

评级: 买入 (首次覆盖)

市场价格: 24.05 元

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师: 聂磊

执业证书编号: S0740521120003

Email: nielei@zts.com.cn

研究助理: 张昆

Email: zhangkun06@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

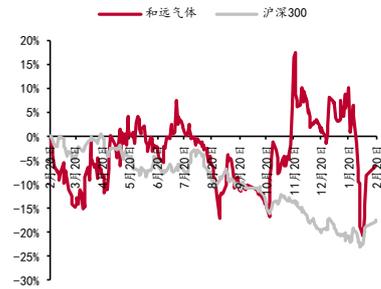
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	992	1,322	1,435	2,113	3,400
增长率 yoy%	20%	33%	9%	47%	61%
净利润 (百万元)	90	75	90	232	429
增长率 yoy%	4%	-17%	19%	159%	85%
每股收益 (元)	0.56	0.47	0.56	1.45	2.68
每股现金流量	0.32	0.27	1.45	1.90	2.54
净资产收益率	8%	6%	6%	13%	20%
P/E	42.6	51.2	42.9	16.6	9.0
P/B	3.4	3.2	2.6	2.2	1.8

备注: 股价信息取自 2024 年 02 月 20 日

基本状况

总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	125
市价(元)	24.05
市值(百万元)	3,848
流通市值(百万元)	2,996

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《工业气体行业深度报告: 长坡厚雪优质赛道, 国产替代大有可为》(20230509)
- 《2024 年新材料投资策略: 需求+技术+国产替代共振向上, 新材料大有可为》(20231226)
- 《电子气体行业深度报告: 长期价值辨差异, 海外为鉴探新机》(20240202)

报告摘要

- **华中区域工业气体领军者, 布局两大产业园大举切入电子特气等高端材料。**公司深耕工业大宗气体二十载, 2020 年公司向电子特气进军, 拟投资 7.6 亿元建设潜江电子特气产业园, 2022 年再度加码拟总投资 50 亿元建设宜昌电子特气及功能性新材料产业园, 据公司公告预计, 潜江园区建成达产后可实现收入 7.7 亿元/年, 宜昌园区一期建成达产后可实现收入 25 亿元/年, 全部建成达产可实现收入 60 亿元/年。
- **两大产业园产品产能陆续落地, 客户及订单开拓已显成效。**1) 潜江园区: 重点规划高纯氨、高纯氢为主的氮氢系特气产品。布局产品涉及 2 万吨/年电子级高纯氨、3.2 万方/年电子级高纯氢气等多个特气品类项目规划; 至 2024 年 1 月, 潜江产业园整体建设基本完毕, 高纯氨处于试生产阶段, 品质达到 7N 且产线运行稳定, 高纯一氧化碳、高纯甲烷、工业甲烷产线已建成投产并实现销售。2) 宜昌园区: 重点规划电子级硅烷等硅基产品及含氟特气。布局产品涉及 2 万吨/年的电子级硅烷、50 吨/年的六氟丁二烯、2000 吨/年的三氟化氮、500 吨/年的六氟化钨等特气及多种硅基功能性新材料项目规划; 至 2024 年 1 月, 三氟氢硅、四氯化硅产线已稳定运行并实现销售, 5000t/a 电子级硅烷、硅基功能性新材料及氟基电子特气正在建设安装中, 预计 24H1 陆续建成投产; 15000t/a 电子级硅烷已于 2023 年底正式进入施工建设阶段。3) 一体化生产+区位优势使公司占据有利竞争地位。一方面, 公司高纯氨和电子级硅烷采用一体化生产工艺, 循环利用副产物+原料自产, 可有效控制产品生产成本; 另一方面, 两大产业园区位优势明显, 在湖北可触达众多电子半导体下游客户。公司与晶科能源强强联手, 于 2023 年 10 月签订战略合作协议, 约定向上饶晶科能源所属子公司及关联公司销售电子级高纯氨产品和电子级硅烷产品, 估算协议金额为 6 亿, 增强新品放量确定性。
- **成熟产品业务稳步增长, 渠道能力持续赋能。**公司成熟产品产能持续扩张, 打造稳步增长的基本盘。公司已建成四大液态气生产基地, 并搭建起覆盖湖北区域的高效物流网络。结合创新气瓶流转模式带来的高效渠道管理能力, 成熟产品业务与电子特气等新产品业务有望在原材料/生产/运输/客户/管理等方面形成协同, 相辅相成。
- **盈利预测:** 公司作为华中区域气体领军企业, 大宗气体业务具备深厚的运营经验及渠道积累, 以潜江、宜昌两个产业园建设规划大举切入电子特气等新兴材料赛道, 打造新的业绩增长极, 成长性显著。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.9/2.3/4.3 亿元, 同比增速分别为 19.4%/158.6%/85.1%, 对应当前股价 PE 分别为 42.9x/16.6x/9.0x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原料成本涨幅超预期、重大项目建设及产品销售导入不及预期、行业新增供给超预期、安全生产、报告使用的资料存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

一、华中区域工业气体领军者，打造多元化业务结构	- 4 -
1、深耕大宗气体，布局两大产业园延伸电子特气及新材料	- 4 -
2、新产品逐步放量，下游客户结构丰富	- 5 -
3、营收规模稳步提升，整体费用率持续降低	- 6 -
二、投建两大产业园，大举进军电子特气等高端材料	- 8 -
1、潜江园区：重点规划高纯氮、高纯氢为主的氮氢系特气产品	- 8 -
2、宜昌园区：重点规划电子级硅烷等硅基产品及含氟特气	- 11 -
3、区位优势显著，与晶科能源签订战略合作协议增强新品放量确定性	- 14 -
三、成熟产品稳定增长，渠道能力持续赋能	- 16 -
1、成熟产品产销量稳步提升，外采占比逐步下降	- 16 -
2、销售网络覆盖湖北区域，高效物流渠道持续赋能	- 17 -
四、盈利预测与估值分析	- 19 -
1、盈利预测关键假设	- 19 -
2、投资建议	- 20 -
五、风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1：公司聚焦六大产品板块，致力打造多元化业务结构	- 4 -
图表 2：公司股权结构（截至 2023 年 10 月 16 日）	- 5 -
图表 3：普通气体仍贡献主要营收	- 5 -
图表 4：工业氮品种营收占比快速提升	- 5 -
图表 5：公司下游应用领域广泛，客户结构丰富（截至 2023H1）	- 6 -
图表 6：2015-2022 年营收 CAGR 为 23.4%	- 6 -
图表 7：2015-2022 年归母净利润 CAGR 为 20.8%	- 6 -
图表 8：净利率小幅波动（%）	- 7 -
图表 9：总费用率下降明显（%）	- 7 -
图表 10：投资 7.6 亿元建设潜江电子特气产业园	- 8 -
图表 11：潜江电子特气产业园产品产能规划	- 9 -
图表 12：一体化高纯氮生产工艺流程	- 9 -
图表 13：预计 2026 年国内超纯氮需求将达 16 万吨	- 10 -
图表 14：2021-2024M1 超纯氮瓶气中国市场价（纯度≥99.99999%，元/吨）	- 10 -
图表 15：国内主要内资的超纯氮产能情况（统计截至 2023 年 10 月）	- 10 -
图表 16：拟总投资 50 亿元建设宜昌电子特气及功能性材料产业园	- 11 -
图表 17：宜昌产业园一期项目产品产能规划	- 12 -
图表 18：新增两大电子级硅烷项目产品产能规划	- 12 -
图表 19：公司电子级硅烷一体化生产工艺流程	- 13 -
图表 20：光伏&新能源驱动电子级硅烷需求快速增长（吨）	- 13 -
图表 21：2021-2024M1 甲硅烷瓶气中国市场价（纯度≥99.9999%，元/吨）	- 13 -
图表 22：国内主要内资的电子级硅烷气产能情况	- 14 -
图表 23：两大园区交通便利，新兴客户资源丰富	- 14 -

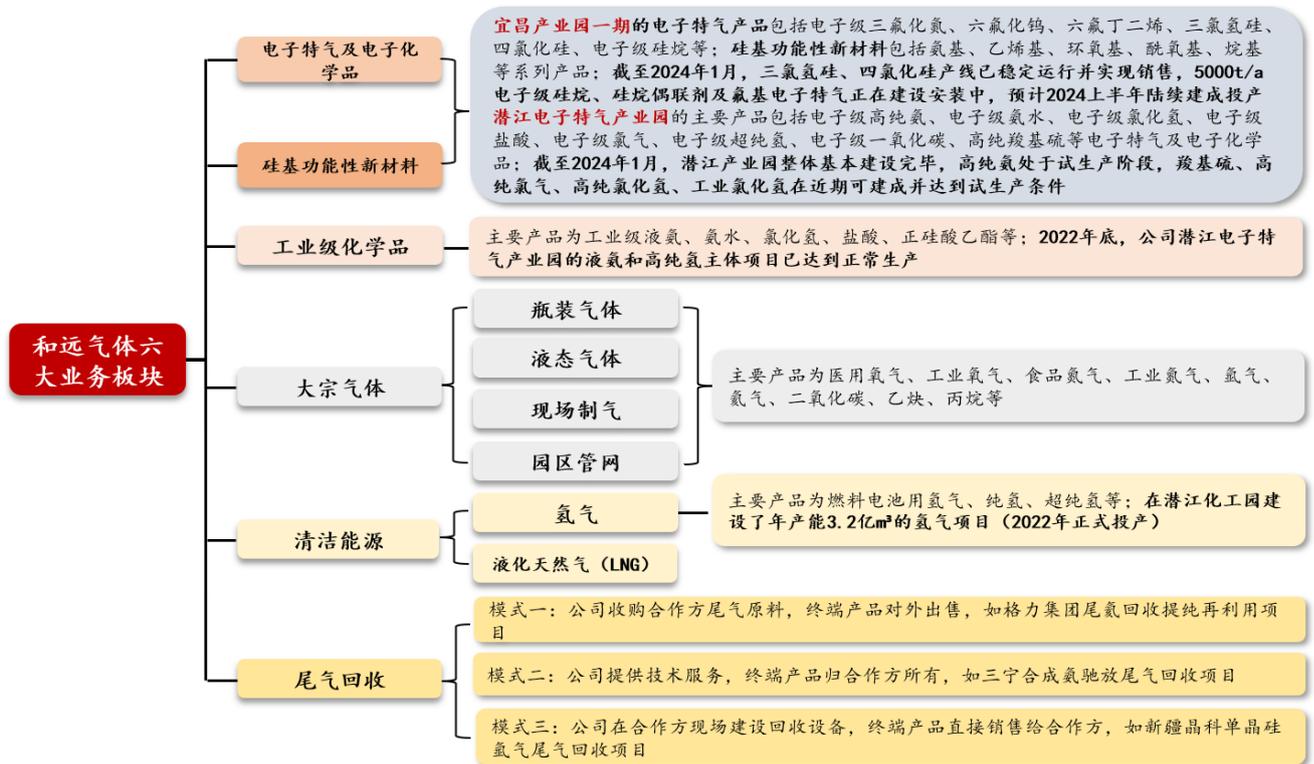
图表 24: 与晶科能源签订战略合作协议	- 15 -
图表 25: 氧氮销量逐步增加, 氢气增幅明显	- 16 -
图表 26: 氢气和氮气产量增加显著	- 16 -
图表 27: 大宗气体外采占比逐步下降	- 16 -
图表 28: 公司普通气体产能情况 (截至 2022 年年底)	- 17 -
图表 29: 四大液态气生产基地可辐射湖北全境	- 17 -
图表 30: 公司瓶装气物流模式	- 18 -
图表 31: 2023-2025 年公司收入分拆及业绩预测	- 20 -
图表 32: 可比公司估值对比	- 20 -

一、华中区域工业气体领军者，打造多元化业务结构

1、深耕大宗气体，布局两大产业园延伸电子特气及新材料

- **工业大宗气体起家，大力加码拓展电子特气。**公司深耕气体行业二十载，2003年公司前身宜昌亚太气体成立，以零售液态气起家；2012年确定“双翼”战略，在原先工业气体业务基础上，拓展以工业尾气回收为核心的节能环保业务；2020年开始大力拓展电子特气业务，拟投资7.6亿元建设潜江电子特气产业园，2022年拟投资50亿元建设宜昌电子特气及功能性材料产业园。
- **六大业务板块打造多元化产品和服务，强化竞争优势。**据公司公告，公司目前主要分为大宗气体、清洁能源、尾气回收、工业级化学品、电子特气、电子化学品及硅基功能性新材料六大业务板块。其中电子特气及电子化学品、硅基功能性新材料主要由正在建设的潜江电子特气产业园和宜昌电子特气及功能性新材料产业园负责生产。

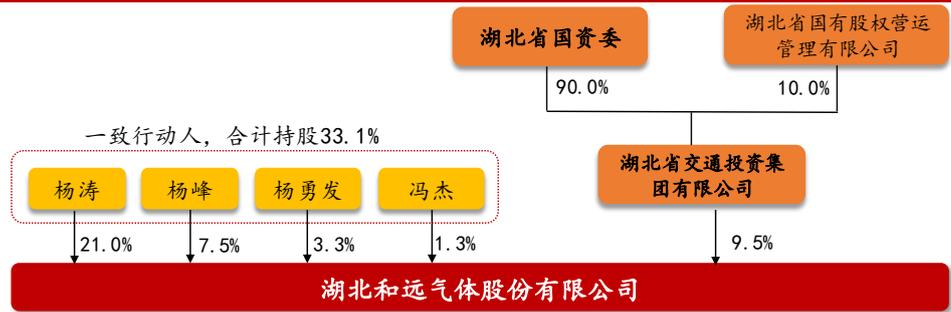
图表 1：公司聚焦六大产品板块，致力打造多元化业务结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **实控人为创始人杨涛，湖北省国资委间接持有公司股权。**据公司公告，截至2023年10月16日，创始人杨涛为公司实控人，并与股东杨峰、杨勇发、冯杰为一致行动人，四人合计持股33.1%；湖北省交投集团直接持有公司9.5%股权，湖北省国资委持有湖北省交投集团90.0%股权。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 10 月 16 日)

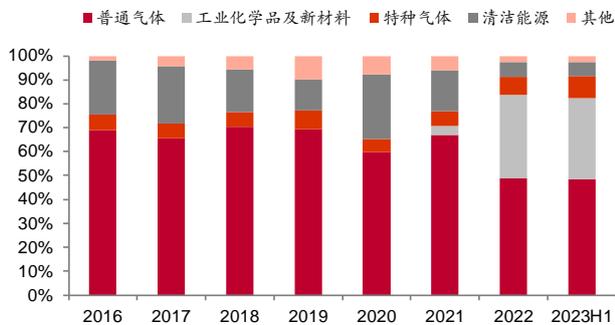


来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

2、新产品逐步放量, 下游客户结构丰富

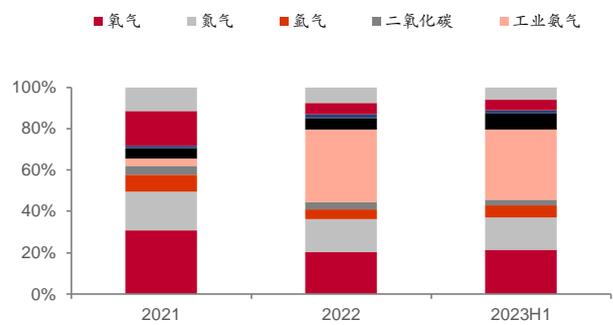
- 普通气体目前贡献主要营收, 工业氨快速放量。据 iFinD, 2016-2021 年, 普通气体业务营收占比处于 60%-70% 之间。2022 年工业化学品及新材料业务开始放量 (主要为工业氨), 营收占比从 2021 年的 3.6% 提升至 2023H1 的 34.1%。公司潜江电子特气产业园和宜昌电子特气及功能性新材料产业园正在建设阶段, 随着两处园区内项目陆续建成投产, 后续产品结构望持续优化。

图表 3: 普通气体仍贡献主要营收



来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 4: 工业氨品种营收占比快速提升



来源: iFinD, 中泰证券研究所

- 公司产品应用广泛, 客户结构丰富。据公司公告, 公司的下游客户既覆盖了化工、电力和家电等传统工业及制造业, 又涉及电子半导体和光伏等新兴领域。其中电子半导体领域客户有台基股份、三安光电等, 光伏领域客户有天合光能、晶科能源等。

图表 5: 公司下游应用领域广泛, 客户结构丰富 (截至 2023H1)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 客户统计为不完全统计)

3、营收规模稳步提升, 整体费用率持续降低

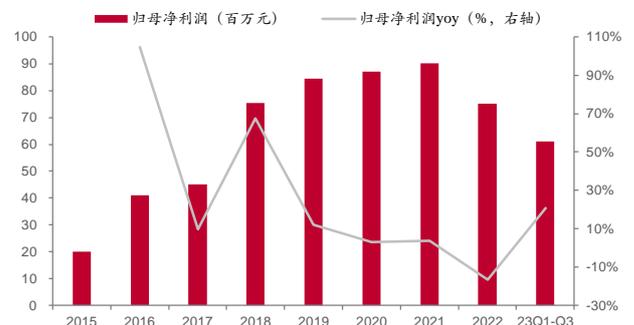
- **营收规模稳步提升, 23Q1-Q3 利润同比增长 20.7%。**据 iFinD, 2015-2022 年营收 CAGR 为 23.4%, 23Q1-Q3 营收 11.1 亿元, 同比增长 17.0%; 归母净利润方面, 2015-2022 年归母净利润 CAGR 为 20.8%, 23Q1-Q3 实现归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 20.7%。2022 年利润下滑较为明显, 主要系: 1) 公司自产氢气和新产品液氨大幅增加, 导致直接材料成本同比增加 3400.4%, 直接材料成本占营业成本比重从 2021 年的 1.8% 上升至 42.0%; 2) 营收占比大幅提升的氨气产品毛利率较低, 仅为 11.7%; 3) 潜江电子特气产业园一期项目 (主要产品为液氨) 达产转固, 导致折旧费用大幅增加。

图表 6: 2015-2022 年营收 CAGR 为 23.4%



来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 7: 2015-2022 年归母净利润 CAGR 为 20.8%

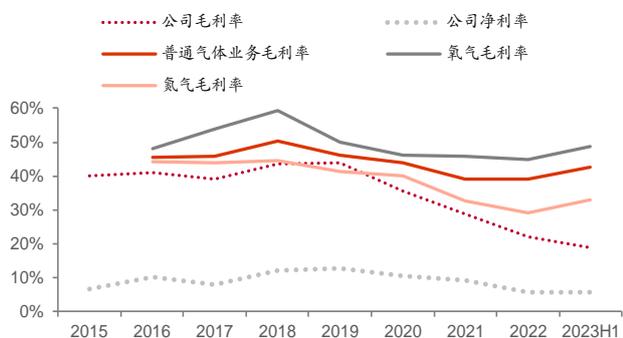


来源: iFinD, 中泰证券研究所

- **净利率窄幅波动, 整体费用率持续下降。**公司以零售供气模式为主, 产品价格容易受市场波动影响。2022 年和 2023 年前三季度, 受产品结构

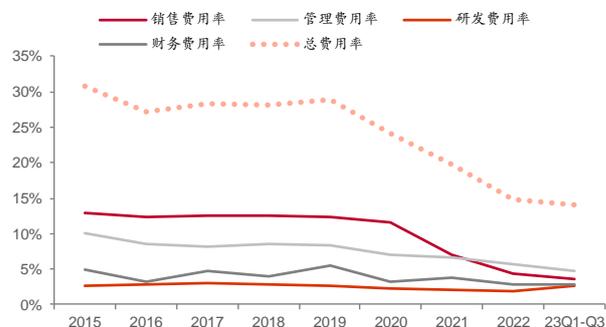
变化和在建项目转固影响，净利率下降至 5.7%和 5.6%；公司整体费用率呈持续下降的态势。

图表 8: 净利率小幅波动 (%)



来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 9: 总费用率下降明显 (%)



来源: iFinD, 中泰证券研究所

二、投建两大产业园，大举进军电子特气等高端材料

- **整合资源与技术，进军高端材料产业链。**2021年，公司充分将潜江和宜昌化工园区内丰富的氟、硅、氯、碳、氢、氮、硫等基础资源，与公司在合成、分离和提纯方面的技术优势相结合，将业务向电子特气及电子化学品、硅基功能性新材料、前驱体、同位素以及气凝胶等高端产业链延伸，致力以电子特气及电子化学品、硅基功能性新材料产品支撑公司快速增长，打造核心竞争力。

1、潜江园区：重点规划高纯氮、高纯氢为主的氮氢系特气产品

- **总投资 7.6 亿元建设潜江电子特气产业园。**据公司公告，2020 年 5 月，公司正式开始建设潜江项目，2021 年 9 月，由于主要产品市场需求和价格发生变化，公司调整项目规划为 20 万 t/a 纯氮（含 2 万 t/a 电子级高纯氮）和 32000 万方/年（最大产能）电子级高纯氢气，总投资 3.9 亿元。据公司测算，该项目动态投资回收期 4.1 年，建成达产后预计实现收入 7.7 亿元/年，净利润 1.6 亿元/年。2021 年 10 月，公司在潜江原项目的基础上新增电子特气及电子化学品项目，正式打造潜江电子特气产业园，新增项目总投资 3.7 亿元，建成后预计可增加收入 3.9 亿元/年，利润 1.7 亿元/年。

图表 10: 投资 7.6 亿元建设潜江电子特气产业园

公告时间	项目	主要产品	投资额	内部收益率	建设周期	实施进度
2021/9/28	潜江原规划项目	纯氮、电子级高纯氮、电子级高纯氢气	3.9 亿元	41.8%	1 年	2023 年 8 月，2 万 t/a 电子级高纯氮开始试生产；至 2024 年 1 月，工业氮和高纯氢气生产正常，高纯氮品质达到 7N 且运行稳定
2021/10/26	新增电子特气及电子化学品项目	食品级二氧化碳、高纯二氧化碳、高纯甲烷、高纯一氧化碳、高纯羧基硫、高纯氯气、高纯氯化氢等	3.7 亿元	45.1%	分两期建设，总周期 3 年	至 2024 年 1 月，高纯一氧化碳、高纯甲烷、工业甲烷生产装置已建成投产并实现销售；羧基硫、高纯氯气、高纯氯化氢、工业氯化氢生产装置在近期可建成并达到试生产条件

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **以高纯氮、高纯氢等氮氢系特气产品为主，同时涉及食品级二氧化碳、高纯甲烷等众多品类。**潜江园区主要规划产品有电子级高纯氮、高纯甲烷、高纯一氧化碳、高纯羧基硫、高纯氯气、高纯氯化氢等各类电子特气和化学品，其中纯氮布局产能最大，达 20 万 t/a。据公司公告，2022 年潜江园区液氮产品项目已完工达产转固，公司 2022 年销售液氮 12.5 万吨，产能利用率 62.4%，实现收入 4.6 亿元。

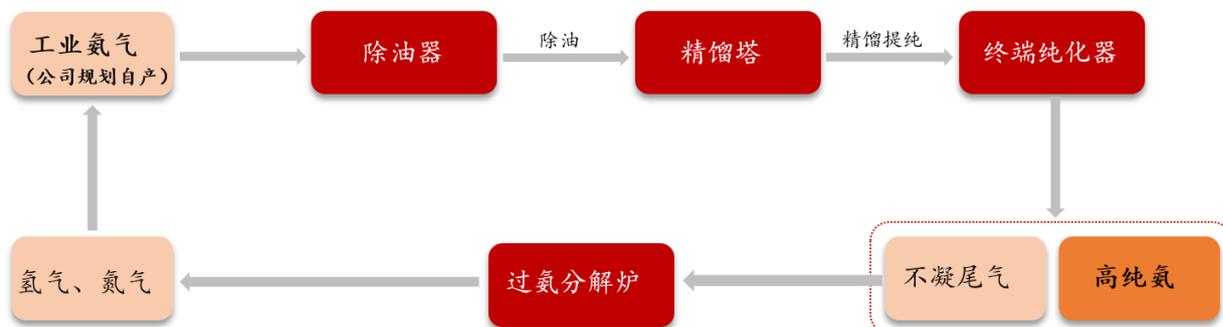
图表 11: 潜江电子特气产业园产品产能规划

项目	布局产品 (装置)	规划产能
潜江原规划项目	纯氨 (电子级高纯氨)	20万t/a (2万t/a)
	电子级高纯氢气	32000万方/年
新增电子特气及电子化学品项目	MDEA脱碳装置	原料气量4890Nm ³ /h
	食品级二氧化碳装置	20000t/a
	高纯二氧化碳纯化装置	2000t/a
	深度脱碳和脱水装置	/
	甲烷提纯装置 (高纯甲烷)	500t/a
	一氧化碳分离装置	/
	一氧化碳纯化装置 (高纯一氧化碳)	200t/a
	羧基硫合成装置	200t/a
	羧基硫提纯装置 (高纯羧基硫)	100t/a
	氯气纯化装置 (高纯氯气)	500t/a
	氯化氢合成装置	10000t/a
	氯化氢纯化装置 (高纯氯化氢)	5000t/a
	高纯盐酸装置	10000t/a
	高纯氨水装置	10000t/a
超纯水装置	13300t/a (供高纯氨水、高纯盐酸使用)	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **一体化生产布局, 高纯氨产品或具备成本优势。**电子级高纯氨生产原料为工业氨气 (纯氨), 潜江项目同时规划了纯氨和电子级高纯氨产线, 以纯氨为原料, 经过精馏和纯化, 生产出高纯氨的同时, 将伴生的氢气和氮气回收, 经过纯氨产线生成纯氨, 实现副产品的充分循环利用, 同时公司传统业务自产的氢气和氮气也可以作为生产纯氨的原料, 因而能够有效控制高纯氨的生产成本。

图表 12: 一体化高纯氨生产工艺流程

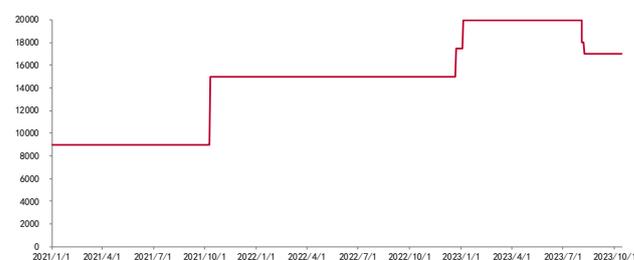


来源: 公司公告, 《超纯氨技术的发展现状》, 中泰证券研究所

- **超纯氨应用广泛，常与硅烷或其他硅化物进行反应使用。**超纯氨常作为氮源与硅烷或其他硅化物反应，形成氮化硅或氮氧化硅薄膜。在集成电路领域，主要通过 CVD 工艺沉积生长氮化硅介质层，用作绝缘层、保护层或活性薄膜；在新型显示领域，主要用于生成氮化硅和氮氧化硅半导体膜；在光伏领域，主要通过 PECVD 工艺沉积生长氮化硅或氮氧化硅，形成减反射膜以提高太阳光吸收率。
- **2026 年国内超纯氨需求或达 16.0 万吨。**需求方面，近年来集成电路/显示面板/光伏/LED 等产业的发展，不断拉动对超纯氨的需求，据 QYResearch 数据，2026 年国内超纯氨市场需求将达到 16.0 万吨；供给方面，据科利德公司公告，截至 2023 年 10 月，国内可统计主要内资企业超纯氨产能约 6.9 万吨，未来可统计产能规划为 7 万吨以上；价格方面，受益光伏景气，国内超纯氨市场价从 2021 年初 9000 元/吨，上涨至 2023 年初最高 20000 元/吨，目前价格回落至 16000 元/吨。

图表 13: 预计 2026 年国内超纯氨需求将达 16 万吨


来源：科利德公司公告，中泰证券研究所

图表 14: 2021-2024M1 超纯氨瓶气中国市场价(纯度 >99.99999%，元/吨)


来源：钢联数据，中泰证券研究所

图表 15: 国内主要内资的超纯氨产能情况 (统计截至 2023 年 10 月)

公司名称	产品纯度	产品竞争领域	产能 (吨/年)	未来产能规划
金宏气体	7N8	集成电路、新型显示、光伏、LED	22000	在建项目为越南项目，预计 2023 年末试生产，规划产能为 6000 吨/年
浙江建业微电子材料有限公司	7N	光伏、LED	13000	建德年产 8000 吨超纯氨项目，预计 2024 年初完成项目建设
福建久策气体股份有限公司	7N	光伏、LED	12000	淮安电子特气项目规划超纯氨产能 16000 吨/年，该项目 2023 年 6 月完成环评审批
科利德	7N5	集成电路、新型显示、光伏、LED	10990	拟建设超纯氨产能 8000 吨/年，2023 年开工建设
浙江英德赛半导体材料股份有限公司	7N	新型显示、光伏、LED	约为 10000	拟新增高纯氨产能 3500 吨/年，2022 年 7 月取得环评批复文件
华特气体	7N	光伏、LED	1350	拟新建江苏如东项目，计划于 2024 年 3 月开工，规划超纯氨产能为 10000 吨/年
和远气体	-	-	-	在建项目为年产 2 万吨电子级高纯氨；2023 年下半年已具备试生产条件

来源：各公司公告，中泰证券研究所（注：以上数据主要为科利德于 2023 年 10 月份发布的公司公告中统计整理，各公司产能数据可能存在更新，表格统计数据可能与实际不符）

2、宜昌园区：重点规划电子级硅烷等硅基产品及含氟特气

- 规划投资 50 亿元建设宜昌电子特气及功能性材料产业园。**据公司公告，2022 年公司拟在宜昌高新技术产业开发区投建宜昌电子特气及功能性材料产业园。项目分两期建设，一期建成达产后，经公司测算，可年产电子特气及功能性新材料等产品 15 万吨，预计可实现销售收入 25 亿元/年，全部建成达产可实现收入 60 亿元/年，投资利润率为 56.5%，投资回收期为 5.4 年（含建设期），财务内部收益率为 28.7%。2023 年公司陆续新增 2 个电子级硅烷建设项目，2023 年 3 月，公司新增 5000t/a 电子级硅烷项目，规划电子级硅烷产能 5000 吨，经公司测算，项目投资利润率为 79.1%，投资回收期为 2.7 年（税后，含建设期），财务内部收益率为 65.0%（税后）；2023 年 10 月，公司新增 15000t/a 电子级硅烷项目，规划电子级硅烷产能 15000 吨，经公司测算，项目投资利润率为 300.5%，投资回收期为 1.4 年（税后，含建设期），财务内部收益率为 222.4%（税后）。

图表 16: 拟总投资 50 亿元建设宜昌电子特气及功能性材料产业园

公告时间	项目	主要产品	投资额	内部收益率	建设周期	实施进度
2022/4/21	宜昌电子特气及功能性新材料产业园一期	六氟丁二烯、三氟化氮、六氟化钨、光伏级三氯氢硅、半导体级三氯氢硅、半导体级二氯二氢硅、光导纤维级四氯化硅等	18 亿元	28.7%	1.5 年	8 万 t/a 光伏级三氯氢硅已进入试生产，期限为 2023/5/25-2024/5/24；至 2024 年 1 月，三氯氢硅和四氯化硅生产装置已稳定运行生产，产品已实现销售
2023/3/9	新增 5000t/a 电子级硅烷项目	电子级硅烷、工业级硅烷、电子级乙硅烷	4883 万元	65.0%	1 年	至 2023 年底，处于建设安装阶段
2023/10/20	新增 15000t/a 电子级硅烷项目	三氯氢硅、电子级硅烷、四氯化硅	4.59 亿元	222.4%	2 年	至 2023 年底，正式进入施工建设阶段

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 一期项目规划以生产硅系、氟系等特气及新材料为主。**宜昌产业园一期规划研发和生产的六氟丁二烯等电子特气及功能性硅烷产品属于国家急需解决的“卡脖子”类关键材料，是国家发改委鼓励类重点投资项目，而三氟化氮和六氟化钨等产品则是电子半导体生产领域不可或缺的重要原材料。公司规划的三氯氢硅产品则是电子级硅烷的原材料，这为后续连续新增电子级硅烷建设项目，做一体化产业链延伸做好了保障。据公司公告，截至 2024 年 1 月，宜昌产业园一期项目的三氯氢硅和四氯化硅产线已经稳定运行，产品已实现销售，硅烷偶联剂和氟基电子特气生产装置正在建设安装中，预计 2024 年上半年有望陆续建成投产。

图表 17: 宜昌产业园一期项目产品产能规划

项目	布局产品/规划产能 (t/a)				
	硅系特气		含氟特气		硅基新材料
宜昌电子特气及功能性新材料产业园一期	光伏级三氯氢硅	80000	六氟丁二烯	50	
	半导体级三氯氢硅	1000	三氟化氮	2000	
	半导体级二氯二氢硅	300	六氟化钨	500	
	光导纤维级四氯化硅	15000			
	半导体级四氯化硅	500			
	工业级TEOS	5000			
	半导体级TEOS	5000			

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 新增两大电子级硅烷项目。**2023 年公司在宜昌园区新增 5000t/a 和 15000t/a 电子级硅烷项目, 主要的外售产品有电子级硅烷、工业级硅烷和电子级乙硅烷。据公司公告, 截至 2024 年 1 月, 5000t/a 电子级硅烷项目正在建设安装中, 预计 2024 年上半年建成投产, 而标志着宜昌产业园项目二期投建的 15000t/a 电子级硅烷项目也已在 2023 年底正式进入施工建设阶段。

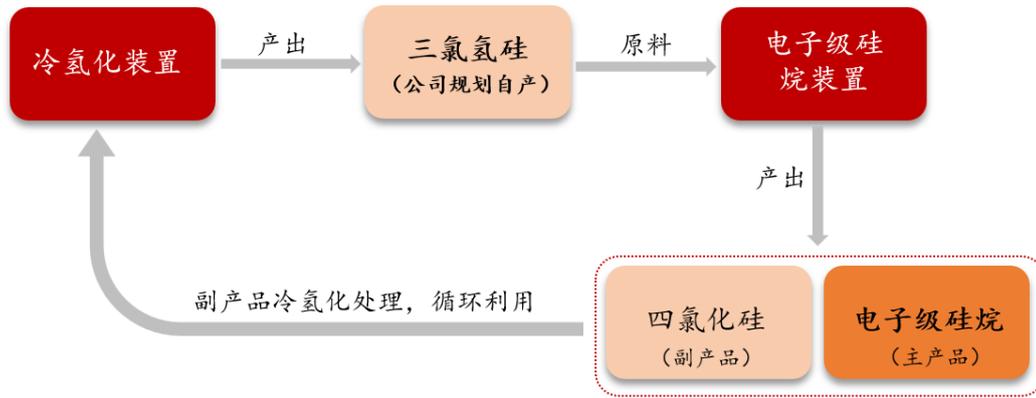
图表 18: 新增两大电子级硅烷项目产品产能规划

项目	布局产品	规划产能 (t/a)
新增5000t/a 电子级硅烷项目	电子级硅烷 (主产品, 纯度6N及以上, 外售)	5000
	工业级硅烷 (副产品, 纯度98.5%及以上, 外售)	500
	电子级乙硅烷 (副产品, 纯度5N及以上, 外售)	200
新增15000t/a 电子级硅烷项目	一期: 三氯氢硅 (主产品, 纯度2N, 自用)	320000
	二期: 电子级硅烷 (主产品, 纯度6N及以上, 外售)	5000
	二期: 四氯化硅 (副产品, 自用)	91200
	三期: 电子级硅烷 (主产品, 纯度6N及以上, 外售)	10000
	三期: 四氯化硅 (副产品, 自用)	182400

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 一体化生产布局, 或打造电子级硅烷成本优势。**据公司公告, 5000t/a 电子级硅烷项目所生产电子级硅烷的原料三氯氢硅由宜昌一期的 80000t/a 光伏级三氯氢硅生产装置提供。15000t/a 电子级硅烷项目分三期建设, 一期为 32 万 t/a 三氯氢硅生产装置 (冷氢化装置), 产品供给二期和三期的 5000t/a 和 10000t/a 电子级硅烷生产, 而在二期和三期硅烷生产过程中伴生的副产品四氯化硅则送回一期冷氢化装置, 作为生产三氯氢硅的原料, 全过程实现一体化产物循环利用, 可有效降低电子级硅烷生产成本。

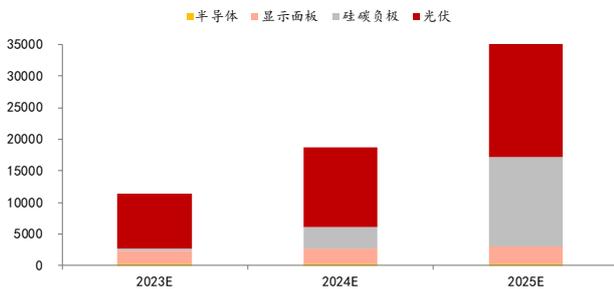
图表 19: 公司电子级硅烷一体化生产工艺流程



来源: 公司公告, 《四氯化硅再利用技术的研究进展》, 中泰证券研究所

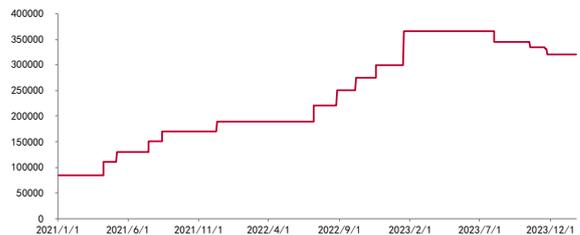
- **光伏&新能源产业发展拉动硅烷市场快速扩容, 预计 2025 年国内需求将达 3.5 万吨。**电子级硅烷在半导体行业中用于外延硅沉积、氧化硅膜沉积和氮化硅膜沉积; 在显示面板行业中用于 TFT/LCD 的生产; 在光伏行业中用于晶体硅太阳能电池生产和薄膜太阳能电池生产。据硅烷科技公司公告, 需求方面, 目前电子级硅烷气需求仍以光伏和面板行业需求为主。未来, 随着新能源电池硅基负极材料渗透率以及光伏电池 N 型占比的持续提升, 硅烷气需求也将持续高增, 预计 2025 年国内电子级硅烷气总需求将达 3.5 万吨。供给方面, 2023 年国内主要企业的电子级硅烷气实际产能约 9500 吨/年, 未来可统计产能规划为 5 万吨以上, 供给有望匹配需求增长。价格方面, 受益光伏景气, 国内甲硅烷瓶气日度均价从 2021 年年初 10 万元/吨逐渐上涨至 2023 年最高 35 万元/吨以上, 在 2023 年下半年出现小幅回落, 目前价格较为稳定。

图表 20: 光伏&新能源驱动电子级硅烷需求快速增长 (吨)



来源: 硅烷科技公司公告, 中泰证券研究所

图表 21: 2021-2024M1 甲硅烷瓶气中国市场价 (纯度 >99.9999%, 元/吨)



来源: 钢联数据, 中泰证券研究所

图表 22: 国内主要内资的电子级硅烷气产能情况

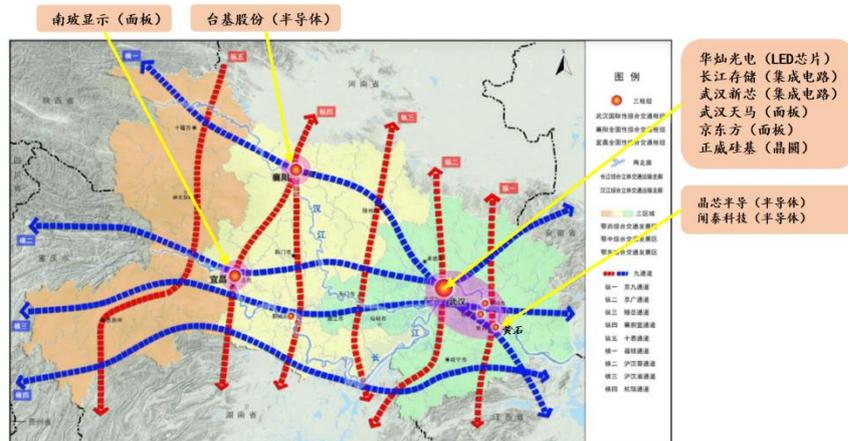
公司	2023年实际产能 (吨/年)	当前产能/产量情况	未来产能规划
硅烷科技	2200	2023年9月末实际产能2200吨/年	2023/2024/2025年末设计年产能将分别为6100/6100/9600吨, 实际年产能将分别为2200/5000/9200吨
内蒙古兴洋	1800	硅烷气批复产能为3000吨/年, 实际产能为1800吨/年; 2021年电子级硅烷气产量为1011.32吨, 预计其剩余1200吨/年产能将逐步释放。	募投项目“年产16000吨电子级硅烷配套项目”, 一期项目为年产8000吨电子级硅烷、配套2300吨颗粒状电子级多晶硅; 按照生产1吨电子级多晶硅耗用1.3吨电子级硅烷气测算, 其一期项目电子级硅烷气自用3000吨/年、外售5000吨/年。
中宁硅业	1800	2023年7月6日安全生产许可证载明硅烷产能为1800吨/年。	拟实施2100吨/年高纯硅烷系列产品技改项目, 完成后新增硅烷产能2000吨/年; 2023年10月26日发布5000吨/年电子特气硅烷系列产品项目报批前公开, 拟建设5000吨/年硅烷及氩硅烷系列产品生产装置。
天宏瑞科	500	公司电子级高纯硅烷气在满足电子级多晶硅、颗粒状多晶硅自用的同时, 具备500吨/年电子级硅烷气充装外售能力。	-
中能硅业	-	主要从事高纯多晶硅的生产和销售业务, 根据该公司与金宏气体签署的《战略合作框架协议》, 可生产、充装符合双方约定技术规格和品质的硅烷气。	-
和远气体	-	公司第一个5000吨电子级硅烷项目正在建设安装过程中	已规划2万吨硅烷并分批建设

来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 以上数据主要为硅烷科技于 2023 年 12 月份发布的公司公告中统计整理, 各公司产能数据可能存在更新, 表格统计数据可能与实际不符)

3、区位优势显著, 与晶科能源签订战略合作协议增强新品放量确定性

- **两大产业园区区位优势明显, 省内新兴客户资源丰富。**一方面, 湖北区域靠近长江黄金航道, 高速四通八达, 向东可至长三角沿线, 向南可辐射珠三角经济区, 向西可达成渝西部经济区, 而十四五期间湖北将打造的“四横五纵”交通运输网, 可进一步提高公司产品运输效率, 扩大产品辐射范围; 另一方面, 湖北省内有台基股份、京东方、长江存储等众多电子半导体下游企业, 潜江、宜昌两大电子特气产业园区区位优势明显。

图表 23: 两大园区交通便利, 新兴客户资源丰富



来源: 公司公告, 《湖北省十四五规划》, iFinD, 中泰证券研究所

- 与晶科能源签订战略合作协议，增强新品放量确定性。2023年10月，公司与晶科能源（上饶）签订战略合作协议，约定公司向上饶晶科能源所属子公司及关联公司销售电子级高纯氨产品和电子级硅烷产品，初步估算协议金额为6亿元。据公司公告，公司近三年披露的战略合作协议不存在无进展或进展未达预期的情况。

图表 24: 与晶科能源签订战略合作协议

客户	产品	协议金额	交货日期
上饶晶科能源及其所属子公司、关联公司	电子级高纯氨、电子级硅烷	6亿元	2024/01/01~2025/12/31

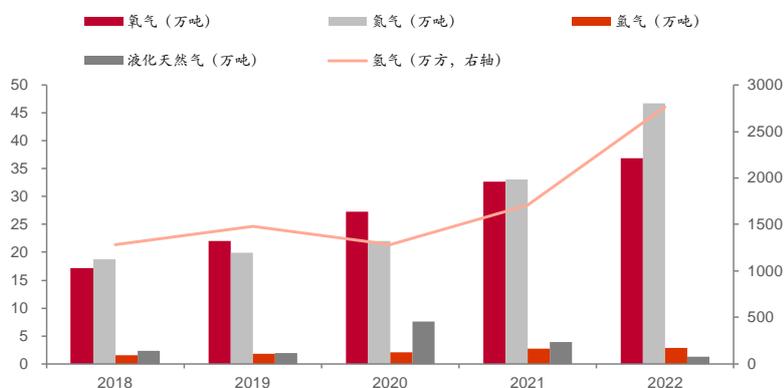
来源：公司公告，中泰证券研究所

三、成熟产品稳定增长，渠道能力持续赋能

1、成熟产品产销量稳步提升，外采占比逐步下降

- **氧氮品种销量逐步增加，普通气体营收稳中有升。**据 iFinD，公司传统气体产品以氧气和氮气为主，2018-2022 年氧气销量从 17.2 万吨提升至 36.9 万吨，2018-2022 年氮气销量从 18.8 万吨提升至 46.8 万吨，其中氧气和氮气 2020-2022 年分别实现营收 2.4、3.1、2.7 亿元和 1.3、1.9、2.1 亿元；2023H1，氧气和氮气产品分别实现营收 1.6 亿元和 1.1 亿元。
- **氢气产品逐步放量。**2018-2022 年，氢气产品销量从 2018 年 1283.5 万方提升至 2022 年 2762.3 万方，营收从 2018 年 0.3 亿元提升至 2022 年 0.7 亿元；2023H1 氢气产品已实现营收 0.6 亿元。

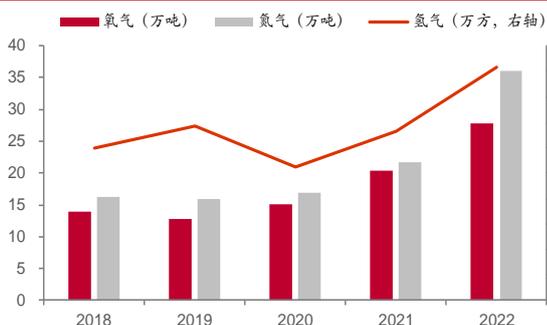
图表 25: 氧氮销量逐步增加，氢气增幅明显



来源: iFinD, 中泰证券研究所

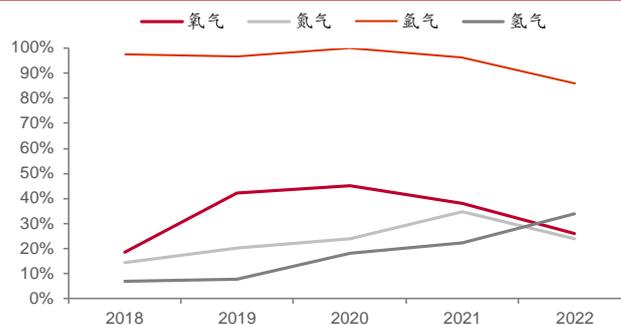
- **氢氮品种产量增幅显著，大宗气体外采占比逐步走低。**2021-2022 年，公司自产氢气 1330 万方、1833 万方，同比增加 27.2%、37.8%；自产液氮 21.7 万吨、36 万吨，同比增加 28%、66.4%。产品外采方面，2018-2021 年，公司的氢气产品高度依赖采购，外采占比均在 96% 以上，2022 年下降至 86%；氧气产品外采占比从 2020 年的高点 45% 下降至 2022 年的 26%；氮气外采占比从 2021 年的 35% 下降至 2022 年的 24%。

图表 26: 氢气和氮气产量增加显著



来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 27: 大宗气体外采占比逐步下降



来源: iFinD, 中泰证券研究所

- **产能充足，助力成熟产品业务持续增长。**截至 2022 年底，公司已有氧气产能 42 万吨，产能利用率 66.07%；氮气产能 53 万吨，在建产能 18 万吨，产能利用率 67.94%，未来随着产品产能利用率提高，产能进一步释放，有望为公司成熟产品业务的增长提供坚实基础。

图表 28: 公司普通气体产能情况 (截至 2022 年年底)

产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
氧气	42万吨	66.07%	-	-
氮气	53万吨	67.94%	18万吨	兴发新材料产业园氮气供应系统技改项目KDO-18000制氮空分装置正在建设中，预计2023年11月完工转固。
氩气	8500吨	48.66%	2万吨	宜化氯醇6万空分提氩项目正在建设中，预计2023年10月完工转固。

来源：公司公告，中泰证券研究所

2、销售网络覆盖湖北区域，高效物流渠道持续赋能

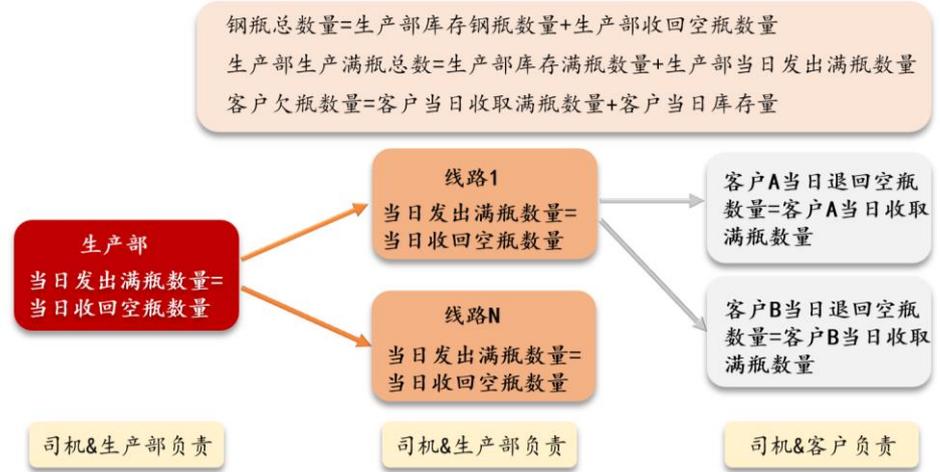
- **合理布局液态气产能，保证稳定的气体供应能力。**公司已分别在宜昌、潜江、襄阳、黄冈建成了四大液态气生产基地，鄂西网络以猇亭基地为中心，辐射宜昌、荆门、恩施、常德、益阳等地区；鄂东网络以浠水基地为中心，辐射黄冈、武汉、鄂州、咸宁、黄石等地区；2020 年建成的鄂西北气体运营中心位于襄阳，可辐射十堰、随州等地区。
- **广而密的终端销售网络，有效覆盖运输半径。**公司终端销售网络已在湖北区域内实现全覆盖，并延伸至湖南、安徽、江西等部分地区。据公司公告，公司在湖北瓶装气市场拥有极高的市占率，终端用户密度大，且在武汉、黄石、咸宁、宜昌、荆州等湖北各个地区建立了众多瓶装连锁终端充装站，从而将瓶装气的运输半径控制在了 50 公里以内。

图表 29: 四大液态气生产基地可辐射湖北全境


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **创新气瓶流转模式，提高渠道管理效率。**据公司公告，公司将司机作为连接客户与公司的纽带，固定每名司机的送货线路，由司机提前询问客户的空瓶数量，采取以空瓶兑满瓶的供货模式。一方面能最大程度减少气瓶在周转环节的损失，同时降低气瓶空置率，提高气瓶周转效率；另一方面可实现瓶装气单一客户配送量、日生产量、日库存量、日销售量等数据的有效管理。

图表 30: 公司瓶装气物流模式



来源：公司公告，中泰证券研究所

四、盈利预测与估值分析

1、盈利预测关键假设

- 公司为华中区域气体领军企业，结合多年传统大宗气体业务运营经验及渠道积累，公司以两个电子材料产业园项目建设规划大举切入电子特气赛道，有望打造新的业绩增长极，成长性显著。我们综合公司历史经营情况以及未来规划设定，做出如下假设：

普通气体业务：公司大宗气体业务经营稳定，在华中区域市占率较高，相关收入除了 2022 年受宏观环境影响略有下滑外基本每年都保持正向增长。公司销售网络覆盖整个湖北区域，随着华中区域工业经济持续发展，也将助力大宗气体业务稳步增长。我们预计公司 2023-2025 年整体普通大宗气体收入为 7.0/8.2/9.2 亿元，同比增速分别为 9.2%/15.9%/12.7%，毛利率分别为 38.8%/38.8%/38.8%。

特种气体业务：公司结合国家战略新兴产业发展规划以及宜昌潜江两大产业园资源、能源、区位等优势，利用公司在合成、分离和提纯方面的技术优势，大举向电子特气赛道发展。截至 2024 年 1 月，潜江产业园目前整体已基本建设完毕，其中高纯氮已处于试生产阶段，品质已经达到 7N 且稳定运行，正在做销售准备与认证工作；羰基硫、高纯氯气、高纯氯化氢、工业氯化氢在近期可建成并达到试生产条件。随着潜江产业园的产品逐步投产，产品链条将会基本形成，产业链也将逐渐完善，对公司未来的效益将会起到积极的推动作用；宜昌产业园目前三氯氢硅、四氯化硅已经稳定运行并实现销售，5000t/a 电子级硅烷、硅烷偶联剂以及氟基电子特气正在建设安装之中，预计到 2024 年上半年会陆续建成投产。随着两大产业园这些产品的投产，预计 2024 年公司的收入规模和产品结构将会发生较大变化。我们预计公司 2023-2025 年特种气体业务整体收入为 1.4/6.8/17.9 亿元，同比增速分别为 41.2%/388.2%/165.3%，毛利率分别为 25.8%/31.3%/31.5%。

工业化学品及新型材料：工业化学品及新型材料业务目前主要以潜江产业园产业链的源头工业氨为主，23H1 受区域市场价格影响导致毛利下滑和亏损。我们预计 2023-2025 年公司工业化学品及新型材料收入为 4.9/5.3/6.0 亿元，同比增速分别为 5.6%/7.1%/13.3%，毛利率分别为 -1.9%/15.0%/17.0%。

- 综上所述，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.4/21.1/34.0 亿元，同比增速分别为 8.6%/47.3%/60.9%，毛利率分别为 21.9%/29.4%/30.5%。

图表 31: 2023-2025 年公司收入分拆及业绩预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
普通气体	收入 (百万元)	664.4	644.7	703.8	815.5	919.3
	YOY	34.7%	-3.0%	9.2%	15.9%	12.7%
	毛利率	39.0%	39.1%	38.8%	38.8%	38.8%
	业务收入比例	67.0%	48.8%	49.0%	38.6%	27.0%
特种气体业务	收入 (百万元)	62.3	98.0	138.3	675.1	1790.9
	YOY	41.2%	57.2%	41.2%	388.2%	165.3%
	毛利率	-	-	25.8%	31.3%	31.5%
	业务收入比例	6.3%	7.4%	9.6%	31.9%	52.7%
工业化学品及新型材料	收入 (百万元)	35.7	463.8	490.0	525.0	595.0
	YOY	-	1199.9%	5.6%	7.1%	13.3%
	毛利率	14.2%	11.7%	-1.9%	15.0%	17.0%
	业务收入比例	3.6%	35.1%	34.1%	24.8%	17.5%
清洁能源	收入 (百万元)	164.5	72.9	65.6	59.1	55.1
	YOY	-23.7%	-55.7%	-10.0%	-10.0%	-6.7%
	毛利率	2.9%	-	5.0%	5.0%	5.0%
	业务收入比例	16.6%	-	4.6%	2.8%	1.6%
其他业务	收入 (百万元)	58.8	36.1	37.2	38.3	39.5
	YOY	-9.0%	-38.6%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	63.5%	57.7%	30.0%	30.0%	30.0%
	业务收入比例	5.9%	2.7%	2.6%	1.8%	1.2%
合计	收入 (百万元)	991.8	1321.6	1435.0	2113.0	3399.8
	YOY	20.3%	33.3%	8.6%	47.3%	60.9%
	毛利率	28.7%	22.1%	21.9%	29.4%	30.5%
	归母净利润 (百万元)	90.2	75.2	89.7	232.0	429
	YOY	3.6%	-16.7%	19.4%	158.6%	85.1%

来源: iFinD, 中泰证券研究所

2、投资建议

- 估值分析及投资建议:** 我们选取了从事特种气体业务相关产品重叠较多的气体企业中船特气、华特气体、金宏气体; 以及同样在区域性零售气市场市占率较高的气体企业侨源股份作为可比公司, 其中可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 33.8x/24.8x/19.0x。公司作为华中区域气体领军企业, 结合多年传统大宗气体业务运营经验及渠道积累, 公司以两个电子材料产业园项目建设规划大举切入电子特气赛道, 有望打造新的业绩增长极, 成长性显著。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.4/21.1/34.0 亿元, 同比增速分别为 8.6%/47.3%/60.9%, 归母净利润分别为 0.9/2.3/4.3 亿元, 同比增速分别为 19.4%/158.6%/85.1%, 对应当前股价 PE 分别为 42.9x/16.6x/9.0x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 32: 可比公司估值对比

代码	简称	股价		EPS			PE				PB	总市值 (亿元)
		2024/2/20	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
002971.SZ	和远气体	24.1	0.5	0.6	1.4	2.7	51.2	42.9	16.6	9.0	3.0	38.5
可比公司												
688146.SH	中船特气	26.7	0.9	0.7	0.9	1.0	31.4	38.1	30.7	25.6	2.7	141.2
688268.SH	华特气体	47.0	1.7	1.7	2.2	2.9	27.5	28.5	21.2	16.2	3.5	56.7
688106.SH	金宏气体	19.1	0.5	0.7	0.8	1.1	40.5	28.4	22.7	17.5	3.1	92.8
301286.SZ	侨源股份	26.2	0.3	0.7	1.1	1.6	90.3	40.3	24.5	16.7	6.3	104.8
可比公司平均值			0.8	0.9	1.3	1.7	47.4	33.8	24.8	19.0	3.9	

来源: iFinD, 中泰证券研究所 (注: 股价取自 2024/02/20, 中船特气、华特气体、侨源股份盈利预测取自 iFinD 一致盈利预期)

五、风险提示

- **原料成本涨幅超预期。**若原材料价格大幅上升，可能存在产品提价难以覆盖成本上升压力风险，进而对公司盈利水平产生负面影响。
- **重大项目建设及产品销售导入不及预期。**若两大电子产业园规划建设不及预期，或相关产品销售导入节奏不及预期，公司相关特种气体产品配套销量或有不及预期风险，导致对收入与业绩的高估预判。
- **需求景气不及预期。**若下游领域对气体需求低于预期，公司产品销量或有不及预期风险，导致对收入与业绩的高估预判。
- **行业新增供给超预期。**由于气体行业还有较大数量的非上市公司，较难通过公开渠道获取产能变动信息，可能存在行业产能增量超预期风险。
- **安全生产风险。**工业气体大多是危险化学品，如若企业在生产、储存、提纯、检测和运输等环节管控不严，或安全生产制度未能得到有效执行，则公司将发生安全生产事故的风险，进而影响公司生产，并对经营业绩产生不利影响。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**研究报告部分资料来源于公司招股说明书和定期报告，使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。