

光伏与高铁助公司展翅飞翔

——奥克股份(300082)公司投资价值分析

核心观点

公司是环氧乙烷精细加工行业的龙头企业。公司主营产品为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, 2010 年上半年分别实现公司营业收入的 56%和 36%,市场占有率分别为 70%和 25%。产品下游为光伏和高铁行业, 市场前景广阔。预计 2010-2012 年产品销量为 18 万吨、30 万吨、45 万吨, 年复合增长率超过 70%。

晶硅切割液将是光伏产业快速增长的直接受益者。根据 EPIA 预测, 未来五年全球光伏组件的装机容量增速在 33%, 在政策规划情景下, 中国所占的市场份额将由 2.2%提高到 8.3%, 因此中国的光伏产业装机容量将明显高于全球平均水平。中国晶硅切割液的需求将由 2009 年的 12 万吨, 增加到 2013 年的 28 万吨。而公司切割液销量将由 5 万吨增至 20 万吨以上。

聚羧酸减水剂代替萘系减水剂是大趋势:聚羧酸减水剂综合性能优异, 减水率可以达到 30%-40%以上, 具有无毒、无害、环保特性。目前聚羧酸减水剂仅占 26%的市场份额, 后市工业萘价格走高与环氧乙烷长期看跌的趋势形成鲜明的对比, 未来聚羧酸减水剂的成本优势将逐渐明朗, 聚羧酸减水剂将替代萘系减水剂成为主流减水剂。

高铁用减水剂未来两年暴涨:最新数据来看我国在建高铁是一万多公里, 在运营的是 7500 公里, 预计 2012 年将完成 1.3 万公里, 据此估算, 未来两年的聚羧酸减水剂需求量将达到 825 万吨, 而 09 年的产量仅为 120 万吨。聚羧酸减水剂的需求将直接带动聚醚单体的需求增加。公司聚醚单体销量将由 09 年的 3 万吨增加至 2012 年的 20 万吨左右。

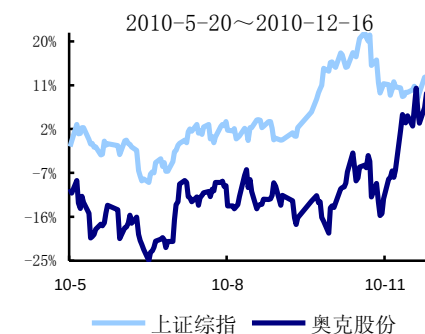
公司靠近原料产地扩建产能:公司产品主要原材料环氧乙烷具有高化学活性, 易燃、易爆, 不易长途运输, 也无法进口。近年来公司立足吉林、扬州、南京、广东等原材料富聚区优化生产布局, 与国内各大型商品环氧乙烷供应商建立长期战略合作关系, 降低了原料的供应保障风险。

受益下游蓬勃发展, 估值偏低, 给予“强烈推荐-A”的投资评级。预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 1.10 元、2.12 元、3.58 元, 对应动态市盈率分别为 57 倍、30 倍、18 倍, 鉴于公司属于创业板, 下游新能源与高铁行业蓬勃发展, 公司产能不断扩增, 估值明显偏低, 给予公司“强烈推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1,068	2,122	3,370	5,375
同比增速(%)	13%	124%	59%	59%
净利润(百万)	168	178	344	580
同比增速(%)	80%	6%	93%	69%
EPS(元)	1.04	1.10	2.12	3.58
P/E	29	57	30	18

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	16200.00
流通A股(万股)	4050.00
52周内股价区间(元)	45.1-84.66
总市值(亿元)	102.40
总资产(亿元)	10.70
每股净资产(元)	5.33
目标价	6个月 83.25元
	12个月 95.40元

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-新股研究-奥克股份(300082):快速成长的环氧乙烷精细化学品龙头》 2010-04-27

研究员: 刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

执业证书编号: S0940210080002

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

一、国内环氧乙烷精细化工龙头企业	4
1、公司领导成员合作默契，专注主业	4
2、主营产品面向光伏组件和高铁建设	4
二、光伏广阔前景拉动晶硅切割液需求	5
1、光伏市场保持快速增长，中国份额不断加大	5
2、国内硅片产能扩增直接拉动切割液的需求	7
3、切割液的回收技术还需改进，暂不影响主流市场	7
三、高铁助聚羧酸减水剂爆发式增长	8
1、聚羧酸减水剂替代萘系减水剂是大趋势	8
2、未来高铁建设蓬勃发展	11
四、公司未来利润增长点与投资亮点	13
1、原料产地布局产能，优先控制资源	13
2、项目储备丰厚，保持市场份额	13
3、优质客户保证公司未来发展	14
4、优化产品结构，提高利润空间	15
五、盈利预测	15
1.公司未来三年产量年复合增长率超过 70%	15
2、给予“强烈推荐-A”的投资评级	16
六、风险提示	17

图表目录

图表 1: 公司股权结构	4
图表 2: 2010 年中报公司收入构成	5
图表 3: 2010 年中报公司毛利构成	5
图表 4: 太阳能光伏电池生产流程	5
图表 5: 光伏发电系统图	5
图表 6: 政策情景下未来 5 年全球光伏年新装机量 CAGR 达 33%	6
图表 7: 截至 2009 年全球光伏累计装机量分布	6
图表 8: 中国年新装机量占全球份额将稳步提升	6
图表 9: 1997-2010 年美国百万屋顶计划的经济与社会效应指标	7
图表 10: 未来硅片产量预测	7
图表 11: 切割液需求预测	7
图表 12: 三代减水剂比较	8
图表 13: 聚羧酸减水剂性能	9
图表 14: 工业萘价格走势	10
图表 15: 煤焦油价格长期看涨	10
图表 16: 中东地区 EO/EG2010 年产能投放	11
图表 17: 铁路投资高速增长	11
图表 18: 铁路固定资产投资构成	11
图表 19: 聚羧酸减水剂的年使用量	12
图表 20: 政策支持	13
图表 21: 公司产能布局	13
图表 22: 公司切割液市场份额	14
图表 23: 公司聚醚单体市场份额	14
图表 24: 公司主要产品收入和成本预测	15
图表 25: 公司盈利预测	15
图表 26: 同类可比上市公司的估值比较（以 2010 年 12 月 17 日收盘价计算）	16

一、国内环氧乙烷精细化工龙头企业

1、公司领导成员合作默契，专注主业

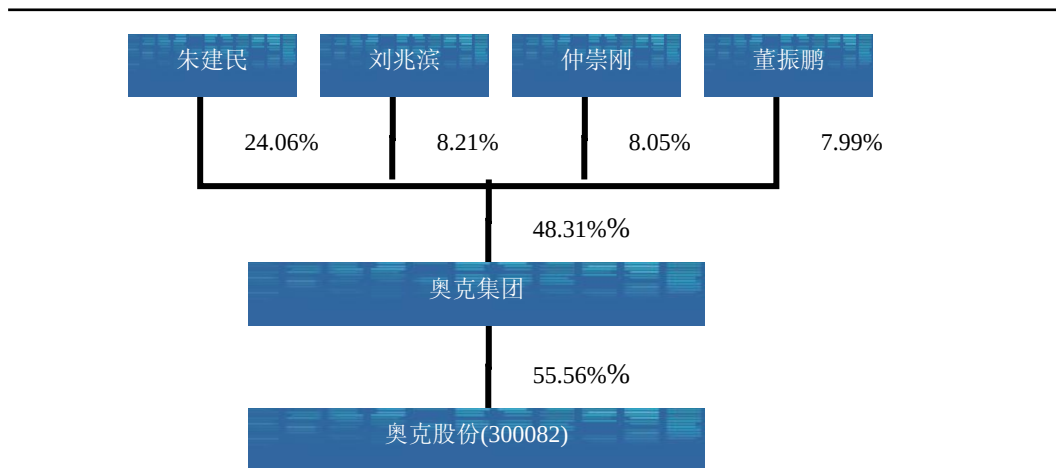
辽宁奥克股份有限公司是在环氧乙烷精细加工领域引领行业发展的龙头企业。公司 2010 年 5 月 20 日上市，目前的股权结构如下表所示。

朱建民、刘兆滨、仲崇纲和董振鹏分别持有奥克集团 24.06%、8.21%、8.05%和 7.99%的股权，合计持有奥克集团 48.31%的股权，为公司的实际控制人。

以上四名高管自 1985 年起成为研究生同学，之后又作为科研教学同事和共同创业的伙伴，在长期实践中四人彼此信任、合作默契，是公司目前持有的全部 5 项发明专利的共同发明人。

在长期的创业历程中，整个经营班子和核心员工形成了共同的价值观，这也是公司未来以实业为主，坚持主业的重要根基。

图表 1：公司股权结构



数据来源：国都证券

2、主营产品面向光伏组件和高铁建设

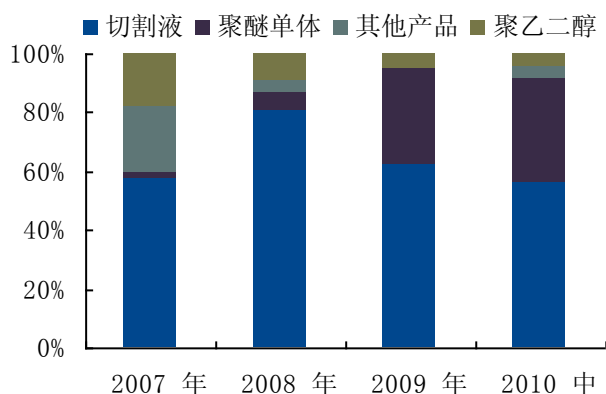
公司以环氧乙烷为主要原材料，形成了以聚乙二醇为基础产品，以太阳能光伏电池用晶硅切割液和高性能混凝土减水剂用聚醚单体两大系列产品生产和销售为主的主营业务。

太阳能光伏电池用晶硅切割液经过六年的自主开发，自主经营，已经发展成为占有国内 70%以上市场份额、全球规模最大的太阳能光伏电池用晶硅切割液的专业制造商，产品核心技术达到了国际领先水平。

高性能减水剂用聚醚单体系列产品，在国家四万亿投资，特别是高速铁路等重点基础设施建设的拉动下，遇到了前所未有的发展机遇，产销量迅速增长。

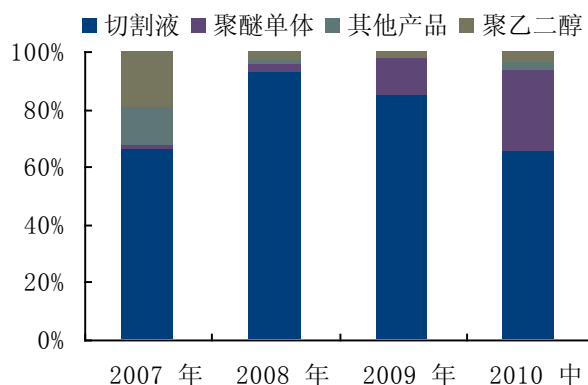
公司主要生产产品的生产装置设施相同，产品生产可在同一装置上完成，公司可以根据市场订单需求情况，采用柔性化的生产方式。

图表 2: 2010 年中报公司收入构成



资料来源: 国都证券

图表 3: 2010 年中报公司毛利构成



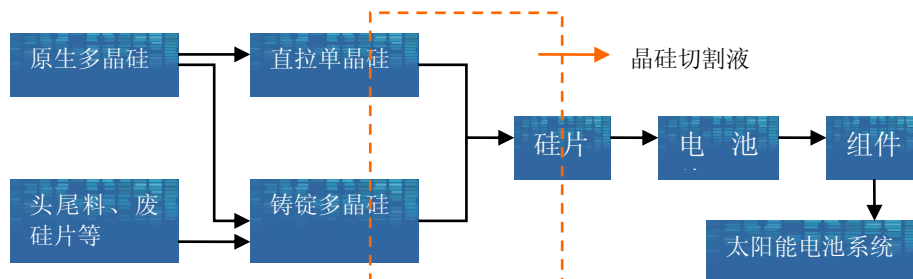
资料来源: 国都证券

二、光伏广阔前景拉动晶硅切割液需求

晶硅切割液作为目前光伏产业链上硅片制作环节使用的必需耗材之一, 整个晶硅切割液行业的发展和晶硅切片行业的发展乃至与整个光伏产业的发展均关系密切。

晶硅切割液是以聚乙二醇为主体, 添加多种助剂复配而成, 具有适宜的粘度指标, 有良好的流动性和热传导性, 对碳化硅微粉具有良好的分散稳定性和悬浮作用。

图表 4: 太阳能光伏电池生产流程



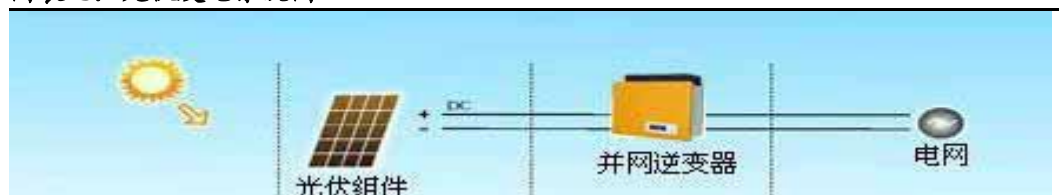
资料来源: 国都证券

1、光伏市场保持快速增长, 中国份额不断加大

未来五年光电装机增速高达 33%

由一个或多个太阳能电池片组成的太阳能电池板为光伏组件。

图表 5: 光伏发电系统图



资料来源: 招股说明书、国都证券

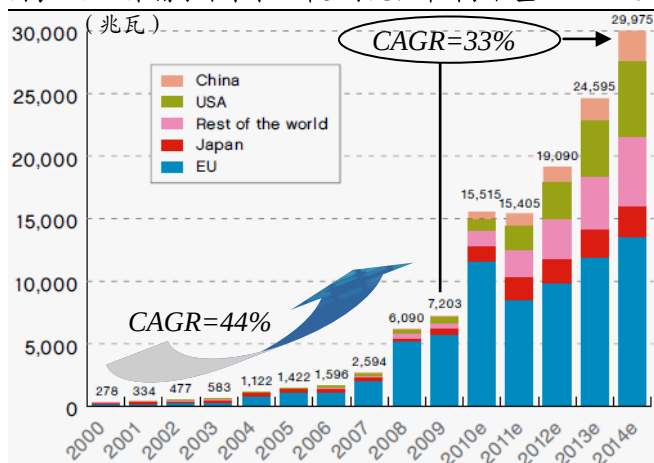
过去十年相继在日本、德国、西班牙等光伏政策的推动, 全球光伏电池年新增装

机量的年均复合增速高达 43.57%，已从 2000 年的 278 兆瓦剧增至 2009 年的 7,203 兆瓦。截至 09 年末，全球光伏电池累计装机容量达 22,878 兆瓦。

自 2011 年起，在美日中等亚太地区及欧洲的捷克、法国等国家的有力政策推动下，未来 5 年全球光伏电池年新增装机量的年均复合增速预计仍高达 33% 左右，政策乐观情景下 2014 年新增装机量预计可达 29,975 兆瓦。

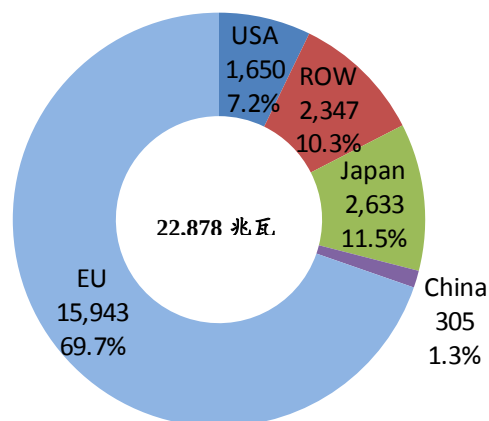
专家预测，光伏发电将在新世纪前半期超过核电成为最重要的基础能源之一。

图表 6：政策情景下未来 5 年全球光伏年新增装机量 CAGR 达 33%



资料来源：EPIA，国都证券

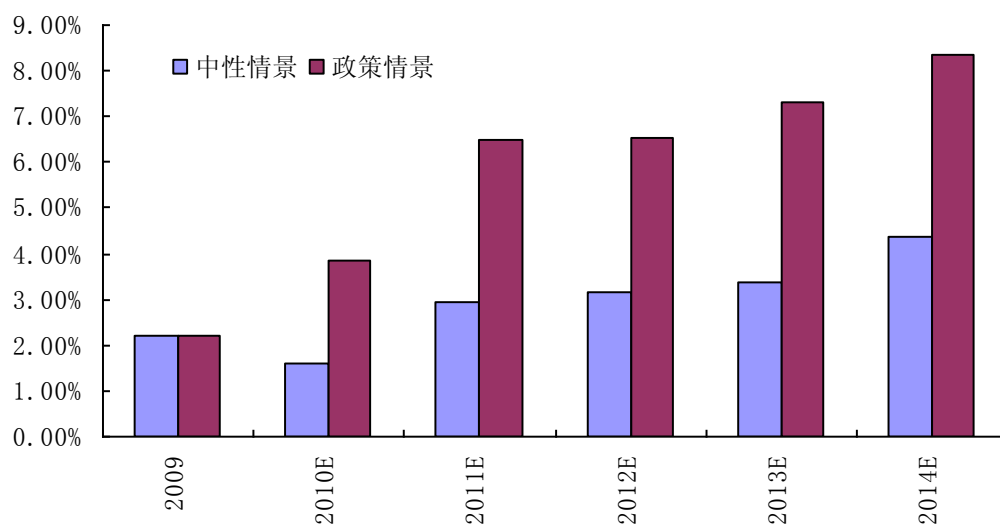
图表 7：截至 2009 年全球光伏累计装机容量分布



资料来源：EPIA，国都证券

目前中国光电年新增装机量占全球 2.22% 的市场份额，根据欧洲光伏协会预测，这一比例将扩大到 4.37%-8.34%，是目前的 2-4 倍左右，预计中国光电装机增速将明显快于全球平均水平。

图表 8：中国年新增装机量占全球份额将稳步提升



资料来源：EPIA，国都证券

光伏工程的政策规划与经济效益值得关注

全球很多国家制定了一系列鼓励光伏发电的优惠政策和庞大的光伏工程计划，为太阳能电池产业创造了巨大的市场空间，使其进入了高速发展时期。

美国宣布了“百万屋顶计划”，总的装机容量预计为 5000 兆瓦；日本政府提出了七十万屋顶计划，总装机容量 4000 兆瓦；德国政府在完成十万屋顶天棚计划后，又通过了新的光伏法案，预计在百万个屋顶上安装太阳能光伏并网发电系统。除了政府计划外，世界各大公司业纷纷制定扩大计划。

图表 9：1997-2010 年美国百万屋顶计划的经济与社会效应指标

年份	1997	1998	1999	2000	2005	2010
太阳能建筑物（座）	2000	8500	8500	23500	51000	101400
系统规模（kW）	1	1	1	2	3	4
年生产能力（MW）	1	6.5	15	55	270	610
成本（美元/W）	6.5	5.7	4.9	4.3	2.9	2
年 CO ₂ 少排放量（103t）	2	13	39	111	1037	3510
创造工作机会（个）	300	1800	3800	11000	40000	71500

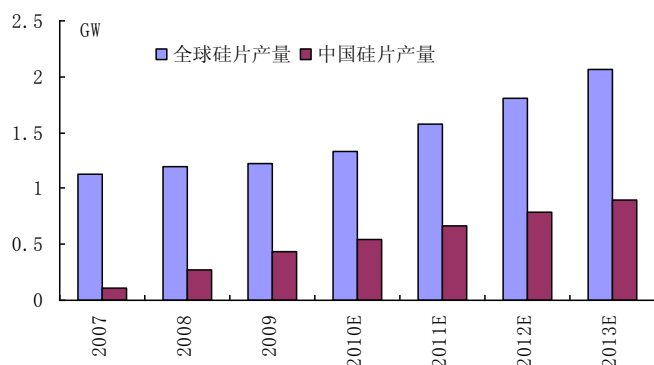
资料来源：中国投资咨询网产业研究中心、国都证券

2、国内硅片产能扩增直接拉动切割液的需求

到目前为止，中国硅锭/硅片生产厂家超过 70 家，在海外上市的国内光伏产业制造商已达到 9 家，是世界最大的太阳能电池/组件生产国。

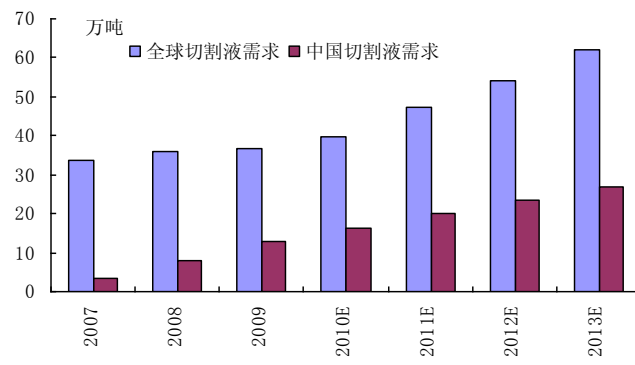
随着硅片切割技术的发展，硅片的厚度已经从 2002 年的 330 微米降低到目前主流的 220 或 200 微米，1 千克多晶硅材料可切割出 65-72 片多晶硅片，单位重量的晶硅材料切割硅片数量的增加使得切割面积快速增大，而切割面积的扩大直接增加了晶硅切割液的消耗量。预计随着技术的进步，硅片的厚度将会越来越小，对晶硅切割液的需求也将越来越大。

图表 10：未来硅片产量预测



资料来源：QY Research、国都证券

图表 11：切割液需求预测



资料来源：QY Research、国都证券

3、切割液的回收技术还需改进，暂不影响主流市场

目前市场担心切割液的需求会被回收液完全替代。我们的观点是这样的，切割液回收液的使用是一种环保趋势，不可避免，但我们认为应该注意到回收液杂质含量值得关注。

大型晶硅切片企业，他们更为关注生产的稳定，对于切割液等价值相对较低的辅助材料的质量要求很高，注重选择优质稳定的供应商，且一旦形成长期合作关系，就不会轻易更换供应商，即客户的粘合度很高，这为市场后进入者设置了较高的进入障碍。

太阳能硅片切割液废砂浆是切割液（PEG）和砂浆的混合物，对废砂浆进行处理，回收其中的切割液和碳化硅微粉，返回到太阳能线切割机重新使用。国内使用的切割液和碳化硅微粉在线切割过程中，砂浆中不可避免的会混入硅粉、铁、高聚物等杂质，部分碳化硅微粉也会因切割作用而出现破损，产生的废砂浆很难继续使用。所以在使用回收液和回收砂的过程中，经常会由于回收物料的质量问题而引起脏片、线痕片等情况。

碳化硅微粉和切割液的回收率分别占废砂浆的 30%和 35%以上。回收液及回收砂的砂浆在显微镜下观察有不同程度的硅粉团聚现象，如果 100%使用或许会影响到硅片切割的质量，造成线痕、硅片不易清洗的问题。

切割液是一个含有增效添加剂的混合物，回收处理时添加剂会失效和流失，而目前又不知道如何补加，使得回收液的质量逐渐降低。

三、高铁助聚羧酸减水剂爆发式增长

1、聚羧酸减水剂替代萘系减水剂是大趋势

减水剂是混凝土工程中应用最广泛的外加剂品种。其主要功能是在保持混凝土拌合物坍落度不变的情况下，减少拌合过程的用水量，改善拌合物的流变性能及提高混凝土的强度等。

到目前为止，减水剂的发展历程可分为以下三个阶段：以木钙等为代表的第一代（普通）减水剂阶段，以萘系等为主要代表的第二代（高效）减水剂阶段和目前以聚羧酸系为代表的第三代（高性能）减水剂阶段。

2009 年，全国合成减水剂总产量为 485 万吨，比 2007 年增长 70.3%，其中聚羧酸系减水剂的产量比 2007 年增加 206%。各种高效减水剂的比例仍高达 67%，聚羧酸系高性能减水剂占 26%，木质素减水剂占 7%。

我们认为聚羧酸减水剂是综合性能最优的高性能减水剂，应用前景广阔，并最终代替萘系减水剂。

图表 12：三代减水剂比较

		品质	市场占有率	减水率	环保性能	备注
第一代	木质素磺酸盐减水剂	普通	7%	8%~10%	利用造纸厂的造纸废液生产的普通减水剂，变废为宝，并且解决了对环境造成污染的难题	产品质量稳定、价格适中、应用范围广，是一种应该大力推广使用的外加剂产品。
第二代	萘系减水剂	高效	55%	14%-25%	原料为工业萘和甲醛，对人体有较大的刺激作用。	工业萘未来供应不足。
第三代	聚羧酸系减水剂	高性能	26%	25%-45%	无毒无害，是绿色环保产品	国家重点 100 年工程(高铁，高速，重点建筑) 指定使用系列

资料来源：国都证券

（1）聚羧酸减水剂性能优势明显

聚羧酸系高性能减水剂是继木钙为代表的普通减水剂和以萘系为代表的高效减水

剂之后发展起来的第三代高性能减水剂，是目前世界上最前沿、科技含量最高、应用前景最好、综合性能最优的一种高效减水剂。

聚羧酸的五高五低说明了其性能是其他减水剂所不能比拟的。

图表 13：聚羧酸减水剂性能

五高	性能	五低	性能
高减水	减水率可以达到 30%-40%以上	低掺量	10%固含的聚羧酸减水剂减水效果=40%固含的萘系减水剂减水效果。
高保塌	2h 坍落度损失为 0。	低含氯	含氯率≤0.01%
高耐久	国家重点 100 年工程（高铁，高速，重点建筑）指定使用聚羧酸系产品。	低含碱	含碱率≤0.1%
高增强	早期强度，3d 可以达到设计强度的 30%，7d 可以达到设计强度的 60%；C80,C100 以上强度混凝土只有聚羧酸产品才能实现	低收缩	实验表明，聚羧酸减水剂相对于萘系产品在相同的条件下，收缩率低 20%，更好的保证了混凝土产品不开裂，更耐久。
高环保	生物适应性实验证明，聚羧酸减水剂具有无毒、无害、环保特性（金鱼在聚羧酸减水剂环境中生存 1 个月后仍然完好如初，而萘系环境金鱼只存活 3 天）	低成本	成本核算显示，配制 C45 以上的各类高性能混凝土，可以大幅度降低工程成本

资料来源：国都证券

（2）聚羧酸减水剂具有无毒、无害、环保特性

萘系减水剂的原料是工业萘和甲醛，两种产品对人类的健康有较大的刺激作用，在发达国家，由于萘系的环保问题，已经明令禁止，国内也将逐渐重视这个问题，而一旦这样的政策扩展到减水剂领域，将使聚羧酸减水剂迎来巨大的发展机会。

生物适应性实验证明，聚羧酸减水剂具有无毒、无害、环保特性（金鱼在聚羧酸减水剂环境中生存 1 个月后仍然完好如初，而萘系环境金鱼只存活 3 天）。

（3）聚羧酸减水剂的成本优势将逐渐明朗

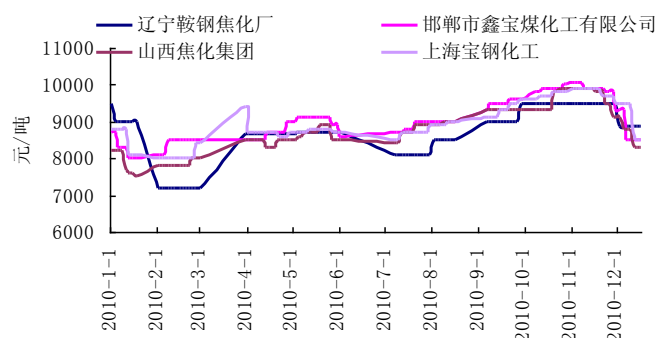
萘是化学工业中一种很重要的原料，其主要由煤焦油进一步加工分离制取，其在煤焦油中相对含量较高，在中国煤焦油中含量可达到 8~12%，是焦油加工的重要产品。

我国煤焦油供应紧张，成为制约工业萘产量的一个重要因素。工业萘价格呈上涨趋势，未来拉高萘系减水剂的价格。

2008 年我国工业萘消费量为 57 万吨，今后五年内，即便按照 5%的混凝土的增长量，萘系减水剂对工业萘的需求按照 5%的速度递增，国内工业萘的产量难以满足萘系减水剂的需求。

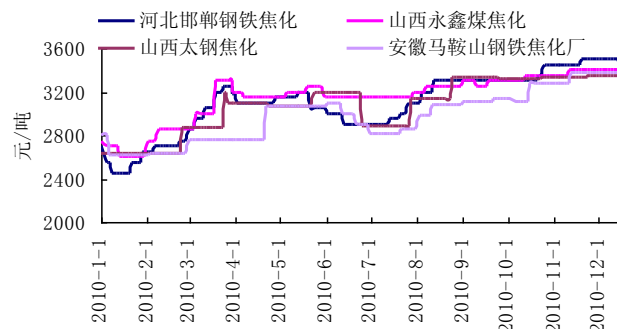
水泥的上下游价格房地产和煤炭价格攀升，对水泥价格上涨形成较好的条件。而聚羧酸减水剂使用可以减少水泥用量的 15%左右，进一步降低工程成本。

图表 14: 工业萘价格走势



资料来源: 百川资讯、国都证券

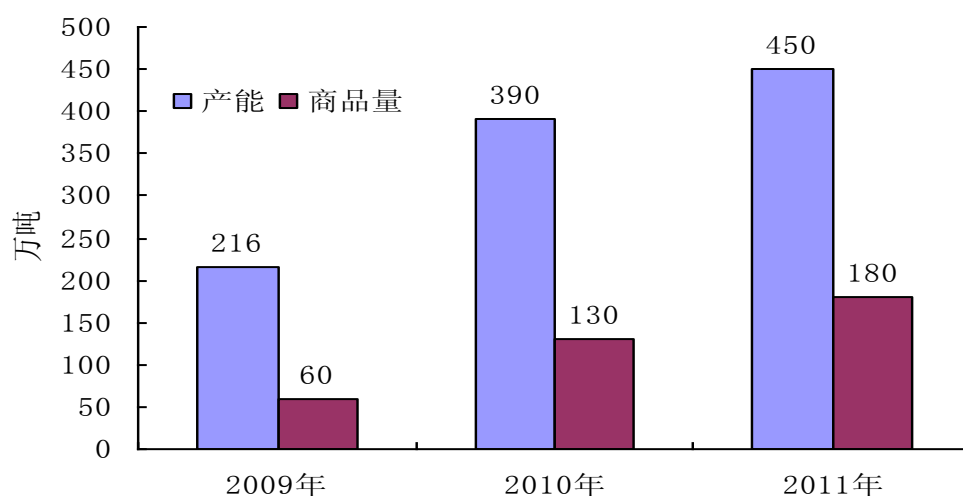
图表 15: 煤焦油价格长期看涨



资料来源: 百川资讯、国都证券

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。

图表 16: 中国环氧乙烷产能及商品量增长



资料来源: 国都证券

环氧乙烷主要用于生产乙二醇, 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 75% 左右。中

2010 年全球乙二醇产能将达到约 2540 万吨, 比 2009 年增长约 15%。新增产能主要来自于中东地区一些超级石化项目。2008 年中东地区有多套环氧乙烷/乙二醇联产装置建成投产, 使中东地区的环氧乙烷产能由 2007 年的 317.6 万吨增加到 2008 年的 607.8 万吨, 增长幅度高达 91%。并且, 中东的环氧乙烷无法出口, 只能大量生产乙二醇, 并低价进入中国市场。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。我国环氧乙烷供应紧张和价格高涨的局面将迅速消失。

图表 17: 中东地区 EO/EG2010 年产能投放

公司名称	2010 年投放产能
科威特烯烃公司	100 万吨/年
沙伯公司	160 万吨/年
拉比格石化公司	110 万吨/年
东方石化公司	140 万吨/年
沙伯公司 (朱拜耳)	120 万吨/年
Jam 石化公司 (伊朗)	140 万吨/年

资料来源: 百川资讯、国都证券

工业萘价格走高与环氧乙烷长期看跌的趋势形成鲜明的对比, 目前萘系减水剂与聚羧酸减水剂的价格差距已经在逐渐降低, 未来聚羧酸减水剂的成本优势将逐渐明朗。

2、未来高铁建设蓬勃发展

中国是世界高速铁路发展最快的国家, 目前投运里程和在建里程全球最长。截至 2010 年 11 月底已投运里程达 7531 公里, 在建里程 10000 公里以上。计划到 2012 年中国将建成 42 条高速铁路客运专线, 高铁总里程将超过 1.3 万公里; 到 2020 年将达到 1.6 万公里以上。

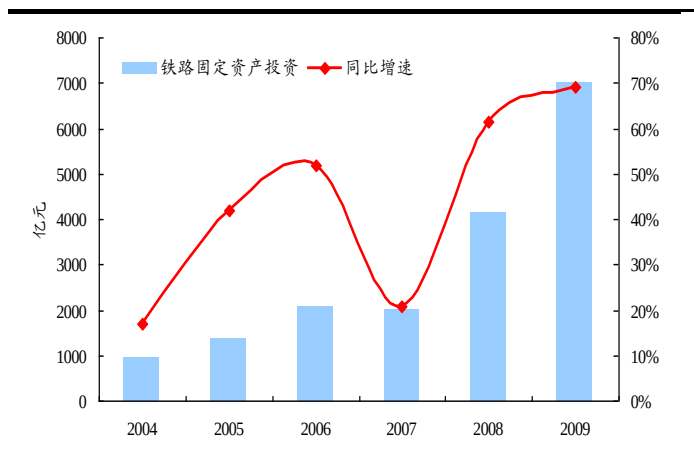
据测算, 未来三年中国将投资 9000 亿元, 建成 9200 公里高铁。

(1) 铁路的固定资产投资增速连续两年超过 60%

进入“十一五”以来, 铁路固定资产投资开始进入快速增长阶段, 08、09 年铁路固定资产投资同比增速均超过 60%。2009 年铁路固定资产投资 (含基本建设、更新改造和机车车辆购置) 达到 7013 亿元, 比上年增加 2866 亿元, 同比增长 69.1%, 是“九五”和“十五”期间总和的 80.3%, 创下历史最高水平。其中, 铁路建设投资为 6232 亿元 (占比达到 88.9%), 同比增长 73.0%。

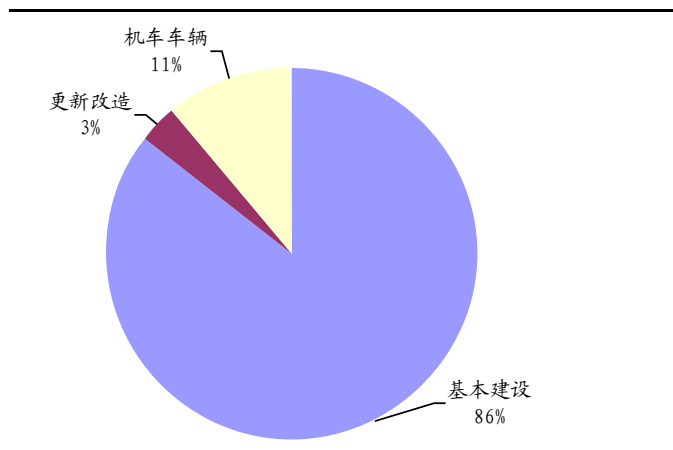
在我国, 客运专线属于高速铁路。客运专线投资是重中之重。2009 年客运专线建设完成投资 3775 亿元, 占铁路建设投资比例为 60.6%。

图表 18: 铁路投资高速增长



资料来源: 铁道统计公报、国都证券

图表 19: 铁路固定资产投资构成



资料来源: 铁道统计公报、国都证券

(2) 高铁建设超规划的可能性大

2004 年 1 月，国务院常务会议讨论通过了《中长期铁路网规划》，该规划描绘了截止 2020 年我国铁路建设的蓝图。2008 年 10 月底，经国务院批准，中长期铁路网调整规划正式颁布实施。根据新调整的方案，将 2020 年全国铁路营业里程规划目标由 10 万公里调整为 12 万公里以上，其中客运专线由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里

截至 2010 年 11 月底已投运里程达 7531 公里，在建里程 10000 公里以上。计划到 2012 年中国将建成 42 条高速铁路客运专线，高铁总里程将超过 1.3 万公里；到 2020 年将达到 1.6 万公里以上。

目前建成和在建就已经超过 1.6 万公里，我们认为后期客运专线建设必然要超过规划。

目前，铁路“十二五”规划编制已经启动，据了解目前还停留在成立课题组的阶段。各地政府修建高铁积极性很高，客运专线建设超越规划目标已经成为必然，随着十二五规划的制定，中长期铁路网规划将继续扩大客运专线建设目标。

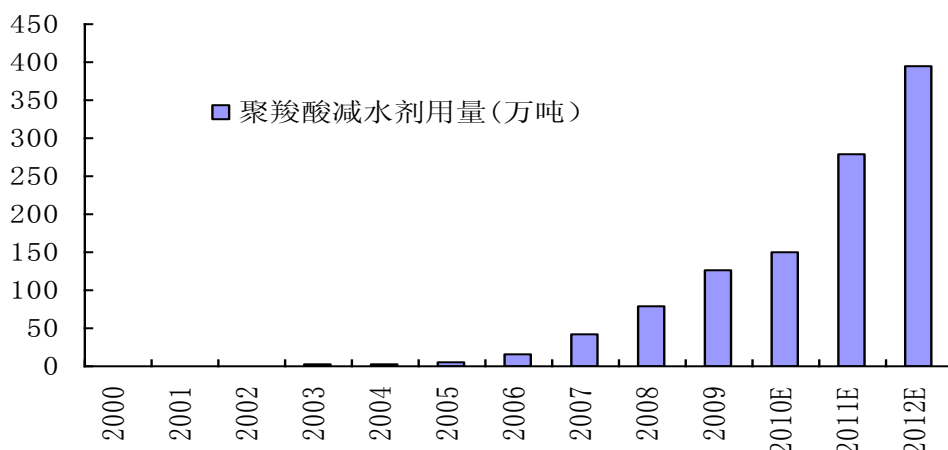
（3）未来 2 年聚羧酸减水剂需求暴涨

根据京沪高铁项目估算，每公里高铁消耗的混凝土数量在 10 万立方，按照 1.5% 掺量初步估算，1.6 万公里高铁对聚羧酸系减水剂的需求量约为 2400 万吨，聚醚单体需求量 384 万吨。

如在 2012 年完成 1.3 万公里，2011 和 2012 两年需要聚羧酸减水剂 825 万吨，是 07 年的 20 倍左右，聚醚单体需求量将达到 132 万吨。

减水剂在国内的最高使用率在 40%左右，平均使用率不到 30%，与发达国家 70%左右的使用率相比差距较大，国内的减水剂市场有着巨大的发展空间。在其他大型工程方面的应用和对于萘系减水剂的取代并没有计算在内，因此我们看好聚羧酸减水剂的未来需求。

图表 20：聚羧酸减水剂的年使用量



资料来源：国都证券

图表 21: 政策支持

时间	事件
2010 年	国务院副总理张德江表示政府已将高速铁路作为优先发展的战略性新兴产业，今后将在财政投入、建设用地、技术创新、经营环境等方面加大支持力度。
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	建设部公告批准《聚羧酸系高性能减水剂》为建筑工业行业产品标准

资料来源：国都证券

四、公司未来利润增长点与投资亮点

1、原料产地布局产能，优先控制资源

环氧乙烷（EO）是重要的有机化工原料，具有高化学活性，易燃、易爆，不易长途运输，也无法进口，所以环氧乙烷精细化工企业应当靠近生产商品环氧乙烷的企业以保障原材料的供应。

近年来公司立足吉林、扬州、南京等原材料富聚区优化生产布局，与国内各大型商品环氧乙烷供应商建立长期战略合作关系，一定程度上降低了原料的供应保障风险。公司总部和吉林两个生产基地分别地处辽宁省辽阳市和吉林省吉林市，分别紧邻辽阳石化和吉林石化两个国内主要环氧乙烷生产基地。

图表 22: 公司产能布局

地点	产能	投产时间	环氧乙烷来源（08 年商品量）
辽阳	6 万吨	2010 年初	吉林石化：6万吨；抚顺石化：3万吨；辽阳石化：4万吨（改扩建后达10-11万吨）； 辽宁盘锦新建 20 万吨 EO 装置
吉林	3 万吨	原有	
广东	5 万吨	2010 年 9 月	中石化茂名分公司 6 万吨；中海壳牌石化公司 1 万吨
扬州	3 万吨		扬子石化10.2万吨；上海石化13万吨；嘉兴三江化工 3 万吨；丰原宿州生化 2 万吨；
南京	8 万吨	2010 年 11 月	
山东	5 万吨	在建	
锦州	500 兆瓦硅片	在建	

资料来源：国都证券

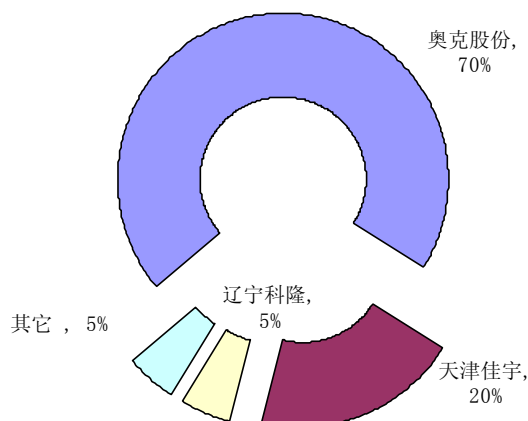
2、项目储备丰厚，保持市场份额

公司在晶硅切割液领域具有绝对的优势，市场份额在 75%左右。在聚羧酸减水剂单体行业公司进入最早，目前占据 25%的市场份额。

经过多年的快速发展，目前乙氧基化能力已经超过每年 10 万吨，预计在募集资金

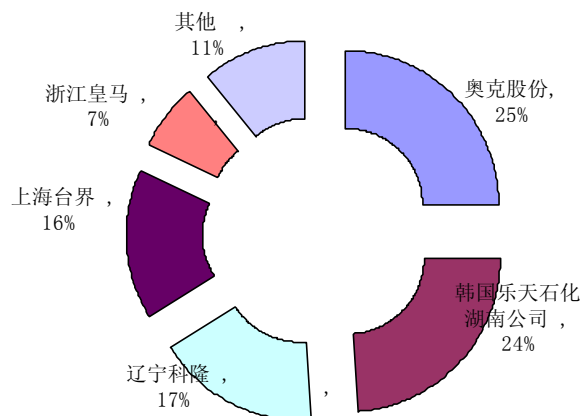
投资项目全面投产后，公司乙氧基化能力将超过 30 万吨，公司的产量、销售收入和利润逐年快速增长，主打产品的市场份额不断扩大，在国内同业中无论规模还是整体竞争优势都处于领先地位。

图表 23: 公司切割液市场份额



资料来源：国都证券

图表 24: 公司聚醚单体市场份额



资料来源：国都证券

今年年初，辽阳 3 万吨产能投产，未来有可能扩至 8 万吨，南京项目 11 月正式生产，权益产能 4 万吨，广东奥克 5 万吨今年 9 月投产，同时公司在山东滕州建设年产 5 万吨环氧乙烷衍生品精细化工产业基地。

目前公司生产线保持满负荷开工，产品供不应求，只能满足客户 60% 左右的需求，未来产能的释放成为公司的利润增长点。

公司拟在辽宁省锦州市龙栖湾新区光伏产业园投资建设“年产 500 兆瓦多晶硅片项目”，意向项目初步拟定分两期建设，一期建设 200MW，二期建设 300MW，公司将在现有经营结构的基础上，成功地延伸到下游产品市场，对于完善产业链的布局，充分整合利用有效的资源、增加收入和利润，增强协同效应。预计项目建成后可实现销售收入 38.5 亿元/年，是公司 09 年收入的 3.5 倍。

3、优质客户保证公司未来发展

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。

目前，国内最大的硅片生产企业为赛维 LDK，其国内市场占有率达到约为 30% 左右。（由赛维 LDK 披露硅片产量数据与全国硅片总产量得出）。并且赛维 LDK 已与客户签下 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。

目前公司为赛维 LDK 最重要的切割液供应商，约占其晶硅切割液新液采购的 90%。按照赛维 LDK 披露的产量数据，其在 2009 年对晶硅切割液的需求即达到约 3 万吨；按照其签订的长期供应合同数据，至 2018 年，赛维 LDK 对晶硅切割液的累计总需求量将达到 42 万吨。

由于硅片的单价成本较高，且晶硅切割液占硅片生产加工的总成本的比例较小，对于赛维 LDK 等大型晶硅切片企业，他们更为关注生产的稳定，对于切割液等价值相对较低的辅助材料的质量要求很高，注重选择优质稳定的供应商，且一旦形成长期合作关

系，就不会轻易更换供应商，即客户的粘合度很高，这为市场后进入者设置了较高的进入障碍。

4、优化产品结构，提高利润空间

2009 年公司聚醚单体的销量为 3.02 万吨，市场占有率 25%，2010 年上半年已经达到 2.3 万吨，同比增长 90%，市场占有率达到 33%。公司提高高端 APEG、TPEG 两种产品的产量，毛利率由 9% 提高到 19%。

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，并且在不断扩大两种产品的生产比例。

自 2003 年以来，公司在国内率先开发太阳能光伏电池用晶硅切割液并实现产业化，在产品质量、技术指标、市场占有率等各方面在国内居领先地位。产品核心技术达到国际领先水平。

公司产品质量优异，与普通产品相比，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大部分以公司产品为主导。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。

五、盈利预测

1. 公司未来三年产量年复合增长率超过 70%

公司作为环氧乙烷精细化工行业的龙头公司，在全国布局产能的雏形已经形成，未来两年产能将陆续投产。

我们对公司未来三年的各主要产品的产销量、价格、毛利率等条件假定如下：

图表 25：公司主要产品收入和成本预测

晶硅切割液	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量（吨）	18203	48014	52746	110000	160000	225000
单价（元/吨）	15058	15056	12017	11500	10500	10500
收入	274	723	634	1265	1680	2363
成本	225	564	407	1075	1383	1937
毛利率	17.80%	22.01%	35.78%	15.00%	17.67%	18.00%
聚醚单体						
销量（吨）	755	3,981	30,228	55,000	100,000	220,000
单价（元/吨）	15,088	13,580	10,916	13,000	13,000	13,000
收入（百万元）	11	54	330	715	1300	2860
成本	11	49	295	629	1071	2345
毛利率	6.55%	8.62%	10.47%	12.00%	17.65%	18.00%

资料来源：国都证券

图表 26：公司盈利预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,067.87	2,122.20	3,370.00	5,374.90

增长率	12.75%	124.08%	58.80%	59.49%
营业收入	1,067.87	2,122.20	3,370.00	5,374.90
二、营业总成本	872.19	1,915.75	2,969.29	4,697.83
营业成本	798.17	1,828.23	2,800.11	4,415.11
毛利率	25.26%	13.85%	16.91%	17.86%
营业税金及附加	4.37	7.43	13.48	21.50
销售费用	32.58	56.87	107.84	177.37
管理费用	18.90	31.83	55.94	89.22
财务费用	14.83	-10.61	-8.09	-5.37
资产减值损失	3.34	2.00	0.00	0.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.01)	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	195.67	206.45	400.71	677.07
加：营业外收支净额	3.98	3.00	4.00	5.00
加：营业外收入	4.23			
减：营业外支出	0.25			
五、利润总额	199.65	209.45	404.71	682.07
减：所得税	31.82	31.42	60.71	102.31
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	167.83	178.03	344.01	579.76
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	167.83	178.03	344.01	579.76
	80.36%	6.08%	93.23%	68.53%
七、每股收益：				
基本每股收益	2.15	1.10	2.12	3.58
稀释每股收益	1.04	1.10	2.12	3.58
总股本（百万股）	162.00	162.00	162.00	162.00

资料来源：国都证券

2、给予“强烈推荐-A”的投资评级

目前国内 A 股上市公司与奥克股份可比公司主要有受益高铁行业的回天胶业、时代新材、建研集团、东方雨虹以及受益光伏产业的新大新材、向日葵、天龙光电等，按 2010 年 12 月 17 日收盘价计算，可比上市公司的 2010 年、2011 年、2012 年动态市盈率中值分别为 71 倍、41 倍、30 倍。按我们预计奥克股份 2010-2012 年每股收益分别为 1.10 元、2.12 元、3.58 元计算，对应动态市盈率分别为 57 倍、30 倍、18 倍，鉴于公司属于创业板，下游行业蓬勃发展，公司产能不断扩增，估值优势显著，给予对公司“强烈推荐-A”的投资评级。

图表 27：同类可比上市公司的估值比较（以 2010 年 12 月 17 日收盘价计算）

公司名称	代码	股价 (元)	EPS				PE				PB
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
新大新材	300080	61.96	0.70	1.19	1.86	2.3	89	52	33	27	13.3

向日葵	300111	25.15	0.20	0.37	0.59	0.8	124	68	43	31	3.1
天龙光电	300029	33.99	0.34	0.51	1.07	1.59	99	67	32	21	5.8
精功科技	002006	45.74	0.16	0.38	0.85	1.12	284	120	54	41	2.3
回天胶业	300041	69.20	0.77	1.35	1.76	2.2	90	51	39	31	12.5
时代新材	600458	61.47	0.41	0.86	1.28	1.72	151	71	48	36	6.1
建研集团	002398	35.28	0.57	0.48	1.14	1.79	62	74	31	20	9.2
东方雨虹	002271	42.10	0.46	0.65	0.95	1.35	91	65	44	31	3.3
平均							124	71	41	30	
奥克股份	300082	63.21	1.04	1.1	2.12	3.58	61	57	30	18	16.2

资料来源：国都证券

六、风险提示

- 1) 全球光伏需求波动风险：全球主要光伏市场大国补贴政策的调整或将造成全球光伏需求波动，从而波及硅片需求以及硅片切割液的使用；
- 2) 切割液的回收液的使用量大于预期；
- 3) 环氧乙烷价格上涨风险：如果在建产能不能按时投产，或开工率低于预期，环氧乙烷价格存在较大的上涨风险，波及公司产品的生产成本。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com