

投资评级：推荐（首次）
分析师

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

顾锐 0755-83675954

Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

联系人（研究助理）：

杨晖 010-88366060-8010

Email:yang_hui@cgws.com

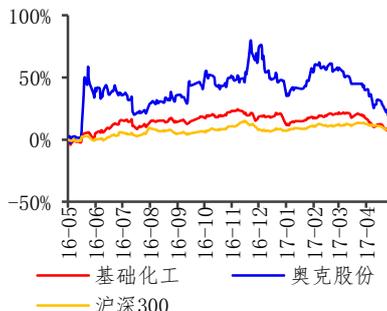
从业证书编号:S1070116100026

市场数据

目前股价	6.76
总市值（亿元）	45.56
流通市值（亿元）	45.55
总股本（万股）	67,392
流通股本（万股）	67,384
12个月最高/最低	10.45/5.47

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,434	6,249	7,186
(+/-%)	25.0%	15.0%	15.0%
净利润	214	295	348
(+/-%)	179.7%	38.0%	18.0%
摊薄 EPS	0.32	0.44	0.52
PE	21.3	15.5	13.1

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

Table 1

减水剂聚醚单体盈利有望稳步提升

——奥克股份（300082）公司深度报告

投资建议

公司深耕环氧乙烷生产及其衍生精细化产品,聚羧酸减水剂市占率达到40%,是公司的主要收入来源。目前公司共有乙氧基化能力百万吨,其中减水剂聚醚单体产能50万吨。2015年新增20万吨环氧乙烷产能和5万立方低温乙烯仓储能力,为公司原料供应提供战略保障,极大提高公司抵抗原材料价格波动的能力。2017年基建预期提升,看好基建对水泥及减水剂的需求提升,公司的聚羧酸减水剂聚醚单体盈利有望超预期。一季度煤焦油涨价触及3200元/吨,煤焦油价格上行将带动工业萘价格上涨,萘系减水剂面临成本压力,聚羧酸减水剂对萘系减水剂替代有望加速。预计公司17-19年实现营收54.34、62.49、71.86亿元,实现归母净利润2.13、2.95、3.47亿元。首次覆盖,给予推荐评级。

投资要点

- 行业低谷已过,公司轻装上阵。**2016年公司实现营收43.47亿元,同比增长47%,归母净利7634万元,大幅扭亏。减水剂毛利从2015年下半年的0.16%大幅度改善至2016年的11.45%,改善明显。公司在2016年解决了诸多历史遗留问题,对公司质地进行了优化。包括计提坏账准备共4900万元,计提固定资产减值损失6572万元,移出劣质资产,装入盈利稳定的优质资产,我们看好2017年公司轻装上阵,盈利继续提升
- 环氧乙烷将为公司原料提供战略保障:**2015年公司布局5亿立方乙烯储存能力和20万吨环氧乙烷的产能,从战略上保障生产成本的稳定。环氧乙烷在对冲原材料价格风险的同时还会为公司提供较好的现金流。我们认为,作为龙头企业,公司在保证稳定经营的前提下,将有余力进行横向扩张,优化行业的竞争态势。
- 基建预期高涨,聚羧酸减水剂聚醚单体盈利有望超预期:**聚羧酸减水剂市占率近年来快速提升,目前已经达到72.9%。17年全国基建预期高涨,3月基建投资累计完成额同比增长18.68%,中国房地产开发投资额累计同比增长9.1%。我们看好基建行情带来的水泥及减水剂需求大增,公司聚羧酸减水剂聚醚单体市场占有率达到40%,有望充分受益。
- 煤焦油再赢涨价潮,萘系减水剂面临成本上行压力。**受供给端炼焦限制和下游炭黑景气的带动,一季度煤焦油再迎涨价潮,东北地区市场价上涨触及3200元/吨,涨幅达到40%,目前价格在2900元/吨左右。煤焦油价格上涨有望带动工业萘价格上行,萘系减水剂面临成本压力,聚羧酸减水剂有望加速替代萘系减水剂。

- **风险提示：**产品价格大幅下滑的风险，固定资产投资不及预期。

目录

1. 公司概况介绍	5
2. 行业低谷已过，17 年轻装上阵	6
3. 环氧乙烷产能保障公司稳定经营	7
3.1 环氧乙烷的应用	7
3.2 国内环氧乙烷的发展	8
3.3 战略布局乙烯和环氧乙烷，有助公司稳定经营	9
4. 聚醚单体需求有望提升	11
4.1 减水剂的发展情况	11
4.2 聚羧酸减水剂应用快速扩张	12
4.3 基建提振减水剂需求	13
4.4 聚羧酸减水剂粉剂有望使公司覆盖更大市场	15
5. 煤焦油价格上涨，萘系减水剂成本上扬。	15
6. DMC 建设即将完成，切入锂电池行业	17
7. 投资建议及盈利预测	17
8. 风险提示	18
8.1 附：盈利预测表	18

图表目录

图 1: 公司业务营收占比.....	5
图 2: 公司产业链图.....	6
图 3: 2010-2016 年公司营收变化 (万元).....	6
图 4: 2010-2016 年公司净利润变化 (万元).....	6
图 5: 环氧乙烷的下游产品及应用方向.....	7
图 6: 全球环氧乙烷产能分布.....	8
图 7: 全球环氧乙烷下游消费结构.....	8
图 8: 世界主要环氧乙烷产家.....	8
图 9: 国内主要环氧乙烷厂家.....	9
图 10: 国内大宗环氧乙烷消费结构.....	9
图 11: 国内商品环氧乙烷消费结构.....	9
图 12: 环氧乙烷贸易盈利情况 (元/吨).....	10
图 13: 乙二醇、聚酯价格 (左, 元/吨) 和聚酯价差 (右, 元/吨).....	10
图 14: 乙二醇价格和环氧乙烷价格高效联动.....	11
图 15: 我国各类减水剂产量.....	12
图 16: 我国各类减水剂市占率变化.....	13
图 18: 我国历年水泥、商品混凝土和减水剂消费量.....	13
图 19: 历年水泥 (亿吨) 和商品混凝土 (亿立方) 产量及同比。 (注: 数据来自国家统计局, 与中国混凝土网数据存在出入).....	14
图 20: 水泥价格持续攀升 (元/吨).....	14
图 21: 17 年 1-2 月份固定资产投资和房地产开发同比上升.....	15
图 21: 粉体减水剂与液体减水剂的比较.....	15
图 22: 煤焦油下游消费分布.....	16
图 23: 煤焦油馏分含量.....	16
图 24: 煤焦油领先工业萘上扬.....	16
图 25: 新能源汽车产量 (万辆) 及增速.....	17
图 26: 电解液及溶剂的产量和需求量.....	17

1. 公司概况介绍

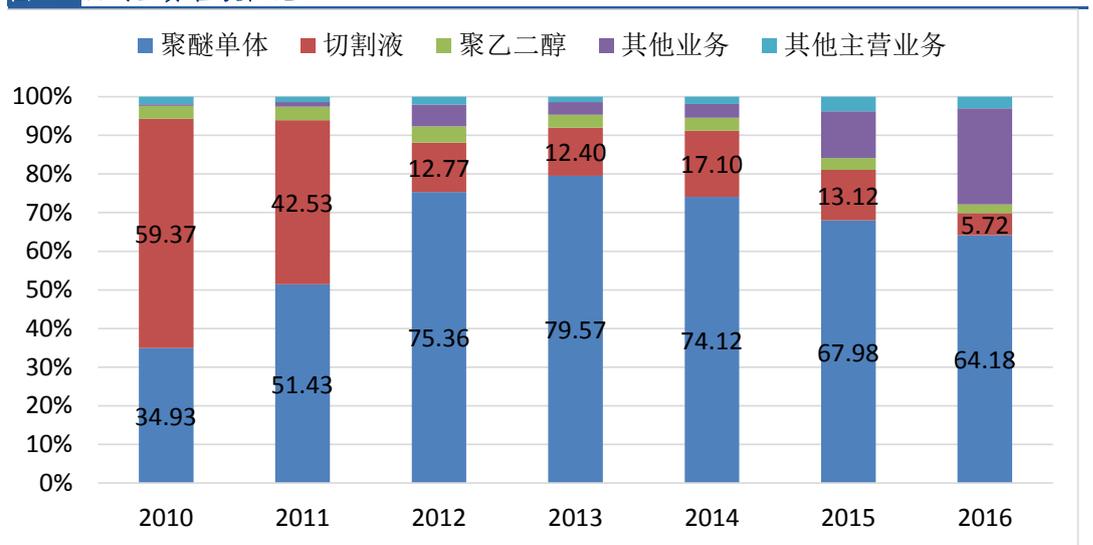
聚羧酸减水剂和晶硅切割液市场龙头。奥克股份（300082）专注于于环氧乙烷衍生精细化工新材料的开发、生产与销售，致力于发展环氧乙烷衍生精细化工新材料产业，主营产品主要有聚羧酸减水剂聚醚、晶硅切割液、聚乙二醇等。目前公司在东北、华东、华南、华中和西南五大区域布局百万吨乙氧基化产能，同时在扬州布局 20 万吨环氧乙烷产能和 5 万立方乙烯仓储能力。公司目前在我国聚羧酸减水剂聚醚市场占有 40% 左右的市场份额，在我国晶硅切割液新液产品市场占有 70% 以上的市场份额。

公司上游产业链介绍。公司环氧乙烷精深加工产业上游主要是石化乙烯，除了扬州奥克资产环氧乙烷外，其他区域原料多来自周边石化企业。下游产品中，太阳能光伏电池用晶硅切割液主要应用于光伏太阳能电池，聚醚单体主要用于生产聚羧酸减水剂从而应用于商品混凝土外加剂产业，聚乙二醇主要应用于印染、医药等企业。

主营业务由晶硅切割液变为聚醚单体。2010 年以前，在光伏行业景气上行期间，公司营收中晶体切割液占主要部分，占比超过 60%。最近几年由于 1、光伏行业景气度下行，2、晶硅切割工艺进步 3、企业控制成本加大了切割液循环利用等原因，导致需求增长缓慢。同时，减水剂聚醚单体受到固定资产投资的拉动，尤其是高铁建设对聚羧酸减水剂的需求刺激，消费量大幅度提升。目前公司主营业务已经转变为减水剂用聚醚单体为主，占比超过 70%。

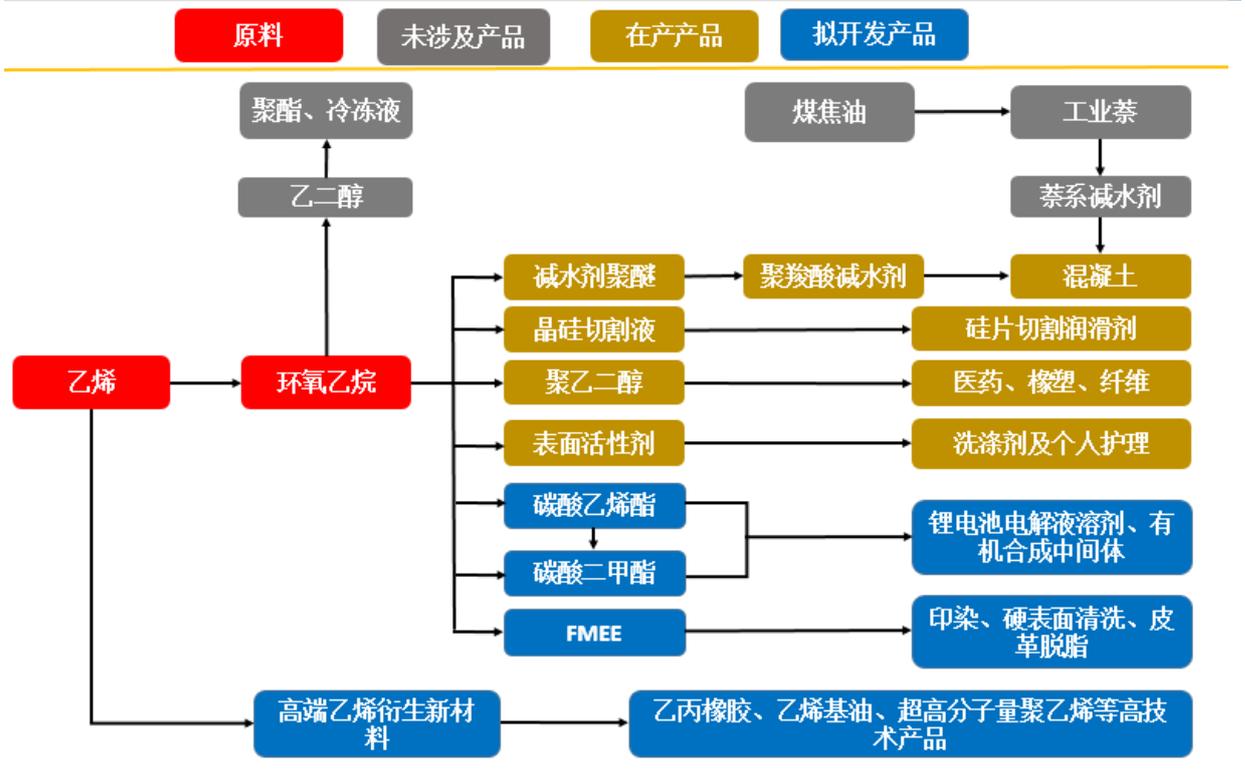
2017 年看好公司的六大理由。我们认为公司行业低谷已经过去，未来我们主要一下几个方面看好公司盈利能力的提升：1、行业低谷已过，公司在 2016 年处理了诸多历史遗留问题，2017 年公司轻装上阵。2、环氧乙烷产能为公司原材料供应提供战略保障，有利于公司稳定经营。3、2017 年固定资产投资加速，基建回暖推动减水剂用量提升。4、煤焦油价格拉升，萘系减水剂价格优势减弱，聚羧酸减水剂对萘系减水剂的替代加速。5、聚羧酸减水剂粉剂的出现，有望打破运输半径对公司市场的束缚，让公司享受更大市场规模。6、DMC 中试项目投产，公司切入锂电池电解液领域，创造新赢利点。

图 1: 公司业务营收占比



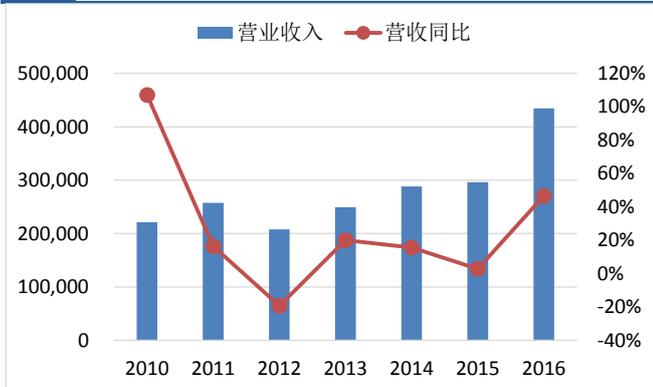
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 2: 公司产业链图



资料来源: 长城证券研究所

图 3: 2010-2016 年公司营收变化 (万元)



资料来源: 长城证券研究所, 公司资料

图 4: 2010-2016 年公司净利润变化 (万元)



资料来源: 长城证券研究所, 公司资料

2. 行业低谷已过, 17 年轻装上阵

2015 年经历低谷。2010 年至 2015 年, 公司营收保持稳定增长, 2015 年实现营收 29.6 亿元。然而净利润却从 2010 年的 1.7 亿元逐年下降, 2015 年大幅度亏损 2.1 亿元。2015 年亏损的主要原因是 1、聚羧酸减水剂聚醚单体受累于固定资产投资放缓, 盈利能力下降, 2015 年下半年减水剂聚醚单体毛利率仅有 0.16%。2、环氧乙烷低价低迷与上游乙烯高景气背离, 价差从 2014 年 10 月高点的 4100 元/吨左右下跌至 16 年初的 1320 元/吨, 公司盈利能力下降的同时还需要承受跌价损失。

2016 年行业企稳。2016 年公司实现营收 43.47 亿元,同比增长 47%,归母净利 7634 万元,大幅扭亏。2016 年环氧乙烷价格回升,与乙烯价差趋于合理,商品化环氧乙烷出售比例提升,盈利大幅增加;同时减水剂行业盈利回升明显,毛利从 2015 年下半年的 0.16% 大幅度改善至 2016 年的 11.45%,公司盈利明显好转。

2017 年轻装上阵。公司在 2016 年解决了诸多历史遗留问题,对公司质地进行了优化。包括计提了江西赛维和建大伟业的坏账准备共 4900 万元,计提子公司锦州奥克阳光新能源的固定资产减值损失 6572 万元。同时公司对移出劣质资产,包括转让吉林奥克 100% 股份。装入优质资产,包括参股辽宁会福化工有限公司 63% 股权;收购江苏阜宁利仁新能源有限公司 100% 股权,有效化解了江苏英利新能源有限公司及其关联方的应收账款坏账风险。我们看好 2017 年公司盈利继续提升。

3. 环氧乙烷产能保障公司稳定经营

公司向上游布局,2015 年建成投产 20 万吨环氧乙烷产能和 5 万立方低温乙烯仓储能力。对环氧乙烷和乙烯的布局一方面保障了华东区原料的供应,同时公司也具备了进行商品环氧乙烷和乙烯的贸易能力,是对公司的盈利模式的一次拓展。由于环氧乙烷价格波动大,在环氧乙烷低价时,公司可以享有较高的聚醚单体盈利,在环氧乙烷高价时,公司可以外售环氧乙烷赚取贸易利润。环氧乙烷产能投产缓解了原料价格波动对公司盈利的影响,有利于公司长期稳定的经营。

3.1 环氧乙烷的应用

环氧乙烷(EO)在工业上是由乙烯在催化剂作用下直接氧化制得,是乙烯下游产品中仅次于聚乙烯和聚氯乙烯的重要有机化工产品。环氧乙烷主要用于生产乙二醇(MEG)、二乙二醇(DEG)、三乙二醇(TEG)和聚乙二醇(PEG)等多元醇。环氧乙烷也可用于生产乙氧基化合物、乙醇胺、乙二醇醚以及聚醚多元醇等,在洗染、制药、纺织、造纸、石油开采与炼制等方面具有广泛的用途。

图 5: 环氧乙烷的下游产品及应用方向

主要产品	应用范围
乙二醇类	主要用于聚酯工业,或作为防冻剂、溶剂、湿润剂、软化剂等
聚乙二醇类	用途非常广泛,可作为有机合成的介质、保湿剂、粘度调节剂、润湿剂等,还可以进一步醚化、酯化生产下游产品
非离子表面活性剂类	主要作洗涤剂、匀染剂、乳化剂、消泡剂、柔软剂等
乙醇胺类	是重要的有机中间体,广泛用于表面活性剂、洗涤剂、添加剂、增塑剂、促进剂、硫化机和发泡剂
乙二醇醚类	主要用作清洗剂、溶剂、溶剂偶合剂、助溶剂等,还可作为中间体合成有关的羧酸酯、醚、聚氧乙烯醚和缩醛等

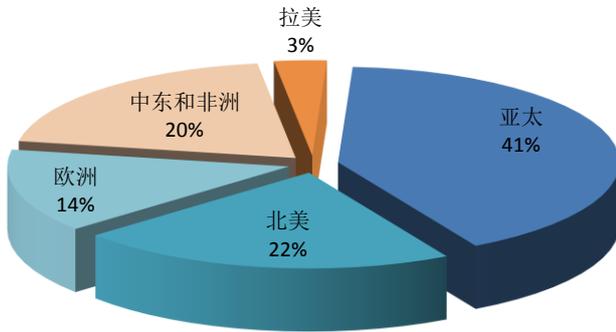
资料来源:中国知网,长城证券研究所

根据不完全统计,2014 年全球环氧乙烷产能超过 2750 万吨,生产企业主要为 SABIC,中石化、DOW、BASF、SHELL 等国际化工巨头,区域上来看,亚太占比 41%,北美占比 22%,中东和非洲占比 20%,欧洲占比 14%,拉美占比 3%。由于环氧乙烷不易运输的特点,环氧乙烷的进出口贸易极少,基本上消费量与产量一致。

消费结构上来看,全球主要的 EO 产能约 70% 都用于生产乙二醇,其中中东地区 EO 用于乙二醇的比例达到 99.12%,亚洲为 78.44%。其他 EOD 方面,非离子表面活性剂 10.5%,

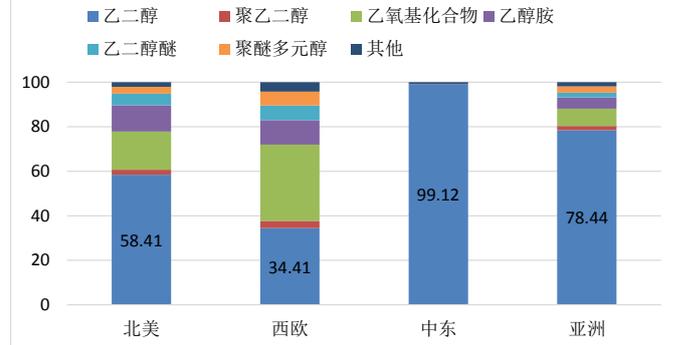
乙醇胺 6.5%，乙二醇醚 5.0%，聚醚多元醇 2.5%，牛磺酸、氯化胆碱等在内的其他产品 5.5%。

图 6: 全球环氧乙烷产能分布



资料来源: 中国知网, 长城证券整理

图 7: 全球环氧乙烷下游消费结构



资料来源: 中国知网, 长城证券整理

图 8: 世界主要环氧乙烷产家

生产厂家名称	生产能力/(万吨/年)	占总生产能力比例/%
萨比克 (SABIC)	287.6	10.5
中国石油化工集团	266	9.71
陶氏 (DOW) 化学	201.6	7.36
壳牌 (Shell)	192.4	7.02
台塑 (Formosa)	158	5.77
巴斯夫 (BASF)	123	4.49
英力士 (INEOS)	92.5	3.38
日本 MEG Conso	86.3	3.15
沙特石化	73.6	2.69
信赖 (Reliance) 工业	62.1	2.27
合计	1543.1	56.33

资料来源: 中国知网, 长城证券研究所整理

3.2 国内环氧乙烷的发展

我国环氧乙烷的工业化生产始于 20 世纪 60 年代, 当时采用的是以乙醇为原料的氯醇法工艺。70 年代后期引进美国 SD 公司和美国 UCC 公司的 2 套环氧乙烷/乙二醇(EO/EG)联产装置, 从此我国环氧乙烷逐渐改为以乙烯为原料进行生产。

环氧乙烷常压下沸点较低 (10.7℃), 易燃易爆, 不宜长途运输, 以前我国环氧乙烷生产厂家主要是环氧乙烷联产乙二醇装置, 商品环氧乙烷的产能较少。近年来一些企业纷纷扩增商品环氧乙烷生产能力, 使得其生产能力有了较大幅度增加。

截止 2015 年 10 月, 目前我国共有环氧乙烷产能 325.5 万吨, 其中仅联泓控股的 12 万吨采用 MTO 法, 吉林众鑫的 12 万吨采用酒精法, 其余产能均采用乙烯法。由于华东地区乙烯产能较多, 并且乙二醇下游聚酯产家多集中在华东地区, 我国 EO 产能主要集中在华东地区, 占比达到 58%。

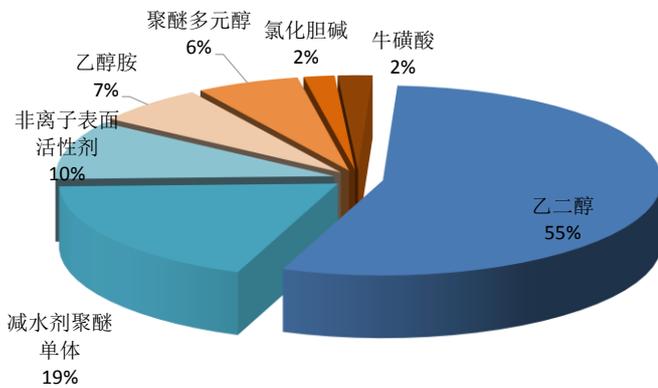
应用方面，我国大宗 EO 的 55%用于生产乙二醇，而商品 EO 方面，42%用于生产减水剂聚醚单体，22%用于生产非离子表面活性剂，其余分别用于生产乙醇胺 14%、聚醚多元醇 13%、牛磺酸 5%和氯化胆碱 4%。

图 9：国内主要环氧乙烷厂家

截止2015年10月国内主要规模以上商品EO生产企业及产能统计（万吨）							
地区	厂家	产能/万t	技术	地区	厂家	产能/万t	技术
华东地区 (189.5万)	扬子石化	18	乙烯法	华北地区 (24万)	燕山石化	3	乙烯法
	上海石化	29	乙烯法		天津石化	4	乙烯法
	三江化工	38	乙烯法		中沙石化	5	乙烯法
	三江湖石	6	乙烯法		联泓控股	12	MTO
	安徽丰原	2	乙烯法	东北地区 (64万)	吉林石化	11	乙烯法
	镇海炼化	18	乙烯法		辽阳石化	19	乙烯法
	南京德纳	16	乙烯法		抚顺石化	5	乙烯法
	宁波阿克苏	7.5	乙烯法		辽宁北化	17	乙烯法
	滕州辰龙	6	乙烯法	华南地区 (18万)	吉林众鑫	12	酒精法
	扬巴石化	10	乙烯法		茂名石化	12	乙烯法
	泰兴金燕	6	乙烯法	华中地区 (25万)	中海壳牌	6	乙烯法
	富德能源	5	乙烯法		潜江永安	4	乙烯法
	扬州奥克	20	乙烯法		武汉石化	15	乙烯法
	远东连扬州	8	乙烯法	西南地区	河南中亚	6	乙烯法
			四川石化		5	乙烯法	

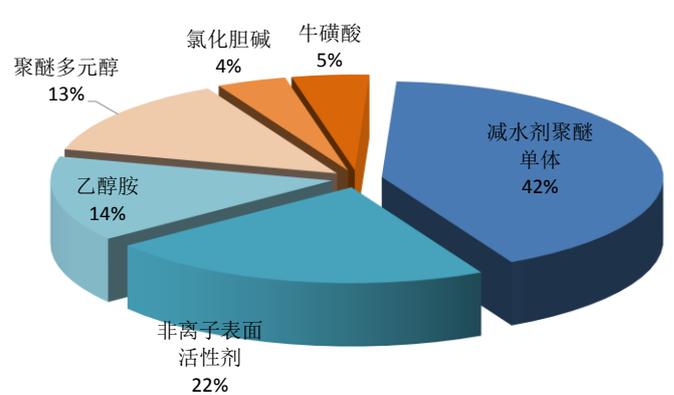
资料来源：长城证券研究所整理

图 10：国内大宗环氧乙烷消费结构



资料来源：中国知网，长城证券研究所

图 11：国内商品环氧乙烷消费结构



资料来源：中国知网，长城证券研究所

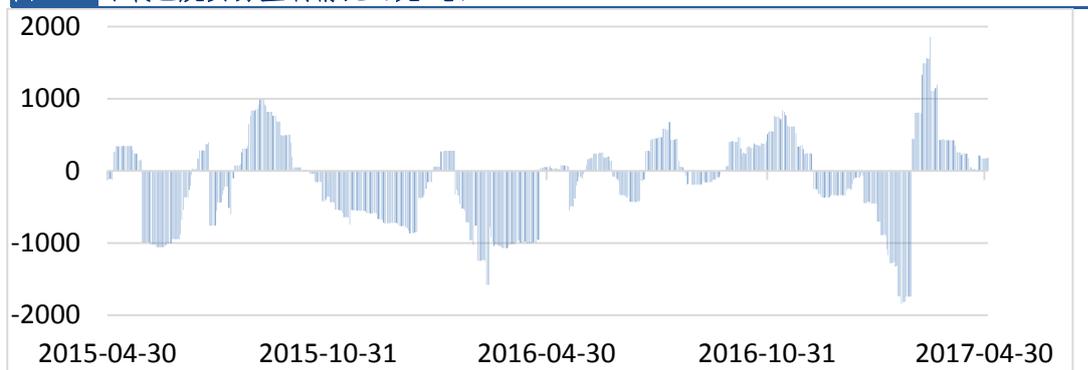
3.3 战略布局乙烯和环氧乙烷，有助公司稳定经营

由于大部分环氧乙烷都直接用于生产乙二醇，仅有不到 45%进入市场流通。而我国 93%的乙二醇都用于下游聚酯的生产。因此聚酯的景气程度和开工率直接影响到了乙二醇的消费量和价格。乙二醇消费量的提升将会压缩进入商品流通环节的环氧乙烷，使环氧乙烷供给面趋近。而由于环氧乙烷的运输难度大，进口量极少，一旦国内供给面趋近，则价格弹性很大。与环氧乙烷相比较，聚醚单体的减水剂的价格相对平稳，因此环氧乙烷

的涨跌无法迅速有效传导到下游，令厂家承受巨大压力。可以说，环氧乙烷的供给是聚酯单体企业的咽喉要道，缺少这一环节就失去了主动权。

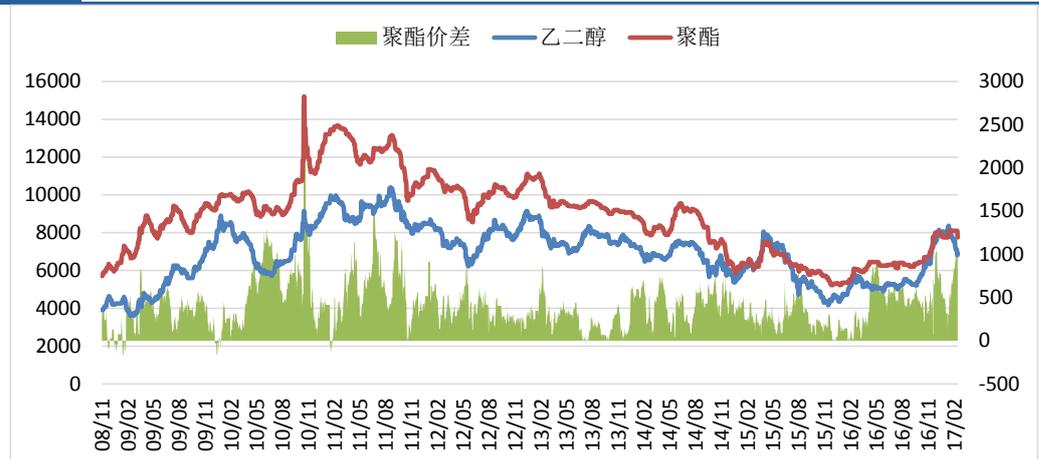
2015年公司布局5亿立方乙烯储存能力和20万吨环氧乙烷的产能，虽然还不足以覆盖公司全部的环氧乙烷需求，但是已经足以从战略上保障生产成本的稳定。环氧乙烷贸易的净利润波动较大，且持续时间较短，今年3月份最高时，环氧乙烷单吨净利润可以达到1800元，但是随后迅速下滑，目前单吨净利润仅有不足180元。在我们看来，虽然环氧乙烷目前还不足以成为公司稳定的盈利来源，但其战略意义更为重大，而且增加了一个盈利的渠道，在对冲风险的同时还会为公司提供较好的现金流。我们认为，作为龙头企业，保证公司稳定经营是首要任务，在保证稳定经营的前提下，才有余力进行横向的扩张，优化行业的竞争态势。

图 12: 环氧乙烷贸易盈利情况 (元/吨)



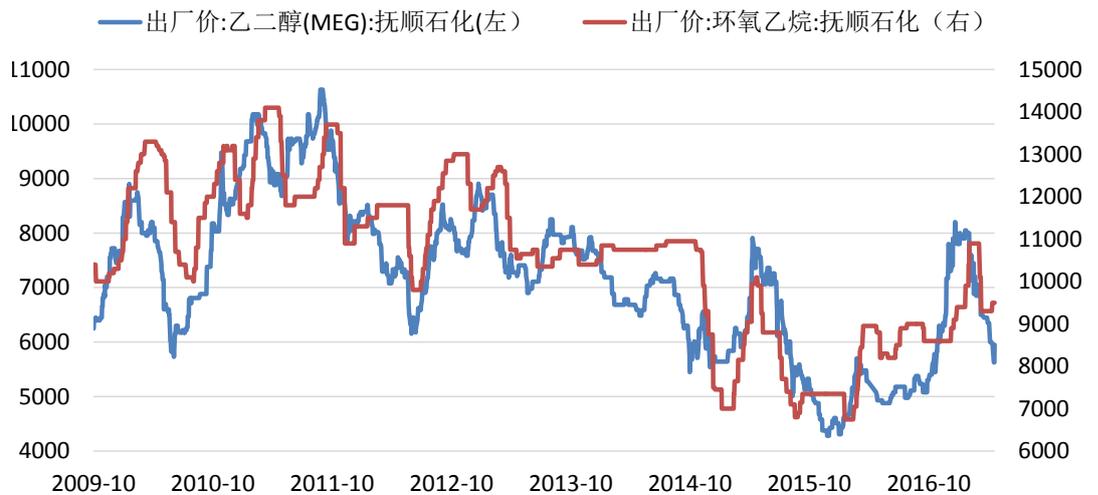
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 13: 乙二醇、聚酯价格 (左, 元/吨) 和聚酯价差 (右, 元/吨)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 14: 乙二醇价格和环氧乙烷价格高效联动



资料来源: wind, 长城证券研究所

4. 聚醚单体需求有望提升

除 2015 年新投产的环氧乙烷外, 公司目前主营产品主要包括聚醚单体和晶体切割液。受到光伏产业下行影响, 晶体切割液营收下降, 而聚醚单体受到房地产和基建带动, 用量大幅度提升, 目前已经成为了公司主要营收来源。需求层面, 2017 年国家基建热情回暖, 一路一带政策落实, 对商品混凝土的需求有望增长, 从而带动聚羧酸减水剂的用量。工艺层面, 从随着国家对环保要求提升, 第三代聚羧酸减水剂对第二代萘系减水剂的替代有望加速。

4.1 减水剂的发展情况

凝土外加剂能够改善新拌合硬化混凝土性能, 促进了混凝土新技术的发展, 有助于节约资源和环境保护, 已经逐步成为优质混凝土必不可少的材料。

20 世纪 30 年代, 国外就开始使用木质素磺酸盐减水剂。60 年代初日本和西德先后研制成萘系和三聚氰胺系高效减水剂后, 混凝土外加剂进入了迅速发展和广泛应用时代。目前国际上研究比较多的是第三代聚羧酸减水剂。我国从 20 世纪 50 年代开始对木质素磺酸盐减水剂进行研究和应用, 并在 2000 年前后逐渐开始对高性能减水剂进行研究。我国减水剂行业虽起步较晚, 但是在基建飞速发展的带动下, 混凝土减水剂行业在我国得到了飞快的发展, 目前不管是研发水平, 还是减水剂产量, 我国都位居世界前列。

第一代: 普通减水剂。普通减水剂包括木质素磺酸盐类减水剂、糖蜜类减水剂、胡敏酸盐减水剂等, 以木质素磺酸盐减水剂为经典代表。木质素磺酸盐减水剂具有中等减水率, 8%~10%, 可满足早期混凝土许多方面的性能要求。但是, 随着对减水要求的提高, 木质素磺酸盐开始显示出本身的不足, 如在低水灰比拌合物中, 在达到所需工作性掺量下, 木质素磺酸盐能造成严重的缓凝; 由于木质素磺酸盐的表面活性, 它常引入大量空气; 由于木材的不同种类, 加工工艺以及为了降低糖含量的后发酵工艺, 使木质素磺酸盐的性能和有害作用常常难以预测。

第二代：高效减水剂。高效减水剂包括萘系减水剂、脂肪族减水剂、萘系减水剂、洗油系减水剂、氨基磺酸盐减水剂、密胺系减水剂等，以萘系减水剂为典型代表。萘系高效减水剂使用历史较长，其合成工艺技术和应用技术成熟稳定；工程应用的适应性强、配伍性好，特别是对砂石质量较差的混凝土，萘系高效减水剂有着不可替代的作用。但是萘系减水剂从减水效率、保坍性、抗冻性、抗渗性等方面均较聚羧酸减水剂有差距，而且生产和使用过程都对环境有一定的污染，近年来国内市场占有率快速下降。依赖其成本优势，目前在国内仍占有一定市场。

第三代：高性能减水剂。高性能减水剂以聚羧酸减水剂为代表，通过在分子侧链上引入强极性基团如：羧基、磺酸基、聚氧化乙烯基等，使分子具有梳型结构。通过极性与非极性比例调节引气性，通过调节聚合物分子量增大减水性、质量稳定性，通过调节侧链分子量，增加立体位阻作用而提高分散保持性能。性能方面，除了高达 45% 以上的减水率以外，聚羧酸减水剂还有更好的保塑性、抗渗性、抗冻性和抗缩性等。聚羧酸系减水剂随着研发水平的提高、工艺的推广和成本的降低，性价比优势逐步显现，应用领域正逐步从高铁、大坝和核电站向民用领域推广。

4.2 聚羧酸减水剂应用快速扩张

我国从 2000 年开始对聚羧酸减水剂的研究和应用，近年来得益于高铁事业的发展，聚羧酸减水剂应用得到飞速推广。随着高性能和低成本化的并行发展，目前聚羧酸减水剂逐渐从高铁、大坝、核电站等领域向民用领域推广。2011 年聚羧酸减水剂产量仅为 239.11 万吨，到了 2015 年就达到了 621.95 万吨（按 20% 浓度计算）。与之相对的是萘系减水剂的境遇，尽管因为价格低廉而一直在民用市场保有市占率，但是萘系减水剂近年受到的环保压力大增。2015 年萘系减水剂产量仅有 180.62 万吨，相比 2013 年的 357.59 万吨减少了接近一半。此消彼长之下，聚羧酸减水剂市占率从 2007 年的 14.6% 快速上升至 2015 年 72.9%，而高效减水剂（以萘系减水剂为主）的市占率从 2007 年的 79.3% 下降至 2015 年的 26.4%。

我们认为聚羧酸减水剂 72.9% 的市占率距离欧美日本的 90% 以上还有较大差距。但是随着环保趋严，以及政府基建投资加速，市场份额还有进一步上升的空间。

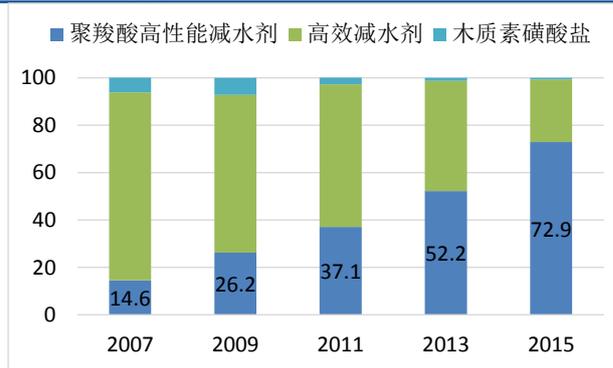
图 15: 我国各类减水剂产量

项目	各类减水剂产量						
	合成减水剂（万吨）						
	高性能减水剂	高效减水剂					普通减水剂
	聚羧酸系	萘系	萘系	氨基磺酸盐	脂肪族	密胺系	木质素磺酸盐
2015	621.95	180.62	0.63	5.09	35.21	2.72	5.54
2013	497.81	357.59	2.30	15.07	68.17	0.80	12.50
2011	239.11	302.61	0.50	22.44	62.19	0.50	18.01

注：高性能减水剂按照20%浓度计算。

资料来源：中国知网，长城证券研究所

图 16: 我国各类减水剂市占率变化



资料来源: 中国知网, 长城证券研究所

4.3 基建提振减水剂需求

2000 年以来, 我国聚羧酸减水剂的大规模推广主要得益于国家快速发展的基建项目, 尤其是以高铁作为代表, 拉动了聚羧酸减水剂的快速发展。目前聚羧酸型减水剂也迅速地扩展到了民用建筑上包括城市建筑、住宅建筑等。减水剂的需求与商品混凝土的消费直接相关, 每立方商品混凝土需要加入减水剂 3 至 4 千克。2015 年我国的预拌商品混凝土消费量在 26.5 亿立方, 消费减水剂量 863 万吨, 平均每立方混凝土消耗减水剂 3.26 千克。

图 17: 我国历年水泥、商品混凝土和减水剂消费量

年份	水泥产量(亿吨)	预拌商品混凝土 (亿立方米)	减水剂表观消费 (万吨)	每方混凝土用减水剂用 量(千克/立方)
2006	12.04	4.83	179	3.71
2007	13.54	6.09	228	3.74
2008	13.88	7.09	261	3.68
2009	16.29	8.21	339	4.13
2010	18.68	12.07	425	3.52
2011	20.63	15.47	511	3.30
2012	22.22	18.50	603	3.26
2013	24.04	21.96	700	3.19
2014	24.76	23.70	795	3.35
2015	24.50	26.50	863	3.26

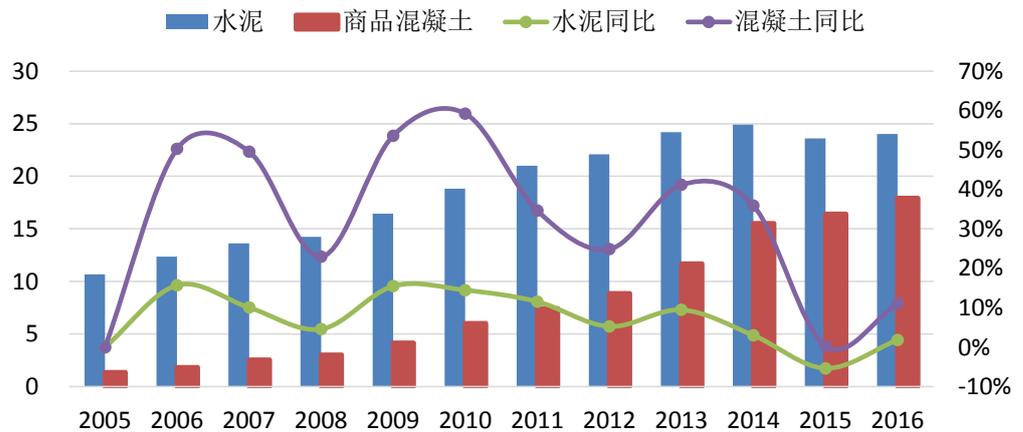
数据来源: 中国混凝土网, 长城证券研究所整理

2015 年, 中国基建固定资产投资增速为 17.29%, 相比 2014 年的 20.29% 和 2013 年的 21.21% 均有所下滑, 而房地产开发投资完成额同比增长仅有 1%, 相比 2014 年的 10.50% 和 2013 年的 19.80% 大幅下跌, 受此影响, 中国水泥产量下降 5.33%, 为近 10 年来首次下跌, 而商品混凝土产量同比仅增长 5.59%, 而 2014 年为同比增长 32.88%。需求弱勢叠加价格受原油暴跌影响的快速下行, 2015 年成为减水剂行业的洗牌之年, 大量厂家亏损, 过剩和落后产能被淘汰。

2016 年的水泥产量 24.03 亿吨, 同比增长 1.86% 止跌回升, 商品混凝土产量 17.92 亿立方, 同比增长 9.2%。需求端复苏, 而减水剂价格, 2016 年减水剂市场企稳回暖。

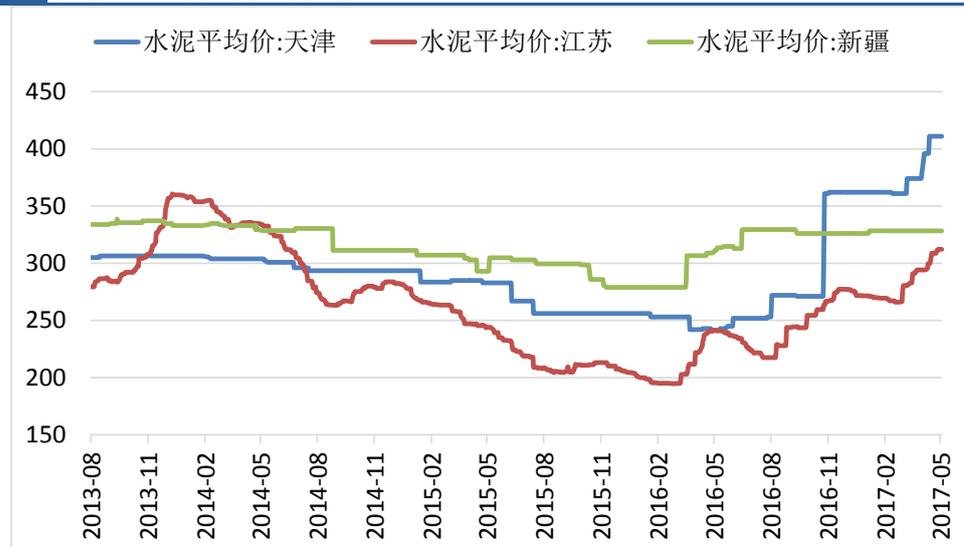
尽管 2017 年 2 月全国水泥产量同比下降 0.3%，我们认为这主要是前段时间国家对水泥产能督查限产所致。对于 2017 年的判断，我们保持乐观态度，这一点从年后持续攀升的水泥价格可以得到印证。2017 年随着一路一带政策落地，政府固定资产投资加码，预计全年固定资产投资增速在 9% 左右。数据数据方面，2017 年 3 月基建投资额同比增长 18.68%，较 2016 年全年的 15.7% 提升 2.97 个百分点；中国房地产开发投资额累计同比增长 9.1%，较 2016 年全年的 6.9% 提升 2.2 个百分点。房地产和基建投资作为水泥和商品混凝土的先行指标，在 2017 年率先抬头，将会有助于水泥和商品混凝土产量提升，并拉动减水剂的消费。奥克股份作为国内减水剂聚醚单体的主要提供商，有望充分受益。

图 18: 历年水泥（亿吨）和商品混凝土（亿立方）产量及同比。（注：数据来自国家统计局，与中国混凝土网数据存在出入）



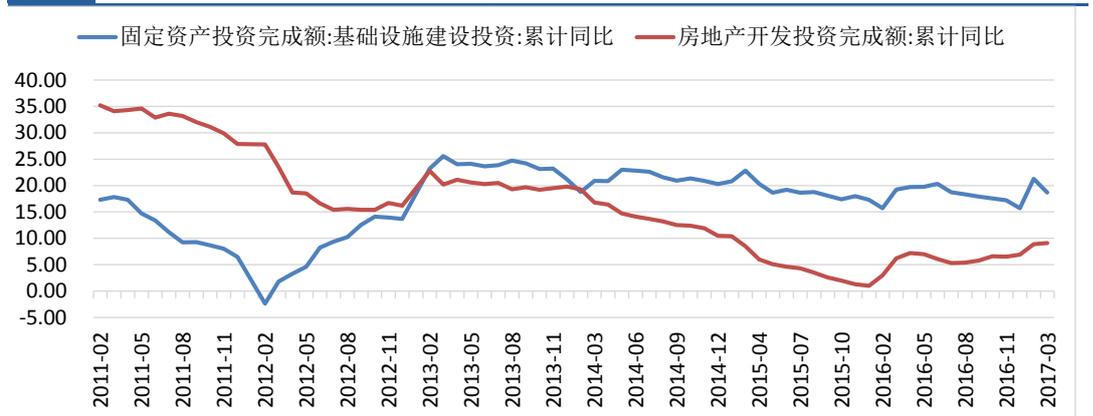
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 19: 水泥价格持续攀升（元/吨）



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 20: 17 年 1-2 月份固定资产投资和房地产开发同比上升



资料来源: wind, 长城证券研究所

4.4 聚羧酸减水剂粉剂有望使公司覆盖更大市场

目前市面上减水剂多以水剂形式出售, 其中含固量仅 20%-30%, 因此运输不便, 辐射半径小。公司近期完成了本体聚合的方法进行固体聚羧酸减水剂的合成实验, 并进行了 50L 的中试放大实验。

相比液体减水剂, 粉体减水剂不仅具有存储稳定性好, 在运输过程中高温条件下不容易变质的优点, 还具备高减水率、高保坍性等优异的技术性能, 而且包装费用少、运输成本低、可自动化精确计量, 能够便捷出口并广泛应用于海外的港口、铁路、水利等基建项目。

粉剂聚羧酸的出现有望使得中国减水剂不仅可以满足国内 100 万吨左右的需求, 还能辐射到全球近 300 万吨的市场空间, 并可能充分受益于一带一路政策, 走向中亚。

图 21: 粉体减水剂与液体减水剂的比较

	包装成本	运输成本	精确计量	是否便于出口	市场区域
粉体减水剂 (固体含量95%以上)	低	低	容易	是	海外
液体减水剂 (固体含量20%)	高	高	较难	否	国内

资料来源: wind, 长城证券研究所

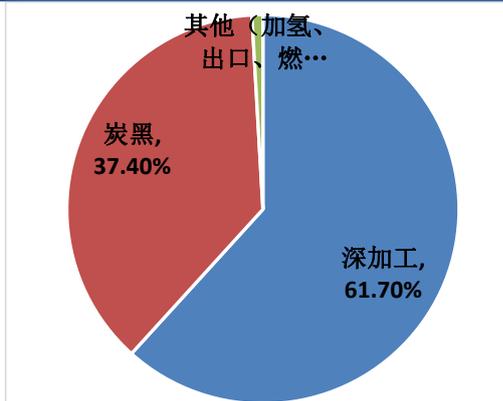
5. 煤焦油价格上涨, 萘系减水剂成本上扬。

作为第二代减水剂, 萘系减水剂虽然在环保上和性能上不如第三代的聚羧酸减水剂, 但是因为其工艺稳定和价格低廉, 一直在国内占有一席之地。萘系减水剂的产量一直到 2016

年才开始下降。但是目前，除了要面临环保和技术升级的压力以外，萘系减水剂还将因成本上涨而丧失价格优势。

萘系减水剂的原料工业萘，来自于煤焦油深加工。煤焦油是炼焦的副产物，下游主要分为炭黑和深加工两大块，其中深加工下游需求是以煤沥青、蒽油、萘类馏分、洗油馏分为主。其中蒽油是重要的炭黑原料，洗油用于生产各类复杂的中间体，煤沥青用于铝用碳素和炼钢石墨电极等方面，萘类化合物用于生产减水剂、染料中间体、医药中间体等。主要下游还是以炭黑为主。

图 22: 煤焦油下游消费分布



资料来源: 中国知网, 长城证券整理

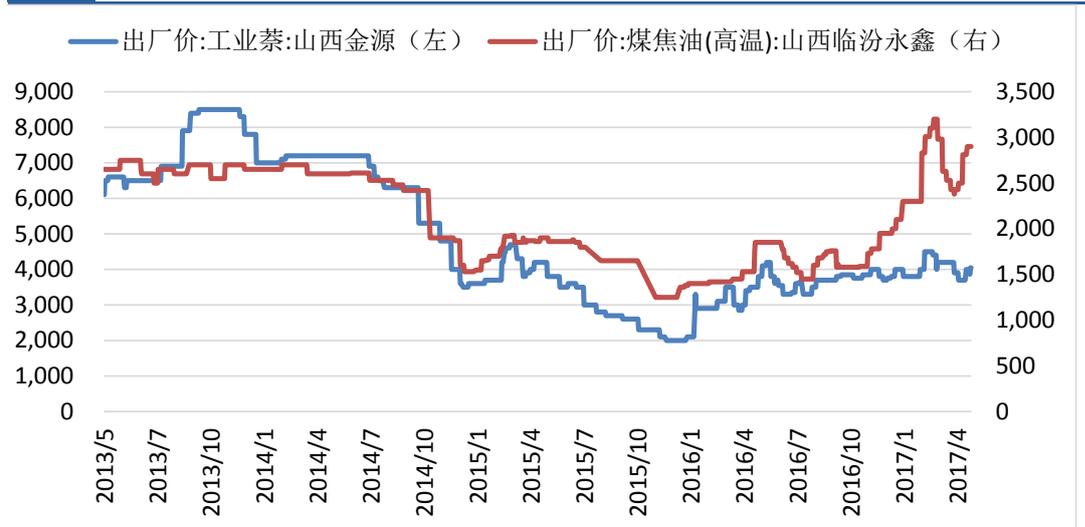
图 23: 煤焦油馏分含量

馏分名称	沸点范围 (°C)	平均含量 (质量%)
轻油	~170	0.5
酚油	170~210	1.5
奶油	210~230	9.0
洗油	230~300	9.0
蒽油	300~360	23.0
沥青质	>360	57.0

资料来源: 中国知网, 长城证券整理

下游炭黑方面，今年以来，炭黑供需改善，价格上涨。而上游炼焦受到环保限制，产能收缩，煤焦油供给减少。两头夹击之下，煤焦油在一季度上涨触及 3200 元/吨，较年初的 2300 上涨达到 40%，虽然在 4 月有所回落，但是目前依然报价在 2900 元/吨，较年初上涨 26%。后期工业萘价格有望跟涨煤焦油，从而抬高萘系减水剂成本。萘系减水剂相比聚羧酸减水剂的价格优势减弱，将加速减水剂产品的更新换代。

图 24: 煤焦油领先工业萘上扬

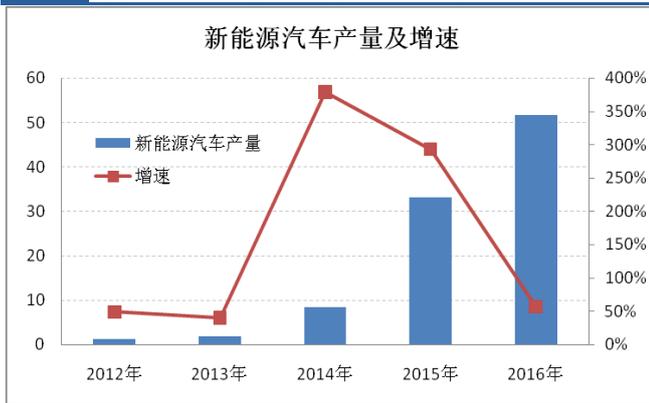


资料来源: wind, 长城证券研究所

6. DMC 建设即将完成，切入锂电池行业

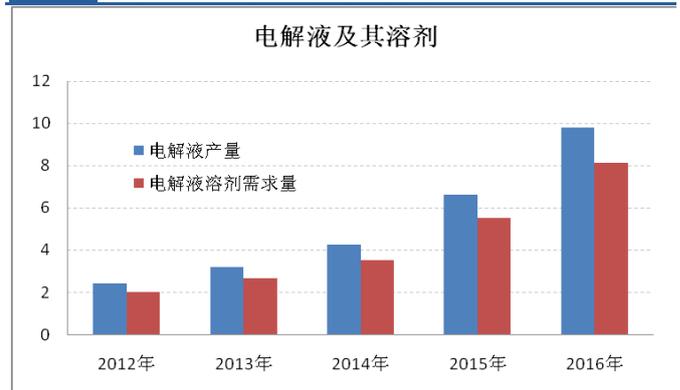
公司 2 万吨/年 DMC 项目已经完成审批和工艺包开发，进入建设施工阶段，预计上半年能够建设完成。通过 DMC 项目，公司成功切入锂电池行业，同时公司还收购了 63% 会福化工股权，给 DMC 产品铺设渠道。2016 年，我国锂电池产量达到 78.4 亿只，同比增长 36%，下游 3C 电子产品、新能源汽车、储能市场依旧保持增长趋势，其中国内新能源汽车产量超过 50 万辆，同比增长 50%。2016 年，国内电解液产量达到 9.8 万吨，相应电解液溶剂需求量达到 8.1 万吨，同比增长 48%。公司在 DMC 投产后有望在锂电新能源行业获得一席之地。

图 25: 新能源汽车产量（万辆）及增速



资料来源: 中国知网, 长城证券整理

图 26: 电解液及溶剂的产量和需求量



资料来源: 中国知网, 长城证券整理

7. 投资建议及盈利预测

公司深耕环氧乙烷生产及其衍生精细化产品,聚羧酸减水剂市占率达到 40%，是公司的主要收入来源。目前公司共有乙氧基化能力百万吨，其中减水剂聚醚单体产能 50 万吨。2015 年新增 20 万吨环氧乙烷产能和 5 万立方低温乙烯仓储能力，为公司原料供应提供战略保障，极大提高公司抵抗原材料价格波动的能力。2017 年基建预期提升，看好基建对水泥及减水剂的需求提升，公司的聚羧酸减水剂聚醚单体盈利有望超预期。一季度煤焦油涨价触及 3200 元/吨，煤焦油价格上行将带动工业萘价格上涨，萘系减水剂面临成本上行压力，聚羧酸减水剂对萘系减水剂替代有望加速。预计公司 17-19 年实现营收 54.34、62.49、71.86 亿元，实现归母净利润 2.13、2.95、3.47 亿元。首次覆盖，给与推荐评级。

8. 风险提示

产品价格大幅下滑的风险，固定资产投资不及预期。

8.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,965.32	4,347.12	5,433.90	6,248.99	7,186.33	成长性					
营业成本	2,826.61	3,928.91	4,781.83	5,530.35	6,359.91	营业收入增长	2.9%	46.6%	25.0%	15.0%	15.0%
销售费用	86.65	90.01	114.11	143.73	165.29	营业成本增长	9.6%	39.0%	21.7%	15.7%	15.0%
管理费用	118.97	98.88	124.98	149.98	172.47	营业利润增长	-308.2%	-93.1%	-2018.3%	5.4%	19.7%
财务费用	98.59	105.33	73.60	88.90	87.22	利润总额增长	-283.4%	-111.6%	1246.6%	5.5%	18.0%
投资净收益	1.94	21.14	-22.00	0.00	0.00	净利润增长	-328.8%	-136.3%	179.7%	38.0%	18.0%
营业利润	-227.52	-15.67	300.53	316.66	379.18	盈利能力					
营业外收支	17.49	40.06	28.00	30.00	30.00	毛利率	4.7%	9.6%	12.0%	11.5%	11.5%
利润总额	-210.03	24.40	328.53	346.66	409.18	销售净利率	-7.1%	1.8%	3.9%	4.7%	4.8%
所得税	20.62	-19.04	114.99	52.00	61.38	ROE	-7.4%	2.7%	7.0%	8.9%	9.7%
少数股东损益	-20.48	-32.90	0.00	0.00	0.00	ROIC	-4.5%	4.0%	5.1%	6.2%	6.8%
净利润	-210.17	76.34	213.54	294.66	347.80	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	2.9%	2.1%	2.1%	2.3%	2.3%
流动资产	2,087.23	2,612.72	4,208.72	4,359.21	4,869.33	管理费用/营业收入	4.0%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%
货币资金	431.16	759.72	1,630.17	1,374.78	1,437.27	财务费用/营业收入	3.3%	2.4%	1.4%	1.4%	1.2%
应收账款	607.88	595.57	1,207.29	1,388.39	1,596.65	投资收益/营业利润	-0.9%	-134.9%	-7.3%	0.0%	0.0%
应收票据	442.44	777.22	418.41	481.17	553.35	所得税/利润总额	-9.8%	-78.0%	35.0%	15.0%	15.0%
存货	327.45	293.32	587.46	679.44	781.35	应收账款周转率	4.93	7.22	6.03	4.81	4.81
非流动资产	2,897.97	2,709.41	2,827.80	2,966.21	3,133.21	存货周转率	9.98	12.66	10.86	8.73	8.71
固定资产	2,090.33	1,926.16	2,076.86	2,218.12	2,387.94	流动资产周转率	1.35	1.85	1.59	1.46	1.56
资产总计	4,985.20	5,322.13	7,036.52	7,325.42	8,002.54	总资产周转率	0.58	0.84	0.88	0.87	0.94
流动负债	1,432.06	1,864.15	3,141.56	3,179.99	3,561.48	偿债能力					
短期借款	594.26	808.23	1,561.97	1,353.23	1,460.71	资产负债率	43.1%	46.2%	56.2%	54.6%	54.7%
应付款项	689.09	824.56	1,316.83	1,522.99	1,751.44	流动比率	1.46	1.40	1.34	1.37	1.37
非流动负债	719.03	596.03	816.03	816.03	816.03	速动比率	1.23	1.24	1.15	1.16	1.15
长期借款	631.50	500.00	720.00	720.00	720.00	每股指标 (元)					
负债合计	2,151.09	2,460.18	3,957.59	3,996.02	4,377.51	EPS	(0.31)	0.11	0.32	0.44	0.52
股东权益	2,834.11	2,861.95	3,043.46	3,293.93	3,589.56	每股净资产	4.21	4.25	4.52	4.89	5.33
股本	673.92	673.92	673.92	673.92	673.92	每股经营现金流	0.00	0.32	0.44	0.59	0.67
留存收益	1,941.93	1,991.85	2,173.36	2,423.83	2,719.46	每股经营现金/EPS	(0.01)	2.83	1.39	1.35	1.30
少数股东权益	218.26	196.18	196.18	196.18	196.18	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	4,985.20	5,322.13	7,001.05	7,289.95	7,967.07	PE	(21.68)	59.68	21.33	15.46	13.10
现金流量表						PEG		0.62	0.77	0.86	-
经营活动现金流	1.20	216.32	296.05	398.89	453.72	PB	1.61	1.59	1.50	1.38	1.27
其中营运资本减少	864.48	71.60	-172.44	-158.71	-173.62	EV/EBITDA	167.47	20.96	12.82	11.44	10.23
投资活动现金流	-240.45	-78.18	-293.70	-312.45	-359.32	EV/SALES	1.95	1.35	1.26	1.06	0.94
其中资本支出	-163.32	-75.26	-271.70	-312.45	-359.32	EV/IC	1.42	1.41	1.28	1.24	1.17
融资活动现金流	15.53	6.33	868.10	-341.83	-31.91	ROIC/WACC	(0.65)	0.58	0.74	0.89	0.98
净现金总变化	-223.72	144.48	870.45	-255.39	62.49	REP	(2.06)	2.32	1.62	1.28	1.10

研究员介绍及承诺

Table 2

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

顾锐: 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所, 任化工行业分析师。

杨晖: 清华大学化学学士, 日本京都大学经营管理硕士, 4 年化工行业经验, 2016 年加入长城证券

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>