



23 February 2012 | 4 pages

奥克股份(300082)

德国削减光伏补贴, 公司转往减水剂及上游

— 行业事项点评

程艳华 执业证书编号: S1230511010007
zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

投资要点:

■ 事件: 德国可能提前削减太阳能装机补贴

Handelsblatt 报道称: 德国 2011 年新增容量是 7500 兆瓦, 创纪录激增, 德国政府两个主要部门已经同意加速太阳能发电优惠削减计划, 将在 4 月前完成下一轮调整。德国环境部和经济部同时同意将下一轮入网电价补贴的削减规模扩大, 其中较小的屋顶型太阳能电站的入网电价下调将在 20% 左右, 更大的太阳能发电场入网电价下调将会至多到 30%。

■ 点评: 太阳能进入低谷期, 依赖减水剂及上游发展

——公司的主要下游之一太阳能行业 2011 年出现了调整, 如果 2012 年继续大规模削减补贴, 对于奥克股份这类辅料生产企业将进一步挤压, 目前多晶硅价格处于较低位置, 更进一步压缩成本空间较小。

——目前减水剂业务发展较好, 聚羧酸系减水剂逐渐进入普通工程, 2012 年增长点本部 3 万吨扩建项目。

——公司为应对产业的变化趋势, 主动进军上游、首次进入脂肪族聚醚领域。增加 20 万吨上游环氧乙烷产能。该部分为首次进入上游行业, 之前为与中石化等合作获取上游资源。增加 30 万吨环氧乙烷衍生物产品, 相对于当前 31 万吨产能翻倍。其中, 8 万吨脂肪醇醚和重醚为新增产品。12 万吨聚乙二醇和 10 万吨聚羧酸减水剂聚醚单体产品与现有产品结构一致。

■ 盈利预测与投资评级

公司估值在创业板位于低端, 主要担心太阳能行业疲弱及技术风险, 而当前公司进入上游领域, 下游衍生物项目也仅 1/3 与太阳能行业相关, 降低了对太阳能的依赖。调低盈利预测, 预计 2012-2013 年每股收益分别为 0.76, 0.83 元。维持增持评级。

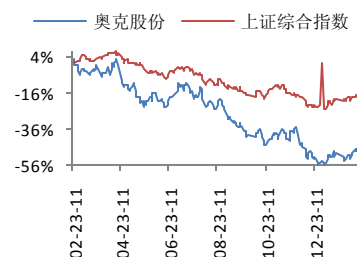
财务摘要 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	2211	2655	3265	4024
(+/-)	107%	20%	23%	23%
净利润	172	202	196	215
(+/-)	3%	18%	-3%	10%
每股收益 (元)	1.06	0.78	0.76	0.83
P/B	16.80	22.86	23.60	21.52

评级: 增持

上次评级: 买入

当前价格: ¥17.71

单季度业绩	元/股
3Q/2011	0.19
2Q/2011	0.25
1Q/2011	0.32
4Q/2010	0.31



公司简介

相关报告

- 1《环氧乙烷巨头: 进军上游、产能翻倍》2011. 11. 24
- 2《光伏行业跳水致环比业绩下降》2011. 10. 24
- 3《奥克股份半年报点评: 减水剂量价齐升、下半年乐见太阳能放量》2011. 08. 02
- 4《13 亿订单: 估值与业绩双提升》2011. 04. 13
- 5《销售收入快速增长、盈利还看环氧乙烷价格》2011. 02. 28

报告撰写人: 程艳华

数据支持人: 范飞





附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2563	2568	3052	3992	营业收入	2211	2655	3265	4024
现金	1835	1652	1757	2434	营业成本	1928	2334	2903	3575
应收账款	338	400	556	636	营业税金及附加	6	9	11	13
其它应收款	6	9	9	12	营业费用	51	75	89	105
预付账款	142	211	321	450	管理费用	41	48	59	74
存货	108	144	171	215	财务费用	-9	-45	-23	9
其他	135	152	238	245	资产减值损失	-3	0	-0	-0
非流动资产	446	541	624	690	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	35	23	31	30	投资净收益	-0	-0	-0	-0
固定资产	218	277	318	353	营业利润	197	233	226	249
无形资产	103	135	177	208	营业外收入	13	13	13	13
其他	91	106	98	99	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3009	3109	3676	4682	利润总额	209	246	238	261
流动负债	225	286	734	1611	所得税	37	43	42	46
短期借款	0	154	617	1514	净利润	172	202	196	215
应付账款	84	49	49	49	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他	141	84	68	49	归属母公司净利润	172	202	196	215
非流动负债	62	51	48	35	EBITDA	207	214	236	297
长期借款	9	12	9	-4	EPS (元)	1.06	0.78	0.76	0.83
其他	53	39	39	39	主要财务比率				
负债合计	288	337	782	1646		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	43	43	43	43	成长能力				
归属母公司股东权益	162	259	259	259	营业收入	107.1%	20.1%	23.0%	23.3%
负债和股东权益	2202	2051	2051	2051	营业利润	0.5%	18.7%	-3.3%	10.2%
	314	419	542	683	归属母公司净利润	2.5%	17.6%	-3.1%	9.7%
	2678	2729	2852	2993	获利能力				
	3009	3109	3676	4682	毛利率	12.8%	12.1%	11.1%	11.2%
现金流量表					净利率	7.8%	7.6%	6.0%	5.3%
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	6.4%	7.4%	6.9%	7.2%
经营活动现金流	-43	-84	-189	-16	ROIC	16.4%	11.9%	9.4%	10.0%
净利润	172	202	196	215	偿债能力				
折旧摊销	19	25	33	40	资产负债率	9.6%	10.8%	21.3%	35.2%
财务费用	-9	-45	-23	9	净负债比率	20.51%	54.18%	82.25%	92.75%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	11.38	8.97	4.16	2.48
营运资金变动	-238	-255	-393	-280	速动比率	10.90	8.46	3.93	2.34
其它	13	-12	-2	0	营运能力				
投资活动现金流	-255	-115	-116	-108	总资产周转率	1.08	0.87	0.96	0.96
资本支出	205	102	63	75	应收帐款周转率	8	7	7	7
长期投资	-30	-11	8	-1	应付帐款周转率	33.91	35.19	59.71	73.54
其他	-80	-25	-46	-34	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1762	17	410	802	每股收益	0.66	0.78	0.76	0.83
短期借款	-357	154	463	897	每股经营现金	-0.16	-0.33	-0.73	-0.06
长期借款	-41	3	-3	-14	每股净资产	10.33	10.53	11.00	11.55
其他	81	97	0	0	估值比率				
现金净增加额	2063	-151	0	0	P/E	16.80	22.86	23.60	21.52
	16	-86	-50	-82	P/B	1.08	1.69	1.62	1.54
	1465	-183	105	677	EV/EBITDA	14	13	12	10

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795





浙商证券研究所: <http://research.stocke.com.cn>

