

投资评级 优于大市 维持

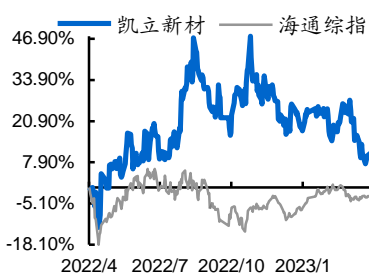
2022 年净利润持续增长，继续扩建催化材料完善业务布局

股票数据

04月12日收盘价(元)	74.14
52周股价波动(元)	72.52-140.25
总股本/流通A股(百万股)	131/60
总市值/流通市值(百万元)	9690/4482

相关研究

《贵金属催化剂龙头，拓展应用领域加快实现进口替代》2022.07.05

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-12.1	-10.8	-7.8
相对涨幅 (%)	-15.3	-10.5	-9.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:张翠翠

Tel:(021)23214397

Email:zcc11726@haitong.com

证书:S0850517110003

投资要点:

- 2022 年公司净利润继续保持快速增长。**2022 年公司实现营业收入 18.8 亿元，同比增长 18.43%，归母净利润 2.2 亿元，同比增长 36.02%。其中医药板块收入增长 23.92%，农药板块收入增长 18.63%。公司产品结构来看，均相催化剂产品销量虽然下降明显，但由于产品结构变化，单价较高的均相贵金属催化剂销量同比增长 16.37%，非贵金属均相催化剂销量较上年减少 94.77%，拉动均相催化剂产品整体收入同比增长 32.07%；公司催化合成应用技术的推广取得较好进展，技术服务收入同比增长 375.44%。
- 公司催化剂种类丰富，产品应用领域不断开拓。**公司贵金属催化剂产品达数百种，主要以铂、钯、钌、铑、铱、金等为催化活性组分。按照催化反应类别，可分为多相催化剂和均相催化剂两大主要产品类别，按照制备工艺和规格分类，共计 400 余种。多相催化剂是目前工业中使用比例最高的催化剂，一般由活性组分、助剂和载体组成，公司多相催化剂主要以钯(Pd)、铂(Pt)、钌(Ru)、铑(Rh)、金(Au)等贵金属为活性组分，以活性炭、金属氧化物等为载体。公司均相催化剂以铂族金属无机化合物或有机金属配合物为主。公司在精细化工、基础化工、新能源、环保等领域持续加强研究开发，布局了多个新产品和新技术，PVC 无汞催化剂、燃料电池催化剂、电解水制氢催化剂、烷烃脱氢催化剂等非贵金属催化剂等方面都取得了良好进展。
- 拟募集资金扩建催化材料，继续完善公司业务布局。**公司拟募集资金 10.75 亿元用于 PVC 绿色合成用金基催化材料生产及循环利用项目、高端功能催化材料产业化项目、稀贵金属催化材料生产再利用产业化项目等。PVC 绿色合成用金基催化材料生产及循环利用项目将新增金基无汞催化剂产能 3000 吨，配套建设 3500 吨废金基无汞催化剂回收产能，助力 PVC 生产无汞化进程；高端功能催化材料产业化项目将新增铂系催化材料产能 15 吨、铜系催化材料产能 2500 吨和镍系催化材料产能 1500 吨；稀贵金属催化材料生产再利用产业化项目建成后将新增炭载催化剂产能 700 吨，氧化铝催化剂 1300 吨，配套建设 2000 吨废旧贵金属催化剂回收产能。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.25、2.92、3.69 元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值区间为 2023 年 35-40 倍 PE，对应合理价值区间为 78.75-90 元，维持优于大市评级。
- 风险提示。**扩产项目投产不及预期；下游需求不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1589	1882	2336	2898	3535
(+/-)YoY(%)	51.1%	18.4%	24.1%	24.1%	22.0%
净利润(百万元)	163	221	294	382	482
(+/-)YoY(%)	54.3%	36.0%	32.9%	30.0%	26.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.24	1.69	2.25	2.92	3.69
毛利率(%)	16.1%	18.0%	18.9%	19.5%	20.0%
净资产收益率(%)	19.3%	22.8%	23.3%	23.2%	22.6%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

参考公司 2022 年年报，均相催化剂产品销量虽然下降明显，但由于产品结构变化，销售收入仍实现稳定增长。多相催化剂方面，2022 年销售量实现大幅增长，考虑到后续多相催化剂产能陆续投产，因此我们预计 2023-2025 年公司催化剂销量实现快速增长，毛利率基本稳定。1) 多相催化剂随着销量增长，2023-2025 年营业收入同比增长分别为 36.50%、47.00%、36.50%；2) 均相催化剂 2023-2025 年营业收入同比增长分别为 15.50%、5%、5%。

表 1 凯立新材分业务盈利预测

项目		2022	2023E	2024E	2025E
多相催化剂	销售收入 (百万元)	762.34	1040.60	1529.68	2088.02
	销售成本 (百万元)	590.86	801.26	1177.86	1607.77
	毛利率	22.49%	23.00%	23.00%	23.00%
均相催化剂	销售收入 (百万元)	1074.05	1240.52	1302.55	1367.68
	销售成本 (百万元)	920.28	1054.44	1107.17	1162.52
	毛利率	14.32%	15.00%	15.00%	15.00%
催化应用相关技术服务	销售收入 (百万元)	12.95	15.54	18.65	22.38
	销售成本 (百万元)	1.98	2.33	2.80	3.36
	毛利率	84.73%	85.00%	85.00%	85.00%
其他	销售收入 (百万元)	32.86	39.44	47.32	56.79
	销售成本 (百万元)	30.88	37.07	44.49	53.38
	毛利率	6.03%	6.00%	6.00%	6.00%
合计	销售收入 (百万元)	1882.20	2336.10	2898.20	3534.86
	销售成本 (百万元)	1543.99	1895.11	2332.30	2827.04
	毛利率	17.97%	18.88%	19.53%	20.02%

资料来源：公司年报 (2022)，海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
蓝晓科技	300487	92.78	1.53	2.23	2.83	61	42	33
中复神鹰	688295	40.22	0.69	1.04	1.43	58	39	28
国瓷材料	300285	29.53	0.61	0.90	1.16	48	33	26
平均值						56	38	29

资料来源：wind，海通证券研究所，股价为 2023 年 04 月 12 日收盘价，每股收益均为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1882	2336	2898	3535
每股收益	1.69	2.25	2.92	3.69	营业成本	1544	1895	2332	2827
每股净资产	7.42	9.67	12.59	16.28	毛利率%	18.0%	18.9%	19.5%	20.0%
每股经营现金流	0.75	2.49	1.71	4.63	营业税金及附加	6	7	9	11
每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	9	12	14	18
P/E	43.83	32.97	25.36	20.12	营业费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
P/B	9.99	7.67	5.89	4.55	管理费用	23	23	29	35
P/S	5.15	4.15	3.34	2.74	管理费用率%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
EV/EBITDA	43.70	26.52	19.11	14.76	EBIT	246	331	431	543
股息率%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	0	3	4	4
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	18.0%	18.9%	19.5%	20.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	11.7%	12.6%	13.2%	13.6%	投资收益	2	2	2	3
净资产收益率	22.8%	23.3%	23.2%	22.6%	营业利润	248	330	430	542
资产回报率	14.5%	15.6%	15.1%	15.6%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	17.3%	17.8%	17.6%	17.4%	利润总额	250	331	431	543
盈利增长 (%)					EBITDA	253	355	486	600
营业收入增长率	18.4%	24.1%	24.1%	22.0%	所得税	29	37	49	61
EBIT 增长率	43.9%	34.4%	30.2%	25.9%	有效所得税率%	11.4%	11.1%	11.3%	11.2%
净利润增长率	36.0%	32.9%	30.0%	26.1%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	221	294	382	482
资产负债率	36.6%	33.1%	35.0%	31.3%					
流动比率	2.26	2.33	2.32	2.64	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.46	1.88	1.60	2.22	货币资金	460	674	918	1471
现金比率	1.00	1.28	1.17	1.69	应收账款及应收票据	133	221	216	318
经营效率指标					存货	353	217	546	341
应收账款周转天数	14.57	14.17	14.37	14.27	其它流动资产	95	112	142	163
存货周转天数	63.64	54.10	58.87	56.49	流动资产合计	1041	1223	1822	2293
总资产周转率	1.40	1.37	1.31	1.26	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	20.08	13.68	8.88	7.77	固定资产	104	237	416	494
					在建工程	272	316	184	199
					无形资产	38	37	37	36
					非流动资产合计	488	665	710	802
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1529	1888	2532	3095
净利润	221	294	382	482	短期借款	240	338	473	589
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	105	68	162	106
非现金支出	8	23	55	58	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	3	10	14	18	其它流动负债	115	119	152	173
营运资金变动	-133	-2	-227	48	流动负债合计	460	525	787	868
经营活动现金流	98	325	224	606	长期借款	50	50	50	50
资产	-185	-199	-99	-149	其它长期负债	49	49	49	49
投资	59	0	0	0	非流动负债合计	99	99	99	99
其他	2	2	2	3	负债总计	559	624	886	967
投资活动现金流	-125	-197	-97	-146	实收资本	131	131	131	131
债权募资	168	98	134	116	归属于母公司所有者权益	970	1264	1646	2128
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-97	-13	-17	-22	负债和所有者权益合计	1529	1888	2532	3095
融资活动现金流	71	85	117	94					
现金净流量	45	214	244	553					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 12 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。