

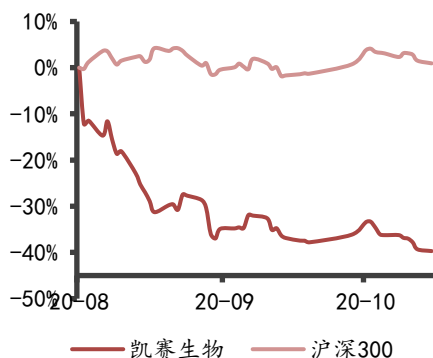
三季度环比逆势改善，打造合成生物产业园

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-10-27

收盘价（元）	94.67
近 12 个月最高/最低（元）	198.00/94.00
总股本（百万股）	416.68
流通股本（百万股）	37.82
流通股比例（%）	9.08
总市值（亿元）	394.5
流通市值（亿元）	35.8

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告：

《凯赛生物：持续股权激励带动研发积极性，打造生物化工龙头》2020.10.10

事件描述：

10月27日，公司公告2020年三季度报告。据公告，2020前三季度公司实现营收11.52亿元，同比下降27.37%；归母净利润3.21亿元，同比下降13.77%；扣非后归母净利润3.16亿元，同比下降14.47%；加权平均ROE为5.96%，同比下降5.15个百分点；经营活动现金流净额为2.64亿元，同比下降37.49%。

公司前三季度业绩承压，Q3环比逆势改善

受疫情影响，公司本年度业绩同比有所下滑，但随着国内疫情的逐步恢复，三季度业绩环比有所增长。2020前三季度，公司实现毛利润5.19亿元，同比减少1.75亿元。前三季度，公司财务费用-796.46万元，同比增长20.39%；管理费用9114.06万元，同比减少5.79%；销售费用4709.18万元，同比减少23.48%。公司经营活动净现金流2.64亿元，同比下降37.49%；投资活动净现金流为3.25亿元，同比增长146.01%；筹资活动净现金流为49.78亿元，同比上升390.95%。存货周转天数为342天，同比增加157天。公司应付票据及账款由期初的7.47亿元减少至5.62亿元；应收票据及账款由期初的2.33亿元减少至1.34亿元，原因是公司自2020年起采取只承接信用等级较高银行承兑汇票的政策，导致来自信用等级较低银行的承兑减少。公司前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（资本开支）为2.76亿元，同比减少38.25%，主要由于本期内固定资产等支付放缓所致，在建工程17.94亿元，比期初增加12.27%。

单季度来看，Q3公司营收3.59亿元，同比减少24.83%，环比减少7.49%；毛利润1.67亿元，同比减少24.4%；毛利率为46.5%，同比提高0.2个百分点；归母净利润1.15亿元，同比减少3.79%，环比增长30.32%。公司下游客户以海外客户为主，受疫情影响Q3下游海外需求继续走低，但公司业绩环比逆势改善，反应公司对市场的拓展能力。

拟投资打造山西合成生物产业生态园区，未来业绩增长可期

公司是全球唯一可生产DC18（18个碳原子的长链二元酸）的企业，未来将进一步向产业链下游延伸，生产戊二胺、生物基尼龙等产品。在建产能方面，公司位于新疆乌苏的5万吨/年生物基戊二胺和10万吨/年生物基尼龙产能已完成中试，正在进行设备调试，装置投产时间因疫情原因有所推迟，有望2021年上半年投产。规划产能方面，公司于10月12日发布公告，计划与山西转型综合改革示范区管理委员会合作在山西转型综合改革示范区投资打造“山西合成生物产业生态园区”，计划总投资250亿元，分期分步实施建设。其中，一期项目包括8万吨生物法长链二元酸项目（含已募投的40000吨/年癸二酸实施地变更）、240万吨玉米深加工项目、50万吨生物基戊二胺项目和90万吨生物基尼龙项目。一期项目以IPO募集资金、经营积累的自有资金，以及其他

自筹资金合计出资 40.1 亿元,山西综改区管委会及其协调的国有主体、政府产业基金合计出资 39.9 亿元。借此机会,公司可以加快研发成果的产业化,在扩大主要产品产能的同时优化产品结构,加强与下游产业链的合作,建设生物材料产业集群,助力山西省产业转型升级,进一步提高公司在市场当中的竞争地位。此外,生物基尼龙产品的规模化生产也有望解决国内双单体尼龙行业核心原材料依赖进口的瓶颈难题。

图表 1 公司现有和规划产品

产品名称	子公司	位置	现有产能 (吨/年)	在建产能 (吨/年)	规划产能 (吨/年)	备注
长链二元酸 (DC10~18)	金乡凯赛	山东济宁	45000	-	-	现有产能 2003 年起陆续投产
	乌苏技术	新疆乌苏	30000	-	-	2018 年投产
	-	山西太原	-	-	40000+ 40000 (癸二酸)	实施地点由金乡改为山西太原,4 万吨癸二酸,投资 17.1 亿元,建设期 14 个月,尚未开始建设
戊二胺	乌苏材料	新疆乌苏	-	50000	-	正在调试,预计 2021 年投产,部分自用
	-	山西太原	-	-	500000	山西合成生物产业生态园区规划项目
尼龙 5X	金乡凯赛	山东济宁	3000	-	-	2013 年投产,为公司中试装置
	乌苏材料	新疆乌苏	-	100000	-	正在调试,预计 2021 年投产
	乌苏技术		-	-	20000	属于 3 万吨长链二元酸和 2 万吨长链尼龙项目,尚未开始建设
	-	山西太原	-	-	900000	山西合成生物产业生态园区规划项目

资料来源:公司公告,招股说明书,华安证券研究所

持续进行股权激励,提高核心团队的创新动力

为了进一步建立长效的激励机制,公司披露了 2020 年限制性股票激励计划,拟向激励对象授予 50 万股限制性股票,占总股本的 0.12%。其中首次授予 40 万股,占总股本的 0.1%;预留 10 万股,授予价格每股 60 元。本次激励计划涉及对象共计 58 人,占公司员工总数的 4.44%,包括核心技术人员高伯爵及其他员工。考核指标是以 20 年的营收或净利润为基数,考核 2021-2024 年的营收增长率或净利润增长率,A 目标为对应年度营业收入增长率或净利润增长率分别不低于 30%、69%、120%、186%;B 目标为对应年度营收增长率或净利润增长率分别不低于 20%、44%、73%、107%。此外,公司上市前就拥有三大员工持股平台济宁伯聚、济宁仲先和济宁叔安,合计持股 1041 万股,持股比例达到 2.78%。公司凭借具有一定挑战性的业绩指标调动员工的积极性,不断在产品应用领域拓展创新,维持公司的高成长性,确保公司未来发展战略和经营目标的实现。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.53、8.15、10.59 亿元,同比增速为-5.4%、79.9%、29.9%。对应 PE 分别为 87、48 和 37 倍。维持“买入”评级。

风险提示

新产品开发进度及销售不确定性的风险,在建项目及募投项目进展不及预期的风险,核心技术外泄或失密风险,原材料和能源价格波动风险,诉讼风险,疫情持续影响等。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1916	1716	2923	3680
(+/-) (%)	9.1%	-10.4%	70.3%	25.9%
归母净利润	479	453	815	1059
(+/-) (%)	2.7%	-5.4%	79.9%	29.9%
EPS (元)	1.15	1.09	1.96	2.54
P/E	0.00	87.06	48.39	37.24

资料来源: wind, 华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2706	2598	3397	3744
现金	366	366	366	366
应收账款	154	175	281	341
其他应收款	7	234	387	334
预付账款	90	61	106	138
存货	830	512	960	1234
其他流动资产	1259	1251	1298	1330
非流动资产	3275	4320	5213	5933
长期投资	60	60	60	60
固定资产	1305	1740	2320	2702
无形资产	231	308	411	476
其他非流动资产	1679	2212	2422	2696
资产总计	5982	6918	8610	9677
流动负债	1040	1523	2400	2408
短期借款	178	506	718	544
应付账款	740	746	1244	1455
其他流动负债	122	271	438	409
非流动负债	300	300	300	300
长期借款	80	80	80	80
其他非流动负债	220	220	220	220
负债合计	1340	1823	2699	2708
少数股东权益	0	0	0	0
股本	375	375	375	375
资本公积	3443	3443	3443	3443
留存收益	824	1277	2093	3152
归属母公司股东权益	4642	5095	5910	6969
负债和股东权益	5982	6918	8610	9677

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	360	845	856	1046
净利润	479	453	815	1059
折旧摊销	118	109	145	122
财务费用	5	23	36	37
投资损失	-5	-3	-6	-8
营运资金变动	-204	263	-134	-165
其他经营现金流	651	190	949	1224
投资活动现金流	-1207	-1151	-1031	-835
资本支出	-509	-1153	-1037	-843
长期投资	-10	0	0	0
其他投资现金流	-688	3	6	8
筹资活动现金流	1050	306	175	-211
短期借款	50	329	211	-174
长期借款	80	0	0	0
普通股增加	18	0	0	0
资本公积增加	1062	0	0	0
其他筹资现金流	-159	-23	-36	-37
现金净增加额	202	0	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1916	1716	2923	3680
营业成本	1061	942	1535	1898
营业税金及附加	18	17	28	35
销售费用	84	76	132	164
管理费用	132	100	176	230
财务费用	-1	12	25	26
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-8	0	0	0
投资净收益	5	3	6	8
营业利润	589	529	948	1232
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	34	0	0	0
利润总额	556	529	948	1232
所得税	77	76	133	173
净利润	479	453	815	1059
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	479	453	815	1059
EBITDA	648	608	1058	1300
EPS (元)	1.15	1.09	1.96	2.54

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	9.1%	-10.4%	70.3%	25.9%
营业利润	8.9%	-10.2%	79.2%	30.0%
归属于母公司净利润	2.7%	-5.4%	79.9%	29.9%
获利能力				
毛利率 (%)	44.6%	45.1%	47.5%	48.4%
净利率 (%)	25.0%	26.4%	27.9%	28.8%
ROE (%)	10.3%	8.9%	13.8%	15.2%
ROIC (%)	9.2%	7.5%	11.6%	13.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	22.4%	26.4%	31.4%	28.0%
净负债比率 (%)	28.9%	35.8%	45.7%	38.9%
流动比率	2.60	1.71	1.42	1.55
速动比率	1.72	1.33	0.97	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.25	0.34	0.38
应收账款周转率	12.46	9.82	10.42	10.79
应付账款周转率	1.43	1.26	1.23	1.30
每股指标 (元)				
每股收益	1.15	1.09	1.96	2.54
每股经营现金流 (薄)	0.86	2.03	2.05	2.51
每股净资产	11.14	12.23	14.18	16.73
估值比率				
P/E	0.00	87.06	48.39	37.24
P/B	0.00	7.74	6.67	5.66
EV/EBITDA	-0.10	58.84	34.01	27.54

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古 武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。