

阿科力 (603722.SH)

2021 年 03 月 31 日

Q4 业绩如期反转，碳中和带动风电用聚醚胺需求

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

吉金（分析师）

jijin@kysec.cn

证书编号：S0790521020002

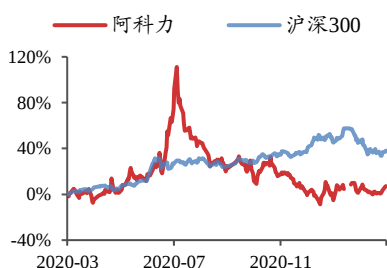
龚道琳（联系人）

gongdaolin@kysec.cn

证书编号：S0790120010015

日期	2021/3/30
当前股价(元)	28.94
一年最高最低(元)	59.60/24.24
总市值(亿元)	25.45
流通市值(亿元)	25.15
总股本(亿股)	0.88
流通股本(亿股)	0.87
近3个月换手率(%)	64.37

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-原材料价格波动影响 Q3 业绩,看好聚醚胺 Q4 反转》
-2020.10.26

《公司信息更新报告-上半年业绩增长 39.6%, COC/COP 开发进展顺利》
-2020.8.22

《公司信息更新报告-聚醚胺拐点确定, 高透光新材料快速突破》
-2020.4.24

● 2020 年归母净利润同比增长 32%，Q4 业绩如期反转，维持“买入”评级

公司 2020 年实现营收 5.38 亿元，同比+6.55%，归母净利润 5177.82 万元，同比+32.06%；2020Q4 单季度营收 1.91 亿元，同比+58.71%，环比+57.69%，归母净利润 2184.72 万元，同比+158.61%，环比+355.29%，Q4 业绩如期反转。结合公司年报，我们略微下调 2021、2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 0.83（-0.07）、1.04（-0.09）、1.30 亿元，对应 EPS 为 0.95（-0.07）、1.19（-0.10）、1.47 元/股，当前股价对应 PE 为 30.6、24.4、19.6 倍，我们看好公司作为国内聚醚胺龙头，长期受益于碳中和背景下风电叶片材料的需求增长，维持“买入”评级。

● 聚醚胺供不应求，Q4 均价环比高涨 60%，将长期受益风电发展

2020 年公司综合毛利率 24.50%，较 2019 年提升 6.08 个百分点，其中脂肪胺毛利率 21.31%，较 2019 年提升 8.39 个百分点，主要系脂肪胺供不应求，产品售价提高；光学材料毛利率 32.89%，较 2019 年提升 5.37 个百分点，主要系苡烯等原材料价格下滑。2020Q4 公司脂肪胺产品量价齐升，销售均价 2.94 万元/吨，环比提升 59.66%，销量 4975.26 吨，环比增长 6.94%，我们看好碳达峰、碳中和背景下风电用聚醚胺的长期成长空间。光学材料受疫情影响，销量有所下降，2020 年光学材料销售收入同比减少 23.6%，公司光学材料汽车表面涂层，也将受益于新能源汽车的发展。另外，由于股份支付费用较大，应付薪酬及环保费用增加，2020 年公司管理费用较 2019 年增加 1441.58 万元。

● 新产品开发顺利，实现环烯烃单体产业化，计划寻找新生产基地

2020 年，经公司研发部门与生产部门紧密配合，经过无数次严苛试验，已实现光学级环烯烃单体的产业化，为下一步突破环烯烃聚合物（COC/COP）打下坚实的基础。2021 年公司将根据研发进度情况推进千吨级 COC/COP 建设工作，以及市场调研、前期客户筛选工作。另外，公司还将推进环烯烃酯在汽车表面涂层的应用拓展，加快聚醚胺小品种的新领域推广，并计划在省内寻找新的生产基地。

● **风险提示：**原材料价格波动，海外疫情影响需求，COC/COP 开发不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	505	538	680	754	862
YOY(%)	19.5	6.5	26.4	10.9	14.4
归母净利润(百万元)	39	52	83	104	130
YOY(%)	17.3	32.1	60.8	25.5	24.0
毛利率(%)	18.4	24.5	23.6	25.6	26.7
净利率(%)	7.8	9.6	12.2	13.9	15.0
ROE(%)	7.2	8.8	12.4	13.8	14.9
EPS(摊薄/元)	0.45	0.59	0.95	1.19	1.47
P/E(倍)	64.9	49.15	30.57	24.36	19.64
P/B(倍)	4.7	4.4	3.8	3.4	3.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	319	385	465	492	662	营业收入	505	538	680	754	862
现金	110	193	232	272	387	营业成本	412	406	520	561	632
应收票据及应收账款	47	69	77	85	101	营业税金及附加	2	4	5	5	6
其他应收款	2	2	3	2	4	营业费用	13	8	10	11	13
预付账款	7	7	11	9	13	管理费用	25	39	34	38	43
存货	47	45	72	54	88	研发费用	17	22	25	29	33
其他流动资产	107	69	69	69	69	财务费用	-3	2	-6	-8	-10
非流动资产	367	369	443	460	492	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	2	1	1	1	1
固定资产	220	200	271	298	335	公允价值变动收益	1	-0	0	0	0
无形资产	37	36	34	32	31	投资净收益	2	2	2	2	2
其他非流动资产	110	133	139	129	126	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	687	754	908	952	1154	营业利润	44	60	96	120	149
流动负债	139	164	233	193	282	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	1	0	0	0
应付票据及应付账款	116	128	185	153	227	利润总额	44	60	96	120	149
其他流动负债	23	36	48	40	55	所得税	5	8	13	16	20
非流动负债	6	6	8	8	7	净利润	39	52	83	104	129
长期借款	0	0	2	1	1	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-1
其他非流动负债	6	6	6	6	6	归母净利润	39	52	83	104	130
负债合计	145	170	241	201	289	EBITDA	74	88	119	150	181
少数股东权益	-0	4	3	3	2	EPS(元)	0.45	0.59	0.95	1.19	1.47
股本	88	88	88	88	88	主要财务比率					
资本公积	257	274	274	274	274	成长能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	209	234	317	421	550	营业收入(%)	19.5	6.5	26.4	10.9	14.4
归属母公司股东权益	541	580	664	748	862	营业利润(%)	14.5	36.7	59.2	25.5	24.1
负债和股东权益	687	754	908	952	1154	归属于母公司净利润(%)	17.3	32.1	60.8	25.5	24.0
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	42	50	131	104	191	毛利率(%)	18.4	24.5	23.6	25.6	26.7
净利润	39	52	83	104	129	净利率(%)	7.8	9.6	12.2	13.9	15.0
折旧摊销	33	35	29	37	41	ROE(%)	7.2	8.8	12.4	13.8	14.9
财务费用	-3	2	-6	-8	-10	ROIC(%)	6.6	7.9	11.5	12.9	13.9
投资损失	-2	-2	-2	-2	-2	偿债能力					
营运资金变动	-25	-49	28	-27	33	资产负债率(%)	21.2	22.6	26.5	21.1	25.1
其他经营现金流	0	13	-0	-0	-0	净负债比率(%)	-19.3	-32.0	-33.5	-35.2	-43.8
投资活动现金流	-39	50	-101	-51	-71	流动比率	2.3	2.4	2.0	2.5	2.3
资本支出	40	8	74	16	32	速动比率	1.6	1.7	1.4	1.9	1.8
长期投资	-10	54	0	0	0	营运能力					
其他投资现金流	-9	111	-26	-35	-39	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	-5	-19	9	-13	-6	应收账款周转率	9.5	9.3	9.3	9.3	9.3
短期借款	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3
长期借款	0	0	2	-0	-0	每股指标(元)					
普通股增加	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.59	0.95	1.19	1.47
资本公积增加	11	16	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.57	1.49	1.18	2.18
其他筹资现金流	-18	-36	7	-12	-6	每股净资产(最新摊薄)	6.16	6.60	7.55	8.51	9.80
现金净增加额	-1	78	39	40	114	估值比率					
						P/E	64.9	49.2	30.6	24.4	19.6
						P/B	4.7	4.4	3.8	3.4	3.0
						EV/EBITDA	32.1	26.6	19.5	15.2	11.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn