

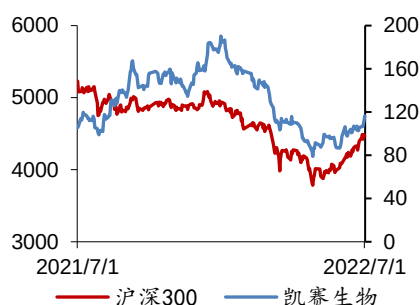
山西综改区玻纤项目落地，延伸生物基聚酰胺产业链

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2022-07-03

收盘价（元）	116.58
近 12 个月最高/最低（元）	190.27/79.00
总股本（百万股）	416.68
流通股本（百万股）	169.63
流通股比例（%）	40.71
总市值（亿元）	485.77
流通市值（亿元）	197.75

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 营收利润双增长，聚酰胺静待放量 2022-4-26
2. 生物基尼龙开启大场景应用，合成生物学打造产业链优势 2022-4-7
3. 全球合成生物学龙头，碳中和重要贡献者 2021-10-29

主要观点：

● 事件描述

山西合成生物产业生态园是由山西综改区引进凯赛生物打造的合成生物全产业链集聚园区，项目一期投资约 450 亿元，预计将在今明两年陆续建成投产，达产后产值将达千亿元以上。6 月 30 日晚间，中材科技(002080.SZ)发布公告，全资子公司泰山玻璃纤维有限公司拟斥资 36.84 亿元，投建年产 30 万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线项目，建设期 26 个月，建设地点位于山西省太原市山西转型综合改革示范区。

● 中材科技玻纤项目落户山西，资源、技术协同有望拓展聚酰胺应用

凯赛生物开发的生物基聚酰胺具有轻量化、高强度、耐高温、高耐磨、耐腐蚀等特点，可凭借原料可再生、产品可回收、成本可竞争的优势，应用于车辆、风电、航空、建筑材料等下游领域。热塑性纤维增强复合材料将是公司未来发展战略方向之一，公司计划以玻璃纤维和碳纤维增强的耐高温生物基聚酰胺为开发重点，并于 2020 年完成 E-6300 和 E-3100 两款高温聚酰胺产品研发。2022 年 6 月 30 日，中材科技拟同在山西转型综合改革示范区投资 36.84 亿元，建设年产 30 万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线项目。凯赛生物重点开发的聚酰胺 56 产品性能接近通用型聚酰胺 66，在减碳环保政策逐步实施的背景下，有望替代后者应用于玻纤增强尼龙复合材料。公司在山西综改区规划的 90 万吨聚酰胺产能有望与园区新建的玻纤等项目实现生产、应用协同，加速带动凯赛生物热塑性纤维增强复合材料的下游应用，拓展聚酰胺的应用领域，提升装置的经济效益。

图表 1 公司山西产业园项目规划

项目	产能规划 (万吨/年)	项目进展
生物基聚酰胺工程技术研究中心	-	主体封顶，进入二次结构及装修施工阶段
玉米深加工（生物法长链二元酸原材料）	240	预计 2023 年年底投产
生物发酵液	500	预计 2023 年年底投产
生物法长链二元酸	总计 8 万吨，其中癸二酸 4 万吨	生物基癸二酸 4 万吨/年试生产阶段
生物基戊二胺	50	预计 2023 年年底投产
生物基聚酰胺	90	预计 2024 年年底投产
秸秆生产聚乳酸	1	2022 年年内完工
生物废弃物综合利用示范项目	-	试生产阶段

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● **生物基聚酰胺复合材料性能优异，双碳政策下有望迎来应用落地**

受双碳政策及环保因素影响，叠加生物基材料的成本优势，使用生物基聚酰胺替代现有化学基聚酰胺应用于复合材料，有望成为行业发展趋势。生物基尼龙 56 以玉米为原料，通过微生物发酵降低了生产成本，缓解了石油资源紧缺的压力。玻纤聚酰胺复合材料，具有较好的拉伸强度、耐高温、耐油等性能，同时玻纤生物基聚酰胺（如 PA56-G30）具有优异的长期抗热氧老化性能，性能保持率超过 90%。玻纤聚酰胺复合材料因其良好的综合性能，可广泛应用于汽车、电子电器、建筑、风电叶片等领域。

图表 2 PA56 玻纤增强尼龙与 PA、PA66 玻纤增强尼龙物理性能对比

性能	PA56-G30	PA66-G30	PA6-G30
密度 (g/m ³)	1.363	1.365	1.362
热变形温 (°C)	223	245	204
拉伸强度 (Mpa)	192	195	178
弯曲强度 (Mpa)	273	280	268
弯曲模量 (Mpa)	8540	8860	8250
缺口冲击强度 (KJ/m ²)	10.6	11.5	12.8

资料来源：《生物基尼龙 56 车用工程应用评价》，华安证券研究所

● **山西项目顺利推进，癸二酸进入试生产阶段**

公司于 2020 年底与山西转型综合改革示范区（山西综改区）管理委员会签订协议，拟共同投资打造“山西合成生物产业生态园区”。目前项目进展顺利，2022 年 4 月 15 日，山西合成生物凯赛研究院 EPC 项目钢结构主体顺利实现封顶；近日，年产 4 万吨癸二酸、生物废弃物综合利用示范等项目已进入试生产阶段。同时，公司年产 50 万吨生物基戊二胺、90 万吨生物基聚酰胺等项目将与下游产业链配套项目一并规划，预计 2023 年年底投产，加之凯赛（乌苏）年产 5 万吨生物基戊二胺及年产 10 万吨生物基聚酰胺生产线已经于 2021 年上半年末如期投产，产能逐步释放，聚酰胺有望迎来大场景应用。截止 2021 年末，生物基聚酰胺产品已开发 300 多家客户并开始形成销售，并广泛应用于纺织、工业丝、工程塑料等领域，为全球低碳化发展提供绿色解决方案。公司具有高强、耐温、可回收和低成本综合优势的新型生物基聚酰胺已完成中试验证，有望进入“以塑代钢、以塑代塑”用于替代金属、替代热固型材料的大场景应用阶段。

● **秸秆高值化利用有望成为生物制造的关键一环**

公司希望以生物制造的方法实现“碳中和”，并逐步确立以下三大战略：

（1）开发具有大型应用场景的生物基新材料。公司开发的以玻璃纤维和碳纤维增强的耐高温生物基聚酰胺具有轻量化、高强度、耐高温、高耐磨、耐腐蚀等特点，具有原料可再生、产品可回收、成本可竞争的优势，将在汽车、

风电、航空、建筑材料等需要轻量化的应用领域实施推广。

(2) 生物废弃物的产业化利用。公司计划开发高效的生物质纤维的预处理、纤维素糖化、杂糖生物利用等综合技术，目标是将秸秆等农业废弃物作为生物制造原料，达到或超过使用玉米等粮食原料的经济效率。公司将选择乳酸/聚乳酸等生物可降解材料作为秸秆原料的产业化示范项目，同时进行生物废弃物用于聚酰胺、氨基酸、生物燃料等具有成熟市场的产品开发，实现在生物制造规模化时“不与人争粮、不与粮争地”。

(3) 建立合成生物学全产业链的研发和生产设施。公司将技术创新作为企业持续发展的动力，加强合成生物学全产业链高通量研发设施建设，选择有相对竞争力、前瞻性、社会意义和商业价值的项目进行系统性重点研发。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.56、10.40、12.56 亿元，同比增速为 40.9%、21.5%、20.7%。对应 PE 分别为 57、47、39 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。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2197	3612	5183	6584
收入同比 (%)	46.8%	64.4%	43.5%	27.0%
归属母公司净利润	608	856	1040	1256
净利润同比 (%)	32.8%	40.9%	21.5%	20.7%
毛利率 (%)	39.0%	37.4%	37.3%	37.4%
ROE (%)	5.7%	7.4%	8.3%	9.1%
每股收益 (元)	1.46	2.06	2.50	3.01
P/E	126.32	56.73	46.69	38.67
P/B	7.20	4.22	3.87	3.52
EV/EBITDA	97.33	46.52	36.78	29.87

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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11395	6015	5570	5399	营业收入	2197	3612	5183	6584
现金	9629	3195	1541	427	营业成本	1340	2263	3252	4125
应收账款	259	390	607	753	营业税金及附加	23	36	52	67
其他应收款	7	15	22	25	销售费用	42	95	106	145
预付账款	67	129	156	213	管理费用	134	253	365	442
存货	1185	1989	2963	3677	财务费用	-182	-174	-71	-30
其他流动资产	248	297	281	304	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	4804	11123	13042	14969	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	53	53	53	53	投资净收益	16	27	48	53
固定资产	2210	8015	9859	11688	营业利润	739	1038	1329	1619
无形资产	768	1025	1289	1643	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	1772	2030	1841	1585	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	16198	17138	18612	20368	利润总额	740	1038	1329	1619
流动负债	1218	1253	1564	1906	所得税	93	134	167	205
短期借款	744	0	0	0	净利润	647	904	1162	1414
应付账款	290	1023	1204	1428	少数股东损益	39	48	122	158
其他流动负债	184	230	360	478	归属母公司净利润	608	856	1040	1256
非流动负债	293	293	293	293	EBITDA	698	975	1279	1612
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.46	2.06	2.50	3.01
其他非流动负债	293	293	293	293					
负债合计	1511	1546	1857	2199					
少数股东权益	4022	4071	4193	4350					
股本	417	417	417	417					
资本公积	8688	8688	8688	8688					
留存收益	1561	2417	3457	4714					
归属母公司股东权	10665	11521	12562	13818					
负债和股东权益	16198	17138	18612	20368					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	594	828	385	945	成长能力				
净利润	608	856	1040	1256	营业收入	46.8%	64.4%	43.5%	27.0%
折旧摊销	172	207	168	185	营业利润	41.5%	40.5%	28.0%	21.8%
财务费用	-13	19	0	0	归属于母公司净利	32.8%	40.9%	21.5%	20.7%
投资损失	-16	-27	-48	-53	获利能力				
营运资金变动	-191	-276	-897	-601	毛利率(%)	39.0%	37.4%	37.3%	37.4%
其他经营现金流	834	1180	2060	2015	净利率(%)	27.7%	23.7%	20.1%	19.1%
投资活动现金流	-126	-6499	-2040	-2058	ROE(%)	5.7%	7.4%	8.3%	9.1%
资本支出	-1475	-6527	-2087	-2112	ROIC(%)	3.0%	4.3%	5.8%	6.9%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	1348	27	48	53	资产负债率(%)	9.3%	9.0%	10.0%	10.8%
筹资活动现金流	2987	-762	0	0	净负债比率(%)	10.3%	9.9%	11.1%	12.1%
短期借款	744	-744	0	0	流动比率	9.36	4.80	3.56	2.83
长期借款	0	0	0	0	速动比率	8.33	3.11	1.57	0.79
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	6	0	0	0	总资产周转率	0.14	0.21	0.28	0.32
其他筹资现金流	2238	-19	0	0	应收账款周转率	8.47	9.26	8.53	8.74
现金净增加额	3446	-6434	-1654	-1114	应付账款周转率	4.62	2.21	2.70	2.89

每股指标(元)					估值比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.46	2.06	2.50	3.01	P/E	126.32	56.73	46.69	38.67
每股经营现金流	1.43	1.99	0.92	2.27	P/B	7.20	4.22	3.87	3.52
每股净资产	25.60	27.65	30.15	33.16	EV/EBITDA	97.33	46.52	36.78	29.87

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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述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。