

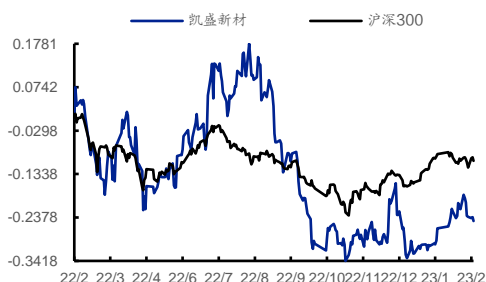
研究所  
证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
liy103@ghzq.com.cn  
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
dongbj@ghzq.com.cn  
联系人: 陈雨 S0350122070023  
cheny19@ghzq.com.cn

## 重点项目有序推进, 依托氯化亚砷产业链

### 进军新型锂盐 LiFSI

#### ——凯盛新材(301069)点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2023/02/22

表现	1M	3M	12M
凯盛新材	2.4%	4.4%	-24.6%
沪深300	-1.8%	9.0%	-10.2%

#### 市场数据

2023/02/22

当前价格(元)	30.74
52周价格区间(元)	26.50-48.49
总市值(百万)	12,930.47
流通市值(百万)	4,317.13
总股本(万股)	42,064.00
流通股本(万股)	14,044.00
日均成交额(百万)	61.64
近一月换手(%)	3.01

#### 事件:

2023年2月10日, 公司发布《凯盛新材调研活动信息 20230210》, 公司“2000吨/年聚醚酮酮树脂及成型应用项目”首期1000吨产能已进入试生产调试阶段, 公司正在分型号等级进行调试; 潍坊凯盛生产基地首期项目工程建设已完成, 5万吨/年氯乙酰氯项目即将投入试生产, 后续潍坊凯盛将继续建设2万吨/年芳纶聚合单体和10000吨/年锂电池用新型锂盐等项目。2023年2月22日, 公司发布《向不特定对象发行可转换公司债券预案(修订稿)》, 拟募集资金总额不超过6.5亿元(含6.5亿元), 用于10000吨/年锂电池用新型锂盐项目和补充流动资金。

#### 投资要点:

##### ■ 公司是氯化亚砷和芳纶聚合单体龙头企业, 奠定公司发展基本盘

公司现有氯化亚砷产能15万吨/年, 在建5万吨/年项目工程建设已完成。公司是全球最大的氯化亚砷生产企业。公司以氯化亚砷为原料生产芳纶聚合单体, 现有芳纶聚合单体间/对苯二甲酰氯产能共3.1万吨/年, 规划产能2万吨/年, 规划项目落地后总产能将超过5万吨/年。根据公司分产品营业收入和毛利构成, 公司目前营收和毛利主要由氯化亚砷和芳纶聚合单体贡献, 构建公司坚实的基本盘。

表1: 公司主要产品及产能情况(截至2023年2月)

产品名称	主要用途	现有产能	在建或规划产能
氯化亚砷	用于合成间/对苯二甲酰氯、对硝基苯甲酰氯、氯醚等产品的主要原材料。另外还广泛运用于医药、农药、染料以及食品添加剂、锂电池领域	15万吨/年	5万吨/年
芳纶聚合单体(间/对苯二甲酰氯)	用于合成高性能纤维芳纶1313以及芳纶1414的核心原料之一, 终端应用于国防军工、安全防护、工业环保、航空航天、汽车制造、电子信息等领域。同时间/对苯二甲酰氯也是生产新型高分子材料聚醚酮酮的主要原材料之一	3.1万吨/年	2万吨/年
对硝基苯甲酰氯	合成叶酸、盐酸普鲁卡因等产品的重要中间体	5000吨/年	
氯醚	用于生产低毒、高效的早期广谱稻田选择性芽期除草剂丙草胺的主要原材料之一	4000吨/年	
聚醚酮酮	属于特种工程塑料, 主要用于3D打印、防腐喷涂、航空航天、汽车制造、油气工业、电子电器制造、人体植入医疗等领域	1000吨/年	5000吨/年
LiFSI	一种新型电解质溶质锂盐, 主要应用于动力电池领域	200吨/年	1万吨/年
氯乙酰氯	用于医药农药, 也可用作萃取溶剂、制冷剂、助染剂和润滑油添加剂等		5万吨/年

资料来源: 公司公告, 环评报告, 化工网, 国海证券研究所

表 2: 国内氯化亚砷竞争格局 (截至 2023 年 2 月)

企业	产能, 万吨/年	新增产能
山东凯盛	15	5万吨/年, 预计2023年投产
金禾实业	8	
石家庄和合	5	
江西世龙	4	2万吨/年, 预计2023.3投产
江西理文	4	
河南联创	4	
莒南国泰	2.5	
山东新龙	2	2万吨/年, 预计2023.6投产
东明万海	2	
新泰兰和	2	
开封东大	2	
四川博兴	1	
宁夏丰华	1	
合计	52.5	9万吨/年

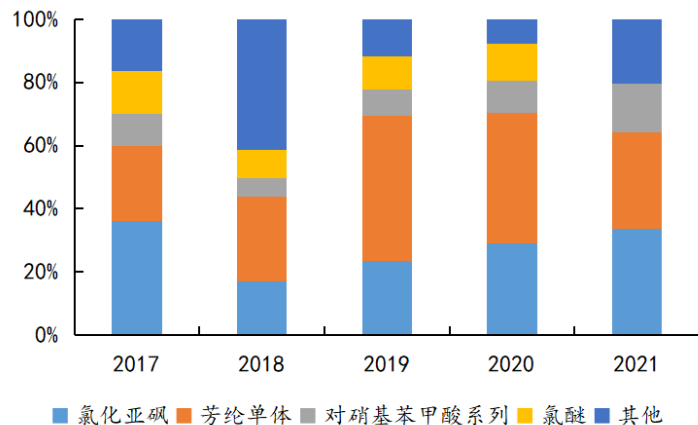
资料来源: 百川盈孚, 环评报告, 国海证券研究所

表 3: 国内芳纶聚合单体酰氯的竞争格局 (产能单位: 万吨/年)

企业	现有产能	新增产能	具体情况
凯盛新材	3.1	2.0	原有间/对苯二甲酰氯产能2.1万吨/年, 2022年新项目投产后产能提升至3.1万吨/年; 规划2万吨/年, 目前正在环评, 全部投产后总产能预计将达到5.1万吨/年
三力新材	1.0	-	截至2021年拥有间/对苯二甲酰氯产能1万吨/年以上
裕祥精细化工 (泰和新材子公司)	0.6	-	目前间苯二甲酰氯产能6000吨/年
江泰新材料	0.2	-	2021年底二期建设完成后形成间/对苯二甲酰氯产能2000吨/年
宁夏丰华	0.8	-	2021年形成8000吨/年芳纶聚合单体产能
常州科丰化工	1.18	-	目前拥有6800吨/年间苯二甲酰氯, 5000吨/年对苯二甲酰氯
合计	6.88	2.0	

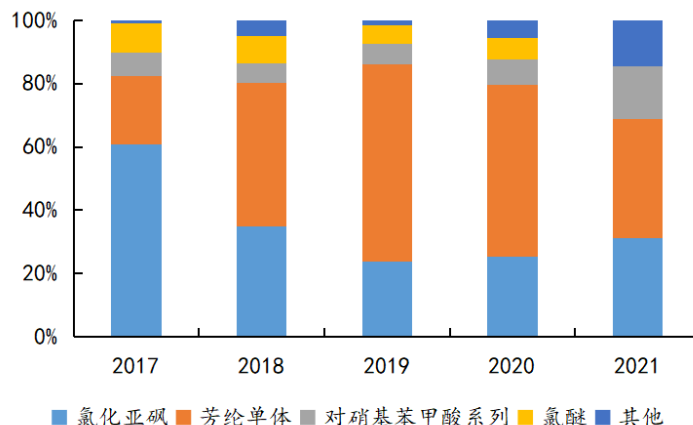
资料来源: 凯盛新材招股书, 环评公告, 企查查, 江泰新材料官网, 安徽(淮北)新型煤化工合成材料基地官网, 石嘴山新闻网, 宁夏回族自治区工业和信息化厅官网, 常州科丰化工官网, 国海证券研究所 (统计时间为 2023 年 2 月)

图 1: 公司分产品营业收入构成



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 公司分产品毛利构成



资料来源: Wind, 国海证券研究所

### ■ 延伸产业链，国内唯一具备 PEKK 完整产业化体系企业

聚醚酮酮 (PEKK) 属于特种工程塑料，具有出色的耐高温性能、机械性能、抗辐射性能、耐腐蚀性能和耐摩擦性能等综合性能，主要应用于 3D 打印材料、防腐喷涂、航空航天、汽车制造、油气工业、电子电器制造、人体植入医疗等领域。

公司建立了以氯、硫基础化工原料为起点，从精细化工中间体氯化亚砷，延伸到高性能纤维芳纶的聚合单体——间/对苯二甲酰氯和对硝基苯甲酰氯等羟基氯化物，再到高性能高分子材料 PEKK 及其相关功能性产品的特色鲜明的立体产业链结构。公司发展 PEKK 是对氯化亚砷-间/对苯二甲酰氯产业链的进一步延伸。

公司是国内唯一一家具备 PEKK 完整技术体系的产业链一体化厂商。

“2000 吨/年聚醚酮酮树脂及成型应用项目”首期 1000 吨产能已进入试生产调试阶段，公司正在分型号等级进行调试。公司 PEKK 产品目前销售均价在 30 万/吨左右，不同型号等级的产品售价存在差异。公司正在通过国内外客户进行 PEKK 产品认证，未来会通过“量”、“价”调整来逐步开拓市场，同时把握好技术研发和市场开拓节奏。

### ■ 依托氯化亚砷进军新型锂盐 LiFSI，打开公司发展新格局

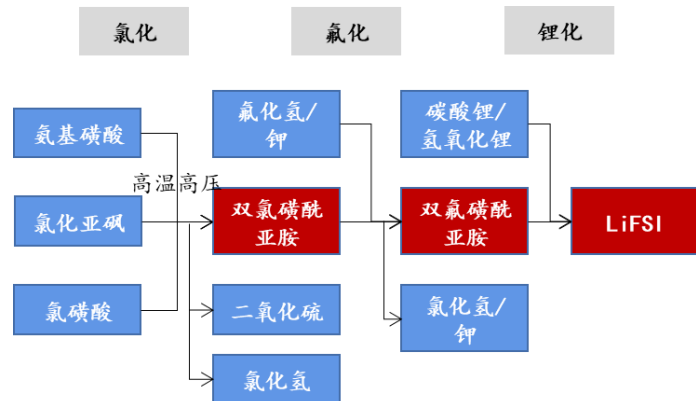
根据公司公告，双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI) 是用于锂电池电解液中的新型电解质锂盐，对环境相对友好且安全性能好。与传统锂盐六氟磷酸锂 (LiPF<sub>6</sub>) 相比，LiFSI 中锂离子更加容易解离，因此具有更高的电导率；LiFSI 分解温度高于 200℃，热稳定性和安全性能明显优于 LiPF<sub>6</sub>；另外在改善高温存储、低温放电等性能方面也有独特效果。鉴于传统锂盐 LiPF<sub>6</sub> 存在热稳定性较差、易水解等问题，易造成电池容量快速衰减并带来安全隐患的情况，LiFSI 这一安全性、稳

定性更高的新型电解液溶质将迎来更大的发展机遇。

氯化亚砷系新型锂盐 LiFSI 的核心原材料之一。公司多年来的氯化亚砷产业链发展历程给予公司深厚的氯化技术积淀；氯化亚砷循环产业链也为公司制备 LiFSI 奠定了相当程度上的原材料和成本优势；同时，公司在正式推出 10000 吨/年锂电池用新型锂盐项目之前，已对标国外最先进技术成果做了大量的技术储备和实验工作，并取得不错成果。

公司着力开展以氯化亚砷为原材料制备 LiFSI 的路线研究工作，目前已经完成了 LiFSI 的技术和工艺储备并建成了 200 吨/年的中试装置，并完成了多批次的安全稳定运行，具备了推动 LiFSI 产业化落地的条件。公司拟继续利用在氯化亚砷产业链、氯化反应技术工艺及二氧化硫的分离和循环利用工艺等方面的突出优势，开发 LiFSI，实现产业链的延伸。2022 年 12 月，公司发布公告表示，拟发行可转债募集资金总额不超过 6.5 亿元，主要用于 10000 吨/年锂电池用新型锂盐项目，项目建设期为 24 个月。根据公告时间推测，公司 LiFSI 项目有望 2024 年底建成投产，有望打开公司发展新篇章，受益于电解液迭代升级过程，迈向新能源蔚蓝大海。

图 3: 氨基磺酸-氯化亚砷-氯磺酸制备 LiFSI 工艺路线



资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

表 4: 凯盛新材在 LiFSI 方面的专利布局

专利名称	申请日期	制备过程
双氟磺酰亚胺的生产工艺	2021.09.14	氨基磺酸+氯化亚砷+三氧化硫 → 双氟磺酰亚胺
一种高纯度双氟磺酰亚胺的制备方法及其制备设备	2022.06.29	氨基磺酸+氯磺酸+氯化亚砷 → 双氟磺酰亚胺
双氟磺酰亚胺的清洁生产工艺	2021.09.14	氨基磺酸+三氧化硫+氯化亚砷 → 双氟磺酰亚胺, 双氟磺酰亚胺+氯化氢 → 双氟磺酰亚胺
一种双氟磺酰亚胺的制备方法	2022.06.29	双氟磺酰亚胺+氯化氢 → 双氟磺酰亚胺

资料来源：国家知识产权局，国海证券研究所

■ 股权激励设定高目标，展现公司发展信心决心

公司于2022年4月发布首次限制性股票激励计划。本次激励计划拟授予的限制性股票数量为217.60万股，约占公司总股本42.064万股的0.5173%，其中首次授予197.60万股，约占公司总股本的0.4698%。公司股权激励设定较高目标，彰显公司发展信心决心。根据公司股权激励解锁条件，若要实现3期解锁，至少需保证2022-2024年营收达到11.88/15.40/19.80亿元或扣非归母净利润达到2.16/2.88/4.68亿元，两者对应的2021-2024年CAGR至少须达到31.04%、37.51%。

表5：公司首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	满足下列条件之一： ①以公司2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于35%，即2022年营业收入不低于11.88亿元； ②以公司2021年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于20%，即2022年净利润不低于2.16亿元。
第二个归属期	满足下列条件之一： ①以公司2021年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于75%，即2023年营业收入不低于15.40亿元； ②以公司2021年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于60%，即2023年净利润不低于2.88亿元。
第三个归属期	满足下列条件之一： ①以公司2021年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于125%，即2024年营业收入不低于19.80亿元； ②以公司2021年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于160%，即2024年净利润不低于4.68亿元。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

■ 盈利预测和投资评级 预计公司2022/2023/2024年营收分别为10.3/14.4/19.3亿元，归母净利润分别为2.7/4.0/6.2亿元，对应PE48/32/21倍。公司是氯化亚砷和芳纶聚合单体酰氯的全球龙头，依托氯化亚砷产业链打造高端新材料，芳纶单体、聚芳醚酮、新型锂盐LiFSI多点开花，有望打开公司发展全新格局。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示 项目投产进度不及预期、技术开发不及预期、下游需求扩张不及预期、原材料价格大幅波动、国内外疫情等不可抗力、国际局势动荡、行业政策大幅变动等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	880	1028	1442	1932
增长率 (%)	41	17	40	34
归母净利润 (百万元)	193	269	402	618
增长率 (%)	20	39	49	54
摊薄每股收益 (元)	0.46	0.64	0.96	1.47
ROE (%)	15	19	22	25
P/E	94.74	48.06	32.16	20.92
P/B	16.09	8.99	7.02	5.26
P/S	23.32	12.58	8.96	6.69
EV/EBITDA	82.03	36.82	25.04	16.08

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：凯盛新材盈利预测表

证券代码:	301069				股价:	30.74		投资评级:	买入		日期:	2023/02/22	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	15%	19%	22%	25%	EPS	0.51	0.64	0.96	1.47				
毛利率	37%	40%	42%	46%	BVPS	3.03	3.42	4.38	5.85				
期间费率	7%	7%	7%	6%	<b>估值</b>								
销售净利率	22%	26%	28%	32%	P/E	94.74	48.06	32.16	20.92				
<b>成长能力</b>					P/B	16.09	8.99	7.02	5.26				
收入增长率	41%	17%	40%	34%	P/S	23.32	12.58	8.96	6.69				
利润增长率	20%	39%	49%	54%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
总资产周转率	0.62	0.65	0.69	0.72	营业收入	880	1028	1442	1932				
应收账款周转率	13.22	11.91	10.78	12.51	营业成本	555	612	838	1039				
存货周转率	17.17	37.37	17.00	36.75	营业税金及附加	8	10	14	18				
<b>偿债能力</b>					销售费用	10	21	29	39				
资产负债率	10%	9%	12%	9%	管理费用	56	51	65	77				
流动比	6.45	6.88	5.39	8.01	财务费用	-3	0	0	0				
速动比	5.97	6.57	4.96	7.67	其他费用/(-收入)	43	41	58	77				
					营业利润	218	305	458	706				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业外净收支	4	4	4	4				
现金及现金等价物	678	691	909	1377	利润总额	222	309	462	710				
应收款项	67	86	134	154	所得税费用	29	40	60	92				
存货净额	51	28	85	53	净利润	193	269	402	618				
其他流动资产	101	109	181	203	少数股东损益	0	0	0	0				
<b>流动资产合计</b>	<b>897</b>	<b>914</b>	<b>1309</b>	<b>1787</b>	归属于母公司净利润	193	269	402	618				
固定资产	255	323	364	405									
在建工程	117	153	196	239	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
无形资产及其他	144	174	202	231	经营活动现金流	89	295	372	626				
长期股权投资	10	16	22	28	净利润	193	269	402	618				
<b>资产总计</b>	<b>1423</b>	<b>1580</b>	<b>2093</b>	<b>2691</b>	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	40	45	50	55				
应付款项	99	86	178	142	公允价值变动	3	0	0	0				
预收帐款	0	3	3	4	营运资金变动	-141	-11	-67	-30				
其他流动负债	40	44	62	77	投资活动现金流	-360	-176	-154	-158				
<b>流动负债合计</b>	<b>139</b>	<b>133</b>	<b>243</b>	<b>223</b>	资本支出	-88	-168	-150	-158				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-285	-15	-15	-15				
其他长期负债	9	9	9	9	其他	12	7	11	15				
<b>长期负债合计</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	筹资活动现金流	291	-105	0	0				
<b>负债合计</b>	<b>148</b>	<b>142</b>	<b>252</b>	<b>232</b>	债务融资	0	0	0	0				
股本	421	421	421	421	权益融资	291	0	0	0				
股东权益	1275	1439	1841	2459	其它	0	-105	0	0				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1423</b>	<b>1580</b>	<b>2093</b>	<b>2691</b>	现金净增加额	19	13	218	468				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。  
 董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。  
 汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。  
 刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。  
 陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。  
 陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】



市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。