

# 奥克股份：立足环氧，瞄准战略性新兴产业

## 深度分析报告

### 报告关键点：

- 多晶硅切割液市场增长迅猛
- 聚羧酸减水剂用聚醚市场空间巨大
- 首次覆盖并给予买入-A评级，12个月目标价80.9元

### 报告摘要：

- 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。2009年太阳能级晶硅切割液收入占比为59.36%，毛利贡献占比为85%；聚醚单体收入占比为30.9%，毛利贡献为13%。公司现有产能15万吨/年，新建产能投产后将达到30万吨/年以上。
- 多晶硅切割液市场增长迅猛：**太阳能级晶硅切割液将是光伏产业增长的直接受益者。经验显示每兆瓦硅片加工约需切割液30吨。光伏组件需求在今年迎来了爆发式增长。今年上半年全球光伏组件出货量在7GW上下，预计全年将达到创纪录的15.6GW，同比增长110.8%。长期来看，我们认为各国光伏补贴政策的出台以及多晶硅片成本的降低将极大刺激光伏产业的发展。凭借公司技术优势和行业地位，我们预期今年切割液销售量约在11.6万吨，明年销售量将达到17万吨以上，增速分别高达120%、50%。
- 聚羧酸减水剂用聚醚市场空间巨大：**以聚醚单体为原料的聚羧酸系减水剂是高性能、环保的新型减水剂，受到国家产业扶持。铁道部要求在高速铁路等大型工程建设中混凝土添加剂必须使用聚羧酸系减水剂，约每年将新增聚醚单体需求10万吨。性能及成本优势决定聚羧酸系高性能减水剂逐步取代萘系高效减水剂将是顺势而为。我们预期公司今年销量将达到6.05万吨，明年销售量将达到12万吨以上，增速分别高达100%、100%。同时公司产品供不应求，价格也稳步上扬，产品毛利率由上半年的9.6%提升到了目前的18%，并且仍然存在上升空间。
- 环氧乙烷价格走低成必然趋势：**乙二醇的价格走势将决定环氧乙烷的价格变动。进口冲击将促使乙二醇价格的下降。随着乙二醇价格下滑逼近成本线，会使得新增环氧乙烷/乙二醇联产项目逐步减少。这将导致更多新增的环氧乙烷流入商品市场以增加供给。我国环氧乙烷产能迅速增长，预计2010年国内环氧乙烷生产能力将增加174万吨左右，增长幅度达80%。预计2011年我国环氧乙烷总能力将继续迅速增长到450万吨以上。
- 首次覆盖并给予买入-A评级，12个月目标价80.9元：**我们预期公司2010年，2011年，2012年摊薄后每股收益分别为1.36元，2.31元，3.42元。公司未来业绩增长前景明确，而估值则处于被市场低估的状态。化工创业板2011年平均PE在40倍，我们保守起见按照2011年35倍PE估值，首次覆盖给予买入-A投资评级，12个月目标价80.9元。

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2008   | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 947.1  | 1,067.9 | 2,211.2 | 3,660.7 | 5,572.3 |
| Growth(%) | 81.7%  | 12.8%   | 107.1%  | 65.6%   | 52.2%   |
| 净利润       | 93.1   | 167.8   | 220.3   | 374.6   | 553.7   |
| Growth(%) | 181.3% | 80.4%   | 31.3%   | 70.0%   | 47.8%   |
| 毛利率(%)    | 18.1%  | 25.3%   | 15.0%   | 15.0%   | 15.0%   |
| 净利润率(%)   | 9.8%   | 15.7%   | 10.0%   | 10.2%   | 9.9%    |
| 每股收益(元)   | 0.57   | 1.04    | 1.36    | 2.31    | 3.42    |
| 每股净资产(元)  | 1.30   | 2.67    | 18.04   | 19.89   | 22.65   |
| 市盈率       | 89.7   | 49.8    | 37.9    | 22.3    | 15.1    |
| 市净率       | 39.8   | 19.3    | 2.9     | 2.6     | 2.3     |
| 净资产收益率(%) | 44.3%  | 38.8%   | 7.5%    | 11.7%   | 15.2%   |
| ROIC(%)   | 86.7%  | 106.6%  | 42.8%   | 24.1%   | 24.3%   |
| EV/EBITDA | 31.0   | 19.4    | 25.2    | 15.8    | 11.4    |
| 股息收益率     | 0.0%   | 0.4%    | 0.9%    | 0.9%    | 1.3%    |

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：80.90 元

期限：12 个月 上次预测：

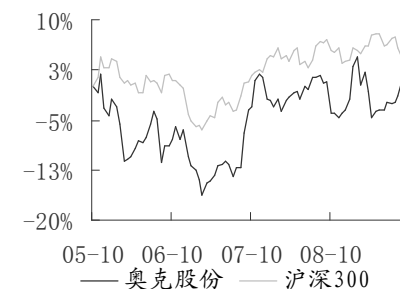
现价：51.55 元

报告日期：2010-09-16

### 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 8,351.10      |
| 流通市值(百万元)  | 2,087.78      |
| 总股本(百万股)   | 162.00        |
| 流通股本(百万股)  | 40.50         |
| 12 个月最高/最低 | 48.30/84.66 元 |
| 十大流通股东(%)  | 4.11%         |
| 股东户数       | 25,470        |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月    | 三个月  | 十二个月  |
|------|--------|------|-------|
| 相对收益 | 2.15   | 1.70 | 13.65 |
| 绝对收益 | (0.05) | 5.29 | 1.36  |

### 研究员

|              |                        |
|--------------|------------------------|
| <b>刘军</b>    | <b>首席行业分析师</b>         |
| 021-68766167 | liujun@essence.com.cn  |
| 证书编号         | S1450208100171         |
| <b>谭志勇</b>   | <b>行业分析师</b>           |
| 021-68765172 | tanzhy2@essence.com.cn |
| 证书编号         | S1450210090005         |

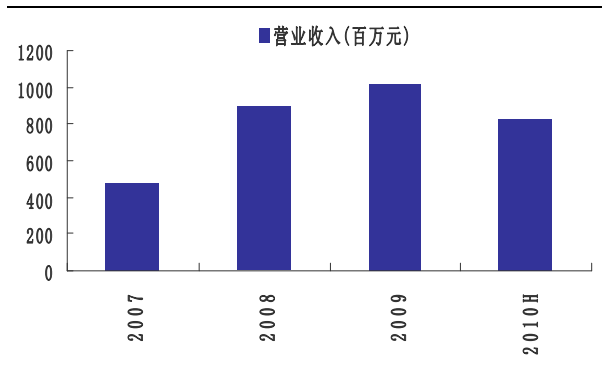
## 目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 1. 环氧乙烷精细化工龙头.....                     | 3  |
| 2. 下游需求爆发推动业绩增长.....                   | 4  |
| 2.1. 太阳能级多晶硅切割液：光伏产业直接受益者.....         | 4  |
| 2.1.1. 行业概况.....                       | 4  |
| 2.1.2. 多晶硅市场增长迅猛.....                  | 5  |
| 2.1.3. 技术优势确保公司行业地位.....               | 7  |
| 2.2. 减水剂用聚醚市场空间巨大.....                 | 7  |
| 2.2.1. 高铁建设拉动需求.....                   | 8  |
| 2.2.2. 聚羧酸系高性能减水剂成为主流是大势所趋.....        | 8  |
| 2.2.3. 量价齐升成公司新增长点.....                | 9  |
| 3. 新增产能将成为业绩增长点.....                   | 9  |
| 3.1. 产能扩张迅速.....                       | 9  |
| 3.2. 超募资金或可带来超预期亮点.....                | 10 |
| 4. 环氧乙烷价格走低成必然趋势.....                  | 10 |
| 4.1. 乙二醇价格下降势在必行.....                  | 11 |
| 4.2. 环氧乙烷产能增长显著.....                   | 11 |
| 5. 原材料供给确立公司核心优势.....                  | 12 |
| 6. 首次覆盖并给予买入-A 评级，12 个月目标价 80.9 元..... | 12 |
| 7. 主要风险.....                           | 13 |

## 1. 环氧乙烷精细化工龙头

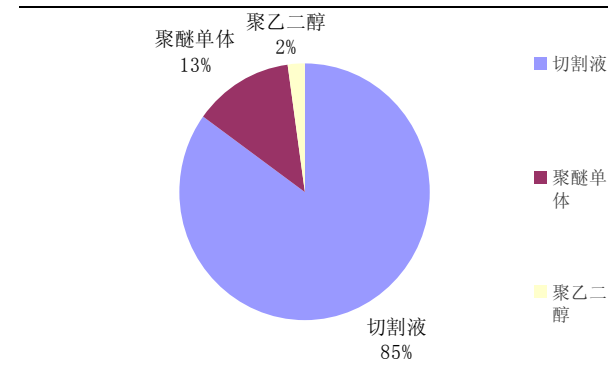
奥克股份是国内最大的环氧乙烷（EO）衍生精细化工新材料企业，产品包括太阳能光伏电池用晶硅切割液、高性能混凝土减水剂用聚醚单体等。今年上半年公司产品销量 7.21 万吨，同比增长 103.17%，其中切割液销量为 43,414 吨，同比增长 102.7%，国内市场占有率为 70%。混凝土减水剂用聚醚单体为 23,000 吨，同比增长 90.3%，国内市场占有率为 33%。公司上半年实现净利润 6,105 万元，摊薄后每股收益约 0.38 元。随着广东年产 5 万吨环氧乙烷系列化系列产品项目正式投产，目前公司拥有乙氧基化产能 15 万吨/年。今年 10 月份南京的 8 万吨项目将建成投产，公司新增权益产能 4 万吨。新建项目全部投产后产能将达到 30 万吨/年以上。

图 1 公司营业收入



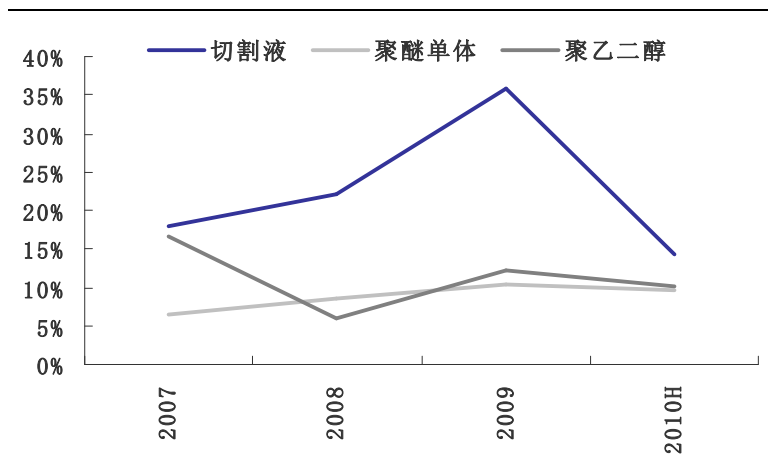
数据来源：Wind 安信证券研究中心

图 2 2009 年公司毛利构成



数据来源：Wind 安信证券研究中心

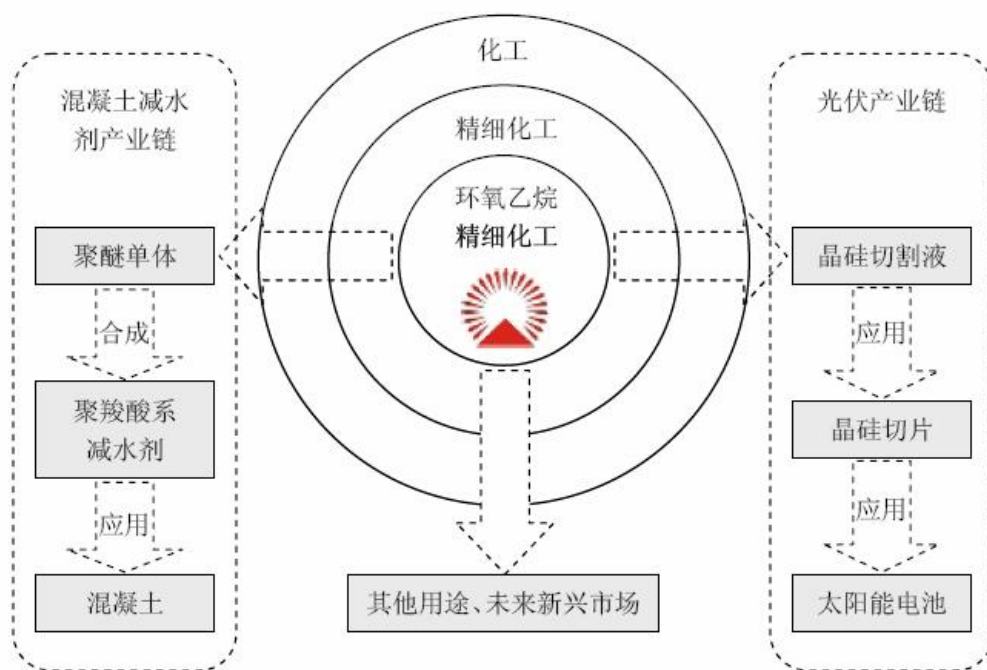
图 3 业务毛利率



数据来源：Wind 安信证券研究中心

公司专注于环氧乙烷衍生品的研发和制造，主要产品的生产装置设施相同，产品生产可在同一装置上完成。公司可以根据市场订单需求情况，在调整装置 DCS 控制系统中的产品生产工艺技术参数和装置清洗后，即可生产不同产品。这就保证了公司可以采取柔性的生产模式，维持较高的产能利用率。值得关注的是，经过我们测算，每吨聚醚单体所耗产能约为 0.3 吨，远远小于晶硅切割液以及聚乙二醇。因此若其下游需求爆发式增长，公司可以迅速满足需求。

图 4 公司业务结构



资料来源：招股说明书 安信证券研究中心

## 2. 下游需求爆发推动业绩增长

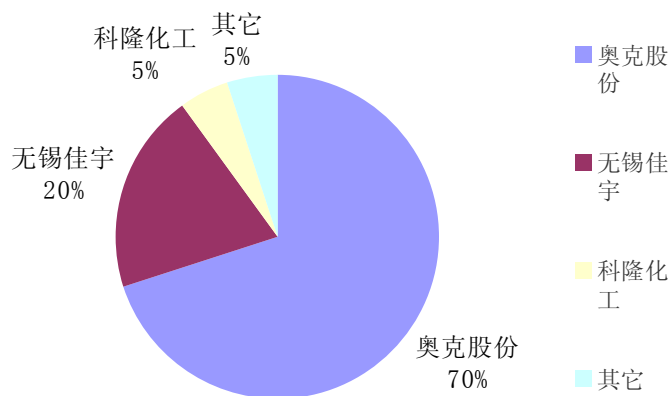
### 2.1. 太阳能级多晶硅切割液：光伏产业直接受益者

#### 2.1.1. 行业概况

目前，光伏产业大量应用的硅片主要通过对硅锭切割取得。在晶硅切割领域，各大厂商均应用多线切割技术。由于以聚乙二醇为主要成份的化合物具有浸润性好，排屑能力强的特点，能够满足整个切割过程对切割液的质量要求和技术标准，对硅片的加工过程起着无可替代的作用。

太阳能级多晶硅切割液占硅片总成本的比例约为 5%。但是切割液对于产品品质的影响非常大，这使得厂商对于切割液品质的要求很高，价格敏感性不强。同时，切割液需要和厂商的设备及原料配套使用，这使得下游厂商存在一定的依赖性。研发能力较强，产品供应充足，能够为下游厂商提供配套性解决方案的企业有较大优势。

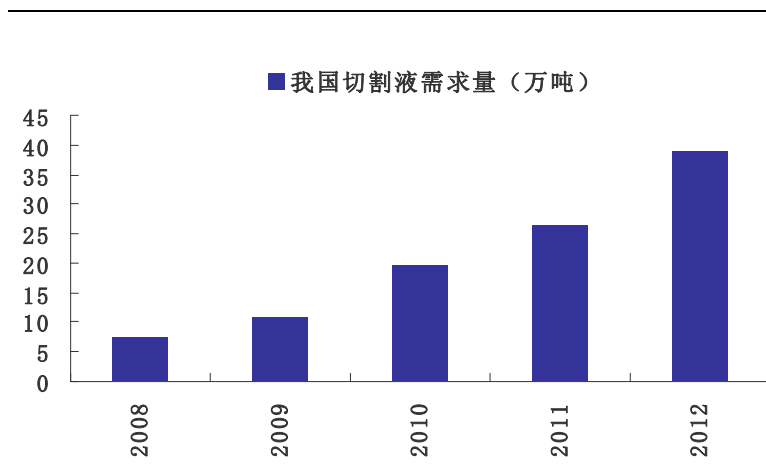
图 5 2008 年中国晶硅切割液主要厂商



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

太阳能级多晶硅切割液的下游需求为太阳能级多晶硅片。两者之间关系非常紧密，经验显示每兆瓦硅片加工约需切割液 30 吨。每吨硅锭在现有技术下约可折算容量为 0.133MW。由于中国目前生产的多晶硅片纯度较低，不足以生产电子级多晶硅片，而只能应用于太阳能级多晶硅片。因此光伏行业的发展将直接拉动对太阳能级切割液的需求。

图 6 我国太阳能晶硅切割液需求预测

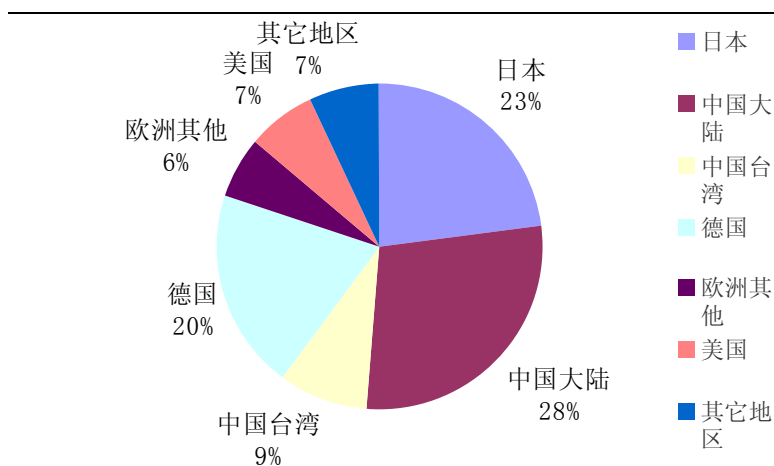


数据来源：安信证券研究中心整理

### 2.1.2. 多晶硅市场增长迅猛

我国迅猛发展的光伏产业市场直接形成了对晶硅材料的巨大需求。在该行业的带动下，作为其上游产业的晶硅切片制造产业也得到了迅猛的发展。目前中国已经成为世界上多晶硅切片和太阳能电池组装的最主要生产基地。

图 7 2007 年主要国家和地区光伏电池产量情况



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

预计 2010 年全球多晶硅总产量达 11.6 万吨，同比增长 22%，2011 年将达 14.9 万吨。中国多晶硅产品出口依存度很高，90% 以上产品用于出口。2009 年我国的光伏电池组件产量约为 2.6GW，消耗多晶硅约 19500 吨。除组件外，中国企业直接出口了大量硅片和电池片，消耗多晶硅 10000 多吨。

#### 2.1.2.1. 补贴政策促使今年需求井喷

光伏组件需求在今年迎来了爆发式增长。2008 年全球市场新增光伏安装量不过 5.8GW，2009 年也才达到 7.4GW。而仅今年上半年全球光伏组件出货量就在 7GW 上下，预计全年将达到创纪录的 15.6GW。

今年需求爆发式增长的重要原因在于 2009 年全年组件价格平均同比下降 40%-50%，

光伏系统初装成本下降 25%-30%。成本下降源自随着多晶硅产能的大幅扩张,供应日益充足。而金融危机的爆发抑制了新增需求,硅片价格从高点的 465 美元/公斤一路下滑到 50 美元/公斤,逼近厂商的成本线。

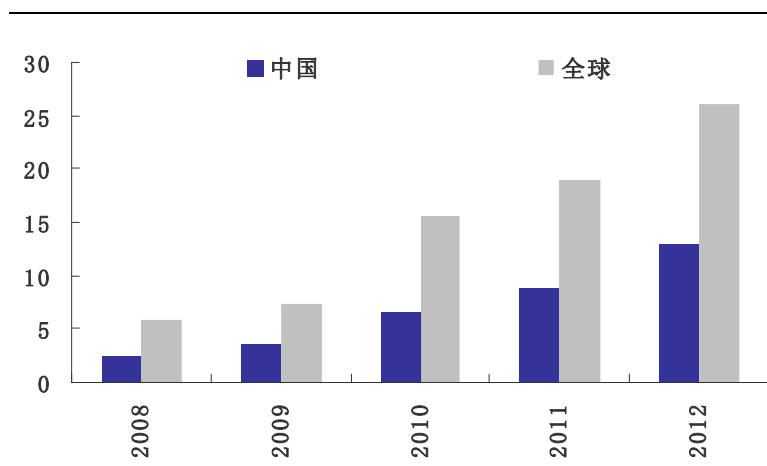
同时,德国宣布将在今年第三季度以及明年年初分两次下调补贴,刺激系统安装商在补贴调整大限前“抢装”,因此德国装机量从去年年末出现激增;2009 年全年,德国全年的安装量超过了 3.8GW,今年预计将增长至 8GW。欧洲另一主要安装国意大利,其现有光伏激励政策将在今年年底到期,已有消息指出,该国政府将效仿德国在新激励方案中调低补贴力度,削减幅度甚至超过德国;因此预计德国在今年 10 月份再度下调补贴后,抢装效应将转移至意大利市场。这将保证今年光伏市场需求强劲。并且由于今年欧洲市场的“抢装效应”,造成光伏组件供不应求,极大程度上抑制了其它地区的需求。我们认为随着被抑制需求的正常释放,行业将在一段时间内保持高景气度。

#### 2.1.2.2. 产业政策及成本减低长期利好行业

长期来看,我们认为光伏产业发展势头依然强劲。目前太阳能发电投资商开发、运行成本已经大幅降低,如保持原有的补贴政策,将使太阳能发电投资商获得超额利润。在此背景下,部分传统的光伏应用产品需求大国已对或拟对原有的补贴政策作出一定调整,但调整后仍能使投资商获得一个预定的长期稳定的合理回报率,因而补贴政策的调整并不会改变光伏行业快速发展的趋势。以德国为例,目前光伏市场已经趋于成熟,投资回报率大概在 8%-10%,即使补贴下降,回报率依然可以达到 5%-6%,整个行业的景气度依然较高。此次德国补贴下调是主动调整,将投资者回报率维持在合适的水准,与 2008 年西班牙因为财政压力而被动调整补贴政策进而导致新增容量大幅下降的情况是不同的。就明年而言,我们认为德国新增需求量依然会保持在一个较高水平,不会出现大幅下滑。

同时,其它地区也将成为强劲增长点。欧盟的意大利和法国也都在 2008 年推出明确而长期的对太阳能光伏发电的补贴政策,补贴政策力度与德国、西班牙相近,意大利和法国明确而有力的补贴政策使得两国有望成为未来光伏发电新的快速增长区域。澳大利亚国土面积广阔、日照充足,具备太阳能发电的良好外部条件,澳大利亚政府的目标是到 2020 年可再生能源占总能源比例达到 20%,预计该国将成为全球光伏发电市场新的增长点。2009 年以来,美国陆续出台一系列政策、法规推动太阳能产业的发展,美国太阳能市场的启动将为太阳能光伏发电设备制造企业提供广阔的发展空间。国家发改委能源所研究员王斯成透露,很快将出台的中国新能源产业振兴发展规划对光伏产业的发展目标作了重大调整,已经从原先到 2020 年达到 180 万千瓦太阳能装机容量的目标大幅上调为 2000 万千瓦。这预示着每年将带来 2GW 的新增装机容量。

图 8 多晶硅片产量预测 万吨



数据来源:安信证券研究中心整理

虽然近期多晶硅价格持续走高，目前已上涨至 100 美元/公斤，但是行业产能过剩的情况并未得到有效改善。美国海默洛克等七大厂扩产在去年到位，亚洲两个万吨级大厂——江苏中能和韩国的 OCI 产量开始释放。供需关系逆转下，多晶硅价格战已在所难免。欧美多晶硅生产巨头德国瓦克、美国 MEMC 的生产成本仅有 15 美元/公斤-20 美元/公斤，且在扩张产能。新增产能最多的地区在中国，2006 年下半年以来，国内对多晶硅的投资逐步升温，截至目前已建成产能接近 5 万吨，尚有 5 万吨产能在建中。虽然目前厂商面临着项目投产后由于产品质量以及设备运行等原因，近段时间内难以达产，2009 年有效产量仅为 15000 吨。但是随着工艺的改进以及生产经验的积累，产能将逐步释放，对市场供给形成冲击。长期来看，多晶硅价格势必将呈现下滑趋势。我们判断多晶硅价格应该将稳定在 70 美元/公斤左右，这将使得组件成本保持在低位，极有利于光伏产业在全球范围的推广。

表 1 主要国内投产的多晶硅产能 吨

|                  |       |
|------------------|-------|
| 江苏中能             | 18000 |
| 江西赛维             | 5000  |
| 洛阳中硅             | 3000  |
| 青海亚洲硅业           | 1000  |
| 扬州顺大             | 1500  |
| 宁夏阳光             | 1500  |
| 河北英利             | 3000  |
| 中宁硅业             | 1500  |
| 新光硅业为首的四川省 6 个项目 | 13000 |
| 合计               | 47500 |

数据来源：安信证券研究中心整理

### 2.1.3. 技术优势确保公司行业地位

公司是国内最大的太阳能光伏电池用晶硅切割液生产厂商，约占有国内市场份额 70%。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，对产业链相关技术有深刻的理解和把握。

公司产品质量优异，与一般产品相比，其切割成品率高 1.5%-2%，即每吨切割液可使公司节约成本 3000 元左右。国内前十大硅片厂商除了浙江昱辉外，其余九家均以公司产品为主导。因此公司产品享有溢价，比普通产品价格每吨要高出 400 元，毛利率高出 5% 左右。公司可以通过降低售价的方式，维持市场份额，充分享受行业拓展带来的收益。

我们预期今年国内切割液需求量约为 18 万吨，根据奥克股份市场占有率 70% 的情况估算，今年公司切割液销售量约在 12 万吨。明年国产切割液需求量约为 25 万吨，公司切割液销售量将达到 17 万吨。

## 2.2. 减水剂用聚醚市场空间巨大

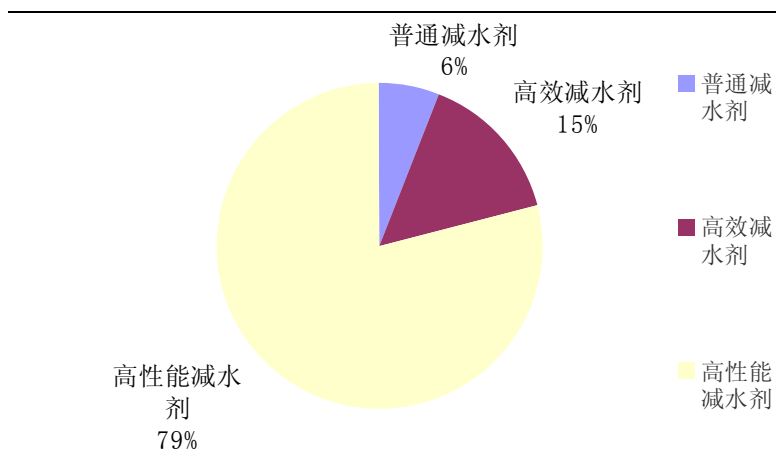
减水剂是混凝土外加剂中最重要的品种之一，可明显减少拌和混凝土时所加入的水量（20-28%），大大提高混凝土浆料的流动性能、混凝土的强度（20% 以上）和寿命，可以提高工程的质量，降低成本，满足现代建筑对混凝土性能提出的各种特殊要求，在工程建设、节能领域、工程经济、劳动保护及环境保护方面具有重要的现实意义，符合国家产业政策导向，具有广阔的市场前景与发展空间。

按照减水率的高低，可将减水剂分为普通减水剂、高效减水剂（包括萘系减水剂、萘系减水剂、洗油系减水剂、氨基磺酸盐减水剂、脂肪族减水剂、密胺系减水剂等）和高性能减水剂（以聚羧酸系减水剂为代表）三类。目前，效果最好、性能最优、受到国家支持应用的是聚羧酸系高性能减水剂。

聚羧酸系减水剂是一种分子结构为含羧基接枝共聚物的表面活性剂，在混凝土应用中

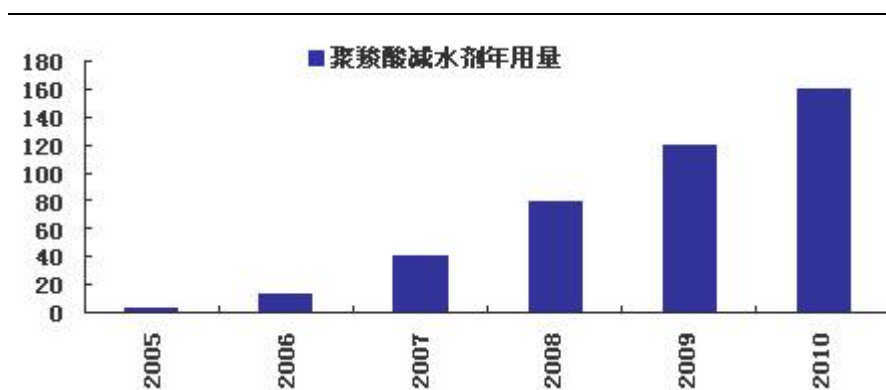
能够产生很高而又相对持久的减水作用，主要合成原料为聚乙二醇单甲醚（MPEG）、烯丙基聚氧乙烯醚（APEG）或甲基烯基聚氧乙烯（聚氧丙烯醚，TPEG）等聚醚材料，是由环氧乙烷通过加成反应制得的可溶于水的线性聚合物。每吨聚羧酸减水剂约消耗聚醚单体0.16吨。

图 9 2007 年各类减水剂使用比例



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 10 聚羧酸减水剂年用量 万吨



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

### 2.2.1. 高铁建设拉动需求

2006 年，铁道部发布《客运专线高性能混凝土暂行技术条件》，要求在高速铁路等大型工程建设中混凝土添加剂必须使用聚羧酸系减水剂；2007 年，建设部公告第 684 号文，批准《聚羧酸系高性能减水剂》为建筑工业行业产品标准，进一步推进了聚羧酸系减水剂的发展。

根据《中国铁路中长期发展规划》，预计到 2020 年，中国 200 公里及以上时速的高速铁路建设里程将超过 1.8 万公里，将占世界高速铁路总里程的一半以上。初步判断这将新增对聚醚单体的总需求 100 万吨以上。

同时随着基础设施方面加快投资，建筑业及高速公路网建设的发展，聚羧酸系减水剂的市场前景十分广阔。

### 2.2.2. 聚羧酸系高性能减水剂成为主流是大势所趋

目前我国应用最广泛的高效减水剂品种中是萘系高效减水剂，但被聚羧酸系高性能减水剂取代已成趋势。随着国家对大规模工程项目建设质量的要求越来越高，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，具有各种特殊功能的系列聚羧酸产品不断出现，应用领域也在不断拓展和扩大。

**表 2 聚羧酸盐系与萘系性能比较**

| 减水剂类型及掺量 (%) | 水灰比  | 减水率 (%) | 抗压强度      | 和易性            |
|--------------|------|---------|-----------|----------------|
| 聚羧酸盐系        |      |         |           |                |
| 0.2          | 0.53 | 14.6    | 24.3-35.2 | 保水性, 粘聚性, 流动性好 |
| 萘系           |      |         |           |                |
| 0.7          | 0.56 | 12.1    | 23.2-33.9 | 保水性不好, 其它一般    |

数据来源: 安信证券研究中心整理

从国外聚羧酸系减水剂的发展来看, 聚羧酸高性能减水剂已经是国外高效减水剂的主要品种。在日本和韩国, 聚羧酸系减水剂的使用率高达90%左右, 在美国也达60%~70%。在预拌混凝土中, 除了低标号采用木质素磺酸盐减水剂外, 其余绝大部分采用聚羧酸高性能减水剂与木质素磺酸盐的复合产品, 既环保又节能。而我国萘系减水剂占据预拌混凝土减水剂市场的绝大部分。

在配置同一强度等级的混凝土时, 聚羧酸盐系减水剂单方成本比萘系节约8.7元, 而且随着合成技术的改进和完善, 聚羧酸的单价还会降低, 成本下降空间仍然存在。性能及成本优势决定聚羧酸系高性能减水剂取代萘系高效减水剂将是大势所趋。

**表 3 聚羧酸盐系与萘系性能比较**

| 减水剂类型 | 水泥掺量 (%) | 水灰比  | 砂率 | 28d 抗压强度 (Mpa) | 单方混凝土成本: 元 |
|-------|----------|------|----|----------------|------------|
| 聚羧酸盐系 | 0.8      | 0.48 | 43 | 41.3           | 196.9      |
| 萘系    | 1.8      | 0.48 | 43 | 39.5           | 205.6      |

数据来源: 安信证券研究中心整理

### 2.2.3. 量价齐升成公司新增长点

公司是国内聚醚单体龙头企业, 产品主要集中于高端的TPEG和APEG。2009年公司聚醚单体销量为3.02万吨, 市场占有率为25%。随着公司产能逐步投放, 今年上半年公司聚醚单体销量已达到2.3万吨, 同比上涨90.32%, 市场占有率也提升为33%。目前下游需求旺盛, 我们预期公司今年销量将达到6.05万吨, 明年销售量将达到12万吨以上, 明年销售量将达到12万吨以上, 增速分别高达100%、100%。同时公司产品供不应求, 价格也稳步上扬, 产品毛利率由上半年的9.6%提升到了目前的18%, 并且仍然存在上升空间。由于聚醚单体生产弹性较大, 每吨产能约可生产3吨聚醚单体。我们认为随着新增产能的陆续投放, 公司的市场份额将得到迅速扩大, 呈现量价齐升的局面。

## 3. 新增产能将成为业绩增长点

### 3.1. 产能扩张迅速

目前下游需求旺盛, 公司订单饱满, 产品供不应求。从公司目前运营的状况看, 我们认为新增产能投产后将很快达产, 成为新的业绩增长点。

募集资金项目中, 辽阳的3万吨项目已经于今年年初建成投产, 并且在后续可能扩产至8万吨)。与扬子炼化合作投资的扬子奥克(南京项目)将于9月份开始生产, 形成权益产能4万吨。

非募集资金项目中, 奥克股份全资子公司——广东奥克化学有限公司的年产5万吨环氧乙烷资源化系列产品项目于9月初正式投产。为了建立石油乙烯路线以外的新的环氧乙烷资源保障, 巩固和扩大公司在华东和华北地区的生产供应保障能力, 公司出资6,503万元, 占股权81%, 与辰龙集团合资建立了滕州奥克。该项目依托辰龙能源集团投资新建的生物酒精法年产6万吨环氧乙烷资源以及煤化工产业优势, 建设年产5万吨环氧乙烷衍生品精细化工产业基地。

### 3.2. 超募资金或可带来超预期亮点

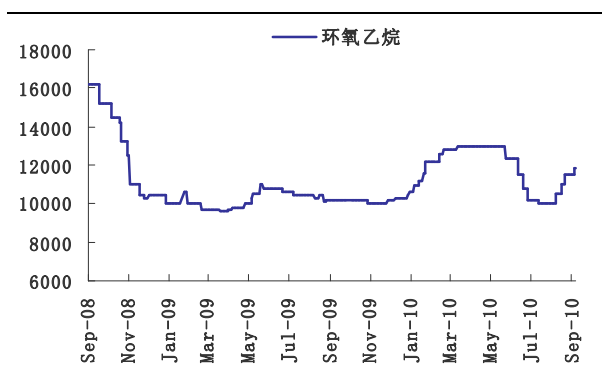
公司 IPO 超募资金数额很大，目前有 13 亿元暂时以定期存款存放银行，其中 4 亿元存期为半年，2010 年 11 月 28 日到期，剩余 9 亿元存期 1 年，2011 年 5 月 27 日到期。13 亿元的超募资金为公司立足环氧发展精细化工提供了雄厚的资金保障。

公司“立足环氧，创造价值”的企业文化决定了以环氧为基础的下游衍生精细化工将紧跟国家经济结构转型的政策，瞄准战略性新兴产业，做大做强环氧精细化工。

### 4. 环氧乙烷价格走低成必然趋势

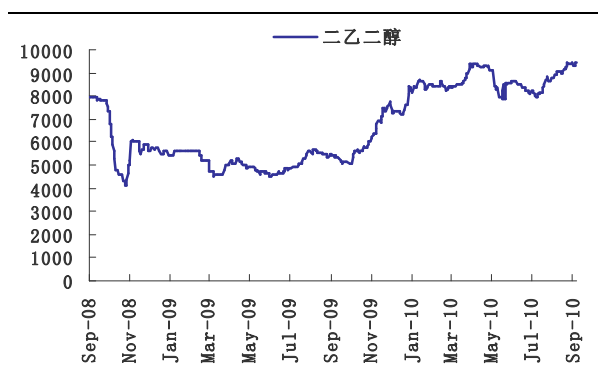
公司的产品毛利率在今年上半年有一个较大幅度的下滑，特别是多晶硅切割液，毛利由 2009 年的 35.8% 下滑至 2010 年上半年的 14.3%。毛利率下滑的主要原因来自于原材料环氧乙烷和二乙二醇价格的上涨。通过我们模拟测算，上半年环氧乙烷采购成本约为 10,535 元/吨，同比上涨 22%；二乙二醇约为 6,220 元/吨，同比上涨 23%。

图 11 环氧乙烷价格走势 元/吨



数据来源：化工在线 安信证券研究中心

图 12 二乙二醇价格走势 元/吨

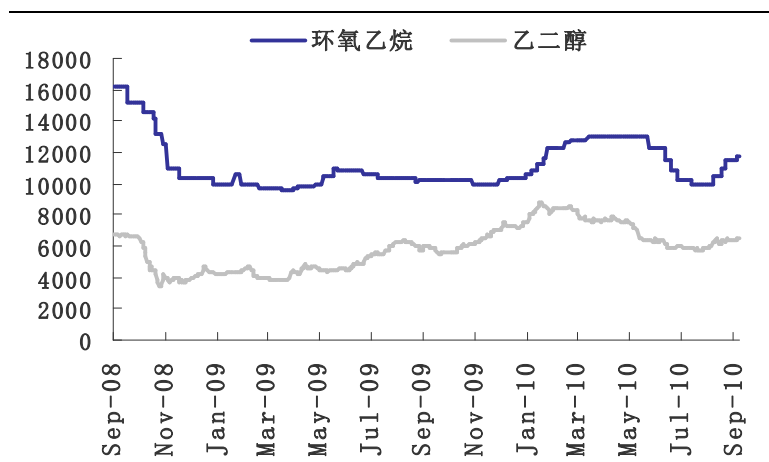


数据来源：化工在线 安信证券研究中心

生产 1 吨多晶硅切割液约需要环氧乙烷 0.55 吨，二乙二醇 0.45 吨。生产 1 吨聚醚单体约需要环氧乙烷 0.95 吨，二乙二醇 0.05 吨。两者的制造费用都较小，占比不超过 10%。因此原材料价格的波动将对产品成本构成极大影响。由于二乙二醇可由环氧乙烷制得，环氧乙烷的走势最终将决定公司产品的成本变动。

环氧乙烷是一种重要的有机合成原料，是乙烯的重要下游产品之一，具有高化学活性，易燃、易爆，不易长途运输，也无法进口，目前全球应用于生产乙二醇用途的环氧乙烷占其总用量的 70% 左右。我国环氧乙烷和乙二醇多为联产装置，约 80% 环氧乙烷装置被设计用于生产乙二醇。因此，乙二醇的价格走势将决定环氧乙烷的价格变动。

图 13 环氧乙烷与乙二醇价格相关性较强 单位：元/吨



数据来源：化工在线 安信证券研究中心

#### 4.1. 乙二醇价格下降势在必行

环氧乙烷直接水合法为目前工业规模生产乙二醇的唯一方法。我国目前乙二醇市场存在600万吨的缺口，70%的产品依赖进口。因而国内乙二醇的价格基本上由进口乙二醇所决定。预计2010年乙二醇世界总消费量将达到2188万吨/年，但是总产能将达到2709.3万吨/年，产能过剩已成定局。

2007年以来，中东地区为实施低成本战略，加速了以乙烷为原料的乙烯装置的建设，并把环氧乙烷和乙二醇作为其下游重点配套产品。自身特性决定了中东的环氧乙烷无法出口，只能大量生产乙二醇，并低价出口海外市场。中东地区将会成为全球最大的乙二醇生产与出口基地。预计到2011年，中东地区的乙二醇产能将达到1000万吨，出口量将达995万吨。中东目前生产乙二醇的成本仅为250美元/吨（含运费），大大低于我国600美元/吨的生产成本。中国正是他们最看好的出口市场，大量进口冲击必然将压低国内乙二醇价格。

此外，丹化科技煤化工生产乙二醇技术获得突破。根据披露的信息，煤制乙二醇每吨的生产成本大约为2600多元，对于目前传统制法的乙二醇成本。若能够迅速产业化，将对以乙烯为原料的高成本乙二醇生产工艺形成较大冲击。

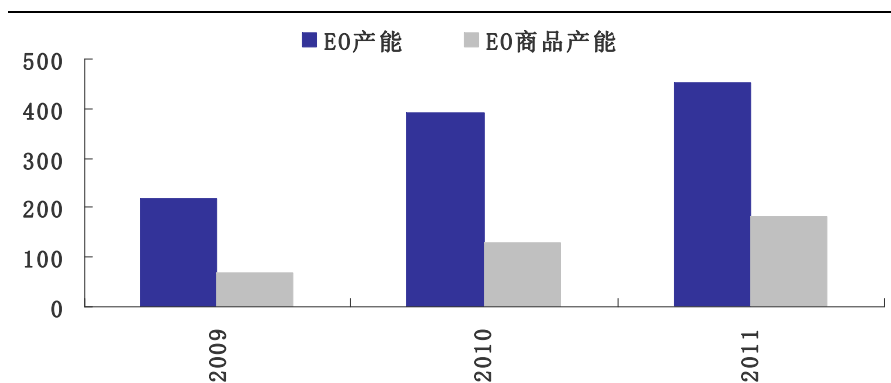
可以预见，乙二醇价格的下降必然将压缩其盈利空间。一般来说，1吨乙二醇消耗环氧乙烷0.75吨。那么我们可以认为，两者之间的关系应该是环氧乙烷的价格不高于乙二醇的1.5倍。但中国目前的情况是环氧乙烷的价格一般在乙二醇的两倍以上。这是因为出于国家战略考虑，需要保持乙二醇的一定产量。但是环氧乙烷下游需求异常旺盛，使得价格背离了正常区间。我们预计随着乙二醇价格下滑逼近成本线，会使得新增环氧乙烷/乙二醇联产项目逐步减少。这将导致更多新增的环氧乙烷流入商品市场以增加供给。这一效果在2010年已经逐步显现，预期国内商品EO在整个EO中的占比将达到33%。

#### 4.2. 环氧乙烷产能增长显著

我国环氧乙烷产能迅速增长，特别是2010年是我国环氧乙烷产能和商品量增加最多的一年。预计2010年国内环氧乙烷生产能力将增加174万吨左右，增长幅度达80%，使我国环氧乙烷的总能力达到390万吨，其中，环氧乙烷的商品能力将增加60万吨左右，从而国内环氧乙烷的商品总能力高达130万吨以上，增幅高达一倍。并且，预计2011年我国环氧乙烷总能力将继续迅速增长到450万吨以上，商品环氧乙烷能力将达到180万吨左右。由此可见，国内迅速增长、日益丰富的环氧乙烷资源为环氧乙烷衍生的各种衍生精细化工新材料产品提供了越来越好的资源保障。随着新增产能的逐步投产，我国环氧乙烷目前供应紧张和价格高涨的局面将迅速消失。

图 14 环氧乙烷产能情况

单位：万吨



数据来源：安信证券研究中心整理

综上所述我们认为环氧乙烷价格将在未来一段时间内呈现趋势性下降，这将极大提升

公司产品未来的毛利率水平。在 7,8 月份,成本的降低已经逐步显现,公司盈利水平环比大幅提高。

## 5. 原材料供给确立公司核心优势

公司的核心竞争优势在于原材料供应。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。同时国内环氧乙烷 80% 以上均被石化企业联产生产乙二醇,流入商品市场的量非常有限,这抑制了深加工企业的产能扩张。

奥克股份凭借其规模优势,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。广东以及南京产能的投产标志着公司基本上完成了产业布局,将主要的原材料供应锁定,使得竞争对手难以获得理想的原料供应。

## 6. 首次覆盖并给予买入-A 评级, 12 个月目标价 80.9 元

我们预期公司 2010 年, 2011 年, 2012 年摊薄后每股收益分别为 1.36 元, 2.31 元, 3.42 元。目前下游需求旺盛, 公司订单饱满, 开工率充足。随着新增产能的投产, 公司的产品销量将会大幅增长。下半年原材料环氧乙烷以及乙二醇的价格将会呈现下滑趋势, 同时随着下游企业盈利能力的提高, 公司产品也存在了一定的提价空间。我们预期这将提升公司产品毛利率, 而公司 7,8 月份的运营状况也印证了我们的观点。此外, 公司尚有 10 多亿的超募资金, 也将立足环氧, 投向于国家战略性新兴产业中的新能源、新材料。

综合而言, 公司依托原材料和技术优势确立其在环氧乙烷的精细化工中的核心地位, 能够充分分享到下游快速发展带来业绩增长。公司未来业绩增长前景明确, 而估值则处于被市场低估的状态。化工创业板 2011 年平均 PE 在 40 倍, 我们保守起见按照 2011 年 35 倍 PE 估值, 首次覆盖给予买入-A 投资评级, 12 个月目标价 80.9 元。

表 4 盈利预测主要假设

| 产品   | 科目        | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 切割液  | 营业收入(百万元) | 633.9        | 1,255.0      | 1,882.5      | 2,485.0      |
|      | 营业成本(百万元) | 407.1        | 1,047.8      | 1,540.3      | 1,992.6      |
|      | 销量(万吨)    | 5.3          | 11.60        | 17.41        | 22.98        |
|      | 单位售价(元)   | 12,017.1     | 10,815.4     | 10,815.4     | 10,815.4     |
|      | 单位成本(元)   | 7,717.9      | 9,030.0      | 8,849.4      | 8,672.4      |
|      | 毛利率       | <b>35.8%</b> | <b>16.5%</b> | <b>18.2%</b> | <b>19.8%</b> |
|      |           |              |              |              |              |
| 聚醚单体 | 营业收入(百万元) | 330.0        | 805.1        | 1,610.2      | 2,898.4      |
|      | 营业成本(百万元) | 295.4        | 691.2        | 1,313.4      | 2,316.8      |
|      | 销量(万吨)    | 3.0          | 6.05         | 12.09        | 21.76        |
|      | 单位售价(元)   | 10,916.2     | 13,317.8     | 13,317.8     | 13,317.8     |
|      | 单位成本(元)   | 9,772.8      | 11,434.2     | 10,862.5     | 10,645.2     |
|      | 毛利率       | <b>10.5%</b> | <b>14.1%</b> | <b>18.4%</b> | <b>20.1%</b> |
|      |           |              |              |              |              |

数据来源: WIND、安信证券研究中心

表 5 截至 2010-9-16 日化工创业板估值参考

| 代码     | 股票名称 | 2010PE | 2011PE | 2012PE |
|--------|------|--------|--------|--------|
| 300019 | 硅宝科技 | 43     | 32     | 23     |
| 300031 | 宝通带业 | 41     | 25     | 16     |
| 300037 | 新宙邦  | 50     | 37     | 28     |
| 300041 | 回天胶业 | 50     | 36     | 27     |
| 300054 | 鼎龙股份 | 60     | 31     | 17     |
| 300063 | 天龙集团 | 39     | 31     | 26     |
| 300067 | 安诺其  | 34     | 24     | 17     |
| 300072 | 三聚环保 | 54     | 36     | 26     |
| 300073 | 当升科技 | 59     | 35     | 25     |
| 300107 | 建新股份 | 74     | 50     | 35     |
| 300108 | 双龙股份 | 51     | 36     | 26     |
| 300109 | 新开源  | 100    | 78     | 47     |
| 300116 | 坚瑞消防 | 97     | 65     | 42     |
|        | 平均   | 58     | 40     | 27     |
| 300082 | 奥克股份 | 38     | 22     | 15     |

数据来源：WIND、安信证券研究中心

## 7. 主要风险

**光伏市场增长低于预期：**公司主要产品太阳能级多晶硅切割液与光伏市场需求增长关系紧密。若欧洲补贴下降导致需求萎靡，同时中国、美国、印度等地区补贴政策未及时出台或者力度不够，将对公司切割液销售产生不利影响。

**原材料价格上涨风险：**原材料成本在公司总成本中占比较高。公司原材料主要为环氧乙烷和二乙二醇，价格走势与石油关系紧密，波动幅度较大。若原材料成本大幅上涨，同时公司未能及时传导到下游厂商，将对公司盈利造成不利影响。

**财务报表预测和估值数据汇总**

单位 百万元 模型更新时间 2010-9-16

| 利润表               | 2008         | 2009           | 2010E          | 2011E          | 2012E          | 财务指标           | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|-------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>947.1</b> | <b>1,067.9</b> | <b>2,211.2</b> | <b>3,660.7</b> | <b>5,572.3</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 775.7        | 798.2          | 1,879.5        | 3,111.6        | 4,736.5        | 营业收入增长率        | 81.7%       | 12.8%       | 107.1%       | 65.6%        | 52.2%        |
| 营业税费              | 3.0          | 4.4            | 8.8            | 14.6           | 22.3           | 营业利润增长率        | 120.4%      | 77.4%       | 32.1%        | 71.5%        | 47.4%        |
| 销售费用              | 29.2         | 32.6           | 55.3           | 73.2           | 111.4          | 净利润增长率         | 181.3%      | 80.4%       | 31.3%        | 70.0%        | 47.8%        |
| 管理费用              | 17.2         | 18.9           | 33.2           | 54.9           | 83.6           | EBITDA 增长率     | 113.7%      | 76.4%       | 26.0%        | 70.0%        | 46.0%        |
| 财务费用              | 6.5          | 14.8           | -11.6          | -19.0          | -14.8          | EBIT 增长率       | 115.3%      | 80.3%       | 17.3%        | 71.9%        | 50.5%        |
| 资产减值损失            | 5.2          | 3.3            | -7.5           | 1.9            | -0.4           | NOPLAT 增长率     | 166.9%      | 83.6%       | 15.4%        | 70.8%        | 51.1%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -            | -              | -              | -              | -              | 投资资本增长率        | 49.2%       | 187.4%      | 203.4%       | 50.1%        | 37.1%        |
| 投资和汇兑收益           | -            | -0.0           | 5.0            | 20.0           | 20.0           | 净资产增长率         | 60.6%       | 105.8%      | 576.1%       | 10.3%        | 13.8%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>110.3</b> | <b>195.7</b>   | <b>258.5</b>   | <b>443.4</b>   | <b>653.6</b>   | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 1.4          | 4.0            | 1.0            | -1.0           | 1.0            | 毛利率            | 18.1%       | 25.3%       | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>111.7</b> | <b>199.6</b>   | <b>259.5</b>   | <b>442.4</b>   | <b>654.6</b>   | 营业利润率          | 11.6%       | 18.3%       | 11.7%        | 12.1%        | 11.7%        |
| 减: 所得税            | 18.6         | 31.8           | 38.9           | 66.4           | 98.2           | 净利润率           | 9.8%        | 15.7%       | 10.0%        | 10.2%        | 9.9%         |
| <b>净利润</b>        | <b>93.1</b>  | <b>167.8</b>   | <b>220.3</b>   | <b>374.6</b>   | <b>553.7</b>   | EBITDA/营业收入    | 13.0%       | 20.4%       | 12.4%        | 12.7%        | 12.2%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2008</b>  | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>2012E</b>   | EBIT/营业收入      | 12.3%       | 19.7%       | 11.2%        | 11.6%        | 11.5%        |
| 货币资金              | 164.1        | 346.5          | 1,665.2        | 1,334.5        | 1,101.2        | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -            | -              | -              | -              | -              | 固定资产周转天数       | 17          | 23          | 32           | 42           | 32           |
| 应收帐款              | 91.8         | 224.1          | 496.8          | 822.4          | 1,251.9        | 流动营业资本周转天数     | 33          | 67          | 99           | 123          | 128          |
| 应收票据              | 6.8          | 112.7          | 242.3          | 401.2          | 610.7          | 流动资产周转天数       | 102         | 186         | 273          | 265          | 202          |
| 预付帐款              | 29.0         | 50.8           | 52.7           | 55.8           | 60.5           | 应收帐款周转天数       | 24          | 54          | 58           | 63           | 65           |
| 存货                | 26.2         | 54.0           | 103.0          | 213.1          | 389.3          | 存货周转天数         | 11          | 14          | 13           | 16           | 19           |
| 其他流动资产            | -0.0         | -0.0           | 0.0            | -0.0           | 0.0            | 总资产周转天数        | 130         | 242         | 343          | 331          | 248          |
| 可供出售金融资产          | -            | -              | -              | -              | -              | 投资资本周转天数       | 54          | 112         | 162          | 184          | 172          |
| 持有至到期投资           | -            | -              | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | -            | 35.0           | 101.0          | 101.0          | 101.0          | ROE            | 44.3%       | 38.8%       | 7.5%         | 11.7%        | 15.2%        |
| 投资性房地产            | -            | -              | -              | -              | -              | ROA            | 23.4%       | 16.1%       | 7.0%         | 10.6%        | 13.5%        |
| 固定资产              | 68.6         | 66.5           | 330.3          | 517.4          | 482.5          | ROIC           | 86.7%       | 106.6%      | 42.8%        | 24.1%        | 24.3%        |
| 在建工程              | 3.1          | 55.7           | 73.7           | -              | 0.6            | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 3.6          | 83.2           | 82.3           | 86.1           | 89.7           | 销售费用率          | 3.1%        | 3.1%        | 2.5%         | 2.0%         | 2.0%         |
| 其他非流动资产           | 3.6          | 11.9           | 21.6           | 26.3           | 31.9           | 管理费用率          | 1.8%        | 1.8%        | 1.5%         | 1.5%         | 1.5%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>396.9</b> | <b>1,040.3</b> | <b>3,168.8</b> | <b>3,557.8</b> | <b>4,119.2</b> | 财务费用率          | 0.7%        | 1.4%        | -0.5%        | -0.5%        | -0.3%        |
| 短期债务              | 105.4        | 356.5          | 10.0           | 10.0           | 10.0           | 三费/营业收入        | 5.6%        | 6.2%        | 3.5%         | 3.0%         | 3.2%         |
| 应付帐款              | 35.4         | 54.5           | 128.7          | 213.1          | 324.4          | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | -            | 80.0           | 5.1            | 8.5            | 13.0           | 资产负债率          | 47.1%       | 58.5%       | 7.8%         | 9.4%         | 10.9%        |
| 其他流动负债            | 9.3          | 18.6           | 15.7           | 15.7           | 15.7           | 负债权益比          | 89.1%       | 140.7%      | 8.5%         | 10.4%        | 12.3%        |
| 长期借款              | 20.0         | 50.0           | 50.0           | 50.0           | 50.0           | 流动比率           | 2.12        | 1.55        | 17.23        | 11.96        | 9.70         |
| 其他非流动负债           | 16.9         | 48.6           | 48.6           | 48.6           | 48.6           | 速动比率           | 1.93        | 1.44        | 16.54        | 11.06        | 8.59         |
| <b>负债总额</b>       | <b>187.0</b> | <b>608.2</b>   | <b>247.1</b>   | <b>334.9</b>   | <b>450.6</b>   | 利息保障倍数         | 18.10       | 14.20       | -21.31       | -22.34       | -43.26       |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>-</b>     | <b>-</b>       | <b>0.2</b>     | <b>1.7</b>     | <b>4.5</b>     | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 75.0         | 81.0           | 162.0          | 162.0          | 162.0          | DPS(元)         | -           | 0.19        | 0.48         | 0.46         | 0.68         |
| 留存收益              | 133.2        | 348.3          | 2,759.5        | 3,059.1        | 3,502.1        | 分红比率           | 0.0%        | 17.9%       | 35.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>210.0</b> | <b>432.1</b>   | <b>2,921.7</b> | <b>3,222.9</b> | <b>3,668.6</b> | 股息收益率          | 0.0%        | 0.4%        | 0.9%         | 0.9%         | 1.3%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2008</b>  | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>2012E</b>   | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 净利润               | 93.1         | 167.8          | 220.3          | 374.6          | 553.7          | EPS(元)         | 0.57        | 1.04        | 1.36         | 2.31         | 3.42         |
| 加: 折旧和摊销          | 6.9          | 8.4            | 27.6           | 42.2           | 42.5           | BVPS(元)        | 1.30        | 2.67        | 18.04        | 19.89        | 22.65        |
| 资产减值准备            | 5.2          | 3.3            | -7.5           | 1.9            | -0.4           | PE(X)          | 89.7        | 49.8        | 37.9         | 22.3         | 15.1         |
| 公允价值变动损失          | -            | -              | -              | -              | -              | PB(X)          | 39.8        | 19.3        | 2.9          | 2.6          | 2.3          |
| 财务费用              | 3.5          | 5.7            | 11.8           | -11.6          | -19.0          | P/FCF          | 121.0       | 65.2        | -7.4         | -22.4        | -30.0        |
| 投资收益              | -            | 0.0            | -5.0           | -20.0          | -20.0          | P/S            | 8.8         | 7.8         | 3.8          | 2.3          | 1.5          |
| 少数股东损益            | -            | -              | 0.2            | 1.5            | 2.8            | EV/EBITDA      | 31.0        | 19.4        | 25.2         | 15.8         | 11.4         |
| 营运资金的变动           | -39.9        | -159.9         | -450.5         | -515.0         | -709.1         | CAGR(%)        | 59.3%       | 49.1%       | 38.8%        | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>70.0</b>  | <b>0.8</b>     | <b>-226.4</b>  | <b>-133.8</b>  | <b>-145.3</b>  | PEG            | 1.5         | 1.0         | 1.0          | -0.2         | -0.2         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-26.7</b> | <b>-146.4</b>  | <b>-377.9</b>  | <b>-141.0</b>  | <b>8.0</b>     | ROIC/WACC      | 8.7         | 10.7        | 4.3          | 2.4          | 2.4          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>11.8</b>  | <b>328.0</b>   | <b>1,936.9</b> | <b>-55.9</b>   | <b>-96.0</b>   | REP            | 2.6         | 0.8         | 1.1          | 1.4          | 1.0          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度"新财富"化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034