

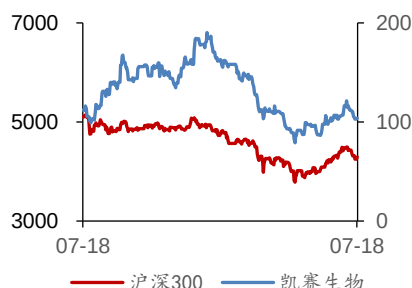
股权激励方案落地，生物基聚酰胺成长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-7-19

收盘价（元）	103.85
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）	432.72
流通市值（亿元）	176.16

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. 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
2. 营收利润双增长，聚酰胺静待放量 2022-4-26
3. 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

主要观点：

● 事件描述

2022 年 7 月 19 日，公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟向包括董事、高级管理人员、核心技术人员等共计 200 名对象授予 220 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额约 4.17 亿股的 0.53%；本次限制性股票的授予价格为每股 80 元，满足相应经营目标后可在 2022-2025 年四个会计年度分别授予。

● 推出新一轮股权激励计划，保障公司长期稳定发展

公司预计将向 200 名对象授予 220 万股限制性股票。本次限制性股票激励计划是继 2020 年股权激励计划后，公司再次发布的新一轮更大范围的激励方案，有望激励核心骨干员工并保障公司的长期稳定发展。公司于 2020 年发布限制性股票激励计划，向 58 名核心技术人员及管理、技术、业务骨干授予 50 万股限制性股票，占方案公布时公司总股本的 0.12%。此次股票激励计划在先前方案的基础上，大幅扩大人才激励范围及权益规模，方案激励员工占公司总人数之比由之前方案的 4.44% 显著提高至 9.84%，股权激励股票数量由 50 万股大幅提升至 220 万股，充分彰显了公司重视和激励人才的经营理念。

公司设定 2022-2025 年营业收入及净利润实现大幅增长的股权激励目标。

公司本次激励计划考核年度为 2022-2025 年。（1）根据公司的业绩考核目标 A，归属比例为 100%，营业收入与净利润两个要求满足其中之一即可。以 2020 年为参考基准，2022-2025 年营业收入与净利润增速分别为 69%、120%、186%、243%，对应 2022-2025 年营业收入 25.30、32.93、42.81、51.35 亿元，对应 2022-2025 年净利润 7.74、10.07、13.09、15.70 亿元。

（2）根据公司的业绩考核目标 B，归属比例 80%，营业收入与净利润两个要求满足其中之一即可。以 2020 年为参考基准，2022-2025 年营业收入与净利润增速分别为 44%、73%、107%、174%，对应 2022-2025 年营业收入 21.56、25.90、30.99、41.02 亿元，对应 2022-2025 年净利润 6.59、7.92、9.47、12.54 亿元。

公司自上市以来持续推出人才激励政策，并推进股权激励方案落地，有望充分调动公司研发、生产、经营中核心员工的积极性，进一步提升公司业务发展潜力，保障公司长期稳定向好发展。

● 癸二酸进入试生产阶段，生物基聚酰胺应用逐步拓展

癸二酸项目进入试生产阶段，山西项目稳步推进。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；根据最新公告，

公司年产 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。

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产能逐步释放，生物基聚酰胺有望迎来大场景应用。截至 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。针对生物基聚酰胺的不同应用场景，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”。公司生物基聚酰胺还主要用于民用丝领域，例如运动服饰、内衣、袜类、与棉麻丝毛混纺的面料、箱包、地毯等；工业丝领域，例如轮胎帘子布、箱包、气囊丝、脱模布等；无纺布领域，例如面膜、卫生用品等；工程塑料领域，例如汽车部件、电子电器、扎带、隔热条等；玻纤增强复合材料和碳纤维增强复合材料用于轻量化领域，例如新能源汽车、风电叶片、管材、建筑材料；尼龙弹性体领域，例如面料、鞋材等。随着公司生物基聚酰胺产能逐步提升，应用范围不断拓展，有望打开公司的成长空间。

● 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 51、42、34 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	50.53	41.59	34.45
P/B	7.20	3.76	3.44	3.13
EV/EBITDA	97.33	41.09	32.63	26.58

资料来源: wind, 华安证券研究所

资产负债表		单位:百万元		
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	11395	6015	5570	5399
现金	9629	3195	1541	427
应收账款	259	390	607	753
其他应收款	7	15	22	25
预付账款	67	129	156	213
存货	1185	1989	2963	3677
其他流动资产	248	297	281	304
非流动资产	4804	11123	13042	14969
长期投资	53	53	53	53
固定资产	2210	8015	9859	11688
无形资产	768	1025	1289	1643
其他非流动资产	1772	2030	1841	1585
资产总计	16198	17138	18612	20368
流动负债	1218	1253	1564	1906
短期借款	744	0	0	0
应付账款	290	1023	1204	1428
其他流动负债	184	230	360	478
非流动负债	293	293	293	293
长期借款	0	0	0	0
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

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	594	828	385	945
净利润	608	856	1040	1256
折旧摊销	172	207	168	185
财务费用	-13	19	0	0
投资损失	-16	-27	-48	-53
营运资金变动	-191	-276	-897	-601
其他经营现金流	834	1180	2060	2015
投资活动现金流	-126	-6499	-2040	-2058
资本支出	-1475	-6527	-2087	-2112
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1348	27	48	53
筹资活动现金流	2987	-762	0	0
短期借款	744	-744	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	6	0	0	0
其他筹资现金流	2238	-19	0	0
现金净增加额	3446	-6434	-1654	-1114

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表	单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2197	3612	5183	6584
营业成本	1340	2263	3252	4125
营业税金及附加	23	36	52	67
销售费用	42	95	106	145
管理费用	134	253	365	442
财务费用	-182	-174	-71	-30
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	16	27	48	53
营业利润	739	1038	1329	1619
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	740	1038	1329	1619
所得税	93	134	167	205
净利润	647	904	1162	1414
少数股东损益	39	48	122	158
归属母公司净利润	608	856	1040	1256
EBITDA	698	975	1279	1612
EPS（元）	1.46	2.06	2.50	3.01

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	46.8%	64.4%	43.5%	27.0%
营业利润	41.5%	40.5%	28.0%	21.8%
归属于母公司净利	32.8%	40.9%	21.5%	20.7%
获利能力				
毛利率（%）	39.0%	37.4%	37.3%	37.4%
净利率（%）	27.7%	23.7%	20.1%	19.1%
ROE（%）	5.7%	7.4%	8.3%	9.1%
ROIC（%）	3.0%	4.3%	5.8%	6.9%
偿债能力				
资产负债率（%）	9.3%	9.0%	10.0%	10.8%
净负债比率（%）	10.3%	9.9%	11.1%	12.1%
流动比率	9.36	4.80	3.56	2.83
速动比率	8.33	3.11	1.57	0.79
营运能力				
总资产周转率	0.14	0.21	0.28	0.32
应收账款周转率	8.47	9.26	8.53	8.74
应付账款周转率	4.62	2.21	2.70	2.89
每股指标（元）				
每股收益	1.46	2.06	2.50	3.01
每股经营现金流	1.43	1.99	0.92	2.27
每股净资产	25.60	27.65	30.15	33.16
估值比率				
P/E	126.32	50.53	41.59	34.45
P/B	7.20	3.76	3.44	3.13
EV/EBITDA	97.33	41.09	32.63	26.58

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。