

侨源股份(301286)

报告日期: 2022 年 12 月 27 日

民营气体领军企业，光伏锂电等新能源需求井喷 ——侨源股份更新报告

投资要点

- 公司是我国西南区域最大的纯液态空分气体供应商**

1、公司产能主要集中在川渝（2021 年收入占比 65%）、福建。2、民营企业，实控人持股比例近 90%。3、2012-2021 年净利润复合增速 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。
- 公司成长路径：行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展**

1、大行业：工业气体行业市场空间广阔。根据此前报告我们预计 2022 年中国工业气体市场规模有望接近 2000 亿元，2024 年有望达到 2199 亿元，年复合增速 6%-8%。由于我国人均气体消费量与西欧、美国等发达国家或地区相比仅有后者 30%-40%，还有很大的提升空间。

2、小公司：公司市占率不足 1%，还有较大成长空间。我们测算公司 2021 年市场占有率达 0.46%，预测 2024 年市占率有望达到 0.77%。

3、公司未来将不断丰富产品品类，拓展高纯空分气体及其他特气市场。
- 公司深耕四川，四川水电、锂矿优势明显，新能源企业云集，客户质地优良**

公司未来增长点：四川三大产业园——甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园，其中配套客户包括宁德时代、通威股份、天合光能、华友钴业、士兰微、四川发展、龙蟒集团等。
- 产能有望大幅增长：三工业园区新建项目、两个技改项目、一个基地产量爬坡**

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。我们预计伴随甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园三个工业园区新建供气项目投产；两个汶川基地的 IPO 募投技改项目投产以及一个福州基地的产能利用率增加，公司产能有望大幅提升。预计设计满产产能液态工业气体达 196 万吨（较 2021 年增长 158%，较 2022 年增长 144%），管道工业气体产能达 15.33 亿立方米（较 2021 年增长 207%，较 2022 年增长 70%）。
- 盈利预测与估值**

预计公司 2022-2024 年的收入分别为 8.9/12.1/17.0 亿元，同比增速分别为 7%/37%/40%。预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 1.5/3.0/5.0 亿元，同比增速分别为 -16%/99%/67%。预计公司 2022-2024 年 PE 分别为 57/29/17 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。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	833	889	1214	1700
(+/-) (%)	14%	7%	37%	40%
归母净利润	181	151	300	501
(+/-) (%)	-23%	-16%	99%	67%
每股收益(元)	0.50	0.38	0.75	1.25
P/E	43	57	29	17

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

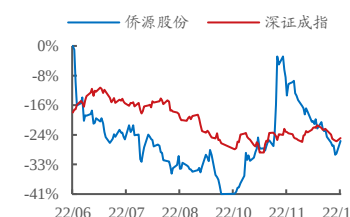
分析师：王华君
 执业证书号：S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：张杨
 执业证书号：S1230522050001
 zhangyang01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 21.39
总市值(百万元)	8,558.14
总股本(百万股)	400.10

股票走势图



相关报告

- 1 《与通威签订高纯氮气购销合同；公司受益光伏产业快速发展——侨源股份点评报告》 2022.12.01
- 2 《扩建通威光伏产业基地，下游新能源、半导体有望快速增长——侨源股份点评报告》 2022.11.23
- 3 《民营气体领军企业，受益光伏锂电等新能源产业崛起——侨源股份深度报告》 2022.11.13

1 成长路径：行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展

工业气体行业市场空间广阔，根据此前报告我们预计 2022 年中国工业气体市场规模有望接近 2000 亿元，2024 年有望达到 2199 亿元，年复合增速 6%-8%。且由于我国人均气体消费量与西欧、美国等发达国家或地区相比仅有后者 30%-40%，还有很大的提升空间。

受益于四川省锂电、光伏等新能源产业未来有望爆发，公司相继取得三个工业园区的供气项目，收入增长空间较大，预计未来市占率将有望提升。参考公司招股说明书（2020 年公司市占率为 0.45%），我们测算公司 2021 年市场占有率达 0.46%（2021 年收入为 8.33 亿元），预测 2022 年市占率将达到 0.46%（预计 2022 年公司收入达 8.89 亿元），预测 2024 年市占率将达到 0.77%（预计 2024 年公司收入达 17.00 亿元）。

根据招股说明书，公司将以市场为导向，丰富产品品类，拓展高纯空分气体及其他特气市场。

表1：成长路径：行业需求增长、公司份额提升、产品品类拓展

驱动因素	核心指标	2021 年	2022 年 E	2024 年 E
行业需求增长	中国工业气体市场规模（亿元）	1795	1921	2199
	中国工业气体市场规模增速	10%	6%-8%	6%-8%
	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比例	30%-40%	30%-40%	40%
市场份额提升	侨源股份市场占有率	0.46%	0.46%	0.77%
产品品类拓展	侨源股份工业气体产品数量	产品数量将逐步增多		

备注：数据依据来自于此前发布的公司深度报告（深度报告名《杭氧股份深度 PPT：国产替代、产品升级，迈向工业气体龙头》2022 年 7 月 8 日）、点评报告（点评报告名《杭氧股份：迈向中国工业气体龙头：国产替代、产品升级、治理改善》2022 年 7 月 8 日）

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

公司深耕四川，四川水电、锂矿优势明显，使得新能源企业云集。公司未来增长点：四川三大产业园——甘眉工业园、成阿工业园、德阿工业园，其中配套客户包括宁德时代、通威股份、天合光能、华友钴业、士兰微、四川发展、龙蟒集团等。

表2：三大工业园供气项目主要客户汇总

工业园区	主要客户			预计投产时间
	光伏行业	锂电行业	半导体行业	
甘眉工业园	通威			2023 年
成阿工业园	通威、通合新能源	巴莫科技、宁德时代	士兰微	2023 年
德阿工业园		鑫锐恒锂电、德阳川发龙蟒		2024 年

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

产能增长，未来三年业绩增长驱动力：

1、三个工业园区新建供气项目陆续投产

1) 甘眉工业园：满产后对应 3.5 亿立方米管道气、37.2 万吨液态气体

2) 成阿工业园：满产后对应 2.8 亿立方米管道气、14.9 万吨液态气体

3) 德阿工业园：满产后对应 22.5 万吨液态气体

2、两个 IPO 募投技改项目投产，新增 40 万吨液氮产能、1 万吨高纯液氧产能

3、一个福州基地的产量持续爬坡，产能利用率增加

表3：成长路径：新建项目、技改项目投产，福州基地产量爬坡

	项目	产能及相对 2022 年的增速（括号内）		
		2022 年 E	2023 年 E	设计满产产能
产能合计（不含备用基地）	液态工业气体（万吨）	80.45	133.49 (66%)	195.96 (144%)
	管道工业气体（亿立方）	9.02	15.33 (70%)	15.33 (70%)
汶川基地（两 IPO 募投技改项目投产后，产能将显著提高）	液氧产能（万吨）	37.47	37.47	37.47
	液氮产能（万吨）	19.17	19.17	19.17
	液氧产能（万吨）	1.56	1.56	1.56
	技改：高纯氧产能（万吨）		1	1
	技改：液氮产能（万吨）			40
福州基地	管道氧气（亿立方）	4.73	4.73	4.73
	管道氮气（亿立方）	4.29	4.29	4.29
	液氧产能（万吨）	13.73	13.73	13.73
	液氮产能（万吨）	5.01	5.01	5.01
	液氧产能（万吨）	3.51	3.51	3.51
甘眉工业园	管道氧气（亿立方）		0.4	0.4
	管道氮气（亿立方）		3.06	3.06
	液氧产能（万吨）		23.03	23.03
	液氮产能（万吨）		13.03	13.03
	液氧产能（万吨）		1.11	1.11
成阿工业园	管道氧气（亿立方）		0.04	0.04
	管道氮气（亿立方）		2.8	2.8
	液氧产能（万吨）		13.68	13.68
	液氮产能（万吨）		0.52	0.52
	液氧产能（万吨）		0.67	0.67
德阿工业园（一期）	液氧产能（万吨）			14.98
	液氮产能（万吨）			7.49

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

中长期，公司产能将有望从四川、福建等地向陕西、广东等地扩张，从区域性工业气体龙头向全国性工业气体龙头迈进。产品品类方面，公司除氧氮氩之外，还将考虑拓展其他特种气体产品。

附录 1：公司盈利能力较强，估值

与部分可比公司同口径对比，公司气体业务毛利率高于国内竞争对手。公司上市后 ROE 受到稀释，我们预测随着募投项目等投产后 EPS 将增厚，ROE 有望迎来拐点。

表4：工业气体公司主要财务指标对比

	气体业务毛利率			ROE		
	2020 年	2021 年	2022 年上半年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 季度
杭氧股份	22.27%	26.17%	30.18%	13.27%	16.30%	15.41%
陕鼓动力	18.39%	19.75%	15.54%	9.83%	11.43%	10.22%
侨源股份	49.08%	39.30%	29.97%	36.77%	22.13%	6.71%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表5：工业气体板块 2022、2023、2024 年 PE 平均估值分别为 33、25、20 倍

公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE				PB（LF）	ROE（2021）
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
Linde	11,366	244	293	337	370	47	39	34	31	3.6	8.7%
液化空气集团	5,178	195	211	221	232	26	25	23	22	3.5	13.1%
空气化工产品	4,833	136	155	171	179	36	31	28	27	4.2	15.5%
杭氧股份	368	11.9	15.7	18.7	23.1	31	23	20	16	4.8	16.3%
凯美特气	98	1.4	2.5	4.1	5.4	70	40	24	18	9.8	12.8%
华特气体	89	1.3	2.2	2.8	3.9	69	41	32	23	6.2	9.4%
侨源股份	86	1.8	1.5	3.0	5.0	47	57	29	17	5.9	22.1%
金宏气体	94	1.7	2.5	3.7	5.0	56	38	25	19	3.7	6.2%
雅克科技	239	3.3	6.4	8.5	11.2	72	38	28	21	4.1	5.6%
昊华科技	357	8.9	10.9	13.2	15.6	40	33	27	23	4.9	12.4%
陕鼓动力	194	8.6	10.2	13.0	16.4	23	19	15	12	2.6	11.4%
盛剑环境	46	1.5	2.1	3.1	4.0	30	21	15	11	3.6	11.0%
正帆科技	90	1.7	2.5	3.9	5.4	53	35	23	17	4.5	9.0%
和远气体	30	0.9	1.1	1.4	1.7	33	27	21	17	2.7	7.9%
平均值						45	33	25	20	4.6	11.5%

备注 1：时间截止至 2022 年 12 月 26 日

备注 2：除杭氧股份、凯美特气、华特气体、侨源股份之外，其他中国公司盈利预测均采用 wind 一致预期、其他海外公司盈利预测均采用 Bloomberg 一致预期。

资料来源：Wind，Bloomberg，浙商证券研究所

附录 2：工业园供气项目及重要客户汇总

公司上市以来公告的重要合同如下：

表6：公司上市以来取得的重要合同梳理

子公司	合同对方	合同内容	合同金额（亿元）	合同起止日期
眉山侨源	通威太阳能（彭山）有限公司	长期为彭山一期项目规划 16GW 电池片生产所需的高纯度氮气制备提供综合运维服务业务	2.23	2022 年 11 月 30 日至 2028 年 10 月 34 日
汶川侨源	德阳川发龙蟒新材料供应客户未来在德阿产业园投资建设锂电新能源材料项目生产中所需高纯氮气（管道供气）		4.6	2022 年 9 月 21 日至 2032 年 12 月 31 日
金堂侨源	成都士兰半导体制造供应客户现有氮气需求及未来在金堂成阿工业园的扩产计划生产所需管道氮气		0.43	2022 年 9 月 1 日至 2032 年 12 月 31 日
金堂侨源	成都巴莫科技有限责向客户的成阿工业园区建设第四期项目供应管道氧气		20	2022 年 8 月 29 日至 2038 年 12 月 31 日

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.1 甘眉工业园——锂矿丰富、电价便宜、藏区飞地

根据眉山市人民政府官网，甘眉工业园区是四川省甘孜藏族自治州与眉山市两地人民政府合作，在原眉山铝硅产业园区的基础上，于 2012 年 5 月组建的藏区飞地产业园区。经过 8 年的发展，已成为省级开发区和四川省重点培育产业园区之一。

园区地处眉山市区西南东坡区修文镇，位于成都平原西南，地势平坦，处于成渝经济区、成都经济区核心节点，在成都半小时经济圈范围以内。

甘孜州锂矿资源蕴藏丰富，后续发展空间极大，甘孜州委州政府将甘眉园区作为甘孜州锂矿资源精深加工的承载地，大力支持锂电项目落户，实现资源在“飞地”园区转化。

甘孜州留存电价约 0.45-0.47 元/千瓦时，比四川大工业用电价格低约 0.1 元/千瓦时。

省委、省政府以两办公厅文件先后出台了两个扶持藏区飞地园区发展的政策性文件。拟入驻园区项目在争取国家、省的技改资金与土地指标、能耗指标等方面，获得支持的力度远大于其他地区 and 园区。

1.2 成阿工业园——汇集光伏、锂电、半导体行业

2009 年下半年，成都、阿坝两地政府共同筹划建立了“成都-阿坝工业园”。规划面积 10 平方公里的成阿工业园是全国唯一一个灾后重建、异地重建、合作共建的民族“飞地工业园区”。园区累计签约引进巴莫科技、杭州士兰、康力电梯等重要项目。

1.3 德阿工业园——“中国锂都”

根据四川经开区官网，德阳-阿坝生态经济产业园区由德阳市、阿坝州党委于 2015 年 5 月设立。2015 年 9 月，四川、浙江两省人民政府签署《深化浙川合作框架协议》，将德阿产业园区列为“浙江-四川合作园区”。德阿双方以德阳市的区位条件、工业基础为平台，以阿坝州的少数民族地区政策及锂矿资源优势、电价优势为保障，实现合作共建、互利共赢。

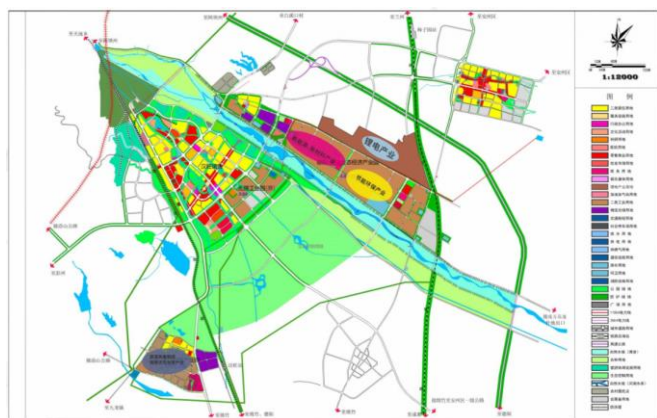
德阿产业园区选址于绵竹市汉旺镇，规划面积 20 平方公里。园区包括拱星工业园、无锡工业园、九绵文旅园。2019 年 1 月 25 日，四川省人民政府同意设立德阳—阿坝生态

经济产业园区为省级开发区，园区被省政府明文确定唯一的主导产业为以锂电产业为主导的新材料、新能源的园区。

园区目前建成区约 7 平方公里；预留的有条件工业用地约 8 平方公里；农业发展用地约 4 平方公里；一般农田约 1 平方公里。工业区内建有 2 座 110 千伏变电站、1 座 35 千伏变电站；供气、供水、污水处理、垃圾处理厂、道路管网等基础设施完备。

2019 年 1 月，德阿工业园被授予“中国锂都”。全国已探明的锂辉矿中，四川占 70% 以上。阿坝州锂辉矿主要分布在马尔康、金川两市县境内，探明原矿储量 7400 万吨，居四川省第二位，可开采量占省第一位。同时，阿坝锂辉矿具有埋藏浅、易开采、品位高的优势。

图1：德阿工业园用地布局规划图



资料来源：四川经开区官网，浙商证券研究所

图2：2019 年，德阿工业园被全国工商联评为“中国锂都”



资料来源：四川经开区官网，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	361	647	705	893
现金	124	190	177	212
交易性金融资产	47	90	90	90
应收账款	102	177	237	328
其它应收款	10	52	34	56
预付账款	16	21	23	30
存货	40	52	65	78
其他	22	65	80	100
非流动资产	1130	1349	1570	1791
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	511	869	1124	1309
无形资产	29	31	34	35
在建工程	341	169	87	70
其他	249	281	324	378
资产总计	1490	1996	2275	2684
流动负债	294	348	507	685
短期借款	0	0	144	277
应付款项	72	90	108	136
预收账款	1	0	0	0
其他	221	258	255	271
非流动负债	381	177	176	166
长期借款	345	110	110	110
其他	35	67	66	56
负债合计	674	525	683	851
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	816	1472	1592	1833
负债和股东权益	1490	1996	2275	2684

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	121	97	313	469
净利润	181	151	300	501
折旧摊销	82	45	67	84
财务费用	17	21	17	24
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(15)	(89)	(45)	(115)
其它	(143)	(30)	(26)	(25)
投资活动现金流	(213)	(289)	(267)	(283)
资本支出	(306)	(248)	(263)	(281)
长期投资	(6)	4	(1)	(1)
其他	99	(45)	(3)	(2)
筹资活动现金流	180	258	(59)	(150)
短期借款	(99)	0	144	133
长期借款	345	(235)	0	0
其他	(66)	493	(203)	(283)
现金净增加额	87	67	(13)	35

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	833	889	1214	1700
营业成本	505	600	719	910
营业税金及附加	7	5	7	10
营业费用	26	28	36	51
管理费用	47	49	63	85
研发费用	0	0	0	0
财务费用	17	21	17	24
资产减值损失	16	4	6	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	7	4	5	5
营业利润	222	186	370	617
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	223	186	370	617
所得税	42	35	70	116
净利润	181	151	300	501
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	181	151	300	501
EBITDA	324	252	453	724
EPS (最新摊薄)	0.5	0.4	0.8	1.3

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	13.56%	6.73%	36.59%	40.07%
营业利润	-23.24%	-16.27%	99.03%	66.83%
归属母公司净利润	-22.86%	-16.44%	99.03%	66.83%
获利能力				
毛利率	39.30%	32.47%	40.78%	46.48%
净利率	21.68%	16.98%	24.74%	29.46%
ROE	24.86%	13.19%	19.60%	29.25%
ROIC	14.52%	9.31%	15.21%	21.42%
偿债能力				
资产负债率	45.26%	26.28%	30.03%	31.71%
净负债比率	74.34%	50.77%	60.03%	63.84%
流动比率	1.23	1.86	1.39	1.30
速动比率	1.09	1.71	1.26	1.19
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.51	0.57	0.69
应收账款周转率	8.59	6.40	5.77	5.83
应付账款周转率	9.56	7.43	7.27	7.45
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.38	0.75	1.25
每股经营现金	0.30	0.24	0.78	1.17
每股净资产	2.27	3.68	3.98	4.58
估值比率				
P/E	42.67	56.73	28.50	17.09
P/B	9.44	5.82	5.38	4.67
EV/EBITDA	1.12	34.20	19.34	12.22

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>