

减水剂单体受益焦煤去产能

核心观点

- **焦煤收缩推升萘系减水剂价格。**萘主要从煤焦油中提炼得到，供给受到焦煤产量限制。今年在供给侧改革影响下，焦煤产量继续大幅下滑，导致煤焦油和萘的产量严重收缩，萘的价格出现持续上涨。从终端价格来看，萘系减水剂今年已经上涨了 30% 以上。我们认为供给侧改革的工作将持续推进，焦煤供给还将继续收缩，受此影响萘系减水剂价格有望持续上涨。
- **聚羧酸系减水剂有望受益。**聚羧酸系减水剂是萘系减水剂的替代品，由于性能和环保上更具优势，过去几年替代增速很高。虽然与国外相比聚羧酸系仍有较大提升空间，但由于萘系价格较低，限制了聚羧酸系的增长。我们认为随着萘系减水剂价格上涨，聚羧酸系的价格和需求都将受到提振。
- **奥克股份受益较多。**聚羧酸系减水剂产业链主要分聚醚单体和减水剂两个环节，定价都采用成本加成的模式，议价能力的强弱是盈利分配的关键。从行业格局看，减水剂企业集中度很低，而聚醚单体企业集中度较高，奥克的市占率就达到 40%。我们认为在减水剂产业链盈利提升的过程中，奥克股份有望受益较多。减水剂单体业务在奥克主营收入中占比 75% 以上，弹性较大。

财务预测与投资建议

- 我们上调公司 16-18 年每股盈利预测 EPS 为 0.24/0.32/0.38 元（原预测 0.24/0.28/0.35 元），按照可比公司 17 年 31 倍市盈率，上调目标价到 9.92 元（原目标价 8.68 元）和买入评级。

风险提示

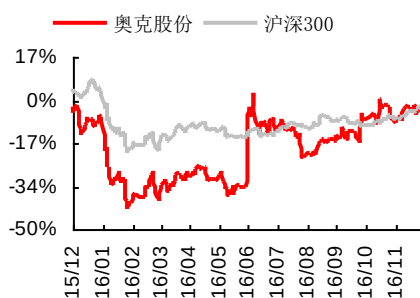
- 油价大幅波动
- 基建复苏不及预期



投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2016 年 11 月 30 日)	8.34 元
目标价格	9.92 元
52 周最高价/最低价	9.14/5.11 元
总股本/流通 A 股 (万股)	67,392/67,386
A 股市值 (百万元)	5,620
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2016 年 12 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-2.8	2.6	12.9	-8.8
相对表现 (%)	-4.6	-3.5	6.5	-8.0
沪深 300 (%)	1.8	6.1	6.3	-0.8



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,883	2,965	3,587	3,986	4,269
同比增长	15.6%	2.9%	21.0%	11.1%	7.1%
营业利润 (百万元)	109	(228)	138	205	248
同比增长	24.5%	-308.2%	160.5%	48.6%	21.0%
归属母公司净利润 (百万元)	92	(210)	158	218	255
同比增长	13.3%	-328.8%	175.3%	37.8%	17.0%
每股收益 (元)	0.14	(0.31)	0.24	0.32	0.38
毛利率	10.5%	4.7%	10.7%	13.8%	14.4%
净利率	3.2%	-7.1%	4.4%	5.5%	6.0%
净资产收益率	3.2%	-7.7%	5.9%	7.7%	8.5%
市盈率 (倍)	61.1	(26.7)	35.5	25.7	22.0
市净率 (倍)	2.0	2.1	2.0	1.9	1.8

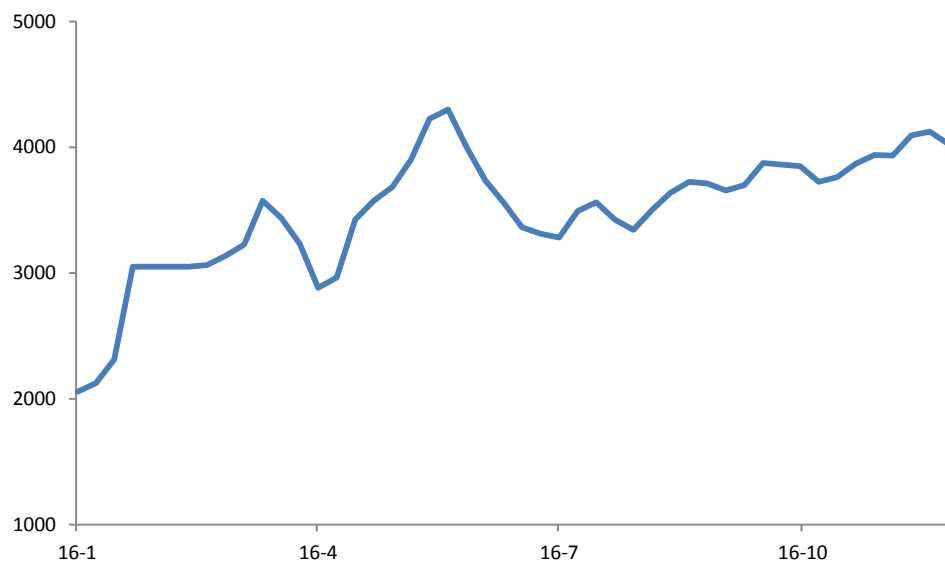
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 赵辰
021-63325888*5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511120005

联系人 倪吉
021-63325888-7504
niji@orientsec.com.cn

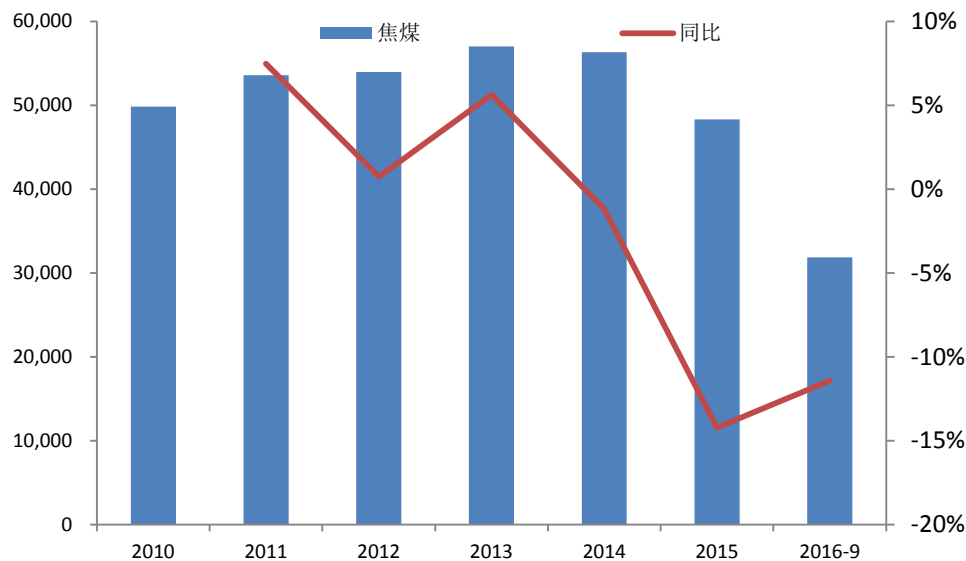
相关报告
业绩大幅回升，未来将持续增长 2016-10-30
主业向好，环氧乙烷弹性较大 2016-09-01

图 1：工业萘价格（元/吨）



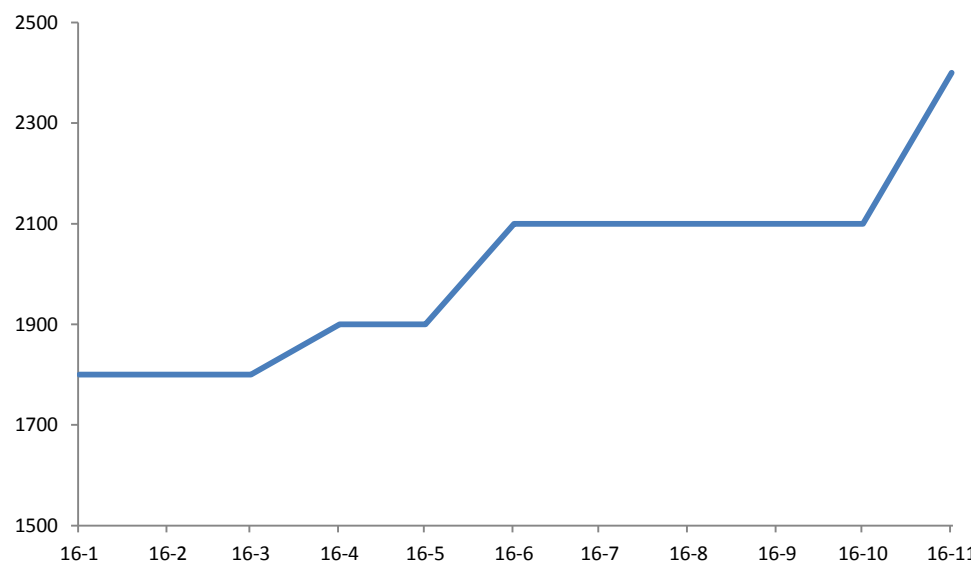
资料来源：隆众石化，东方证券研究所

图 2：焦煤产量和同比（万吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 3：萘系减水剂价格（元/吨）



资料来源：隆众石化，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	616	431	538	598	640	营业收入	2,883	2,965	3,587	3,986	4,269
应收账款	597	606	710	789	845	营业成本	2,580	2,827	3,202	3,437	3,654
预付账款	68	107	93	104	111	营业税金及附加	6	3	6	7	7
存货	239	327	306	328	349	营业费用	78	87	99	102	109
其他	794	616	780	851	902	管理费用	95	119	126	140	150
流动资产合计	2,315	2,087	2,427	2,670	2,847	财务费用	18	99	60	84	101
长期股权投资	79	210	210	210	210	资产减值损失	(0)	61	(42)	14	3
固定资产	761	2,090	2,318	2,929	2,943	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,738	90	96	152	282	投资净收益	3	2	2	2	2
无形资产	234	286	281	275	269	其他	(0)	0	0	0	0
其他	69	221	190	190	190	营业利润	109	(228)	138	205	248
非流动资产合计	2,881	2,898	3,095	3,756	3,894	营业外收入	8	18	33	37	38
资产总计	5,196	4,985	5,522	6,427	6,741	营业外支出	3	1	1	1	1
短期借款	460	389	859	1,369	1,372	利润总额	115	(210)	169	241	285
应付账款	594	587	540	580	616	所得税	22	21	25	36	43
其他	345	456	378	397	413	净利润	92	(231)	144	205	242
流动负债合计	1,399	1,432	1,777	2,346	2,402	少数股东损益	0	(20)	(14)	(13)	(13)
长期借款	601	632	713	891	973	归属于母公司净利润	92	(210)	158	218	255
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.14	-0.31	0.24	0.32	0.38
其他	92	88	88	88	88	主要财务比率					
非流动负债合计	693	719	801	979	1,061		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	2,093	2,151	2,577	3,325	3,462	成长能力					
少数股东权益	226	218	204	191	178	营业收入	15.6%	2.9%	21.0%	11.1%	7.1%
股本	337	674	674	674	674	营业利润	24.5%	-308.2%	160.5%	48.6%	21.0%
资本公积	2,037	1,696	1,696	1,696	1,696	归属于母公司净利润	13.3%	-328.8%	175.3%	37.8%	17.0%
留存收益	500	239	364	534	724	获利能力					
其他	3	6	6	6	6	毛利率	10.5%	4.7%	10.7%	13.8%	14.4%
股东权益合计	3,103	2,834	2,944	3,102	3,279	净利率	3.2%	-7.1%	4.4%	5.5%	6.0%
负债和股东权益	5,196	4,985	5,522	6,427	6,741	ROE	3.2%	-7.7%	5.9%	7.7%	8.5%
现金流量表						ROIC	2.7%	-3.4%	3.9%	4.9%	5.3%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	92	(231)	144	205	242	资产负债率	40.3%	43.1%	46.7%	51.7%	51.4%
折旧摊销	55	184	182	230	273	净负债率	15.4%	28.0%	37.8%	56.2%	54.4%
财务费用	18	99	60	84	101	流动比率	1.65	1.46	1.37	1.14	1.19
投资损失	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)	速动比率	1.47	1.18	1.18	0.98	1.02
营运资金变动	20	(74)	(187)	(138)	(84)	营运能力					
其它	(658)	25	(11)	14	3	应收账款周转率	5.4	4.8	5.4	5.3	5.2
经营活动现金流	(475)	1	186	394	533	存货周转率	11.9	8.7	8.9	9.9	9.7
资本支出	(1,402)	(74)	(411)	(893)	(411)	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
长期投资	50	(131)	0	0	0	每股指标 (元)					
其他	875	(35)	1	2	2	每股收益	0.14	-0.31	0.24	0.32	0.38
投资活动现金流	(477)	(240)	(409)	(891)	(409)	每股经营现金流	-0.71	0.00	0.28	0.59	0.79
债权融资	516	204	(46)	178	82	每股净资产	4.27	3.89	4.07	4.33	4.61
股权融资	4	(4)	0	0	0	估值比率					
其他	24	(185)	376	379	(163)	市盈率	61.1	-26.7	35.5	25.7	22.0
筹资活动现金流	544	16	330	557	(81)	市净率	2.0	2.1	2.0	1.9	1.8
汇率变动影响	(0)	(1)	0	0	0	EV/EBITDA	35.5	116.9	17.1	12.5	10.4
现金净增加额	(408)	(225)	107	60	42	EV/EBIT	50.9	-50.3	32.8	22.5	18.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

