

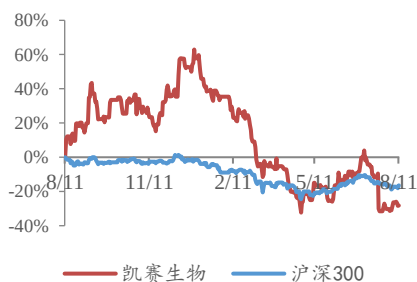
上半年业绩保持增长，生物制造大有可为

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-8-12

收盘价（元）	83.77
近 12 个月最高/最低（元）	188.68/76.01
总股本（百万股）	583.17
流通股本（百万股）	237.29
流通股比例（%）	40.69
总市值（亿元）	488.52
流通市值（亿元）	198.78

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.股权激励方案落地，生物基聚酰胺成长可期 2022-07-19
- 2.山西综改区玻纤项目落地，延伸生物基聚酰胺产业链 2022-7-3
- 3.营收利润双增长，聚酰胺静待放量 2022-4-26

主要观点：

● 事件描述

8月11日晚，凯赛生物发布2022年中报，报告期内公司实现营业收入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%；扣非归母净利润3.36亿元，同比增长14.83%；基本每股收益0.58元。

● 2022上半年业绩保持增长，研发投入持续提高

公司2022上半年业绩实现稳定增长。2022H1公司实现营业收入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%；扣非归母净利润3.36亿元，同比增长14.83%。2022年上半年公司长链二元酸销售额同比有所增加，随着长链尼龙等产品的进一步推广，长链二元酸的市场规模有望进一步扩大。公司2022H1毛利率为35.07%，同比减少7.30个百分点，主要系原材料价格同比上涨成本有所增加。2022H1公司销售费用为2113.72万元，同比增长45.19%，主要是公司销售人员人数以及仓储费样品费有所增加；2022H1公司研发投入达8649.66万元，同比增长53.04%，主要是公司研发人数和研发项目投入均有增加。

● 长链二元酸龙头地位延续，生物法癸二酸投产在即

生物法长链二元酸产能持续放量，产品有望继续主导市场。公司是全球生物法长链二元酸的主导供应商，目前拥有生物法长链二元酸7.5万吨产能，是全球唯一可以量产DC10-18的企业。同时，山西合成生物产业生态园区项目中年产4万吨生物法癸二酸项目预计将于2022年三季度建成并开始生产。目前癸二酸传统生产方式为蓖麻油水解裂解制取，全球市场规模约为11万吨，公司该项目是全球首创的生物法癸二酸产业化项目，预计投产后将成为癸二酸市场的有力竞争者。随着公司生物法长链二元酸技术水平持续提高和癸二酸产能投产，预计公司将继续主导全球长链二元酸市场。

● 聚酰胺产业化逐渐落地，中材科技玻纤项目增强协同效应

生物基聚酰胺产能落地在即，下游应用场景广泛。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于2021年中期投产，生物基聚酰胺产品开发了300多家客户并开始形成销售，公司产品主要应用于民用丝、工业丝、无纺布、工程塑料、玻纤增强复合材料和碳纤维增强复合材料等领域，同时针对生物基聚酰胺的下游应用，公司注册了主要应用于纺织领域的商标“泰纶®”和主要应用于工程材料领域的商标“ECOPENT®”。此外公司山西合成生物产业生态园区项目中年产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。公司生物基聚酰胺产品主要包括PA56、PA510、PA5X等，重点开发的聚酰胺PA56产品性能接近通用型聚酰胺PA66，而目前生产PA66的上游原材料己二腈一直较依赖进口，PA56作为一种新型生物基材料，其推广也将对改善我国关键材料对外进口依赖

有着积极作用，目前其产品性能和应用潜力逐渐为市场所接受和认可。此外，生物基戊二胺的原材料目前主要为玉米，相较于传统石化工艺有更显著的成本优势并且能够大量减少碳排放，在“碳中和”大背景下，生物基聚酰胺有望迎来大场景应用。

新建玻纤项目落户山西综改区，“聚酰胺+玻璃纤维”协同效应显著。山西合成生物产业生态园是由山西综改区引进公司打造的合成生物全产业链集聚园区，目前公司的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。2022年6月30日，中材科技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。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，加速带动公司玻纤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 山西合成生物产业生态园区项目

项目	产能规划 (万吨/年)	项目进展
玉米深加工	240	预计 2023 年年底
生物发酵液	500	预计 2023 年年底
生物法长链二元酸 (含癸二酸)	8 万吨（含癸二酸 产能 4 万吨）	4 万吨生物基癸二酸 2022 年三季度建成并试生产
生物基戊二胺	50	预计 2023 年年底投产
生物基聚酰胺	90	预计 2023 年年底投产
秸秆生产聚酸乳	1	正在进行设备调试
生物废气物综合利用 示范项目	-	试生产阶段

数据来源：公司公告，华安证券研究所

● 秸秆生产乳酸项目稳步推进，有利于传统农业可持续发展与产业更新迭代

万吨级秸秆生产乳酸项目进展顺利，秸秆代替玉米提升传统农业可持续发展。在加大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。公司积极研究开发利用农业废弃物生产生物基产品的技术，目前正在进行抑制物降解、酶解、发酵工段以及生物转化体系进行工艺步骤和条件的改进，已实现技术性突破并顺利进入试生产阶段，同时就试生产的工艺条件进行进一步优化，以期达到开发以秸秆为原料进行发酵生产的 L-乳酸发酵液提纯工艺，在工业化生产规模实现产品达到聚合物应用质量要求。目前该技术在行业内基本是实验室阶段的研究，公司积极研究秸秆生产乳酸技术，以秸秆等生物废弃物代替玉米等粮食产物作为原

材料，有利于传统农业的可持续发展和产业更新换代。

● 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	1.47	1.78	2.15
P/E	176.79	57.05	46.96	38.89
P/B	10.08	4.24	3.89	3.54
EV/EBITDA	97.33	32.51	26.09	21.39

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	2021A	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	1.47	1.78	2.15
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				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	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

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。