

评级：强烈推荐（维持）

农用化工

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 张伟保 S1080110100004

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

奥克股份(300082)

——聚醚单体稳步增长，未来看好环氧乙烷项目

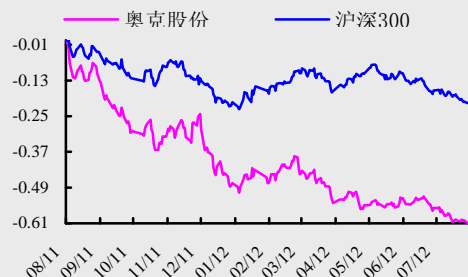
交易数据

上一日交易日股价（元）	11.11
总市值（百万元）	2,880
流通股本（百万股）	106
流通股比率（%）	40.97

资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	2,766
每股净资产（元）	10.67
市净率（倍）	1.04
资产负债率（%）	19.36

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

- 奥克股份—《箭在弦上，一触即“发”》—深度报告—20101206
- 奥克股份—《完善上下游产业链，未来想象空间巨大》—20110125
- 奥克股份—《走在高速成长的大道上》—20110228
- 奥克股份—《产品价格上调，一季度值得期待》—20110321
- 奥克股份—《13 亿订单超市场预期 的开端》—20110418

事件：公司发布半年报，半年报中显示公司上半年实现营业收入 103,557.54 万元，同比下降了 32.53%；实现利润总额 7,624.63 万元，同比下降了 48.36%；实现归属于母公司净利润 6,114.72 万元，同比下降了 47.54%；按照最新股本计算，上半年公司实现 EPS0.24 元。

点评：

聚醚单体稳步增长，但切割液销售大幅下滑拖累业绩增长。公司上半年主营业务收入较去年同期降低了 59,557.85 万元，同比下降 38.27%，其主要原因是切割液受国际光伏行业的影响，销售收入较去年同期下降了 77.02%，尽管公司切割液产品的毛利率较上年同期有所增长 5.91%，但仍然拖累了公司的业绩增长。当公司另一主要产品聚醚单体产品销量较去年同期增加 8,002.97 吨，增幅达 15.71%，由于销售价格较去年有所下降，销售收入较去年同期也略有增加，同比增长 0.7%。

公司产品的销量和净利润连续两个季度环比呈增长态势，公司盈利逐步走出低谷。在最近的两个季度里，公司产品的销量和净利润环比呈现增长的态势，各项业务经营情况稳步回升，一季度和二季度的产品总销量分别为 3.70 万吨、4.68 万吨，环比分别增长 20%、26%；净利润分别为 2,120 万元、3,995 万元，环比分别增长 371%、88%，公司调整产品结构后，盈利能力逐步走出低谷。

投资环氧乙烷，完善上游产业链，缓解原料供应及价格波动风险。公司作为国内最大的环氧乙烷衍生精细化工新材料的龙头企业，主营产品的盈利能力一直受制于原材料供应及价格波动影响，毛利率偏低且波动较大。为解决原材料供应及波动风险，并进一步完善上游产业链，公司于 2011 年投资建设了年产 20 万吨环氧乙烷项目，该项目预计于 2014 年投产，届时不但大幅降低公司原料成本，而且还将加大各产品之间的协同效应，公司各产品的盈利能力都将得以大幅提升，实现综合效益的最大化。

给与“强烈推荐”评级。考虑到公司 20 万吨环氧乙烷项目及配套的 30 万吨低碳环氧衍生精细化工新材料项目于 2014 年投产，我们调高 2014 年盈利预测，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.56 元、0.71 元和 1.02 元，公司目前股价为 11.11 元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍和 11 倍，给与“强烈推荐”评级。

风险提示：募投项目进展低于预期、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。



表 1：奥克股份主要财务指标预测

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	221,128	257,391	238,695	333,269	459,373
同比 (%)	107.1%	16.4%	-7.3%	39.6%	37.8%
营业毛利	28,331	34,264	29,759	38,669	53,388
同比 (%)	5.0%	20.9%	-13.1%	29.9%	38.1%
归属母公司净利润	17,199	16,865	14,583	18,364	26,413
同比 (%)	2.5%	-1.9%	-13.5%	25.9%	43.8%
总股本 (万股)	25,920.0	25,920.0	25,920.0	25,920.0	25,920.0
每股收益 (元)	0.66	0.65	0.56	0.71	1.02
ROE	6.4%	6.1%	5.1%	6.1%	8.0%
P/E (倍)	16.9	17.2	19.9	15.8	11.0

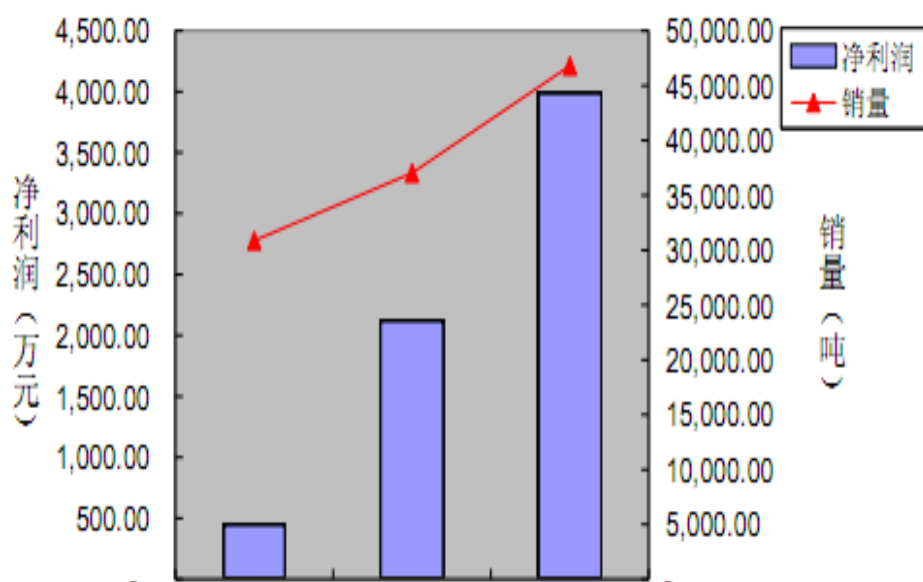
数据来源：公司公告、第一创业研究所



1，公司盈净利续回升，逐步走出盈利低谷

公司主营产品的销量和净利润连续两个季度环比呈增长态势，公司盈利逐步走出低谷。在最近的两个季度里，尽管公司主营产品的下游之一光伏行业萎靡不振，下游需求低迷，公司产品的销量和净利润环比仍呈现持续增长的态势，各项业务经营情况稳步回升，一季度和二季度的产品总销量分别为 3.70 万吨、4.68 万吨，环比分别增长 20%、26%；净利润分别为 2,120 万元、3,995 万元，环比分别增长 371%、88%，公司调整产品结构后，盈利能力逐步走出低谷。

图 1：公司连续两个季度净利润和销量持续回升



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

今年上半年，国内外光伏行业持续低迷，对多晶硅切割液的市场需求形成压制，公司的主营产品之一多晶硅

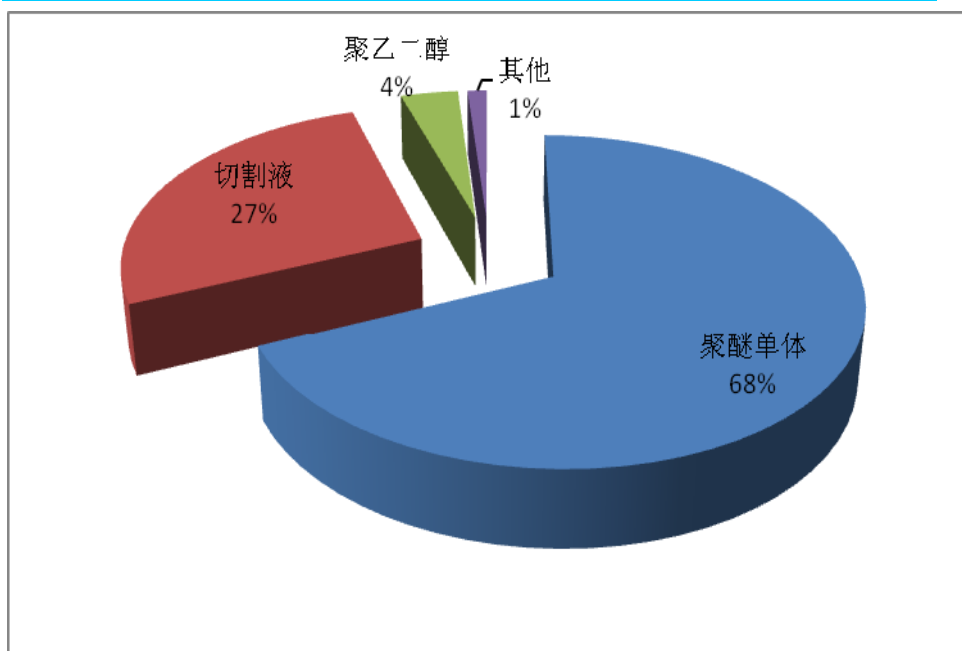


切割液在全球需求下滑的大背景下，销售遭受重大挫折，其销售收入同比去年大幅下滑 77.02%。但尽管如此，公司的多晶硅切割液仍然占据国内市场的 70%，龙头地位没有丝毫动摇，而且公司在上半年销售大幅下滑的情况下，产品的毛利率有去年同期的 13.82% 提升至 19.73%，增幅高达 5.91%。

2，聚醚单体稳步增长，成为公司最主要赢利点

在公司上半年的盈利构成中，聚醚单体及切割液毛利分别占总毛利的 68.37%、26.78%，分别较上年同期增长 24.30%、下降 25.68%。在公司切割液产品盈利走下坡路的同时，聚醚单体经过近两年的快速发展，已成为公司最主要的利润来源。

图 1：公司 2012 年上半年毛利构成



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



公司上半年聚醚单体的增长得益于国内基础设施的建设和逐渐恢复的建筑市场的需求，同时公司有效加强了市场开发力度，市场份额不断增加，产品销量较去年同期增加 8,002.97 吨，增幅达 15.71%，销售收入较去年同期也略有增加，同比增长 0.7%。从季度环比来看，减水剂聚醚产品一季度和二季度的销量环比分别增长 17.08%和 26.41%。公司聚醚单体的国内市场份额不断加大，已经由 2010 年的 25%上升到目前的 50%，成为国内名符其实的聚醚单体龙头企业。

我国减水剂市场空间巨大。作为混凝土的重要外加剂之一，混凝土减水剂已经成为国家基本建设不可缺少的新材料。从全国范围看，减水剂在我国的最高使用率在 40%左右，平均使用率不到 30%，与发达国家 70%左右的使用率比，差距较大，我国的减水剂市场有着巨大的发展空间。

高性能混凝土聚羧酸减水剂受到国家政策支持。目前市场上有三种减水剂，分别是普通减水剂、高效减水剂和高性能减水剂，其中以公司生产的聚醚单体为原料的高性能混凝土聚羧酸减水剂，作为第三代减水剂，具有效果最好、性能最优的特点，受到国家政策支持，广泛应用于高铁、公路、地铁、机场、市政、核电站、大坝、桥梁等大型建设工程。



聚羧酸减水剂将逐步替代目前市场上用量最大的萘系减水剂，市场空间巨大。目前市场上占主导地位的是萘系高翔减水剂，约占 80%，高性能聚羧酸减水剂仅占 15%左右。聚羧酸减水剂与萘系减水剂相比，具有节约能源和资源（减水率高达 45%）、寿命长（含碱量极低）、环保（生产及应用无任何有毒气体）、经济效益好（可节约水泥 15-25%的用量）等优点，随着国家对高铁、公路以及建筑业质量的要求越来越高，高性能混凝土减水剂取代萘系高效减水剂已经成为一种趋势，未来市场空间巨大。



公司盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,498.0	2,808.6	3,065.2	3,412.6	一、营业收入	2,573.9	2,387.0	3,332.7	4,593.7
货币资金	1,327.3	1,390.2	1,112.4	718.1	减: 营业成本	2,231.3	2,089.4	2,946.0	4,059.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	5.7	4.1	5.6	7.7
应收款项	677.5	894.6	1,239.0	1,726.2	销售费用	77.2	59.4	82.3	113.4
预付款项	155.4	170.8	231.7	318.7	管理费用	52.0	64.6	77.4	92.0
存货	284.3	314.5	443.4	611.0	财务费用	-16.1	9.0	24.7	26.5
其他流动资产	53.5	38.7	38.7	38.7	资产减值损失	11.8	0.3	7.4	10.5
非流动资产	834.4	832.9	793.1	753.3	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	74.8	73.8	73.8	73.8	投资收益	0.2	9.3	20.7	20.7
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.2	9.3	20.7	20.7
固定资产	296.3	304.5	256.6	208.6	二、营业利润	212.3	169.5	209.9	304.4
在建工程	261.7	254.9	263.1	271.2	加: 营业外收入	9.0	7.1	7.3	7.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.1	0.5	0.7	0.8
无形及递延性资产	128.7	127.0	127.0	127.0	三、利润总额	221.2	176.1	216.5	311.2
其它非流动资产	72.9	72.7	72.7	72.7	减: 所得税费用	49.0	29.0	32.5	46.7
资产总计	3,332.4	3,641.5	3,858.3	4,166.0	四、净利润	172.1	147.2	184.0	264.5
流动负债	378.2	608.1	640.8	683.9	归属母公司净利润	168.7	145.8	183.6	264.1
短期借款	302.6	506.6	506.6	506.6	少数股东损益	3.5	1.3	0.4	0.4
应付账款	52.4	66.1	91.5	125.7	五、总股本(百万股)	259.2	259.2	259.2	259.2
预收帐款	16.0	23.6	32.2	44.7	EPS (元)	0.65	0.56	0.71	1.02
其它流动负债	7.2	11.8	10.6	7.0	主要财务比率				
非流动负债	75.4	75.6	75.6	75.6	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	5.0	3.0	3.0	3.0	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	16.4%	-7.3%	39.6%	37.8%
其它非流动负债	70.4	72.6	72.6	72.6	营业毛利	20.9%	-13.1%	29.9%	38.1%
负债合计	453.6	683.7	716.5	759.6	主业盈利	12.3%	-18.4%	30.6%	44.9%
少数股东权益	92.8	107.2	107.6	108.1	母公司净利	-1.9%	-13.5%	25.9%	43.8%
股本	259.2	259.2	259.2	259.2	获利能力				
资本公积与其它	2,140.6	2,146.6	2,146.6	2,146.6	毛利率	13.3%	12.5%	11.6%	11.6%
留存收益	370.2	430.5	614.1	878.2	主业盈利/收入	8.1%	7.1%	6.6%	7.0%
股东权益合计	2,770.0	2,836.3	3,019.9	3,284.1	ROS	6.7%	6.2%	5.5%	5.8%
负债和股东权益	3,332.4	3,641.5	3,858.3	4,166.0	ROE	6.1%	5.1%	6.1%	8.0%
现金流量表					ROIC	5.6%	4.4%	5.2%	7.0%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	13.6%	18.8%	18.6%	18.2%
经营活动现金流	-345.0	-6.0	-265.5	-380.4	利息保障倍数	n/a	16.4	7.4	10.0
净利润	172.1	147.2	184.0	264.5	速动比率	5.71	4.04	4.03	4.04
折旧摊销	40.7	42.8	55.4	58.4	经营净现金/当期债务	-1.14	-0.01	-0.52	-0.75
财务费用	6.7	15.8	24.7	26.5	营运能力				
投资损失	-0.2	-9.3	-20.7	-20.7	总资产周转率	0.77	0.66	0.86	1.10
营运资金变动	-554.6	-203.6	-508.5	-708.7	应收款天数	94.76	134.92	133.84	135.28
其它变动	-9.7	1.2	-0.6	-0.5	存货天数	45.87	54.18	54.18	54.18
投资活动现金流	-394.2	-42.5	12.5	12.5	每股指标 (元)				
资本支出	-354.2	-55.5	-8.2	-8.2	主业盈利/股本	0.80	0.65	0.85	1.24
长期投资	-40.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	-1.33	-0.02	-1.02	-1.47
其它变动	0.0	12.9	20.7	20.7	每股净资产	10.69	10.94	11.65	12.67
筹资活动现金流	221.5	112.0	-24.7	-26.5	估值比率				
债务融资	248.6	202.0	0.0	0.0	P/E	17.23	19.92	15.82	11.00
权益融资	46.6	20.3	0.0	0.0	P/B	1.05	1.02	0.96	0.88
其它变动	-73.7	-110.3	-24.7	-26.5	P/S	1.13	1.22	0.87	0.63
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	7.71	9.74	8.54	7.31
现金净增加额	-517.7	63.5	-277.8	-394.4					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135