

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

凯赛生物(688065)

投资评级 买入

上次评级 买入

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

相关研究

《碳中和之下再看生物基材料》2020.12

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

聚酰胺即将量产，碳中和目标下生物基材料大有可为！

2021年03月31日

事件: 北京时间2020年3月29日晚间,公司公布2020年年报,公司实现营业收入149,719.14万元,比上年同期下降21.87%,实现营业利润52,223.24万元,比上年同期减少11.34%;归属于上市公司股东的净利润45,767.21万元,比上年同期下降4.43%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润40,120.02万元,同比下降12.91%。

点评:

- **疫情影响逐渐消除，国内市场迅速拓展。**受到新冠疫情影响，2020年1-3季度，公司营业收入和利润均出现了同比下滑的情况，主要原因在于公司的产品海外销售占比相对较高，而在疫情影响下，对外出口受到一定的影响。随着疫情得到有效控制，2020Q4，公司实现营业收入3.4亿元，同比增长4.59%，实现营业利润1.49亿，同比增长43.12%，疫情的影响逐渐消除。而从分地区收入来看，2020年，公司国内业务收入比例达到50.71%，较2019年提高8个百分点，已经达到公司收入的一半，随着公司持续开拓国内市场，公司国内业务收入比例从2016年的27.7%提高至2020年的50.71%，国内市场增长迅速。而从利润率来看，国内市场利润率也从2016年的43%提高至2020年的46.3%，与出口业务的毛利率进一步接近，公司在国内市场的开拓取得了显著的成果！
- **聚酰胺即将量产，研发持续突破！**公司持续加大研发投入，在生物法长链二元酸、生物基戊二胺及生物基聚酰胺功能材料等领域所积累的生物制造技术基础上持续研发，不断改进菌种及纯化工艺，提高生产效率，在高温聚酰胺获得进展。2020年，公司新申请专利48个，获得专利43个，累计获得专利173项，2020年获得专利数量增长33%！根据公司年报披露，公司生物基戊二胺技术不断实现突破，目前公司位于金乡凯赛的千吨级生物基聚酰胺生产线已经开始小批量销售聚酰胺产品，主要供应客户进行试用和应用开发；位于乌苏材料产能10万吨/年的生物基聚酰胺生产线正在调试过程中，将于2021年中期开始量产。以戊二胺为基础的生物基聚酰胺显示出在民用丝、工业丝、改性工程材料、复合材料等领域的应用潜力。公司泰纶系列产品主要应用于纺丝领域，ECOPENT系列包括从200℃到310℃熔点范围的多种产品，可应用于汽车、电子电器、高强复合材料、管材等领域。除了新疆乌苏产能，公司依托山西合成生物产业生态园区优势，在太原地区投资建设4万吨/年生物法癸二酸项目，并结合政府政策及资金支持分期分步建设4万吨生物法长链二元酸、240万吨玉米深加工项目和90万吨生物基聚酰胺项目与下游配套项目，扩充产能的同时，实现公司产业链向下游延伸，提升公司整体竞争力。
- **碳中和目标之下，生物基材料大有可为！**2020年，各国对碳排放提出新的要求，我国也提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力

的政策和措施在 2060 年前努力实现碳中和。在此背景下，合成生物材料迎来了迅猛发展的契机。相比于传统的化工依赖于煤或者石油为原料的化工合成路线，生物基法材料为植物，植物中的碳来自于光合作用固化的空气中的碳，因此生产出相应的化学材料，如果不考虑中间过程中消耗的能源，相当于是减少了空气中的碳。尤其是对于生物废弃物，从全球角度而言，都是一个处理的难点，公司拟将系统开发秸秆等农业废弃物的收储技术、预处理技术以及半纤维素和纤维素的水解糖化平台技术作为发展战略的一部分，一方面有效解决公司原材料来源问题，一方面有效解决了各地秸秆处理的负担！

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别达到 21.76、27.83、35.89 亿元，同比增长 45.34%、27.93%、28.95%，归属母公司股东的净利润分别为 6.9、7.57、9.08 亿元，同比增长 50.9%、9.7%、19.81%，2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 1.66 元，1.82 元和 2.18 元。对应 2021 年的 PE 为 48 倍，**维持“买入”评级。**
- **风险因素：** 1、新建产能投产不及预期 2、新产品市场推广不及预期。

重要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,916.20	1,497.19	2,176.02	2,783.70	3,589.71
增长率 YoY %	9.05%	-21.87%	45.34%	27.93%	28.95%
归属母公司净利润 (百万元)	478.88	457.67	690.61	757.56	907.61
增长率 YoY%	2.70%	-4.43%	50.90%	9.70%	19.81%
毛利率%	44.63%	50.01%	47.43%	44.87%	44.38%
净资产收益率ROE%	12.28%	6.09%	6.54%	6.81%	7.59%
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.10	1.66	1.82	2.18
市盈率 P/E(倍)	69	72	48	44	37
市净率 P/B(倍)	7.15	3.19	3.09	2.88	2.67

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 3 月 30 日收盘价

		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	2706	8444	8865	8031	7094	
货币资金	366	5710	5722	4394	2859	
应收票据	79	6	8	11	14	
应收账款	165	289	273	350	451	
预付账款	90	29	45	60	78	
存货	830	775	1185	1589	2068	
其他	1176	1635	1632	1627	1624	
非流动资产	3275	3691	3823	5609	7682	
长期股权投资	60	56	56	56	56	
固定资产	1305	1180	2365	4172	6251	
无形资产	231	228	236	243	247	
其他	1679	2227	1166	1137	1128	
资产总计	5982	12135	12689	13639	14776	
流动负债	1040	435	632	825	1055	
短期借款	178	0	0	0	0	
应付票据	7	0	0	0	0	
应付账款	740	353	540	724	942	
其他	115	82	92	101	113	
非流动负债	300	216	216	216	216	
长期借款	80	0	0	0	0	
其他	220	216	216	216	216	
负债合计	1340	651	848	1041	1271	
少数股东权益	0	1100	1099	1099	1098	
归属母公司权益	4642	10385	10742	11500	12407	
负债和股东权益	5982	12135	12689	13639	14776	

		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	1,916	1,497	2,176	2,784	3,590	
同比	9.05%	-	45.34%	27.93%	28.95%	
归属母公司净利润	479	458	691	758	908	
同比	2.70%	-4.43%	50.90%	9.70%	19.81%	
毛利率(%)	44.63%	50.01%	47.43%	44.87%	44.38%	
ROE%	12.28	6.09%	6.54%	6.81%	7.59%	
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.10	1.66	1.82	2.18	
P/E	69	72	48	44	37	
P/B	7.15	3.19	3.09	2.88	2.67	
EV/EBITDA	44.45	49.80	34.44	28.48	22.05	

		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	1916	1497	2176	2784	3590	
营业成本	1061	748	1144	1535	1996	
营业税金及附加	18	15	21	26	34	
销售费用	84	75	102	130	168	
管理费用	132	120	147	188	255	
研发费用	90	84	123	157	202	
财务费用	-1	-11	-126	-94	-84	
减值损失合	-9	12	8	7	17	
投资净收益	5	19	9	11	13	
其他	44	50	38	39	39	
营业利润	589	522	805	886	1052	
营业外收支	-33	-1	-12	-15	-9	
利润总额	556	521	793	870	1043	
所得税	77	63	103	113	136	
净利润	479	457	690	757	907	
少数股东损	0	0	0	-1	-1	
归属母公司	479	458	691	758	908	
EBITDA	678	666	963	1164	1504	
EPS(当	1.28	1.10	1.66	1.82	2.18	

		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	360	515	638	740	986	
净利润	479	457	690	757	907	
折旧摊销	118	121	170	294	461	
财务费用	5	25	0	0	0	
投资损失	-5	-19	-9	-11	-13	
营运资金变	-209	-83	-223	-311	-387	
其它	-27	14	11	11	17	
投资活动现金流	-1207	-1197	-293	-2068	-2521	
资本支出	-509	-763	-302	-2079	-2534	
长期投资	5	36	9	11	13	
其他	-703	-470	0	0	0	
筹资活动现金流	1050	6063	-333	0	0	
吸收投资	1000	6661	0	0	0	
借款	172	-300	0	0	0	
支付利息或股息	121	4	333	0	0	
现金流净增加额	202	5378	12	-1328	-1535	

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经历。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。