

特种气体国产化的先行者

投资要点

- **公司是国内特种气体行业领导者。**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、气体设备与工程业务,打造一站式服务能力,能够面向全球市场提供气体应用综合解决方案。
- **国家政策扶持,国产化趋势明显。**电子用特种气体广泛应用于薄膜、光刻、刻蚀、掺杂、气相沉积、扩散等工艺,其质量对电子元器件性能有重要影响。国家从产业政策和资金上对电子特种气行业进行扶持,相继发布《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《重点新材料首批应用示范指导目录(2019版)》等,还通过国家大基金一期、二期项目,推动研发和产业化落地。国内部分企业的部分产品已经实现了技术突破,部分产品达到了半导体生产用气体的技术水平和工艺要求,实现进口替代,这一趋势未来将会持续推进。
- **公司是我国特种气体国产化的先行者。**经过近二十年的发展,公司的技术积累日益深厚,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,于2017年作为唯一的气体公司入选“中国电子化工材料专业十强”。在持续研发之下,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。其中,公司光刻气产品于2017年通过全球最大的光刻机供应商ASML公司的产品认证,公司是我国唯一通过ASML公司认证的气体公司,亦是全球仅有的上述4个产品全部通过其认证的四家气体公司之一。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2020-2022年营业收入分别为9.1亿元、10.4亿元和11.8亿元,归母净利润分别为9135万元、1.1亿元、1.3亿元,EPS分别为0.76、0.89和1.05元。我们选取江丰电子和南大光电为可比公司,其中,南大光电有特种电子气体业务,江丰电子下游客户与华特气体高度重合,具有可比性,2019年2家公司的平均PE为197倍,2020年平均PE为134倍。结合对标公司的估值和华特气体的情况,公司目前动态市盈率低于可比公司,首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:**公司产品价格下跌风险,在建项目不达预期风险,安全生产风险,主要原材料价格波动风险,全球疫情影响风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	843.99	912.96	1037.21	1182.79
增长率	3.23%	8.17%	13.61%	14.04%
归属母公司净利润(百万元)	72.59	91.35	107.26	125.68
增长率	7.00%	25.84%	17.42%	17.17%
每股收益EPS(元)	0.60	0.76	0.89	1.05
净资产收益率ROE	6.07%	7.25%	7.96%	8.65%
PE	138	110	93	80
PB	8.38	7.96	7.43	6.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

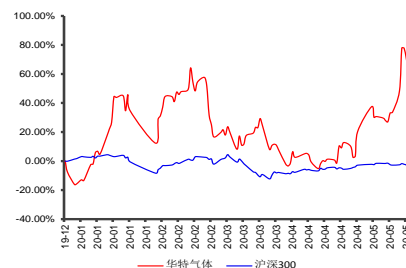
分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-58251919
邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: WIND

基础数据

总股本(亿股)	1.20
流通A股(亿股)	0.27
总市值(亿元)	100
总资产(亿元)	13.83
每股净资产(元)	10.09

相关研究

目 录

1 公司概况：公司是国内工业气体龙头企业	1
2 电子特气国产化开始取得突破，未来发展可期.....	5
2.1 特种气体市场规模快速增长，国产化趋势明显	5
2.2 普通工业气体市场相对成熟	7
3 公司核心竞争力分析	8
3.1 公司科技成果与产业深度融合，是行业国产化的先行者.....	8
3.2 公司核心竞争力突出，综合服务能力强	10
3.3 公司核心技术产品占比高，每年都有新突破	12
4 募投项目提高公司产能，助推公司成长.....	14
5 盈利预测与估值.....	15
6 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司与实际控制人的产控关系	1
图 2: 公司 2016 年以来营业收入及增速	2
图 3: 公司 2016 年以来归母净利润及增速	2
图 4: 公司 2019 年主营业务结构情况	2
图 5: 公司 2019 年主营业务毛利情况	2
图 6: 公司 2019 年主营业务分产品收入结构情况	3
图 7: 公司 2019 年主营业务分产品毛利情况	3
图 8: 公司 2019 年主营业务分地区收入结构情况	3
图 9: 公司 2019 年主营业务分地区毛利情况	3
图 10: 公司和同行的毛利率对比 (单位: %)	4
图 11: 公司不同业务毛利率对比 (单位: %)	4
图 12: 公司研发费用占营业收入比例 (单位: %)	4
图 13: 公司研发人员数量	4
图 14: 2018-2022 年中国特种气体市场发展趋势 (单位: 亿元)	5
图 15: 2010-2017 年中国工业气体市场规模 (单位: 亿元)	7
图 16: 公司对 ASML 光刻气的销售情况	9
图 17: 公司核心技术产品销售收入及占比情况	13

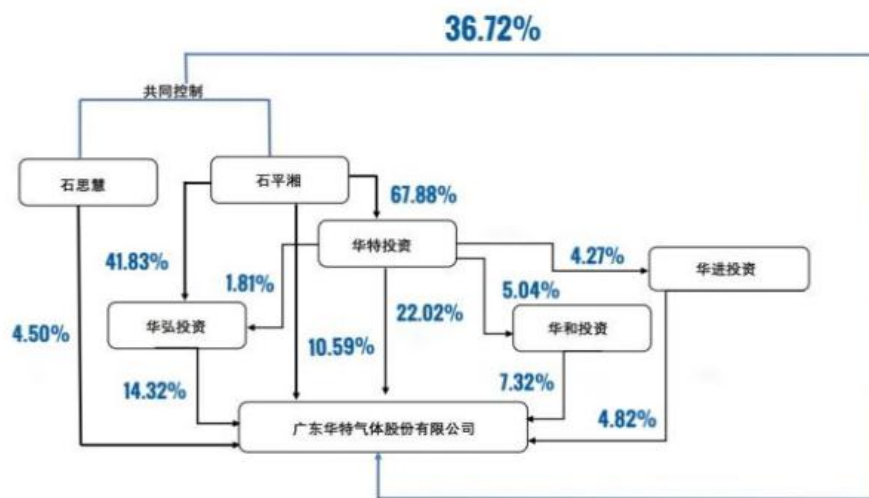
表 目 录

表 1: 华特气体主要产品生产能力	1
表 2: 公司募集资金投向	4
表 3: 行业主要产业政策	6
表 4: 公司主要产品国内市场占有率	9
表 5: 气体纯化技术情况	12
表 6: 气体混配技术情况	12
表 7: 气瓶处理技术情况	12
表 8: 气体分析检测技术情况	12
表 9: 公司产品实现进口替代的具体过程	13
表 10: 分业务收入及毛利率	15
表 11: 可比公司估值	16
附表: 财务预测与估值	17

1 公司概况：公司是国内工业气体龙头企业

华特气体成立于 1999 年，公司股票 2017 年在全国股转系统挂牌并公开转让，后公司股票自 2018 年 4 月起在全国股转系统终止挂牌，2019 年公司股票在科创板上市。公司实际控制人为石平湘和石思慧，双方直接与间接持有公司 36.7% 的股份，此外，石平湘控制的华特投资作为华弘投资、华和投资、华进投资的执行事务合伙人，能够控制华弘投资、华和投资、华进投资所持有的公司表决权，因此实控人直接与间接可实际支配的股份表决权比例达到 63.8%。

图 1：公司与实际控制人的产控关系



数据来源：公司资料，西南证券整理

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、气体设备与工程业务，打造一站式服务能力，能够面向全球市场提供气体应用综合解决方案。公司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 230 多种产品，普通气体 10 多种。

表 1：华特气体主要产品生产能力

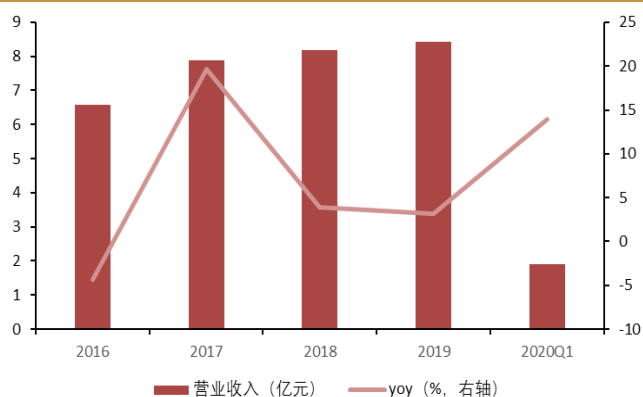
产品类别	产品	用途
特种气体	电子特种气体	1、清洗、蚀刻：高纯四氟化碳、高纯六氟乙烷、高纯二氧化碳等 2、光刻气：氟氮混合气、氟氧混合气等 3、外延气体、成膜气体：高纯氮、硅烷等 4、掺杂气体：乙硼烷、三氯化硼、磷烷等 5、其他：氮（6N）、氢气（6N）、氩（5.5N）等
	其他特种气体	1、医疗气体：医用氧、血气测定气等，用于诊断、手术、医学研究等 2、标准气体：由高纯碳氢气体配置，在物理、化学、生物工程等领域中用于校准测量仪器和测量过程，评价准确度和检测能力，确定材料的特性量值 3、激光气体：氟氮激光气、密封束激光气等，用于国防建设、激光加工等 4、食品气体：二氧化碳、乙炔、氩等，用于饮料气体、蔬菜/水果保鲜等 5、电光源气体：氙、氪、氩、氙及其混合气，用于电器、灯具生产

产品类别	产品	用途
普通工业气体		主要为氧、氮、氩、工业氨等气体，在金属冶炼、化工、机械制造、家电照明等众多产业领域
气体设备与工程		1、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 2、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

数据来源：公司公告，西南证券整理

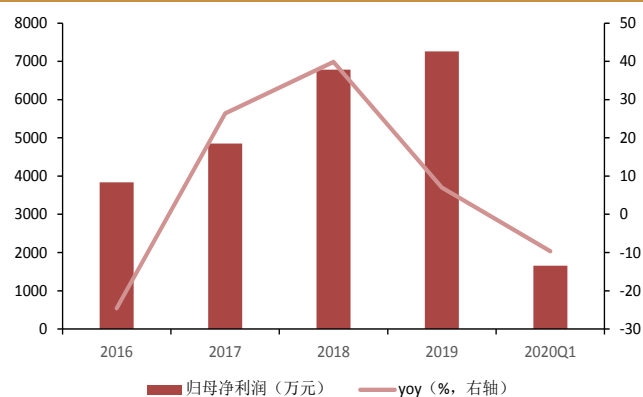
公司业绩状况：公司营业收入和归母净利润保持稳健的增长，利润增速高于收入增速的主要原因是业务结构的变化，特种工业气体的收入占比提升，盈利能力更高，普通工业气体收入占比略有下降。2020 年第一季度，由于疫情爆发，不仅公司的生产线节后复产受到影响，由于武汉也集中了大量国内先进半导体生产企业，下游客户的生产也受到影响，公司需求受到一定的影响。

图 2：公司 2016 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

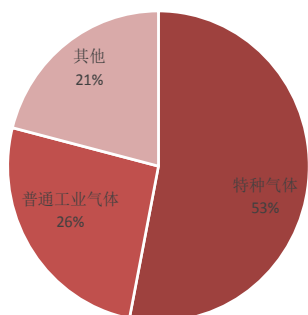
图 3：公司 2016 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

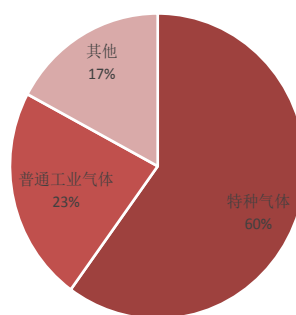
公司主营业务结构：2019 年，公司特种气体实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 14.9%，毛利率为 40.0%，较上年同期增长了 0.1 个百分点，普通气体实现营业收入 2.2 亿元，同比下降 12.8%，毛利率为 31.1%，较上年同期增长了 2.3 个百分点。从收入结构来看，公司特种气体收入占比 53%，毛利占比 60%，是利润主要来源。

图 4：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

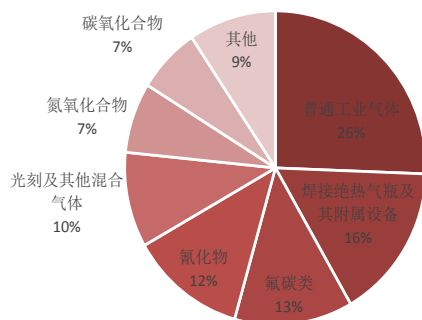
图 5：公司 2019 年主营业务毛利情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

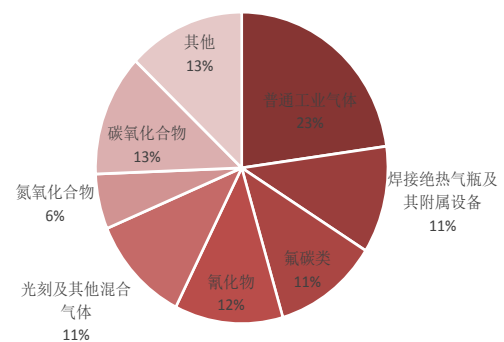
分产品来看，2019 年，公司氟碳类、氢化物、氮氧化合物、碳氧化合物等产品较上年同期增长明显，其中氟碳类增长 10.2%，主要原因是半导体市场的增长。如，高纯八氟环丁烷、高纯三氟甲烷；氢化物增长 18.3%，主要原因是半导体市场乙硅烷产品的增长；光刻及其他混合气增长 9.5%，主要原因是高纯氮的销量增加；其他类产品增长 13.2%，其中主要原因是气泡水小铝瓶的销量增加；氮氧化合物增长 38.4%，主要原因是氧化亚氮销售增长；碳氧化合物增长 19.0%，主要原因是高纯一氧化碳和高纯二氧化碳增长明显。

图 6：公司 2019 年主营业务分产品收入结构情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

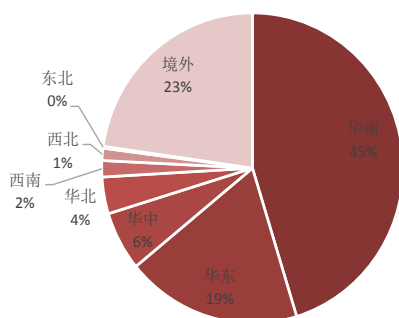
图 7：公司 2019 年主营业务分产品毛利情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

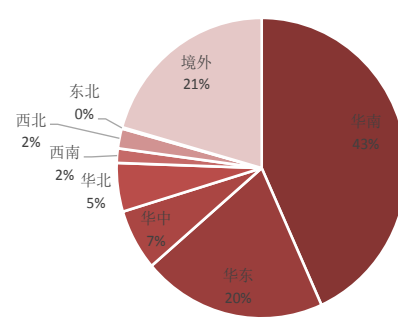
分地区来看，华南地区营业收入占比仍然是最大，达到 45.3%，主要为普通工业气体和低温绝热气瓶产品销售为主；华东地区营业收入占比达 18.8%，主要为氟碳类和氢化物产品销售为主；华中地区营业收入占比达 6.2%，主要为氢化物产品销售为主；华北地区营业收入占比达 3.8%，光刻气体和低温绝热气瓶产品销售为主；其他分别为西南地区营业收入占比达 1.70%，西北地区营业收入占比达 1.3%，东北地区营业收入占比达 0.2%，主要为低温绝热气瓶和普通工业气体产品。

图 8：公司 2019 年主营业务分地区收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司 2019 年主营业务分地区毛利情况

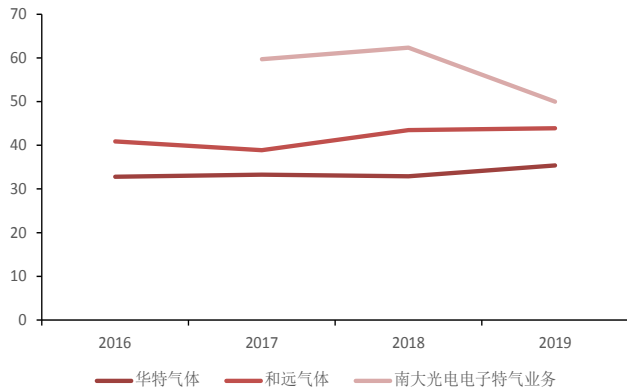


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利能力分析：我们选取业务模式和公司相近的公司作为对标企业，公司的综合毛利率和净利率略低于同行公司，我们认为主要是由于原材料供应的劣势所导致。公司和同行公司相比，不具备空分生产能力，普通工业气体业务主要从事重装和配送的零售业务，也不从事尾气回收业务，原材料均需要向空分企业、化工企业等采购，原材料的成本较高，对原

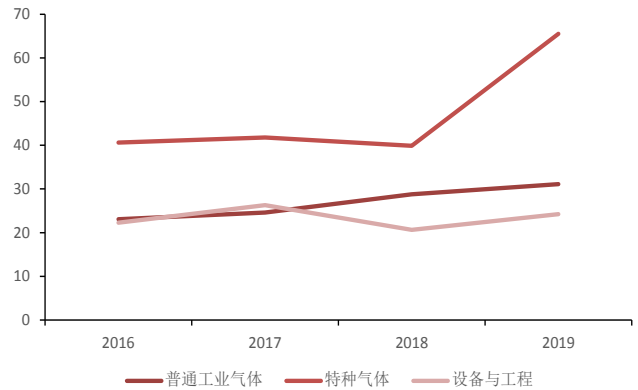
材料的供应稳定性、采购价格的控制力相对弱。从不同业务的毛利率盈利情况来看,公司的特种气体毛利率 2019 年出现大幅提升,主要是由于其中高毛利率的碳氧化合物增长明显。

图 10: 公司和同行的毛利率对比 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

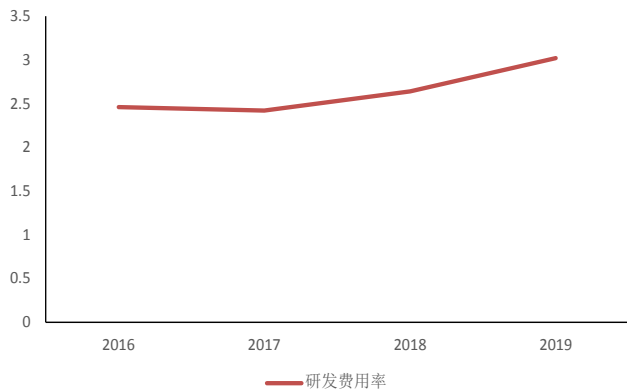
图 11: 公司不同业务毛利率对比 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

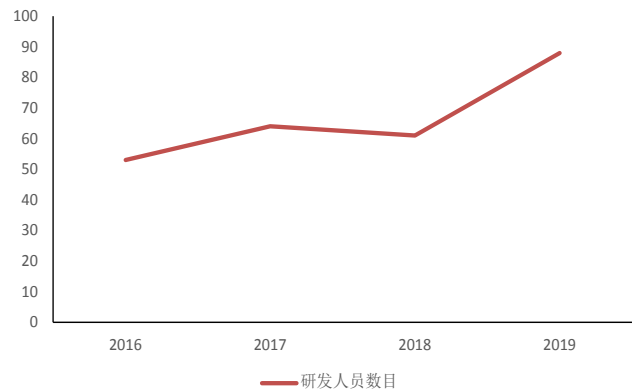
公司研发能力分析: 公司研发投入和研发人数近几年持续攀升, 近三年, 研发费用率从 2.4% 提升至 3.0%。

图 12: 公司研发费用占营业收入比例 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 公司研发人员数量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司募资情况分析: 公司 2019 年 12 月 26 日在上交所科创板发行 3000 万股, 挂牌上市, 募集资金 5.8 亿元, 超募 1.3 亿元, 2020 年 4 月, 公司公告拟使用超募资金 3900 万元用于永久补充流动资金 (符合《上海证券交易所上市公司募集资金管理办法》《上市公司监管指引第 2 号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》关于“超募资金可用于永久补充流动资金和归还银行借款, 每 12 个月内累计使用金额不得超过超募资金总额的 30%”的规定)。公司发行募集资金使用项目, 根据轻重缓急顺序投资于以下项目:

表 2: 公司募集资金投向

项目	预计投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目备案
气体中心建设及仓储经营项目	34764	22000	永发改项字【2016】30 号
电子气体生产纯化及工业气体充装项目	21600	9000	永发改项字【2016】29 号
智能化运营项目	6329.75	6000	广东省企业投资项目备案证

项目	预计投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目备案
			(2018-440605-26-03-835203)
补充流动资金	8000	8000	不涉及审批备案
合计	70693.75	45000	

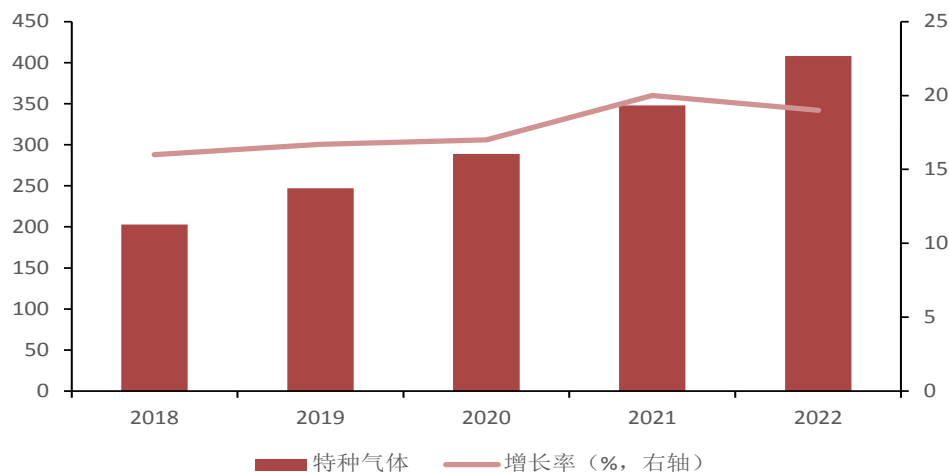
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 电子特气国产化开始取得突破，未来发展可期

2.1 特种气体市场规模快速增长，国产化趋势明显

经济新常态下更加强调经济结构的优化升级，集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆、新能源汽车、航空航天、环保、医疗等产业对中国经济增长的贡献率将愈加突出。特种气体作为上述产业发展不可或缺的关键性材料，其市场规模将保持持续高速发展。根据卓创资讯统计，2010-2017 年中国特种气体市场平均增速达 15.5%，2017 年中国的特种气体市场规模约 178 亿元，其中集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆等半导体领域的特种气体市场规模约 100 亿元。同时，根据卓创资讯的预计，2018-2022 年中国特种气体市场规模仍将以平均超过 15% 的年增长率高速增长，到 2022 年中国特种气体市场规模将达到 411 亿元，特种气体将为中国新兴产业的发展注入新动力。而在全球范围内，特种气体同样保持了较高的增速，2017 年全球特种气体市场规模达 241 亿美元，较 2016 年同比增长 11.6%，特种气体市场空间广阔。

图 14：2018-2022 年中国特种气体市场发展趋势（单位：亿元）



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

自 20 世纪 80 年代中期特种气体导入中国市场，中国的特种气体行业经过了 30 年的发展和沉淀，随着不断的经验积累和技术进步，业内领先企业已在部分产品上实现突破，达到国际通行标准，逐步实现了进口替代，特种气体国产化具备了客观条件。在需求层面，国内近年连续建设了多条 8 寸、12 寸大规模集成电路生产线、高世代面板生产线等，为保障供货稳定、服务及时、控制成本等，特种气体国产化的需求迫切。此外，近年来国家相继发布《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》《新材料产业指南》等指导性文件，旨在推动包括

特种气体在内的关键材料国产化。因此，在技术进步、需求拉动、政策刺激等多重因素的影响下，特种气体国产化势在必行。

表 3：行业主要产业政策

政策名称	颁布时间	主要内容
《战略性新兴产业分类（2018）》	2018.11	在“1.2.4 集成电路制造”的重点产品和服务中包括了“超高纯度气体外延原料”，在“3.3.6 专用化学品及材料制造”的重点产品和服务中包括了“电子大宗气体、电子特种气体”
《重点新材料首批次应用示范指导目录（2017 年版）》	2017.6	在“先进基础材料”之“三先进化工材料”之“（四）电子化工新材料”之“20 特种气体”中将特种气体明确列示，主要应用于集成电路、新型显示
《新材料产业发展指南》	2017.1	在重点任务中提出“加快高纯特种电子气体研发及产业化，解决极大规模集成电路材料制约”
《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016）》	2017.1	在“1.3.5 关键电子材料”中包括“超高纯度气体等外延材料”
《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》	2016.11	提出优化新材料产业化及应用环境，提高新材料应用水平，推进新材料融入高端制造供应链，到 2020 年力争使若干新材料品种进入全球供应链，重大关键材料自给率达到 70%以上
《国家重点支持的高新技术领域目录》（2016）	2016.2	在“四、新材料”之“（五）精细和专用化学品”之“2、电子化学品制备及应用技术”中明确指出包括“特种（电子）气体的制备及应用技术”
《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（2013 修订）	2013.2	将电子气等新型精细化学品的开发与生产列入“第一类鼓励类”产业
《新型显示科技发展“十二五”专项规划》	2012.8	提出开发高纯特种气体材料等，提高有机发光显示产品上游配套材料国产化率
《电子基础材料和关键元器件“十二五”规划》	2012.2	将超高纯度氨气等外延材料、高纯电子气体和试剂等列入重点发展任务

数据来源：招股说明书，西南证券整理

下游产业技术快速更迭，特种气体产品技术要求持续提高。特种气体广泛应用于集成电路、显示面板、光伏能源、光纤光缆、新能源汽车、航空航天、环保、医疗等领域，近年来下游产业技术快速更迭，例如集成电路领域晶圆尺寸从 6 寸、8 寸发展到 12 寸乃至 18 寸，制程技术从 28nm 到 14nm 再到 7nm；显示面板从 LCD 向 OLED 乃至柔性面板发展；光伏能源从晶体硅电池片向薄膜电池片发展等。作为这些产业发展的关键性材料，伴随着下游产业技术的快速迭代，特种气体的精细化程度持续提高，对特种气体生产企业在气体纯度、混配精度等方面的技术要求都将持续提高。

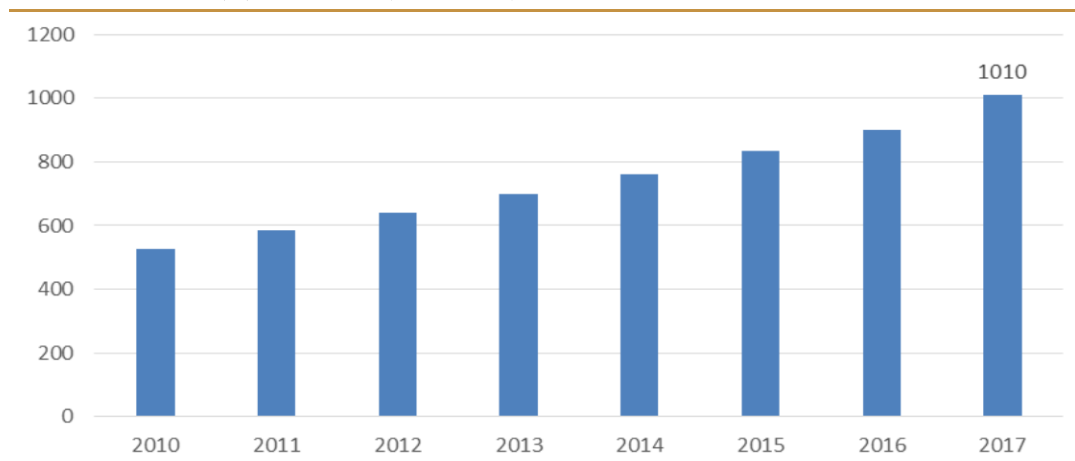
行业竞争将逐步趋向于综合服务能力的竞争。气体的产品种类丰富，而多数客户在其生产过程中对气体产品亦存在多样化需求，例如集成电路制造需经过硅片制造、氧化、光刻、气相沉积、蚀刻、离子注入等工艺环节中，需要的特种气体种类就超过 50 种，出于成本控制、仓储管理、供应稳定等多方面考虑，客户更希望能在一家供应商完成多种产品的采购，对气体公司所覆盖的产品种类提出了更全面的要求。随着下游行业的产品精细化程度不断提高，客户所需的产品定制化特点明显，要求气体供应商能够根据其需求进行定制化生产，对气体供应商的技术与工艺水平提出了较高要求。此外，由于气体产品的特殊性，其使用过程中的包装物、管道以及供气系统的处理均会对最终使用的产品性能产生影响，因此客户更希望供应商能够提供气体包装物的处理、检测、维修，供气系统、洁净管道的建设、维护等全面的专业性增值服务。

2.2 普通工业气体市场相对成熟

普通工业气体指纯度在 99.99% 纯度以内液态和气态氧、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。工业气体作为现代工业的基础原料，市场规模与全球工业发展水平息息相关。根据世界银行数据，2017 年全球工业增加值为 2.2 万亿美元，2010-2017 年间年均增速 2.9%，全球工业发展有所放缓，但总体仍稳步增长，全球工业气体的市场规模亦随之稳步增长。根据卓创资讯的研究报告，2017 年全球工业气体市场规模约为 792 亿美元。

由于亚洲新兴国家经济的快速增长，世界工业气体的生产中心向亚洲转移，带动了中国工业气体产业的快速发展。根据国家统计局数据，2010-2014 年中国的工业增加值以平均 10.4% 的增速快速增长，中国工业气体市场也保持快速增长，近年来，随着中国逐步进入经济新常态，工业增长趋于平缓，中国工业气体市场整体增速也由快速增长时期过渡至稳步增长时期，2017 年中国的工业气体市场规模达 1010 亿元。

图 15：2010-2017 年中国工业气体市场规模（单位：亿元）



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

整体而言，中国普通工业气体市场存在企业数量多、规模小、产品单一的特点，且多为从事普通工业气体零售、充装的气体公司，业务单一、区域限制明显、行业竞争激烈，同时又受限于技术、资金、物流等方面因素，企业发展存在较大瓶颈。随着供给侧改革的深入，部分领先企业将逐步实现行业整合，扩大公司规模、丰富产品结构、提高技术水平、完善营销服务网络，提高综合竞争力。

中国普通工业气体市场随着国民经济的发展而迅速发展，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。

(1) 现场制气市场

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、运营能力等均要求较高。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。

(2) 零售气市场

零售气市场客户行业覆盖全面，且由于客户数量众多，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，产品不存在明显差别，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。其中，将现场制气生产的富余气体对外零售的厂商仅将零售部分作为主营业务的补充，产品较为单一，市场营销、物流配送建设等方面投入较小；专门从事气体零售的气体公司则拥有丰富的产品线，并且通过不断完善销售网络、物流配送能力和综合服务能力，能及时响应并满足客户需求。

目前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，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，整合空间较大；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。

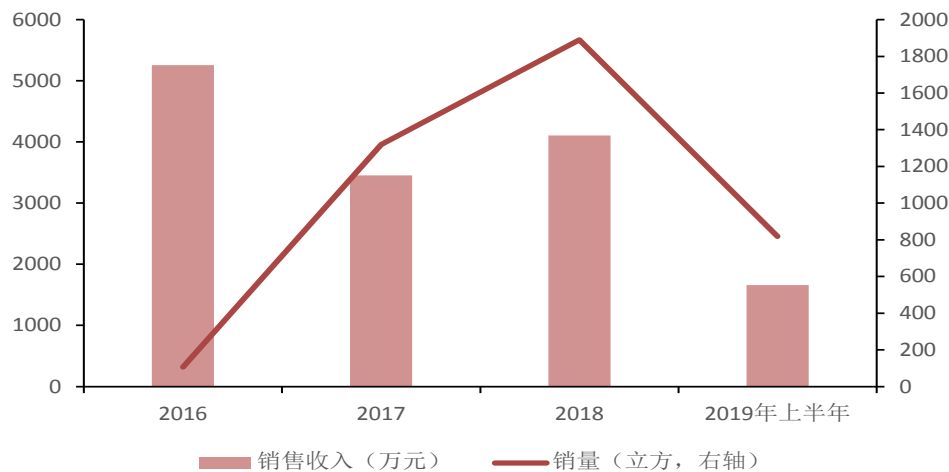
3 公司核心竞争力分析

3.1 公司科技成果与产业深度融合，是行业国产化的先行者

经过近二十年的发展，公司的技术积累日益深厚，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，于 2017 年作为唯一的气体公司入选“中国电子化工材料专业十强”。在持续研发之下，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。其中，公司光刻气产品于 2017 年通过全球最大的光刻机供应商 ASML 公司的产品认证，公司是我国唯一通过 ASML 公司认证的气体公司，亦是全球仅有的上述 4 个产品全部通过其认证的四家气体公司之一。公司是我国特种气体国产化的先行者。

ASML 是全球最大的光刻机供应商，公司的光刻气产品通过其认证，具体表现为 ASML 在其光刻机的使用说明中明确推荐其客户使用已通过其认证的光刻气。因此，ASML 的认证对于公司光刻气产品的销售产生极大促进作用。

图 16: 公司对 ASML 光刻气的销售情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

根据卓创资讯统计，2017 年中国特种气体市场规模约 178 亿元，按公司 2017 年特种气体境内销售金额测算，公司在特种气体领域的市场占有率 1.4%。而在国外气体公司市场占比超过 80% 的集成电路、显示面板、光伏能源等高端领域，公司已陆续实现高纯六氟乙烷、高纯四氟化碳、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、高纯一氧化氮、光刻气等多个产品的进口替代，并取得了一定的市场份额。

表 4: 公司主要产品国内市场占有率

产品	国内市场份额
高纯六氟乙烷	60.3%
高纯氮	14.7%
高纯四氟化碳	21.2%
高纯二氧化碳	35.7%
高纯三氟甲烷	14.5%
Ar/F/NE 混合气等	60%
高纯八氟环丁烷	6.4%
高纯一氧化碳	20.6%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

在极大规模集成电路、新型显示面板等尖端领域由液化空气集团、林德集团、空气化工集团、普莱克斯集团、大阳日酸集团、日本昭和电工等国外气体公司寡头垄断的情况下，公司成功实现了对国内 8 寸以上集成电路制造厂商超过 80% 的客户覆盖率，解决了中芯国际、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、京东方等客户多种气体材料的进口制约，并进入了英特尔（Intel）、美光科技（Micron）、德州仪器（TI）等全球领先的半导体企业供应链体系。在集成电路、新型显示面板等半导体领域，公司取得了较高的市场认可度。

食品级氧化亚氮为公司在报告期内通过将核心技术向食品领域延伸应用而新推出的特种气体。由于其直接食用性特点，对硫、磷、砷、氨、卤素、一氧化氮等有害杂质含量控制

严格,要求公司能够从原料气到产成品进行全过程严格把控,并对气瓶处理、气体分析检测的技术要求较高。

具体而言,首先,在原料气阶段,公司即需对原料杂质组分进行理论分析,针对性建立检测方法,并对检测仪器进行色谱柱改造等,从而实现对多种杂质的检测。其次,公司通过一级活性炭、二级分子筛的组合吸附,能对多种杂质进行吸附处理,实现较强的吸附深度,将有害杂质控制在 0.1ppm (0.1×10^{-6}),并将纯化技术集成到管线充装过程中。不仅如此,公司在全生产流程中,均保持在线检测,确保产品无异味并对有害杂质实现最大限度去除,尤其对于氧化亚氮中较难检测的一氧化氮,公司的检测精度达 0.01ppm (0.01×10^{-6})。集成化的生产、严格的全流程把控、精准的分析检测是其质量控制的有效保障,具有较高的技术门槛。

此外,装载食品级氧化亚氮的气弹瓶需经过内壁研磨、油污清洗、超声波去离子水清洗等工艺处理。其中,内壁研磨需准确选择磨料的粒度、硬度,并精确控制研磨时间,确保研磨充分且内壁不受损坏;油污清洗需对清洗剂准确配置,确保油污清除彻底;超声波去离子水清洗需在加热到特定温度下,通过超声波对去离子水震荡进行清洗,其难点在于温度、超声波频率的控制,上述工艺处理、参数控制等均需要行业积累,亦具有较高的技术门槛。

根据向中国工业气体工业协会了解,公司是国内少数获得食品级氧化亚氮食品生产许可资质的企业。在 2017 年公司食品级氧化亚氮产品的推出后,即实现了较快的收入增长,2017、2018 和 2019 年 1-6 月销售收入分别为 1246.1 万元、3578.4 万元和 2182.4 万元,市场认可度较高。

3.2 公司核心竞争力突出,综合服务能力强

公司一直以特种气体为业务的主要发展方向,并围绕特种气体开展研发工作。经过多年的发展,华特气体已形成较强的研发优势、高端应用领域的先发优势、丰富的产品种类及“一站式”的综合服务能力优势、营销网络优势、半导体行业的品牌优势、供应链反应迅速服务及时的优势等核心技术优势。

(1) 研发优势

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(如混合气)、气瓶处理、分析检测以及供气系统的设计、安装。特种气体的生产是一个系统工程,对一个完整的生产服务流程而言,其中每一个环节对产品的纯度、精度、稳定度都至关重要,缺一不可。公司精益求精,在原有的核心技术路径上不断深入研究,进一步提升了每一项的技术水平,使得部分产品的纯度提高、有害杂质的含量减少、产品质量更稳定、检测精度更准确。

凭借对行业的深刻理解和需求的敏锐把握,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、光伏能源等领域客户的供应链,形成了较强的先发优势。一方面,随着公司的先发优势愈发扩大,公司凭借雄厚的技术实力逐步成为标准制定者,截至 2019 年底已主持或参与制定包括多项电子工业用气体国家标准在内的 30 项国家标准,取得 101 项专利,其中发明专利 17 项。另一方面,先发优势下公司与客户的联系更加紧密,对市场前沿需求的把握更加准确,能迅速根据客户的需求,确立贴合市场、行业领先的研发方向,保持研发的持续先进性,譬如公司在报告期内高纯三氟甲烷等部分产品已批量应用到半导体制程 14 纳米和 7 纳米工艺,高纯锗烷等产品已通过海力士(Hynix)先进制程的验证。

(2) 高端应用领域的先发优势

在集成电路、新型显示面板等特种气体的下游高端应用领域，客户对气体供应商会进行审厂、产品认证两轮严格的审核认证，其周期一般长达 2-3 年，而公司经过多年行业沉淀在高端市场领域形成了突破，积累了中芯国际、台积电、华润微电子、华虹宏力、长江存储等众多优质客户，尤其在集成电路领域，对 8 寸芯片厂商的覆盖率处于行业领先地位。报告期内公司也已经基本覆盖了内资 12 寸芯片厂商，而且不少于 5 个产品已经批量供应 14 纳米先进工艺。高纯三氟甲烷产品甚至进入了台积电 7 纳米供应链体系。

同时，由于前期严格的认证体系，一旦进入供应链体系并开始批量供应，公司与客户的合作关系便相对稳定，且随着合作关系的深入，公司一方面可以通过不断满足客户的个性化需求，强化客户粘性；另一方面，公司又能够对客户要求进行深入挖掘，研发和推出更多、更先进的产品种类，拓展业务机会。因此，公司在积累众多优质客户后，先发优势明显。报告期内，公司一方面努力提升现有产品在客户处的占比，另一方面努力推动导入新的产品，两方面都取得了较大的进展。

(3) 丰富的产品种类及“一站式”的综合服务能力优势

公司下游客户具有用气多样化、分散化的特点。例如集成电路行业，仅集成电路的制造就需使用纯气超过 50 种，混合气体种类更多。公司已在特种气体领域生产出高纯四氟化碳、高纯六氟乙烷、高纯二氧化碳、高纯一氧化氮、高纯八氟环丁烷、高纯三氟甲烷、稀混光刻气等 20 多个产品并实现了国内同类产品的进口替代。由于气体产品的特殊性，每一产品的经营均需取得相应的危化品经营许可等资质，公司取得的生产、经营资质覆盖产品种类超过 100 种，是国内经营气体品种最多的企业之一，能有效满足客户对产品品种的需求，产品种类优势明显。这些产品互相促进，能最大程度满足客户的品种需求。

此外，公司具备业内领先的物流配送能力，由近百辆槽车、货车组成的专业运输团队，半径 200 公里内均可一日送达，并通过物流运输信息系统的完善，提高了物流信息的准确性和及时性，做到产品销售与售后一体化。

多品种的协同，以及供应和服务的一体化，很大程度上提高了客户的生产工作效率，满足了客户的需求。形成了公司强大的产品和服务优势。报告期内公司气体品种进一步增多，供应链体系更优化更专业，服务意识进一步增强。

(4) 营销网络优势

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。公司立足佛山，辐射华东、华中乃至全国扩散，营销网络建设日趋完善，市场渗透率、客户服务质量不断增强。

此外，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，是国内少数实现了大量产品出口的气体公司。公司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。

3.3 公司核心技术产品占比高，每年都有新突破

公司在气体纯化、气体混配、气瓶处理、分析检测等特种气体生产关键环节形成了自身的核心技术，均来源于自主研发。

表 5：气体纯化技术情况

项目	具体情况
技术简介	气体纯化是通过多重高效吸附、精馏等方式，对气体原料中的水分、空气、金属离子、颗粒物等杂质进行去除，将气体纯度提至 5N (99.999%)、6N (99.9999%) 乃至 7N (99.99999%)
具体表征	吸附方面，公司通过对分子筛种类、性能等的研发，杂质吸附水平较高，如高纯四氯化碳中的卤代烃，公司可控制在 0.5ppm (0.5×10^{-6})，高于行业 1-2ppm 的吸附水平；精馏方面，公司能分离沸点相差 2°C 组分，高于分离沸点相差 5°C 的行业一般水平
专利情况	《一种四氯化碳的纯化方法》《一种八氟丙烷纯化方法》《一种六氟乙烷的纯化方法》《一种三氟甲烷纯化装置及纯化方法》《一种一氧化氮的纯化方法》《一种氨气的纯化方法》等

数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 6：气体混配技术情况

项目	具体情况
技术简介	气体混配是指根据不同需求，运用重量法、分压法、动态体积法等方法，将两种或两种以上组分的气体按照特定比例混合，对配制过程的累计误差控制、配制精度、配制过程的杂质控制等均有极高要求
具体表征	在管线布局方面，公司根据气体性质进行针对性研究，真空环境可达 0.01pa，高于行业一般的 0.3pa；在配气控制方面，可结合环境温度、湿度、风速等的影响，配气误差达到 ± 2% 以内，高于行业一般的 ± 5% 的误差水平
专利情况	《一种气体转充装置》《一种氟气混合气的处理设备》《一种高效混合气配制装置及使用其的配气系统》《一种混合气体均匀混合装置》等

数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 7：气瓶处理技术情况

项目	具体情况
技术简介	气瓶处理在气体存储、运输、使用的过程中对保持气体品质意义重大，通过去离子水清洗、内壁研磨、钝化等工艺，解决钢瓶内壁吸附杂质的二次污染、与载气发生反应等问题
具体表征	研磨方面，公司可使光洁度达到 0.1~0.5 μm，高于行业一般的 0.5 μm；钝化方面，公司能使腐蚀性气体 1 年内量值变化不超过 1%，高于行业一般的 5%；抽真空方面，公司能使真空环境达 0.01pa，高于行业一般的 0.3pa
专利情况	《一种准分子激光气配制装置的钝化方法》《一种高效的气瓶清洗系统》《一种圆柱体密闭容器内壁清洗机》等

数据来源：招股说明书，西南证券整理

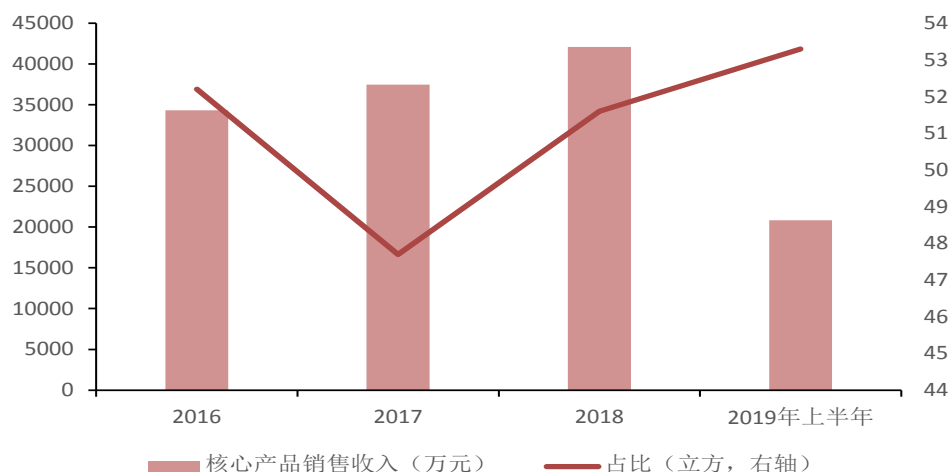
表 8：气体分析检测技术情况

项目	具体情况
技术简介	由于气体“看不见、摸不着”的特点，其参数量化均依赖于分析检测，需基于对检测对象的分析判断，建立专门的检测方法，通过气相色谱仪、微量氧分析仪等设备对气体的纯度、颗粒物等进行精准检测，对气体产品质量的控制具有重要意义
具体表征	相比于行业内一般的检测水平（检测精度为 1-10ppb），公司对多种气体的检测精度可达 0.1ppb (0.1×10^{-9})，而且对于重组分检测、百分比浓度含氟量的检测等行业难题均建立了独特的检测方法
专利情况	《准分子激光气中微量氟的检测方法》等

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司的核心技术产品收入为特种气体及其相关技术服务收入，包括特种气体产品收入以及为相关客户提供的高纯洁净供气系统的设计、安装服务，其收入呈现逐年增长的趋势，占营业收入的比重虽然有所波动，但是主要原因是 2017、2018 年普通工业气体市场价格因为煤改气而有较大幅度的上涨，2016 年、2017 年和 2018 年公司普通工业气体平均的销售单价分别为 0.13 万元/吨、0.16 万元/吨、0.19 万元/吨，呈上涨趋势，因此其 2017 年的销售收入在销量下降的情况下仍有所增长，从而导致公司核心技术产品收入占营业收入比重有所波动，不过整体来看，核心技术产品收入占比趋势仍是提高的。

图 17：公司核心技术产品销售收入及占比情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司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，并作为其发展不可或缺的关键性材料，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、晶澳太阳能、武汉长飞、德州仪器（成都）等上述产业内的一线知名企业。不仅如此，公司还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、高纯一氧化碳、高纯氮、高纯一氧化氮等近 20 种产品的进口替代。

表 9：公司产品实现进口替代的具体过程

产品	突破年份	量产时间	国内外主要客户	是否为国内首家
高纯六氟乙烷	2011	2013	绿菱气体、昭和电工、关东电化	国内首家
高纯氮	2011	2013	昭和电工、金宏	未明确
高纯四氟化碳	2012	2014	昭和电工、关东电化	国内首家
高纯一氧化氮	2011	2013	住友精化	国内首家
高纯二氧化碳	2013	2014	林德集团	国内首家
高纯三氟甲烷	2014	2016	绿菱气体、昭和电工、关东电化	国内首家
Ar/F/NE 混合气等	2014	2016	林德集团、液化空气集团、普莱克斯集团等	国内首家
高纯八氟环丁烷	2015	2016	绿菱气体、昭和电工、关东电化	未明确
超高纯氮	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
高纯氮	2016	2017	林德集团、空气化工集团、普莱克斯	未明确

产品	突破年份	量产时间	国内外主要客户	是否为国内首家
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
搞出你一氧化碳	2016	2018	住友精化、大阳日酸	国内首家
氮氧混合气	2018	2018	空气化工产品集团、普莱克斯集团	未明确

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 募投项目提高公司产能，助推公司成长

公司募集资金，除了补充流动资金之外，还有扩张产能的项目。

(1) 气体中心建设及仓储经营项目

气体中心建设及仓储经营项目围绕公司的主营业务进行，将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。项目建成达产后将成为国内具有较大影响力的特种气体生产供应中心，为公司的可持续经营和快速发展提供有力保障，有助于公司进一步奠定行业内的品牌影响力和知名度，增强公司的盈利能力。

公司已取得《永发改项字[2016]30 号》备案文件及《九环评字[2016]51 号》环评文件，履行了必要的备案、环评程序，项目建设地点位于永修县星火工业园区星云大道东侧江西华特内的自有土地上，该土地已取得《不动产权证书》，气体中心建设及仓储经营项目符合国家产业政策、环境保护、土地管理等法律、法规和规章规定。

项目的实施主体为江西华特。江西华特拟投资 34764 万元人民币用于气体中心建设及仓储经营项目，建设期为 36 个月。项目全部达产后，公司将新增产能包括：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。上述产品主要应用于集成电路、新型显示、太阳能电池、LED 等半导体产业，下游需求广泛。

根据测算，项目达产后正常年份可实现新增销售收入 33154 万元（不含税）。项目内部收益率（全部投资所得税后）为 18.3%，投资回收期（税后，含建设期）为 7.6 年。

(2) 电子气体生产纯化及工业气体充装项目

项目围绕公司的主营业务进行，主要为建立电子气体生产纯化线、工业气体充装线及成立低温容器检测中心及产品研发设计部门，项目建成后有利于提高公司在各产品领域的研发及生产能力，为公司的可持续经营和快速发展提供有力保障，增强公司的盈利能力。

公司已取得《永发改项字[2016]29 号》备案文件及《九环评字[2017]28 号》环评文件，履行了必要的备案、环评程序，项目建设地点位于永修县星火工业园区星云大道东侧华特公司院内的自有土地上，该土地已取得《不动产权证书》。电子气体生产纯化及工业气体充装项目符合国家产业政策、环境保护、土地管理等法律、法规和规章规定。

电子气体生产纯化及工业气体充装项目总投资 21600 万元，其中一期投资 10200 万元，本次募集资金计划使用 9000 万元用于电子气体生产纯化及工业气体充装项目，主要为建设投资、设备购置费和安装工程费。第一期投资建设规模为年生产 50 吨硫化氢、年纯化 10 吨锗化氢、100 吨四氟化硅、100 吨六氟乙烷、100 吨八氟乙烷、100 吨一氟甲烷，年充装 13000 吨氧气（含液态）、10500 吨氮气（含液态）、12000 吨氩气（含液态）、1200 吨二氧化碳、

300 吨环氧乙烷、300 吨一氧化氮、300 吨硅烷、1,000 吨氨气、120 吨氯化氢、300 吨三氯氢硅、5000 瓶混合气，年产铝合金无缝气瓶 36 万只、压力容器 600 台、焊接绝热气瓶 10000 台和撬装供气设备。

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 17287.5 万元（不含税）。项目内部收益率（全部投资所得税后）为 21.3%，投资回收期（税后，含建设期）为 6.4 年。

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到疫情的影响，以及公司募投项目建设期 36 个月，预计 2020-2022 年特种气体收入增速为 10%、20%、20%，普通工业气体收入增速均为 7%；

假设 2：2020-2022 年特种气体毛利率均为 42%，普通工业气体毛利率均为 30%；

假设 3：2020-2022 年，公司研发费用率维持 3%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 10：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	844.0	913.0	1037.2	1182.8
	增速	3.2%	8.2%	13.6%	14.0%
	成本	545.4	589.2	664.9	753.1
	毛利率	35.4%	35.5%	35.9%	36.3%
特种气体	收入	448.04	492.84	591.41	709.69
	增速	14.9%	10.0%	20.0%	20.0%
	成本	268.83	285.85	343.02	411.62
	毛利率	40.0%	42.0%	42.0%	42.0%
普通工业气体	收入	218.56	233.86	250.23	267.75
	增速	-12.8%	7.0%	7.0%	7.0%
	成本	150.53	163.70	175.16	187.43
	毛利率	31.1%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	收入	177.39	186.26	195.57	205.35
	增速		5.0%	5.0%	5.0%
	成本	126.06	139.69	146.68	154.01
	毛利率	28.9%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 9.1 亿元、10.4 亿元和 11.8 亿元，归母净利润分别为 9135 万元、1.1 亿元、1.3 亿元，EPS 分别为 0.76、0.89 和 1.05 元。

我们选取江丰电子和南大光电为可比公司，其中，南大光电有特种电子气体业务，江丰电子下游客户与华特气体高度重合，具有可比性，2019 年 2 家公司的平均 PE 为 197 倍，2020 年平均 PE 为 134 倍。结合对标公司的估值和华特气体的情况，公司目前动态市盈率低于可比公司，首次覆盖给予“持有”评级。

表 11：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300666.SZ	江丰电子	54.42	0.29	0.37	0.47	0.60	187	147	116	91
300346.SZ	南大光电	28.90	0.14	0.24	0.32	0.34	206	120	90	85
平均值							197	134	108	88

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

公司产品价格下跌风险，在建项目不达预期风险，安全生产风险，主要原材料价格波动风险，全球疫情影响风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	843.99	912.96	1037.21	1182.79	净利润	72.59	91.35	107.26	125.68
营业成本	545.42	589.25	664.86	753.06	折旧与摊销	35.06	19.27	27.35	37.72
营业税金及附加	5.91	6.89	7.67	8.16	财务费用	0.50	-7.78	-8.20	-8.47
销售费用	127.26	130.55	148.32	169.14	资产减值损失	-0.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.35	91.30	103.72	118.28	经营营运资本变动	28.00	50.85	-18.02	-23.53
财务费用	0.50	-7.78	-8.20	-8.47	其他	-61.58	7.58	-4.50	-5.56
资产减值损失	-0.44	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	74.14	161.27	103.89	125.85
投资收益	2.87	5.00	5.00	5.00	资本支出	-37.90	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1.31	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-36.59	-195.00	-195.00	-195.00
营业利润	84.04	107.75	125.84	147.62	短期借款	-19.99	-5.01	0.00	0.00
其他非经营损益	1.57	-0.28	0.35	0.24	长期借款	4.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	85.61	107.47	126.19	147.86	股权融资	583.06	0.00	0.00	0.00
所得税	13.02	16.12	18.93	22.18	支付股利	0.00	-14.52	-18.27	-21.45
净利润	72.59	91.35	107.26	125.68	其他	-7.96	44.46	8.20	8.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	559.91	24.94	-10.07	-12.99
归属母公司股东净利润	72.59	91.35	107.26	125.68	现金流量净额	597.98	-8.79	-101.18	-82.14
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	691.83	683.04	581.86	499.72	成长能力				
应收和预付款项	217.83	293.85	330.93	376.72	销售收入增长率	3.23%	8.17%	13.61%	14.04%
存货	116.66	58.58	64.49	74.19	营业利润增长率	2.39%	28.21%	16.79%	17.31%
其他流动资产	81.25	18.90	21.47	24.48	净利润增长率	7.00%	25.84%	17.42%	17.17%
长期股权投资	11.12	11.12	11.12	11.12	EBITDA 增长率	6.36%	-0.30%	21.59%	21.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	242.38	424.18	597.91	761.27	毛利率	35.38%	35.46%	35.90%	36.33%
无形资产和开发支出	20.99	20.51	20.03	19.55	三费率	22.17%	23.45%	23.51%	23.58%
其他非流动资产	38.61	38.01	37.42	36.82	净利率	8.60%	10.01%	10.34%	10.63%
资产总计	1420.67	1548.20	1665.22	1803.88	ROE	6.07%	7.25%	7.96%	8.65%
短期借款	5.01	0.00	0.00	0.00	ROA	5.11%	5.90%	6.44%	6.97%
应付和预收款项	119.91	131.81	147.59	167.71	ROIC	13.10%	13.78%	12.81%	12.03%
长期借款	4.81	4.81	4.81	4.81	EBITDA/销售收入	14.17%	13.06%	13.98%	14.95%
其他负债	95.37	152.28	164.54	178.85	营运能力				
负债合计	225.10	288.90	316.94	351.36	总资产周转率	0.78	0.62	0.65	0.68
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	固定资产周转率	3.74	3.28	2.70	2.29
资本公积	758.17	758.17	758.17	758.17	应收账款周转率	4.17	4.42	4.42	4.45
留存收益	304.29	381.13	470.12	574.35	存货周转率	5.16	6.71	10.60	10.62
归属母公司股东权益	1195.57	1259.29	1348.29	1452.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.89%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1195.57	1259.29	1348.29	1452.52	资产负债率	15.84%	18.66%	19.03%	19.48%
负债和股东权益合计	1420.67	1548.20	1665.22	1803.88	带息债务/总负债	4.36%	1.66%	1.52%	1.37%
					流动比率	5.19	3.80	3.27	2.87
					速动比率	4.64	3.59	3.06	2.65
					股利支付率	0.00%	15.89%	17.03%	17.07%
					每股指标				
					每股收益	0.60	0.76	0.89	1.05
					每股净资产	9.96	10.49	11.24	12.10
					每股经营现金	0.62	1.34	0.87	1.05
					每股股利	0.00	0.12	0.15	0.18
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	119.61	119.25	144.99	176.87					
PE	138.06	109.71	93.44	79.74					
PB	8.38	7.96	7.43	6.90					
PS	11.88	10.98	9.66	8.47					
EV/EBITDA	77.82	78.51	65.26	53.96					
股息率	0.00%	0.14%	0.18%	0.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn