

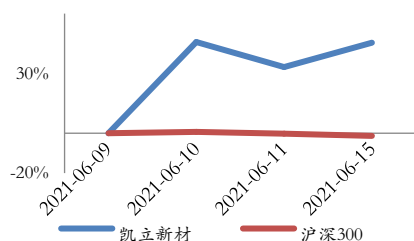
# 贵金属催化剂领军者

**投资评级：买入（首次）**

报告日期： 2021-06-15

收盘价(元)	115.73
近12个月最高/最低(元)	99.64/46.67
总股本(百万股)	93.36
流通股本(百万股)	21.25
流通股比例(%)	22.77
总市值(亿元)	108.05
流通市值(亿元)	24.60

## 公司价格与沪深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

## 相关报告

## 主要观点：

### ● 凯立新材掌握核心技术，产业化布局前景可期

公司以技术创新驱动作为发展战略，不断强化新技术和新产品研发，历经多年经营，积累了多项核心技术并实现产业化发展具有技术优势。公司始终高度重视技术研发对公司业务发展的推动作用，每年投入大量经费进行新技术、新产品的研发工作，人才储备充足，具有人才优势。

### ● 贵金属催化剂作为有机合成领域重要的催化材料，市场前景广阔

催化反应是有机化学反应中的重要环节，贵金属催化剂由于其无可替代的催化活性和选择性，下游应用十分广泛，在石油、化工、医药、农药、食品、环保、能源、电子等众多领域中均占有极其重要的地位。作为国内精细化工领域具有技术优势的贵金属催化剂制造和催化合成技术研究开发企业，凯立新材受益于行业整体快速发展带来的广阔市场前景。

### ● 国际巨头垄断全球市场，国内产品逐步实现进口替代

国外贵金属催化剂的生产已经有上百年历史，国际知名的贵金属催化剂制造商的产品种类繁多且性能优良，产品具有很强的竞争力，几乎垄断了全球高端的贵金属催化剂市场。而近年来，随着我国贵金属催化剂企业生产技术的进步以及下游需求的增加，我国贵金属催化剂行业获得快速发展，不断实现贵金属催化剂产品的进口替代。贵金属催化剂行业也像更加绿色环保、更高性能、生产更专业化等方向发展。

### ● 投资建议

2021/2022/2023年公司总营收将达到14.26亿元、19.33亿元及26.22亿元，同比增速将达35.6%、35.5%及35.6%，归母净利润将达1.50亿元、2.05亿元及2.78亿元，同比增速为42.1%、36.7%及36.0%。

### ● 风险提示

技术风险；贵金属价格波动风险；下游客户领域较为集中的风险。

### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1052	1426	1933	2622
收入同比(%)	48.5%	35.6%	35.5%	35.6%
归属母公司净利润	105	150	205	278
净利润同比(%)	61.2%	42.1%	36.7%	36.0%
毛利率(%)	16.9%	13.9%	15.1%	15.9%
ROE(%)	31.5%	30.6%	29.2%	28.3%
每股收益(元)	1.50	1.60	2.19	2.98
P/E	0.00	72.17	52.81	38.82
P/B	0.00	22.10	15.44	10.97
EV/EBITDA	-0.53	51.73	38.23	27.68

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 贵金属催化剂领军企业.....	4
1.1 精细化工领域技术领先的贵金属催化剂供应商.....	4
1.2 催化应用技术研究开发的先行者和领导者.....	5
2 医药及化工新材料催生百亿美元市场.....	7
2.1 国内原料药内需增加，环保助力原料药产业优化升级.....	8
2.2 新材料行业快速发展，市场需求巨大.....	11
3 国内贵金属催化技术领军者.....	12
3.1 产品种类繁多可满足下游多样性需求.....	13
3.2 持续研发投入及专利保护构建高大护城墙.....	15
4 公司财务分析.....	18
4.1 收入利润分析：营收稳步增长，毛利率位列行业中上.....	18
4.2 成本费用分析：关注原材料价格.....	19
5 盈利预测及估值.....	20
5.1 盈利预测.....	21
5.2 公司估值.....	22
风险提示：.....	22
财务报表与盈利预测.....	23

## 图表目录

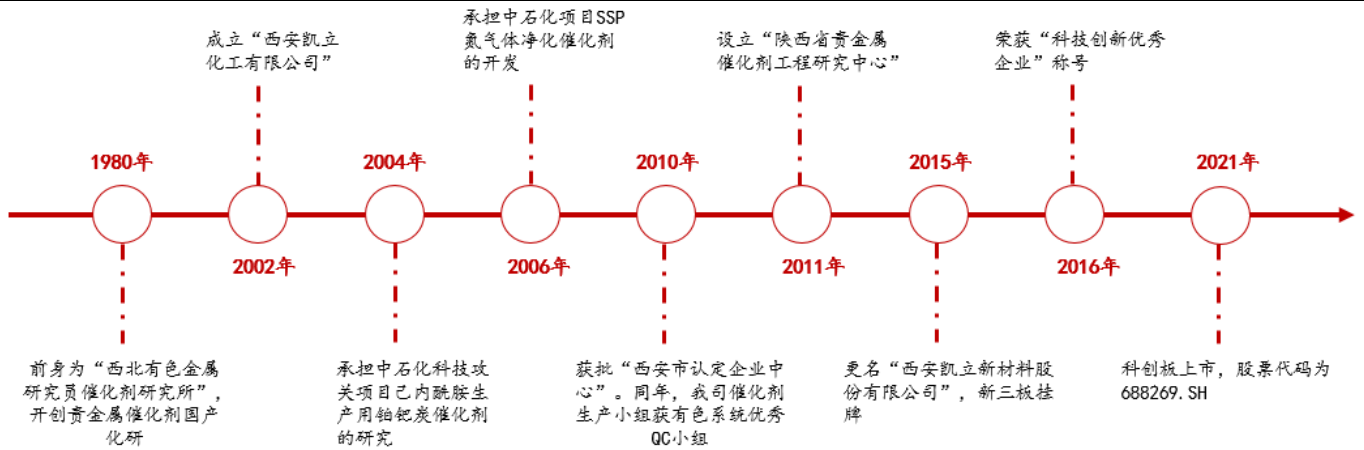
图表 1 凯立新材发展历程	4
图表 2 凯立新材股权穿透图	5
图表 3 近五年凯立新材经营情况	5
图表 4 近五年凯立新材业务构成	5
图表 5 2018 年-2020 年凯立新材产品应用领域情况 (万元)	6
图表 6 2020 年度凯立新材主要客户情况	6
图表 7 贵金属催化剂主要应用领域	7
图表 8 全球原料药市场规模	8
图表 9 全球化学原料药供给区域分布	8
图表 10 2011-2021 年国内仿制药市场规模情况	9
图表 11 2011-2019 年我国化学药品原药产量	10
图表 12 国内原料药及医药中间体所使用的贵金属催化剂供应商	10
图表 13 全球新材料行业总产值	11
图表 14 中国新材料行业总产值	12
图表 15 2011-2021 年中国 OLED 产值规模及预测 (万亿元)	12
图表 16 凯立新材多相催化剂产品图	13
图表 17 凯立新材多相催化剂产品类别	14
图表 18 凯立新材均相催化剂产品图	14
图表 19 凯立新材均相催化剂产品	15
图表 20 公司研发费用拆分及占比总营收比例	16
图表 21 公司拥有的核心技术具体情况	16
图表 22 凯立新材 2016 年以来专利情况	17
图表 23 凯立新材各类技术研发进度情况	17
图表 24 凯立新材营业收入情况	18
图表 25 凯立新材归母净利润情况	18
图表 26 凯立新材及同行业毛利率对比	19
图表 27 贵金属催化剂销售业务成本拆分	19
图表 28 贵金属催化剂加工业务成本拆分	20
图表 29 凯立新材主要原材料采购金额	20
图表 30 2019 年-2023 年公司业绩拆分及盈利预测	21
图表 31 公司各业务可比公司估值	22

# 1 贵金属催化剂领军企业

## 1.1 精细化工领域技术领先的贵金属催化剂供应商

西安凯立主要从事贵金属催化剂的研发与生产、催化应用技术的研究开发、废旧贵金属催化剂的回收及再加工等业务。我司为我国精细化工领域技术领先的贵金属催化剂供应商，开发的多种贵金属催化剂产品实现了进口替代。公司亦开发出多项催化合成技术、贵金属回收再加工技术与工业废水废气催化处理技术，可以提供专用催化剂设计开发、催化剂改进提升、废旧贵金属催化剂回收、下游催化合成技术开发及优化、工业废水废气催化处理等全套催化解决方案，产品及服务广泛应用于医药、化工新材料、农药、染料及颜料、环保、新能源、电子、基础化工等领域。

图表 1 凯立新材发展历程

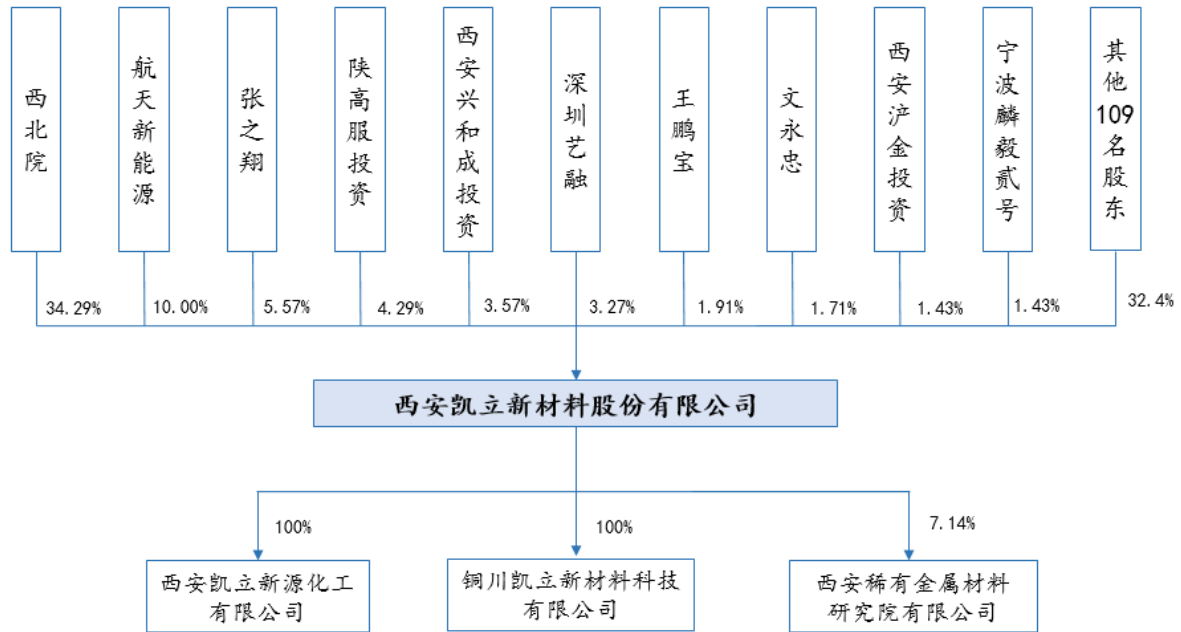


资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司第一大股东西北院持股 34.29%，因为西北院资产权属隶属于陕西省财政厅，因此公司实际控制人为陕西省财政厅。第二大股东航天新能源持股 10.00%，其余股东持股均不足 10%。

公司拥有 2 家全资子公司和 1 家参股子公司，公司整体定位于贵金属催化剂的研发与生产、催化应用技术的研究开发、废旧贵金属催化剂的回收及再加工等业务。子公司新源化工业务定位于和催化剂产品相关的其他化工产品的市场业务拓展及技术服务。铜川凯立定位于基础化工领域贵金属催化剂的生产、销售以及回收再利用，均为公司贵金属催化剂应用领域的延伸及拓展，未来铜川凯立将成为公司提供废旧催化剂回收业务的基地，废旧催化剂回收业务将形成以铜川凯立为主，西安凯立为辅的布局，同时铜川凯立亦将包含催化剂产品的生产职能，作为西安凯立催化剂产品产能不足时的补充。

图表 2 凯立新材股权穿透图

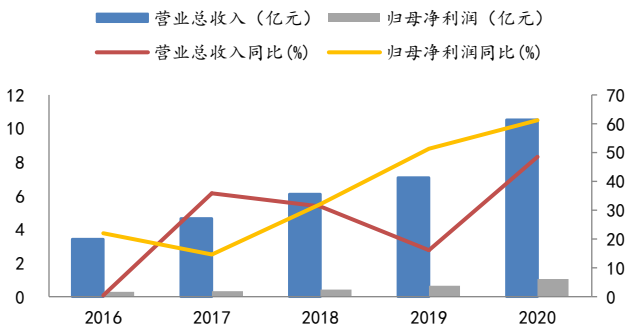


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 1.2 催化应用技术研究开发的先行者和领导者

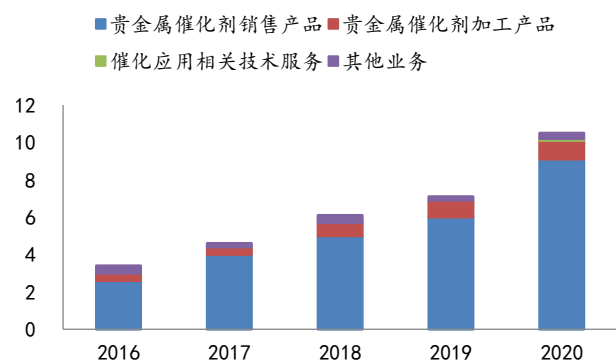
公司主要从事贵金属催化剂的研发与生产、催化应用技术的研发、废旧贵金属催化剂的回收及再加工等业务。主营业务收入中，除催化应用技术服务外，公司产生收入的产品形态均为贵金属催化剂。由于贵金属原材料价格昂贵，持有大量的贵金属原材料需占用较大的资金。同时贵金属不参与化学反应，使用后的贵金属催化剂中所含的贵金属具有回收价值，可利用回收工艺回收出其中的贵金属以实现循环使用。因此贵金属行业普遍存在较多多样化的销售及采购模式。

图表 3 近五年凯立新材经营情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 近五年凯立新材业务构成



资料来源：wind，华安证券研究所

销售模式方面，公司业务分为贵金属催化剂销售模式以及贵金属催化剂加工模

式, 贵金属催化剂销售模式即由公司采购贵金属进行产品生产, 加工成催化剂产成品销售给下游客户。加工模式即由客户提供贵金属原材料, 公司提供加工服务生产贵金属催化剂。加工模式下, 又分为来料加工模式以及垫料加工模式, 即客户先提供贵金属的为来料加工模式, 公司先垫贵金属后期客户进行归还的为垫料加工模式。2019 年度, 公司短暂借用客户来料向其他客户提供垫料加工业务, 形成了垫料加工模式下的借料加工模式。采购模式方面, 除了直接采购贵金属原材料外, 公司还采购客户使用过的废旧贵金属催化剂并进行回收形成贵金属原材料。公司废旧催化剂采购为公司催化剂销售业务所发展伴生, 是公司和下游客户合作多年后基于良好合作和双方需要而产生的一种贵金属行业存在的合作模式, 即公司向下游客户回收采购其使用过后的废旧催化剂, 以回收出其中的贵金属作为贵金属原材料采购的方式之一

公司客户所处行业主要为医药行业, 报告期内来自医药领域客户的收入占各期主营业务收入的比重分别 63.52%、70.82%及 67.99%。同时, 从地域上来看, 公司客户主要集中在华东和山东区域, 报告期内收入占比分别为 73.20%, 71.10%和 64.62%, 主要原因系华东和山东地区为我国医药产业的主要聚集地。

2018-2020 年三年间, 公司前五大客户销售收入占营业收入比例分别为 45.30%、39.35%及 22.62%, 公司主要客户为浙江海正药业股份有限公司 (上市公司, 代码为 600267.SH)、浙江九洲药业股份有限公司 (上市公司, 代码为 603456.SH)、齐鲁制药有限公司、浙江海翔药业股份有限公司 (上市公司, 代码为 002099.SZ)、无锡药明康德新药开发股份有限公司 (上市公司, 代码为 603259.SH) 等上市或知名药企下属企业或同一控制下关联方, 公司与上述企业形成长期合作关系。

图表 5 2018 年-2020 年凯立新材产品应用领域情况 (万元)

	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
医药	36220.32	63.52%	48498.83	70.82%	69728.14	67.99%
化工新材料	6520.53	11.44%	9661.20	14.11%	13135.51	12.81%
农药	8306.98	14.57%	4944.92	7.22%	9859.26	9.61%
染料/颜料	1945.60	3.41%	3677.75	5.37%	3777.66	3.68%
基础化工	1568.87	2.75%	973.55	1.42%	5059.19	4.93%
能源环保	2079.93	3.65%	458.59	0.67%	799	0.78%
其他	378.67	0.66%	266.67	0.39%	199.15	0.19%
总计	57020.90	100.00%	68481.52	100.00%	102,557.92	100.00%

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 6 2020 年度凯立新材主要客户情况

序号	客户名称	销售金额	占应收比例
1	齐鲁制药有限公司及其同一控制下关联方	5800.61	5.51%
2	无锡药明康德新药开发股份有限公司下属企业	4765.82	4.53%
3	浙江海正药业股份有限公司及其下属企业	4643.77	4.41%
4	河北海力香料股份有限公司	4320.24	4.11%
5	浙江海翔药业股份有限公司及其下属企业	4271.47	4.06%

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

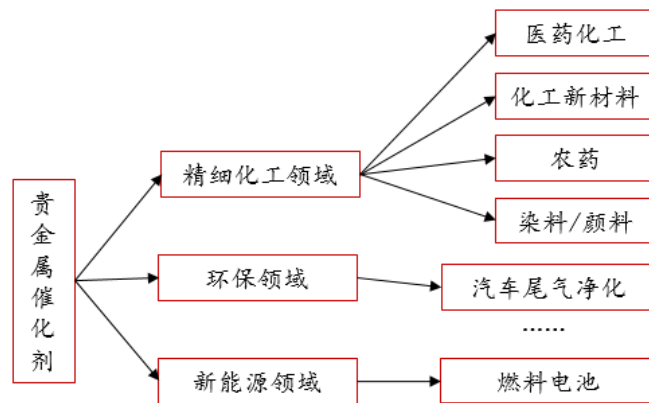
## 2 医药及化工新材料催生百亿美元市场

贵金属催化剂是一种能改变化学反应速度而本身又不参与反应最终产物的新材料。按催化反应类别，贵金属催化剂可分为多相催化剂和均相催化剂两大类。多相催化剂与其所催化的反应物所处的物态是不同的，一般为不溶性固体物，其主要形态为多孔无机载体负载活性金属或氧化物。均相催化剂与其所催化的反应物所处的物态是一致的，通常为可溶性化合物，如氯化钯、氯化铑、醋酸钯、羰基铑、三苯膦羰基铑、碘化铑等。在全部催化反应过程中，多相催化反应占 80%左右。多相催化剂是目前工业中使用比例最高的催化剂，一般由活性组分、助剂和载体组成。贵金属催化剂的催化活性组分主要以铂 (Pt)、钯 (Pd)、钌 (Ru)、铑 (Rh)、铱 (Ir) 等为主。贵金属催化剂以产品活性、选择性、稳定性、使用寿命为关键评价指标，相比非金属材料催化剂，其具有不可替代的催化活性、良好的选择性、使用安全性、耐高温、抗氧化、耐腐蚀等综合优良特性，且废旧催化剂中所含贵金属可循环回收加工，是目前有机合成领域最重要的一类催化材料。

催化反应是许多化学反应特别是有机化学反应中的重要环节，而催化剂是催化反应的“心脏”和基础。催化剂对化学工业及社会的发展起到举足轻重的作用，据不完全统计，全球至少有 4.2 万种原料和化学中间体是通过催化剂直接和间接合成的。催化剂在工业上的应用历史可以追溯到 19 世纪末，从工业生产硫酸到氯碱工业，从合成氨到石油炼制工业、催化聚合物合成工业、精细化工工业等，催化剂都发挥着重要作用，每一次的催化剂的更新换代都会引发化学工业的巨大变革，推动石油化工、医药、农药、颜料、染料、化工新材料、电子、能源等行业的高速发展。

贵金属在全球属于稀缺资源，贵金属催化剂的主要原材料是铂、钯等贵金属原料，而我国在铂族金属资源上属于极度匮乏的国家，主要贵金属大部分依赖进口，其价格受全球和下游行业经济周期的影响变化快、波动大，且铂族金属价格昂贵，通常占产品生产成本的 90%以上，所以贵金属价格的波动对企业成本影响较大。2018 年，我国铂族金属总供给量为 215.8 吨，较 2017 年同比增长 15.8%。其中，矿山产出量 3.8 吨，占总供给量的 1.8%；净进口量 175 吨，较 2017 年同比增加 18.3%；二次资源回收量为 37 吨，同比增长 6.9%。贵金属催化剂用载体种类繁多，以硅酸盐、金属氧化物、炭载体为主。

图表 7 贵金属催化剂主要应用领域

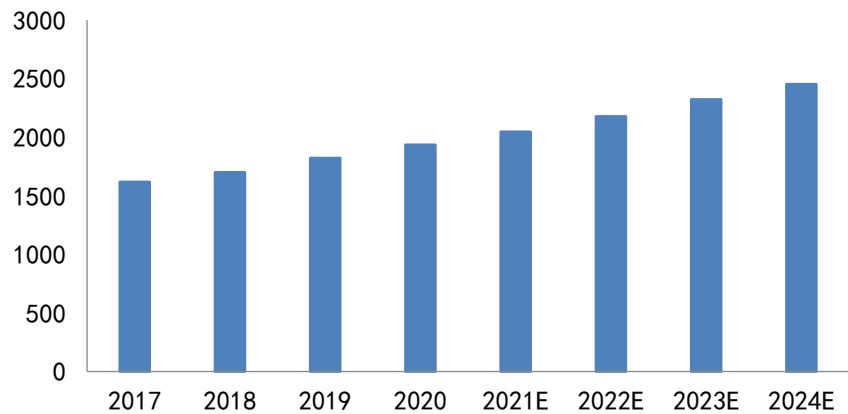


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 2.1 国内原料药内需增加，环保助力原料药产业优化升级

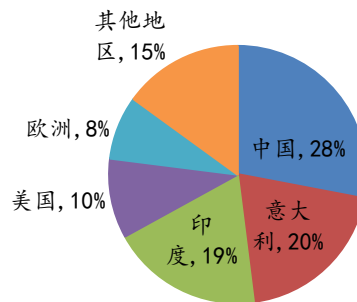
人口规模扩张、老龄化趋势加剧，特别是专利悬崖到来是推动全球原料药市场持续增长的三大主要因素。根据 Marketsandmarkets 发布的报告显示，2019 年全球原料药市场规模达到 1,822 亿美元，预计 2024 年将达到 2,452 亿美元，未来五年复合增速 6.1%，仍处于持续增长状态。根据 Evaluate Pharma 发布的《World Preview2019, Outlook to2024》，2020 年至 2024 年全球将有近 1,600 亿美元专利药到期，相应药物使用量将大幅增长，预计仿制药将占到市场份额的 46%。大批专利药到期为仿制药市场持续增长提供动力，从而带动原料药市场规模扩张。近年来，全球原料药产能仍持续从欧美发达国家向具备成本优势的中印两国转移，我国已经是全球原料药的主要生产国与出口国。同印度相比，中国具有基础设施完善、基础化工产品品类齐全、知识产权保护体系逐步完善等多种优势，且印度约 60%-70% 的医药中间体依赖向中国进口，随着中国工艺水平、质控体系、国际注册申报水平的逐步提高，有望在原料药产能持续转移过程中承接更多订单，尤其是特色原料药、专利原料药等高技术含量产品订单，巩固在原料药领域全球地位。2019 年，我国原料药（含医药中间体）的出口数量达 1,011.85 万吨，同比增长 8.83%，出口金额达到 336.83 亿美元，同比增长 12.10%。

图表 8 全球原料药市场规模



资料来源：MarketsAndMarkets，华安证券研究所

图表 9 全球化学原料药供给区域分布

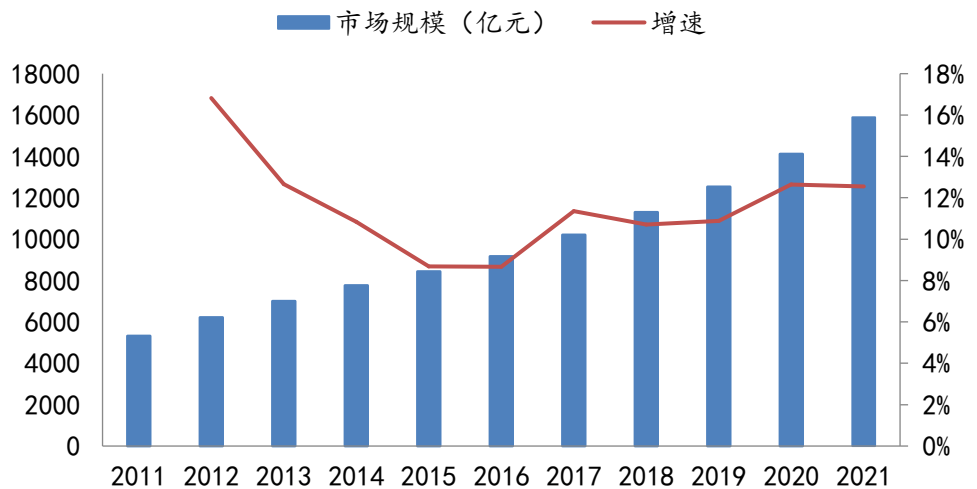


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所



我国原料药市场内需刚性增加：1) 大人口基数+人口老龄化加剧提升医疗卫生需求；2) 国内“4+7”带量采购、药品关联审评和一致性评价政策的实施，使得更多疗效确切品种实现迅速放量，从而拉动原料药放量。由于我国 45-60 岁人口高占比的人口结构，未来老龄化人口比例将迅速攀升，据世界银行预计，2050 年我国 65 岁及以上人口比例将达到 26%，大人口基数+人口老龄化加剧提升医疗卫生需求。此外，随着医保目录覆盖品种数量增加、调整常态化及药品集采的推进，用药负担整体减小，药品可及性增加，用药需求逐步被满足。国内“4+7”带量采购、药品关联审评和一致性评价政策的实施，使得更多疗效确切品种实现迅速放量，从而拉动原料药放量。因此，我国原料药市场内需刚性增加。

图表 10 2011-2021 年国内仿制药市场规模情况

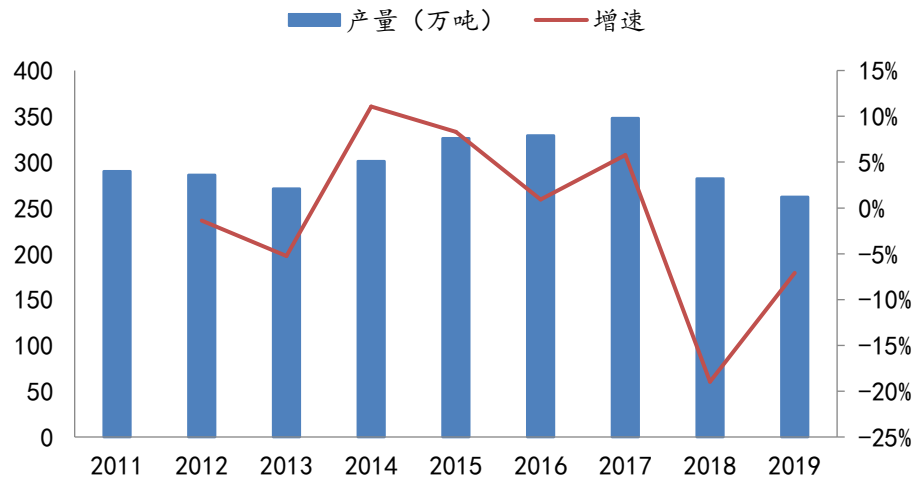


资料来源：中国仿制药蓝皮书 2017，华安证券研究所

由于原料药属于重污染行业，在环保收紧背景下，我国化学原料药产量在 2017 年达到峰值 347.80 万吨后有所下滑。但随着行业中小产能的逐步淘汰、大中型原料药生产企业相继完成环保措施整改，国内原料药产量逐步回升驱稳，原料药产业结构更加合理，采用绿色催化工艺生产的原料药比重进一步提高，高端特色原料药市场份额显著提升。贵金属催化剂具有绿色环保、安全高效的特点，原料药产业绿色化升级改造也必然带动贵金属催化剂使用量的增加。根据国家统计局数据显示，2019 年，全国化学药品原药产量为 262 万吨，同比减少 7.2%。另外，目前，我国医药市场依然以仿制药为主，根据《中国仿制药蓝皮书 2017》数据显示，2017 年中国仿制药市场规模达到 10,208 亿元，其中仿制药市场份额占比维持在 60% 以上，预计到 2021 年仿制药市场规模将达到 15,887 亿元，年均复合增速为 11.7%。国内仿制药需求依然巨大，对上游原料药需求量仍将稳健增长。

**凯立新材为国内重要供货商。** 预计未来我国原料药及医药中间体的生产和出口规模将继续扩容和增长，良好的发展前景还将直接传到上游原料行业，刺激贵金属催化剂市场的需求。抗生素（培南类，莫西沙星，氟喹诺酮等），抗病毒药物（治疗丙肝、HIV、非典、流感、新冠肺炎等），新一代靶向肿瘤治疗药物，维生素，降血脂、降血压等心血管类药物，治疗风湿病、皮肤病等甾体类激素类药物等的生产都需要大量使用贵金属催化剂。

图表 11 2011-2019 年我国化学药品原药产量



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 12 国内原料药及医药中间体所使用的贵金属催化剂供应商

类别	发展现状	国内所使用贵金属催化剂的主要供应商
抗生素类	碳青霉烯类 (培南类) 目前抗菌谱最广、抗菌活性很强的一类新型抗菌药物，被誉为“人类抵抗细菌感染的最后一道屏障”。近两年来，我国该类抗生素药物的年销售增长率高达 32.4%，高居国内各抗感染药之首。	西安凯立、陕西瑞科等
	氟喹诺酮类 该类药物对革兰氏阳性菌、革兰氏阴性菌、厌氧菌等常见病原菌的抗菌活性强，同时具有安全性高、耐药率低的优势，广泛用于泌尿生殖系统疾病、胃肠疾病，以及呼吸道、皮肤组织等的细菌感染治疗。	西安凯立等
抗病毒类	IMS Health 的数据显示，2021 年全球抗病毒药物将增至 1,832 亿美元，市场复合增长率达 7.7%。受新冠肺炎疫情的影响，抗病毒类药物的增速显著放大。诸如奥司他韦、利托那韦、洛匹那韦同等多种抗病毒药物原料药生产中几乎都要用到贵金属催化剂。	西安凯立、新和成、陕西瑞科等
维生素类	2019 年我国维生素产量约 34.9 万吨，同比增长 4.4%，占全球产量的 77.0%，其中出口 28.6 万吨，占比 70% 以上。维生素产值 36.7 亿美元。维生素中主要的三大品种 A、E 和 H 在合成中，均使用到大量贵金属催化剂，估计维生素市场年催化剂用量钨炭催化剂超过 30 吨，铈催化剂超过 0.5 吨。	西安凯立、新和成、陕西瑞科等
心血管类	普利类药物（血管紧张素转化酶抑制剂）是三大降压药之一。几乎所有普利类原料药以及沙库比曲、他汀类药物、曲前列素、阿加曲班等的生产都要使用贵金属催化剂，年消耗量在 30 吨左右。	庄信万丰、西安凯立、杭州康纳、欣诺科等
甾体类	甾体类药物的发现和成功合成被誉为二十世纪医药工业取得的重大进展之一，该类药物具有很强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克的药理作用。在甾体类药物原料药生产中，多达 20 多个品种生产都要使用贵金属催化剂。如安宫黄体酮、非那甾胺、表雄酮等。	西安凯立、新昌公盛、陕西瑞科等

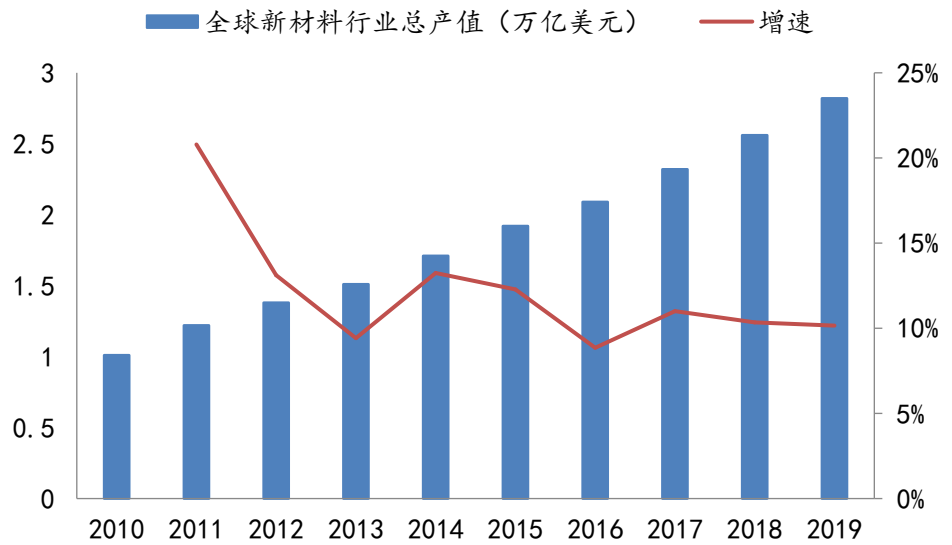
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 2.2 新材料行业快速发展，市场需求巨大

化工新材料通常指工程塑料、特种工程塑料、高性能纤维、功能性膜材料，也将聚氨酯材料、氟硅材料、高端聚烯烃、电子化学品包括在内。因质量更轻、性能更优异、功能性更强、技术含量更高，化工新材料一直是一个国家化工技术水平的重要体现。

全球新材料行业正处于快速发展阶段，年复合增长率维持在 10% 以上。2019 年，全球新材料行业市场规模达到 2.82 万亿美元左右，且未来有望继续扩大。2011 年我国新材料产业总产值仅为 0.8 万亿元，到 2019 年我国新材料产业总产值已增长至 4.5 万亿元，同比增长 15.4%，预计到 2021 年有望突破 7 万亿元。

图表 13 全球新材料行业总产值

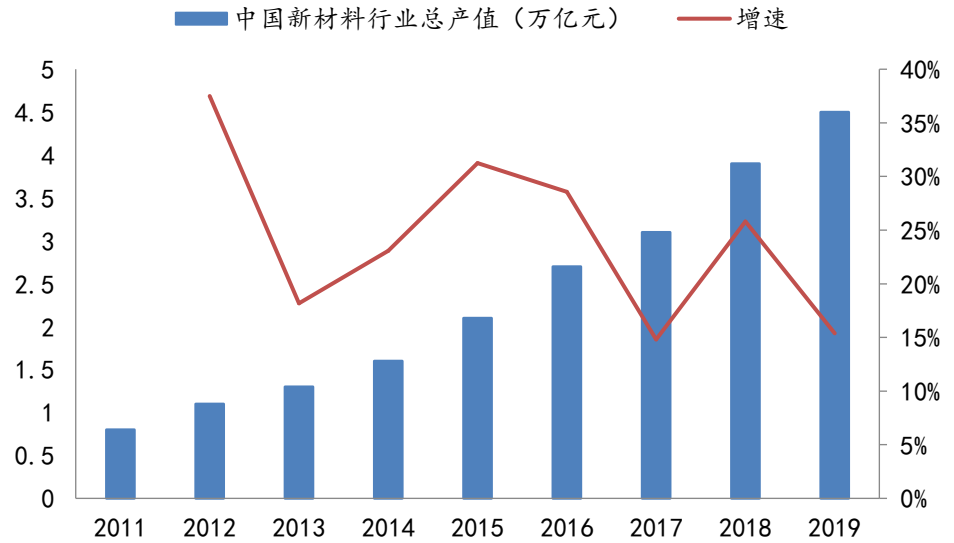


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

我国作为制造业大国，对化工新材料的市场需求巨大。据新材料专委会统计，我国 2018 年化工新材料产量约 2,210 万吨，自给率约 65%，其中，工程塑料产量 306 万吨，消费量 548 万吨，自给率约为 55.9%；功能性膜材料产量约 50 亿平方，消费量超过 60 亿平方，自给率超过 80%；电子化学品消费量约 90 万吨，国内产品占有率较低。化工新材料产业的创新与高质量发展，不仅是石化强国的关键内容，也是制造强国的关键所在。贵金属催化剂是化工新材料发展的基础，作为我国重点发展的七大战略性新兴产业之一，化工新材料的快速发展将为贵金属催化剂带来新的市场。氟材料、硅材料、高端纤维、液晶和 OLED、生物降解材料、膜材料等化工新材料的快速发展必将有力助推贵金属催化剂的需求增长。如：2019 年中国 OLED 产值规模达到 216.2 亿美元，2020 年将达 266.3 亿美元，2021 年将突破 300 亿美元，达到 312.4 亿美元。OLED 器件的上游材料为液晶单体，近年来发展迅猛，生产过程中用到大量贵金属催化剂。聚酰亚胺是综合性能最佳的有机高分子材料之一，其具有优良的耐热性能、耐低温性能、耐稀酸性、机械性能、介电性能和低热膨胀系数、高耐辐射性能、自熄阻燃性能、无毒的特点，已广泛应用在航空、航天、微电子、纳米、液晶、分离膜、激光等领域。4,4'-二氨基二苯醚 (ODA) 为合成聚酰亚胺的单体，也可作为交联剂，在化学合成该单体的步骤中，亦离不开贵金属催

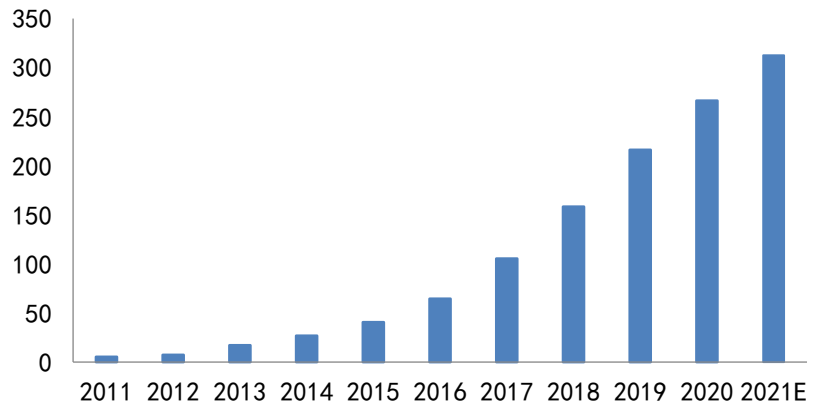
化剂。

图表 14 中国新材料行业总产值



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 15 2011-2021 年中国 OLED 产值规模及预测 (万亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

在该领域，国外催化剂产品市场占有率较高，国内供应商西安凯立、陕西瑞科、格林凯默等生产的催化剂应用亦逐年提升。

### 3 国内贵金属催化技术领军者

公司为我国精细化工领域具有技术优势的贵金属催化剂供应商，开发的多种贵金属催化剂产品实现了进口替代。公司亦开发出多项催化合成技术、贵金属回收再加工技术与工业废水废气催化处理技术，可以为客户提供专用催化剂设计开发、催化剂改进提升、废旧贵金属催化剂回收、下游催化合成技术开发及优化、工业废水废气催化处理等全套催化解决方案，产品及服务广泛应用于医药、化工新材料、农药、染料及颜料、环保、新能源、电子、基础化工等领域。

作为国内贵金属催化剂行业早期的先行者之一，公司通过多年技术研发创新及产业化应用，在贵金属催化剂领域积累了独特的技术优势。截至本招股说明书签署日，公司拥有授权发明专利 62 项、实用新型专利 12 项，外观设计专利 2 项；公司拥有“新型贵金属催化剂研发技术国家地方联合工程研究中心”、“陕西省贵金属催化剂研究工程中心”、“陕西省工业（稀贵金属催化材料）产品质量控制和技术评价实验室”、“陕西省省级院士专家工作站”、“陕西省中小企业创新研发中心”及“陕西省催化材料与技术重点实验室”，先后承担国家科技攻关项目、国家重点产业振兴和技术改造项目、国家火炬计划产业化示范项目、工信部绿色制造系统集成项目、陕西省重大科技创新项目等多类科研攻关或产业化项目，是我国精细化工领域贵金属催化剂及催化应用技术的领先者和产业推动者。

### 3.1 产品种类繁多可满足下游多样性需求

公司贵金属催化剂产品达数百种，主要以铂族金属（铂、钯、钌、铑、铱等）为催化活性组分。按照催化反应类别，可分为多相催化剂和均相催化剂两大主要产品类别，其中多相催化剂分为 24 个规格，由于制备工艺不同，不同规格细分累计 161 种；均相催化剂细分为 57 种，共计 218 种。公司根据产品型号不同，制备工艺不同，各类产品生产的用时不同，其中多相催化剂产品用时 1-5 天，2-3 天用时的产品居多；均相催化剂产品用时 1-3 天。

#### (1) 多相催化剂

多相催化剂是目前工业中使用比例最高的催化剂，一般由活性组分、助剂和载体组成。活性组分是指能够改变化学反应速度而自身不出现在最终产物中的物质。助剂是添加到催化剂中的少量物质，用来改善催化剂的性能。载体是催化剂活性组分的分散剂或支持物。载体的主要作用是增加催化剂的有效表面，提供合适的孔结构，保证活性物质的分散性和催化剂的机械强度及热稳定性。公司多相催化剂主要以钯（Pd）、铂（Pt）、钌（Ru）、铑（Rh）等贵金属为活性组分，以活性炭等为载体。

图表 16 凯立新材多相催化剂产品图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 17 凯立新材多相催化剂产品类别

产品类别	主要规格	主要应用领域
钯炭催化剂 (Pd/C)	按贵金属含量主要分为 0.5%、1%、3%、4%、5%、7%、10% 等规格	1、医药：抗生素类药物（培南类、莫西沙星、阿奇霉素、米诺环素、氨基曲南等）；抗病毒类药物（丙肝药索非布韦、拉维达韦、HIV 药利托那韦、非典流感药奥司他韦、法匹拉韦等）；新一代靶向肿瘤治疗药物（吉非替尼、伊马替尼等）；维生素类（维生素 A、E、H 等）；抗心衰类药物（沙库必曲等）；降糖类物质（米格列醇等）；心血管类药物（普利、瑞舒伐他汀等）；甾体类激素类药物（安宫黄体酮、非那甾胺等）；2、农药：茚虫威、康宽等；3、液晶中间体；4、化工新材料（聚酰亚胺单体、聚氨酯单体、氯乙酸、树脂等）。
铂炭催化剂 (Pt/C)	按贵金属含量主要分为 0.5%、1%、3%、5%、7%、10% 等规格	1、农药：麦草畏、二甲戊乐灵、异丙甲草胺、甲磺草胺等；2、颜料及染料：DCB、红色基颜料、克利西汀；3、化工新材料：聚酰亚胺等。
铑炭催化剂 (Rh/C)	按贵金属含量主要分为 0.5%、1%、3%、5%、10% 等规格	医药：米诺环素、羟基哌啶等。
钌炭催化剂 (Ru/C)	按贵金属含量主要分为 1%、5%、10%、15%、20% 等规格	1、医药：氨基丙醇、氨基丁醇、氨基环酸等；2、化工新材料：双酚 A、哌啶类等。
其他载体类贵金属催化剂	按贵金属含量主要分为 0.3%、0.5%、1% 等规格	第四代制冷剂、环保类（废水处理、废气催化燃烧等）、气体净化等。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

(2) 均相催化剂

公司均相催化剂以铂族金属无机化合物或有机金属配合物为主。

图表 18 凯立新材均相催化剂产品图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**图表 19 凯立新材均相催化剂产品**

产品名称	主要应用领域
四(三苯基膦)钨	1、 <b>农药</b> : 甲维盐、啶酰菌胺等; 2、 <b>化工新材料</b> : 液晶材料、OLED 中间体等
醋酸钨	<b>抗病毒药</b> : 奥司他韦、维帕他韦等; 香料、农药、化工新材料等
辛酸钨	<b>抗生素类药物</b> : 培南类
三(三苯基膦)氯化钨	1、 <b>原料药</b> : 伊维菌素; 2、 <b>农药</b> : 康宽中间体; 3、 <b>新材料</b> : 氢化丁腈橡胶
乙酰丙酮二羰基钨	<b>农药</b> : 肤虫胺等
[1' 1-双(二苯基膦)二茂铁]二氯化钨	<b>医药中间体和原料合成</b> : 如雷迪帕韦、维帕他韦等
二(三苯基膦)二氯化钨	<b>医药</b> : 酶抑制剂阿比特龙等; <b>农药</b> : 唑啉草酯等
氯亚铂酸钾	<b>抗癌类药物</b> : 顺铂、奥沙利铂等
卡斯特催化剂	<b>新能源</b> : 有机硅加氢
氧化铂	<b>医药</b> : 氮甲环酸
(s)-[2,2'-双(二苯基膦)-1,1'-联萘]二氯化钨	<b>医药</b> : 非甾体类消炎止痛药; 香料等
1,5-环辛二烯)氯化铱(I)二聚体	<b>农药</b> : 精异丙甲草胺等
二碘对伞花烃钨	<b>医药</b> : 沙库必曲等
双(二叔丁基 4-二甲基氨基苯基膦)氯化钨 (Pd-132)	<b>化工新材料</b> : 液晶中间体等

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

### 3.2 持续研发投入及专利保护构建高大护城墙

贵金属催化剂行业在我国属于新兴产业, 随着新材料技术的发展, 贵金属催化剂逐渐向高活性、高选择性、长寿命方向发展, 并且逐渐依据下游客户需求提供个性化、多样化的贵金属催化剂产品, 对技术人才的要求越来越高。具有很强的理论知识和丰富实践经验的复合型技术人员, 以及多种专业相匹配的综合技术团队是企业持续发展的关键。

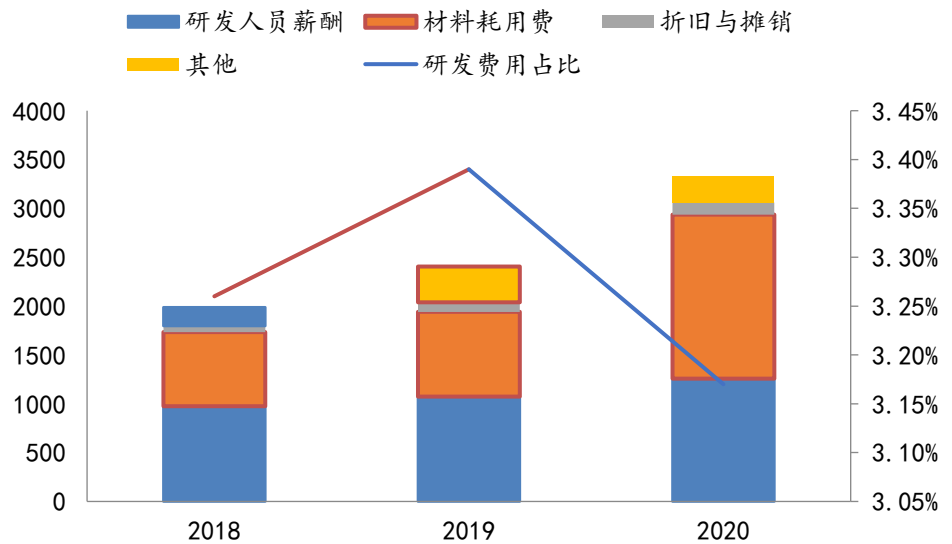
因此, 是否拥有大量的理论与实践充分结合的技术人员是进入贵金属催化剂领域的关键因素。同时, 贵金属催化剂生产所用原料价格昂贵, 流动资金需求量大, 限制了部分企业的发展, 实力一般的企业较难进行更多的技术研发投入, 使得企业持续保持竞争力并做大做强面临较大困难。

(1) 公司依托西北有色金属研究院优势人才资源, 积极吸引优秀人才, 培养了一支人员结构合理、专业技能扎实的优秀研发队伍, 为公司持续创新和研发提供后备力量。

截至 2020 年 12 月末, 公司研发团队 57 人, 占公司员工总数的 29.08%, 其中硕士研究生学历以上员工 38 人, 年龄结构以中青年为主, 富于创新精神, 有能力通过创新突破重点研究方向, 使公司保持技术优势且均衡发展。近年来, 公司核心管理及技术人员保持稳定, 核心人员均长期专注于催化剂领域, 积累了丰富的行业

经验，以肩负引领我国催化事业发展为己任，紧盯市场发展和战略前沿，为公司制定了清晰的战略定位及发展方向。出色、稳定的管理团队有助于公司战略决策长期持续执行，把握市场机遇，制定完善的业务策略并有效执行。公司注重人才培养，强调员工同企业同步成长、共同发展，倡导激励向上、开拓创新的企业文化，建立了完善的人才引进、培养、成长、激励机制，通过不断地引进培养优秀人才使公司的核心团队更壮大更完善，为公司的持续发展扩张奠定了基础。

图表 20 公司研发费用拆分及占比总营收比例



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 21 公司拥有的核心技术具体情况

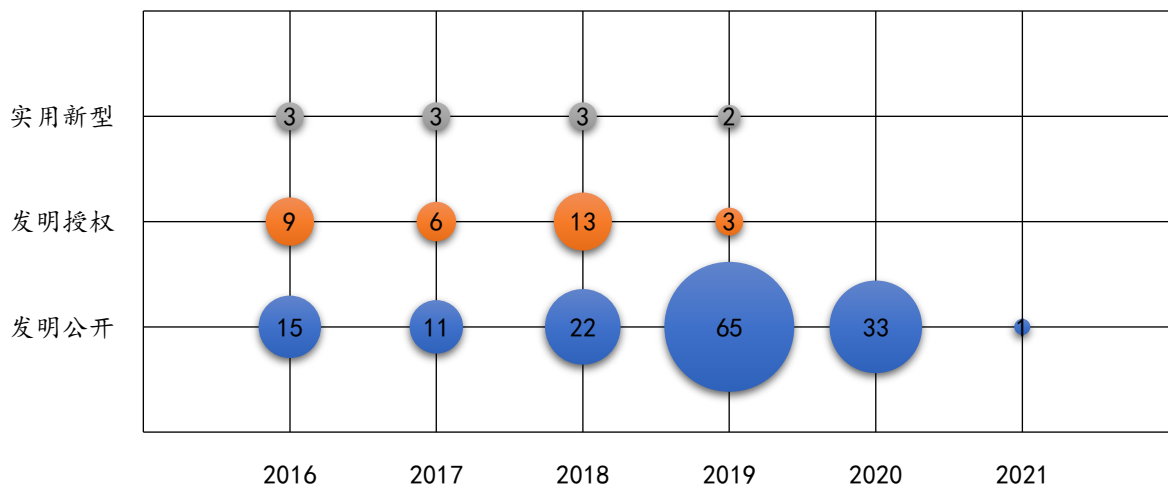
现有核心技术	具体发展
多相贵金属催化剂制备技术、均相催化剂(包括手性催化剂)制备技术	公司多相催化剂主要核心技术包括:载体的制备与改性、活性组分设计、活性金属分散度及大小和形貌控制、催化剂寿命增强技术等。均相催化剂主要核心技术包括:配合物设计、催化剂晶型控制、纯化及纯度控制、均相催化剂负载化技术等。
催化合成技术	公司在研究催化剂的同时，开发并形成了比较完整的催化还原、催化氢解、催化偶联、氢甲酰化等一些列催化合成技术。主要包括吡啶加氢系列、氨基苯酚系列、氢甲酰化系列、选择性脱氯系列、硝基加氢系列等几十种医药、农药中间体的催化合成技术，部分已通过授权下游客户使用实现收益。
贵金属回收、分离提纯技术	公司废旧催化剂回收业务主要服务于催化剂产品使用客户，与部分客户形成了催化剂产品供应、废旧催化剂回收再加工的循环合作模式。公司研制开发的焚烧富集、回收提纯贵金属专用设备及形成的湿法回收工艺技术，使得贵金属回收提纯过程更加安全高效、绿色环保。
连续催化技术及其催化剂制备	公司目前的技术包括连续催化反应工艺技术设计及成套工艺包开发、反应器设计及设备制造指导与工艺安装、专用催化剂研究开发及工艺改进升级等，且部分已通过技术授权实现收益
环保催化技术及其催化剂制备	公司以催化技术解决环保问题，特别是特殊废水和各类有机废气净化处理为方向，研究开发了石油化工、精细化工、烟草等多个领域多种废水的催化剂湿法氧化工艺技术，开发出了各种有机废气的催化燃烧工艺技术。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所



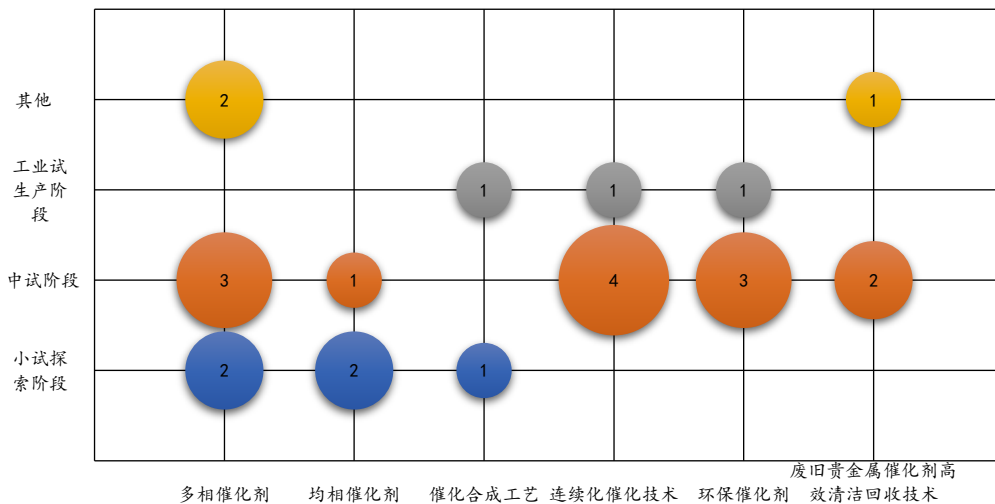
公司以“绿色技术，引领发展”为宗旨、坚持“国际先进、国内领先”的产品定位，贯彻“应用一代、研发一代、储备一代”的技术研发方针，以产业化、工程化为研究目标。通过催化剂和催化技术研究开发，改变效率低、能耗高、污染大的生产工艺技术，发展高效、绿色、环保的催化工艺技术，促进我国基础化工、精细化工、环保及新能源等领域的高质量发展。公司获得与贵金属催化剂制备、应用、回收相关的授权发明专利 62 项，主持或参与已发布的国行标 50 余项，目前产品下游应用以精细化工领域为主，是我国精细化工领域贵金属催化剂生产及催化应用技术研发的龙头企业，主要客户群体分布在医药、高效农药、颜料和染料、化工新材料、能源及环保、香料与食品等领域，是我国精细化工领域贵金属催化剂生产规模最大、应用最广泛的企业。

图表 22 凯立新材 2016 年以来专利情况



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 23 凯立新材各类技术研发进度情况



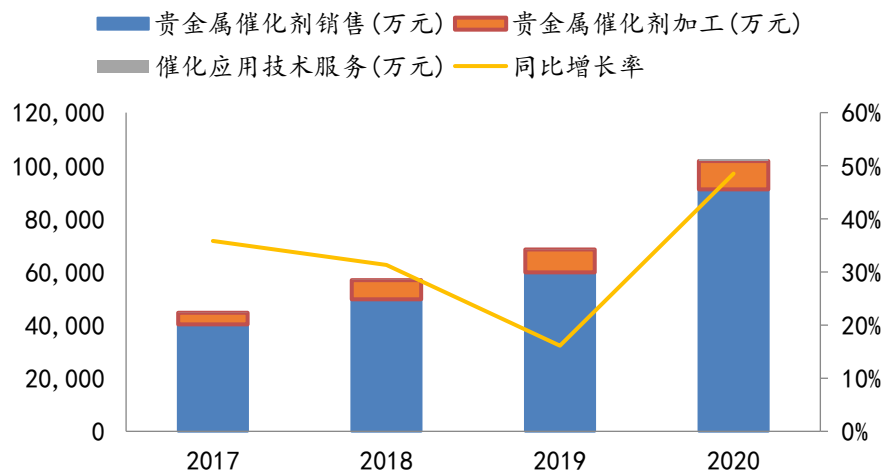
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 4 公司财务分析

### 4.1 收入利润分析：营收稳步增长，毛利率位列行业中上

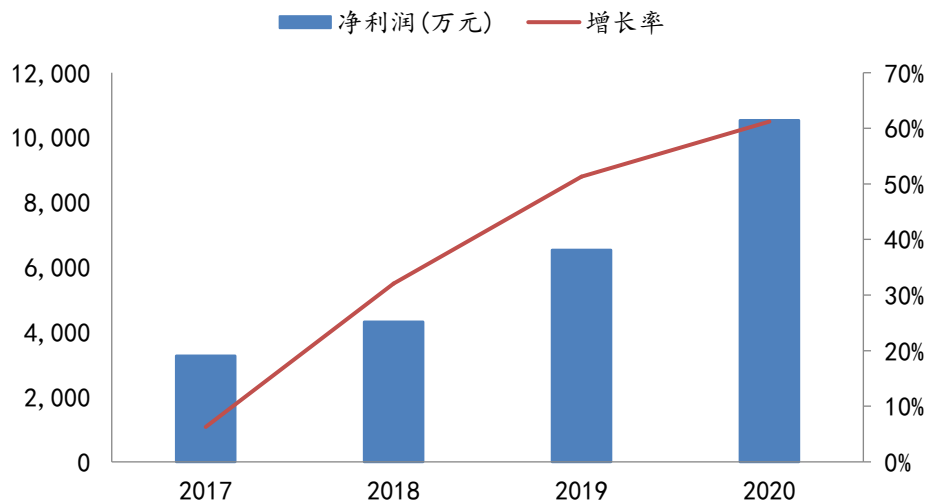
营业收入方面，公司在 2020 年营收和利润取得了显著增长。2017-2019 年公司业绩稳步增长，但增速逐步放缓；2020 年，公司实现营业收入 10.5 亿，同比增长 48.52；净利润 1.05 亿，同比增长 61.22%，业绩涨势明显。

图表 24 凯立新材营业收入情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 凯立新材归母净利润情况

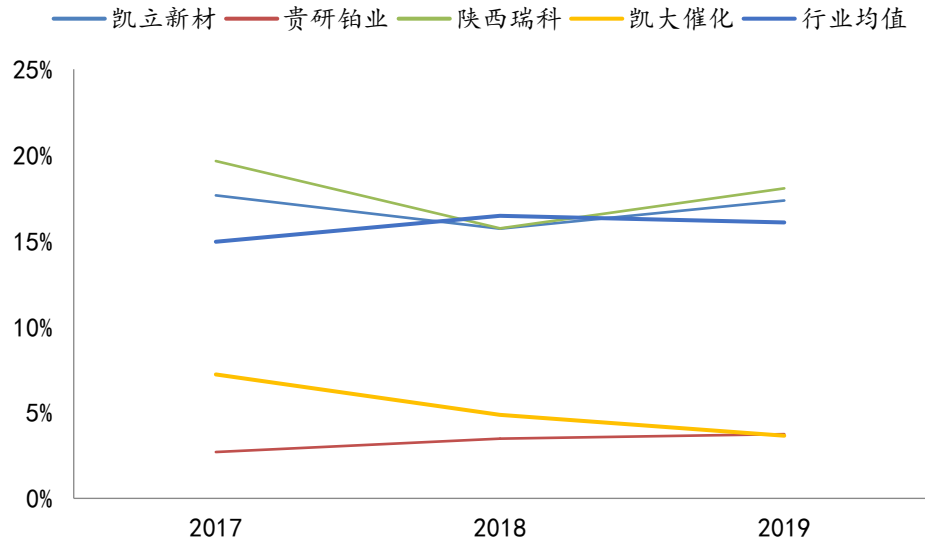


资料来源：wind，华安证券研究所

公司综合毛利率整体稳定，由于 2018 年度，公司采购储备较多的铑原料，2019 年度，随着铑原料价格的持续上涨，铑类催化剂产品的销售价格上升，导致 2019 年度公司贵金属催化剂产品销售业务的整体毛利率有所回升。与同行业营收综合毛利

率横向比较，公司毛利率水平处于同业中上水平。

图表 26 凯立新材及同行业毛利率对比

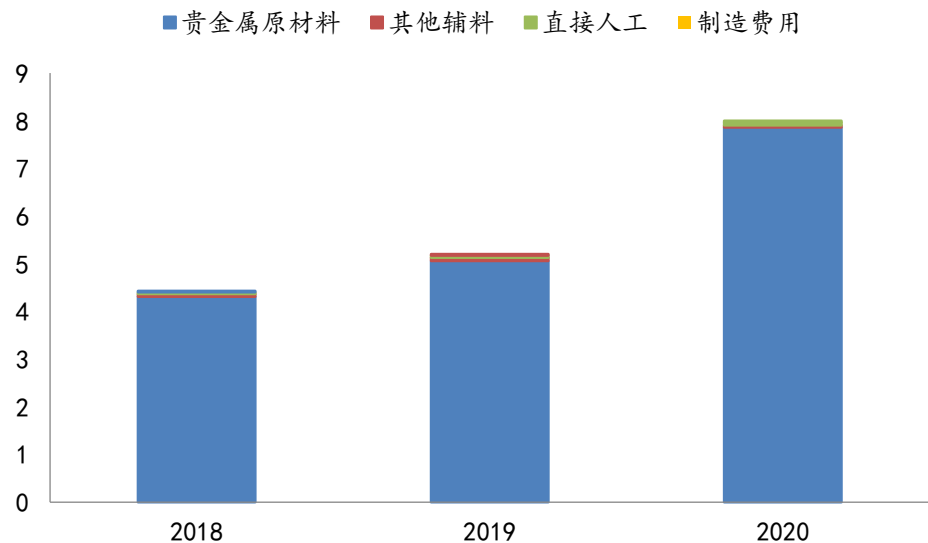


资料来源：wind，华安证券研究所

#### 4.2 成本费用分析：关注原材料价格

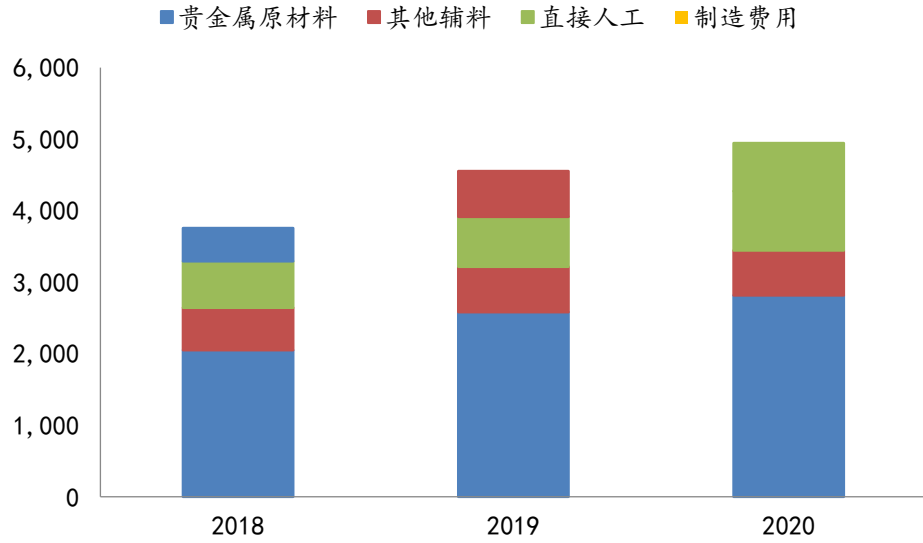
贵金属在全球属于稀缺资源，贵金属催化剂的主要原材料是铂、钯等贵金属原料，而我国在铂族金属资源上属于极度匮乏的国家，主要贵金属大部分依赖进口，其价格受全球和下游行业经济周期的影响变化快、波动大，且铂族金属价格昂贵，通常占产品生产成本的 90%以上，所以贵金属价格的波动对企业成本影响较大。从长远发展和需求量持续增加的角度，贵金属价格的总趋势是增长的，尤其是近几年钯、铑的价格涨幅较大，给下游应用企业带来较大成本压力。

图表 27 贵金属催化剂销售业务成本拆分



资料来源：wind，华安证券研究所

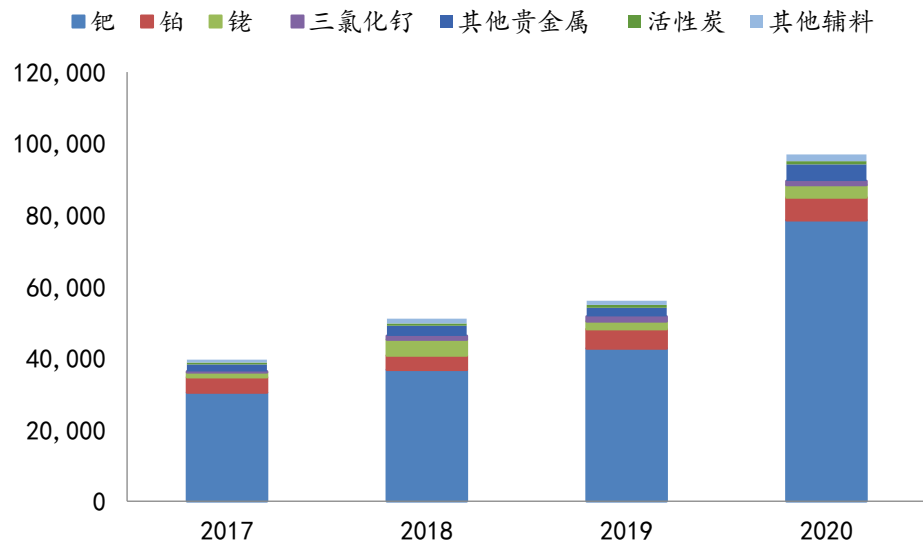
图表 28 贵金属催化剂加工业务成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司主要原材料采购为贵金属。其中钌贵金属作为公司主要销售产品金属, 2018-2020 年期间采购总额占比均保持在 70%以上。铂类产品作为公司另一主要销售产品, 每年根据市场需求均进行大额采购, 报告期内每年采购额分别为 3,996.24 万元、5,420.44 万元及 6,372.26 万元。活性炭作为公司贵金属催化剂主要载体报告期内每年采购额分别为 667.25 万元、789.36 万元及 912.44 万元, 整体与公司生产经营规模相符。公司其他辅料主要为化学助剂等其他辅助材料采购。

图表 29 凯立新材主要原材料采购金额



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 5 盈利预测及估值

## 5.1 盈利预测

**关键假设 1:** 医药业务、化工新材料业务及农药业务客户均为国内优质企业，由于催化剂在产品合成过程中不可或缺，可用下游客户的营收平均增速反映其增速，假定未来三年医药板块、化工新材料板块及农药板块增速均为行业均速 35%、30%及 30%；

**关键假设 2:** 基础化工为公司逐步提升市场份额的重要战场，叠加碳中和对绿色反应的需求逐步提升，未来基础化工领域将维持高速增长态势，2021/2022/2023 年增速将达到 100%/80%/60%；

**关键假设 3:** 公司近年来三费率维持稳定，随着大宗商品价格回落，预计公司净利率将维持稳定，假定未来净利率三年均为 10.3%。

根据上述假设，2021/2022/2023 年主营业务营收将达到 13.96 亿元、19.06 亿元及 25.94 亿元，同比增速将达 36%、37%及 36%，主营业务归母净利润将达 1.44 亿元、1.96 亿元及 2.67 亿元，同比增速为 36.56%、36.53%及 36.06%。

2021/2022/2023 年公司总营收将达到 14.26 亿元、19.33 亿元及 26.22 亿元，同比增速将达 35.6%、35.5%及 35.6%，归母净利润将达 1.50 亿元、2.05 亿元及 2.78 亿元，同比增速为 42.1%、36.7%及 36.0%。

图表 30 2019 年-2023 年公司业绩拆分及盈利预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (万元)	61006.12	70843.50	105218.19	142640.08	193317.20	262174.67
YOY		16.13%	48.52%	35.57%	35.53%	35.62%
营业总成本 (万元)	56172.53	63656.36	94020.24	122817.65	164076.38	220450.38
毛利润 (万元)	4833.59	7187.14	11197.95	19822.43	29240.82	41724.29
毛利率 (%)	7.92%	10.15%	10.64%	13.90%	15.13%	15.91%
主营业务情况						
主营业务收入 (万元)	57020.90	68481.51	102557.91	139637.58	190642.27	259395.44
YOY		20.10%	49.76%	36.15%	36.53%	36.06%
主营业务净利润 (万元)	4317.78	6533.07	10532.35	14691.93	19911.67	27003.99
YOY		51.31%	61.22%	39.49%	35.53%	35.62%
医药 (万元)	36220.32	48498.83	69728.14	94132.99	127079.54	171557.37
YOY		33.90%	43.77%	35%	35%	35%
化工新材料 (万元)	6,520.53	9,661.20	13,135.51	17076.16	22199.01	28858.72
YOY		48.17%	35.96%	30%	30%	30%
农药 (万元)	8306.98	4944.92	9859.26	12817.04	16662.15	21660.79
YOY		-40.47%	99.38%	30%	30%	30%
染料/颜料 (万元)	1945.60	3677.75	3777.66	3853.21	3930.28	4008.88
YOY		89.03%	2.72%	2%	2%	2%
基础化工 (万元)	1568.87	973.55	5059.19	10118.38	18213.08	29140.93
YOY		-37.95%	419.66%	100%	80%	60%
能源环保 (万元)	2079.93	458.59	799.00	1358.30	2309.11	3925.49
YOY		-77.95%	74.23%	70%	70%	70%
其他主营业务 (万元)	378.67	266.67	199.15	281.50	249.11	243.25

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 5.2 公司估值

考虑到催化剂用于医药、化工新材料及农药等合成过程中，所以与医药中间体、化工辅助功能材料及农药中间体公司处于产业链同一环节。

医药产品板块选取中间体、原料药生产企业凯莱英及博瑞医药公司进行对比；化工新材料板块选取为材料合成提供辅助的蓝晓科技及阿拉丁进行对比；农药板块选取农药中间体生产商江山股份及联化科技进行对比。

考虑到不同行业催化剂价格差别不大，故粗略对三大主要板块进行分部估值，2021/2022/2023 年 PE 应为 69.58 倍、50.11 倍及 36.95 倍。

图表 31 公司各业务可比公司估值

2020 年占比凯立新材营收比例	证券代码	证券简称	可比公司业务情况	PE (一致预测值)		
				2021E	2022E	2023E
医药：68%	002821.SZ	凯莱英	深耕 cGMP 高级中间体和原料药领域	98.03	73.70	56.12
	688166.SH	博瑞医药	从事医药中间体、原料药和制剂产品的研发和生产业务	70.30	46.15	31.82
	合计			84.17	59.93	43.97
化工新材料：12.8%	300487.SZ	蓝晓科技	研发、生产和销售吸附分离树脂	47.62	36.87	27.89
	688179.SH	阿拉丁	科研试剂制造商	101.76	75.33	55.42
	合计			74.69	56.10	41.66
农药：9.6%	600389.SH	江山股份	以农药产业为主线，建有农药及其中间体等设施	18.84	15.55	12.96
	002250.SZ	联化科技	农药板块主要从事农药原料药及中间体的生产	39.43	29.81	22.85
	合计			29.14	22.68	17.91

资料来源：wind，华安证券研究所

## 风险提示：

- 技术风险：若公司对技术和市场的发展趋势不能正确判断，对行业关键技术的发展动态、新技术及新产品的研发方向等方面不能正确把握，可能面临竞争力下降，后继发展乏力的风险。
- 贵金属价格波动风险：公司产品主要原料价格受全球和下游行业经济周期的影响变化快、波动大，对公司成本影响较大。
- 下游客户领域较为集中的风险：公司来自医药领域客户的收入占各期主营业务收入比重较大，若出现医药行业新型催化剂的替代使用，将对公司的经营发展产生不利影响。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	355	538	764	1070	<b>营业收入</b>	1052	1426	1933	2622
现金	119	183	302	448	营业成本	874	1228	1641	2205
应收账款	51	66	88	121	营业税金及附加	4	7	9	12
其他应收款	0	0	1	1	销售费用	7	12	16	21
预付账款	1	3	3	4	管理费用	16	11	20	35
存货	137	177	242	326	财务费用	5	-6	-11	-18
其他流动资产	46	108	130	171	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	155	190	219	248	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	2	2
固定资产	97	116	128	142	<b>营业利润</b>	119	161	223	306
无形资产	39	53	67	80	营业外收入	0	14	15	16
其他非流动资产	19	21	24	26	营业外支出	0	5	6	7
<b>资产总计</b>	510	728	983	1318	<b>利润总额</b>	119	170	232	315
<b>流动负债</b>	136	147	196	249	所得税	14	20	28	37
短期借款	44	0	0	0	<b>净利润</b>	105	150	205	278
应付账款	43	76	107	136	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	49	71	89	113	<b>归属母公司净利润</b>	105	150	205	278
<b>非流动负债</b>	39	92	88	85	EBITDA	122	153	204	276
长期借款	0	-5	-10	-15	EPS (元)	1.50	1.60	2.19	2.98
其他非流动负债	39	97	98	100					
<b>负债合计</b>	175	239	284	334					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	70	70	70	70					
资本公积	110	115	121	128					
留存收益	154	304	509	787					
归属母公司股东权益	334	489	700	985					
<b>负债和股东权益</b>	510	728	983	1318					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	46	83	139	166	<b>成长能力</b>				
净利润	105	150	205	278	营业收入	48.5%	35.6%	35.5%	35.6%
折旧摊销	5	6	6	6	营业利润	64.5%	34.7%	38.9%	37.4%
财务费用	2	1	0	-1	归属于母公司净利	61.2%	42.1%	36.7%	36.0%
投资损失	0	-1	-2	-2	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-67	-63	-60	-107	毛利率 (%)	16.9%	13.9%	15.1%	15.9%
其他经营现金流	173	204	255	376	净利率 (%)	10.0%	10.5%	10.6%	10.6%
<b>投资活动现金流</b>	-21	-31	-23	-24	ROE (%)	31.5%	30.6%	29.2%	28.3%
资本支出	-18	-32	-25	-26	ROIC (%)	26.6%	26.3%	25.0%	24.4%
长期投资	-4	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	0	1	2	2	资产负债率 (%)	34.4%	32.8%	28.9%	25.3%
<b>筹资活动现金流</b>	-4	12	3	5	净负债比率 (%)	52.4%	48.9%	40.6%	33.9%
短期借款	35	-44	0	0	流动比率	2.61	3.65	3.90	4.30
长期借款	0	-5	-5	-5	速动比率	1.59	2.43	2.65	2.98
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	5	6	7	总资产周转率	2.07	1.96	1.97	1.99
其他筹资现金流	-39	56	2	3	应收账款周转率	20.68	21.62	22.02	21.65
<b>现金净增加额</b>	21	64	118	146	应付账款周转率	20.38	16.08	15.27	16.22
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.50	1.60	2.19	2.98
					每股经营现金流薄)	0.49	0.89	1.49	1.77
					每股净资产	3.58	5.24	7.49	10.55
					<b>估值比率</b>				
					P/E	0.00	72.17	52.81	38.82
					P/B	0.00	22.10	15.44	10.97
					EV/EBITDA	-0.53	51.73	38.23	27.68

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：刘万鹏**，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，主要从事生物半导体、生物机械领域研究，共发表 10 篇国际论文，引用数超 600 次，申请 5 项国家发明专利；天津大学化工学士；2 年央企战略规划经验，5 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。

## 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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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；
- 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。