

短期波动不改中长期成长逻辑

事件

公司披露 2022 年三季报，22Q3 短期业绩回落但同比持平

公司 2022 年前三季度实现营收 21.33 亿元，同比增长 24.39%，实现归母净利润 3.98 亿元，同比增长 44.98%，实现扣非后归母净利润 3.80 亿元，同比增长 45.49%。其中 Q3 单季实现营收 6.31 亿元，环比下降 14.95%，归母净利润 0.99 亿元，环比下降 40.36%，同比-0.54%；实现扣非后归母净利润 0.92 亿元，环比下降 42.14%。

简评

22Q3 受宏观影响产品价格环比回落，但公司产品符合 ESG 理念，需求空间达数百万吨级，未来成长空间巨大

公司主要产品为环保型溶剂混合二元酸二甲酯及高端二元醇。2022 年前三季度，混合二元酸二甲酯实现营收 8.35 亿元，同比下降 1.89%；实现销量 7.2 万吨，同比下降 4.83%。高端二元醇实现营收 8.75 亿元，同比增长 120.93%；实现销量 3.0 万吨，同比增长 50.91%。其中 Q3 混合二元酸二甲酯实现营收 2.43 亿元，环比下降 18.19%；实现销量 2.34 万吨，环比下降 4.78%。高端二元醇实现营收 2.94 亿元，环比下降 12.23%；实现销量 0.98 万吨，环比增加 4.78%。22Q3 因国内外宏观经济压力加大影响短期需求增速，二甲酯价格环比-14.09%、二元醇价格环比-16.23%（二元醇价格部分受到 BDO 大跌影响，10 月后 BDO 已经企稳反弹）。

公司产品为己二酸副产物的深加工利用，符合副产品再利用的循环经济理念。欧盟已于今年 7 月 14 日正式发布碳边境调节机制（CBAM）的立法草案，新增纳入有机化学品，要求未来进口制造商承担碳排放成本，公司未来出口竞争力将增强。展望需求端，二甲酯作为环保型高端溶剂有望替代易残留有毒性的高沸点溶剂异佛尔酮等，潜在市场空间达数百万吨级。二元醇主要为 1,6-己二醇(HDO)，应用于高端聚氨酯领域的耐磨和耐腐蚀性优于传统 BDO，正逐步替代 BDO 部分高端市场的份额，并积极开拓 UV 固化涂料等市场，需求前景同样广阔。全球二甲酯和二元醇产能较多位于欧洲，特别是二元醇全球第一和第三大生产商（巴斯夫和朗盛）均位于欧洲，如果海外出现断供将利好公司产品出口。

元利科技 (603217)

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2022 年 11 月 11 日

当前股价：26.51 元

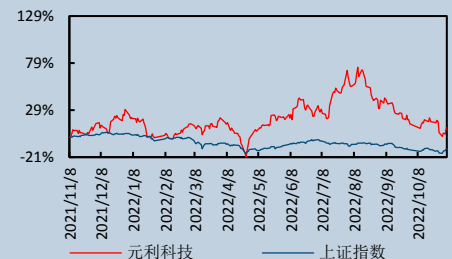
目标价格 6 个月：49.2 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-3.35/-4.89	-28.45/-23.61	10.49/22.54
12 月最高/最低价 (元)			51.44/23.5
总股本 (万股)			20,820.64
流通 A 股 (万股)			7,581.18
总市值 (亿元)			55.2
流通市值 (亿元)			20.1
近 3 月日均成交量 (万股)			305.48
主要股东			
刘修华			57.67%

股价表现



相关研究报告

- 22.08.18 【中信建投化工及能源开采】元利科技 (603217):业绩超预期,主业扩能扩链与新能源材料并进
- 22.07.18 【中信建投化工及能源开采】元利科技 (603217):中报再超预期,主业高成长并推进新能源材料,未来空间广阔
- 22.04.28 【中信建投化工及能源开采】元利科技 (603217):主业量价齐升,二元醇表现亮眼,一季报大超预期

原材料未来供应充分的长期逻辑没有改变，主业持续扩能保障成长性，产业链延伸提高附加值

公司主业的主要原材料之一为己二酸生产过程中的副产物混合二元酸。尽管今年 Q3 己二酸下游需求受宏观影响下滑导致行业开工率降低，但伴随着己二腈国产化加速带动国内尼龙 66 产业大发展以及可降解塑料政策驱动下 PBAT 扩能，己二酸行业产销有望持续提升，保障公司原材料供应，预计己二酸副产物供应量在未来 2-3 年有翻倍以上增长。市场需求向好及原材料供应约束解除，公司抓住行业战略发展机遇积极扩能。

公司现有二甲酯产能 10 万吨，居全球第一，全球份额超 50%；二元醇产能 4.5 万吨，居全球第二，全球份额近 30%，国内份额超 70%。预计未来 1-2 年内先期再扩 6 万吨和 3 万吨，2023 年底后公司有望拥有 16 万吨二甲酯和 7.5 万吨二元醇产能，市场地位均位居全球第一。如前所述，二甲酯和二元醇的替代性市场空间达数百万级，行业发展的天花板很高，公司新产能及后续扩能预计能顺利消化。与此同时，公司围绕二元羧酸体系进行深加工，积极推进产业链延伸，增加综合竞争力。其中聚碳酸酯二元醇项目一期 2000 吨预计 2022 年底后建成，3.5 万吨光稳定剂项目预计 2023 年底建成投产。

光伏银粉及其他新材料积极推进，打开公司成长想象空间

今年全球光伏市场需求增速超预期已成为市场共识，公司储备项目 1000 吨/年新一代太阳能电池正面电极用单晶银粉（列入 2022 年山东重点项目）为光伏银浆上游“卡脖子”环节，国内特别是高端市场份额现大部分被日本 DOWA 垄断，国产化空间显著。同时对传统 P 型电池而言，光伏银浆仅用于受光面，随着 N 型电池推广银浆用量有望进一步大增，带动上游银粉需求。同时公司积极布局生物基可降解赛道，目前生物基 BDO 已销往欧洲，为国内首家。考虑到 BDO 下游 PBAT/PBS 等所处的全球改性塑料市场达万亿级，公司有望迈入一个大赛道，进一步打开成长空间。

综合而言，我们认为公司股价仍然被严重低估：

主业高景气且市场空间巨大，公司抓住战略机遇积极扩能，叠加各类储备项目陆续落地，龙头地位加强且产业链不断延伸，成长性极强，继续维持强烈推荐。

由于短期受宏观扰动影响产品价格，我们下调公司 2022 至 2024 年归母净利润预测值为 5.11、6.14、8.86 亿元（暂不考虑光伏银粉的业绩贡献），EPS 分别为 2.46、2.95、4.25 元，按照 2022 年 20 倍 PE 估值，目标价下调至 49.2 元，维持“买入”评级。

风险提示：

宏观经济增速持续下滑（公司所处行业市场需求与居民的生产生活紧密相关。公司主要产品的销售价格和销量随宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出一定波动变化。随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）；原材料供应持续偏紧（公司原料为己二酸行业副产物，受制于己二酸行业开工情况，若己二酸开工大幅降低将影响公司主要原料供应，从而导致公司产品成本波动，若产品销售价格未发生同步波动，将导致公司业绩波动）；公司新项目进度不达预期（公司规划了主业扩能及产业链延伸等多个项目，若上述项目不能如期达产，将对公司的产销、经营成本等造成影响，进而影响收益）。

图表1: 盈利预测和财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,222	2,343	2,809	3,295	5,275
增长率(%)	4.7	91.8	19.9	17.3	60.1
净利润(百万元)	158	360	511	614	886
增长率(%)	15.8	128.2	42.0	20.1	44.2
毛利率(%)	21.3	23.8	26.2	27.0	26.5
净利率(%)	12.9	15.4	18.2	18.6	16.8
ROE(%)	7.0	14.0	17.2	17.5	20.7
EPS(摊薄/元)	1.24	2.77	2.46	2.95	4.25
P/E(倍)	23.6	10.6	11.9	9.9	6.9
P/B(倍)	1.65	1.48	2.04	1.74	1.43

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

邓胜：能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

研究助理

林伟昊：复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk