

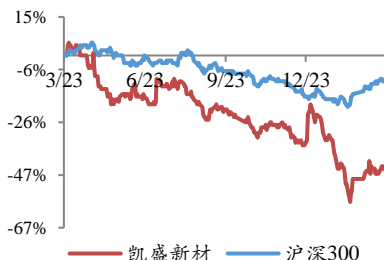
氯化亚砷景气偏弱业绩承压，PEKK 芳纶单体放量成长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-17

收盘价（元）	15.82
近12个月最高/最低（元）	29.12/11.91
总股本（百万股）	421
流通股本（百万股）	140
流通股比例（%）	33.39
总市值（亿元）	67
流通市值（亿元）	22

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 氯化亚砷盈利短期承压，PEKK 放量打开成长空间 2023-08-28

2. 业绩基本符合预期，双氟+PEKK 打开长期成长空间 2023-04-25

主要观点：

● 事件描述

2024年3月14日晚，凯盛新材发布2023年年度报告，2023年公司营业收入9.87亿元，同比减少2.33%；归母净利润1.58亿元，同比减少32.63%，2023Q4营业收入2.59亿元，同比增长3.70%，环比增长9.75%，归母净利润2435万元，同比下降46.88%，环比下滑20.30%。

● 氯化亚砷景气偏弱，公司业绩短期承压

氯化亚砷降价叠加原料涨价，公司业绩短期承压。公司是全球最大氯化亚砷生产企业、国内芳纶单体龙头公司，受氯、硫等原材料价格在低位波动影响，2023年度氯化亚砷需求增长不及预期且售价始终维持在低位。根据百川盈孚数据，2023年氯化亚砷均价为1496.49元/吨，同比下降44.73%。2023年硫磺均价922.44元/吨，同比下降56.12%，液氯均价170.22元/吨，同比下降71.07%，氯化亚砷及原料的价格处于低位，价格及毛利弹性均承压，盈利空间被压缩。无机化学品方面，2023年公司实现营业收入1.98亿元，同比降低42.43%；毛利率为27.94%，同比降低16.15pcts，主要是受到氯化亚砷和硫酸氯价格下跌的影响。羧基氯化物方面，2023年公司实现营业收入6.61亿元，同比增长20.56%；毛利率为36.88%，同比下降1.66pcts。羧基氯化物方面，2023年公司实现营业收入1.11亿元，同比增长28.37%；毛利率为23.10%，主要受益于氯醚产能利用率的提升。

● PEKK 放量在即，打造业绩新增长极

PEKK 材料性能优异，附加值高，对国家战略发展及产业升级具有重大意义。但由于 PEKK 技术壁垒极高，目前全球仅有索尔维、阿科玛等少数国外企业实现量产，PEKK 材料亟需实现国产化。公司于 2013 年开始进行 PEKK 独立研究，十年磨一剑，打破国外技术封锁，成功实现一步法生产 PEKK，和国外两步法比具有明显的成本优势，填补了国内 PEKK 生产技术的空白。目前公司 1000 吨/年 PEKK 产线已经处于产能提升和爬坡阶段，随着 PEKK 产能释放以及在下游型材、注塑、碳纤维以及高端半导体电子材料领域的推广与应用，未来 PEKK 材料有望成为公司新的利润增长点。

● 投资建议

公司作为全球氯化亚砷头部企业，积极拓展产业链下游产品，已逐步形成以氯化亚砷业务为基础，进一步延伸到高性能芳纶纤维的聚合单体间/对苯二甲酰氯、对硝基苯甲酰氯等，再到高性能高分子材料聚醚酮酮（PEKK）及其相关功能性产品的立体产业结构，未来增长可期。鉴于公司主营产品氯化亚砷处于周期底部，新产品 PEKK 和 LiFSI

投产时间有所调整，预计公司 2024 年-2026 年归母净利润分别为 2.21、3.48、4.36 亿元，同比增速分别为 39.6%、57.7%、25.4%，2024-2025 年前值业绩分别为 2.72、5.03 亿，本次较前值分别下调 18.75%、30.82%，对应 PE 分别为 30、19、15 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	987	1399	2024	2364
收入同比 (%)	-2.3%	41.7%	44.7%	16.8%
归属母公司净利润	158	221	348	436
净利润同比 (%)	-32.6%	39.6%	57.7%	25.4%
毛利率 (%)	33.2%	29.0%	32.9%	34.7%
ROE (%)	9.5%	11.7%	15.9%	17.0%
每股收益 (元)	0.38	0.52	0.83	1.04
P/E	57.03	29.61	18.78	14.97
P/B	5.41	3.46	2.99	2.54
EV/EBITDA	32.32	20.12	11.86	9.21

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				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1450	1054	1515	1768
现金	849	405	676	898
应收账款	86	120	179	170
其他应收款	27	24	51	37
预付账款	11	20	28	32
存货	57	88	110	115
其他流动资产	418	396	472	516
非流动资产	1033	1197	1244	1285
长期投资	0	0	0	0
固定资产	712	821	878	905
无形资产	151	188	224	260
其他非流动资产	170	188	143	120
资产总计	2483	2250	2759	3053
流动负债	327	364	587	507
短期借款	0	0	0	0
应付账款	200	262	369	349
其他流动负债	128	102	218	158
非流动负债	487	5	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	487	5	5	5
负债合计	814	369	592	512
少数股东权益	4	-5	-17	-29
股本	421	421	421	421
资本公积	397	397	397	397
留存收益	848	1068	1366	1753
归属母公司股东权益	1665	1886	2184	2570
负债和股东权益	2483	2250	2759	3053

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-9	317	444	396
净利润	158	212	336	424
折旧摊销	89	79	88	95
财务费用	5	48	0	0
投资损失	-5	-1	-1	-1
营运资金变动	-261	-21	22	-120
其他经营现金流	422	232	313	543
投资活动现金流	12	-231	-124	-123
资本支出	-35	-237	-129	-129
长期投资	42	-4	-4	-4
其他投资现金流	5	10	10	10
筹资活动现金流	575	-530	-50	-50
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他筹资现金流	578	-530	-50	-50
现金净增加额	578	-444	271	223

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	987	1399	2024	2364
营业成本	659	993	1357	1543
营业税金及附加	13	16	23	27
销售费用	15	17	25	30
管理费用	69	84	121	141
财务费用	-1	-23	12	20
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	5	1	1	1
营业利润	176	249	395	498
营业外收入	1	1	2	2
营业外支出	1	1	1	2
利润总额	176	250	395	498
所得税	19	37	59	75
净利润	158	212	336	424
少数股东损益	0	-8	-12	-13
归属母公司净利润	158	221	348	436
EBITDA	267	305	494	611
EPS (元)	0.38	0.52	0.83	1.04

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-2.3%	41.7%	44.7%	16.8%
营业利润	-34.7%	41.3%	58.6%	26.1%
归属于母公司净利润	-32.6%	39.6%	57.7%	25.4%
获利能力				
毛利率 (%)	33.2%	29.0%	32.9%	34.7%
净利率 (%)	16.0%	15.8%	17.2%	18.5%
ROE (%)	9.5%	11.7%	15.9%	17.0%
ROIC (%)	7.4%	10.2%	15.9%	17.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	32.8%	16.4%	21.5%	16.8%
净负债比率 (%)	48.8%	19.6%	27.3%	20.2%
流动比率	4.43	2.89	2.58	3.49
速动比率	3.79	2.19	2.08	2.88
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.59	0.81	0.81
应收账款周转率	12.28	13.57	13.57	13.57
应付账款周转率	3.30	4.30	4.30	4.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.52	0.83	1.04
每股经营现金流 (摊薄)	-0.02	0.75	1.06	0.94
每股净资产	3.96	4.48	5.19	6.11
估值比率				
P/E	57.03	29.61	18.78	14.97
P/B	5.41	3.46	2.99	2.54
EV/EBITDA	32.32	20.12	11.86	9.21

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 15%；
- 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。