



## 需求疲软业绩短期承压，生物新材料前景广阔

### 买入（维持）

行业：基础化工  
日期：2023年05月16日

分析师：邓周宇  
Tel:

E-mail:  
SAC 编号：S0870523040002

分析师：于庭洋  
Tel:

E-mail:  
SAC 编号：S0870523040001

联系人：王真真  
Tel:

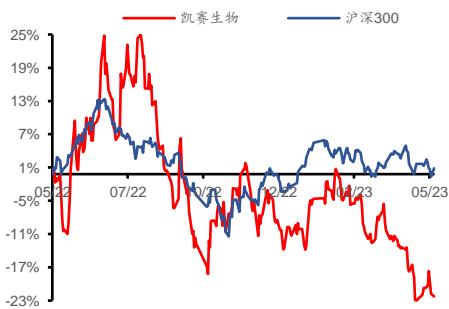
021 -53686246  
E-mail: wangzhenzhen@shzq.com

SAC 编号：S0870122020012

#### 基本数据

最新收盘价（元）	53.65
12mth A 股价格区间（元）	53.15-121.40
总股本（百万股）	583.28
无限售 A 股/总股本	45.19%
流通市值（亿元）	141.41

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《需求疲软业绩承压，生物法癸二酸投产助力未来业绩增长》

——2022 年 10 月 31 日

《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》

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

公司发布2022年度报告和2023年一季度报告：1) 2022年公司实现营收24.41亿元，同比+3.28%；实现归母净利润5.53亿元，同比-6.97%。2) 2023年一季度，公司实现营收5.05亿元，同比-23.56%；实现归母净利润0.57亿元，同比-67.09%。

终端需求疲软，生物基聚酰胺客户拓展仍在进行中。2022年长链二元酸销量5.87万吨，同比-4.48%，毛利率减少1.64pct至40.69%；生物基聚酰胺销量1.10万吨，同比-22.59%，毛利率减少3.49pct至-7.34%，主要由于产品进入市场时间较短，客户对于材料的性能深入理解和熟练使用仍需一段过程。公司加大研发投入，不断改进菌种及纯化工艺，提高生产效率，研发费用同比+40.58%至1.88亿元。

##### 生物新材料打开应用场景，以生物智造重塑人类低碳生活

- 1) 拓展长链二元酸产品，合成生物基聚酰胺 5X 新材料。在当前产品基础上，陆续开发包括九碳、十碳、十六碳、十八碳二元酸产品。结合公司自有二元酸与二元胺单体，通过有机组合可以合成一系列生物基聚酰胺 5X 产品，根据不同品牌的特点开发不同的应用市场。例如，聚酰胺 56 产品性能接近通用型聚酰胺 66，戊二胺与长链二元酸（十六碳以上）聚合得到的长链聚酰胺产品具有接近聚酰胺 11、12 的低温柔韧性，聚酰胺 5T 性能接近聚酰胺 6T。
- 2) 生物基高温尼龙高效突破性新工艺具有性价比优势。生物基高温尼龙突破性工艺在产业化示范线上得到验证，充分体现了生物基单体构造的高分子材料表现出的性价比优势。公司开发的耐高温生物基聚酰胺一步法聚合工艺比传统化工同类产品的二步法聚合工艺具有显著的成本优势，使生物基聚酰胺相对于传统化工产品具有“原料可再生、产品可回收、成本可竞争”的优势。
- 3) 系列生物基聚酰胺连续纤维增强热塑型复合材料的关键产业化技术开发进展顺利，具有高性能、易加工、轻量化、可回收、低成本、耐磨耐腐蚀等综合优势，突破传统热塑性复合材料成本和性能局限，有望在交运物流、新能源装备、建筑装饰等领域的大场景中实现“以塑代钢、以塑代铝、以热塑替代热固”，用户侧的全周期成本和环境压力更低。
- 4) 农业废弃物为原料生产乳酸的万吨级示范线已经部分建成并获得产品。公司将研发利用从农、林、湖泊等来源的生物废弃物经加工得到的 C5 糖和 C6 糖，经生物转化成各种产品，其中可能包括乳酸（用于做生物可降解的聚乳酸材料）、戊二胺（用于生产生物基聚酰胺）、乙醇/丁醇（生物燃料）、氨基酸（如谷氨酸、赖氨酸）和蛋白质（营养）等。研发的目标是使之能在商业上比粮食更有经济性，做到“不与人争粮、不与粮争地”。公司还将研发秸秆中木质素和磷、钾、微量元素等营养物质的回收和综合利用技术。
- 5) 生物制造过程条件温和，节能减碳，生物基材料有望做到零碳甚至负碳。公司生物基产品采用可再生的农作物作为原料，农作物通过光合作用将大气中的二氧化碳转化为淀粉、纤维素等有机碳，再通过生物转化生产出生物基产品，生物制造过程条件温和，节能减

——2022年08月12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（更正）》

——2022年07月20日

碳，对降低碳排放有显著作用。经第三方检测，生产每吨生物基聚酰胺 56 比传统尼龙 66 或尼龙 6 减少碳排放一半以上；生产每吨生物法癸二酸比化学法癸二酸减碳约 20%；此外，公司生物基聚酰胺产品以塑代钢应用于轻量化场合，终端产品由于减重而降耗节能，以塑代塑替代热固性材料实现材料循环使用，都可以实现对碳中和的有益贡献。绿色生产和轻量化是公司产品的特点，用生物基材料的高性价比与石油化学品竞争，发展空间广阔。

### ■ 投资建议

考虑 2022 年以及 2023 年一季度需求疲软，以及生物基聚酰胺市场拓展仍需时间，我们调整公司盈利预测 2023-2025 年归母净利润为 6.73、8.02、9.69 亿元（2023-2024 前值为 9.44、11.50 亿元），同比增速为 21.71%、19.14%、20.81%，当前股价对应 P/E 为 46.78、39.26、32.50 倍。我们认为长期来看生物新材料前景广阔，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。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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2441	3024	3811	4624
年增长率	3.3%	23.9%	26.0%	21.3%
归母净利润	553	673	802	969
年增长率	-7.0%	21.7%	19.1%	20.8%
每股收益（元）	0.95	1.15	1.38	1.66
市盈率（X）	56.93	46.78	39.26	32.50
市净率（X）	2.88	2.73	2.54	2.35

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年05月15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	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6295	3582	3076	2795
应收票据及应收账款	439	295	520	470
存货	1574	1868	1262	2057
其他流动资产	168	178	214	233
流动资产合计	8475	5923	5073	5556
长期股权投资	50	50	50	50
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3506	3181	2803	2463
在建工程	3164	6064	8014	8414
无形资产	778	766	758	753
其他非流动资产	1855	1855	1855	1855
非流动资产合计	9352	11915	13479	13534
<b>资产总计</b>	<b>17827</b>	<b>17838</b>	<b>18552</b>	<b>19090</b>
短期借款	161	100	50	0
应付票据及应付账款	1060	571	814	709
合同负债	18	19	25	30
其他流动负债	185	130	163	197
流动负债合计	1424	821	1052	936
长期借款	961	928	528	121
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	404	404	404	404
非流动负债合计	1365	1332	932	525
<b>负债合计</b>	<b>2789</b>	<b>2153</b>	<b>1984</b>	<b>1461</b>
股本	583	583	583	583
资本公积	8540	8540	8540	8540
留存收益	1905	2509	3341	4341
归属母公司股东权益	10949	11553	12385	13384
少数股东权益	4089	4132	4183	4245
<b>股东权益合计</b>	<b>15038</b>	<b>15685</b>	<b>16568</b>	<b>17629</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>17827</b>	<b>17838</b>	<b>18552</b>	<b>19090</b>
<b>现金流量表 (单位: 百万元)</b>				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>804</b>	<b>465</b>	<b>1938</b>	<b>674</b>
净利润	613	716	853	1031
折旧摊销	270	467	476	490
营运资金变动	-20	-712	614	-842
其他	-59	-6	-5	-5
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-4198</b>	<b>-3009</b>	<b>-2021</b>	<b>-527</b>
资本支出	-4198	-3030	-2040	-545
投资变动	0	0	0	0
其他	0	21	19	18
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>404</b>	<b>-199</b>	<b>-453</b>	<b>-458</b>
债权融资	386	-94	-450	-457
股权融资	11	0	0	0
其他	7	-105	-3	-1
<b>现金净流量</b>	<b>-2931</b>	<b>-2713</b>	<b>-506</b>	<b>-281</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2441</b>	<b>3024</b>	<b>3811</b>	<b>4624</b>
营业成本	1581	1938	2456	2997
营业税金及附加	25	30	38	46
销售费用	45	56	69	83
管理费用	189	181	210	231
研发费用	188	181	191	208
财务费用	-295	-121	-69	-61
资产减值损失	-30	-4	-5	-5
投资收益	-4	21	19	18
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>708</b>	<b>814</b>	<b>970</b>	<b>1172</b>
营业外收支净额	-12	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>696</b>	<b>814</b>	<b>970</b>	<b>1172</b>
所得税	83	98	116	141
净利润	613	716	853	1031
少数股东损益	59	43	51	62
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>553</b>	<b>673</b>	<b>802</b>	<b>969</b>
<b>主要指标</b>				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	35.2%	35.9%	35.5%	35.2%
净利率	22.7%	22.3%	21.1%	21.0%
净资产收益率	5.1%	5.8%	6.5%	7.2%
资产回报率	3.1%	3.8%	4.3%	5.1%
投资回报率	2.3%	3.6%	4.6%	5.5%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	3.3%	23.9%	26.0%	21.3%
EBIT 增长率	-20.6%	65.1%	30.6%	23.6%
归母净利润增长率	-7.0%	21.7%	19.1%	20.8%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.95	1.15	1.38	1.66
每股净资产	18.77	19.81	21.23	22.95
每股经营现金流	1.38	0.80	3.32	1.16
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.14	0.17	0.21	0.24
应收账款周转率	6.25	10.93	8.39	10.66
存货周转率	1.00	1.04	1.95	1.46
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	15.6%	12.1%	10.7%	7.7%
流动比率	5.95	7.22	4.82	5.94
速动比率	4.75	4.75	3.45	3.52
<b>估值指标</b>				
P/E	56.93	46.78	39.26	32.50
P/B	2.88	2.73	2.54	2.35
EV/EBITDA	44.54	25.07	21.09	18.00

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