

# 阿科力 (603722.SH)

## 盈利能力显著改善，静候 COC/COP 产业落地

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	880	713	703	1,027	1,239
增长率 yoy (%)	63.6	-19.0	-1.4	46.0	20.7
归母净利润 (百万元)	100	120	105	164	267
增长率 yoy (%)	94.0	19.7	-12.2	55.3	62.9
ROE (%)	15.1	15.7	12.5	16.5	21.6
EPS 最新摊薄 (元)	1.14	1.37	1.20	1.86	3.03
P/E (倍)	42.6	35.6	40.6	26.1	16.1
P/B (倍)	6.5	5.6	5.1	4.3	3.5

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价

**事件:** 2023 年 3 月 31 日公司披露 2022 年年报, 报告期内公司实现营业收入 7.13 亿元, 同比下降 18.99%, 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 19.66%, 实现扣非归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 22.23%, 整体符合预期。

**主业出货受影响, 成本下行提振盈利。**在疫情反复扰动、物流紧张的影响下, 公司脂肪胺、光学材料产品销量表现承压, 报告期内脂肪胺、光学材料销量分别为 17946.11、4254.38 吨, 分别同比下降 18.14%、3.03%。而在大宗价格回落、化工周期走缓的影响下, 公司产品与原材料价格都呈现下滑趋势, 但相较于上游原材料而言, 脂肪胺与光学材料的行业格局与下游应用都相对良好, 价格表现也更加坚挺, 报告期内脂肪胺、光学材料平均售价分别为 27373.51、51967.73 元/吨, 同比下滑 6.92%、2.00%, 主要原材料环氧丙烷、丙二醇、苡烯、甲基丙烯酸价格同比下滑 37.46%、29.69%、17.36%、8.01%, 产品与原材料价格的表现差异导致公司盈利能力显著提升, 实现毛利率 30.29%, 同比上升 7.07 个 pct, 实现净利率 16.77%, 同比上升 5.39 个 pct。

**定增稳步推进, COC/COP 产业化蓄势待发。**从 2014 年起, 阿科力对 COC/COP 材料进行深入研究, 八年积累让公司顺利从实验室走到产业化。2022 年 10 月, 公司与潜江高新技术产业开发区江汉盐化工业园签订投资协议, 拟在潜江市江汉盐化工业园投资建设“年产 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, 并积极推进非公开增发为一期“年产 20,000 吨聚醚胺、年产 10,000 吨光学材料 (环烯烃单体及聚合物)”项目募集资金, 项目预计建设周期 18 个月, 产业化进度领跑国内同行, 叠加环烯烃-COC 聚合物全产业链成本优势, 公司有望成为 COC/COP 国产化的独角兽, 在进口替代的趋势下占据可观的市场份额。

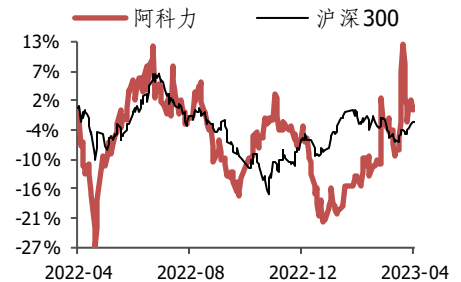
**错过行业景气时刻, 聚醚胺已进入行情底部。**22 年的疫情直接影响了上海地区风电主机厂商的开工生产, 风电装机建设也进度受阻, 全年国内风电装机为 37.63GW, 同比下降 21%, 导致聚醚胺的风电领域需求走弱, 价格由此一路下滑, 由 2022 年 2 月份 4.2 万元/吨的历史高位下行至目前 2 万元/吨, 行业景气高位回落。从目前招投标数据来看, 2023 年国内风电装机有望得到显著修复, 聚醚胺需求端有望回归正轨, 但随着各家厂商的产能释放, 行业已进入产能宽松阶段, 竞争也更加激烈, 我们认为公司产品性能领先且具有客

### 增持 (首次评级)

#### 股票信息

行业	基础化工
2023 年 4 月 6 日收盘价 (元)	48.80
总市值 (百万元)	4,291.35
流通市值 (百万元)	4,291.35
总股本 (百万股)	87.94
流通股本 (百万股)	87.94
近 3 月日均成交额 (百万元)	59.32

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

##### 联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

#### 相关研究

户优势，更大概率在未来竞争中收获市场份额，享受需求回暖的红利。

**投资建议：**预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 7.03 亿元、10.27 亿元和 12.39 亿元，实现归母净利润分别为 1.05 亿元、1.64 亿元、2.67 亿元，同比增长-12.2%、55.3%、62.9%，对应 EPS 分别为 1.2、1.86、3.03，当前股价对应的 PE 倍数分别为 41X、26X、16X。公司传统主业聚酰胺领先地位确立，凭借高性价比的产品不仅收获了国内市场份额，更是少有地成功打入海外竞争对手所在国市场，在国内聚酰胺厂商中具备一定阿尔法属性，综合竞争力显著；COC/COP 产业化进度领先，有望率先实现大规模国产“0”的突破，为公司打开成长与盈利空间，**首度覆盖，给予“增持”评级。**

**风险提示：**下游需求不及预期；行业竞争加剧；在建项目进展不及预期；上游原材料价格上涨。

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	493	582	656	873	890
现金	254	269	337	438	522
应收票据及应收账款	121	93	154	201	199
其他应收款	1	0	1	0	5
预付账款	7	8	5	15	8
存货	48	53	64	131	70
其他流动资产	62	158	94	87	86
<b>非流动资产</b>	392	365	343	444	490
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	215	190	189	274	319
无形资产	35	34	32	30	28
其他非流动资产	142	142	122	140	143
<b>资产总计</b>	885	947	999	1317	1380
<b>流动负债</b>	214	180	153	325	147
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	175	151	118	303	103
其他流动负债	39	29	35	22	44
<b>非流动负债</b>	6	5	6	5	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	5	6	5	6
<b>负债合计</b>	220	185	158	330	153
少数股东权益	3	3	2	2	1
股本	88	88	88	88	88
资本公积	285	287	287	287	287
留存收益	299	389	452	564	747
归属母公司股东权益	661	759	839	985	1227
<b>负债和股东权益</b>	885	947	999	1317	1380

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	150	145	12	238	180
净利润	100	120	105	163	266
折旧摊销	36	33	27	31	42
财务费用	1	-10	-7	-10	-12
投资损失	-1	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	5	-2	-109	57	-111
其他经营现金流	9	6	-3	-2	-3
<b>投资活动现金流</b>	-53	-104	75	-128	-84
资本支出	19	13	-4	136	86
长期投资	-20	-110	0	0	0
其他投资现金流	-15	18	71	8	2
<b>筹资活动现金流</b>	-36	-31	-19	-8	-13
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	11	3	0	0	0
其他筹资现金流	-46	-34	-19	-8	-13
<b>现金净增加额</b>	60	14	68	102	83

**利润表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	880	713	703	1027	1239
营业成本	676	497	505	732	808
营业税金及附加	4	6	5	7	9
营业费用	9	10	11	14	18
管理费用	46	46	45	62	66
研发费用	36	29	28	42	50
财务费用	1	-10	-7	-10	-12
资产减值损失	0	-0	-0	-0	-0
其他收益	2	3	2	2	2
公允价值变动收益	3	1	1	1	1
投资净收益	1	2	2	2	2
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	113	140	121	187	307
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	113	139	121	187	306
所得税	13	19	16	24	40
<b>净利润</b>	100	120	105	163	266
少数股东损益	-0	-1	-0	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	100	120	105	164	267
EBITDA	142	164	139	206	333
EPS (元/股)	1.14	1.37	1.20	1.86	3.03

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	63.6	-19.0	-1.4	46.0	20.7
营业利润 (%)	87.6	23.7	-13.3	54.5	63.6
归属母公司净利润 (%)	94.0	19.7	-12.2	55.3	62.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	23.2	30.3	28.2	28.7	34.8
净利率 (%)	11.4	16.8	14.9	15.9	21.4
ROE (%)	15.1	15.7	12.5	16.5	21.6
ROIC (%)	14.0	14.7	11.5	15.5	20.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	24.9	19.5	15.8	25.1	11.1
净负债比率 (%)	-37.4	-34.7	-39.4	-44.0	-42.1
流动比率	2.3	3.2	4.3	2.7	6.0
速动比率	2.0	2.9	3.8	2.2	5.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.8	0.7	0.9	0.9
应收账款周转率	11.4	8.7	10.1	9.4	9.7
应付账款周转率	17.1	11.8	14.4	7.5	8.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.14	1.37	1.20	1.86	3.03
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.71	1.65	0.13	2.71	2.05
每股净资产 (最新摊薄)	7.52	8.64	9.54	11.20	13.95
<b>估值比率</b>					
P/E	42.6	35.6	40.6	26.1	16.1
P/B	6.5	5.6	5.1	4.3	3.5
EV/EBITDA	28.3	23.7	28.1	18.4	11.1

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686