

### 中信证券研究部



**袁健聪**  
首席新材料分析师  
S1010517080005



**王喆**  
首席能源化工  
分析师  
S1010513110001



**陈旺**  
新材料分析师  
S1010520090003

### 核心观点

**华特气体是国内特种气体行业领导者，研发优势显著，客户资源优质，增长空间广阔。我们预计公司 2020-2023 年 EPS 分别为 0.92/1.36/1.71/2.23 元。综合横向 PE 以及纵向 PE 估值，考虑公司行业龙头地位，我们认为 2021 年 80 倍 PE 是合理的估值水平，对应目标价 109 元，首次覆盖给予“买入”评级。**

**■ 多年深耕气体行业，特种气体国产化先行者。**公司主营业务以特种气体的研发、生产及销售为核心，辅以普通工业气体和相关气体设备与工程业务，提供气体一站式综合应用解决方案。据公司统计，通过持续研发率先打破尖端领域气体材料的进口制约，其产品已实现对国内 8 寸以上集成电路制造厂商超 80% 的客户覆盖率。近年来公司主营业务收入稳步上升，归母净利润快速增长，特种气体毛利率超 40%，发展前景向好。

**■ 特种气体国产化加速，公司具备研发及客户优势。**集成电路、显示、光伏、LED 等下游产业的快速发展将推动特气市场持续扩容，我们预计 2023 年国内电子特气市场规模将达到 238 亿元。公司立足特气研发与技术开发，在气体纯化、混配、气瓶处理、分析检测等核心技术方面具有长期积累，并已实现六氟乙烷、四氟化碳、光刻气等 20 多种产品的进口替代。公司积极布局半导体应用领域，积累了中芯国际、长江存储、华润微电子等国内优质客户，并进入到英特尔、美光科技等海外半导体企业供应链体系，形成全球销售网络。此外，公司使用 4.5 亿募投项目资金扩充特气产能，新增设备供应，提升运营效率，助力业绩持续增长。

**■ 普气业务经营平稳，仓储布局与物流网络建设趋于完善。**公司从事普气充装和配送的零售业务，由于运输半径限制，公司设立子公司在全国销售地建立仓储物流中心，以此为基础扩大市场范围和业务布局，已完成珠三角地区的仓储布局与物流网络建设，且辐射范围扩散到华东、华中等地区。依托普气销售网络及渠道延伸，公司存在潜在机会为范围内的电子特气客户提供大宗气体服务。

**■ 夯实气体设备与工程业务，有效发挥辅助协同效应。**公司扩张生产基地以扩大气体设备的研发生产，紧跟气体行业发展，将设备与工程业务做精做专。公司业务间存在协同效应，一方面提供“一站式”服务满足客户的综合需求，另一方面建立客户关系时适时导入气体产品的销售。辅助业务增强客户粘性，提高行业营销网络及服务壁垒，使得公司竞争力不断强化，未来可期。

**■ 风险因素：**下游导入进度不及预期；市场竞争加剧；产品价格波动；产能建设进度不及预期。

**■ 投资建议：**公司是国内特种气体行业领导者，研发优势显著，客户资源优质，增长空间广阔。我们预计公司 2020-2023 年 EPS 分别为 0.92/1.36/1.71/2.23 元。综合横向 PE 以及纵向 PE 估值，考虑公司行业龙头地位，我们认为 2021 年 80 倍 PE 是合理的估值水平，对应目标价 109 元，首次覆盖给予“买入”评级。

华特气体	688268
评级	买入（首次）
当前价	62.60 元
目标价	109 元
总股本	120 百万股
流通股本	33 百万股
52 周最高/最低价	111.11/49.27 元
近 1 月绝对涨幅	0.38%
近 6 月绝对涨幅	-41.94%
近 12 月绝对涨幅	0.45%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	818	844	938	1,211	1,466	1,867
营业收入增长率	4%	3%	11%	29%	21%	27%
净利润(百万元)	68	73	110	163	205	267
净利润增长率	40%	7%	52%	47%	26%	30%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.75	0.81	0.92	1.36	1.71	2.23
毛利率%	33%	35%	38%	39%	40%	41%
净资产收益率 ROE%	12.26%	6.07%	8.65%	11.44%	12.84%	14.72%
每股净资产(元)	4.61	9.96	10.63	11.86	13.32	15.13
PE	79	74	65	44	35	27
PB	12.9	6.0	5.6	5.0	4.5	3.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 14 日收盘价

## 目录

公司概况：特种气体国产化先行者 .....	1
特种气体国产化加速，华特气体占据研发及客户优势 .....	5
下游产业需求增长，特种气体市场规模持续扩容 .....	5
重视研发投入，掌握全流程核心技术，实现多产品进口替代 .....	9
积极布局半导体应用领域，获得国内外客户广泛认可 .....	11
募投项目有序投放，助力公司业绩增长 .....	12
普气业务经营平稳，不断完善仓储网络布局 .....	14
夯实气体设备与工程业务，有效发挥协同辅助效应 .....	18
不断扩大生产，推进产品研发，做精做专设备工程业务 .....	18
辅助业务助力增强用户粘性，提高行业进入壁垒 .....	19
风险因素 .....	20
盈利预测、估值与评级 .....	21

## 插图目录

图 1：公司历史沿革 .....	1
图 2：公司主营业务 .....	1
图 3：公司上下游产业链 .....	2
图 4：公司股权结构 .....	3
图 5：2014-2020Q3 公司营业总收入 .....	3
图 6：2014-2020Q3 公司归母公司净利润 .....	3
图 7：2014-2019 年公司主要产品收入占比 .....	4
图 8：2016-2019 年公司主要产品毛利占比 .....	4
图 9：2014-2019 年公司产品毛利率 .....	4
图 10：2014-2020Q3 公司费率 .....	5
图 11：特种气体相关企业营业总收入比较（2018 年） .....	5
图 12：2018 年全球电子特气市场份额 .....	6
图 13：2018 年我国电子特气市场份额 .....	6
图 14：2010-2024 年中国特种气体市场规模 .....	6
图 15：中国特种气体下游细分领域占比（2019） .....	6
图 16：2011-2018 年中国电子特种气体市场规模情况 .....	7
图 17：2017 年我国高纯电子特气需求占比 .....	7
图 18：全球不同尺寸半导体硅片出货面积 .....	7
图 19：全球 12 英寸晶圆产线数量 .....	7
图 20：2011-2018 年中国显示面板产业规模 .....	8
图 21：2015-2019 年中国光伏产业太阳能电池产量 .....	8
图 22：我国光伏产能占全球比例快速提升 .....	8
图 23：2011-2017 年中国 LED 产业规模 .....	9
图 24：全球 LED 照明产业规模 .....	9
图 25：全球及我国电子特气市场规模测算 .....	9
图 26：公司特种气体国内外主要客户（部分） .....	12
图 27：公司智能化运营项目体系 .....	14
图 28：2014-2019 年中国工业气体市场规模 .....	15
图 29：2019 年中国工业气体行业下游需求分布 .....	15
图 30：2019 年中国工业气体企业市场份额占比 .....	15
图 31：2018 年国内气体公司产能占比 .....	15
图 32：中国现场制气市场参与者 .....	16
图 33：华特气体区域布局 .....	17
图 34：低温绝热气瓶 .....	18
图 35：汽化器 .....	18
图 36：辅助业务与销售业务之间的协同作用 .....	20
图 37：公司历史估值 .....	22

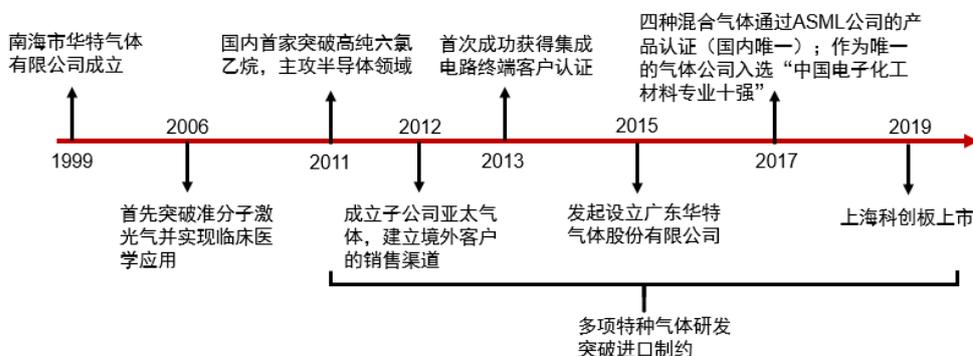
## 表格目录

表 1：公司关键技术及优势 .....	10
表 2：华特气体产品实现进口替代情况 .....	10
表 3：公司募投项目资金情况 .....	12
表 4：气体中心建设及仓储经营项目达产后预计各产品新增销售收入 .....	13
表 5：电子气体生产纯化及工业气体充装项目达产后预计新增销售收入 .....	13
表 6：华特气体全资子公司及参股公司业务布局（部分） .....	17
表 7：气体设备与工程业务 .....	18
表 8：公司工程业务情况 .....	19
表 9：辅助业务提高行业进入壁垒 .....	20
表 10：公司各项业务预测 .....	21
表 11：公司盈利预测简表 .....	22
表 12：可比公司估值 .....	23

## 公司概况：特种气体国产化先行者

**历史沿革：**广东华特气体股份有限公司（原名：佛山市华特气体有限公司）创建于 1999 年，曾于 2017 年在全国中小企业股份转让系统挂牌，后于 2018 年终止挂牌，并于 2019 年在上海证券交易所科创板上市，是一家致力于特种气体国产化，专业从事气体及气体设备的研发和生产的民族气体厂商。自 2011 年起，公司通过持续研发率先打破极大规模集成电路、新型显示面板等尖端领域气体材料的进口制约，并于 2017、2019 年连续两届作为唯一的气体公司入选“中国电子化工材料专业十强”，其产品实现了对国内 8 寸以上集成电路制造厂商超过 80% 的客户覆盖率。至此，公司已成为具备尖端技术积累、核心专利授权、广泛客户认证的全国领先的民营专业气体企业。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**主营业务：**公司的主营业务以特种气体的研发、生产及销售为核心，辅以普通工业气体和相关气体设备与工程业务，提供气体一站式综合应用解决方案。其中公司生产销售的特种气体主要包括高纯六氟乙烷、高纯四氟化碳、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、光刻气等约 230 余种；普通工业气体 10 余种，主要为氧、氮、氩、工业氨等气体；气体设备与工程则主要包括低温绝热气瓶等产品及配套的供气系统设计、安装服务。其中，特殊气体是公司现阶段和未来长期的核心业务及主要收入来源，已实现多项进口替代。

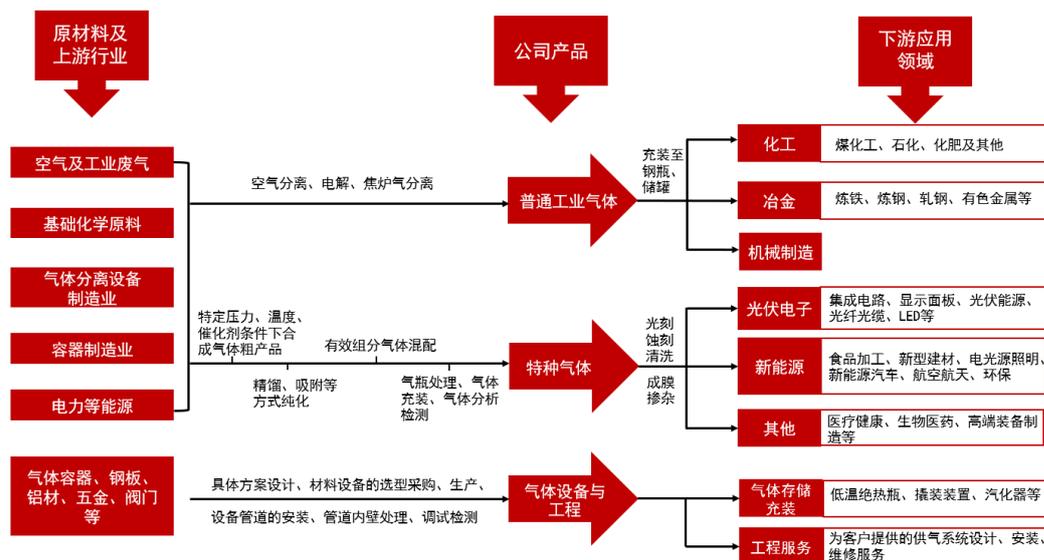
图 2：公司主营业务



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**产业链介绍：**工业气体是现代工业的基础原材料，在国民经济中有着重要的地位和作用。工业气体产品可以分为普通工业气体、特种气体两大类，所需原材料包括空气、工业废气、基础化学原料等，其上游行业是气体分离及纯化设备制造业、基础化学原料行业、压力容器设备制造业等产业。普通工业气体一般是指经过空气分离设备制造的普通级氧、氮、氩，及经过焦炉气分离、电解等方法制造出来的普通纯度的其它种类气体（如丙烷、二氧化碳、乙炔、丁烷、工业氨、液化石油气、天然气等），下游主要应用于化工、冶金、电力、机械制造等领域，生产量较大但对纯度要求相对不高。特种气体是随着电子行业的兴起而在工业气体门类下逐步细分发展起来的新兴产业，属于高技术、高附加值产品，主要包括电子气体、医疗气体、标准气体、激光气体、食品气体、电光源气体等，主要生产工序包括气体合成、气体纯化、气体混配、气瓶处理、气体充装、气体分析检测，其下游广泛应用于集成电路、显示面板、光伏能源、光纤通信、新能源汽车、航空航天、环保、医疗等新兴产业领域。此外，气体设备与工程与工业气体的生产、销售、运输紧密相关，气体设备主要包括低温绝热气瓶、汽化器、撬装装置等，可广泛用于气体的存储、充装等过程，气体工程主要是为客户提供的供气系统设计、安装、维修服务。

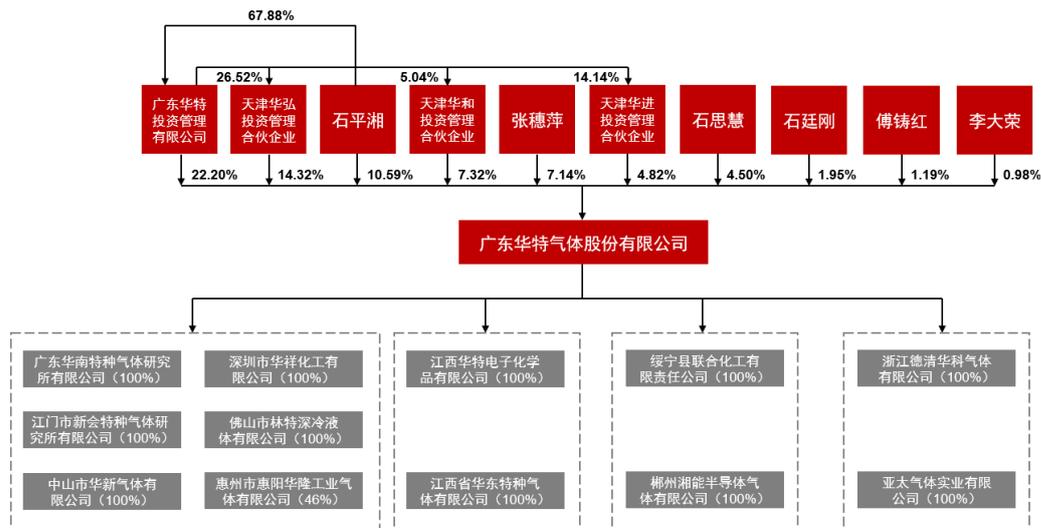
图 3：公司上下游产业链



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**股权结构：**截至 2020 年 9 月 30 日，公司前十大股东共持有 0.9 亿股，占总股本 75%。第一大股东广东华特投资管理有限公司直接持股 2,664.07 万股，占总股本 22.20%。公司实际控制人石平湘直接持有公司 10.59% 的股份，并通过华特投资、华弘投资、华和投资和华进投资间接持有公司 21.63% 的股份，实际控制人石思慧直接持有公司 4.50% 的股份，二人直接与间接合计持股占比 36.72%。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**营业收入与净利润：**公司 2020 年前三季度实现营收 6.84 亿元，同比增长 12.36%；归属母公司净利润 7406.97 万元，同比增长 15.15%。2019 年实现营收 8.44 亿元，同比增长 3.23%；归属母公司股东净利润 7259.47 万元，同比增长 7.0%。2018 年公司实现营收 8.18 亿元，同比增长 3.90%，归属母公司股东净利润 6784.84 万元，同比增长 39.86%。

图 5：2014-2020Q3 公司营业总收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

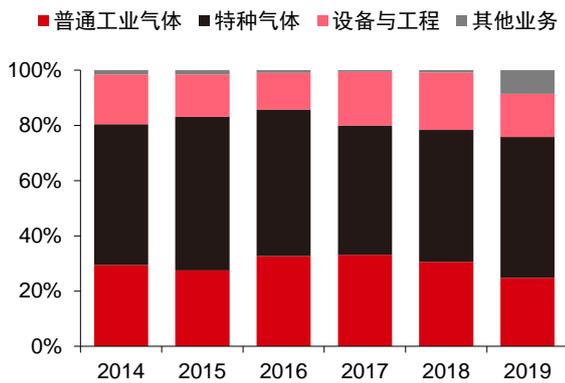
图 6：2014-2020Q3 公司归母公司净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

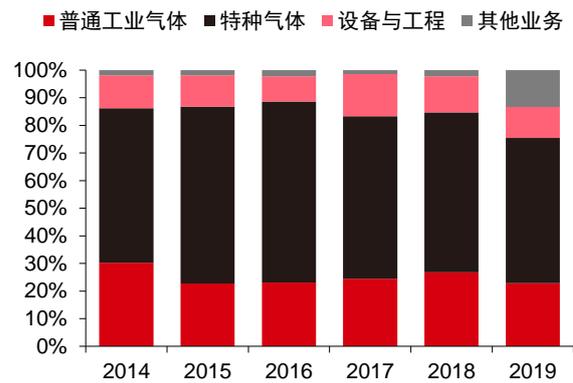
**业务占比：**公司业务主要包括普通工业气体、特种气体、设备与工程及其它主营业务。从营业收入看，2014-2019 年特种气体业务收入始终占总收入的 50%左右，保持稳定态势，是公司的核心收入来源；普通工业气体约占总收入的 30%，17-19 年有下降趋势；2019 年公司其他主营业务占比上升，从 2018 年的 0.82% 上升至 2019 年的 8.93%。

图 7：2014-2019 年公司主要产品收入占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

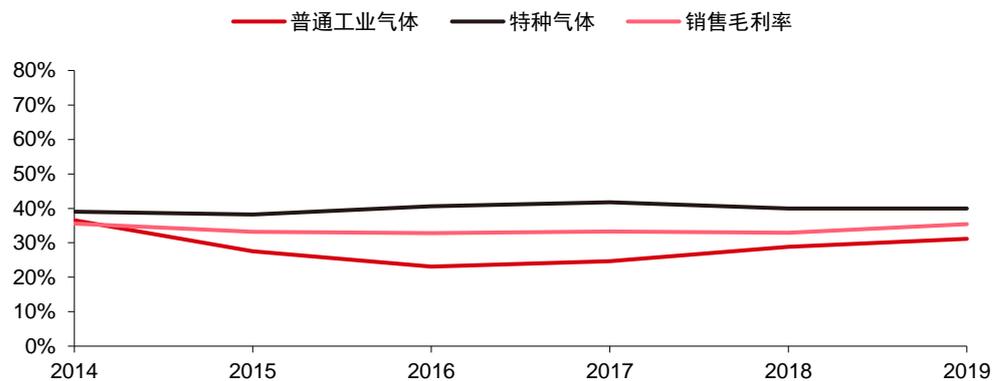
图 8：2016-2019 年公司主要产品毛利占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

**毛利率情况：**2014-2019 年，公司销售毛利率维持在 30%-40%之间，2017 年后保持稳中有升的态势。在公司的产品中，特种气体保持较高利润空间，其毛利率常年稳定在 40%左右。普通工业气体的毛利率维持在 20%以上，2019 年毛利率达到 31.13%，总体呈上升态势。

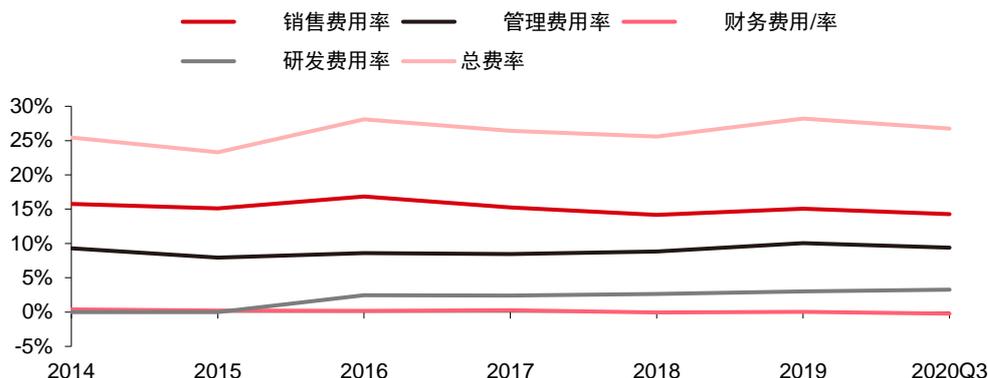
图 9：2014-2019 年公司产品毛利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

**费率情况：**从 2014 年到 2020 第三季度，公司的期间总费率上下浮动，总体小幅上升，从 2014 年的 25.46%增长到 2020Q3 的 26.74%。总费率的增加主要源于研发费用的投入，自 2016 年前公司研发费率逐年小幅上涨，2020 年达到 3.27%。销售费用在期间费用中占比最大，费用率稳定在 15%左右，近年来呈下降趋势，其费率总体下降约 1.5 个百分点。管理费用相对平稳，2019 年与 2014 年相比增加 0.76 个百分点，2020 又有回落。公司财务费用始终保持较低水平且下降幅度最大，2020 为-0.23%，其原因是公司流动资金充裕，2019 年上市后利息收入高于支出。

图 10：2014-2020Q3 公司费率



资料来源：Wind，中信证券研究部

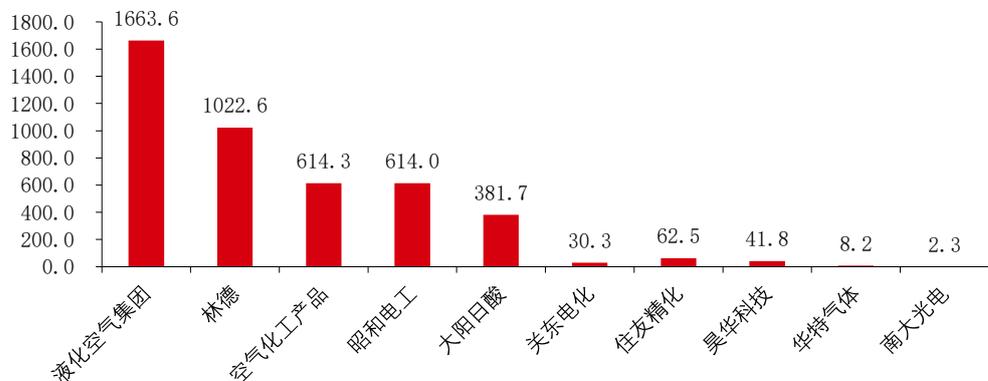
## 特种气体国产化加速，华特气体占据研发及客户优势

### 下游产业需求增长，特种气体市场规模持续扩容

**电子特气高技术含量、高附加值，下游应用领域广泛。**特气是随着电子行业的兴起而在工业气体门类下逐步细分发展起来的新兴产业，属于高技术、高附加值产品，主要包括电子气体、医疗气体、标准气体、激光气体、食品气体、电光源气体等，其制造要经过气体合成、气体纯化、气体混配、气瓶处理、气体充装、气体分析检测等生产工序，其下游广泛应用于集成电路、显示面板、光伏能源、光纤通信、新能源汽车、航空航天、环保、医疗等新兴产业领域。其中，电子特气是工业发展不可或缺的关键性材料，贯穿半导体各步工艺制程，决定了集成电路的性能、集成度、成品率，是半导体产业的“血液”。

**国外巨头占据市场主流，国内逐步发展。**国内特种气体起步较晚，技术、工艺、设备等多方面与国外巨头存在差距，发展初期特种气体产品基本依赖进口，与国外气体公司相比，大部分国内气体公司的供应产品仍较为单一，用气级别不高。

图 11：特种气体相关企业营业总收入比较（亿元）（2018 年）

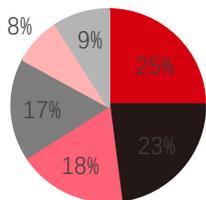


资料来源：Wind，中信证券研究部

从全球市场上来看，2018 年美国空气化工集团、法国液化空气集团、日本大阳日酸株式会社、美国普莱克斯集团、德国林德集团前 5 大企业占据了 90%以上的市场份额。而在中国市场，5 大巨头同样占据近 90%市场份额。近年来，国内气体企业加速发展，在各领域逐步实现气体的进口替代。

图 12：2018 年全球电子特气市场份额

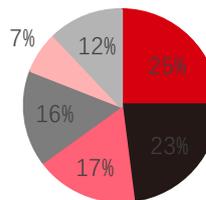
■ 美国空气化工集团 ■ 法国液化空气集团  
■ 大阳日酸株式会社 ■ 美国普莱克斯集团  
■ 德国林德集团 ■ 其他



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部

图 13：2018 年我国电子特气市场份额

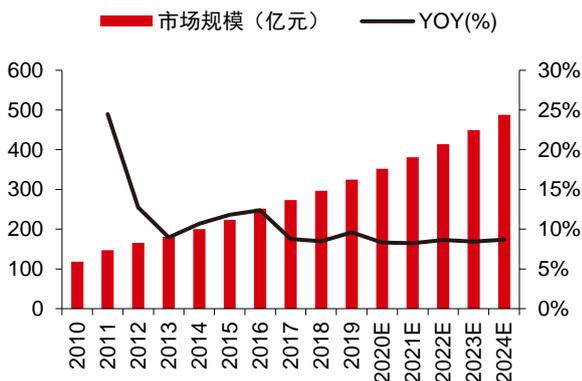
■ 美国空气化工集团 ■ 法国液化空气集团  
■ 大阳日酸株式会社 ■ 美国普莱克斯集团  
■ 德国林德集团 ■ 国内气体公司



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

**市场趋势：**2010-2017 年中国特种气体市场平均增速达 15.48%，2018 年底，中国特种气体行业市场规模达到 296.49 亿元，接近 300 亿，较 2017 年增长 8%。据前瞻产业研究院预测，2019-2024 年中国特种气体市场将会继续保持中高速增长，预计 2024 年市场规模将达到约 488 亿元。2019 年中国特种气体年销售额中，用于电子半导体领域的电子特种气体比例最大，约占 41%，石油化工领域约占 39%，医疗环保领域约占 10%。

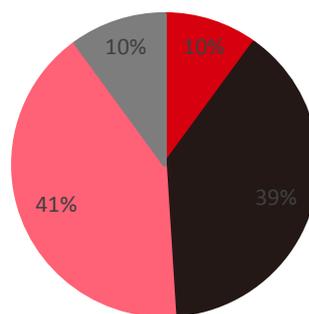
图 14：2010-2024 年中国特种气体市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院（含预测），中信证券研究部

图 15：中国特种气体下游细分领域占比（2019）

■ 医疗环保 ■ 石油化工 ■ 电子半导体 ■ 其他



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部

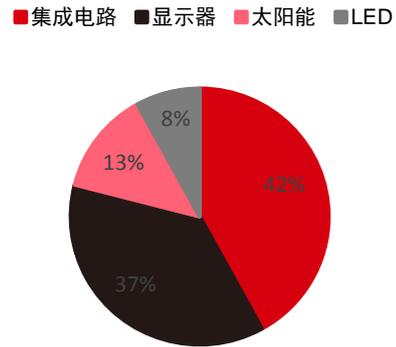
随着下游集成电路、显示、光伏、LED 等电子工业市场的快速发展，电子特气市场规模不断增大。2018 年全球电子特气市场规模超过 700 亿元，我国电子特气市场规模约 136 亿元，同比 2017 年增长 21%。其中，按下游应用进行分类，集成电路占电子特气需求的 42%，是其最大的应用场景。且在晶圆制造的成本占比中，电子特气占比 15%，是仅次于硅片的第二大原材料。

图 16：2011-2018 年中国电子特种气体市场规模情况



资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

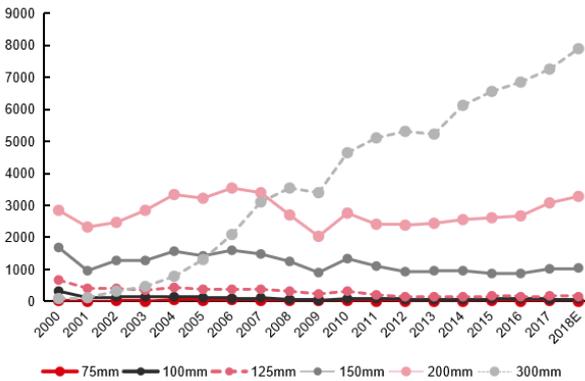
图 17：2017 年我国高纯电子特气需求占比



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部

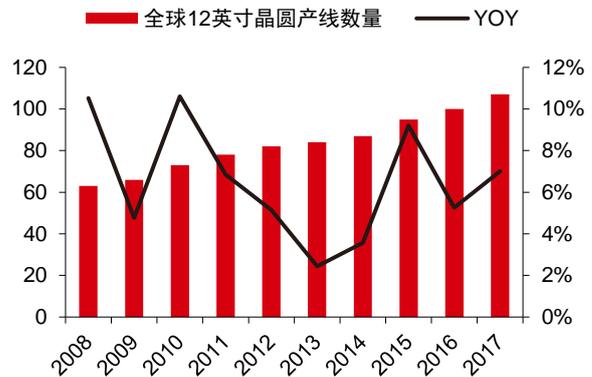
**半导体晶圆制造产能增长，传导电子特气市场持续扩容。**在半导体领域，2016-2018 年全球 300mm 半导体硅片出货面积分别为 6817、7261、8005 百万平方英寸，年均复合增长率为 8.36%，受益于新兴终端市场带来的高端芯片需求，300mm 半导体硅片的需求将保持旺盛。从区域上看，我国半导体销售额占全球比例逐年上升，从 2014 年的 27.32% 提升至 2019 年的 35.14%，体现了高于全球的行业增速。从产能上来看，我国晶圆制造产能增长迅速，根据各晶圆厂商官网披露数据，我们预估未来五年在中国大陆新建至少 29 座晶圆厂，总产能规划达 207 万片/月，对应的投资总规模超过了 9000 亿元。随着下游产能的快速增长，预计集成电路用电子特气市场亦将持续扩容。

图 18：全球不同尺寸半导体硅片出货面积（单位：百万平方英寸）



资料来源：SEMI，硅产业招股说明书（申报稿）（含预测），中信证券研究部

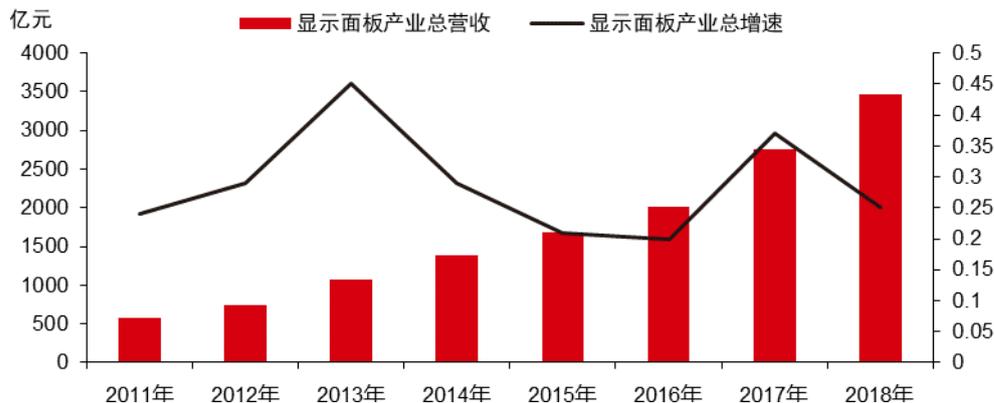
图 19：全球 12 英寸晶圆产线数量



资料来源：芯思想，中信证券研究部

**显示面板产业高速发展，推动电子特气市场持续增长。**在显示面板领域，电子特气主要应用于成膜和干刻工艺。据赛迪智库数据，2011-2018 年中国显示面板产业增速保持在 20% 以上，2018 年行业总规模达 3460 亿元，其中 TFT-LCD 面板同比增速保持在 6% 左右，我们预计未来几年出货面积有进一步增长，全年出货面积有望达到 2.30 亿平方米，营收则有望突破 2500 亿元，并将推动电子特气产业持续发展。

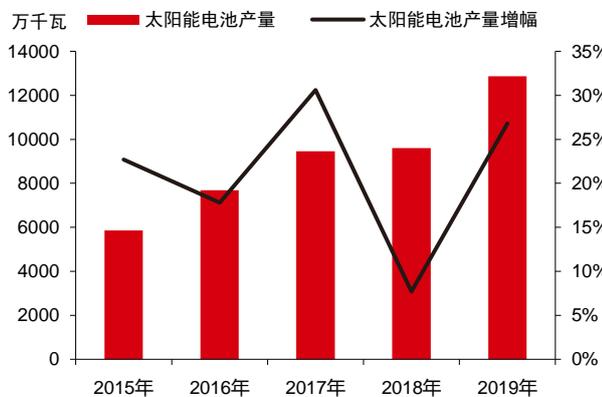
图 20：2011-2018 年中国显示面板产业规模



资料来源：赛迪智库，中信证券研究部

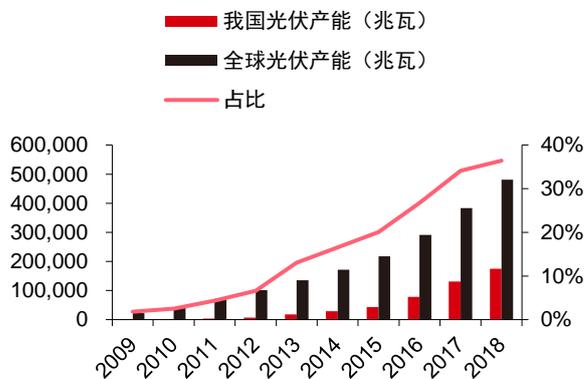
**光伏产业势头迅猛，带动电子特气需求空间增长。**在光伏领域，电池片作为太阳能电池的核心组件，电子特气在其生产过程中扮演着重要角色。据中商产业研究院统计，2019 年中国光伏产业太阳能电池产量达 12862.1 万千瓦，同比增长 26.8%。从区域上看，我国光伏产能占全球比例快速提升，2018 年我国光伏产能 175016 兆瓦，占全球比例从 2009 年的 1.82% 快速提升至 36.41%。在全球能源革命的驱动下，光伏产业发展势头迅猛，有望带动电子特气的需求空间进一步增长。

图 21：2015-2019 年中国光伏产业太阳能电池产量



资料来源：中商产业研究院，中信证券研究部

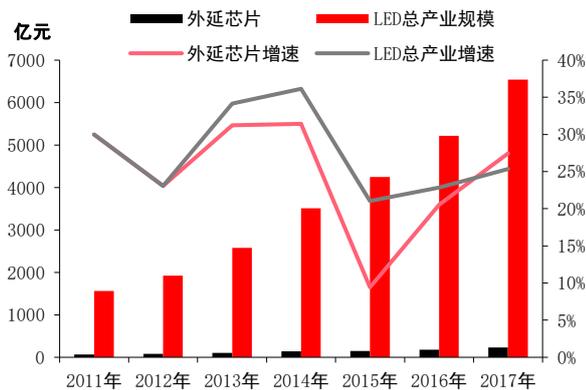
图 22：我国光伏产能占全球比例快速提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

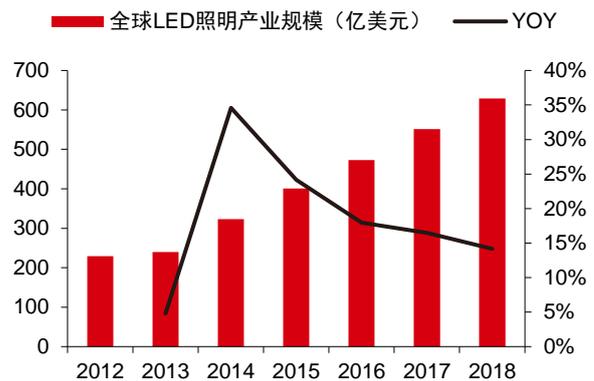
**LED 市场稳步上升，持续扩大电子特气产业规模。**在 LED 产业链中，电子特气主要应用于与外延片生长和芯片加工环节。据智研咨询数据，自 2011 年以来中国 LED 产业规模持续扩大，2017 年达到 6538 亿元，同比增长 25.35%。其中外延芯片规模达 232 亿元，增速为 27.47%。随着 LED 市场规模的稳步增长，广泛应用于外延芯片制造环节的电子特气也将持续扩大产业规模。

图 23：2011-2017 年中国 LED 产业规模



资料来源：智研咨询，中信证券研究部

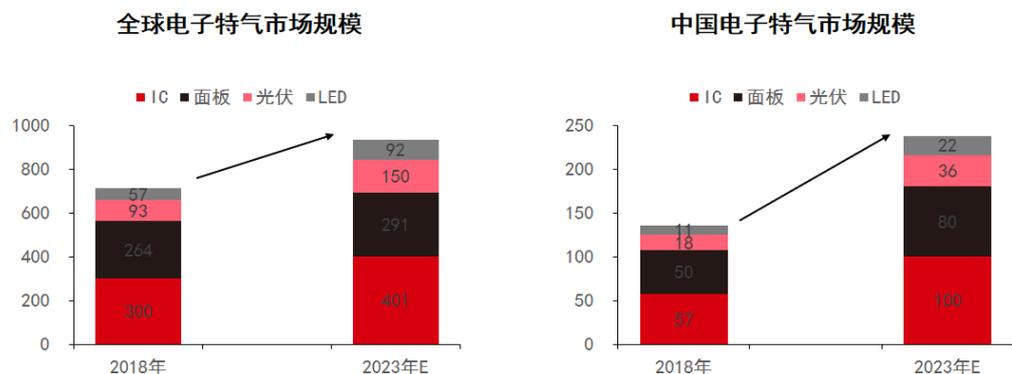
图 24：全球 LED 照明产业规模（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**总结：**根据国内及全球下游行业增速测算，我们预计至 2023 年，全球电子特气市场总规模将达 934 亿元，其中集成电路用电子特气市场规模 401 亿元；至 2023 年，我国电子特气市场总规模将达 238 亿元，其中集成电路用电子特气市场规模 100 亿元。

图 25：全球及我国电子特气市场规模测算



资料来源：SEMI，《江苏省集成电路产业发展研究报告》（江苏省半导体行业协会），中信证券研究部预测

## 重视研发投入，掌握全流程核心技术，实现多产品进口替代

**龙头企业厚积薄发，电子特气国产化加速。**在技术不断突破、国家政策大力扶持、下游市场发展迅速等多重因素影响下，国内与国际企业的差距在不断减小。加上国内企业拥有国际企业无法比拟的低成本、贴近客户、反应灵活等优势，国内气体企业的竞争力不断增强，市场份额有望扩大。目前，国内以公司为代表的电子特气生产企业已经实现了部分产品的进口替代和规模化供应。

**华特气体致力特气研发生产，竞争力不断强化。**作为特气研发生产的民族气体厂商，华特经营的特种气体产品有约 230 余种，主要面向集成电路、新型显示面板、光伏能源、光纤光缆等新兴产业，在上述领域实现了包括高纯四氟化碳、高纯六氟乙烷、光刻气、高纯二氧化碳、高纯氨等众多产品的进口替代，已广泛应用于中芯国际、长江存储、华虹宏

力、台积电、华润微电子、京东方、柔宇科技、中电海康、晶科能源等产业内的一线知名企业。从2016年到2019年，公司特种气体的销售收入分别为3.49亿元、3.69亿元、3.90亿元和4.48亿元，总体呈增长趋势，分别占主营业务收入53.08%、46.86%、47.70%、53.09%。

**华特重视研发投入，掌握特气全流程核心技术。**公司长久以来重视研发与核心技术开发，经过近二十年的发展，技术积累日益深厚，已获授权专利99项、参与制定28项国家标准，承担了国家重大科技专项（02专项）中的《高纯三氟甲烷的研发与中试》课题等重点科研项目。在持续研发之下，公司掌握了特种气体从生产制备、存储、检测到应用服务全流程涉及到的关键性技术，包括气体合成、纯化、混配（如为混合气）、气瓶处理、分析检测以及供气系统的设计/安装。其中，气体纯化、混配、气瓶处理和分析检测技术已经成为公司的核心技术。

表1：公司关键技术及优势

技术	重要性	公司优势及突破
气体纯化	特种气体生产中最关键环节	国内首家打破高纯六氟乙烷、高纯三氟甲烷、高纯八氟丙烷、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、高纯一氧化氮等产品国外垄断。
气体混配	核心技术	针对不同需求配制出多种组分、浓度、精度不同的混合气产品；研发生产的Ar/F/Ne混合气、Kr/Ne混合气、Ar/Ne混合气等光刻气是我国唯一通过ASML公司认证的气体公司。
分析检测	贯穿全生产过程，是通过下游客户认证的关键之一	对多种气体的检测精度可达0.1ppb（0.1*10 <sup>-9</sup> ）；对重组分、百分比浓度含氧量等行业难题建立了有效检测方法。
气瓶处理	保持气体品质，避免二次污染	掌握去离子水清洗、内壁研磨、钝化等气瓶处理工艺，有效克服了内壁吸附、残留瓶底杂质去除不充分等问题；可对最活泼气体F2进行气瓶处理（全球少数）。
高纯净供气系统	在用气过程保证产品稳定	已具备为大型供气项目提供高纯净供气系统服务的能力。

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**华特实现近20种产品进口替代。**经过多年的技术研发，公司成为国内首家打破高纯六氟乙烷、高纯三氟甲烷、高纯八氟丙烷、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、高纯一氧化氮、光刻气（Ar/F/Ne混合气、Kr/Ne混合气、Ar/Ne混合气、Kr/F/Ne混合气）等产品进口制约的气体公司，并实现了近20个产品的进口替代，且在国内市场获得较高的市场份额。

表2：华特气体产品实现进口替代情况

产品	突破年份	量产时间	国内市场份额	国内外主要企业	是否为国内首家
高纯六氟乙烷	2011	2013	60.26%	绿菱气体、昭和电工、关东电化	国内首家
高纯氨	2011	2013	14.73%	昭和电工、金宏	未明确
高纯一氧化氮	2011	2013	-	住友精化	国内首家
高纯四氟化碳	2012	2014	21.17%	昭和电工、关东电化	国内首家
高纯二氧化碳	2013	2014	35.70%	林德集团	国内首家
高纯三氟甲烷	2014	2016	14.50%	绿菱气体、昭和电工、关东电化	国内首家
Ar/F/Ne混合气	2014	2016	共60%	林德集团、液化空气	国内首家
Kr/Ne混合气	2014	2016		林德集团、液化空气	国内首家
Ar/Ne混合气	2014	2016		林德集团、液化空气集团、	国内首家

产品	突破年份	量产时间	国内市场份额	国内外主要企业	是否为国内首家
Ar/Xe/Ne 混合气	2014	2016		普莱克斯集团等 林德集团、液化空气	国内首家
高纯八氟环丁烷	2015	2016	6.40%	绿菱气体、昭和电工、关东电化	未明确
超高纯氩	2016	2017	-	林德集团	未明确
锆烷混氢	2016	2017	-	空气化工集团	未明确
高纯八氟丙烷	2017	2018	-	关东电化	国内首家
超高纯氦	2017	2018	-	液化空气集团、普莱克斯集团	未明确
超高纯氮	2017	2017	-	林德集团	未明确
高纯氟	2016	2017	-	林德集团、空气化工集团、普莱克斯	未明确
高纯一氟甲烷	2018	小规模、试用	-	昭和电工、关东电化、大阳日酸	未明确
高纯二氟甲烷	2018	小规模试用	-	昭和电工、关东电化	未明确
高纯一氧化碳	2016	2018	20.60%	住友精化、大阳日酸	国内首家
氦氧混合气	2018	2018	-	空气化工产品集团、普莱克斯集团	未明确

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

## 积极布局半导体应用领域，获得国内外客户广泛认可

**积极布局集成电路等半导体应用领域，积累客户资源优势。**半导体特种气体产品获得终端客户认证周期较长。而公司研发的产品具备较强的战略前瞻性，及早对前沿领域特种气体进行了研发布局，并成功进入了大规模集成电路、新型显示面板、光伏能源等高端市场领域客户的供应链，形成了较强的先发优势，取得了较高的市场认可度。在国内市场，公司广泛积累优质客户资源，包括中芯国际、华虹宏力、长江存储、武汉新芯、华润微电子、台积电（中国）、和舰科技、士兰微电子、柔宇科技、京东方等众多客户。据公司统计，在集成电路领域，其产品实现了对国内 8 寸以上集成电路制造厂商超过 80% 的客户覆盖率。公司对 8 寸芯片厂商的覆盖率处于行业领先地位，2019 年也已基本覆盖了内资 12 寸芯片厂商，且不少于 5 个产品已经批量供应 14 纳米先进工艺，高纯三氟甲烷产品进入了台积电 7 纳米供应链体系。

**布局海外特气市场，形成全球销售网络，缩短产品认证周期。**在海外市场，公司的产品质量得到了海外客户包括国际气体巨头的认可，进入了英特尔（Intel）、美光科技（Micron）、德州仪器（TI）、海力士（Hynix）等全球领先的半导体企业供应链体系，实现科技成果与产业的深度融合。公司采取积极的市场策略，即让利向海外大型气体公司出口相关产品，特气产品通过国际气体公司，如液化空气集团、林德集团等公司出口至东亚、东南亚、西亚、北美、欧洲等 50 多个国家和地区，形成了“境内+境外”的全球销售网络，既能有效促进产品销售、提升公司产品影响力，又能在信息、渠道等方面实现优势互补与资源整合，有效缩短了公司在国内半导体芯片客户端产品认证的周期。

图 26：公司特种气体国内外主要客户（部分）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

### 募投项目有序投放，助力公司业绩增长

募投项目扩大公司产能规模，构建智能运营体系。公司募集资金投资项目总额 70,693.7 万元，投资项目为气体中心建设及仓储经营项目、电子气体生产纯化及工业气体充装项目、智能化运营项目和补充流动资金。募集资金项目建设完成后，将丰富产品类型，提高公司产能，为现在及潜在的客户提供更多完整的产品，优化客户服务能力，进一步提升公司的盈利能力。

表 3：公司募投项目资金情况

募集资金使用项目	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
气体中心建设及仓储经营项目	34764.00	22000.00
电子气体生产纯化及工业气体充装项目	21600.00	9000.00
智能化运营项目	6329.75	6000.00
补充流动资金	8000.00	8000.00
合计	70693.75	45000.00

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

通过气体中心建设及仓储经营项目大力生产特种气体，有效补充特气产能。气体中心建设及仓储经营项目拟建设特种气体生产车间 3 个、分装和混配车间 1 个、仓储车间 1 个、研发中心 1 个，拟新增产能高纯锗烷 10 吨、硒化氢 40 吨、磷烷 10 吨、年充装混配气体 500 吨、仓储经营销售砷烷 10 吨、乙硼烷 3 吨、氯气 300 吨、三氟化硼 10 吨。其中，公司募投项目产品锗烷是半导体工业的关键原料，主要应用在太阳能薄膜电池、半导体光学材料、电子元器件及航空航天等高科技领域；硒化氢和磷烷、以及仓储经营的氯气、砷烷、乙硼烷、三氟化硼，主要是作为掺杂气体应用在光电子、微电子领域；以光刻气为主的混合气则应用于集成电路的光刻工艺。公司的募投项目高纯锗烷自 2019 年底取得海力士的认证后，2020 年起已有销售订单供给海力士，并且该产品已进入韩国三星的认证中，将有助于进一步扩大芯片晶圆厂电子材料的产品份额，提高公司国际半导体厂商的覆盖率。根据公司测算，该项目建设期为 36 个月，项目达产后正常年份可实现新增销售收入 33,154.00 万元（不含税）。项目内部收益率（全部投资所得税后）为 18.25%，投资回收期（税后，含建设期）为 7.58 年。

表 4：气体中心建设及仓储经营项目达产后预计各产品新增销售收入

产品	单价（万元/吨）	预计年销售数量（吨）	预计年销售金额（万元）
褚烷	2700.00	9.00	24300.00
硒化氢	138.00	8.00	1104.00
磷烷	320.00	5.00	1600.00
混合气	16.00	215.63	3450.00
仓储经营气体	-	-	2700.00
<b>气体中心建设及仓储经营项目小计</b>			<b>33154.00</b>

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**通过电子气体生产纯化及工业气体充装项目保证产品供应，巩固“一站式”服务优势。**电子气体生产纯化及工业气体充装项目主要建立气体充装、气体纯化生产车间、气体混配车间，同时建立工程制造车间生产焊接绝热气瓶、D 类压力容器，铝合金无缝气瓶；并成立低温容器检测中心及产品研发设计部门，着重提高公司在各产品领域的研发及生产能力，保证公司产品质量。本项目的实施将进一步丰富公司的产品结构，使公司能够更好的以“一站式”服务满足客户的综合需求。根据公司测算，本项目建设期为 36 个月，项目达产后正常年份可实现新增销售收入 17,287.48 万元（不含税），项目内部收益率（全部投资所得税后）为 21.29%，投资回收期（税后，含建设期）为 6.43 年。

表 5：电子气体生产纯化及工业气体充装项目达产后预计新增销售收入

产品	单价（万元/吨）	预计年销售数量（吨、个）	预计年销售金额（万元）
<b>气体生产纯化及充装混配</b>	-	-	7566.24
特种气体	-	-	6102.95
普通工业气体	-	-	1463.95
<b>气体设备制造</b>	-	-	9721.24
LGC 项目	0.69	8000.00	5517.24
特易冷项目	7.33	437.25	3204.00
铝瓶项目	0.01	2000.00	1000.00
<b>电子气体生产纯化及工业气体充装项目小计</b>			<b>17287.48</b>

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**构建智能化运营平台提升公司服务能力和管理效率。**公司还将建立智能化运营平台，项目建成后，公司将逐步从单纯的产品生产向完整的第三方工业服务的商业模式过渡，与众多国际特气巨头如法液空、林德集团等公司的商业模式类似，充分借鉴现有的管理制度和管理经验，打通公司各部门的信息壁垒，将所有业务流程整合进智能化运营系统，进一步提升公司运营效率。

图 27：公司智能化运营项目体系



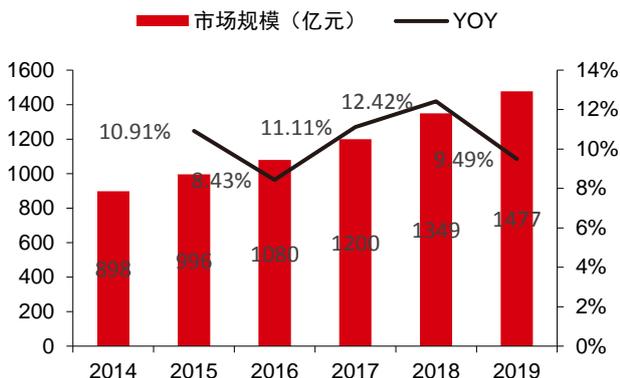
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

## 普气业务经营平稳，不断完善仓储网络布局

普通工业气体产销量较大，对纯度要求不高。普通工业气体指纯度在 99.99% 纯度以内的液态和气态氧、氮、氩，以及普通纯度的丙烷、二氧化碳、乙炔、丁烷、工业氨、液化石油气、天然气等。其制造一般须经过空气分离或焦炉气分解、电解等过程，下游主要应用于化工、冶金、电力、机械制造等领域，产销量较大，但对纯度无较高要求。

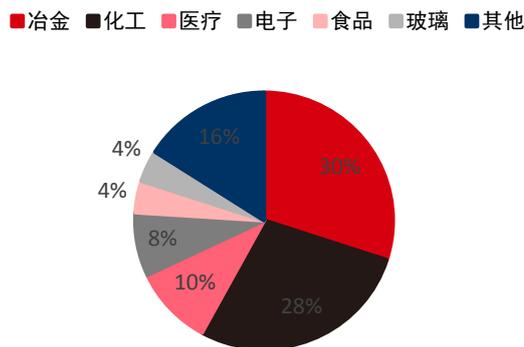
**市场趋势：**我国普通工业气体的主要需求来源于冶金和化工等传统产业，这两个行业需求占比超过 50%，因此普气在工业气体产品中需求量及消耗量较高，且较为稳定。2019 年中国工业气体市场规模达 1477 亿元，2014-2019 复合年增长率为 10.5%，市场整体增速由快速增长时期过渡至稳步增长时期，目前增长主要来源于医疗、电子等新兴产业。

图 28: 2014-2019 年中国工业气体市场规模 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 中信证券研究部

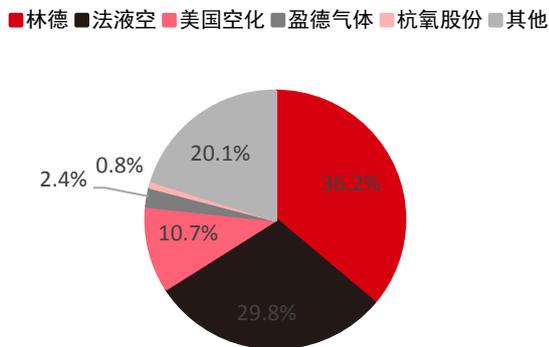
图 29: 2019 年中国工业气体行业下游需求分布



资料来源: 中国产业信息网, 中信证券研究部

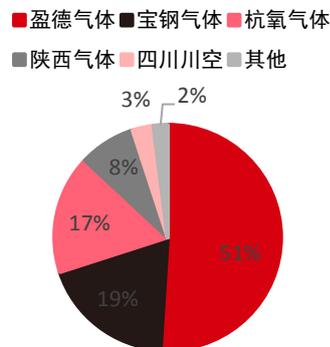
**竞争格局:** 中国工业气体市场中, 外资企业占据较大市场份额, 2019 年其份额占比超过 70%; 国内厂商则以盈德、宝钢、杭氧等企业为主, 2018 年三家企业产能占比合计超 80%。中国普通工业气体市场较早发展起来的是现场制气市场, 而随着经济的发展, 各类中小型规模企业的用气需求不断增多, 气体零售市场得到迅速发展。由于现场制气与零售制气在市场参与者、核心竞争要素等方面均有所不同, 亦分别体现出不同的竞争格局。

图 30: 2019 年中国工业气体企业市场份额占比



资料来源: 中国产业信息网, 中信证券研究部

图 31: 2018 年国内气体公司产能占比



资料来源: 中国产业信息网, 中信证券研究部

**外资主导现场制气, 国内供应商后起追赶。** 现场制气主要服务于钢铁、化工等大型化工企业, 其项目投资额大, 供气量大且稳定, 对企业的资金实力、运营能力等要求均较高。目前国内现场制气市场主要参与者包括国际综合性气体公司、国内气体供应商。其中, 液化空气集团、林德集团、普莱克斯集团、空气化工产品、梅塞尔集团等国际综合性气体公司凭借强大的资金实力、成熟的运营管理经验在现场制气市场占有较大优势, 而随着国内技术进步与产业升级, 盈德气体、宝钢气体等国内气体供应商凭借本土化优势也占据了一定份额且呈上升趋势。

图 32：中国现场制气市场参与者



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**零售气市场不断壮大，国内企业竞争激烈。**零售气市场客户行业覆盖全面，由于客户数量众多，分布区域广泛，对供应商的物流配送能力、服务能力等有较高要求，且普通工业气体工艺较为简单，具有大宗商品属性，稳定的产品供应保障和高效的物流配送能力是核心竞争力。目前普通工业气体零售市场的主要参与者包括专门从事零售的气体公司和将现场制气生产的富余气体对外零售的厂商两类。国内从事普通工业气体充装、面向零售市场的气体企业达数千家，地域分布上较为分散，普遍规模较小，竞争相对激烈，存在较大的市场整合空间。一方面随着市场规范要求越加严格，大量不规范的小型企业将面临整改或关停；另一方面由于普通工业气体存在运输半径限制，区域内规模较大、综合服务能力较强的气体公司将主动通过兼并收购的方式进行渠道、网络、客户等行业整合，不断完善区域内网络布局同时拓展业务区域，逐步扩大市场份额。

**华特气体普气业务保持稳定经营。**公司的普气产品有 10 余种，主要包括氧气、氮气、氩气、工业氮等气体，广泛用于金属冶炼、化工、机械制造、家电照明等产业。公司无空分装置，主要从事普气充装和配送的零售业务，其下游以终端客户为主。从 2016 年到 2020 三季度，公司普通工业气体的销售收入分别为 2.15 亿元、2.61 亿元、2.50 亿元和 2.19 亿元，总体保持平稳，占主营业务收入的 30%左右。

**普气存在运输半径，华特气体不断完善全国网络布局。**普通工业气体单位价值较低，存在运输半径。气体的运输成本随着距离的提升而增加，因而每个供气基地能辐射的半径有限，其中气瓶运输模式下运输半径一般为 50km 左右，槽车运输模式下由于一次性运输量有所增加，运输半径有所扩大，一般为 200km 左右。公司根据客户的用气规模选择供气模式，并且积极在全国销售地建立仓储物流中心，以此为基础扩大市场范围和业务布局，同时特种气体、气体设备业务也可缩短运输距离，达到提高运输效率、降低运输成本、增强运输安全性的效果。公司立足佛山，通过在深圳、中山、江门设立子公司，已基本完成了珠三角地区的仓储布局与物流网络建设。同时公司还在湖南、江西、浙江等地设立了 5 家子公司，辐射范围扩散到华东、华中等地区，仓储布局与物流网络建设趋于完善，市场渗透率、客户服务质量不断增强。

图 33：华特气体区域布局



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 6：华特气体全资子公司及参股公司业务布局（部分）

公司名称	注册地	业务目标	地域布局
新会研究所	广东江门	拓展发行人在江门及周边地区的普气、特气业务市场布局	客户主要覆盖江门及周边地区
江西华东	江西南昌	拓展发行人在南昌及周边地区的普气、特气业务市场布局	客户主要覆盖江西省内及周边省份
中山华新	广东中山	拓展公司在中山、珠海及周边地区的普气、特气业务市场布局	客户主要覆盖中山、珠海及周边地区
佛山林特	广东佛山	设立具备危化品运输资质的专业运输子公司，支持公司普气业务发展	客户主要覆盖广东省内
惠阳华隆	广东惠州	战略投资惠阳华隆，拓展公司在惠州及粤东地区气体业务市场布局	客户主要覆盖惠州及粤东地区
清远联升	广东清远	战略投资清远联升，掌握上游液氧、液氮、液氩等普气供货来源，支持公司普气业务发展	客户主要覆盖珠三角地区以及粤北地区

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**依托普气销售网络及渠道延伸，可为电子特气客户提供大宗气体服务。**多元化的气体业务及布局广泛的销售网络有利于公司向电子特气客户提供全面、一体化的产品及服务，从而牢牢把握已有客户，并积极寻找业务机会。目前公司的电子特气客户主要以中芯国际、华润微电子集团、长江存储等大型集成电路领域客户为主，同时公司也存在机会为物流网络范围里的电子特气客户工厂提供大宗气体服务。公司销售网络已完全覆盖珠三角地区，位于深圳的中芯国际 FAB15/FAB16 晶圆厂、紫光 SZ 晶圆厂及其在建 FAB SZ 厂、柔宇科技等都具备普气业务的发展条件；位于南京的台积电 NJ、紫光 NJ 及在建 FAB NJ 等晶圆厂也存在于公司布局的运输网络中，可能成为普气业务的潜在发展对象。

## 夯实气体设备与工程业务，有效发挥协同辅助效应

### 不断扩大生产，推进产品研发，做精做专设备工程业务

公司的主营业务以特种气体的研发、生产及销售为核心，辅以普通工业气体和相关气体设备与工程业务。气体设备主要包括低温绝热气瓶、汽化器、撬装装置等，广泛用于气体的存储、充装等过程；气体工程主要是为客户提供的供气系统设计、安装、维修等配套服务，包括为特种气体客户提供的定制化高纯净供气系统服务，以保证特种气体产品在其使用过程中的纯度、精度等保持稳定。

表 7：气体设备与工程业务

项目名称	简介及用途
气体设备	气体设备包括低温绝热气瓶、汽化器、撬装装置等，可广泛用于气体的存储、充装等过程
气体工程	气体工程主要为客户提供的供气系统设计、安装、维修服务

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**外部扩张生产基地，促进气体设备产品研发生产。**在气体设备方面，公司主要销售低温绝热气瓶、汽化器、撬装装置等，目前公司的气体设备产品主要覆盖华南地区，已逐步延伸至华东、华中、西南等地，并通过亚太气体销往境外。2012年2月，公司收购取得华南研究所全部股权。华南研究所作为公司首个气体设备生产基地，专注汽化器、撬装装置等气体设备的生产研发，同时根据市场需求，推动开展其他气体设备产品的研发、生产工作。2013年10月，公司出资设立全资子公司江西华特，作为公司新建成的气体设备生产基地，主要负责低温绝热气瓶等气体储存设备的生产；未来还将逐步推进其作为特种气体研发及生产中心的建设工作，继续推动开展特气产品的研发、生产及销售工作。

图 34：低温绝热气瓶



资料来源：华特气体官网

图 35：汽化器



资料来源：华特气体官网

**在气体工程业务方面，公司根据工程项目合同来全面组织工程项目的实施。**公司的工程项目合同包括具体方案设计、材料设备的选型采购、汽化器与撬装装置的生产、设备安装、管道安装、管道内壁处理、调试检测等。公司近年来的气体工程项目主要为供气系统设计、安装、维修等，包括长沙曼德气体充装站建设工程项目、贵州国黔三山气库改造升级工程项目等。

表 8：公司工程业务情况

年份	项目名称
2019 年	长沙曼德气体充装站建设工程项目
	贵州黔三山气库改造升级工程项目
	清远市花城五金管道安装工程项目
	连山壮族瑶族自治县珠江燃气项目
	广东腾和能源 LNG 工程项目
2018 年	南通通州湾 3GW 光伏电池项目
	珠海华粤兴能源天然气整站建设工程项目
	阜宁苏民大宗气体供应系统工程项目
	贵州黔三山气库改造升级项目
	河南硅烷科技大宗气体管道加工工程
2017 年	株洲中车时代大宗气体输配系统工程
	常州比太黑硅科技特气系统和化学品输送系统工程项目
	河南仕佳光子科技 800 万片/年有源激光器高纯特气管道工程
	宏德热轧氧气站及供气系统安装工程
	中燃物资撬装设备安装工程
2016 年	峰合精密氮气站安装工程项目
	广东珠江燃气 1500 立方天然气供气站工程
	湖南曼德气体 LNG 站内设备项目
	海湾环境科技（北京）丙烷供气系统安装工程项目
	贺州华润 LNG 管道安装工程项目

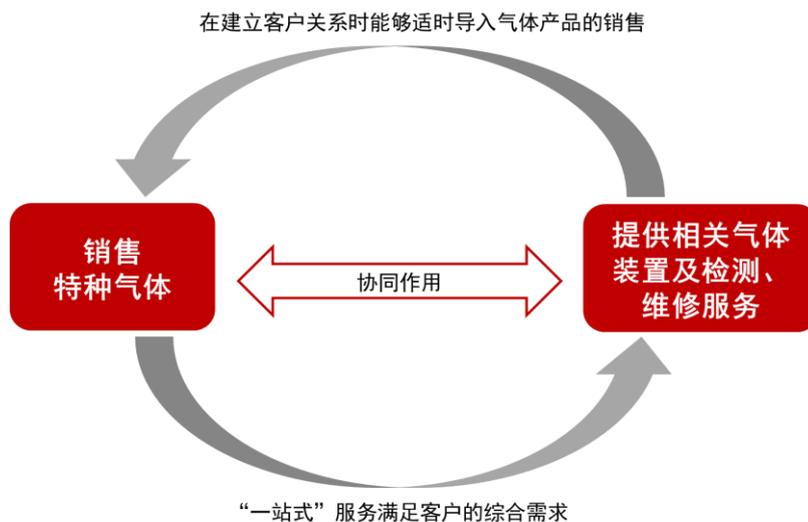
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**未来公司将紧跟气体行业的发展，持续深入地将设备与工程业务做精做专。**顺应国家产业结构、能源结构调整，持续推出与 LNG 等新能源及健康环保相关的产品，例如为 LNG 产业提供 LNG 撬等产品，为电子产业、实验室、制药、健康疗等行业提供如小铝瓶、快易冷、不锈钢焊接容器、洁净管道、无尘室等气体设备与管道工程。

### 辅助业务助力增强用户粘性，提高行业进入壁垒

**气体设备与工程业务与公司销售特种气体、普通工业气体之间具有较强的协同效应。**气体设备与工程业务一方面为客户提供低温绝热气瓶、汽化器等气体设备及其检测、维修服务，并能针对客户的用气特点提供定制化的供气系统设计、安装和维护等高纯净供气服务，以“一站式”服务满足客户的综合需求，进一步提高服务能力，增强客户粘性；另一方面，通过气体设备与工程业务的开展与特种气体、普通工业气体形成互补，在建立客户关系时能够适时导入气体产品的销售。

图 36：辅助业务与销售业务之间的协同作用



资料来源：中信证券研究部

**气体设备与工程业务间接提高行业进入壁垒。**首先提高了营销网络壁垒。客户对气体种类、响应速度、服务质量的高要求都使得营销网络在气体企业的经营中处于重要地位。气体公司需要投入大量人力物力进行铺点建设，不断扩大营销服务网络，并随着营销服务网络的完善不断促进市场开拓与客户挖掘。因此，营销网络的建设将会对新进入者形成进入壁垒。其次是服务壁垒。客户对工业气体产品的种类需求丰富，由于成本控制、仓储管理等方面因素影响，客户更希望气体供应商能够销售多类别产品，并且提供包装容器处理、检测、维修及供气系统的设计、安装等专业化的配套服务，从而满足其一站式的用气需求，这对气体公司的综合服务能力要求较高。此外，由于特种气体客户用气具有多品种、小批量、高频次的特点，对气体供应商的配送能力提出了较高的要求，需要在保证服务高效、及时的同时能够合理控制成本水平。因此，一站式的气体应用解决方案提供能力和高效、合理的物流配送服务要求企业具备深厚的行业积淀以及深刻的行业理解，对新进入者形成了较高壁垒。

表 9：辅助业务提高行业进入壁垒

壁垒种类	
营销网络壁垒	客户对气体种类、响应速度、服务质量的高要求都使得营销网络在气体企业的经营中处于重要地位。气体公司需要投入大量人力物力进行铺点建设，不断扩大营销服务网络，并随着营销服务网络的完善不断促进市场开拓与客户挖掘。
服务壁垒	特种气体客户用气具有多品种、小批量、高频次的特点，对气体供应商的配送能力提出了较高的要求，需要在保证服务高效、及时的同时能够合理控制成本水平。

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

## 风险因素

下游导入进度不及预期；市场竞争加剧；产品价格波动；产能建设进度不及预期。

## 盈利预测、估值与评级

### 关键假设

- 特气业务：**伴随募投产能的投产以及新的高附加值产品不断导入下游客户，我们预计公司特气业务将保持高速增长，毛利率水平保持在 45%以上且稳步提升。
- 普气业务：**普气为公司辅助业务，我们预计该业务未来几年保持稳健增长，毛利率维持在 30%左右。
- 设备与工程业务：**我们预计公司设备与工程业务增速在 25%左右，毛利率水平稳定在 25%左右。

### 盈利预测与估值

#### 公司未来几年分业务的收入及毛利率

表 10：公司各项业务预测

	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>特种气体</b>				
收入（百万元）	513.23	720.23	892.15	1201.59
YOY	6.58%	40.33%	23.87%	34.69%
成本（百万元）	281.07	391.96	473.27	627.93
毛利（百万元）	232.16	328.27	418.87	573.66
毛利率（%）	45.23%	45.58%	46.95%	47.74%
<b>普通工业气体</b>				
收入（百万元）	222.27	243.52	258.37	273.22
YOY	1.70%	9.56%	6.10%	5.75%
成本（百万元）	150.25	172.13	182.52	192.90
毛利（百万元）	72.02	71.39	75.85	80.32
毛利率（%）	32.40%	29.31%	29.36%	29.40%
<b>设备与工程</b>				
收入（百万元）	195.72	240.73	308.76	385.95
YOY	42.63%	22.99%	28.26%	25.00%
成本（百万元）	147.95	179.19	227.80	282.46
毛利（百万元）	47.77	61.54	80.96	103.49
毛利率（%）	24.41%	25.57%	26.22%	26.81%

资料来源：中信证券研究部预测

综合上述分析，我们预计公司 2020-23 年的归母净利润分别为 1.10、1.63、2.05 和 2.67 亿元，对应 EPS 预测分别为 0.92、1.36、1.71 和 2.23 元。

表 11：公司盈利预测简表

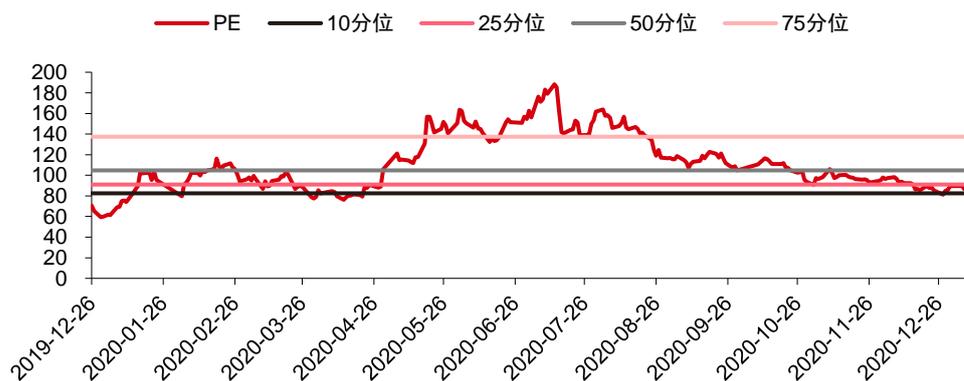
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	818	844	938	1,211	1,466	1,867
营业收入增长率 YoY	4%	3%	11%	29%	21%	27%
净利润(百万元)	68	73	110	163	205	267
净利润增长率 YoY	40%	7%	52%	47%	26%	30%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.75	0.81	0.92	1.36	1.71	2.23
毛利率	33%	35%	38%	39%	40%	41%
净资产收益率 ROE	12.26%	6.07%	8.65%	11.44%	12.84%	14.72%
每股净资产（元）	4.61	9.96	10.63	11.86	13.32	15.13
PE	79	74	65	44	35	27
PB	12.9	6.0	5.6	5.0	4.5	3.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 14 日收盘价

参考公司历史估值，其 10 分位、25 分位、50 分位、75 分位对应的 PE 倍数分别为 83 倍、91 倍、105 倍、137 倍。我们预计公司 2021 年 EPS 为 1.36 元，考虑公司上市时间不长，若给予 10 分位的 PE 估值水平即 83 倍，则对应公司股价为 113 元。

图 37：公司历史估值



资料来源：Wind，中信证券研究部

参考可比公司估值，公司主营业务属于半导体材料领域，我们选取行业内具有同类业务的雅克科技、鼎龙股份、上海新阳等作为可比公司。2021 年行业内可比公司的 PE（Wind 一致预期）倍数平均值为 76 倍。考虑公司的龙头地位及标的的稀缺性，我们认为公司应该享有一定的估值溢价，若给予公司 2021 年 80 倍 PE，对应公司股价 109 元。

综合横向 PE 以及纵向 PE 估值，我们给予公司目标价 109 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	公司名称	股价	EPS (元)				PE (x)			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002409.SZ	雅克科技	63.1	67.52	0.63	0.95	1.22	1.56	37	71	56
300054.SZ	鼎龙股份	18.41	20.91	0.03	0.33	0.4	0.54	285	62	51
300236.SZ	上海新阳	51.41	52.64	0.72	0.39	0.39	0.51	38	131	131
300655.SZ	晶瑞股份	34.1	31.05	0.21	0.4	0.53	0.68	156	78	59
300666.SZ	江丰电子	50.12	50.54	0.29	0.54	0.68	0.88	146	94	75
603078.SH	江化微	34.06	32.7	0.32	0.39	0.6	0.84	108	83	55
688019.SH	安集科技	295.24	321.27	1.24	2.46	2.96	3.86	107	131	108
688106.SH	金宏气体	30.98	30.1	0.49	0.43	0.55	0.67	-	70	55
300346.SZ	南大光电	37.48	38.12	0.14	0.29	0.4	0.55	121	133	96
	平均								76	

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2021 年 1 月 14 日收盘价；可比公司盈利预测均使用 Wind 一致预期

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	818	844	938	1,211	1,466
营业成本	548	545	580	744	884
毛利率	32.91%	35.38%	38.17%	38.58%	39.68%
营业税金及附加	6	6	7	9	11
销售费用	116	127	139	178	218
营业费用率	14.17%	15.08%	14.84%	14.70%	14.87%
管理费用	51	59	60	79	98
管理费用率	6.20%	7.03%	6.42%	6.55%	6.67%
财务费用	-1	1	-15	-16	-17
财务费用率	-0.07%	0.06%	-1.59%	-1.29%	-1.18%
投资收益	2	3	2	2	2
营业利润	82	84	130	192	241
营业利润率	10.04%	9.96%	13.89%	15.82%	16.45%
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	3	1	3	2	2
利润总额	81	86	130	192	241
所得税	13	13	19	29	36
所得税率	15.87%	15.21%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	68	73	110	163	205
净利率	8.30%	8.60%	11.77%	13.44%	14.00%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	81	86	130	192	241
所得税支出	-13	-13	-19	-29	-36
折旧和摊销	31	35	21	23	25
营运资金的变化	-57	-36	-68	-81	-56
其他经营现金流	0	2	2	-18	-21
经营现金流合计	42	74	65	88	153
资本支出	-36	-43	-35	-37	-32
投资收益	2	3	2	2	2
其他投资现金流	35	3	-4	-5	-7
投资现金流合计	0	-37	-37	-40	-37
发行股票	0	610	0	0	0
负债变化	41	35	-5	0	0
股息支出	0	0	-30	-15	-30
其他融资现金流	-53	-85	15	16	17
融资现金流合计	-12	560	-20	0	-13
现金及现金等价物净增加额	30	597	8	48	104

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	96	692	699	748	852
存货	94	117	107	141	173
应收账款	194	192	215	281	337
其他流动资产	90	107	162	168	173
流动资产	475	1,108	1,182	1,338	1,534
固定资产	216	236	234	243	248
长期股权投资	7	11	11	11	11
无形资产	18	20	20	20	20
其他长期资产	35	46	65	75	84
非流动资产	277	313	331	349	363
资产总计	752	1,421	1,513	1,687	1,897
短期借款	25	5	0	0	0
应付账款	76	79	87	108	130
其他流动负债	91	130	138	145	157
流动负债	192	214	226	252	287
长期借款	0	5	5	5	5
其他长期负债	7	7	7	7	7
非流动性负债	7	12	12	12	12
负债合计	199	225	237	264	298
股本	90	120	120	120	120
资本公积	205	758	758	758	758
归属于母公司所有者权益合计	553	1,196	1,276	1,424	1,599
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	553	1,196	1,276	1,424	1,599
负债股东权益总计	752	1,421	1,513	1,687	1,897

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	3.90%	3.23%	11.13%	29.13%	21.04%
营业利润增长率	41.50%	2.39%	55.01%	47.08%	25.83%
净利润增长率	39.86%	7.00%	52.07%	47.47%	26.08%
毛利率	32.91%	35.38%	38.17%	38.58%	39.68%
EBITDA Margin	13.73%	14.40%	14.51%	16.44%	17.01%
净利率	8.30%	8.60%	11.77%	13.44%	14.00%
净资产收益率	12.26%	6.07%	8.65%	11.44%	12.84%
总资产收益率	9.02%	5.11%	7.30%	9.65%	10.82%
资产负债率	26.40%	15.84%	15.67%	15.64%	15.73%
所得税率	15.87%	15.21%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	0.00%	41.33%	13.78%	18.37%	24.49%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。