



静待环氧乙烷产业链打造完备

2013.07.08

谨慎推荐(首次)

分析师：张伟

研究员：潘天奇

电话：020-88836113

020-88836116

邮箱：zhangwei@gzgzhs.com.cn

pantq@gzgzhs.com.cn

证书编号：A1310512070001

A1310113020001

现价：8.33

目标价：9.41

股价空间：13%

基础化工行业

事件：我们近期对公司进行了实地调研，就经营情况及发展规划等问题进行深入了解。

投资要点：

● **环氧乙烷产业处于周期底部：**奥克股份主营环氧乙烷、聚乙二醇、聚醚单体及晶硅切割液。终端主要应用于高铁等基建用聚羧酸系减水剂、光伏产业中的多晶硅切割液。由于我国近年光伏产业低迷及高铁建设放缓导致需求放缓，公司经营业绩同比下滑，产品价格处于底部。2013 年公司积极调整产品结构，1 季度营收同比增长 6.33%，净利润下滑幅度有所收窄，整体经营业绩呈现底部抬头趋势。

● **延伸上游保证环氧乙烷原料供应：**公司在扬州募投的 20 万吨环氧乙烷项目是国内单机产能最大的环氧乙烷生产设备，项目达产后，公司的聚醚单体及其他下游衍生产品的原料可以全部自给，进一步降低了生产成本的同时也加强公司经营的抗周期性。新建环氧乙烷路线主要采购国外乙烯，相比石脑油路线具备成本优势。扬州环氧乙烷项目已经配套相应乙烯储罐及 30 万吨下游衍生物产能，随着新建项目投产，公司的产业链将进一步得到完善。

● **聚羧酸减水剂替代萘系减水剂成为趋势：**民用领域聚醚单体销售占公司聚醚单体总销量的 80%。2007 年我国聚羧酸型减水剂对聚醚单体的需求分别为 10 万吨、至 2012 年需求迅速增长至 35 万吨。同时聚醚单体生产的第三代聚羧酸减水剂将逐步取代具有环保瓶颈的二代萘系等减水剂，未来随着民用预拌商品混凝土中聚羧酸系减水剂份额的不断增加，聚醚单体用量将呈稳步增长趋势。

● **光伏产业复苏在即：**欧盟补贴持续下降、全球光伏产业产能严重过剩，尤其是 2012 年上半年美国的“双反”事件更是使得光伏行业雪上加霜。在全球光伏市场寒冬的大环境下，公司的晶硅切割液产品占主营收入的比例已经降至 20% 以下，营业利润占比降至 30% 以下。但出口的受限及需求低迷已经使得光伏产业进行剧烈调整，随着产业重心转移至亚太地区及下游需求的回暖，光伏产业将迎来快速复苏。

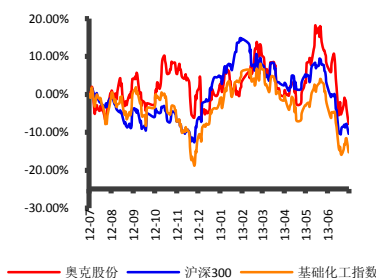
预计公司 2013-2015 年每股收益为 0.42、0.48 及 0.56 元，对应最新股价动态 PE 分别为 19.8、17.5 及 14.8 倍，给予公司“谨慎推荐”评级。

盈利预测与估值：

指标（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2077.4	2285.1	2765.0	3456.2
(+/-%)	-19.3%	10.0%	21.0%	25.0%
归属母公司净利润	96.5	109.0	123.7	146.0
(+/-%)	-42.8%	12.9%	13.5%	18.0%
市盈率 (P/E)	22.4	19.8	17.5	14.8

风险提示：1. 环氧乙烷价格波动超出预期。2. 终端需求持续疲软。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
奥克股份	-14.7%	-7.4%	-10.1%
基础化工	-13.3%	-13.9%	-14.2%
沪深 300	-12.9%	-12.5%	-14.3%

基本资料

总市值	28.07
总股本	3.37
流通股比例	100.0%
资产负债率	18.07%
大股东	奥克集团
大股东持股比例	56.32%

相关报告

-



附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2487.7	3605.1	2955.6	2927.2
货币资金	1398.5	2472.9	1600.1	1244.8
应收帐款	497.4	500.8	575.7	719.7
应收票据	235.6	250.4	303.0	378.8
预付帐款	86.9	106.8	154.5	213.8
存货	240.9	245.7	293.8	341.6
其他流动资产	28.5	28.5	28.5	28.5
非流动资产	1111.5	1762.9	3129.7	4432.3
长期股权投资	84.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	457.6	1224.3	2510.0	3769.5
在建工程	355.5	327.8	413.9	456.9
无形资产	143.1	143.1	143.1	143.1
其他非流动资产	71.0	67.7	62.7	62.7
资产总额	3599.2	5368.0	6085.3	7359.4
流动负债	531.9	910.4	1064.5	1122.1
短期债务	342.0	725.8	843.7	836.6
应付帐款	141.7	125.6	137.1	170.8
其他流动负债	48.2	59.0	83.6	114.7
非流动负债	86.3	981.7	1086.9	1194.5
长期借款	0.0	900.0	1000.0	1100.0
其他非流动负债	86.3	81.7	86.9	94.5
负债总额	618.1	1900.2	2164.5	2353.3
少数股东权益	179.6	179.7	179.8	180.0
股本	259.2	259.2	259.2	259.2
留存收益	2540.4	2573.1	2598.6	2635.6
股东权益	2981.1	3012.0	3037.7	3074.8
负债与股东权益	3599.2	4912.2	5202.2	5428.1

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动产生现金流量	160.4	161.2	160.0	221.4
净利润	97.5	109.1	123.8	146.2
加：折旧和摊销	39.7	70.6	137.8	207.0
资产减值准备	14.7	10.5	12.5	12.5
财务费用	6.7	24.6	11.2	57.7
投资收益	2.2	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	1.0	0.1	0.1	0.2
营运资金的变动	21.9	-40.3	-172.0	-230.9
投资活动产生现金流量	-212.3	-715.7	-1500.0	-1500.0
融资活动产生现金流量	74.7	1196.4	62.0	-102.7
现金流净增加额	206.6	816.5	-1164.5	-1188.7

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2077.4	2285.1	2765.0	3456.2
减：营业成本	1812.9	1992.6	2383.4	2968.9
营业税费	4.6	5.0	6.1	7.6
销售费用	52.9	57.1	69.1	87.0
管理费用	67.5	80.0	96.8	118.1
财务费用	-2.1	11.2	57.7	86.5
资产减值损失	14.7	10.5	12.5	12.5
投资和汇兑收益	-2.2	0.0	0.0	0.0
营业利润	124.6	128.7	139.3	175.7
加：营业外净收支	2.5	13.0	14.5	11.6
利润总额	127.2	141.7	153.8	187.3
减：所得税	29.7	32.6	30.0	41.1
净利润	97.5	109.1	123.8	146.2
减：少数股东损益	1.0	0.1	0.1	0.2
母公司所有者净利润	96.5	109.0	123.7	146.0
EPS	0.37	0.42	0.48	0.56

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入增长率	-19.3%	10.0%	21.0%	25.0%
营业利润增长率	-41.3%	3.2%	8.3%	26.1%
净利润增长率	-42.8%	12.9%	13.5%	18.0%
获利能力				
毛利率	12.7%	12.8%	13.8%	14.1%
净利润率	4.6%	4.8%	4.5%	4.2%
ROE	3.3%	3.6%	4.1%	4.8%
ROIC	4.8%	5.8%	7.4%	6.2%
偿债能力				
资产负债率	17.2%	38.7%	41.6%	43.4%
负债权益比	20.7%	63.1%	71.3%	76.5%
流动比率	4.68	3.92	2.74	2.53
速动比率	4.22	3.66	2.47	2.23
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
存货周转率	7.9	9.4	10.2	10.9
应收账款周转率	4.7	4.9	5.5	5.8
估值比率				
PE(X)	22.4	19.8	17.5	14.8
PB(X)	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.6	7.7	8.2	6.9



地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我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担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。

特别鸣谢：

苏培海对本报告提供的相关数据支持。