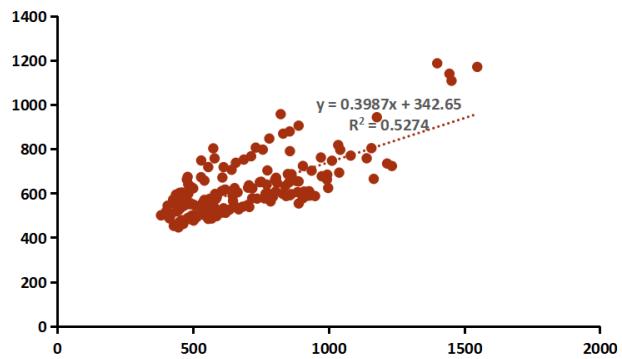


图9：液态氧气与氮气的价格正相关性较强

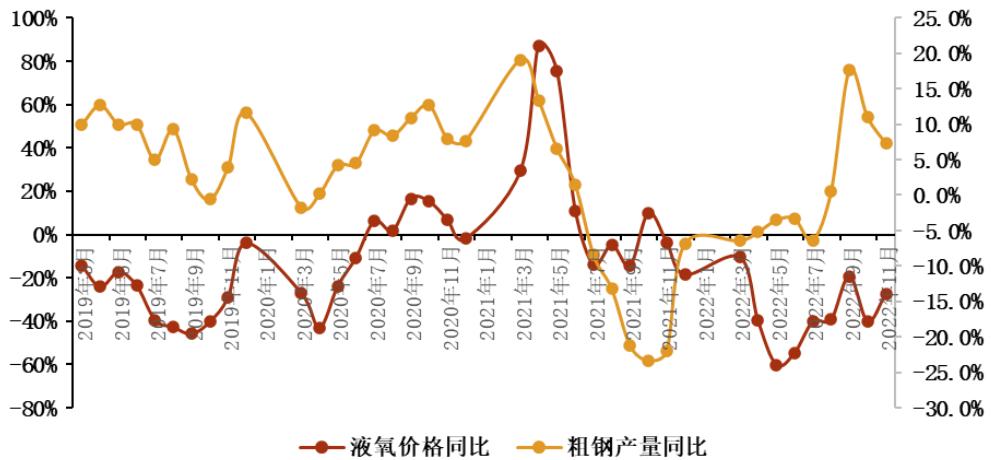


资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

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11月粗钢产量同比增长7.3%，较10月下跌3.7pct。根据西本新干线数据，2022年12月上旬国内粗钢日均产量为246.20万吨/天，环比下降0.88pct。

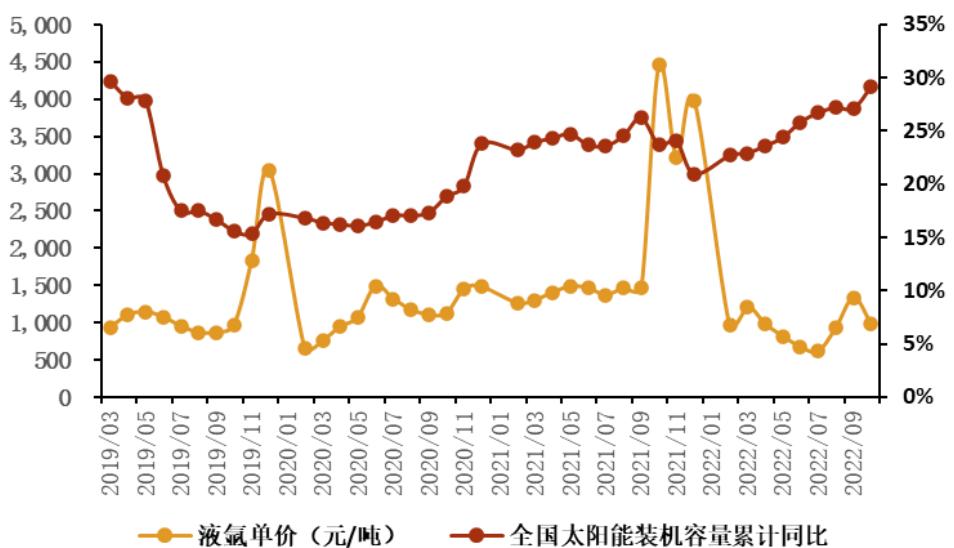
图10：11月粗钢日均产量同比增加7.3%



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，液氩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10月全国累计光伏装机364.4GW，同比增长29.2%。

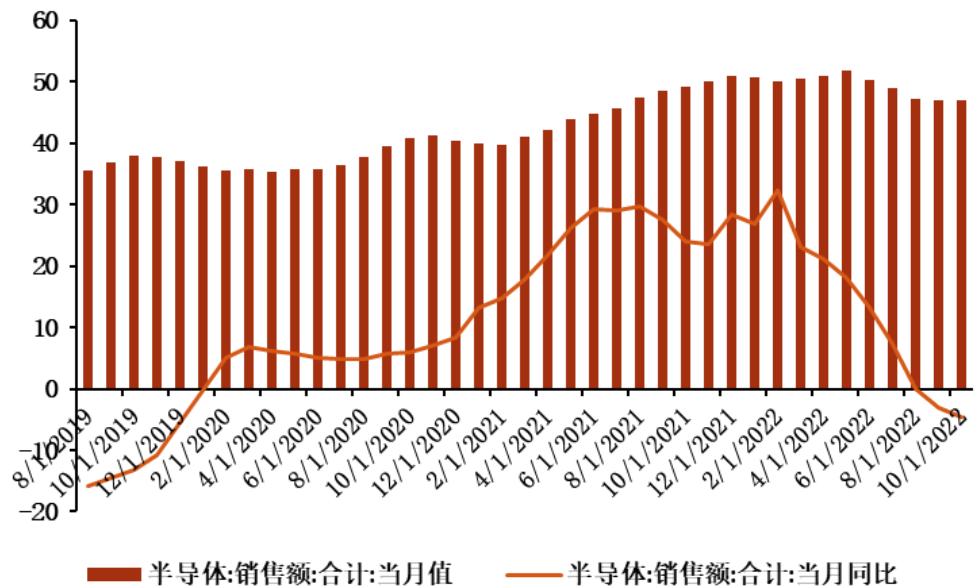
图11：预计2022年全球光伏装机需求景气向上，液氩价格处于波动之中



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。10月同比增速为-4.6%，环比降低0.3pct，同比增速进一步下降。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10月全球半导体销售额同比下降4.6% (单位: %)



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

## 2 行业动态

### 1、中央经济工作会议在北京举行

中央经济工作会议 12 月 15 日至 16 日在北京举行。会议指出，当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。但要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，明年经济运行有望总体回升。要坚定做好经济工作的信心。

会议要求，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。产业政策要发展和安全并举。优化产业政策实施方式，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技-产业-金融”良性循环。会议指出，明年经济工作千头万绪，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作。

(中国政府网)

### 2、杭氧特气收购西亚特电子和万达气体，旨在完善特种气体产品体系

杭氧股份通过公开挂牌和协议方式，引入战略投资者对全资子公司——衢州杭氧特种气体有限公司（简称“杭氧特气”）进行增资扩股以推进混合所有制改革。交易最终确定 A 类战略投资者——杭州原芯企业管理咨询有限公司（简称“原芯公司”）以及 B 类战略投资者——杭州微同股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“杭州微同”）和科改策源（重庆）私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“科改策源”）组成的联合体。

杭氧股份同意原芯公司以其持有的浙江西亚特电子材料有限公司（简称“西亚特电子”）100%股权作价 2.2 亿元认缴杭氧特气新增 873.9595 万元注册资本，以其持有的杭州万达气

体有限公司(简称“万达气体”)50.3%股权作价4,728.2万元认缴杭氧特气新增187.4038万元注册资本,增资价格为25.23元/元注册资本;同意杭州微同以货币2.09亿元认缴杭氧特气新增829万元注册资本,科改策源以货币4188.18万元认缴衢州杭氧特气新增166万元注册资本,增资价格为25.23元/元注册资本;同意杭州国佑资产运营有限公司(简称“国佑资产”)通过不公开协议增资方式以货币4,995.54万元认缴杭氧特气新增198万元注册资本,增资价格为25.23元/元注册资本。

同时,为避免原芯公司在本次增资扩股后继续从事与杭氧特气有竞争关系的业务,更好地发挥业务协同作用,杭氧特气以货币方式出资4671.8万元收购原芯公司实际控制人杨利和倪幼红持有的万达气体剩余的49.7%股权,收购完成后,杭氧特气将持有万达气体100%股权。

(气体圈子)

### 3、江苏正博诺拟7亿元新建高纯、高丰度 $^{11}\text{BF}_3$ 特种气体生产线

随着芯片尺寸持续缩小,晶体管成倍增加。对高纯、高丰度 $^{11}\text{BF}_3$ 气体的需求迅速增加。为满足日益扩大的市场需求,江苏正博诺科技发展有限公司拟投资7亿元建设“年产8吨高纯、高丰度 $^{11}\text{BF}_3$ 生产线,2吨高丰度 $^{10}\text{BF}_3$ 生产线,300公斤碳化硼-10生产线”。据悉,该项目采用格鲁吉亚稳定同位素研究院拥有的成熟可靠的工艺技术,采用苯甲醚化学交换精馏法分离硼同位素制备 $^{11}\text{BF}_3$ 。

中美贸易摩擦升级,美国对中国的集成电路企业进行打压,部分基础原材料、高端芯片的正常贸易受到严重影响。三氟化硼 $^{11}$ 同位素气体是主要的离子注入气体。目前,这种稳定同位素几乎全部依赖进口,且单价较高,亟待国产化。

(气体圈子)

### 4、四川空分自主研制国内首套 $140\text{L/h}$ 工业级氦液化成套装置及首台 $10\text{m}^3$ 液氦贮槽通过鉴定

2022年12月6日,中国通用机械工业协会在北京/成都/鄂尔多斯三地,以现场+视频方式组织召开了由四川空分设备(集团)有限责任公司自主研制的“集成高压氦气超低温纯化的工业级氦液化成套装置( $140\text{L/h}$ 工业级氦液化成套装置、 $10\text{m}^3$ 液氦贮槽)”鉴定会。

鉴定委员会认为,四川空分设备(集团)有限责任公司研制的国内首套 $140\text{L/h}$ 工业级氦液化成套装置和首台 $10\text{m}^3$ 液氦贮槽,具有自主知识产权,主要性能指标达到国际先进水平,其中氦产品纯度和提取率达到国际领先水平,打破了国外技术壁垒,对保障我国氦资源供应有重要意义,经济和社会效益显著,推广应用前景广阔。鉴定委员会同意通过鉴定。

(今日气体分离)

### 5、广东石化空分装置全面投产

12月10日,广东石化炼化一体化项目迎来项目又一关键节点,由中油工程成员企业昆仑工程公司总承包的空分项目最后一套空分装置一次开车成功,顺利产出合格。高压氧气、氮气、低温液氧、液氮和液氩产品各产品指标均优于设计保证值,标志着广东石化炼化一体化项目空分装置全面投产。

现在广东石化空分装置除保障全厂供气外，每天近 200 吨液氩源源不断对外销售。广东石化空分装置的全面投产，为全厂主体工艺装置开车调试提供了氧、氮用气保证，由此拉开了广东石化炼化一体化项目炼化装置全面投料试车的大幕，标志着昆仑工程在超大型空分装置 EPC 总承包业务领域的能力和水平又迈上了一个新台阶。

(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：凯美特气、空气化工领涨

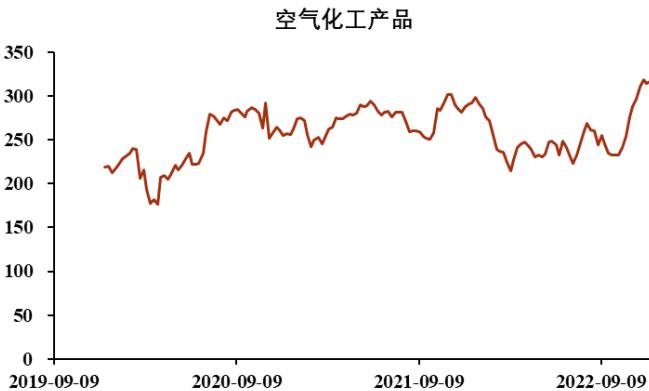
本周林德气体下跌 0.3%，液化空气集团下跌 2.4%，空气化工产品上涨 0.6%，杭氧股份下跌 4.5%，凯美特气下跌 8.0%，华特气体下跌 7.4%；近一年全球各工业气体公司股价涨幅：林德（上涨 0%）、液化空气集团（下跌 14%）、空气化工（上涨 10%）、杭氧股份（上涨 34%）、凯美特气（上涨 13%）、华特气体（下跌 2%）。

图13：本周林德气体下跌 0.3%



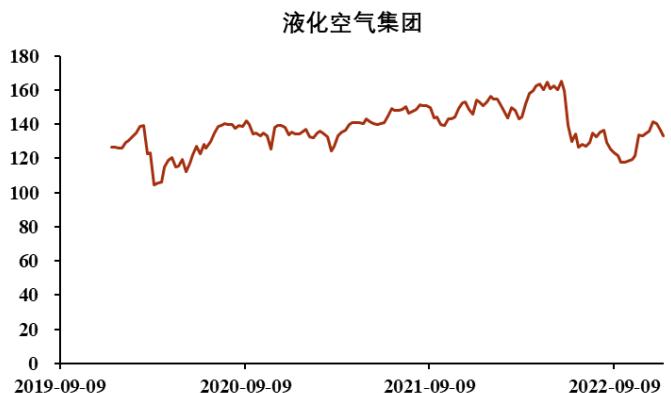
资料来源：wind，浙商证券研究所

图15：本周空气化工产品上涨 0.6%



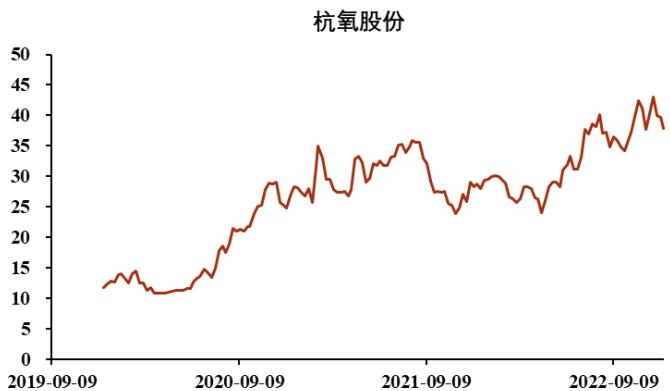
资料来源：wind，浙商证券研究所

图14：本周液化空气集团下跌 2.4%



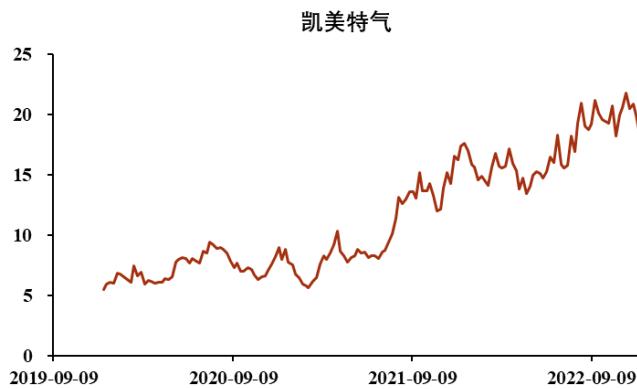
资料来源：wind，浙商证券研究所

图16：本周杭氧股份下跌 4.5%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图17：本周凯美特气下跌 8.0%



资料来源：wind, 浙商证券研究所

图18：本周华特气体下跌 7.4%



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 5000-10000 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 36 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	11,373	244	293	337	47	39	34	3.6	8.7%
	ONWFL.L	液化空气集团	5,156	195	211	221	26	24	23	3.5	13.1%
	APD.N	空气化工产品	4,900	136	155	171	36	32	29	4.2	15.5%
	002430.SZ	杭氧股份	372	11.9	15.7	18.7	31	24	20	4.6	16.3%
	002549.SZ	凯美特气	118	1.4	2.5	4.1	85	48	29	9.1	12.8%
国内公司	688268.SH	华特气体	89	1.3	2.2	2.8	69	41	32	5.8	9.4%
	301286.SZ	侨源股份	87	1.8	1.5	2.9	48	59	30	5.6	22.1%
	688106.SH	金宏气体	97	1.7	2.5	3.8	58	39	26	3.5	6.2%
	002409.SZ	雅克科技	244	3.3	6.4	8.5	73	38	29	3.9	5.6%
	600378.SH	昊华科技	358	8.9	11.0	13.3	40	33	27	4.7	12.4%
	601369.SH	陕鼓动力	188	8.6	10.2	13.0	22	19	14	2.4	11.4%
	603324.SH	盛剑环境	47	1.5	2.1	3.1	31	22	16	3.4	11.0%
	688596.SH	正帆科技	92	1.7	2.5	3.9	55	36	24	4.2	9.0%
	002971.SZ	和远气体	29	0.9	1.1	1.4	33	27	21	2.5	7.9%
	<b>平均值</b>							47	34	25	4.4

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 12 月 15 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 11000 亿元、5200 亿元和 4900 亿元，对应 2021 年的平均 PE 约为 36 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%。据此前行业深度，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）。

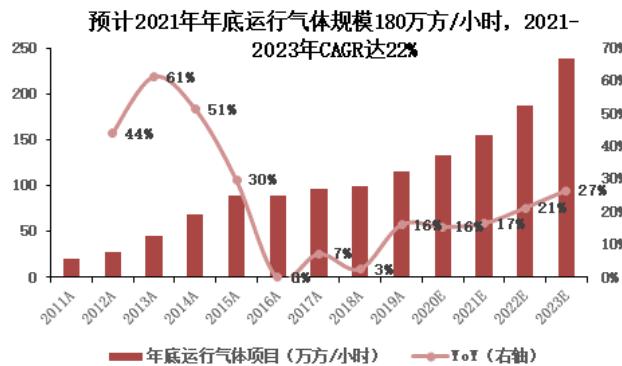
近年来公司管道气业务加速，存量运营市场份额为 10%，新签气体运营市场的份额近 50%。预计 2025 年底公司运营气体规模超 300 万方，2022-2025 年气体业务收入的复合增速达 23%，2025 年公司气体业务收入占比超过 75%。

**(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。

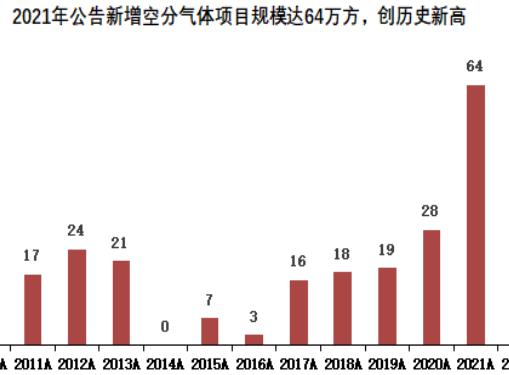
风险提示：产品价格大幅下跌、新签气体订单不及预期。

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(氪气、氙气、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、氘气、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



资料来源：凯美特气公告，浙商证券研究所

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：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，大幅提升氢化物、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成本。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（10-6）甚至ppb（10-9）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>