

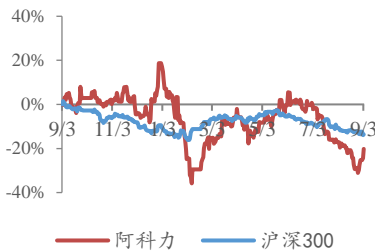
聚酰胺需求静待复苏，COC 千吨装置建成待投放

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-09-03

收盘价（元）	36.25
近 12 个月最高/最低（元）	53.90/29.13
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）	32
流通市值（亿元）	32

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

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 主营业务盈利底部待复苏，COC 千吨中试投产在即 2024-06-12
2. COC 产业化推进顺利，潜江项目有望明年逐步投产 2023-06-18

主要观点：

● 事件描述

8月30日晚，阿科力公告2024年半年报。公司2024年实现营收2.42亿元，同比减少13.30%；归母净利润198万元，同比减少87.75%；扣非归母净利润33万元，同比减少97.66%。公司第二季度实现营收1.39亿元，同比/环比+2.37%/+34.79%；归母净利润79万元，同比/环比-92.01%/-33.61%；扣非归母净利润21万元，同比/环比-97.67%/+75.00%。

● 脂肪胺价格价差磨底，2024年H1业绩延续弱势

2024年以来，主营业务聚酰胺行业产能扩张叠加海上风电装机不及预期，价格及盈利承压；光学材料供需稳定，价格环比已企稳。分业务板块来看，2024H1，脂肪胺/光学材料毛利率3.04%/22.33%，脂肪胺盈利同比下滑明显，也是公司业绩下滑的主因。从Q2经营数据来看，脂肪胺销量分别同比/环比+17%/+54%，但价格同比/环比-18%/-9%。光学材料销量分别同比/环比+47%/+24%，但价格同比/环比-22%/+3%。尽管行业面临下行压力，公司一方面坚持高端、优质客户优先，信誉优良客户优先的销售思路，重点满足优质客户的需求，与兰科化工、斯伦贝谢、立邦、PPG、道生天合等知名公司继续保持着良好的合作关系；另一方面由于石油及页岩气开采行业较为景气，公司积极拓展相关领域北美、欧洲市场，公司聚酰胺MA-223出口量同比出现了小幅增加，其出口量占聚酰胺总销售量的62.22%，缓解了一部分的业绩压力。

● 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

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。根据2024年半年报，2024上半年，高透光材料环烯烃单体已实现量产并产生少量销售，高透光材料（环烯烃共聚物COC）千吨级生产线已建成，公司正积极与相关部门进行试生产前的沟通，办理高透光材料（环烯烃共聚物COC）试生产审批手续，确保新生产线投入试生产后能够满足监管要求。公司销售部门积极与下游相关企业进行接触，建立初步联系，一旦量产将向下游客户提供样品进行测试，争取早日获得客户认证并取得订单。同时，公司凭借COC材料已经进入了工信部生物医用材料创新任务揭榜挂帅（第一批）入围揭榜单位名单。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

由于主业需求及价格下滑超预期，我们下调此前盈利预测，预计阿科力2024-2026年归母净利润0.22亿元、1.07亿元、2.21亿元（原值0.40亿元、1.66亿元、2.81亿元），对应PE为147.40X/29.73X/14.45X。考虑到公司未来业绩高增速的预期，维持“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。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	537	589	909	1241
收入同比 (%)	-24.7%	9.7%	54.3%	36.5%
归属母公司净利润	24	22	107	221
净利润同比 (%)	-80.1%	-9.6%	395.8%	105.7%
毛利率 (%)	14.8%	14.5%	24.2%	30.5%
ROE (%)	3.1%	2.8%	12.3%	20.2%
每股收益 (元)	0.27	0.25	1.22	2.51
P/E	199.63	147.40	29.73	14.45
P/B	6.23	4.17	3.65	2.92
EV/EBITDA	92.62	42.77	16.66	8.93

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	523	540	734	849	营业收入	537	589	909	1241
现金	378	356	444	575	营业成本	457	504	689	863
应收账款	58	67	137	140	营业税金及附加	4	4	6	8
其他应收款	0	6	1	6	销售费用	8	8	13	18
预付账款	9	8	12	15	管理费用	37	37	59	82
存货	46	48	92	82	财务费用	-8	-6	-5	-7
其他流动资产	32	56	48	30	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	410	405	463	535	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	1	2	3
固定资产	286	300	322	362	营业利润	26	24	119	242
无形资产	49	54	60	69	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	75	51	80	104	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	933	945	1197	1384	利润总额	25	24	119	242
流动负债	165	174	320	291	所得税	2	3	14	26
短期借款	0	0	0	0	净利润	23	21	105	216
应付账款	34	40	68	64	少数股东损益	-1	0	-2	-5
其他流动负债	131	134	252	228	归属母公司净利润	24	22	107	221
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	47	66	165	293
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.25	1.22	2.51
其他非流动负债	4	4	4	4					
负债合计	169	178	324	296					
少数股东权益	2	2	0	-5					
股本	88	88	88	88					
资本公积	287	287	287	287					
留存收益	386	390	497	718					
归属母公司股东权	761	765	873	1093					
负债和股东权益	933	945	1197	1384					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	43	17	176	197	成长能力				
净利润	23	21	105	216	营业收入	-24.7%	9.7%	54.3%	36.5%
折旧摊销	32	49	53	61	营业利润	-81.6%	-6.3%	394.3%	103.2%
财务费用	-2	-6	-5	-7	归属于母公司净利	-80.1%	-9.6%	395.8%	105.7%
投资损失	-1	-1	-2	-3	获利能力				
营运资金变动	-10	-46	25	-70	毛利率 (%)	14.8%	14.5%	24.2%	30.5%
其他经营现金流	34	67	80	286	净利率 (%)	4.5%	3.7%	11.8%	17.8%
投资活动现金流	94	-28	-94	-72	ROE (%)	3.1%	2.8%	12.3%	20.2%
资本支出	-49	-43	-109	-131	ROIC (%)	1.8%	2.0%	11.3%	19.0%
长期投资	141	13	13	55	偿债能力				
其他投资现金流	2	1	2	3	资产负债率 (%)	18.1%	18.9%	27.1%	21.4%
筹资活动现金流	-29	-12	6	7	净负债比率 (%)	22.2%	23.2%	37.2%	27.2%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.16	3.10	2.29	2.92
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.71	2.63	1.86	2.43
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.63	0.85	0.96
其他筹资现金流	-29	-12	6	7	应收账款周转率	8.60	9.43	8.91	8.97
现金净增加额	109	-22	88	131	应付账款周转率	12.95	13.59	12.73	13.08
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.27	0.25	1.22	2.51
					每股经营现金流薄)	0.49	0.20	2.01	2.24
					每股净资产	8.66	8.70	9.92	12.43
					估值比率				
					P/E	199.63	147.40	29.73	14.45
					P/B	6.23	4.17	3.65	2.92
					EV/EBITDA	92.62	42.77	16.66	8.93

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。