

精细化工



郑方铤 刘曦

证书号: S0190207120108

021-3856 5927

zhengfb@xyzq.com.cn

奥克股份 (300082)

石化衍生品小巨人, 下游空间广阔

推荐 (首次)

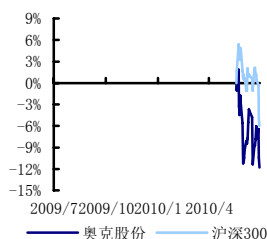
市场数据

报告日期	2010-7-2
收盘价(元)	66.89
52周最高/最低(元)	84.66/66.50
总股本(百万股)	108.00
流通股本(百万股)	21.60
总市值(百万元)	7295.40
流通市值(百万元)	1459.08
每股净资产(元)	24.06

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1068	2199	3146	4355
同比增长(%)	12.8%	106.0%	43.0%	38.5%
净利润(百万元)	168	221	324	443
同比增长(%)	80.4%	31.7%	46.4%	36.9%
毛利率(%)	25.3%	16.2%	15.9%	16.0%
净利率(%)	15.7%	10.0%	10.3%	10.2%
每股收益(元)	1.55	2.05	3.00	4.10
每股经营现金流(元)	0.01	1.42	1.52	2.72

股价走势



投资要点

我们于近日调研了奥克股份, 与公司管理层就行业基本情况、竞争格局、公司经营现状和未来发展策略等进行了沟通交流。主要内容及结论如下:

- **奥克股份是环氧乙烷精细化工龙头企业。**公司产品包括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; 公司 2009 年实现销售收入 10.68 亿元, 净利润 1.68 亿元; 07-09 年收入和净利润的复合增速分别达到 45% 和 130%。
- **晶硅切割液发展空间依然广阔。**目前中国的光伏电池用硅片切割能力约占全球的 50%。虽然主要市场欧洲的经济形势尚不明朗, 但是光伏电池需求的增长依然明确; 此外中国、美国、印度等国对光伏的潜在需求巨大, 晶硅切割液发展空间广阔。
- **减水剂用聚醚市场进入高速增长。**聚羧酸型高性能减水剂以聚醚单体为原料, 未来高铁领域的年均需求预计达 10.8 万吨, 再考虑到高速公路、机场、民用等领域的发展潜力, 未来市场前景广阔。
- **核心优势在于技术领先和原料供应。**公司技术和管理团队对产业链相关技术有深刻的理解和把握, 在产品质量和成本控制上领先同行。公司同时与国内环氧乙烷主要供应商中石油和中石化紧密合作, 锁定原料供应并建立进入壁垒。
- **给予“推荐”评级。**我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.05、3.00 和 4.10 元。产销量增长、原料价格下跌、产品结构优化是公司未来业绩的主要增长点, 公司估值在同类公司中处于较低水平, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 欧洲经济持续下滑风险, 切割液废液回收利用比例扩大的风险。

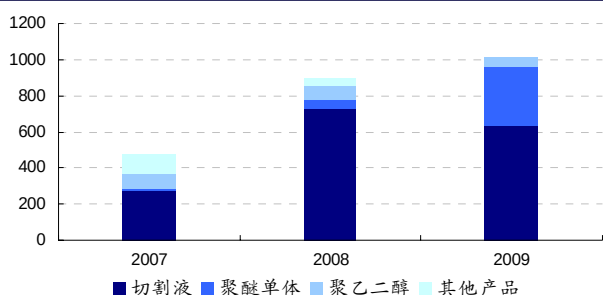
相关报告

《具备全球竞争力的环氧乙烷精细化工龙头》2010-4-30

环氧乙烷精细化工龙头

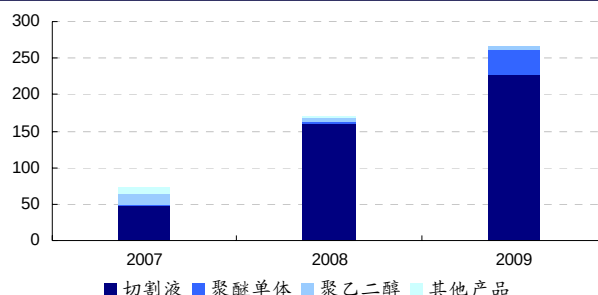
奥克股份是国内最大的环氧乙烷（EO）衍生精细化工新材料企业，产品包括太阳能光伏电池用晶硅切割液、高性能混凝土减水剂用聚醚单体等，09 年销量分别为 5.27 万吨和 3.02 万吨，市场占有率分别达到 70%（不含回收废液）和 25%；公司目前合计拥有乙氧基化产能 10 万吨/年，新建项目全部达产将超过 30 万吨/年。公司 07-09 年收入和净利润的复合增速分别达到 45.74%和 130.24%，2009 年和 2010 年一季度分别实现销售收入 10.68 亿元、3.70 亿元，净利润 1.68 亿元、1813 万元。

图 1 公司收入增长情况（百万元）



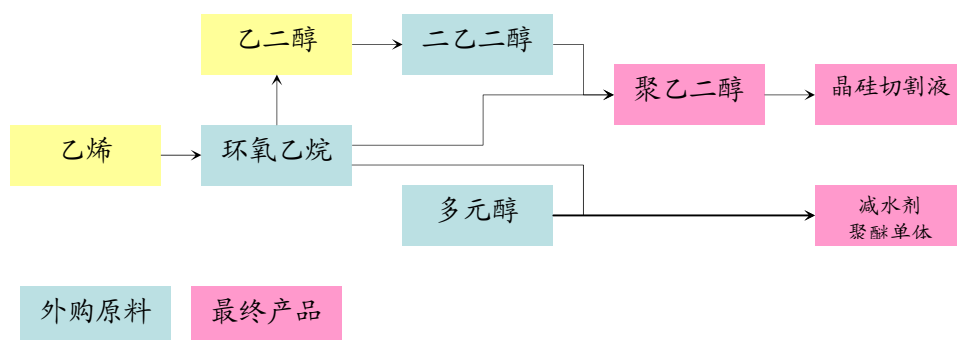
资料来源：Wind，兴业证券研发中心

图 2 公司毛利增长情况（百万元）



资料来源：Wind，兴业证券研发中心

图 2 奥克股份的环氧乙烷精细化工产业链



数据来源：兴业证券研发中心

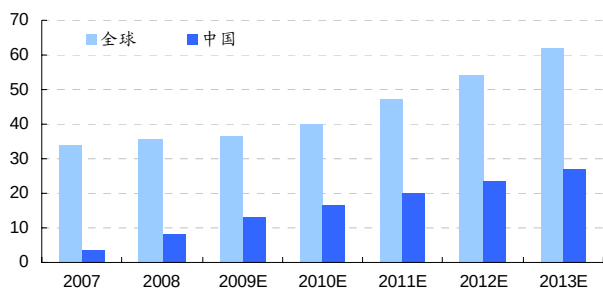
晶硅切割液发展空间依然广阔

晶硅切割液用于多晶硅片的生产（中国的硅片切割能力约占全球的 50%），其下游是太阳能光伏电池行业。目前光伏电池的终端需求主要来自欧洲，虽然欧洲经济形势尚不明朗，但是光伏电池需求的增长依然明确。此外，目前美国、东南亚等国家地区都在尝试引入欧洲的补贴政策促进本国光伏产业发展，印度、中国也都鼓励行业发展并进行相关规划。硅片和光伏电池企业的旺盛订单也反映了这一事实。2009 年国内切割液的市场容量为 10.8 万吨，预计 2013 年将达 35 万吨以上。

另外，今年 7 月起德国将下调太阳能发电光伏上网电价（之前西班牙、法国已经陆续下调），但是我们认为此举并不会影响国内硅片乃至切割液的需求，相反地，

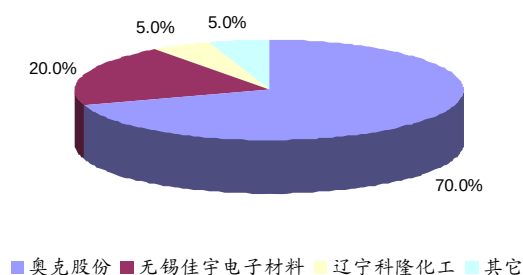
电价调整将使得成本相对较低的中国企业从中受益。

图 3 晶硅切割液需求情况 (万吨)



资料来源: 公司招股书, 兴业证券研发中心

图 4 2008 年中国晶硅切割液主要厂商



资料来源: 公司招股书, 兴业证券研发中心

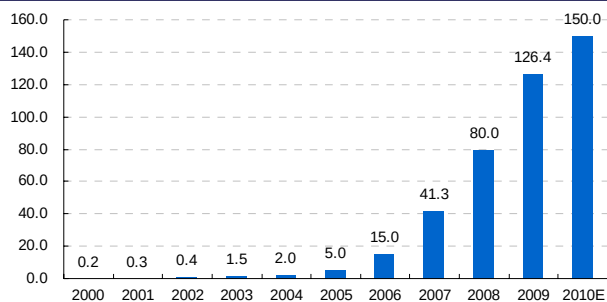
目前国内硅片企业绝大部分采用国产切割液, 奥克股份产品的切割成品率可以达到 92%-93%, 较一般产品高 1.5%-2.0%, 获得客户认可并享受溢价, 目前公司市场占有率为 70% (新液市场), 国内前十大硅片厂商中除了浙江昱辉, 其余九家均以公司产品为主导。公司主要客户赛维 LDK 已与光伏组件厂商签下 14 份长期供货合同, 合同约定供货时间至 2018 年, 供货总量达到 14GW (对应切割液总需求为 42 万吨)。

减水剂用聚醚市场进入高速增长

聚醚单体是聚羧酸型高性能混凝土减水剂的主要原料, 目前聚羧酸系减水剂主要用于铁路客运专线桥梁、墩承台、轨道板、道床板及水硬性支承层建设。作为第三代减水剂, 聚羧酸型减水剂发展迅速, 逐渐挤占第二代萘系减水剂的市场。07 年的交通部技术标准规定高铁用混凝土必须采用聚羧酸型减水剂, 带来产品需求的井喷 (图 5)。聚羧酸系产品的占比已经由 07 年的 15% 上升至 09 年的 26%。

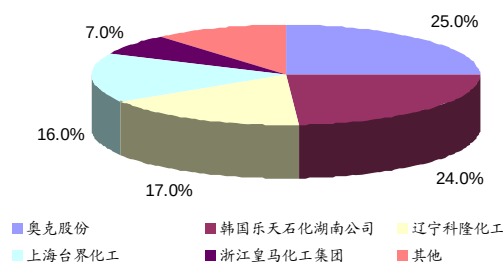
我们仅考虑高铁需求 (强制使用聚羧酸系减水剂), 按照 2020 年建成 1.8 万公里的规划里程数, 保守预计需要减水剂 (含固量 20%) 675 万吨, 对应减水剂聚醚 108 万吨 (年平均需求为 10.8 万吨), 再考虑到高速公路、机场、民用等建筑要求的逐步提高带来的潜在需求, 以及萘系产品价格竞争力的进一步下降, 聚醚单体未来的市场前景广阔 (奥克 09 年聚醚单体销量为 3 万吨)。

图 5 中国聚羧酸系减水剂年用量 (万吨)



资料来源: 公司招股书, 兴业证券研发中心

图 6 2008 年中国聚羧酸系减水剂厂商



资料来源: 公司招股书, 兴业证券研发中心

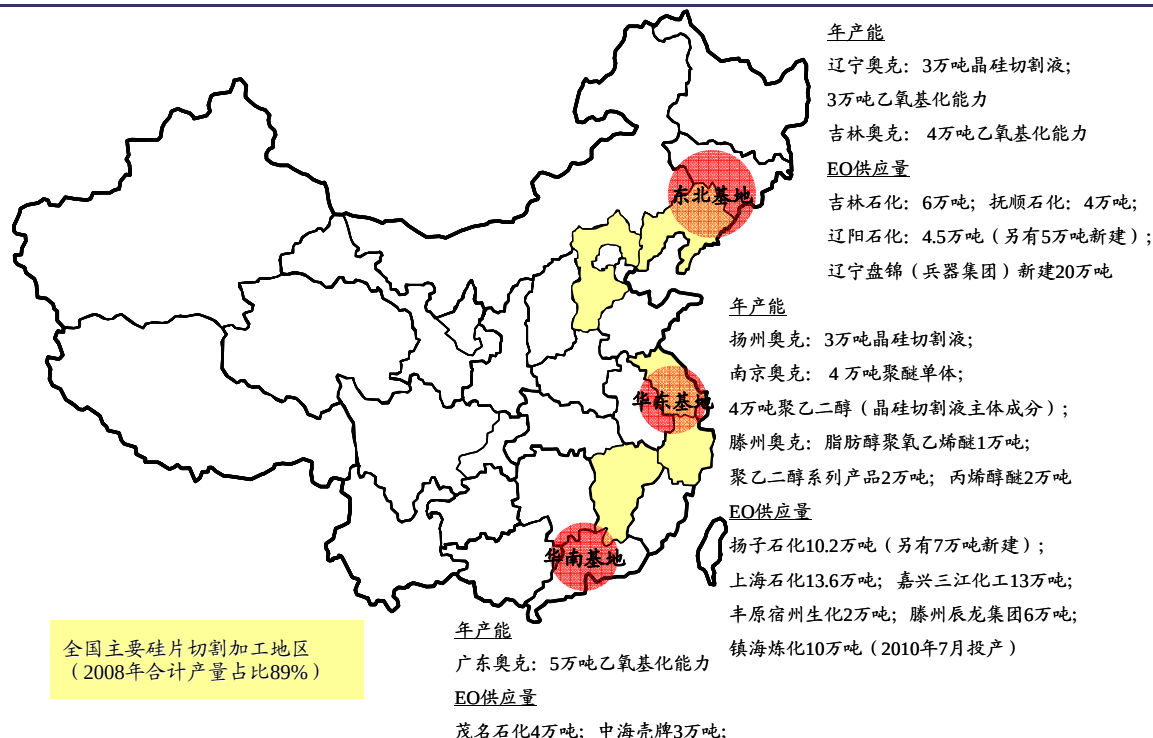
高性能减水剂用聚醚单体主要有聚乙二醇单甲醚（MPEG），烯丙基聚氧乙烯醚（APEG），甲基烯基聚氧乙烯（TPEG）三种，目前国内厂家主要是包括奥克股份、韩国乐天石化湖南公司（主要生产 MPEG）在内的五家公司。奥克股份的产品集中于相对高端的 TPEG 和 APEG，并不断推出新产品满足客户需求，目前市场占有率 25%，并已与浙江五龙化工、江苏博特新材料等国内主要减水剂厂商建立战略合作伙伴关系和供销关系，行业前 10 名企业都是公司的客户。

核心优势在于技术领先和原料供应

以董事长朱建民为首的奥克股份技术和管理团队在环氧乙烷衍生品领域有 20 多年的科研和产业经验，对以乙氧基化为核心的环氧乙烷产业链相关技术有深刻的理解和把握。公司的主要生产装置均为自行确定各项技术参数的非标设备，在产品质量和成本控制上领先同行。以晶硅切割液产品为例，相比一般产品，其切割成品率高 1.5%-2%，售价高 500-800 元/吨，合理毛利率（约 20%）高出 5% 以上。

与原料供应商的战略合作是奥克的另一大优势。环氧乙烷作为易燃易爆品，运输半径最多 200 公里，下游企业需要就近设厂。奥克股份与国内环氧乙烷主要供应商中石油和中石化紧密合作，在辽化、吉化、扬子石化、茂名石化等战略区域建厂（图 7），将原料供应锁定，使得竞争对手难以获得理想的原料供应。

图 7 奥克股份生产基地及原料、下游市场分布



数据来源：兴业证券研发中心

备注：每吨晶硅切割液耗用环氧乙烷 0.5-0.6 吨，每吨聚醚单体耗用环氧乙烷约 0.9-0.95 吨；
 乙氧基化能力与切割液、聚醚单体的换算比例分别为 1:1 和 2:1，公司生产装置可以灵活转产；
 EO 供应量为 2009 年数据

产能扩张进展迅速

募集资金项目中，辽阳 3 万吨切割液项目已经投产（后续有可能扩至 8 万吨乙氧基化能力）；扬州项目 6 月初奠基；南京项目有望 9 月份一期试生产。非募集资金项目中，茂名项目已经进入试生产；最新公告的滕州 5 万吨项目（使用超募资金）已经奠基。产销量的快速增长将是公司业绩增长的主要动力。

环氧乙烷供应大增，下游精细化工迎来发展良机

由于环氧乙烷易燃易爆，因此只能加工为乙二醇等大宗产品实现长途运输。在中东大规模发展油气炼化并大批出口低价乙二醇的背景之下，国内各大厂商均调节了环氧乙烷/乙二醇联产装置的产品比例，提高商品环氧乙烷的产量，加之近两年国内将有大批环氧乙烷新产能投产（新增商品环氧乙烷产能将突破 100 万吨），我们预计环氧乙烷价格将持续回落，对于奥克等下游企业的市场拓展（之前高价环氧乙烷抑制了终端需求）和吨毛利提高构成支持，而公司已经计划开发日化醇醚等新产品。

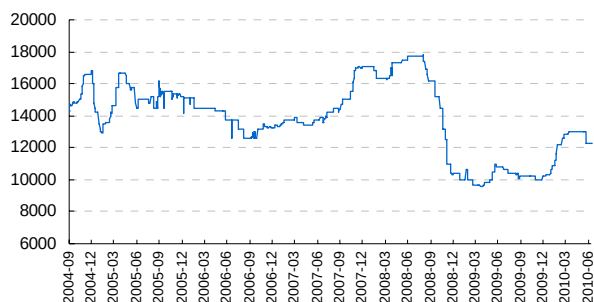
表 1 2009 年我国环氧乙烷并乙二醇生产厂家情况

生产厂家	EO 产能（万吨）	EO 商品量（万吨）
吉林石化	19.5	6.0
辽阳石化	16.0	4.5
抚顺石化	6.5	4.0
扬子石化	24.0	10.2
南京扬子-巴斯夫	24.0	0.0
上海石化	52.9	13.6
三江化工(嘉兴)	13.0	13.0
安徽宿州丰原	2.0	2.0
茂名石化	10.4	4.0
中海-壳牌(惠州)	25.6	3.0
燕山石化	6.4	1.7
北京东方	5.0	1.9
天津联合	7.0	4.0
新疆独山子石化	4.1	0.1
合计	216.4	68.0

资料来源：兴业证券研发中心

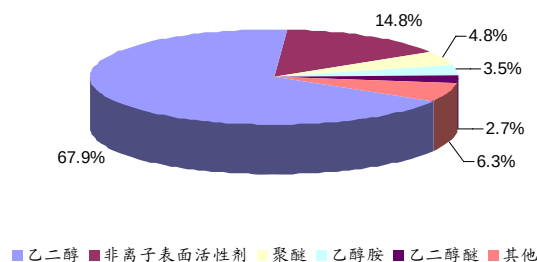
备注：天津石化 4 万吨/年，镇海炼化 10 万吨/年分别于今年 2 月和 7 月（预计）投产

图 8 长三角环氧乙烷价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线，兴业证券研发中心

图 9 2008 年国内环氧乙烷消费结构



资料来源：兴业证券研发中心

给予“推荐”评级

结合本次调研，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.05、3.00 和 4.10 元，分季度看，2010 年 1 季度净利润的大幅下滑是由于环氧乙烷 2、3 月份大涨，公司 09 年底与客户确定的 1 季度产品售价未做相应上调；随着 2 季度环氧乙烷价格下降，而公司产品价格上调，预计公司二季度利润环比将有较大增长。进入下半年，伴随价差继续扩大和新产能投放，我们预计公司业绩将继续上行。

公司未来净利润的增长首先来源于产销量的快速增长；其次来源于原料价格下跌、高附加值产品增多对毛利率的贡献（部分抵销了销售放量对毛利率的压力）；第三来自于日化醇醚等新产品的逐步开拓。此外，公司 10 余亿的超募资金使用也值得期待。综合而言，公司在石化衍生品环氧乙烷的精细化工领域优势突出，下游空间广阔，未来业绩增长前景相对明确，且具备进一步发展的潜力，目前估值在中小板和创业板公司中处于较低水平，因此给予“推荐”评级。

风险提示

- （1）欧洲经济持续下滑风险。欧洲经济持续下滑可能对光伏电池需求产生影响，并传导至晶硅切割液市场；
- （2）切割液废液回收利用比例扩大的风险。随着环保要求提高，废液回收比例扩大是趋势，如果废液回用技术有实质性突破，新液的市场份额将受影响。

表 2 奥克股份盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
切割液	销量 (万吨)	5.27	9.00	12.00	16.00
	销售单价 (万元/吨)	1.20	1.19	1.05	0.97
	销售收入 (百万元)	633.85	1071.00	1260.00	1544.00
	毛利率 (%)	35.78%	20.99%	21.65%	22.87%
聚醚单体	销量 (万吨)	3.02	7.00	12.00	18.00
	销售单价 (万元/吨)	1.09	1.22	1.07	0.98
	销售收入 (百万元)	329.97	854.00	1284.00	1755.00
	毛利率 (%)	10.48%	11.63%	11.84%	12.46%
聚乙二醇	销量 (万吨)	0.45	1.00	1.50	2.00
	销售单价 (万元/吨)	1.04	1.15	1.01	0.93
	销售收入 (百万元)	46.85	114.43	151.50	186.00
	毛利率 (%)	12.10%	10.81%	11.14%	12.69%
日化醇醚	销量 (万吨)		1.00	3.50	6.00
	销售单价 (万元/吨)		1.10	1.00	0.95
	销售收入 (百万元)		110.00	350.00	570.00
	毛利率 (%)		14.50%	14.60%	14.70%
其他产品	销售收入 (百万元)	1.78	50.00	100.00	300.00
	毛利率 (%)	2.81%	6.00%	6.00%	6.00%
总计	销售收入 (百万元)	1012.45	2199.43	3145.50	4355.00
	同比增长 (%)	13.04%	117.24%	43.01%	38.45%
	销售成本 (百万元)	745.40	1843.92	2646.69	3657.76
	毛利 (百万元)	267.05	355.51	498.81	697.24
	毛利率 (%)	26.38%	16.16%	15.86%	16.01%
营业费用率		3.05%	3.00%	2.80%	2.60%
管理费用率		1.77%	1.70%	1.70%	1.70%
财务费用率		1.39%	-0.49%	-1.20%	-0.89%
实际税率		15.94%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益比率		0.00%	0.00%	2.00%	3.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	788	2601	2873	3298
货币资金	346	1919	1907	2004
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	222	330	409	523
其他应收款	2	7	9	13
存货	54	74	132	183
非流动资产	252	604	745	874
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	35	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	66	306	475	618
在建工程	56	203	176	163
油气资产	0	0	0	0
无形资产	83	83	83	83
资产总计	1040	3205	3618	4172
流动负债	510	318	439	592
短期借款	357	0	0	0
应付票据	80	184	265	366
应付账款	30	74	106	146
其他	43	60	68	80
非流动负债	99	53	59	65
长期借款	50	0	0	0
其他	49	53	59	65
负债合计	608	371	498	657
股本	81	108	108	108
资本公积	109	2262	2262	2262
未分配利润	213	412	659	993
少数股东权益	0	0	8	24
股东权益合计	432	2833	3120	3515
负债及权益合计	1040	3205	3618	4172

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	168	221	324	443
折旧和摊销	0	13	28	40
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	15	-11	-38	-39
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	8	16
营运资金的变动	179	76	163	174
经营活动产生现金流量	27	153	165	294
投资活动产生现金流量	-165	-365	-170	-170
融资活动产生现金流量	350	1784	-6	-26
现金净变动	211	1573	-12	97
现金的期初余额	164	346	1919	1907
现金的期末余额	375	1919	1907	2004

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1068	2199	3146	4355
营业成本	798	1844	2647	3658
营业税金及附加	4	8	11	15
销售费用	33	66	88	113
管理费用	19	37	53	74
财务费用	15	-11	-38	-39
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	196	255	384	533
营业外收入	4	5	6	7
营业外支出	0	0	0	1
利润总额	200	260	390	540
所得税	32	39	58	81
净利润	168	221	331	459
少数股东损益	0	0	8	16
归属母公司净利润	168	221	324	443
EPS (元)	1.55	2.05	3.00	4.10

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	12.8%	106.0%	43.0%	38.5%
营业利润增长率	77.4%	30.4%	50.5%	38.9%
净利润增长率	80.4%	31.7%	46.4%	36.9%
盈利能力(%)				
毛利率	25.3%	16.2%	15.9%	16.0%
净利率	15.7%	10.0%	10.3%	10.2%
ROE	38.8%	7.8%	10.4%	12.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	58.5%	11.6%	13.8%	15.7%
流动比率	1.55	8.18	6.55	5.57
速动比率	1.44	7.95	6.24	5.26
营运能力(次)				
资产周转率	1.49	1.04	0.92	1.12
应收帐款周转率	6.92	7.97	8.51	9.35
每股资料(元)				
每股收益	1.55	2.05	3.00	4.10
每股经营现金	0.01	1.42	1.52	2.72
每股净资产	4.00	26.23	28.82	32.32
估值比率(倍)				
PE	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	0.0	0.0	0.0	0.0

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。