

专注于环氧乙烷，受益于新能源和高铁快速发展

——奥克股份（300082）调研快报

2010年5月24日

推荐/首次

基础化工行

调研快报

杨若木

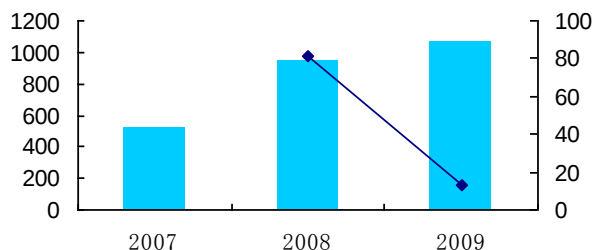
基础化工行业分析师从业资格证书编号：S1480209110083

010-66507316

1. 公司是国内环氧乙烷下游产品的龙头企业

公司自成立以来一直主要从事太阳能光伏电池用晶硅切割液、高性能混凝土减水剂用聚醚单体等环氧乙烷衍生精细化工新材料的研发、生产和销售。公司是国内环氧乙烷衍生精细化工新材料行业中的龙头企业，是国内商品环氧乙烷及乙二醇等相关化工原料的最大的采购商之一。公司主导产品太阳能光伏电池用晶硅切割液占有国内70%的市场份额，是全球最大的太阳能光伏电池用晶硅切割液的专业制造商。公司生产的高性能减水剂用聚醚单体占有国内市场25%的份额，也是国内生产规模最大的制造商之一。

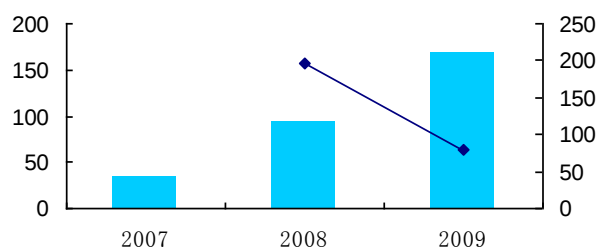
图 1：公司营业收入的增长分析



■ 营业总收入(百万元) ◆ 营业收入同比增长率(%)

资料来源：东兴证券研究所

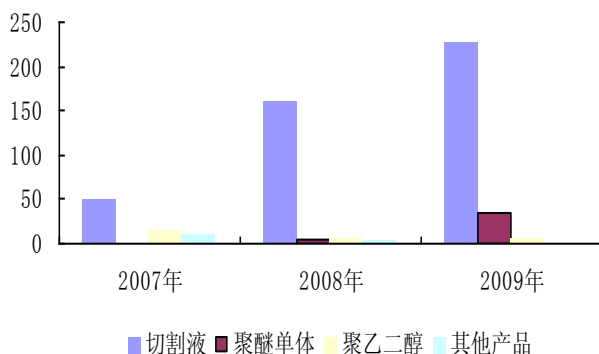
图 2：公司净利润的变化分析



■ 净利润(百万元) ◆ 净利润同比增长

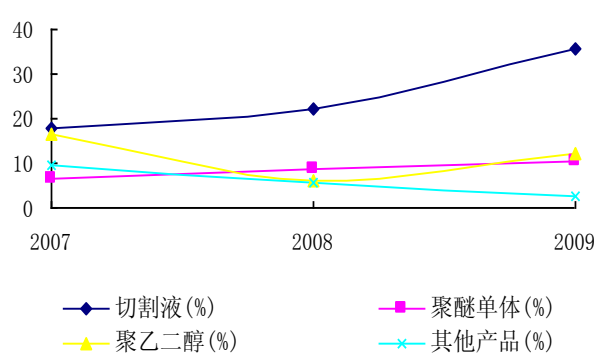
资料来源：东兴证券研究所

图 3：公司主要业务营业利润分析



资料来源：东兴证券研究所

图 4：公司主要业务毛利率分析



资料来源：东兴证券研究所

2. 公司是全球最大的太阳能光伏电池用晶硅切割液生产厂家之一

公司为全球最大的太阳能光伏电池用晶硅切割液生产厂家之一，国内市场占有率约为70%，是全球最大的硅片切割生产企业赛维LDK最重要的晶硅切割液供应商。未来切割液需求的增量主要来源于两个方面：1.我国光伏电池产量占全球市场份额达27.20%，成为世界最大的太阳能电池/组件生产国，为符合国家的低碳经济、降低能耗，太阳能的利用会逐渐提高；2.随着硅片切割技术的发展，硅片的厚度已经从2002年的330微米降低到目前主流的220或200微米，1千克多晶硅材料可切割出65-72片多晶硅片。

现在多晶硅切割液最大的风险，在于多晶硅切割液很多企业采取回收利用，但是回收液一般使用三次以后，产品的性能明显下降，LDK公司主要利用回收的切割液用于硅锭的切割，回收的切割液在切割硅片的时候容易产生刮痕，而且回收的切割液需要和新的切割液复配才能使用。中国现在多晶硅的产能过剩已经开始被警示，但是国内有6万吨的多晶硅产能，而产量仅仅有1万多吨，产能并没有完全释放，未来更多的产能投产将会拉动对多晶硅切割液的需求。综上所述，未来多晶硅切割液需求的市场仍然很大。

3. 减水剂未来的在行业整合后，盈利能力能够明显增强

减水剂可明显减少拌和混凝土时所加入的水量（20-28%），大大提高混凝土浆料的流动性能、混凝土的强度（20%以上）和寿命（一倍以上），并可以提高工程的质量，降低成本。在三类主流聚羧酸系高性能减水剂用聚醚单体材料中，聚乙二醇单甲醚（MPEG）的市场占有率约为60%，烯丙基聚氧乙烯醚（APEG）约占30%，甲基烯基聚氧乙烯（TPEG）约占10%。公司主要生产APEG、TPEG两种产品，市场占有率约25%。

聚羧酸减水剂主要是用于高铁建设、铁路、公路和机场、高层建筑。聚羧酸减水剂的性能好于现在流行的萘系减水剂，萘系减水剂是目前用量最多的减水剂品种，占有减水剂使用量的73.93%。但是具有更优效果及环保性能的新型聚羧酸系高性能减水剂已成为一个发展亮点。

2007年聚羧酸系减水剂的产量超过40万吨，占合成全国高效减水剂和高性能减水剂产量的15%左右。2008年我国聚羧酸系高性能减水剂市场需求量80万吨，预计2009年将达到120万吨，对聚醚单体的需求量将达到19.2万吨，市场增长迅速。

现在公司的聚羧酸减水剂用的聚醚单体的毛利率较低，主要现在市场上的小公司较多，以质量低廉的产品获得竞标价格较低合同，严重影响工程质量，导致重大工程事故，聚羧酸减水剂未来要进行行业的整合，对奥克股份的行业龙头发展十分有利。

4. 公司立足于环氧乙烷的下游产品的生产，未来原材料价格可能下行

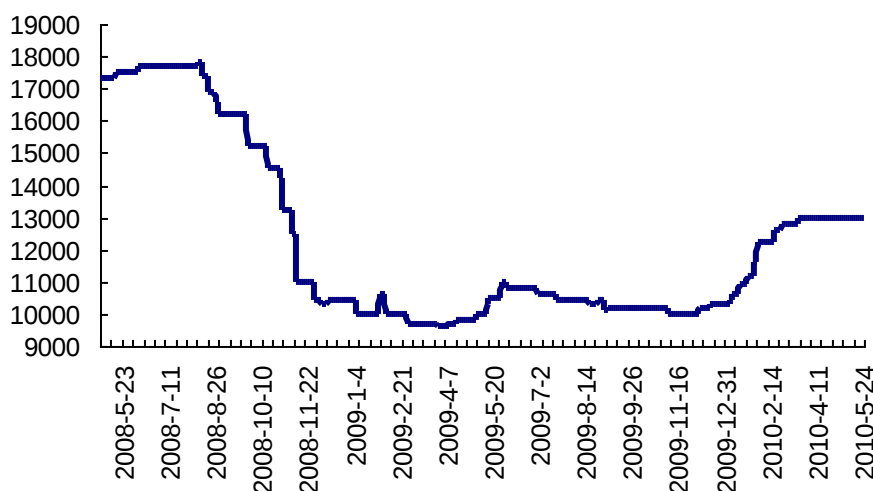
公司致力于环氧乙烷下游产品的生产，由于环氧乙烷不便长途运输，导致以环氧乙烷作为原料的化工企业需要尽可能将生产地设在能提供环氧乙烷的企业附近。公司已经布局在辽阳石化、吉林石化，公司新设立的扬州奥克和扬子奥克在投产后将利用扬子石化的环氧乙烷进行生产。在辽阳石化改扩建项目投产后，每年环氧乙烷生产量可多增加5万吨，商品量达到10-11万吨，现在项目已经获批，正在建设之中。另外，辽宁盘锦建

设年产20万吨环氧乙烷系列产品生产线项目业已启动，建成后将成为公司环氧乙烷供应的又一保障。

去年环氧乙烷价格涨幅较大，使公司在今年一季度蒙受了很大的成本压力，使公司的整体毛利率由09年的25.26%，下降至12.17%，低于最近三年的毛利率水平。环氧乙烷预计下半年价格能够有所回落，一方面是新建产能增加，另一方面是环氧乙烷下游重要产品乙二醇（占环氧乙烷消耗的75%）未来受中东地区该产品成本较低，会对国内市场产生冲击，产品生产可能有所减少。预计公司的成本压力在三季度有所缓解。

公司在一季度实现销售收入增长88%，销售额增长60%，净利润下降63.48%，实现每股收益为0.22元。

图 5：环氧乙烷价格走势



资料来源：化工在线，东兴证券研究所

5. 募投项目是未来发展的重要支撑

公司现有产能为7万吨，分别为辽阳现有装置3万吨，吉林奥克拥有1万吨，奥克新材料拥有3万吨，未来将会建设辽阳奥克3万吨切割有，扬子项目3万吨切割液，南京项目8万吨，其中南京项目每年可生产4万吨聚乙二醇系列产品和4万吨聚醚单体系列产品，公司占有50%的股权，公司收购的广东奥克未来新建5万吨乙氧基化项目。其中辽阳奥克的3万吨项目已经建成投产。这样公司在2010年年底将拥有26万吨的产能。公司在远期规划中2015年实现75万吨的环氧乙烷处理能力，110亿元的销售收入。

6. 盈利预测及投资评级

我们预计公司10-12年的每股收益分别为1.64元、2.77元、2.98元，目前价格为75.80元，对应的市盈率为46倍，低于目前化工行业创业板的平均估值水平在52倍，给予“推荐”评级。

产品	项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
切割液	销量 (万吨)	4.80	5.27	8.50	12.00	16.00

	价格(元/吨)	15055.98	12016.98	13000.00	13500.00	13500.00
	营业收入(百万元)	722.89	633.85	1105.00	1620.00	2160.00
	毛利率	22.01	35.78	20.00	21.00	22.00
	营业利润(百万元)	159.13	226.76	221.00	340.20	475.20
	销量(万吨)	0.40	3.02	7.00	11.00	16.00
	价格(元/吨)	13579.55	10915.91	11000.00	11500.00	12000.00
聚醚单体	营业收入(百万元)	54.06	329.97	770.00	1265.00	1920.00
	毛利率	8.62	10.47	10.00	10.50	11.00
	营业利润(百万元)	4.66	34.56	77.00	132.83	211.20
	销量(吨)	4987.32	4522.77	5000.00	5000.00	5000.00
	价格(元/吨)	15288.36	10358.49	11000.00	11500.00	11500.00
聚乙二醇	营业收入(百万元)	76.25	46.85	55.00	57.50	57.50
	毛利率	5.88	12.11	10.00	11.00	11.00
	营业利润(百万元)	4.49	5.67	5.50	6.33	6.33
	产品销量(万吨)			1.00	1.10	1.10
其他产品收入	价格(元/吨)			11000.00	11000.00	11000.00
分析	营业收入(百万元)	42.49	1.78	110.00	121.00	121.00
	毛利率	5.61	2.77	10.00	10.00	10.00
	营业利润(百万元)	2.39	0.05	11.00	12.10	12.10
	总收入(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	总利润(百万元)	170.66	267.05	314.50	491.45	704.83

利润表(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	947.09	1067.87	2040.00	3063.50	4258.50
营业成本	775.65	798.17	1725.50	2572.05	3553.68
营业费用	29.18	32.58	61.20	91.91	127.76
管理费用	17.21	18.90	36.72	55.14	76.65
财务费用	6.45	14.83	1.54	(19.66)	(22.70)
投资收益	0.00	(0.01)	0.00	0.00	0.00
营业利润	110.31	195.67	207.90	353.34	508.21
利润总额	111.66	199.65	211.10	356.54	511.41

所得税	18.61	31.82	33.78	57.05	81.83
净利润	93.05	167.83	177.32	299.49	429.59
归属母公司所有者的 净利润	93.05	167.83	177.32	299.49	429.59
NOPLAT	97.30	176.95	175.93	280.29	407.83
每股净收益（元）	1.24	2.15	1.64	2.77	3.98

资产负债表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	164.08	346.49	2184.54	2447.19	2792.94
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	86.77	221.93	279.45	419.66	583.36
预付款项	29.05	50.81	50.81	50.81	50.81
存货	26.20	53.98	94.55	140.93	194.72
流动资产合计	318.00	788.12	2781.19	3316.65	3980.54
非流动资产	78.94	252.18	230.94	225.03	218.48
资产总计	396.94	1040.30	3012.13	3541.68	4199.02
短期借款	105.40	356.53	0.00	0.00	0.00
应付帐款	32.14	29.67	61.46	91.61	126.57
预收款项	1.39	4.68	4.68	4.68	4.68
流动负债合计	150.10	509.61	247.59	358.92	488.01
非流动负债	36.89	98.57	353.57	622.04	935.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	209.96	432.12	2408.10	2557.85	2772.64
净营运资本	167.90	278.51	2533.59	2957.73	3492.53
投入资本 IC	137.28	458.17	239.57	126.66	29.71

现金流量表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
------------	-------	-------	-------	-------	-------

净利润	93.05	167.83	177.32	299.49	429.59
折旧摊销	6.89	8.41	0.00	20.91	21.55
净营运资金增加	88.73	110.61	2255.08	424.13	534.80
经营活动产生现金流	69.98	0.77	148.62	139.27	239.38
投资活动产生现金流	(26.66)	(146.38)	(9.01)	(15.00)	-15.00
融资活动产生现金流	11.85	328.03	1698.44	138.39	121.37
现金净增（减）	55.17	182.41	1838.05	262.65	345.75

分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，有三年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。