

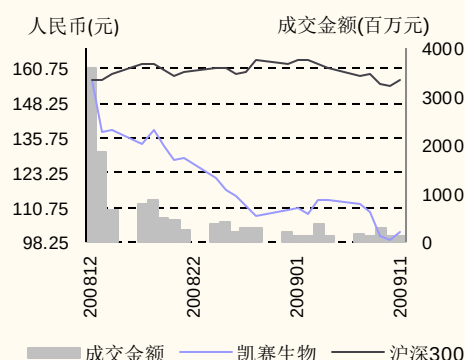
凯赛生物 (688065) 买入 (维持评级)

公司点评(简报)

市场价格 (人民币): 94.67 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.17
已上市流通 A 股(亿股)	0.38
总市值(亿元)	394.17
年内股价最高最低(元)	157.00/98.96
沪深 300 指数	4627.28
上证指数	3359.75



相关报告

《打造生物基聚酰胺平台，分享尼龙行业千亿市场-【国金化工】凯赛生物深度报告》，2020.10.15

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyirong@gjzq.com.cn

疫情及油价下跌影响业绩，看好公司产业化进程加速

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,757	1,916	1,823	2,468	2,931
营业收入增长率	28.94%	9.05%	-4.85%	35.36%	18.77%
归母净利润(百万元)	466	479	475	683	806
归母净利润增长率	N/A	2.79%	-0.84%	43.79%	18.01%
摊薄每股盈利(元)	N/A	1.28	1.14	1.64	1.93
每股经营性现金流净额	N/A	0.98	1.83	2.21	2.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.77%	10.32%	4.57%	6.16%	6.78%
P/E	N/A	N/A	84.21	58.56	49.63
P/B	N/A	N/A	6.29	5.90	5.50

业绩简评

- 公司发布 2020 年三季报，报告期内，公司实现营业收入 11.52 亿元，同比下滑 27.37%，归母净利润 3.21 亿元，同比下滑 13.77%。三季度单季公司实现营业收入 3.59 亿元，同比下滑 24.83%，归母净利润 1.15 亿元，同比下滑 3.79%，环比增长 30.32%。

经营分析

- 长链二元酸受疫情及石油价格影响，产品价格及销量均有下跌。公司受国外疫情影响，长链二元酸销量有所下滑，2017-2019 年公司国外业务占比均高于 50%，2020 年前三季度由于疫情原因国外业务占比下降至 41%；同时由于 WTI 原油价格由年初 61.18 美元/桶下降至目前 40.64 美元/桶，降幅达 33.57%，受石油价格下跌影响，公司长链二元酸产品价格有所下滑，进而影响前三季度业绩。
- 公司各项财务费用同比下降。报告期间，公司费用情况实现了不同程度的下降，销售费用由去年前三季度的 6154.49 万元下降至今年 4709.18 万元，同比下降 23.48%；管理费用由去年前三季度的 9674.62 万元下降至今年 9114.06 万元，同比下降 5.79%；研发费用由去年前三季度的 7110.66 万元下降至今年 5134.23 万元，同比下降 27.8%。
- 打造生物基聚酰胺平台，加快扩产步伐。生物基聚酰胺 56 相比尼龙 66 性能更加优异、成本更低且更加环保，已开启对尼龙 66 的替代进程，公司 10 万吨/年生物基聚酰胺已完成中试，将为公司创造新利润增长点。公司拟出资 40.1 亿元与山西转型综合改革示范区管委会共建总投资额 250 亿元山西合成生物产业生态园区，包括 240 万吨/年玉米深加工项目、50 万吨/年生物基戊二胺项目、90 万吨/年生物基聚酰胺项目和 8 万吨/年生物法长链二元酸项目。公司扩产进一步降低成本，加速研发成果产业化，拓展新的应用空间。

盈利预测与投资建议

- 公司是全球长链二元酸龙头，具备绝对定价权；成长性方面，公司打造聚酰胺平台，发展前景广阔。我们预计公司 2020-2022 年，营业收入分别为 18.23、24.68 和 29.31 亿元，归母净利润为 4.75、6.83 和 8.06 亿元，EPS 为 1.14、1.64 和 1.93 元/股，PE 为 84.21、58.56、49.63 倍。给予公司 2021 年 90 倍 PE，对应目标价为 147.43 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 产能投放进度不及预期，产品价格下跌，长链二元酸产能不能及时消化。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,363	1,757	1,916	1,823	2,468	2,931
增长率		28.9%	9.1%	-4.9%	35.4%	18.8%
主营业务成本	-769	-992	-1,061	-1,014	-1,374	-1,630
%销售收入	56.4%	56.5%	55.4%	55.6%	55.7%	55.6%
毛利	594	765	855	810	1,094	1,301
%销售收入	43.6%	43.5%	44.6%	44.4%	44.3%	44.4%
营业税金及附加	-15	-16	-18	-17	-23	-27
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-59	-82	-84	-80	-109	-129
%销售收入	4.3%	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
管理费用	-73	-93	-132	-109	-136	-155
%销售收入	5.3%	5.3%	6.9%	6.0%	5.5%	5.3%
研发费用	-65	-86	-90	-86	-116	-138
%销售收入	4.7%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	384	488	531	517	711	852
%销售收入	28.1%	27.8%	27.7%	28.4%	28.8%	29.1%
财务费用	-22	37	1	32	77	80
%销售收入	1.6%	-2.1%	0.0%	-1.7%	-3.1%	-2.7%
资产减值损失	3	12	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	8	0	0	0
投资收益	0	3	5	2	4	3
%税前利润	n.a	0.6%	1.0%	0.4%	0.5%	0.3%
营业利润	406	541	589	551	792	935
营业利润率	29.8%	30.8%	30.7%	30.2%	32.1%	31.9%
营业外收支	-13	0	-33	0	0	0
税前利润	393	541	556	551	792	935
利润率	28.8%	30.8%	29.0%	30.2%	32.1%	31.9%
所得税	-60	-75	-77	-76	-109	-129
所得税率	15.3%	13.8%	13.9%	13.8%	13.8%	13.8%
净利润	333	466	479	475	683	806
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	333	466	479	475	683	806
净利率	24.4%	26.5%	25.0%	26.1%	27.7%	27.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	333	466	479	475	683	806
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	43	61	116	131	172	229
非经营收益	26	-44	-24	6	-7	-5
营运资金变动	-355	-518	-204	149	75	7
经营活动现金净流	47	-34	367	763	922	1,036
资本开支	-995	-409	-509	-825	-757	-822
投资	-6	-37	-10	-2	-3	-2
其他	0	-142	-688	2	4	3
投资活动现金净流	-1,001	-588	-1,207	-825	-756	-821
股权募资	643	773	1,000	5,285	0	0
债权募资	77	51	172	-173	32	7
其他	-16	-174	-123	-13	-6	-6
筹资活动现金净流	117	-4	940	-87	-84	-108
现金净流量	-6	76	930	36	27	11

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	135	243	366	5,403	5,595	5,812
应收款项	424	705	251	263	343	408
存货	228	546	830	778	866	982
其他流动资产	111	322	1,259	1,245	1,251	1,302
流动资产	899	1,817	2,706	7,688	8,055	8,505
%总资产	28.7%	37.5%	45.2%	65.9%	63.8%	62.2%
长期投资	14	50	60	62	65	67
固定资产	1,986	2,693	2,903	3,575	4,108	4,683
%总资产	63.4%	55.7%	48.5%	30.7%	32.5%	34.2%
无形资产	207	223	241	263	314	324
非流动资产	2,234	3,023	3,275	3,973	4,570	5,173
%总资产	71.3%	62.5%	54.8%	34.1%	36.2%	37.8%
资产总计	3,133	4,840	5,982	11,661	12,625	13,677
短期借款	77	128	220	23	31	27
应付款项	693	1,333	783	876	1,111	1,340
其他流动负债	28	47	37	39	54	64
流动负债	798	1,508	1,040	938	1,196	1,431
长期贷款	0	0	80	80	80	80
其他长期负债	138	175	220	243	267	278
负债	937	1,683	1,340	1,261	1,543	1,789
普通股股东权益	2,197	3,157	4,642	10,400	11,083	11,889
其中：股本	334	357	375	417	417	417
未分配利润	207	349	784	1,259	1,942	2,748
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,133	4,840	5,982	11,661	12,625	13,677

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	N/A	N/A	1.277	1.140	1.638	1.934
每股净资产	N/A	N/A	12.378	24.959	26.597	28.531
每股经营现金净流	N/A	N/A	0.979	1.830	2.213	2.487
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.15%	14.77%	10.32%	4.57%	6.16%	6.78%
总资产收益率	10.62%	9.63%	8.01%	4.08%	5.41%	5.89%
投入资本收益率	14.29%	12.80%	9.25%	4.25%	5.47%	6.12%
增长率						
主营业务收入增长率	46.66%	28.94%	9.05%	-4.85%	35.36%	18.77%
EBIT增长率	97.88%	27.16%	8.78%	-2.48%	37.41%	19.82%
净利润增长率	128.73%	40.14%	2.70%	-0.77%	43.64%	18.05%
总资产增长率	88.98%	54.45%	23.60%	94.94%	8.27%	8.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.9	36.2	32.4	36.0	36.0	36.0
存货周转天数	107.0	142.5	236.7	280.0	230.0	220.0
应付账款周转天数	181.3	276.1	288.0	260.0	240.0	245.0
固定资产周转天数	129.8	244.0	248.6	295.7	282.4	296.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.64%	-3.64%	-19.93%	-59.22%	-57.24%	-55.22%
EBIT利息保障倍数	17.8	-13.3	-958.8	-16.2	-9.2	-10.6
资产负债率	29.89%	34.77%	22.40%	10.81%	12.22%	13.08%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入					
增持					
中性					
减持					
评分					

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH