

凯立新材 (688269)

证券研究报告

2021年06月23日

厚雪长坡的稀缺成长股

催化剂大赛到上的稀缺成长股

凯立新材公司主要从事贵金属催化剂的研发、生产与销售等业务，下游主要涉及医药、精细化工和基础化工等领域。公司所处催化剂赛道拥有国产化动力和广阔的空间，坐拥医药高速增长赛道和基础化工无限想象空间，是厚雪长坡的赛道中拥有硬实力的稀缺成长股。

催化剂是医药生产企业的核心研发单元，公司受益于医药行业快速增长

贵金属催化剂在 CDMO、原料药企业中属核心研发单元，公司通过与国内药企的共同研发和深度合作，已经在医药领域拥有较高的地位，未来随着医药行业在国内的快速发展，行业发展有望保持 20%左右增速，再叠加公司客户拓展和渗透率的提升，未来公司医药领域业务有望维持 30%以上增速，凯立新材或将充分受益于医药板块快速发展，走上快速成长之路。

基础化工催化剂业务潜力无限，通过展现公司核心优势，未来有快速破局能力

基础化工领域是贵金属催化剂主要的应用领域，其用量比医药和其他精细化工领域高两个数量级，相对应也拥有较高的壁垒。凯立新材依托其贵金属回收能力、企业深度合作能力和背后强大的研发实力，部分产品已经有所突破。而随着国家政策对含汞催化剂强制退出的要求，我国基础化工领域高端化产品的突破，以及高强度资本开支下新装置对催化剂需求的增加，未来基础化工领域有望迎来破局的机遇期，公司有望快速进入基础化工领域，并实现更高量级的跃升。

抽丝剥茧后，展现出公司强大的实力

公司股东背景、业务模式、财务指标等亮点突出。**股东背景方面：**国有科研院所作为大股东，研发实力国内领先，超过 30%的员工持股，充分发挥管理层的主观能动性；**财务指标方面：**收入和毛利率并未真正展现公司盈利特点，而返璞归真后，公司较高且持续增长的单位销售净毛利，以及较高的贵金属加工业务毛利率可真正展现盈利水平，较高的 ROE 和 ROIC 水平，领先于行业的周转效率，良好的现金流水平，较低的四费率等指标也从不同方面展现出公司在生产、管理、研发方面的硬实力。

盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年将实现营业收入 14.17/20.05/27.35 亿元，归母净利润 1.52/2.12/2.97 亿元。我们取可比公司加权平均 67.7 倍 PE 水平作为公司目标估值水平，给与 2022 年目标市值为 144.3 亿元，目标价格为 155.17 元/股。

风险提示：贵金属资源短缺及价格波动风险，安全生产风险，技术研发迭代风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	708.44	1,052.18	1,416.83	2,005.40	2,734.68
增长率(%)	16.13	48.52	34.66	41.54	36.37
EBITDA(百万元)	103.15	156.02	182.84	262.99	367.77
净利润(百万元)	65.33	105.32	151.87	212.13	297.13
增长率(%)	51.31	61.22	44.20	39.67	40.07
EPS(元/股)	0.70	1.13	1.63	2.27	3.18
市盈率(P/E)	181.34	112.49	78.01	55.85	39.87
市净率(P/B)	41.58	35.44	12.45	10.18	8.11
市销率(P/S)	16.72	11.26	8.36	5.91	4.33
EV/EBITDA	0.00	0.00	64.10	43.91	31.30

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 有色金属/金属非金属
新材料

6 个月评级 买入 (首次评级)

当前价格 135.5 元

目标价格 155.17 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 93.36

流通 A 股股本(百万股) 21.25

A 股总市值(百万元) 12,650.28

流通 A 股市值(百万元) 2,879.90

每股净资产(元) 5.19

资产负债率(%) 49.12

一年内最高/最低(元) 149.67/62.00

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

郭建奇 联系人
guojianqi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 贵金属催化剂龙头，厚雪长坡的稀缺成长股	4
1.1. 返璞归真，各种销售模式展现公司真实力.....	4
1.1.1. 贵金属催化剂产品销售.....	4
1.1.2. 贵金属催化剂加工服务.....	6
1.1.3. 催化剂应用技术服务模式.....	7
1.1.4. 返璞归真，加工服务毛利率、单位销售毛利水平更能体现公司业务特征.....	7
1.2. 催化剂市场空间大，医药坐上快车道，化工提供广阔想象空间.....	9
1.2.1. 医药领域的关键企业，发展进入快车道.....	10
1.2.2. 精细化工领域品种多，行业模式与医药类似，公司催化剂渗透有望多点开花.....	10
1.2.3. 基础化工是长期发展主战场，市场空间远大于现有业务，阻力与破局同在.....	11
2. 国有科研院所企业，员工持股占主导	15
2.1. 公司发展历史和股权结构.....	15
2.1.1. 公司发展历史及西北院介绍.....	15
2.1.2. 公司股权结构.....	15
3. 财务报表抽丝剥茧，多个指标体现公司真实力	16
3.1. 收入和利润高速增长，各项业务均衡发展.....	16
3.1.1. 盈利能力强，盈利水平展现快速增长态势.....	16
3.1.2. 业务按照三种方式拆分，销售模式占比高，均相/多项 1:2，医药业务占大头.....	17
3.1.3. 成本端贵金属占大头，贵金属采购价格近年来呈涨势.....	19
3.2. 各项指标行业领先，展现公司高效运营能力.....	19
3.2.1. 公司运营能力行业特点明显，高资产周转和存货周转率、运营周期短.....	19
3.2.2. 公司资产负债率持续降低，一季度举债增加负债，现金流表现良好.....	21
3.2.3. 销售费用低，管理成本低，体现公司管理特点.....	21
4. 投资逻辑再梳理	22
5. 盈利预测及估值	23
5.1. 盈利预测.....	23
5.2. 公司估值.....	23
6. 风险提示	24
6.1. 原材料贵金属资源短缺及价格波动风险.....	24
6.2. 安全生产及环保问题风险.....	24
6.3. 产品研发、技术迭代风险.....	25

图表目录

图 1：多相催化剂.....	5
图 2：均相催化剂.....	5

图 3: 销售和加工业务毛利率	7
图 4: 公司医药业务占比高, 业务领域广泛	9
图 5: 医药领域占比高、增速快	10
图 6: 化工企业在建工程及资本开支情况	13
图 7: 公司发展历程	15
图 8: 公司股权结构	15
图 9: 西北院参控股公司	16
图 10: 公司收入保持 25%以上年复合增速	17
图 11: 公司净利润水平保持 29%较快增速	17
图 12: 毛利率和净利率稳定但较低	17
图 13: ROE 和 ROIC 水平较高并持续向好	17
图 14: 按业务模式拆分公司业务	17
图 15: 贵金属销售占比最高, 加工模式次之	17
图 16: 按照催化剂种类拆分公司业务	18
图 17: 多相催化剂占主导, 比例保持稳定	18
图 18: 按照下游应用领域拆分公司业务	18
图 19: 医药收入占比最高, 精细化工次之	18
图 20: 贵金属占总成本比重较高	19
图 21: 公司贵金属采购价格连年上涨	19
图 22: 公司资产周转率较高, 行业特征明显	20
图 23: 公司存货周转率较高	20
图 24: 公司营业周期较短	20
图 25: 公司资产负债率下台阶	21
图 26: 较好的现金流水平	21
图 27: 公司四费率持续降低, 管理费用率低	22
表 1: 公司主要业务类别及收入占比	4
表 2: 贵金属催化剂板块拆分	4
表 2: 典型均相催化剂及应用领域	5
表 4: 贵金属催化剂加工服务收入拆分	6
表 3: 各项业务比较	7
表 6: 各种销售模式收入及毛利率	8
表 7: 返璞归真, 销售业务单位毛利稳步向上	8
表 8: 公司业务领域拆分	9
表 9: 基础化工领域代表性催化剂	11
表 10: 全球催化剂龙头已发展百年	12
表 11: 水俣公约第五条第二款-附件 B-第一部分	13
表 12: 贵金属催化剂销售业务单位毛利稳步上升	19
表 13: 公司业务拆分	23
表 14: 可比公司估值水平	24

1. 贵金属催化剂龙头，厚雪长坡的稀缺成长股

凯立新材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，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，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。

1.1. 返璞归真，各种销售模式展现公司真实力

公司主要产品及服务包括：1、贵金属催化剂产品；2、贵金属催化剂加工服务；3、催化剂应用技术的研发服务。其中 2020 年贵金属催化剂销售业务占收入比重为 89.02%，为公司主要收入来源，贵金属催化剂加工服务占收入比重为 10.21%，而催化剂应用技术服务占比仅为 0.77%。

表 1：公司主要业务类别及收入占比

类别（单位：万元）	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
贵金属催化剂销售	91,294.27	89.02%	59,853.32	87.40%	49,706.69	87.17%
贵金属催化剂加工	10,474.02	10.21%	8,618.77	12.59%	7,219.87	12.66%
催化应用技术服务	789.62	0.77%	9.43	0.01%	94.34	0.17%
合计	102,557.92	100.00%	68,481.52	100.00%	57,020.90	100.00%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.1.1. 贵金属催化剂产品销售

贵金属催化剂销售模式为公司主要生产经营模式，2020 年催化剂销售收入占总收入比重为 89.02%，该模式下，公司直接采购贵金属及其他原材料，加工成贵金属催化剂产品并将产品销售给下游客户。

贵金属催化剂产品多达数百种，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。2020 年催化剂销售收入占总收入比重为 89.02%，其中多相催化剂销售收入占产品销售板块比重为 64.30%，均相催化剂销售收入占比为 35.70%。

表 2：贵金属催化剂板块拆分

	2020 年销售收入（万元）	收入占比
多相催化剂	58,704.92	64.30%
均相催化剂	32,589.35	35.70%
贵金属催化剂销售	91,294.27	100.00%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

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。

表 2：多相催化剂类别及应用领域

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、氨甲环酸等；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：招股说明书，天风证券研究所

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，是直接添加用于化学合成的催化剂，部分典型的催化剂产品如下表：

表 3：典型均相催化剂及应用领域

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

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 1：多相催化剂

图 2：均相催化剂



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.1.2. 贵金属催化剂加工服务

公司生产销售贵金属催化剂产品的同时，向客户提供贵金属催化剂加工服务，由于贵金属催化剂产品中的主要原材料贵金属具有价值重大且可回收循环利用的特点，公司贵金属催化剂加工服务中形成了不同的业务模式，分为客户提供贵金属（来料加工）和公司代垫贵金属（垫料加工）两种模式，并由垫料加工模式衍生出小部分产品的借料加工模式。2020年贵金属催化剂加工服务收入占总收入比重为10.21%，其中来料加工/垫料加工/借料加工收入占加工服务比重分别为28.60%/70.33%/1.07%。

表 4：贵金属催化剂加工服务收入拆分

项目（单位：百万元）	2020 年度			2019 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
来料加工	2,995.37	28.60%	3,307.85	38.38%	2,716.10	37.62%	
垫料加工	7,366.53	70.33%	4,365.87	50.66%	4,503.76	62.38%	
借料加工	112.13	1.07%	945.05	10.97%	-	-	
小计	10,474.03	100.00%	8,618.77	100.00%	7,219.87	100.00%	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

来料加工模式

来料加工为贵金属催化剂加工服务中较为常见的模式。来料加工模式主要由下游客户提供废旧催化剂或贵金属原材料，并交由催化剂生产厂商加工为催化剂产品并支付加工费。贵金属原材料主要由客户提供，催化剂生产厂商仅收取部分加工费。来料加工模式主要产生的原因系下游客户在购买、使用贵金属催化剂产品后，形成较多的废旧催化剂，该部分废旧催化剂中所含的贵金属可以被回收循环利用。

垫料加工模式

垫料加工模式主要由来料加工业务及市场竞争情况发展而来。由于来料加工中涉及废旧贵金属回收，但使用到回收仍需一定的时间，在此期间，为了满足客户供货期的要求，公司会先行使用自有贵金属进行生产并安排发货，待客户废旧催化剂回收贵金属完成回收并入库后冲抵此笔垫料，因而形成了垫料加工模式。此加工模式在收取加工费的同时，催化剂在使用过程中的损耗也由客户承担。

借料加工模式

借料加工模式在公司催化剂加工服务中占比较小，是公司在提供垫料加工服务时产生的一种形式，主要由于贵金属价格上涨因素而产生。公司与下游部分合作良好且实力较为

雄厚的客户达成协议，在保证客户催化剂产品供应的前提下，适当使用客户委托至公司的贵金属原料为第三方客户加工催化剂产品，加快贵金属整体周转效率，因此，形成了贵金属催化剂加工服务中的借料加工。公司对该部分借料承担按时提供贵金属催化剂或返还贵金属的义务，同时，该部分借料亦成为公司整体垫料的一部分，与使用自有原材料提供垫料服务同样承担贵金属原材料无法收回的风险。

我们将贵金属催化剂销售模式，以及上述三种加工服务模式进行比较如下表 3，不难发现加工服务模式与销售模式最主要的区别体现在贵金属原材料是否参与产品定价以及收入确认：

表 5：各项业务比较

项目	贵金属催化剂销售	来料加工	垫料加工	借料加工
贵金属来源	公司提供	客户提供	公司提供	公司下游其他客户提供
贵金属循环利用方式	公司或其他回收贵金属机构回收	公司或其他回收贵金属机构回收	公司回收	公司回收
收取费用类型	销售贵金属催化剂产生收入	收取加工费用，期间损耗由客户承担	收取加工费用，期间损耗由客户承担	收取加工费用，期间损耗由客户承担
贵金属原材料是否参与定价	是	否	否	否
贵金属价格波动风险	贵金属价格波动带来存货减值风险	客户承担	贵金属价格波动带来存货减值风险	贵金属价格波动带来贵金属偿还风险
贵金属是否需要偿还	不需要	不需要	客户使用贵金属催化剂后将失活催化剂返还公司，归还等量贵金属（或承担贵金属减量损失）	客户使用贵金属催化剂后将失活催化剂返还公司，归还等量贵金属（或承担贵金属减量损失），并由公司归还借料客户
2020 年收入（万元）	91,294.27	2,995.37	7,366.53	112.13
2020 年收入占比	89.02%	3.14%	7.72%	0.12%
毛利率	12.40%	67.64%	47.37%	12.59%
毛利率解读	因贵金属价格昂贵，占收入比重较大，故毛利率较低	仅收取加工费用，贵金属价格由客户承担	仅收取加工费用，贵金属价格由客户承担，但公司预先采购贵金属金额较高	仅收取加工费用，贵金属价格由客户承担，2020 年借料加工仅余损耗部分，毛利率较低

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

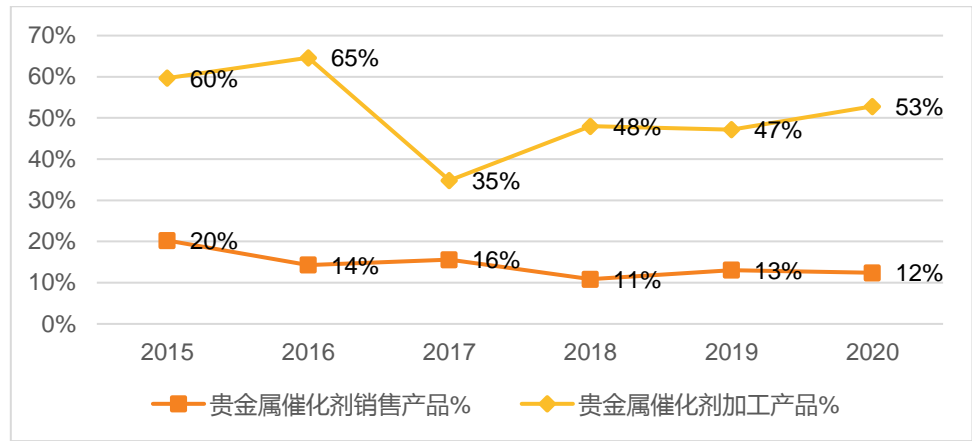
1.1.3. 催化剂应用技术服务模式

公司除催化剂销售和加工服务外，公司充分利用在催化应用技术方面的优势，向下游客户提供技术输出，协助客户完成生产线改造升级和新产品生产工艺制定，向客户收取技术授权费用，实现与客户的共赢，扩大自身品牌影响力。与此同时，公司利用为客户提供技术服务的深度合作机会，开发性能更加适宜的专用催化剂以开拓并稳定催化剂市场，并实现公司自主研发的催化应用技术产业化。

1.1.4. 返璞归真，加工服务毛利率、单位销售毛利水平更能体现公司业务特征

公司主营业务毛利率水平并未真实反映公司实际盈利特点。公司贵金属催化剂主要原材料为钯、铂、铑等铂族贵金属，由于贵金属占销售业务生产成本比例超过 90%，2020 年公司销售收入 10.52 亿元，贵金属原材料成本为 7.90 亿元，较高的成本占比使得公司整体毛利率水平较低，2018-2020 年，公司主营业务毛利率分别为 15.71%、17.35%及 17.20%。

图 3：销售和加工业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

根据表 5 我们对贵金属催化剂销售及加工模式的比较, 可以明显看出催化剂销售模式中原材料参与定价使得该销售模式下毛利率较低, 而贵金属原材料不参与定价的来料加工/借料加工模式 2020 年毛利率水平达到 67.64%和 47.37%, 该模式之间的差距主要由贵金属损耗收入比例不同所致。因此贵金属加工模式较高的毛利率可以体现出公司在贵金属催化剂领域的盈利特点。

表 6: 各种销售模式收入及毛利率

项目	贵金属催化剂销售	来料加工	垫料加工	借料加工
2020 年收入 (万元)	91,294.27	2,995.37	7,366.53	112.13
2020 年收入占比	89.02%	3.14%	7.72%	0.12%
毛利率	12.40%	67.64%	47.37%	12.59%

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

换一个角度故返璞归真来看, 按照贵金属加工每千克产生毛利, 2018-2020 年每千克催化剂销售产生毛利润分别为 16.74/24.59/29.36 万元, 高于加工业务的 5.97/6.35/8.30 万元/千克, 整体公司单位销售毛利为 9.82/12.40/16.02 万元/千克, 呈稳步上升趋势。抛去贵金属成本, 按照销售单位质量的贵金属产生毛利来看公司业务发展, 能够更加清晰体现出公司整体及各版块业务的发展情况。

表 7: 返璞归真, 销售业务单位毛利稳步向上

项目		2018 年	2019 年	2020 年
销售	收入 (万元)	49,706.69	59,853.32	91,294.27
	占比	87.32%	87.41%	89.71%
	销量 (千克)	32,254.36	31,752.81	38,556.96
	单价 (万元/千克)	1.54	1.88	2.37
	毛利	5,400.00	7,808.00	11,320.00
	单位毛利 (万元/千克)	16.74	24.59	29.36
	毛利率	10.86%	13.05%	12.40%
	加工	收入	7,219.87	8,618.76
占比		12.68%	12.59%	10.29%
销量 (千克)		57,985.67	64,050.28	66,620.76
单价 (万元/千克)		0.12	0.13	0.16
毛利		3,464.00	4,067.00	5,530.00
单位毛利 (万元/千克)		5.97	6.35	8.30
毛利率		47.98%	47.19%	52.80%
汇总		收入	56,926.56	68,472.08
	占比	100.00%	100.00%	100.00%

销量 (千克)	90,240.03	95,803.09	105,177.72
单价 (万元/千克)	0.63	0.71	0.97
毛利	8,864.00	11,875.00	16,850.00
单位毛利 (万元/千克)	9.82	12.40	16.02
毛利率	15.57%	17.34%	16.56%

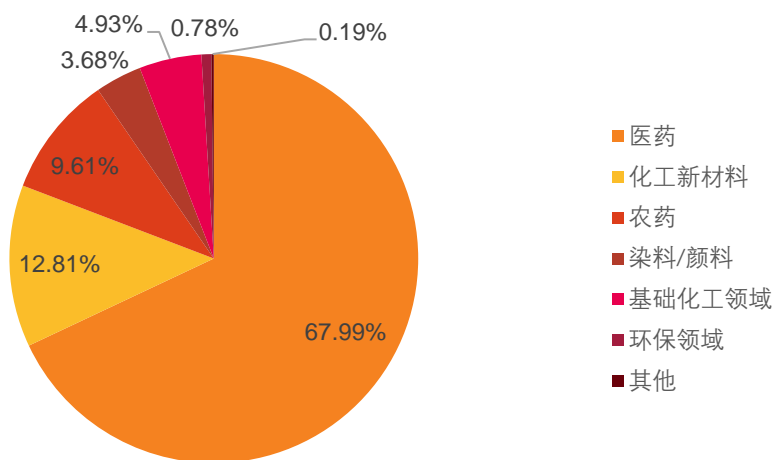
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 催化剂市场空间大，医药坐上快车道，化工提供广阔想象空间

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。根据市场研究机构 Ceresana 公司发表的研究成果显示，到 2021 年催化剂的总市场价值将增加到 220 亿美元以上，其中中国市场的增长率较高。据新思界产业研究中心发布的《2018-2023 年贵金属催化剂行业市场深度调研及投资前景预测报告》，预计 2023 年，中国贵金属催化剂行业的需求规模将扩大到 205.6 亿元。

贵金属催化剂的应用几乎涉及到各行各业，是国民经济发展的基础，根据公司招股说明书划分，贵金属催化剂应用主要分为精细化工、基础化工和环保材料三个重要领域。精细化工领域中医药领域为公司重要的收入来源，2020 年收入占比为 67.99%，除医药外精细化工领域占 2020 年收入比重为 26.10%，基础化工领域占比 4.93%，公司环保领域占比较低，仅为 0.78%。

图 4：公司医药业务占比高，业务领域广泛



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 8：公司业务领域拆分

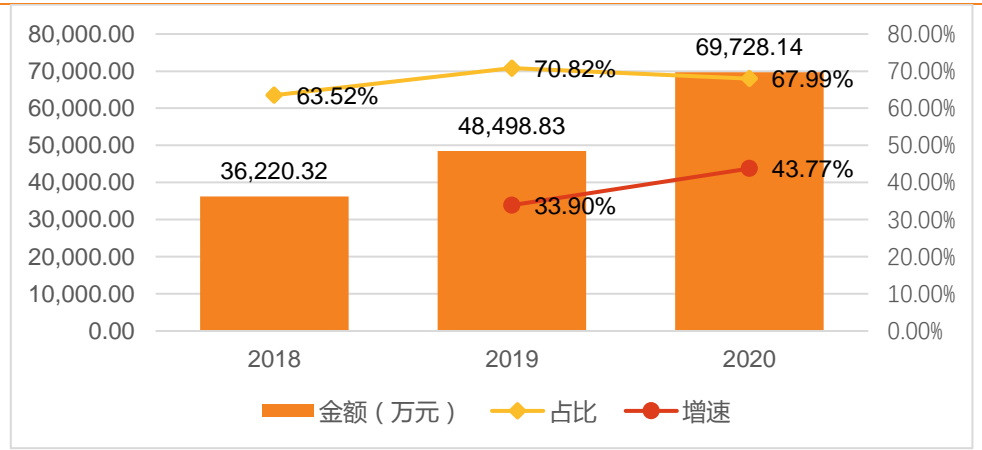
大类	细分类别	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
		金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
精细化工领域	医药	69,728.14	67.99%	48,498.83	70.82%	36,220.32	63.52%
	化工新材料	13,135.51	12.81%	9,661.20	14.11%	6,520.53	11.44%
	农药	9,859.26	9.61%	4,944.92	7.22%	8,306.98	14.57%
	染料/颜料	3,777.66	3.68%	3,677.75	5.37%	1,945.60	3.41%
基础化工领域		5,059.19	4.93%	973.55	1.42%	1,568.87	2.75%
环保领域		799	0.78%	458.59	0.67%	2,079.93	3.65%
其他		199.15	0.19%	266.67	0.39%	378.67	0.66%
	总计	102,557.92	100.00%	68,481.52	100.00%	57,020.90	100.00%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2.1. 医药领域的关键企业，发展进入快车道

医药领域是精细化工中贵金属催化剂最大的应用领域，也是公司贵金属催化剂主要收入来源，2020 年医药领域占收入比重为 67.99%，近两年该领域收入增速超过 30%，保持较快增长。公司在医药行业领域客户主要为国内 CDMO、原料药企业，包括齐鲁制药有限公司、海正药业、海翔药业、九洲药业、药明康德、健康元、华北制药、恒瑞医药、丽珠集团、普洛药业、浙江医药等，2020 年前五大客户中四家为医药企业。

图 5：医药领域占比高、增速快



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我国医药行业迎来快速增长期

伴随着全球后疫情时期的经济发展、总人口基数的增长、人口老龄化程度的提升以及大众健康意识的不断增强，全球医药行业规模将保持快速增长。根据 Frost & Sullivan 报告预测，全球制药市场的规模已由 2016 年的 11,536 亿美元增长至 2020 年的 13,841 亿美元，复合年增长率约 4.7%；预计至 2024 年将增长至 16,395 亿美元，2019 年至 2024 年的复合年增长率约 4.4%。

其中中国医药市场潜力大，我国人口基数大、老龄化呈上升态势，中国医药需求急剧加速。根据凯莱英年报预测，中国医药研发支出由 2014 年的 93 亿美元增至 2018 年的 174 亿美元，年复合增长率为 16.9%，预计 2023 年将达到 493 亿美元；2018 年占全球医药研发支出总额的 10.0%，预期该比例于 2023 年将增至 22.7%。

公司医药客户以原料药、CDMO 企业为主，这也源于原料药、CDMO 等以医药产品生产为主的企业创造了主要的催化剂需求，而**我国原料药、CDMO 行业有望迎来高于行业增速的快速发展期**。我国原料药领域迎来大机遇，根据美诺华年报预测，2019 年我国化学药品原药产量达到 276.9 万吨，同比增长 20.2%，而 2020 至 2024 年全球有将近 1600 亿美元专利药到期，全球仿制药市场规模的快速扩张，也极大推动了以我国为主的原料药生产国家的快速发展。**CDMO 领域也保持快速的增长**，美诺华年报预测，2019 年全球 CDMO 行业规模为 798 亿美元，同比增长 13.19%，而同期我国 CDMO 市场达到 441 亿元，同比增长 19.19%，未来我国 CDMO 领域发展仍将保持较高增速。

公司在医药领域仍将保持 30%以上较高增速

根据上述对医药行业分析，我国原料药及 CDMO 行业有望保持 20%以上的增速，公司所处行业赛道高增的情况下，公司通过行业客户数量的提升、客户自身业务占比的提升，在未来有望保持过去两年超过 30%的高增长，我们预计“十四五”期间，公司医药业务有望持续保持 30%以上增速。

1.2.2. 精细化工领域品种多，行业模式与医药类似，公司催化剂渗透有望多点开花

精细化工领域除医药外，还包括农药，涂料、油墨、染料、颜料及类似品，专用化学产品，化工新材料等多个领域。当前我国的发展模式已经由粗放式的高速增长转变为高质量发展阶段，化工领域的精细化率有望在“十四五”期间快速提升。中国化工学会

《2017-2025 年精细化工行业发展的设想与对策》中指出：美国、欧盟及日本精细化工率接近或超过 60%，我国计划到 2025 年将精细化工率提高到 55%。而催化剂在精细化工领域的应用非常广泛，随着我国精细化工率的提高，精细化工领域相关的催化剂也将迎来发展机遇期。

根据公司在招股说明书中预测，全球化工新材料年复合增速将保持 10%以上，而我国化工新材料领域增长高于全球增速，2019 年同比增长 15.4%；对于农药领域而言，催化剂用量有望从目前 50 吨左右，通过五年时间，快速增长至 100 吨以上；对于染料、颜料、涂料等领域增长则将保持年均 5%的增长。

公司精细化工领域催化剂增速有望高于医药领域

根据公司招股书披露，目前全球新材料行业市场规模 2019 年达到 2.82 万亿美金，是医药领域市场规模的 2 倍以上，而我国新材料领域总产值已经在 2019 年突破 4.5 万亿，2021 年有望突破 7 万亿，远高于医药领域市场规模。但公司除医药领域外 2020 年精细化工板块收入占比仅为 26.10%，较医药领域突破仍有较大空间，公司披露的主要合作客户中医药领域占比较高，而精细化工客户较少，未来精细化工领域客户拓展有望超过医药领域。

另外根据上述对精细化工行业分析，我们认为整体行业增速有望保持并超过全球 10%的复合增速，叠加客户拓展和占比提升，非医药领域精细化工贵金属催化剂的增长有望超过医药领域 30%的增速，取得更快的增长。

1.2.3. 基础化工是长期发展主战场，市场空间远大于现有业务，阻力与破局同在

化工产品生产过程中，85%以上的反应是在催化剂作用下进行的，贵金属催化剂在基础化工领域的重要地位不言而喻。基础化工领域贵金属催化剂使用量远高于精细化工和医药领域，原因在于其产量规模和反应装置大小是医药等精细化生产领域不可比拟的。下表展示了部分基础化工领域催化剂使用情况，部分领域催化剂用量达到千吨级别。

表 9：基础化工领域代表性催化剂

应用领域	下游市场发展情况	贵金属催化剂主要供应商	贵金属催化剂估计用量
石油重整催化剂	我国催化重整装置相应的加工能力从 2009 年的 3,089 万吨/年增加到 2018 年的 9,085 万吨/年。	中国石油化工股份有限公司石油化工科学研究院的 PS-VI 型催化剂是应用最广的连续重整催化剂。	约 1,500 吨/年
烷烃异构化用贵金属催化剂	国内异构化装置产能主要有华北石油 50 万吨/年、济南炼化 16 万吨/年、新海石化 27 万吨/年、金陵石化 48 万吨/年、滨化集团 80 万吨/年等。	双功能型金属/酸催化剂以贵金属 (Pt、Pd、Rh) 及非贵金属 (Co、Ni 等) 负载在分子筛，国外该类催化剂主要由 UOP、Mobil、壳牌生产，国内则主要为中石化研发生产。	约 150 吨/年
煤制乙二醇用钨氧化铝催化剂	目前国内煤制乙二醇年产能约 443 万吨，在建产能约 1,034 万吨/年。	日本高化学因工艺先进，催化剂性能好，占据国内主要市场份额。	约 7,200 吨/年
烷烃脱氢用铂系催化剂	未来 5 年内国内丙烷脱氢采用美国 UOP 技术的产能预计将达到 830 万吨每年。	目前国内已经投产的丙烷和混合烷脱氢项目所用催化剂几乎全部都被国外公司所垄断。我国对新型高效丙烷脱氢制丙烯催化剂的国产化需求非常迫切。	约 1,400 吨/年
PTA 加氢精制用钨炭催化剂	2019 年国内 PTA 有效产能达到 5,013.5 万吨/年。	国内市场进口催化剂主要有美国的 CBA 系列、意大利的 MPB5-HD、日本的 PTA-1500 等铂碳催化剂。国内 PTA 加氢精制催化剂主要生产单位有中国石化上海石化科技开发公司和南化集团研究院等。	约 750 吨/年

醋酸合成用碘化铈催化剂	目前,我国醋酸的总生产能力达到 1,071 万吨/年,其中采用甲醇羰基化法的生产能力达到 1,020 万吨/年。	国内市场主要由庄信万丰 (Johnson Matthey)、贺利氏 (Heraeus)、优美科 (Umicore) 等国外企业供应。	约 6 吨/年
丁辛醇用铈系催化剂	2018 年我国丁辛醇产能达到 510 万吨/年,生产企业主要集中在万华化学、齐鲁石化、山东建兰、鲁西化工、天津渤化永利等公司。	丁辛醇装置所用铈催化剂基本是陶氏化学、英国戴维、日本三菱公司占据主要市场。	约 6 吨/年
高纯氯乙酸用钨炭催化剂	随着国家环保政策日益严格及下游对高品质氯乙酸的需求不断增加促进先进的连续法氯乙酸产能陆续项目落地,目前,连续法氯乙酸产能已经达到 53 万吨/年,未来两年内,国内氯乙酸新增产能约 28 万吨/年。	70%市场约由巴斯夫提供,剩余主要由西安凯立提供。	约 30 吨/年

资料来源:招股说明书,天风证券研究所

基础化工领域催化剂壁垒高

催化剂是化工生产的核心,而基础化工领域的催化剂更是全球企业激烈竞争的核心领域,进入门槛高、客户粘性大是这个领域的特点。我们将基础化工领域进入壁垒总结为以下四点:

1) 国际巨头已有百年发展史

化学工业的发展与催化剂工业的发展是伴生的,催化剂工业的发展史也是一部化学工业的发展史,如巴斯夫 (BASF) 等国际化工巨头已在化工领域发展近 200 年,在基础化工催化领域的长期技术积累塑造了时间堆积起的技术门槛,是后来者难以快速逾越的。

表 10: 全球催化剂龙头已发展百年

海外巨头	所属国家	催化剂涉及领域	公司简介
庄信万丰 (Johnson Matthey)	英国	基础化工、环保领域、精细化工	公司于 1817 年在伦敦建立,为全球最大的铂系金属提纯及分销商,致力于发展催化剂、贵金属、活性药物成分 (APIs) 等核心技术产品的专用化学品公司。旗下拥有空气净化部、高效资源部、健康部和新市场部四大主营部门,分别涉及汽车尾气催化净化、油气资源的提取利用、APIs 等药品研发、燃料电池技术系统四个领域。庄信万丰在中国上海成立了三家子公司,分别是庄信万丰 (上海) 化工有限公司、庄信万丰 (上海) 催化剂有限公司以及庄信万丰雅洁隆 (上海) 环保技术有限公司。这三家子公司负责在中国地区的汽车尾气催化剂、贵金属和贵金属催化剂的生产和销售业务。
赢创 (Evonik)	德国	基础化工、精细化工	主要从事特种化工产品的研发、生产和销售,目前,赢创在中国拥有 11 个生产基地。
美国 UOP	美国	基础化工	UOP 隶属于霍尼韦尔特性材料和技术集团,拥有 3,000 多项活跃专利,服务网络遍及全球,在采用突破性化学和工程技术来推动全球经济增长上拥有百年经验。主要催化剂包括:催化重整催化剂、C4 异构化催化剂、C5 和 C6 异构化催化剂、二甲苯异构化催化剂、加氢裂化催化剂有加氢裂化和缓和加氢裂化两类、加氢处理催化剂、油品脱硫剂、硫磺回收、尾气转化和其他炼油吸附剂等。
巴斯夫 (BASF)	德国	基础化工、环保领域、精细化工	公司创立于 1865 年,是全球最大的跨国化工企业之一,主要业务覆盖化学品及塑料、天然气、植保剂和医药等,保健及营养,染料及整理剂,化学品,塑料及纤维,石油及天然气等领域。催化剂业务包含汽车尾气催化剂、化工催化剂和炼油催化剂等。

资料来源:招股说明书,天风证券研究所

2) 化工巨头多自备催化剂研发生产部门

基础化工领域经过百年发展,已经形成了全球化、多元化发展的国际巨头,海外的巴斯夫,国内的中国石化、万华化学等已然在深耕的领域拥有话语权,而催化剂作为化工生

产的核心，多数像中国石化类型的企业已经在内部形成了催化剂生产、研发一体的部门，PTA、催化重整等重要催化剂中石化内部研发部门均涉足并生产满足自用。

3) 生产工艺包中已经包括催化剂

我国部分化工企业工艺技术来源于海外主流工艺技术提供商，在购买的技术工艺包中就已经提供了相关反应的催化剂，而工艺包应用中不会轻易替换。例如卫星石化募投的 40 万吨/年 HDPE 装置选用的利安德巴塞尔 (Lyondellbasell) 的 Hostalen ACP 低压淤浆工艺技术，该工艺授权协议中就包含所使用催化剂。而像 UOP 等催化剂领域国际龙头企业在向国内企业提供技术工艺包的同时也会提供相应催化剂。

4) 化工产值大，更换催化剂或造成不小代价

基础化工行业单套装置产值远大于医药和精细化工领域的生产装置，若更换催化剂不当，则会造成较大损失，更换催化剂的试错成本大于催化剂本身的价值，而医药和精细化工领域的试错成本则低一些。因此化工企业对于所用催化剂的品种拥有较高的粘性。

高壁垒的基础化工领域如何破局

上述分析中，我们不难发现基础化工领域催化剂替代拥有较高的壁垒，虽然市场空间广阔，但分享广阔市场空间仍需对基础化工领域壁垒进行破局行动，我们认为凯立新材在依托自身研发型企业的优势，有望通过下述几种方式突破基础化工领域壁垒，形成快速增长：

1) 政策驱动下的催化剂替换

聚氯乙烯 (PVC) 催化剂可能作为基础化工领域很好的突破口，原因在于政策驱动下该领域存在催化剂强制替换需求。PVC 是全球第二大通用性合成树脂，截至 2018 年末，国内 PVC 总产能达到 2,404 万吨，总产量约 1,874 万吨，主流生产工艺为电石法 (乙炔法)，以氯化汞作为催化剂的活性组分，虽然成本低，但对生态环境造成严重污染。

我国作为《水俣公约》的缔约国，需在 2025 年之前淘汰使用汞或汞化合物的生产氯碱，我国计划将在“十四五”期间推行无汞催化剂，将彻底替代含汞催化剂。根据公司保守估计，PVC 无汞催化剂需求量将会达到 1 万吨，市场前景非常广阔，而公司 2017 年便开始对 PVC 市场金炭催化剂、钌基催化剂进行研制，目前已经在两家企业进行侧线验证。因环保原因导致政策驱动的催化剂更换可以作为突破口，破局行业壁垒。

表 11：水俣公约第五条第二款-附件 B-第一部分

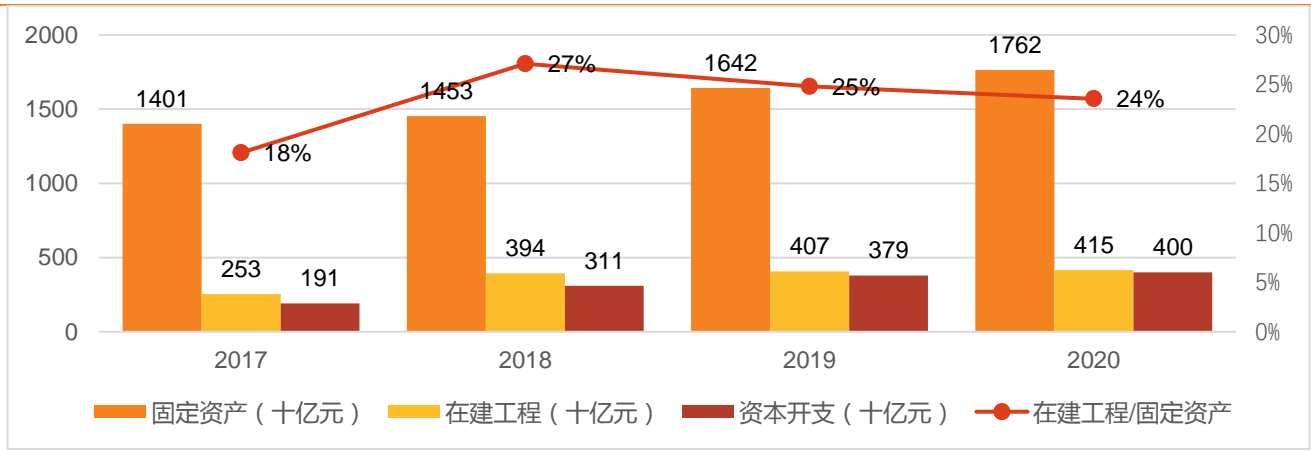
使用汞或汞化合物的生产工艺	淘汰时间
氯碱生产	2025 年
使用汞或汞化合物作为催化剂的乙醛生产	2018 年

资料来源：《水俣公约》，天风证券研究所

2) 技术层面的改进，从新建装置开始迈入

公司受让或委托开发的催化剂技术需要从小试研究、中试放大、生产工艺设计和调试开车等各个环节落地后方可实现产业化，而进入基础化工装置更加可行的方式，是通过与下游企业新装置小试阶段配合研发而进入。随着我国基础化工产业由粗放发展进入高质量发展阶段，产业升级带来的新工艺、新产品将为催化剂行业打开一个国产化的大门。

图 6：化工企业在建工程及资本开支情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们对申万化工指数成分股的在建工程比例、资本开支情况进行分析,自 2018 年以来在建工程占固定资产比例持续维持 20%以上,全行业上市公司资本开支保持持续增长,未来大量化工装置开建为凯立等贵金属催化剂企业提供了进入主流企业的重要机遇。

根据公司披露,我国化工代表型企业万华化学已经成为公司主要客户之一,万华化学主要的生产装置中,苯胺等催化剂已经是公司重点突破的领域,万华化学在 2020 年年报中也披露苯胺等装置已经实现催化剂的自主替代和单耗降低。未来随着公司与国内主要基础化工企业的配合更加深入,并伴随着我国基础化工领域新装置不断投产,公司有望通过技术改造和新装置投产进入基础化工领域。

3) 形成共同研发体系,靠近客户深度绑定

公司除生产销售、加工贵金属催化剂业务外,应用技术研发也是公司重要的业务组成部分,公司为客户提供的应用技术的开发和资讯、工艺改进等服务可以成为进入客户体系的重要突破口。相比海外催化剂巨头而言,公司一方面可以依托股东西北院带来的强大研发体系、另一方面在国内靠近客户带来的快速响应速度,从而更好突破客户壁垒,实现与客户的深度绑定,以技术创新推动公司催化剂产品销售规模的持续稳定增长。

4) 扩大建设贵金属回收体系是突破口

因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,发达国家均把贵金属二次资源回收作为一个重要的产业关键环节加以布局和支持。据统计,世界上 70%的铑、40%的铂和 50%的钯都应用于催化剂的制备,因此含贵金属的催化剂的回收尤为重要,特别是对于我国这样贵金属资源匮乏的国家而言,贵金属回收具有较大的经济价值。更加重要的是贵金属回收可大幅降低客户成本和资金压力,因此提供贵金属回收服务可以作为进入基础化工领域重要的突破口。

凯立在贵金属回收领域优势明显,公司在贵金属回收、分离提纯技术方面拥有自主研发核心发明专利 3 项,其研发的焚烧富集、回收提纯贵金属专用设备及形成的湿法回收工艺技术,可以使贵金属安全、环保、高效的进行回收提纯,在行业内优势明显。公司通过首发上市募集资金投资新建贵金属循环加工项目,扩大贵金属回收产能,体现出公司在贵金属回收领域更加深入的布局。

凯立依托在国内贵金属回收优势,可为客户提供更加深入的服务,降低客户生产成本,增加客户粘性,进入新客户,并且通过加工模式渗透,减少自身贵金属周转带来的成本抬升。

基础化工市场:真正的长坡厚雪、破局可期

基础化工领域催化剂市场空间远大于医药或其他精细化工领域,而这一赛道中集中了全球领先的化工巨头,具有较高的壁垒。而近些年我国基础化工领域快速发展、国家政策推动的环保催化剂快速渗透都为公司带来难得的突破窗口期,而凯立新材在贵金属回收

领域的优势、同客户形成共同研发体系优势等也为凯立基础化工领域布局提供了坚实的基础。我们认为凯立新材未来在基础化工领域大有可为，由于基数较低和突破后体量较大等原因，“十四五”期间其增速有望超过精细化工及医药领域，并成为公司超过 5 年以上的长期发展最重要的领域之一。

2. 国有科研院所企业，员工持股占主导

2.1. 公司发展历史和股权结构

公司前身为“西北有色金属研究院催化剂研究所”，该所开创了贵金属催化剂国产化研究的先河，在公司超过 60 年的发展进程中，先后承担了国家级、重点企业的贵金属催化研发任务，期间获得殊荣无数。期间经过院所改制、股份制改革、职工持股、引入战略投资者、“新三板”上市等股权形式变化，目前公司为陕西省财政厅实际控制，并有大量员工持股。

2.1.1. 公司发展历史及西北院介绍

公司前身为“西北有色金属研究院催化剂研究所”，最早始建于 1965 年定名为“冶金工业部有色金属研究院第一分院”，1988 年与西安有色金属研究所合并为西北有色金属研究院。2002 年由西北院及西北院工会共同出资成立了西安凯立新材有限公司，西北院及西北院工会分别持股 56%和 44%；2002 年至 2015 年期间，公司经多次增资和股权转让，引入主要管理人员及西北院和子公司骨干员工，股份制改革之前，多数员工是通过主要管理人员代持股份的方式持股；2015 年经过股份制改革后，由凯立有限整体变更为股份有限公司，并解除员工代持股份；股份制改革后的当年（2015 年）股份公司在“新三板”挂牌，并与 2021 年转板科创板，正式成为科创板公开上市公司。

图 7：公司发展历程



资料来源：公司官网（***为保密攻关项目），招股说明书，天风证券研究所

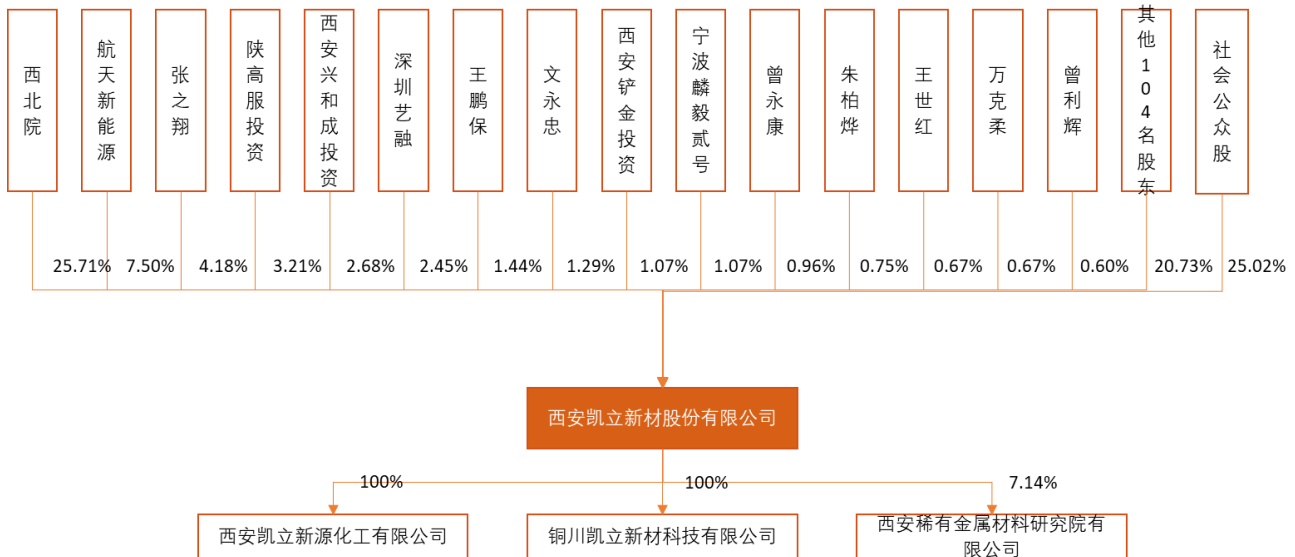
凯立新材控股股东为西北有色金属研究院，其前身最早可追溯至 1965 年坐落在宝鸡的“冶金工业部有色金属研究院第一分院”，该院与西安有色金属研究所 1988 年合并成立西北有色金属研究院。西北院经过多次主管部门变更，最终于 2000 年正式下放给陕西省管理，实际控制人经多次转让，最终确立为陕西省财政厅，并由陕西省科技厅作为业务主管部门。

西北有色金属研究院是我国重要的稀有金属材料研究基地和行业技术开发中心，地处西安、宝鸡两地五区。院所经过 50 多年的发展，已成为一个由具有较强综合科技实力的国家级重点研究院、工程研究中心和若干产业化公司组成的大型科技集团，形成了基础研究、工程化和产业化“三位一体”的发展模式。旗下拥有 14 家科研机构，下属参（控）股公司包括西部超导、西部材料、西部宝德三家上市公司，及十余家非上市公司，并建设了 48 个国家级和省级创新平台，形成了国内最大的稀有金属新材料科研、生产基地，并荣获多项国家级殊荣。

2.1.2. 公司股权结构

国有控股，大量员工、骨干人员持股，使得公司在成长后有靠山、前有动力。

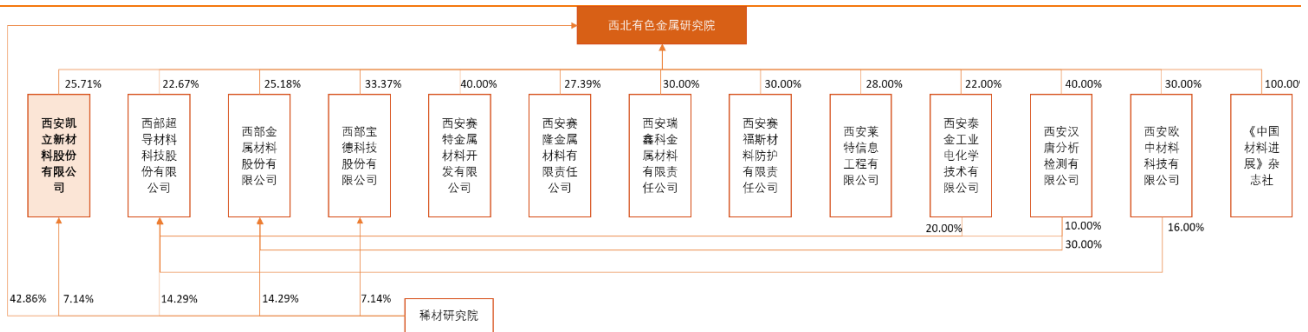
图 8：公司股权结构



资料来源：招股说明书（股权结构为上市后股权比例，2021年6月23日），天风证券研究所

公司控股股东为西北院，向上穿透至实际控制人为陕西省财政厅，为国有控股企业，这为公司在研发投入和院所内部企业间配合创造了更加有利的条件。

图 9：西北院参控股公司



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

西北院下属参（控）股企业 14 家，其中包括凯立新材、西部超导、西部材料和西部宝德四家上市公司，及 10 家金属材料相关研发、生产企业。西北院丰富的科研创新、生产销售资源也为凯立新材在技术研发和生产销售提供了大量资源。

股权结构中更加值得关注的是超过百位公司骨干及高管人员持股，包括董事长张之翔、总经理曾永康及多为副总经理在内的高管人员均持有公司股份。这源于公司在 2015 年股份制改革之前，多次增资转让股份至核心员工，使得公司包括高管在内的个人股东整体持股比例较高，甚至高于西北院所持股份比例。较高比例的员工持股为公司持续发展注入了活力，公司健康持续发展直接与广大员工息息相关，管理层更加有动力保持公司发展活力，持续为股东创造高额回报。

3. 财务报表抽丝剥茧，多个指标体现公司真实力

3.1. 收入和利润高速增长，各项业务均衡发展

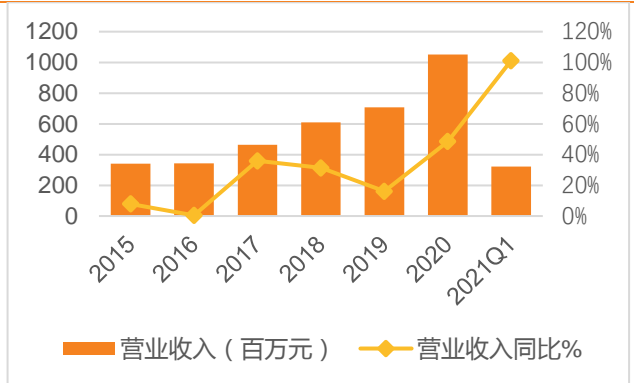
公司收入和利润体量保持高速增长，收入和利润水平过去 5 年分别保持年化 25%和 35%的超高增速，而公司 ROE 和 ROIC 在 2020 年实现 32%和 24%，体现较高盈利能力。按照不同方式的收入结构拆分后，可看出公司医药业务领域的优势以及未来在基础化工等领域具备的潜在发展能力。

3.1.1. 盈利能力强，盈利水平展现快速增长态势

公司 2015 年以来，收入、利润水平保持良好增长态势，收入水平年化复合增速为 25%，

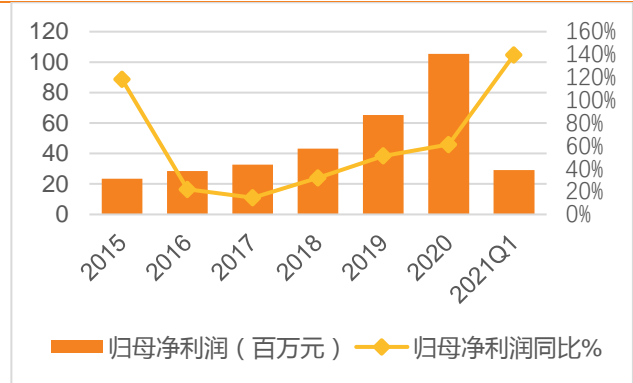
净利润复合增速 35%。因贵金属占成本比重较高，公司整体毛利率和净利率水平较低，2020 年毛利率、净利率分别为 17%和 10%，但毛利率和净利率水平并未能真正反映公司盈利水平，较高且不断上行的 ROE 和 ROIC 水平更能体现出公司盈利能力，2020 年公司摊薄 ROE 和 ROIC 分别为 32%和 24%。

图 10：公司收入保持 25%以上年复合增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

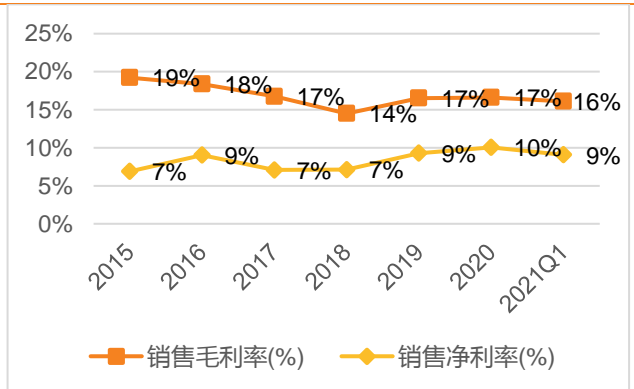
图 11：公司净利润水平保持 29%较快增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

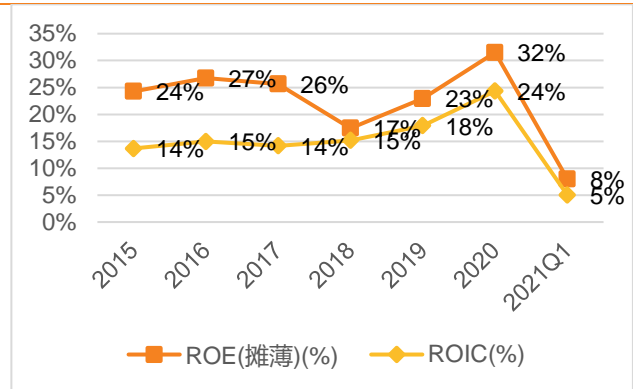
公司收入和利润水平近年来保持较快增长，自 2015 年以来，公司收入、利润复合增速分别达到了 25%和 35%，2020 年收入和利润体量达到了 10.52 亿和 1.05 亿元，同比增长 49%和 61%，而 2021Q1 收入和利润达到了 3.21 亿和 0.29 亿元，不仅绝对量创历史新高，101%和 140%的增速也创造了 2015 年以来最快增长速度。

图 12：毛利率和净利率稳定但较低



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：ROE 和 ROIC 水平较高并持续向好



资料来源：Wind，天风证券研究所

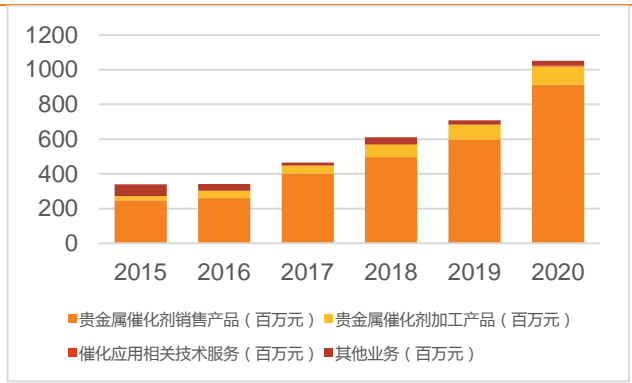
公司盈利能力方面，毛利率和净利率较低，根据我们前述分析主要原因与公司较高的贵金属成本占比有关，并不能较好反映公司盈利特点，除我们此前分析过的业务拆分看毛利率和看公司单位销售毛利水平外，较高的 ROE 和 ROIC 水平可以体现出公司在行业中较高的盈利能力。2020 年公司摊薄 ROE 和 ROIC 分别达到 32%和 24%，均创近年来新高，并连续三年保持增长态势，在 2021Q1 公司保持了较高的投资回报水平，更加反映出公司盈利能力与收入体量保持了较好的同步增长态势。

3.1.2. 业务按照三种方式拆分，销售模式占比高，均相/多项 1:2，医药业务占大头

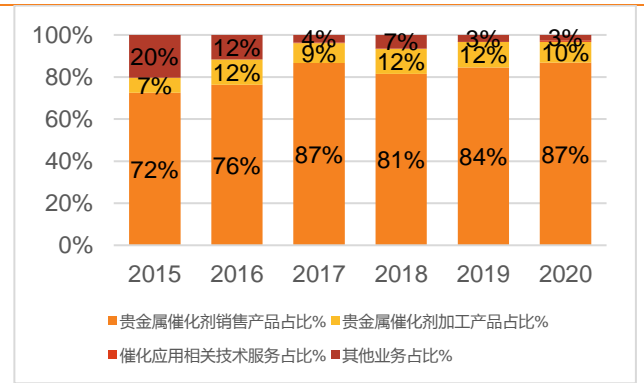
我们按照公司业务模式、催化剂种类和下游应用领域，将公司业务进行拆分。业务模式方面：贵金属催化销售占收入比重 87%，而加工业务占比约 10%；催化剂种类方面：多项催化剂占收入比重 67%，均相催化剂占比 32%，而技术服务占比不足 1%；下游应用领域方面：医药占比 67.99%，为公司最主要下游应用领域，化工新材料、农药、染料/颜料、基础化工和能源环保占比分别为 12.81%、9.61%、3.68%、4.93%和 0.78%，均有较大提升潜力。

图 14：按业务模式拆分公司业务

图 15：贵金属销售占比最高，加工模式次之



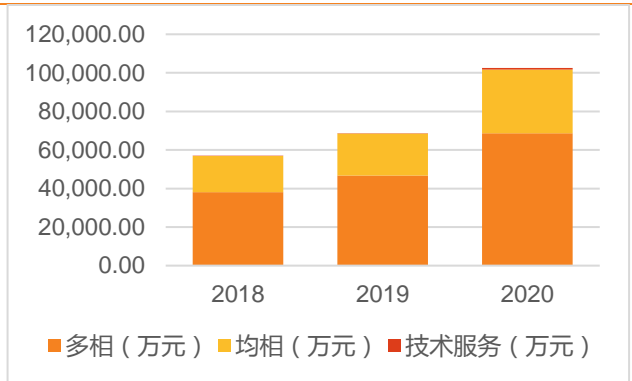
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

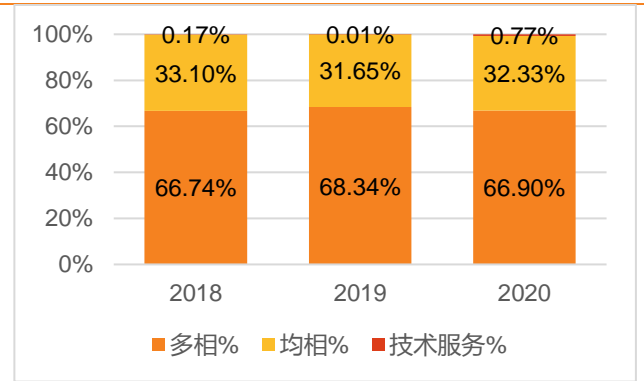
按照公司销售模式划分, 公司业务可分为贵金属催化剂销售产品、贵金属催化剂加工产品和催化剂应用相关技术服务, 2020 年三个板块占比分别为 86.8%、10.0%和 0.80%。催化剂销售和催化剂加工业务近 6 年来保持较高增速增长, 分别创造年化 30%和 34%的复合增长速度, 因各自增速不同导致各销售模式占比出现小幅波动, 而近三年来随着公司业务体量的壮大, 贵金属催化剂销售业务比重在持续上升。

图 16: 按照催化剂种类拆分公司业务



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

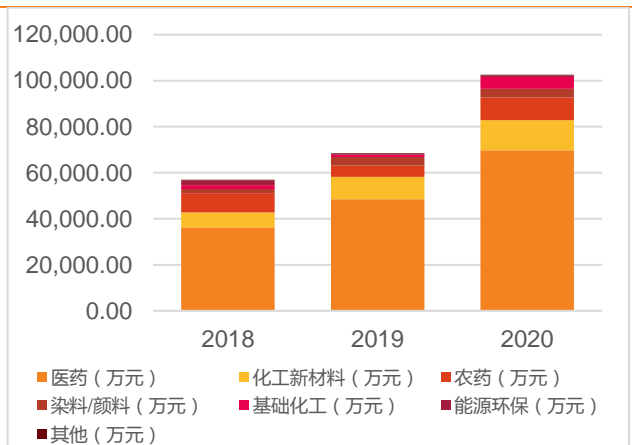
图 17: 多相催化剂占主导, 比例保持稳定



资料来源: Wind, 天风证券研究所

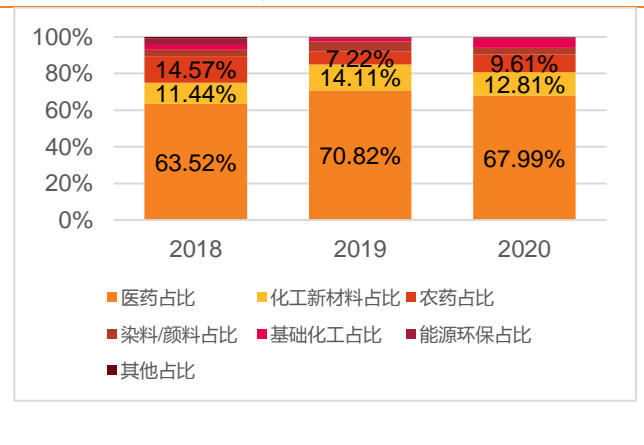
按照催化剂种类划分, 公司所销售催化剂可分为多相催化剂与均相催化剂 (我们在上文已分析过两种催化剂区别), 并包含少量技术服务收入。2020 年多项/均相催化剂分别占比为 66.9%和 32.3%, 并在过去 3 年保持较为稳定的 2/3 和 1/3 比例的格局。

图 18: 按照下游应用领域拆分公司业务



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 19: 医药收入占比最高, 精细化工次之



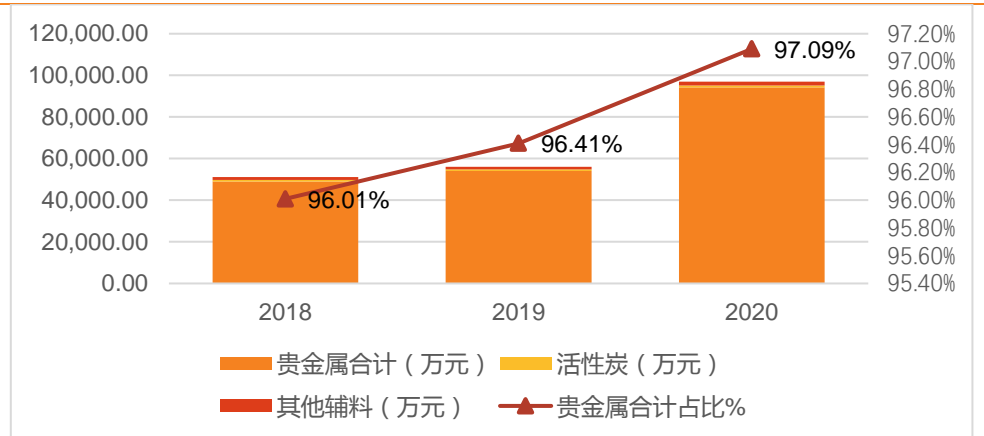
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

按照下游应用领域划分, 公司医药业务占主导地位, 2020 年医药占比为 67.99%, 公司在该领域的收入贡献了大部分收入和利润。除医药领域外, 精细化工板块的化工新材料、农药、染料/颜料分别占公司收入比重为 12.81%、9.61%和 3.68%, 而基础化工领域 2020 年仅占公司收入比重的 4.93%, 具备较大提升空间。

3.1.3. 成本端贵金属占大头，贵金属采购价格近年来呈涨势

我们上文多次分析，公司收入和成本中贵金属价格占比较高，而贵金属价格波动也导致公司收入体量和毛利率出现波动，将原材料成本拆分后可看出，公司贵金属采购成本占总成本比重超过 96%，而随着贵金属价格逐年上升呈上升趋势。

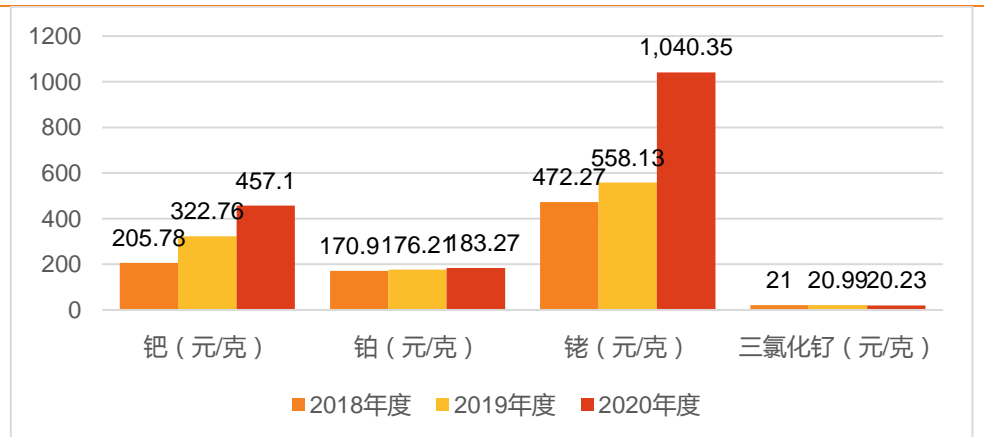
图 20：贵金属占总成本比重较高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

根据公司招股书披露的主要贵金属采购价格，可以看出除三氯化钨外，主要的贵金属钼、铂和铑连续三年保持上涨态势，从而造成了我们此前分析的销售业务毛利率出现较大波动，但根据此前分析，贵金属价格的上涨对于销售业务毛利没有影响，主要由下游客户承担，而销售业务每千克产生毛利的水平在近三年保持了较高的增长，更加体现出贵金属价格波动对于公司盈利的扰动有限。

图 21：公司贵金属采购价格连年上涨



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 12：贵金属催化剂销售业务单位毛利稳步上升

贵金属催化剂销售	2018 年	2019 年	2020 年
收入 (万元)	49,706.69	59,853.32	91,294.27
占比	87.17%	87.4%	89.02%
销量 (千克)	32,254.36	31,752.81	38,556.96
单价 (万元/千克)	1.54	1.88	2.37
毛利	5,400.00	7,808.00	11,320.00
单位毛利 (万元/千克)	16.74	24.59	29.36
毛利率	10.86%	13.05%	12.40%

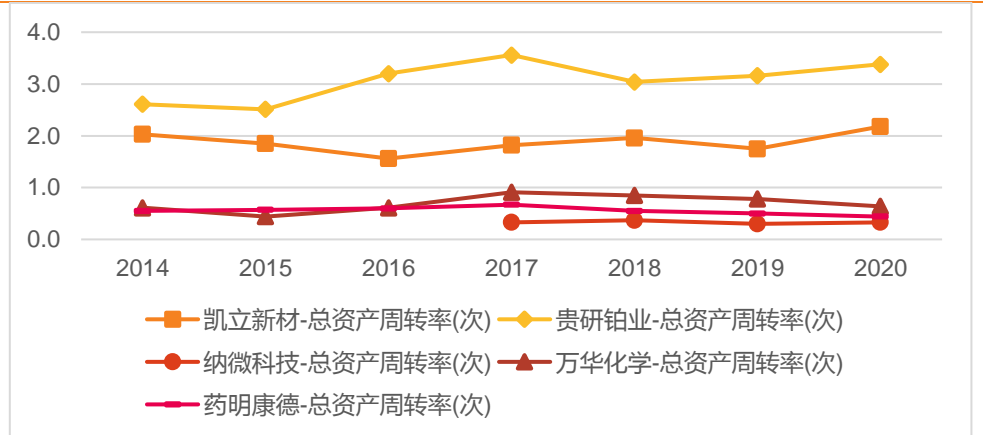
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 各项指标行业领先，展现公司高效运营能力

3.2.1. 公司运营能力行业特点明显，高资产周转和存货周转率、运营周期短

公司所处贵金属加工行业存在明显行业特征，其中高资产周转率、高存货周转率与行业可比公司一致，运营周期方面公司行业内处于较短水平，资金周转压力相较而言较小。

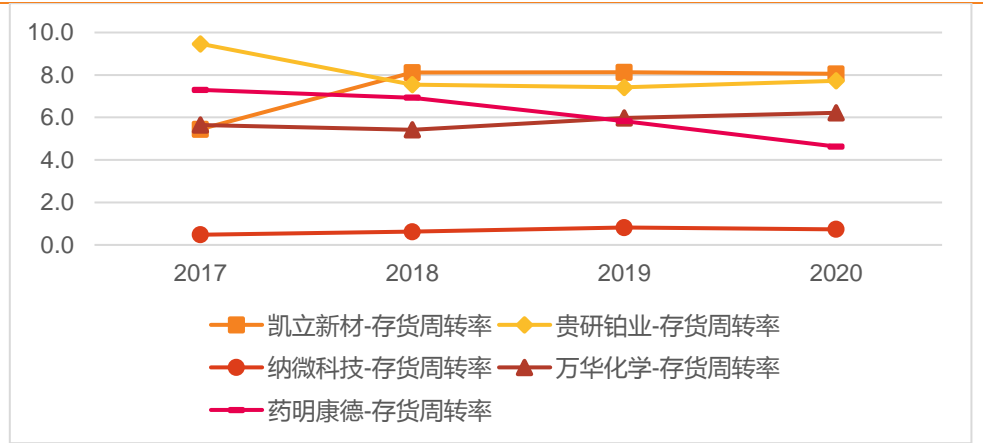
图 22：公司资产周转率较高，行业特征明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 2020 年资产周转率为 2.2 次，与贵研铂业同属于贵金属加工业务，高周转的行业特征明显，与药明康德、万华化学等下游行业客户周转属性不同，属于轻资产运营行业。

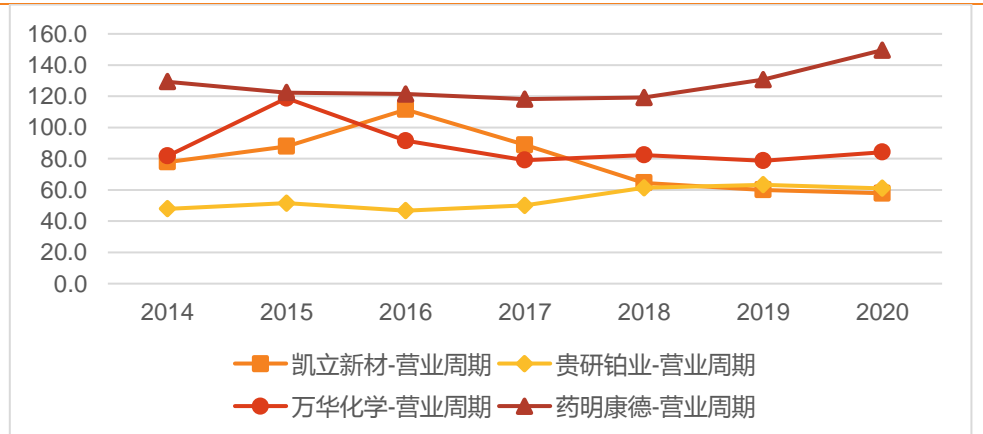
图 23：公司存货周转率较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 2020 年存货周转率为 8.1 次，为可比公司和下游行业代表公司中最高周转率的公司，与贵研铂业等可比同类型公司具有相同的行业特征。而存货主要以贵金属为主，2020 年存货中贵金属占比为 96.31%，较高的存货周转能够降低公司存货跌价风险。我们从公司存货中也可以明显发现周转材料占比超过 50%，均为客户尚未归还的贵金属，这与公司加工业务的特点也直接相关。

图 24：公司营业周期较短



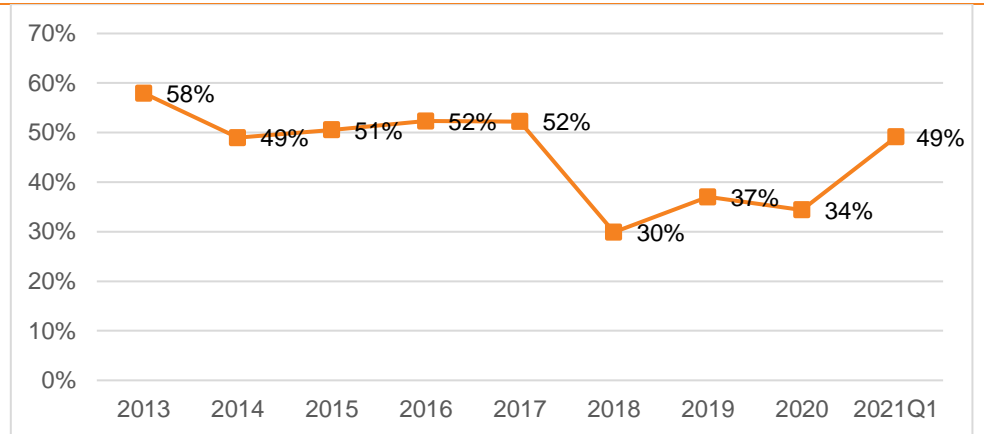
资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司 2020 营业周期为 57.9 天, 在可比公司及下游代表企业中处于最短, 较短的营业周期展现出公司快速的账款的回收能力和较好的现金周转水平, 使得公司发展更加从容和游刃有余。

3.2.2. 公司资产负债率持续降低, 一季度举债增加负债, 现金流表现良好

公司资产负债率 2018 年之前一直维持 50%左右的水平, 而 2018 年以来通过偿还债务将资产负债率降低至 40%以内, 2021Q1 短期融资的增加使得资产负债率出现季度性增加, 但原材料的采购也会使得公司在短期债务方面存在季度变动, 从近些年表现而言资产负债率保持较低水平, 并随着 IPO 融资款到账后进一步降低, 为未来资本开支打下基础。

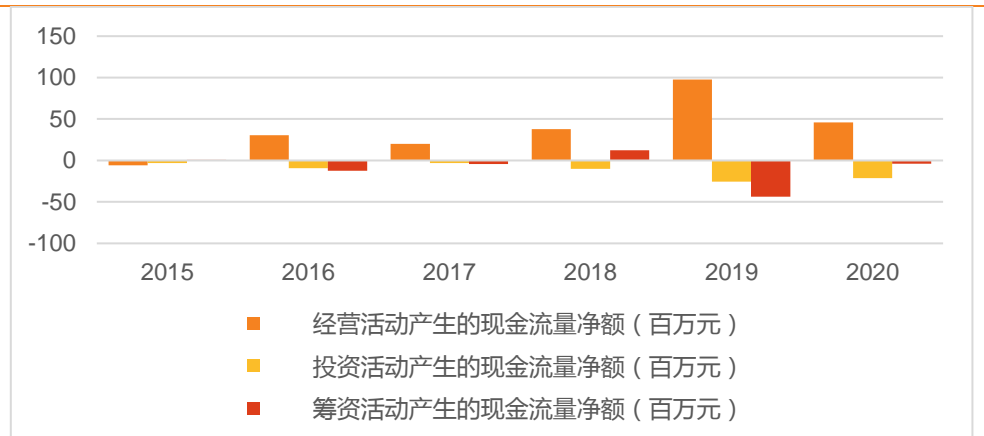
图 25: 公司资产负债率下台阶



资料来源: Wind, 天风证券研究所

现金流方面, 2016 年以来, 公司较好的经营活动现金流水平为公司资本开支和偿还债务提供了基础。因贵金属采购占用大量现金流, 公司良好的现金流情况也为公司未来快速扩张提供了成长基础。

图 26: 较好的现金流水平



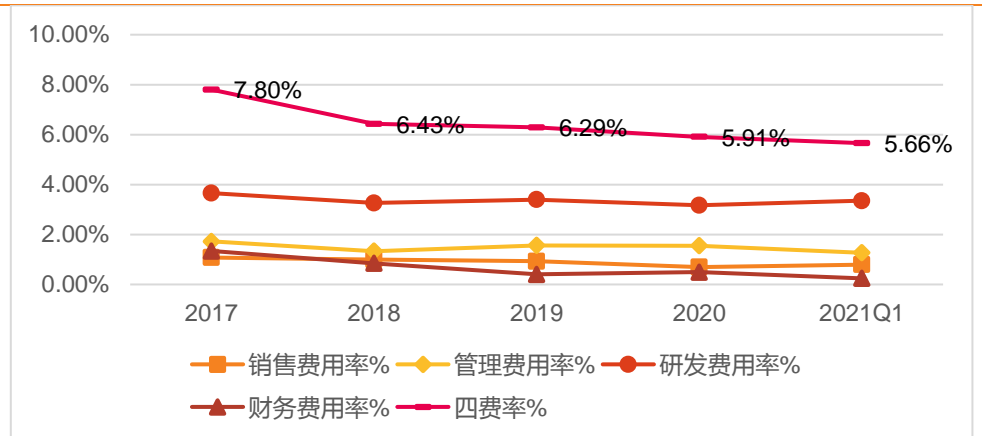
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.3. 销售费用低, 管理成本低, 体现公司管理特点

2017 年以来公司四费率持续降低, 2020 年四费率为 5.91%, 较低的费用也源自于公司销售、管理方面精简高效的风格。其中管理费用率常年维持 1%左右, 也可体现出公司产品具备较高市场认可度和议价能力。

公司销售费用 2020 年产生 731 万元, 占营业收入的比重不足 1%, 而 2013 年以来公司一直维持 1%左右的销售费用, 也体现出公司产品在客户推广的过程中具有较高的认可度, 而根据公司招股书披露, 2020 年公司销售人员仅 14 人, 占公司总人数的比例为 7%, 也可体现出公司产品销售方面具备议价能力的特点。

图 27：公司四费率持续降低，管理费用率低



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 投资逻辑再梳理

根据我们上述对于公司整体业务情况、行业发展态势、公司发展历程和股东结构以及财务状况的分析，我们将公司的投资逻辑重新整理为三点：1、医药生产企业的核心研发单元，公司受益于行业快速增长；2、基础化工业务潜力无限，公司拥有快速破局实力，贵金属回收值得重点关注；3、抽丝剥茧后，展现优质公司应有能力；

催化剂是医药生产企业的核心研发单元，公司受益于医药行业快速增长

贵金属催化剂在 CDMO、原料药企业中属于核心研发单元，而凯立新材通过与国内药企的共同研发和深度合作，已经在医药领域拥有举足轻重的地位，未来随着 CDMO、原料药在国内的快速发展，行业发展有望保持 20%左右增速，再叠加公司客户拓展和渗透率的提升，未来公司医药领域业务有望维持 30%以上增速，凯立新材或将充分受益于医药板块快速发展，走上快速成长之路。

基础化工催化剂业务潜力无限，通过展现公司核心优势，未来有快速破局能力

基础化工领域是贵金属催化剂主要的应用领域，其用量比医药和其他精细化工领域高两个数量级，相对应也拥有较高的壁垒。凯立新材依托其贵金属回收能力、企业深度合作能力和背后强大的研发实力，部分产品已经有所突破。而随着国家政策对含汞催化剂强制退出的要求，我国基础化工领域高端化产品的突破，以及高强度资本开支下新装置对催化剂需求的增加，未来基础化工领域有望迎来破局的机遇期，公司有望快速进入基础化工领域，并实现更高量级的跃升。

抽丝剥茧后，展现出公司强大的实力

我们对公司股东背景、业务模式、财务指标等进行详细的分析后，不难发现公司的亮点，这些亮点展现出的是公司真正的实力。**股东背景方面**：国有科研院所作为大股东，研发实力国内领先，超过 30%的员工持股，充分发挥管理层的主观能动性；**财务指标方面**：收入和毛利率并未真正展现公司盈利特点，而返璞归真后，公司较高且持续增长的单位销售净毛利，以及较高的贵金属加工业务毛利率可真正展现盈利水平，较高的 ROE 和 ROIC 水平，领先于行业的周转效率，良好的现金流水平，较低的四费率等指标也从不同方面展现出公司在生产、管理、研发方面的硬实力。

公司是厚雪长坡的稀缺成长股，未来发展可期

凯立新材所处催化剂赛道拥有国产化动力和大空间的想象力，而公司又是厚雪长坡的赛道中拥有硬实力的稀缺成长股，我们相信不论从短期角度，还是中长期角度来看，公司业务的发展能为股东和投资者带来丰厚的回报，未来发展可期。

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测

我们将公司医药、精细化工及基础化工业务进行拆分并预计三项主要业务领域将保持 35%/40%/80%复合增速，基础化工领域增速较高原因主要系收入占比较小、基数较低导致。按照公司贵金属催化剂销售业务和加工业务划分，我们预计未来销售业务仍将保持 85%收入比例，剩余 15%以加工业务为主，其他业务预计与 2020 年盈利水平持平。

按照以上假设及预期，我们预计公司 2021-2023 年将实现营业收入 14.17/20.05/27.35 亿元，实现归母净利润 1.52/2.12/2.97 亿元，分板块盈利预期见下表：

表 13：公司业务拆分

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
按照下游领域划分								
1、医药板块收入	百万元	362.20	484.99	697.28	906.47	1,178.41	1,531.93	1,991.51
2、精细化工板块（除医药）收入	百万元	167.731	182.838	267.724	374.814	524.7396	734.635479	1028.48967
3、基础化工板块收入	百万元	15.6887	9.7355	50.5919	91.0654	163.9177	295.051960	531.093529
4、环保板块收入	百万元	20.7993	4.5859	7.99	7.99	7.99	7.99	7.99
5、其他收入	百万元	3.7867	2.6667	1.9915	1.9915	1.9915	1.9915	1.9915
按照销售业务划分								
一、贵金属催化剂销售业务		单位						
收入	百万元	497.1	598.5	912.9	1175.0	1689.3	2314.4	3205.0
成本	百万元	443.1	520.5	799.7	1022.2	1469.7	2013.6	2788.3
毛利	百万元	54.0	78.1	113.2	152.7	219.6	300.9	416.6
毛利率	%	10.9%	13.0%	12.4%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
二、贵金属催化剂加工业务		单位						
收入	百万元	72.2	86.2	104.7	207.3	281.6	385.7	534.2
成本	百万元	37.6	45.5	49.4	99.5	140.8	192.9	267.1
毛利	百万元	34.6	40.7	55.3	107.8	140.8	192.9	267.1
毛利率	%	48.0%	47.2%	52.8%	52.0%	50.0%	50.0%	50.0%
三、贵金属催化剂应用技术相关服务		单位						
收入	百万元	0.9	0.1	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
成本	百万元	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利	百万元	0.9	0.1	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
毛利率	%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
四、其他		单位						
收入	百万元	39.9	23.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6
成本	百万元	38.6	21.9	24.9	24.7	24.7	24.7	24.7
毛利	百万元	1.3	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9
毛利率	%	3.3%	7.1%	6.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
汇总								
收入	百万元	610.1	708.4	1052.2	1416.8	2005.4	2734.7	3773.6
成本	百万元	519.2	587.9	874.1	1146.5	1635.2	2231.2	3080.1
毛利	百万元	90.9	120.5	178.1	270.3	370.2	503.5	693.5
毛利率	%	14.9%	17.0%	16.9%	19.1%	18.5%	18.4%	18.4%

资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

5.2. 公司估值

因上市公司中没有业务相同的公司，新三板相关企业因没有活跃的交易，估值水平不具

备参考性，因此我们采用下游医药及服务公司、基础化工及精细化工公司两个类别中具有代表性的企业进行估值比较。医药类公司我们选取 CDMO 代表型企业药明康德和新上市科创板公司皓元医药，而阿拉丁、泰坦科技及蓝晓科技等医药服务公司与公司业务属性相似，业务不直接涉及医药研发生产，但主要服务于医药企业；而化工我们选取公司客户瑞联新材、万润股份及万华化学，另外选取精细化工及基础化工中具有代表性的龙头企业作为该领域估值比较。上述两类公司平均 2022 年预期 PE 水平分别为 76.8 倍/16.7 倍，我们取医药 85%、化工 15%（同业务比例）加权平均数 67.7 倍 PE 水平作为公司目标估值水平，并按照 2022 年 2.12 亿利润计算，给与 2022 年目标市值为 144.3 亿元，目标价格为 155.17 元/股。

表 14：可比公司估值水平

股票代码	可比公司	2020 年收入（百万元）	PE（2022E）
贵金属相关企业			
600459	贵研铂业	289.3	18.76
新三板相关企业			
430428	陕西瑞科	9.4	29.1
830974	凯大催化	22.5	37.7
平均 PE 水平			28.5
医药企业			
603259	药明康德	165.4	77.24
688131	皓元医药	6.4	93.96
医药服务公司			
688179	阿拉丁	2.3	81.51
688133	泰坦科技	13.8	92.73
300487	蓝晓科技	9.2	38.35
平均 PE 水平			76.8
精细化工企业			
002643	万润股份	29.2	16.30
688550	瑞联新材	10.5	20.45
002001	新和成	103.1	14.84
600486	扬农化工	98.3	18.38
基础化工企业			
600309	万华化学	734.3	15.45
600426	华鲁恒升	131.1	14.76
平均 PE 水平			16.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

6.1. 原材料贵金属资源短缺及价格波动风险

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。根据公司招股书披露，2018 年我国铂族金属总供给量为 215.8 吨。其中，净进口量达到 175 吨，较 2017 年同比增加 18.3%。随着疫情和全球贸易保护主义升温，贵金属供应可能存在短缺风险，若原材料供应产生问题，对公司正常生产经营将产生不利风险。

另外公司贵金属催化剂的主要原料为钯、铂、铑等铂族贵金属，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，贵金属价格的波动对公司成本影响较大。同时，公司存货账面价值较高，存货中贵金属占比超过 90%，贵金属价格波动对于存货管理和资金占用存在风险。

6.2. 安全生产及环保问题风险

近年来化工生产企业安全环保问题频发，自 2019 年“3.21”事件以来，国家对于安全环保问题督查越发严格，化工企业安全、环保事件对企业生产运营将产生较大影响。公司

生产过程中亦会产生部分废气、废水和固废等污染物，若公司生产过程中管控不当，安全、环保问题将对公司正常经营产生不利影响。

6.3. 产品研发、技术迭代风险

贵金属催化行业属于技术、研发密集型行业，随着催化剂行业技术的发展，应用面的扩大，技术的升级迭代加快，不同技术之间的竞争加剧，技术创新和新产品开发仍是行业竞争的关键，特别是非贵金属催化剂性能在日渐成熟，出现替代贵金属催化剂的情况。公司主要竞争对手多为全球化大型企业，研发实力雄厚，若公司在研发方面无法紧跟全球产业发展趋势，将存在技术落后而无法满足客户需求的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	98.44	119.13	160.42	304.47	339.17
应收票据及应收账款	91.95	92.46	282.49	96.78	420.42
预付账款	0.82	1.21	7.14	1.50	9.58
存货	80.21	136.94	146.24	257.89	293.27
其他	52.74	4.79	19.50	26.01	17.06
流动资产合计	324.16	354.53	615.80	686.66	1,079.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	91.27	96.51	91.94	415.75	612.82
在建工程	3.11	6.09	406.09	230.44	0.00
无形资产	28.81	39.46	38.99	38.52	38.04
其他	5.08	12.94	7.76	8.59	9.76
非流动资产合计	128.27	155.00	544.78	693.29	660.62
资产总计	452.43	509.52	1,160.57	1,379.95	1,740.11
短期借款	9.00	44.50	23.81	0.00	0.00
应付票据及应付账款	63.65	42.89	59.39	119.22	119.02
其他	49.61	48.63	91.77	57.29	122.47
流动负债合计	122.25	136.02	174.97	176.51	241.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	45.22	39.22	33.66	39.37	37.42
非流动负债合计	45.22	39.22	33.66	39.37	37.42
负债合计	167.47	175.25	208.63	215.88	278.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	70.00	70.00	93.36	93.36	93.36
资本公积	109.85	109.85	552.29	552.29	552.29
留存收益	214.95	264.28	858.59	1,070.71	1,367.84
其他	(109.85)	(109.85)	(552.29)	(552.29)	(552.29)
股东权益合计	284.95	334.28	951.95	1,164.07	1,461.20
负债和股东权益总计	452.43	509.52	1,160.57	1,379.95	1,740.11

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	65.33	105.32	151.87	212.13	297.13
折旧摊销	4.38	5.05	5.04	22.32	33.84
财务费用	3.39	1.71	6.39	0.89	(2.35)
投资损失	0.00	(0.46)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(13.84)	(18.11)	(168.73)	107.42	(296.28)
其它	38.30	(47.65)	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	97.56	45.87	(5.43)	342.75	32.35
资本支出	6.07	29.92	405.56	164.29	1.95
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(31.61)	(51.36)	(805.56)	(334.29)	(1.95)
投资活动现金流	(25.54)	(21.44)	(400.00)	(170.00)	0.00
债权融资	23.00	54.50	41.81	14.00	14.00
股权融资	(2.85)	(5.17)	459.41	(0.89)	2.35
其他	(63.68)	(53.03)	(54.50)	(41.81)	(14.00)
筹资活动现金流	(43.53)	(3.70)	446.72	(28.70)	2.35
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	28.50	20.73	41.29	144.05	34.70

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	708.44	1,052.18	1,416.83	2,005.40	2,734.68
营业成本	587.92	874.08	1,146.50	1,635.25	2,231.17
营业税金及附加	4.09	3.96	6.73	9.55	12.10
营业费用	6.58	7.31	14.05	18.62	19.00
管理费用	11.08	16.33	22.16	31.12	42.77
研发费用	24.05	33.36	49.59	70.19	95.71
财务费用	2.85	5.17	6.39	0.89	(2.35)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.46	0.00	0.00	0.00
其他	(0.61)	(7.70)	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	72.48	119.21	171.42	239.79	336.28
营业外收入	2.02	0.47	1.02	1.17	0.89
营业外支出	0.21	0.29	0.39	0.30	0.33
利润总额	74.29	119.39	172.04	240.66	336.84
所得税	8.96	14.07	20.17	28.53	39.70
净利润	65.33	105.32	151.87	212.13	297.13
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	65.33	105.32	151.87	212.13	297.13
每股收益(元)	0.70	1.13	1.63	2.27	3.18

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	16.13%	48.52%	34.66%	41.54%	36.37%
营业利润	48.52%	64.47%	43.79%	39.88%	40.24%
归属于母公司净利润	51.31%	61.22%	44.20%	39.67%	40.07%
获利能力					
毛利率	17.01%	16.93%	19.08%	18.46%	18.41%
净利率	9.22%	10.01%	10.72%	10.58%	10.87%
ROE	22.93%	31.51%	15.95%	18.22%	20.33%
ROIC	29.81%	53.67%	61.14%	25.70%	34.05%
偿债能力					
资产负债率	37.02%	34.39%	17.98%	15.64%	16.03%
净负债率	-26.48%	-19.34%	-12.46%	-24.95%	-22.25%
流动比率	2.65	2.61	3.52	3.89	4.47
速动比率	2.00	1.60	2.68	2.43	3.26
营运能力					
应收账款周转率	6.80	11.41	7.56	10.57	10.57
存货周转率	9.80	9.69	10.01	9.92	9.92
总资产周转率	1.76	2.19	1.70	1.58	1.75
每股指标(元)					
每股收益	0.70	1.13	1.63	2.27	3.18
每股经营现金流	1.05	0.49	-0.06	3.67	0.35
每股净资产	3.05	3.58	10.20	12.47	15.65
估值比率					
市盈率	181.34	112.49	78.01	55.85	39.87
市净率	41.58	35.44	12.45	10.18	8.11
EV/EBITDA	0.00	0.00	64.10	43.91	31.30
EV/EBIT	0.00	0.00	65.92	47.98	34.48

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com