

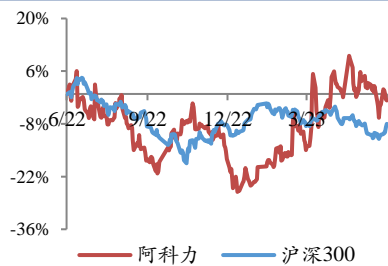
COC 产业化推进顺利，潜江项目 2024 年逐步投产

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-06-17

收盘价（元）	50.88
近 12 个月最高/最低（元）	57.09/38.21
总股本（百万股）	88
流通股本（百万股）	88
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	45
流通市值（亿元）	45

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

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件：

6月13日，公司披露对上交所关于定增相关问询函的答复，公司目前已经突破了环烯烃共聚物连续法聚合工艺技术、环烯烃共聚物提纯技术等关键技术，并已完成环烯烃单体生产线以及环烯烃聚合物的小试及中试测试，环烯烃单体已具备产业化能力，聚合物具备产业化基础，产品经客户试用，透光率、折射率及玻璃化温度等关键指标均达到进口产品水平，公司相关研发及规模化生产工作稳步推进。

● COC 产业化加速，阿科力历经多年研发占据先发优势，产业化装置推进顺利

COC（环烯烃聚合物）具有高透明度等优良的光学性能、低吸水性以及生物相容性等，目前主要用于光学镜头材料及医药包材。国内尚无产业化装置落地。近两年，COC/COP 国内产业化进程加速，一方面，国内部分企业经过多年研发积累已实现了一定的产业化突破；另一方面，光学领域中消费电子、新能源车等下游产业链明显转移至国内，该材料由日本卡脖子问题日益突出，供应链安全担忧下下游厂商的国产替代意愿加强，从而促使上下游产业化开发进程加快。目前该材料在很多领域仍呈现过高的价格将产品定位于高端应用领域，我们认为市场主要瓶颈仍在供给侧。

由答复函来看，阿科力千吨中试项目推进顺利，各项指标达到进口产品水平，有望于 2023 年底投产。同时，客户开拓方面，公司已与下游客户或潜在客户进行商务对接，并得到了客户的积极回应。公司已与多家下游知名企业达成意向合作，覆盖光学、医疗领域。公司研发方面已经过长时间摸索，目前进展处于产业链前列。

● 投资建议

我们预计阿科力 2023-2025 年归母净利润 0.57、1.20、1.78 亿元，EPS 0.65/1.36/2.03 元，对应 PE 为 78.83X/37.39X/25.08X。考虑到公司未来业绩高增速的预期，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

湖北潜江项目产能投放不及预期；
聚醚胺及高透光材料行业竞争加剧；
高透光材料推广不及预期；
风电装机不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	713	571	845	1207
收入同比 (%)	-19.0%	-19.9%	47.9%	42.9%
归属母公司净利润	120	57	120	178
净利润同比 (%)	19.7%	-52.8%	110.8%	49.1%
毛利率 (%)	30.3%	22.2%	27.3%	28.6%
ROE (%)	15.8%	7.2%	13.2%	16.4%
每股收益 (元)	1.37	0.65	1.36	2.03
P/E	28.18	78.83	37.39	25.08
P/B	4.47	5.66	4.92	4.11
EV/EBITDA	19.45	41.62	22.92	16.15

资料来源: wind, 华安证券研究所

1 聚醚胺：湖北项目再造一个阿科力

聚醚胺价格有望底部向上。2022 年聚醚胺行业盈利波动较大。一季度，风电领域景气度相对维持，同时环氧丙烷及丙二醇价格同比有大幅下降。二季度上海及周边地区疫情导致运输受阻，部分企业产销量有所下滑，同时下游装机需求下滑同样也对价格带来压力，企业库存增加明显。进入三季度，风电需求未出现预想中的显著增加，市场逐渐消化上半年库存，但风电装机量低迷的情况下，价格持续下滑，截止 2023 年 6 月已来到 20000 元/吨的低点。近期由于下游风电装机量有所改善，我们预计对聚醚胺需求存增加预期，我们认为随着三、四季度旺季来临，聚醚胺需求有望迎来回升，从而带动价格的反弹。

阿科力是国内页岩油气开采领域唯一供应商，客户粘性较高。公司是国内最早实现聚醚胺生产的企业，拥有先发优势，由于产品品质优异，早期即进入油田服务领域的油服龙头斯伦贝谢的供应链。根据招股说明书披露，公司与斯伦贝谢于 2016 年起正式合作，后续产品进入排名第二的哈里伯顿以及国内某龙头企业。该领域客户集中度较高，同时拥有较强的粘性，公司与相关龙头企业拥有长期和稳定的合作关系。**相较风电领域而言，页岩油气领域需求稳定，能够有效平抑风电周期性波动。**

湖北荆州基地，聚醚胺产能翻倍扩张。2022 年 10 月，公司发布公告拟于湖北潜江投资设立全资子公司，同时拟投资 10.5 亿元人民币建设 20,000 吨聚醚胺、年产 30,000 吨光学材料（环烯烃单体及聚合物）项目。其中聚醚胺产能扩建 2 万吨，项目建设期 18 个月，建成后较现有产能翻倍，产能扩张有利于增强公司的规模优势，同时能够满足市场增长的需要。

2 COC 产业化加速，阿科力历经多年研发占据先发优势

COC（环烯烃聚合物）具有高透明度等优良的光学性能、低吸水性以及生物相容性等，目前主要用于光学镜头材料及医药包材。国内尚无产业化装置落地。近两年，COC/COP 国内产业化进程加速，一方面，国内部分企业经过多年研发积累已实现了一定的产业化突破；另一方面，光学领域中消费电子、新能源车等下游产业链明显转移至国内，该材料由日本卡脖子问题日益突出，供应链安全担忧下下游厂商的国产替代意愿加强，从而促使上下游产业化开发进程加快。目前该材料在很多领域仍呈现过高的价格将产品定位于高端应用领域，我们认为市场主要瓶颈仍在供给侧。阿科力已经明确涉足该领域的公司，从公司相关专利整理来看，公司研发方面已经过长时间摸索，目前进展处于产业链前列。

据 6 月 13 日公司对于上交所问询函的答复，公司“技术上公司小试、中试均已完成测试且各项指标达到预期，今年 5 月公司无锡厂区已升级为化工园区，环烯烃聚合物项目已具备重启条件，千吨级工业化装置预计 2023 年年底建成达产。”

3 盈利预测

我们基于以下假设对公司进行盈利预测：

1. 脂肪胺：假设湖北潜江项目聚醚胺 2 万吨于 2024 年底投放市场，2025 年贡献营收及利润。假设 2023-2025 年有效产能为 2/4/4 万吨，产能利用率为 100%/55%/80%，产量为 2/2.2/3.2 万吨。由于风电需求提升，聚醚胺价格有望底部向上，因此假设 2023-2025 年销售均价（不含税）为 1.95/2.1/2.2 万元/吨。
2. 光学材料：假设 2023-2025 年有效产能为 0.5/0.5/0.5 万吨，产能利用率为 90%/90%/90%，产量为 0.45/0.45/0.45 万吨。光学材料供需均衡，价格随需求提升稳中有升，假设 2023-2025 年销售均价（不含税）为 4.05/4.50/4.50 万元/吨。
3. 高透光材料：假设环烯烃聚合物千吨中试装置于 2023 年底投产，湖北潜江一期 1 万吨于 2025 年上半年投放市场，下半年贡献营收及利润。假设 2024-2025 年有效产能为 0.5/0.8 万吨，产能利用率为 30%/38%，产量为 0.15/0.3 万吨。据公司答复函披露，当前海外同类产品价格 10-30 万元/吨，我们预期国产替代初期价格接近海外中低价格带，随后规模优势提升后有所下降，2024-2025 年销售均价（不含税）为 12/10 万元/吨。

图表 1 主要业务板块盈利拆分

		2022	2023E	2024E	2025E
总营收	亿元	7.12	5.71	8.44	12.07
总成本	亿元	5.01	4.45	6.14	8.62
毛利	亿元	2.11	1.27	2.30	3.45
毛利率		30%	22%	27%	29%
脂肪胺					
营收	亿元	4.91	3.89	4.62	7.04
成本	亿元	3.55	3.06	3.68	5.40
毛利	亿元	1.36	0.84	0.94	1.64
毛利率		28%	22%	20%	23%
光学材料					
营收	亿元	2.21	1.82	2.03	2.03
成本	亿元	1.46	1.39	1.41	1.41
毛利	亿元	0.75	0.43	0.62	0.61
毛利率		34%	24%	30%	30%
高透光材料					
营收	亿元			1.80	3.00
成本	亿元			1.05	1.80
毛利	亿元			0.75	1.20
毛利率				42%	40%

资料来源：公司公告，Wind，华安证券研究所测算

我们预计阿科力 2023-2025 年归母净利润 0.57、1.20、1.78 亿元，EPS 0.65/1.36/2.03 元，对应 PE 为 78.83X/37.39X/25.08X。考虑到公司未来业绩高增速的预期，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：

湖北潜江项目产能投放不及预期；
聚酰胺及高透光材料行业竞争加剧；
高透光材料推广不及预期；
风电装机不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	582	449	618	751	
现金	269	120	56	93	
应收账款	67	47	123	130	
其他应收款	0	6	2	6	
预付账款	8	6	8	13	
存货	53	30	78	85	
其他流动资产	185	240	352	425	
非流动资产	365	481	578	669	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	190	296	388	469	
无形资产	34	33	33	32	
其他非流动资产	142	152	158	168	
资产总计	947	930	1196	1420	
流动负债	180	132	279	325	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	36	29	60	73	
其他流动负债	143	103	219	252	
非流动负债	5	5	6	6	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	5	5	6	6	
负债合计	185	138	285	331	
少数股东权益	3	3	2	1	
股本	88	88	88	88	
资本公积	287	287	287	287	
留存收益	384	415	534	713	
归属母公司股东权益	759	790	910	1088	
负债和股东权益	947	930	1196	1420	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	145	98	155	275	
净利润	120	57	119	178	
折旧摊销	34	47	61	71	
财务费用	-8	-5	-2	-1	
投资损失	-2	-2	-2	-3	
营运资金变动	1	1	-21	30	
其他经营现金流	120	55	140	147	
投资活动现金流	-104	-226	-221	-239	
资本支出	-13	-160	-156	-160	
长期投资	-110	-67	-67	-82	
其他投资现金流	18	2	2	3	
筹资活动现金流	-31	-21	3	1	
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	-34	-21	3	1	
现金净增加额	14	-149	-64	37	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	713	571	845	1207	
营业成本	497	445	614	862	
营业税金及附加	6	4	5	8	
销售费用	10	8	11	16	
管理费用	46	36	51	76	
财务费用	-10	-5	-2	-1	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	1	0	0	0	
投资净收益	2	2	2	3	
营业利润	140	65	136	204	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	1	0	0	0	
利润总额	139	65	136	204	
所得税	19	8	17	27	
净利润	120	57	119	178	
少数股东损益	-1	0	0	-1	
归属母公司净利润	120	57	120	178	
EBITDA	161	105	193	271	
EPS (元)	1.37	0.65	1.36	2.03	

主要财务比率		会计年度			
	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营业收入	-19.0%	-19.9%	47.9%	42.9%	
营业利润	23.7%	-53.6%	110.3%	49.8%	
归属于母公司净利	19.7%	-52.8%	110.8%	49.1%	
获利能力					
毛利率 (%)	30.3%	22.2%	27.3%	28.6%	
净利率 (%)	16.9%	9.9%	14.2%	14.8%	
ROE (%)	15.8%	7.2%	13.2%	16.4%	
ROIC (%)	14.4%	6.4%	12.7%	16.0%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.5%	14.8%	23.8%	23.3%	
净负债比率 (%)	24.3%	17.4%	31.2%	30.4%	
流动比率	3.24	3.40	2.22	2.31	
速动比率	2.88	3.09	1.89	1.99	
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.61	0.79	0.92	
应收账款周转率	8.74	10.05	9.95	9.54	
应付账款周转率	11.79	13.53	13.80	12.98	
每股指标 (元)					
每股收益	1.37	0.65	1.36	2.03	
每股经营现金流薄)	1.65	1.11	1.76	3.13	
每股净资产	8.64	8.98	10.34	12.37	
估值比率					
P/E	28.18	78.83	37.39	25.08	
P/B	4.47	5.66	4.92	4.11	
EV/EBITDA	19.45	41.62	22.92	16.15	

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。