

2011年05月13日

化工新材料Ⅱ

证券研究报告--公司调研简报

收盘价(元): 29.00

目标价(元): 36.5

奥克股份(300082)

原材料控制是核心竞争力

投资评级: A--未评级(首评)

装备制造组: 陈亮

执业证书编号: S0890510120003

电话: 021-50122150

邮箱: chenliang@cnhbstock.com

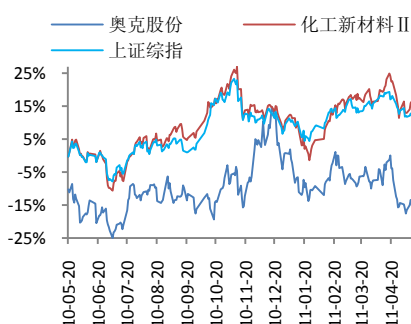
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	25920.00
流通 A 股/B 股(万股)	6480.00/0.00
资产负债率(%)	10.05
每股净资产(元)	16.86
市净率(倍)	1.72
净资产收益率(加权)	1.93
12 个月内最高/最低价	84.66/28.8

股价走势图



相关研究报告

◎投资要点:

◆**产能建设稳步进行。**辽阳项目、扬州项目和扬子奥克已投产,加之茂名项目投产,预计今年总产能可达到 30 万吨,预计产能分配为切割液产能 20 万吨,减水剂用聚醚单体产能 10 万吨左右,这两部分产能可以项目切换。滕州项目和辽阳扩建项目将于年底投产,保障了 2012 年产能的持续增长。

◆**切割液毛利率回复正常化。**2010 年毛利率大跌源于环氧乙烷的非正常涨价。我们认为 13% 已经是切割液产品的毛利率底线,而今年底切割液毛利率应可回归 15% 左右的正常水平。一季度切割液产品毛利率低至 9%,而二季度随着产品提价至 14000 元/吨左右,毛利率亦将回归正常水平。

◆**聚醚单体业务积极调整产品结构。**目前碱水剂应用中民用占 30% 以上,但其增速是高铁业务的五倍以上,因此高铁建设减速对于碱水剂应用并没有太大的冲击。预计 2011 年依然有 50% 以上的成长。公司通过调整高端产品占比,实现了产品盈利能力的提升。目前聚醚单体业务总体毛利率为 16% 左右。高端产品占比约 50%,毛利率 19% 左右。

◆**回收液的市场挤占。**目前新液在切割液中应用的比例在 40%-60% 之间,其占比底线在 30% 左右。回收液的过量会造成一定程度的良率损失。

◆**我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 39.85 亿元、55.86 亿元、76.73 亿元,净利润分别为 3.79 亿元、4.99 亿元、7.83 亿元,对应 eps 分别为 1.46 元、1.93 元、3.02 元。给予公司 2011 年 25 倍估值,则公司合理估值在 36.5 元左右。**

◎不同之处:

◆**原材料战略布局难以复制。**每吨聚乙二醇产能需要 0.8 吨环氧乙烷原材料供应,而环氧乙烷极易爆炸,运输半径不足 200 公里。公司通过在大型石化基地周边设管道直接获取原材料,和直接与石化企业建立合资公司等方式,加深与中石油、中石化的直接合作,获得了原材料获取的保障。

◆**环氧乙烷供应源的多样化和自我供应。**通过对山东滕州项目的建设,公司已经开始了与辰龙集团为代表的煤化工企业的合作,实现原材料供应源的多样化。另一方面,公司自身也已经开始了环氧乙烷的生产线建设。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1067.87	2211.28	787.31	3985.10	5585.53	7672.76
同比增速(%)	12.75	107.07	0.27	80.22	40.16	37.37
净利润(百万)	167.78	171.99	52.32	379.32	499.09	782.71
同比增速(%)	80.31	2.51	5.52	120.55	31.58	56.83
毛利率(%)	25.26	12.81	12.60	15.03	16.32	17.85
每股盈利(元)	2.07	1.06	0.20	1.46	1.93	3.02
ROE(%)	36.31	6.32	1.88	12.49	16.06	21.03
PE(倍)	0.00	0.00		19.10	14.52	9.26

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2563.37	2962.14	4069.40	4622.10
现金	1834.60	1424.35	2166.26	2695.95
应收账款	337.63	445.92	894.93	848.43
其它应收款	5.73	14.96	12.43	21.86
预付账款	142.50	160.87	313.17	332.76
存货	107.55	172.57	240.10	294.81
其他	135.37	49.47	365.45	133.36
非流动资产	445.90	8744.31	9504.91	10107.73
长期投资	34.66	34.54	34.39	34.19
固定资产	218.02	5017.88	5302.95	5471.08
无形资产	102.70	174.00	256.42	347.98
其他	90.53	848.66	841.39	801.86
资产总计	3009.28	11706.45	13574.31	14729.83
流动负债	225.22	3402.30	4177.48	4222.71
短期借款	0.00	731.31	876.69	1009.53
应付账款	84.01	137.73	172.95	227.08
其他	141.21	1894.64	2246.20	2237.64
非流动负债	62.42	1193.29	1000.84	766.07
长期借款	9.00	1082.85	882.38	638.22
其他	53.42	110.44	118.46	127.86
负债合计	287.63	4595.60	5178.32	4988.78
少数股东权益	42.69	42.69	98.14	185.11
归属母公司股东权益	2678.96	2993.48	3355.33	3950.91
负债和股东权益	3009.28	11706.45	13574.31	14729.83

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-92.22	1885.37	#DIV/0!	#DIV/0!
净利润	171.97	379.32	554.55	869.67
折旧摊销	0.00	419.91	464.69	514.17
财务费用	-8.87	9.87	69.69	95.73
投资损失	0.33	0.11	0.15	0.20
营运资金变动	-254.54	262.53	246.88	-121.64
其它	-1.11	-4.75	#DIV/0!	#DIV/0!
投资活动现金流	-190.54	-691.94	-909.04	-792.19
资本支出	182.99	315.72	436.88	269.55
长期投资	0.33	0.11	0.15	0.20
其他	-7.22	-618.79	-783.95	-848.66
筹资活动现金流	1713.79	-1213.50	#DIV/0!	#DIV/0!
短期借款	-356.53	153.98	16.19	-62.12
长期借款	-41.00	-210.33	-200.46	-244.17
其他	2111.32	-313.90	-319.18	-342.29
现金净增加额	1431.02	-20.07	741.91	529.69

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2211.28	3985.10	5585.53	7672.76
营业成本	1927.97	3385.94	4673.89	6303.02
营业税金及附加	6.00	13.29	18.88	24.11
营业费用	51.15	79.70	100.54	130.44
管理费用	41.07	71.73	100.54	138.11
财务费用	-8.87	9.87	69.69	95.73
资产减值损失	-3.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.33	-0.11	-0.15	-0.20
营业利润	196.67	424.45	621.84	981.16
营业外收入	12.72	22.93	32.13	44.14
营业外支出	0.62	1.12	1.57	2.15
利润总额	208.77	446.26	652.41	1023.15
所得税	36.79	66.94	97.86	153.47
净利润	171.97	379.32	554.55	869.67
少数股东损益	-0.01	0.00	55.45	86.97
归属母公司净利润	171.99	379.32	499.09	782.71
EBITDA	236.36	2363.06	2594.87	2775.12
EPS (元)	1.06	1.46	1.93	3.02

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	107.07%	80.22%	40.16%	37.37%
营业利润	0.54%	115.82%	46.51%	57.78%
归属母公司净利润	2.51%	120.55%	31.58%	56.83%
获利能力				
毛利率	12.81%	15.03%	16.32%	17.85%
净利率	7.78%	9.52%	9.93%	11.33%
ROE	6.32%	12.49%	16.06%	21.03%
ROIC	6.98%	16.61%	16.16%	15.02%
偿债能力				
资产负债率	9.56%	39.26%	38.15%	33.87%
净负债比率	2.17%	29.32%	24.38%	19.99%
流动比率	11.38	0.87	0.97	1.09
速动比率	10.90	0.68	0.83	0.92
营运能力				
总资产周转率	1.08	0.53	0.54	0.53
应收账款周转率	7.90	10.17	8.33	8.80
应付账款周转率	33.91	30.54	30.09	31.51
每股指标(元)				
每股收益	1.06	1.46	1.93	3.02
每股经营现金	-0.36	3.30	#DIV/0!	#DIV/0!
每股净资产	16.80	11.71	13.32	15.96
估值比率				
P/E	0.00	19.10	14.52	9.26
P/B	0.00	2.42	2.16	1.83
EV/EBITDA	-7.11	11.18	9.87	8.98

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海
陈康菲
021 -5012 2485
139 1717 5055

北京
程楠
010 -6708 5220
159 0139 1234

深圳
袁月
0755-3665 9385
158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。