

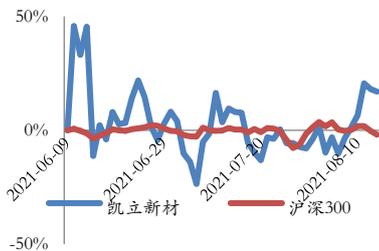
经营情况持续改善，多领域技术储备支撑发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-15

收盘价(元) 118.78
 近12个月最高/最低(元) 139.52/75.59
 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) 110.89
 流通市值(亿元) 25.25

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

1. 新股系列报告之三，贵金属催化剂，有机工业的“心脏” 2021-06-09

主要观点：

● 事件描述

8月15日，公司公告2021年半年报。据公告，2021年上半年公司实现营业收入7.13亿元，同比增长37.25%；归母净利润0.83亿元，同比增长41.95%。

● 经营情况持续改善，毛利率对贵金属波动不敏感

公司经营情况较去年同期有大幅改善。2021年1-6月，公司实现营业收入71,264.59万元，实现净利润8,282.11万元，其中主营业务收入占比达99.70%，主营业务突出。

公司主营业务收入较上年同期增长37.21%，系公司向客户销售贵金属催化剂产品、提供贵金属催化剂加工服务及催化应用技术服务所得，主营业务收入占比突出。主营业务收入主要系贵金属催化剂销量同比增长36.66%所致，其中，医药领域、能源环保、化工新材料和基础化工领域的贵金属催化剂销量和收入均有明显增长，收入增长率依次为25.79%、49.32%、121.75%和187.10%。公司净利润较上年同期增长41.95%，主要系产品销量较上年同期增长36.66%。

图表1 凯立新材近四年来各行业产品营收情况（单位：亿元）

行业	2017年 年报	2018 年年报	2019年 年报	2020年中 报	2020年年 报	2021年中 报
制药	3.23	3.62	4.85	3.58	6.97	4.51
化工新材料	0.62	0.65	0.97	0.67	1.31	1.47
农药	0.42	0.83	0.49	0.54	0.99	0.58
基础化工	0.02	0.16	0.1	0.1	0.51	0.29
染料/颜料	0.07	0.19	0.37	0.22	0.38	0.18
能源环保业	0.09	0.21	0.05	0.05	0.08	0.07
其他(行业)	0.02	0.04	0.03	0.02	0.02	0.01
营业总收入	4.65	6.1	7.08	5.19	10.52	7.13

注：黄色为营业总收入，蓝色为近两年中报数据

资料来源：wind，华安证券研究所

毛利率方面，贵金属价格波动对公司毛利率几无影响。公司招股书披露，公司原材料主要采购钨粉、铈粉及铂粉，鉴于不同催化剂对纯度需求不同，但不同纯度的贵金属粉末价格仍会受高纯度贵金属价格影响，故采用钨（99.95%纯度）、铈（99.95%纯度）及铂（99.95%纯度）等货价格进行对比。从2013年-2020年Q2的毛利率及三者价格走势来看，毛利率与价格并不存在明显的趋向性关系，其中2021年上半年毛

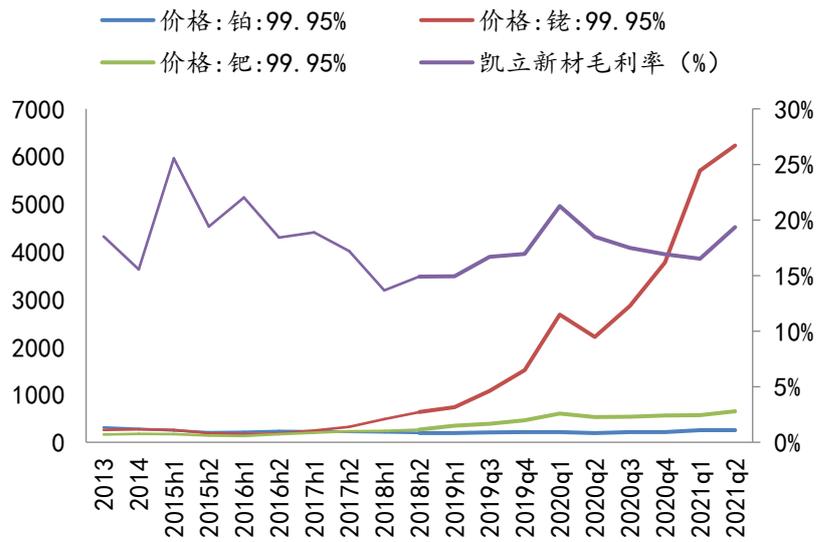
利率上涨的原因因为产品结构出现变化，致使毛利率较上年同期提高1.96%，与铑（99.95%纯度）上涨并无关系。

图表 2 公司直采、贵金属回收、采购平均价格的波动情况

期间	项目	废采单价 (元/克)	直采单价 (元/克)	平均采购价格 (元/克)
2020	钯	401.23	471.02	457.10
	铂	-	183.27	183.27
	铑	628.95	1,255.83	1,040.35
2019	钯	310.62	328.09	322.76
	铂	127.79	176.23	176.21
	铑	568.49	557.58	558.13
2018	钯	214.18	200.63	205.78
	铂	159.31	170.98	170.90
	铑	366.38	472.93	472.27

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 3 钯金属、铑金属、铂金属及凯立新材毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

● 加磅基础化工、新能源等领域技术储备，精细化工领域持续突破

公司逐步加磅基础化工、新能源等领域催化产品及技术储备。公司目前重点布局的催化剂产品包括：PVC 生产用无汞催化剂、烷烃脱氢催化剂、燃料电池催化剂、煤化工催化剂、环保催化剂、新型高效贵金属催化剂、光催化剂、非贵金属催化剂、新型均相和手性催化剂等，在不断巩固和提高公司产品在精细化工领域的应用基础上，逐步提升催化剂产品在基础化工、环保、能源、新材料等领域的市场份额。公司目前重点布局的催化应用技术包括：二氯吡啶的高效生产技术、C5-C9 烯烃氢甲酰化工艺技术、绿色高效二酚连续化合成技术、连续

化脱氯技术、废水湿法氧化、废气催化燃烧等高效催化氧化、催化氢化技术。

图表 4 公司技术储备方向

	<p>现有技术</p> <ul style="list-style-type: none"> • 催化氢化反应 • 催化氧化反应 • 偶联反应 • 连续化催化反应 • 催化合成反应
<p>发展方向</p> <ul style="list-style-type: none"> • 水中除氧催化技术 • 废水中除氮、氨 • 高COD的废水处理技术 • 有机废气催化燃烧处理技术 • 气体中的氮氧化物去除 	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 5 公司在新能源领域的在研项目

项目名称	预计投资总额（万元）	进展或阶段性成果	技术水平	具体应用前景
质子交换膜燃料电池用铂炭催化剂的研究	600	中试放大，部分型号已达到可批量生产的水平	目前国内燃料电池铂炭催化剂的电化学性能、耐久性、生产效率及稳定性与国际先进水平存在一定的差距。力争实现铂载量降低30%以上、耐久性提高30%、批次稳定性>99.5%的目标，早日商品化应用。	用于制造氢燃料电池电堆的核心部件膜电极，是氢燃料电池的关键原材料和主要成本组成之一。
新型有机液体储氢体系研发及产业化	330	小试实验	本项目研发的芳环类有机物加氢/脱氢技术及催化剂，力争实现加氢反应转化率≥99%，选择性≥99%，催化剂单程寿命≥180天；脱氢反应温度≤300℃，转化率≥95%，选择性≥95%，催化剂单程寿命≥30天。	主要用于氢能的储运，尤其是长距离的储运，运氢效率高。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

精细化工领域技术继续夯实基础，持续突破。2021年中国材料大会于7月8-12日在美丽的“鹭岛”——厦门举办，西安凯立新材料股份有限公司研究成果《高效炭载钨系催化材料的设计制备及其在精细化工的应用》，荣获中国材料研究学会科学技术奖一等奖。

“中国材料大会”是中国材料研究学会的最重要的系列会议，每年举办一次。大会宗旨是为我国从事新材料科学研究、开发和产业化的专家、

学者、教授、科技工作者、政府有关的管理部和领导、企业家及其它相关人员搭建一个交流平台，交流和共享材料研究的最新成果，达到互相促进共同提高的目的，并提高新材料在我国国民经济和社会发展中的地位和作用。

图表 6 中国材料研究学会科学技术奖一等奖颁奖现场



资料来源：公司官网，华安证券研究所

● 持续投入研发力量加固护城河

作为一家研发驱动型企业，公司研发投入长期保持较高水平，不断积累了丰富的催化剂生产、研发经验，已形成一支长期从事贵金属催化剂研究和开发的技术人员和专家团队，同时搭建性能优良的科研平台，且保持着对市场和前沿技术的紧密关注，持续开发出符合客户需求、具有较强核心竞争力的前瞻性产品。

图表 7 公司 2021 年上半年研发投入拆分

类别	2021 年 H1 (万元)	变化幅度 (%)
费用化研发投入	2165.3	35.43%
资本化研发投入	0	/
研发投入合计	2165.3	35.43%
研发投入总额占营业收入比例 (%)	3.04	下降 0.04 个百分点
研发投入资本化的比重 (%)	0	/

资料来源：公司公告，华安证券研究所

上半年公司研发费用较上年同期增长 566.5 万元，同比增长 35.43%，

主要系公司加大对新型均相催化剂等研发项目的投入，同时研发人员数量、职工薪酬及材料费增加导致。新获授权专利 15 项，均为发明专利。截止目前，公司已获授权 66 项发明专利、12 项实用新型专利、2 项外观设计专利、2 项软件著作权，另 44 项发明专利正在审理中。

图表 8 2021 年上半年获得的知识产权

专利类别	2021H1 新增		累计	
	申请数 (个)	获得数 (个)	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	3	15	110	66
实用新型专利	0	0	12	12
外观设计专利	0	0	2	2
软件著作权	0	0	2	2
总计	3	15	126	82

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.69、2.23、2.92 亿元，同比增速为 60.7%、31.8%、31.1%。对应 PE 分别为 65.51、49.70、37.92 倍。维持“买入”评级。

● 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	1487	2038	2724
收入同比 (%)	48.5%	41.3%	37.1%	33.7%
归属母公司净利润	105	169	223	292
净利润同比 (%)	61.2%	60.7%	31.8%	31.1%
毛利率 (%)	16.9%	18.2%	18.4%	18.6%
ROE (%)	31.5%	33.3%	30.2%	28.2%
每股收益 (元)	1.50	1.81	2.39	3.13
P/E	0.00	65.51	49.70	37.92
P/B	0.00	21.81	15.03	10.69
EV/EBITDA	-0.53	46.55	35.80	26.96

资料来源：wind，华安证券研究所

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
流动资产	355	558	806	1125	营业收入	1052	1487	2038	2724
现金	119	198	329	490	营业成本	874	1215	1663	2216
应收账款	51	69	93	126	营业税金及附加	4	7	10	12
其他应收款	0	0	1	1	销售费用	7	13	24	38
预付账款	1	3	3	4	管理费用	16	28	45	65
存货	137	176	245	328	财务费用	5	-6	-12	-20
其他流动资产	46	113	137	177	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	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	营业利润	119	183	244	323
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
资产总计	510	748	1025	1373	利润总额	119	192	253	332
流动负债	136	148	200	252	所得税	14	22	30	39
短期借款	44	0	0	0	净利润	105	169	223	292
应付账款	43	76	109	137	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	49	72	91	115	归属母公司净利润	105	169	223	292
非流动负债	39	92	88	85	EBITDA	122	174	223	290
长期借款	0	-5	-10	-15	EPS (元)	1.50	1.81	2.39	3.13
其他非流动负债	39	97	98	100					
负债合计	175	239	288	336					
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	324	547	839					
归属母公司股东权益	334	509	738	1037					
负债和股东权益	510	748	1025	1373					

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	
经营活动现金流	46	97	152	180	成长能力				
净利润	105	169	223	292	营业收入	48.5%	41.3%	37.1%	33.7%
折旧摊销	5	6	6	6	营业利润	64.5%	53.3%	33.6%	32.1%
财务费用	2	1	0	-1	归属于母公司净利	61.2%	60.7%	31.8%	31.1%
投资损失	0	-1	-2	-2	获利能力				
营运资金变动	-67	-69	-65	-106	毛利率 (%)	16.9%	18.2%	18.4%	18.6%
其他经营现金流	173	229	280	389	净利率 (%)	10.0%	11.4%	10.9%	10.7%
投资活动现金流	-21	-31	-23	-24	ROE (%)	31.5%	33.3%	30.2%	28.2%
资本支出	-18	-32	-25	-26	ROIC (%)	26.6%	28.9%	26.0%	24.3%
长期投资	-4	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	1	2	2	资产负债率 (%)	34.4%	32.0%	28.1%	24.5%
筹资活动现金流	-4	12	3	5	净负债比率 (%)	52.4%	47.0%	39.0%	32.4%
短期借款	35	-44	0	0	流动比率	2.61	3.78	4.03	4.47
长期借款	0	-5	-5	-5	速动比率	1.59	2.57	2.80	3.15
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	5	6	7	总资产周转率	2.07	1.99	1.99	1.98
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
现金净增加额	21	79	131	161	应付账款周转率	20.38	16.08	15.27	16.22

每股指标 (元)				
每股收益	1.50	1.81	2.39	3.13
每股经营现金流薄)	0.49	1.04	1.62	1.93
每股净资产	3.58	5.45	7.90	11.11

估值比率				
P/E	0.00	65.51	49.70	37.92
P/B	0.00	21.81	15.03	10.69
EV/EBITDA	-0.53	46.55	35.80	26.96

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。