

2010-11-30

电力设备及新能源

奥克股份 300082-SZ

光伏辅料龙头，新材拉动增长

◇ 事件：公司调研

◆光伏辅料高速增长，新材料项目开始爆发

公司是光伏上游关键辅料，切割液行业的龙头企业。受益未来5年光伏市场40%以上的复合增长，切割液业务将保持30%以上增速。公司处于光伏产业链中价格敏感度最低的环节，随着原材料环氧乙烷的长期产能过剩，奥克股份的采购成本长期下降。新产品聚羧酸型减水剂，在建筑大型化、高端化需求的背景下，今年以来开始爆发。硅片项目2011年起贡献业绩，也将为公司业绩提供强有力的拉动。

我们看好光伏市场的中长期高速增长，同时看好公司新材料产品的研发和推广。预计11、12年业绩2.46元，4.12元。公司未来3年复合增速60%，未来5年可能实现10倍增长。合理价格86元，对应11年35倍市盈率，建议买入。

◆领导光伏产业链优势环节，未来5年切割液复合增长超过30%

公司在切割液环节独占70%的份额。该环节，在光伏产业链中属上游核心辅料，竞争格局集中，价格敏感度低。在光伏行业“盈利能力哑铃化”的大趋势下，该环节是产业链中最佳的投资方向。

市场担忧回收液的利用及来自金刚线的替代，而我们认为：1）假设切割液每次损失30%，而回收液平均使用一次，则其占比不超过35%，目前已经在25%左右，未来替代空间小；2）金刚线技术成熟和推广到切片领域，在可见的未来难以实现。即使发生，也仍需要使用切割液。尽管品种可能变化，但现有龙头仍将占据市场。

未来5年，光伏发电成本在越来越多的地区接近或低于居民用电电价，并仍以每年10-15%的速度快速下降。光伏市场增速将不低于过去10年40%以上的平均水平，且随时可能出现超常规发展。考虑替代技术的影响，公司切割液业务未来5年复合增速将超过30%。

◆盈利能力已经见底，新项目孕育爆发

今年环氧乙烷受国际油价和供需形势影响出现大幅提价，对公司盈利能力造成挤压。然而70%的环氧乙烷用于乙二醇的生产，随着国内环氧乙烷的迅速扩产，和进口乙二醇的大幅降价，公司成本已经过顶。

公司与硅片行业领先企业锦州阳光能源合作，利用既有经验企业的管理与销售，实现了对下游市场的快速切入，即将拉动业绩大幅增长。今年公司减水剂聚醚市场份额由原来的25%已上升到报告期内的33%。未来建筑大型化高端化趋势将拉动三代减水剂高速增长，成为公司未来高速增长的另一发动机。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	947	1,068	2,187	4,048	6,965
营业收入增长率	81.73%	12.75%	104.84%	85.08%	72.04%
净利润（百万元）	93	168	215	399	667
净利润增长率	181.31%	80.36%	28.04%	85.60%	67.31%
EPS（元）	0.57	1.04	1.33	2.46	4.12
ROE（归属母公司）	44.32%	38.84%	7.30%	12.17%	17.45%
P/E	91	50	39	21	13
P/B	40	20	3	3	2
EV/EBITDA	32	20	24	15	9

首次

买入

当前价格	57.56 元
目标价格	86.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

王海生 (执业证书编号：S0930210070003)

021-22169165

haisheng.wang@ebsecn.com

陈浩武 (执业证书编号：S0930210040003)

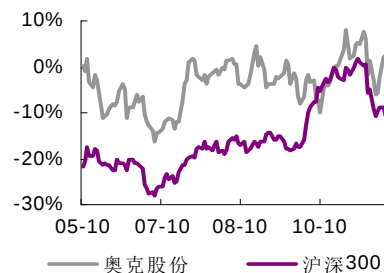
021-22169050

chenhaowu@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	162
总市值(百万元)	8,455
流通比例(%)	25.00%
12个月最高/最低(元)	84.66/45.10
近3月日均成交量(百万股)	1.52
主要股东	奥克集团股份

股价表现(12个月)



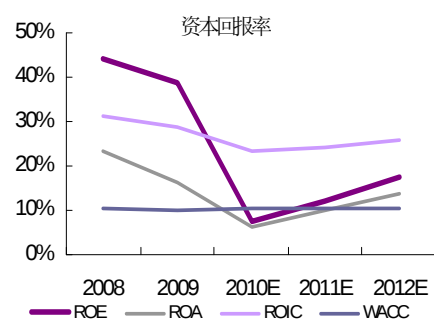
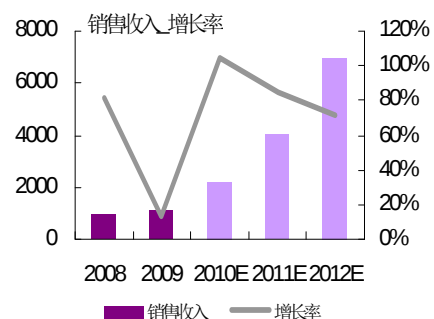
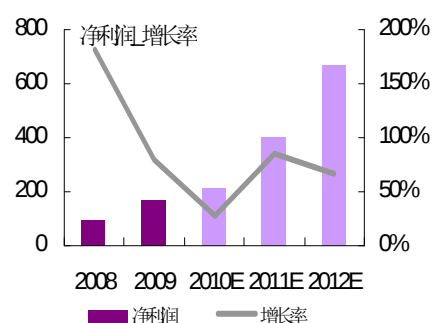
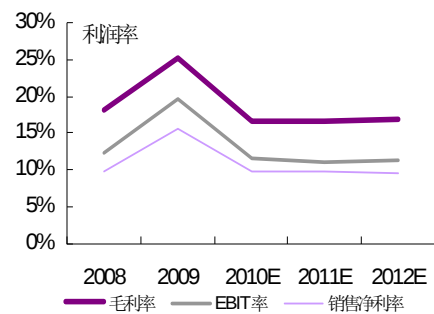
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.87	-5.68	0.00
绝对收益	2.90	6.09	0.00

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	947	1,068	2,187	4,048	6,965
营业成本	776	798	1,823	3,371	5,788
折旧和摊销	7	8	13	16	19
营业税费	3	4	9	17	29
销售费用	29	33	67	142	244
管理费用	17	19	39	72	123
财务费用	6	15	-2	-20	-15
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	110	196	255	467	797
利润总额	112	200	256	474	794
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	93.05	167.83	214.88	398.81	667.25

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	397	1,040	3,341	3,923	4,857
流动资产	318	788	3,063	3,610	4,533
货币资金	164	346	2,372	2,333	2,337
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	87	222	328	607	1,045
应收票据	7	113	175	324	557
其他应收款	5	2	5	9	16
存货	26	54	91	169	289
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	35	35	35	35
固定资产	69	66	112	152	172
无形资产	4	83	79	75	71
总负债	187	608	399	646	1,033
无息负债	62	202	349	596	983
有息负债	125	407	50	50	50
股东权益	210	432	2,942	3,276	3,824
股本	75	81	162	162	162
公积金	42	135	2,371	2,404	2,404
未分配利润	91	213	406	707	1,255
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	70	1	135	55	138
净利润	93	168	215	399	667
折旧摊销	7	8	13	16	19
净营运资金增加	110	197	269	619	970
其他	-140	-373	-362	-979	-1,517
投资活动产生现金流	-27	-146	-50	-50	-30
净资本支出	23	111	50	50	30
长期投资变化	0	35	0	0	0
其他资产变化	-49	-293	-100	-100	-60
融资活动现金流	12	328	1,941	-45	-104
股本变化	0	6	81	0	0
债务净变化	32	281	-357	0	0
无息负债变化	-2	140	148	247	387
净现金流	55	182	2,026	-40	4

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	81.73%	12.75%	104.84%	85.08%	72.04%
净利润增长率	181.31%	80.36%	28.04%	85.60%	67.31%
EBITDA 增长率	119.58%	77.04%	21.44%	74.55%	72.46%
EBIT 增长率	121.90%	80.29%	19.98%	77.29%	74.55%
估值指标					
PE	91	50	39	21	13
PB	40	20	3	3	2
EV/EBITDA	32	20	24	15	9
EV/EBIT	34	21	25	15	9
EV/NOPLAT	41	25	30	18	11
EV/Sales	4	4	3	2	1
EV/IC	13	7	7	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	18.10%	25.26%	16.67%	16.74%	16.90%
EBITDA 率	13.06%	20.50%	12.15%	11.46%	11.49%
EBIT 率	12.33%	19.71%	11.55%	11.06%	11.22%
税前净利润率	11.79%	18.70%	11.69%	11.72%	11.40%
税后净利润率 (归属母公司)	9.83%	15.72%	9.82%	9.85%	9.58%
ROA	23.44%	16.13%	6.43%	10.17%	13.74%
ROE (归属母公司) (摊薄)	44.32%	38.84%	7.30%	12.17%	17.45%
经营性 ROIC	31.05%	28.66%	23.26%	24.04%	25.80%
偿债能力					
流动比率	2.12	1.55	10.18	6.59	4.85
速动比率	194.41%	144.06%	987.80%	628.36%	454.14%
归属母公司权益/有息债务	1.67	1.06	58.84	65.53	76.48
有形资产/有息债务	3.11	2.33	65.22	76.93	95.69
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.57	1.04	1.33	2.46	4.12
每股红利	0.00	0.00	0.40	0.74	1.24
每股经营现金流	0.43	0.00	0.84	0.34	0.85
每股自由现金流(FCFF)	-0.14	-0.74	-0.59	-1.71	-2.00
每股净资产	1.30	2.67	18.16	20.22	23.60
每股销售收入	5.85	6.59	13.50	24.99	42.99

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

王海生，清华大学自动化系硕士学位。2008 年加入光大证券研究所，任电力设备及新能源行业分析师。多年跨国公司市场、销售管理工作经验。

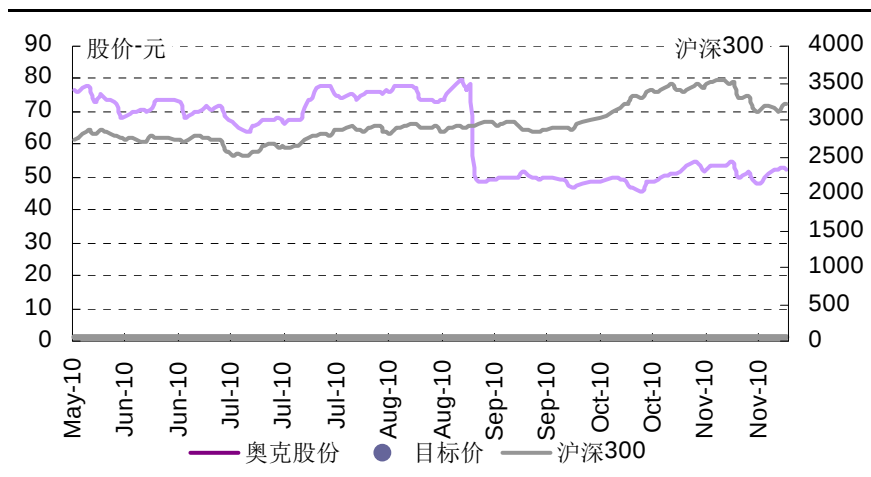
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

奥克股份（300082）

分析师：王海生



日期	股价	目标	评级
2010-04-30	76.58	0.00	无评级

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。