

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

环氧乙烷细分化工领域的领导者

事件描述

- 奥克股份拟采取网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式，发行 2700 万股并在深证交易所上市，发行后总股本 10800 万股。
- 本次募集资金计划投资到“年产 3 万吨聚乙二醇多晶硅切割液项目”、“年产 3 万吨太阳能级硅切割液项目”、“年产 8 万吨环氧乙烷衍生精细化学品项目”的建设上，投资额共计 5.265 亿元。
- 我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 1.81 元，2.54 元，3.61 元。对应 2010 年 35-40 倍市盈率，我们认为，合理申购价格为 63.35-72.40 元。

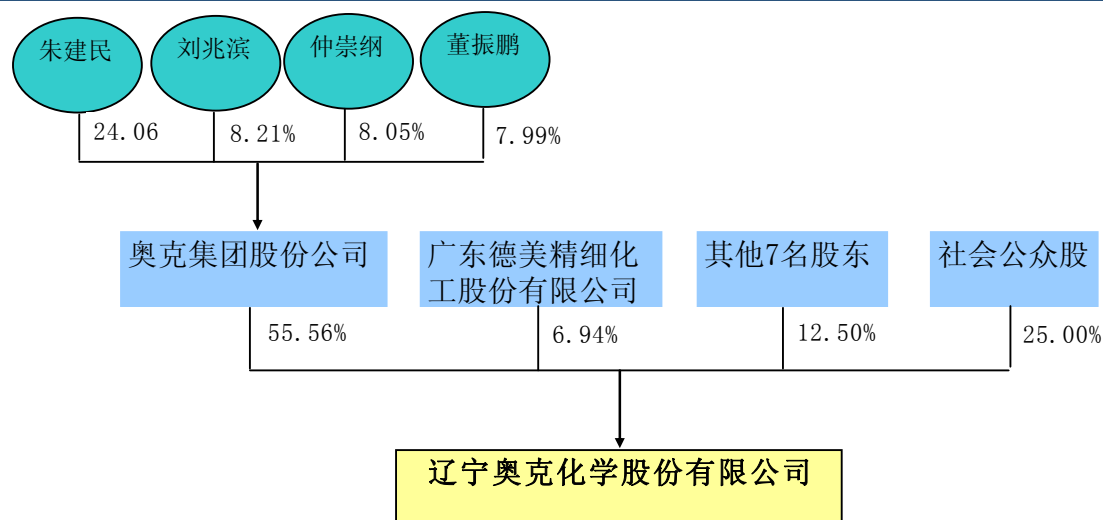
事件评论

公司概况

股权结构

奥克股份本次拟发行普通股 2700 万股，发行后总股本 10800 万股。控股股东为奥克集团，朱建民、刘兆滨、仲崇纲和董振鹏四名一致行动人通过控股奥克集团实际控制本公司。本次发行不改变公司实际控制关系。

图 1：本次发行后公司股权结构图

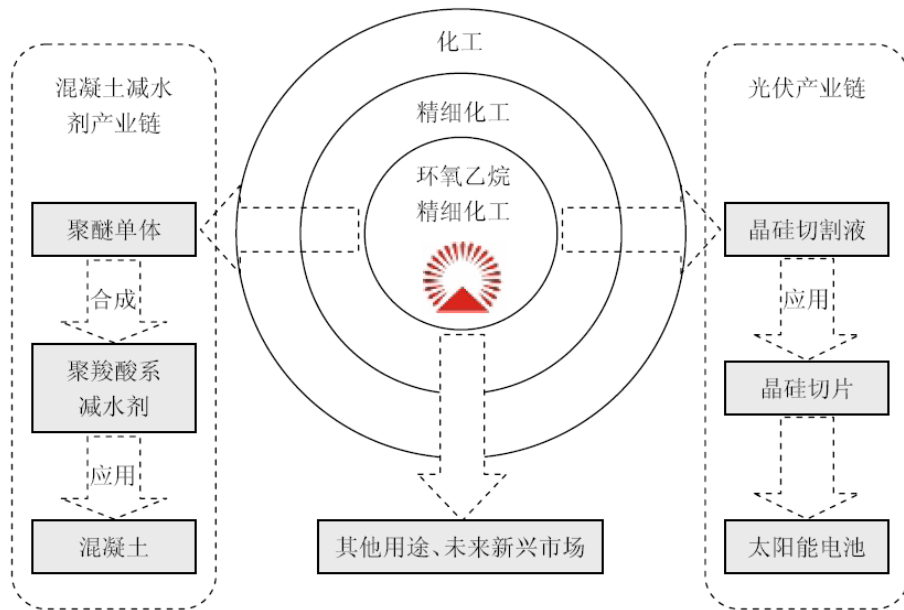


资料来源：公司公告，长江证券研究部

环氧乙烷龙头，主营切割液和聚醚单体

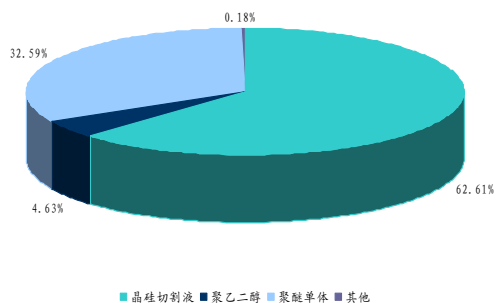
公司是国内最大的环氧乙烷精细化工新材料企业。形成了以聚乙二醇为基础产品，以太阳能光伏电池用晶硅切割液和高性能混凝土减水剂用聚醚单体两大系列产品生产和销售为主的精细化学品龙头。切割液和聚醚单体分别占国内 70% 和 25% 的市场份额，是公司两大核心产品，也是公司的利润源泉。

图 2：公司定位分析



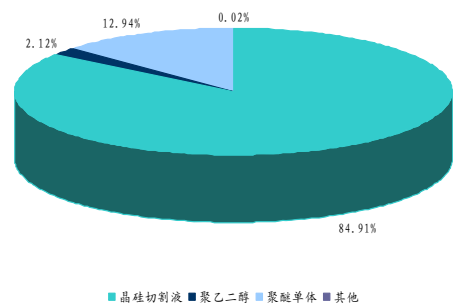
资料来源：公司公告

图 3：09 年按产品划分的销售收入构成



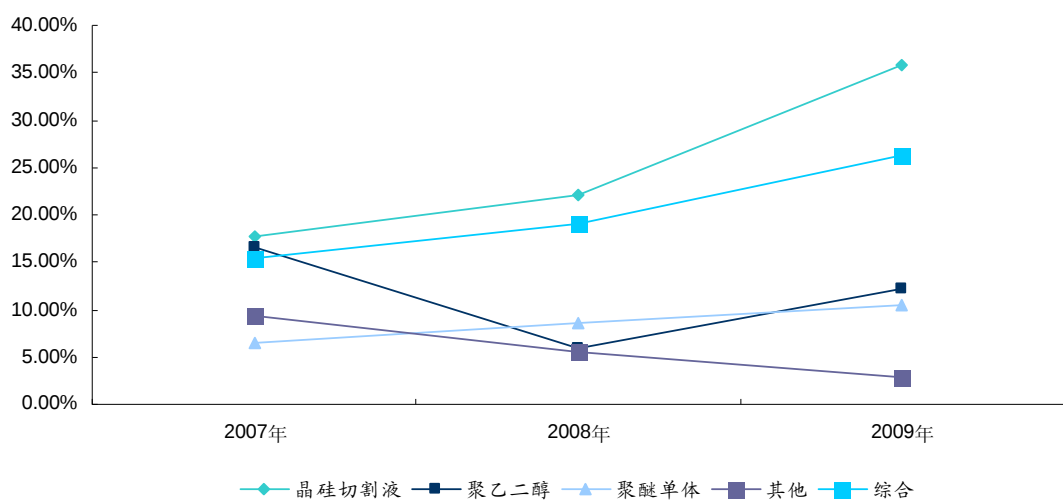
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：09 年按产品划分的销售毛利构成



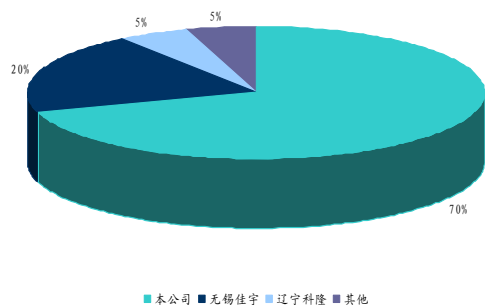
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：公司近三年来各产品毛利率



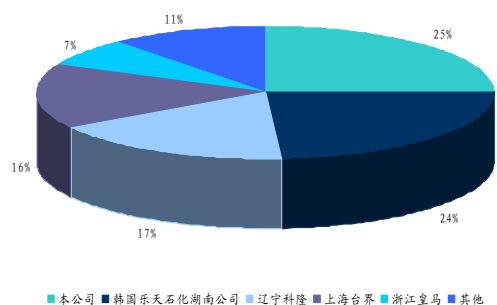
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：08 年国内太阳能光伏电池用晶硅切割液市场格局



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：08 年国内聚醚单体市场格局



资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目

本次募集资金计划投资到“年产3万吨聚乙二醇多晶硅切割液项目”、“年产3万吨太阳级硅切割液项目”、“年产8万吨环氧乙烷衍生精细化学品项目”的建设上，投资额共计5.265亿元。

表 1: 募集资金投向

序号	项目名称	总投资额(万元)	拟投入募集资金 (万元)	建设期
1	年产3万吨聚乙二醇型多晶硅切割液项目 (辽阳项目)	20,298.50	19,227.50	1年
2	年产3万吨太阳级硅切割液项目 (扬州项目)	11,858.00	11,858.00	1年
3	年产8万吨环氧乙烷衍生精细化学品项目 (南京项目)	20,495.00	10,247.50	1年

资料来源：公司公告

申购价格及建议

我们预计，2010-2012年，公司每股收益分别为1.81元，2.54元，3.61元。对应2010年35-40倍市盈率，我们认为，合理申购价格为63.35-72.4元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1068	2279	3194	4528	货币资金	346	1973	2018	2233
营业成本	798	1929	2709	3837	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	270	350	485	691	应收账款	222	228	319	453
% 营业收入	25.3%	15.3%	15.2%	15.3%	存货	54	125	176	249
营业税金及附加	4	9	13	18	预付账款	51	116	163	230
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	115	237	331	469
销售费用	33	68	96	136	流动资产合计	788	2679	3007	3633
% 营业收入	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	19	34	48	68	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	长期股权投资	35	35	35	35
财务费用	15	9	6	11	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	0.4%	0.2%	0.2%	固定资产合计	66	125	230	291
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	83	79	75	71
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	11	11	11	11
营业利润	196	228	323	459	其他非流动资产	56	132	246	235
% 营业收入	18.3%	10.0%	10.1%	10.1%	资产总计	1040	3061	3605	4277
营业外收支	4	2	0	0	短期贷款	357	0	0	0
利润总额	200	230	323	459	应付款项	30	77	108	153
% 营业收入	18.7%	10.1%	10.1%	10.1%	预收账款	5	23	48	85
所得税费用	32	34	48	69	应付职工薪酬	2	5	7	10
净利润	168	195	274	390	应交税费	12	34	48	68
归属于母公司所有者					其他流动负债	105	246	345	489
的净利润	167.8	195.5	274.4	389.8	流动负债合计	510	385	557	804
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	50	110	208	242
EPS (元/股)	2.07	1.81	2.54	3.61	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	49	49	49	49
经营活动现金流净额	244	193	198	276	负债合计	608	544	813	1095
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	432	2518	2792	3182
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	35	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	83	0	0	0	股东权益	432	2518	2792	3182
固定资产投资	0	-150	-245	-85	负债及股东权益	1040	3061	3605	4277
其他	-175	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-57	-150	-245	-85		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.072	1.810	2.541	3.609
股权融资	0	27	0	0	BVPS	5.33	23.31	25.85	29.46
银行贷款增加 (减少)	30	-297	98	34	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-15	-9	-6	-11	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-194	1863	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-179	1584	92	23	EV/EBITDA	0.29	-7.28	-5.06	-3.91
现金净流量	8	1626	45	214	ROE	38.8%	7.8%	9.8%	12.3%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。