



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 2022 年半年报点评，疫情影响短期业绩，癸二酸产能释放叠加新材料突破助力快速恢复

### 买入（维持）

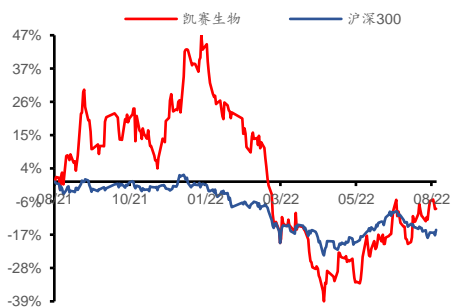
行业：基础化工  
日期：2022年08月12日

分析师：黄卓  
Tel: 021-53686245  
E-mail: huangzhuo@shzq.com  
SAC 编号: S0870521120002  
联系人：王真真  
Tel: 021-53686246  
E-mail: wangzhenzhen@shzq.com  
SAC 编号: S0870122020012

#### 基本数据

最新收盘价（元）	83.77
12mth A 股价格区间（元）	79.00-190.27
总股本（百万股）	583.17
无限售 A 股/总股本	40.92%
流通市值（亿元）	199.91

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《股权激励方案落地，生物基聚酰胺有望改变尼龙市场格局（更正）》

——2022年07月20日

《股权激励方案落地，生物基聚酰胺有望改变尼龙市场格局》

——2022年07月20日

《中国合成生物学领导者，开启生物尼龙新时代》

——2022年06月30日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

2022年8月12日，公司发布2022年半年度报告，上半年营收12.89亿元，同比增长13.53%；归母净利润3.36亿元，同比增长7.71%；扣非净利润3.36亿元，同比增长14.83%。

##### 销售和产能端均受疫情影响，下半年癸二酸投产后业绩有望修复：

- 1) 销售端：由于公司主要客户位于上海、苏州等疫情区域，疫情期间下游客户停工停产导致需求减少，故二季度销售有所影响。公司去年投产的生物基聚酰胺的销售推广也受到疫情影响。我们认为下半年公司客户恢复生产后，需求量将稳中有升，新产品的推广也有望提速。
- 2) 产能端：4万吨/年生物法癸二酸建设项目原计划于2022年上半年投产，由于疫情影响建设有所延后、安装调试较计划延后，将于三季度建成并开始试生产。由于癸二酸的主要客户与公司长链二元酸（DC11-DC18）的客户部分重叠，我们认为公司可以充分利用现有客户资源，快速实现销售。

##### 产品占比变化导致毛利率略有下降，公司加大销售和研发投入，费用率有所提升，影响净利率

2022年H1毛利率为35.07%较2021年H1下降1.33pct，主要是由于生物基聚酰胺毛利率较长链二元酸低，收入占比逐步提升导致；研发和销售加大投入，费用率有所上升，最终影响净利润率，同比下降1.41pct至26.10%：

- 1) 销售投入加大：销售费用同比上升45.19%至0.21亿，销售费用率上升0.36pct至1.64%，主要系公司销售人员人数的增加，以及仓储费样品费的增加。
- 2) 研发投入加大：研发费用同比上升53.04%至0.86亿，研发费用率上升1.73pct至6.71%，主要系公司本期研发人数和研发项目投入均有增加。截止6月30日公司研发人员数为389人，同比增长69.87%。

##### 加大新材料研发投入，加固产品组合护城河。

公司继续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。如生物基长链聚酰胺、高温聚酰胺、聚酰胺弹性体、农业废弃物、可降解材料等项目。长链聚酰胺主要用在汽车零件、深海石油管道、粉末涂料等应用领域。高温聚酰胺主要用作汽车、机械、电子/电气工业中耐热制件的理想工程塑料。随着汽车轻量化技术不断革新及深海石油开采需求逐年增加，特种聚酰胺市场将不断扩展。

生物基聚酰胺与连续玻璃纤维或者碳纤维制成的复合材料，正在多个领域进行应用开发和测试，有望进入“以塑代钢、以塑代铝、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。加大在生物基聚酰胺应用开发投入的同时，公司积极探索绿色、环保的可持续发展方

向，为了解决生物制造原料的长期供应和生物废弃物的再利用，公司正在开展秸秆处理和应用于乳酸生产的实验和万吨级示范线的建设，进展顺利。

#### 坚持新产品推广，加固客户资源护城河。

生物基聚酰胺作为一种新型聚酰胺材料，进入市场时间较短，在实践中，下游化工材料生产商对于原材料的使用和更替是一个循序渐进的过程，客户对于材料的性能深入理解和熟练使用需要一定时间，因此需要持续的销售投入。以 PA56 和 PA66 为例：虽然两种产品在不同应用场景下性能各有优劣，但 PA56 作为一种新型通用型聚酰胺材料，进入市场时间相对较短，客户对于该材料的性能深入理解和熟练使用需要过程，此外，相较于 PA66 较为完善的应用标准，生物基聚酰胺相关标准仍在进一步推广完善过程中。公司进一步与下游客户深化合作，积极开拓产品下游潜在应用，持续发掘开拓市场空间，如 DC18 产品与国际知名医药企业合作，助力其研发生产新一代降糖药物；公司的生物基戊二胺在通过下游国际客户验证的基础上，继续拓展异氰酸酯、环氧固化剂等领域的应用；公司的生物基聚酰胺在新能源汽车、风电叶片及管材、板材、建筑材料、结构件等市场规模较大的应用场景和领域的拓展与应用。

#### 股权激励落地，以高增长的业绩指标作为考核目标，彰显发展信心。

2022 年 7 月 19 日，公司发布《2022 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向 200 位激励对象授予 220 万股限制性股票，约占公告时公司股本总额 4.17 亿股的 0.53%，授予价格为每股 80.00 元。考核年度为 2022 年-2025 年 4 个会计年度。本次股权激励对象范围广，考核年度长，将公司长期发展与核心员工利益相结合。充分显示出公司在吸引和留住优秀人才的力度，以调动公司核心团队的积极性和创造性。

■ **投资建议：**我们认为下半年癸二酸产能的释放以及新材料研发应用的突破将持续带来业绩提升，公司常年深耕聚酰胺产业链所形成的技术优势，以及在新一代合成生物学技术上的开拓将使公司保持行业领先地位。考虑上半年疫情影响，我们下调公司业绩预期，预测 2022-2024 年公司营收为 28.36 亿、38.20 亿、49.58 亿元，同比增速为 19.98%、34.72%、29.79%，2022-2024 年公司归母净利润为 7.13 亿、9.45 亿、11.51 亿元，同比增速为 19.83%、32.65%、21.80%，当前股价对应 P/E 为 68.55、51.68、42.43 倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**放大量产不及预期的风险、新品市场验证不及预期的风险、原材料和能源价格波动风险、下游客户拓展不及预期的风险、产能建设不及预期的风险。

#### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2363	2836	3820	4958
年增长率	57.9%	20.0%	34.7%	29.8%
归母净利润	595	713	945	1151
年增长率	29.9%	19.8%	32.7%	21.8%
每股收益（元）	1.46	1.22	1.62	1.97
市盈率（X）	126.22	68.55	51.68	42.43
市净率（X）	7.20	4.30	3.97	3.63

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 08 月 11 日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9629	7269	6098	7503
应收票据及应收账款	271	299	464	528
存货	1185	1101	1529	1613
其他流动资产	310	344	380	428
流动资产合计	11395	9014	8472	10073
长期股权投资	53	53	53	53
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2210	3850	3426	3040
在建工程	774	1757	3707	4107
无形资产	768	760	754	752
其他非流动资产	998	998	998	998
非流动资产合计	4804	7418	8939	8950
<b>资产总计</b>	<b>16198</b>	<b>16431</b>	<b>17410</b>	<b>19023</b>
短期借款	744	0	0	0
应付票据及应付账款	302	609	598	1004
合同负债	15	18	24	32
其他流动负债	157	116	154	202
流动负债合计	1218	743	776	1237
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	293	293	293	293
非流动负债合计	293	293	293	293
<b>负债合计</b>	<b>1511</b>	<b>1036</b>	<b>1069</b>	<b>1530</b>
股本	417	583	583	583
资本公积	8688	8517	8517	8517
留存收益	1552	2265	3210	4362
归属母公司股东权益	10665	11373	12319	13470
少数股东权益	4022	4022	4022	4022
<b>股东权益合计</b>	<b>14688</b>	<b>15396</b>	<b>16341</b>	<b>17493</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>16198</b>	<b>16431</b>	<b>17410</b>	<b>19023</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>594</b>	<b>1503</b>	<b>854</b>	<b>1935</b>
净利润	647	713	945	1151
折旧摊销	172	500	519	533
营运资金变动	-191	280	-608	251
其他	-34	11	-2	-1
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-126</b>	<b>-3100</b>	<b>-2025</b>	<b>-530</b>
资本支出	-1475	-3114	-2040	-545
投资变动	0	0	0	0
其他	1348	14	15	15
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>2987</b>	<b>-763</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权融资	743	-744	0	0
股权融资	2884	-4	0	0
其他	-640	-15	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>3446</b>	<b>-2359</b>	<b>-1171</b>	<b>1405</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2363</b>	<b>2836</b>	<b>3820</b>	<b>4958</b>
营业成本	1521	1792	2374	3151
营业税金及附加	23	28	38	50
销售费用	42	57	73	89
管理费用	134	170	210	248
研发费用	134	170	191	223
财务费用	-182	-178	-145	-122
资产减值损失	-4	-4	-5	-5
投资收益	16	14	15	15
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>739</b>	<b>829</b>	<b>1112</b>	<b>1355</b>
营业外收支净额	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>740</b>	<b>829</b>	<b>1112</b>	<b>1355</b>
所得税	93	116	167	203
净利润	647	713	945	1151
少数股东损益	39	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>595</b>	<b>713</b>	<b>945</b>	<b>1151</b>

**主要指标**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	30.8%	36.8%	37.8%	36.4%
净利率	27.1%	25.1%	24.7%	23.2%
净资产收益率	5.6%	6.3%	7.7%	8.5%
资产回报率	3.7%	4.3%	5.4%	6.1%
投资回报率	3.1%	3.6%	5.1%	6.0%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	57.9%	20.0%	34.7%	29.8%
EBIT 增长率	11.8%	20.8%	49.0%	27.6%
归母净利润增长率	29.9%	19.8%	32.7%	21.8%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.46	1.22	1.62	1.97
每股净资产	25.60	19.50	21.12	23.10
每股经营现金流	1.43	2.58	1.46	3.32
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.15	0.17	0.22	0.26
应收账款周转率	9.11	9.88	8.59	9.79
存货周转率	1.28	1.63	1.55	1.95
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	9.3%	6.3%	6.1%	8.0%
流动比率	9.36	12.14	10.92	8.14
速动比率	8.14	10.22	8.49	6.52
<b>估值指标</b>				
P/E	126.22	68.55	51.68	42.43
P/B	7.20	4.30	3.97	3.63
EV/EBITDA	95.30	36.08	28.67	23.31

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断