

奥克股份 (300082)

化工

发布时间: 2020-07-16

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

首次覆盖

二季度业绩环比大增, DMC 蓄势待发

报告摘要:

聚醚单体盈利改善, 二季度业绩环比大增: 公司主营业务为聚醚单体, 一季度受新冠疫情影响叠加国际原油价格持续动荡等的影响, 归母净利润同比下降, 但二季度随着下游基建等重大工程的复工, 公司加强市场研判、抢抓市场机遇, 业绩出现较为明显的环比增长, 根据半年度业绩预告, 二季度归母净利润预计 1.21-1.27 亿元, 同比增长约 61%-69%。从量上看, 聚羧酸减水剂聚醚单体销量上半年同比减少约 11%, 但毛利率的增加 (+4pct) 使得业绩呈现较强的业绩弹性——上半年毛利润同比增加约 10%。

西南地区基建需求带动聚醚单体二季度量价齐升: 从聚醚单体业务布局上看, 主要分布在华东、西南、中南地区。2018 年公司收购单体企业四川石达后, 公司在西南地区的市场份额快速扩大, 毛利率水平也有明显改善。2020 年伴随着西南地区基建的加速, 聚醚单体的量价齐升带动了整体二季度业绩的增长。后续来看, 伴随着减水剂的集中度提升、基建的持续发力, 2020 年聚醚单体销量有望维持 20% 的高增长。

DMC 项目蓄势待发。 DMC 性能优异, 既可作为优良溶剂应用于涂料和锂电池电解液, 也可作为反应试剂应用于 PC 等中间体。DMC 项目是公司未来重点发展的项目, 根据投资者互动平台, 公司披露目标在 8 月进行 DMC 项目的开车, 该项目采用 EO 酯交换法生产, 具备一定的成本优势, 未来伴随相关产品的放量, 有望成为公司业绩新的增长极, 成长空间得到进一步打开。

盈利预测: 市场我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.42/4.82/5.88 亿元, 对应 EPS 分别为 0.65/0.71/0.86 元, 对应 PE 分别为 11/10/8, 考虑到公司作为国内最大环氧乙烷衍生物生产商, 业绩弹性较大, 且积极向高附加值衍生物行业发展, 有一定估值提升空间, 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 9.75 元, 对应 2020 年 15 倍 PE。

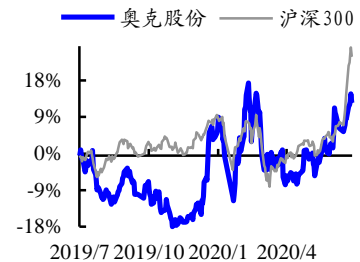
风险提示: 新项目投产不及预期、基建投资增速不及预期、市场开拓不及预期、产品价格下跌等。

股票数据

2020/7/13

6 个月目标价 (元)	9.75
收盘价 (元)	7.07
12 个月股价区间 (元)	5.23 ~ 7.90
总市值 (百万元)	4,810
总股本 (百万股)	680
A 股 (百万股)	680
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	13

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	14%	26%	19%
相对收益	-7%	-3%	-8%

相关报告

《钛白粉行业深度: 行业变迁及巨头成长》
--20200704

《【东北石化】原油重磅深度: 未来原油怎么看? 复盘过去 10 年油价核心逻辑的启示》

--20200630

《可降解行业深度二: PLA, 潜力巨大的生物基材料, 国内正打破进口垄断》--20200609

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,449	6,288	6,987	7,822	8,756
(+/-)%	30.71%	-15.58%	11.11%	11.95%	11.95%
归属母公司净利润	326	347	442	482	588
(+/-)%	55.49%	6.45%	27.56%	9.02%	21.87%
每股收益 (元)	0.48	0.51	0.65	0.71	0.86
市盈率	12.53	11.77	10.88	9.98	8.19
市净率	1.32	1.27	1.31	1.16	1.02
净资产收益率 (%)	10.56%	10.76%	12.07%	11.63%	12.41%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	681	681	680	680	680

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001
13801276398 wangfh@nesc.cn

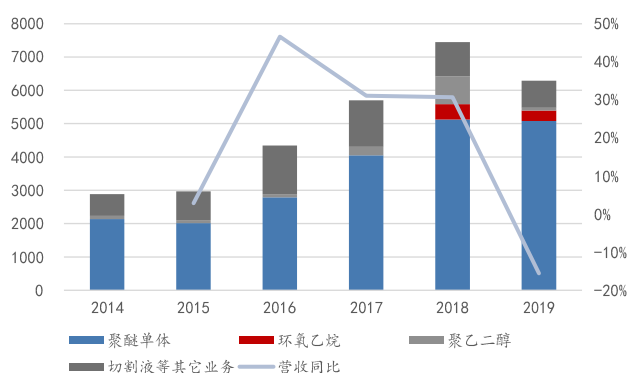
证券分析师: 吴若飞

执业证书编号: S0550520030002
18110073586 wurf@nesc.cn

1. 公司基本情况

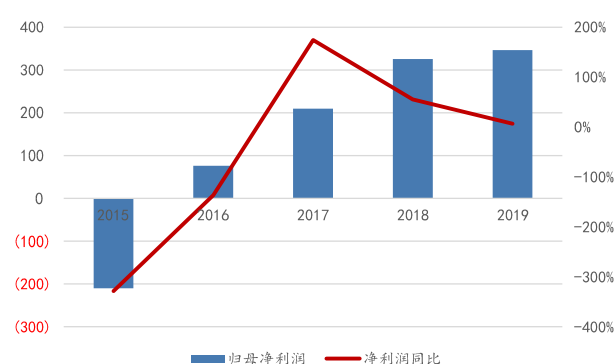
公司主要从事聚醚单体、高品质聚乙二醇、新能源电解液溶剂碳酸酯系列产品、绿色非离子表面活性剂等专用化学品的生产经营。主要应用于基础设施高性能混凝土、聚酯化学品、各类助剂、新能源电池电解液、聚碳酸酯工程材料等领域。从产业链布局来看，公司成了从乙烯到环氧乙烷、到聚醚单体及母液和非离子表面活性剂及其衍生专用化学品的完整产业链，拥有强大的供应保障能力，是国内环氧乙烷精深加工产业的领军企业，主导产品聚醚单体在国内主要领域占有 40% 以上的市场份额。

图 1: 2015-2019 年公司营收及同比



数据来源：东北证券，Wind；单位：百万元

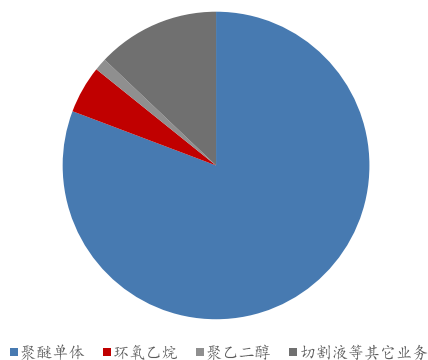
图 2: 2015-2019 年公司净利润及同比



数据来源：东北证券，Wind；单位：百万元

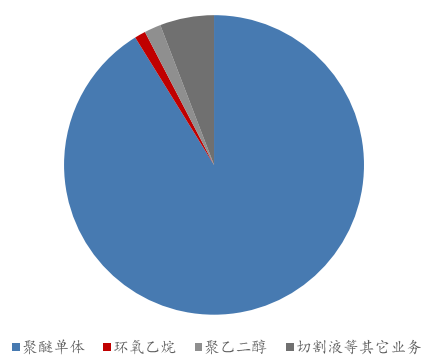
2019 年公司实现营业收入 62.88 亿元，同比下滑 15.58%；实现归母净利润 3.47 亿元，同比增加 6.45%。营收下滑主要系聚乙二醇业务收缩所致，核心主业聚醚单体业务营收保持稳定，但毛利率略有提升，主要受益原材料环氧乙烷价格小幅下跌。从行业来看，尽管聚羧酸减水剂聚醚单体生产技术壁垒不高，但公司作为行业龙头未来有望受益环保趋严下的集中度提升。

图 3: 2019 年公司营收结构



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 2019 年公司毛利结构



数据来源：东北证券，Wind

2. DMC 项目蓄势待发，有望贡献业绩增量

碳酸二甲酯 (Dimethyl Carbonate, 简称 DMC), 常温时是一种无色透明、略有气味、微甜的液体, 难溶于水, 但可以 and 醇、醚、酮等几乎所有的有机溶剂混溶。由于分子结构中含有羰基、甲基、甲氧基和羰基甲氧基, 因此可广泛应用于羰基化、甲基化、甲氧基化和羰基甲氧基化等有机合成反应。

图 5: DMC 生产流程



数据来源: 东北证券, 公开资料整理

2019 年公司科技部还开展了二氧化碳与环氧乙烷反应合成碳酸乙烯酯等产品的新技术的中试实验 (2 万吨/年), 并启动了原中试装置的技术改造优化与扩能。公司 EO 制 DMC 的技术路线成本更具优势, 据全景·路演天下投资者交流平台, 公司在对 DMC 项目的持续优化后, 有望于 8 月正式开车运行, 未来随着公司 DMC 的规模化生产, 公司业绩有望得到进一步增长。

3. 投资逻辑

主业聚醚单体业绩拐点确认, 持续受益西南基建加码: 公司一季度受新冠疫情影响叠加国际原油价格持续动荡等的影响, 营收、归母净利润均出现下滑, 但根据半年度业绩预告, 二季度归母净利润预计 1.21-1.27 亿元, 同比增长约 61%-69%, 业绩拐点得到确认, 且毛利率的增长 (+4pct) 使得业绩呈现较强的业绩弹性——二季度同比增长 60% 以上, 后续依托收购四川石达后在西南地区的业务布局, 有望持续受益西南地区基建加码, 主业或保持稳中有增的态势。

DMC 项目规模化生产在即, 贡献业绩增量同时有望抬升估值中枢。 DMC 项目是公司未来重点发展的项目, 根据投资者互动平台, 公司披露目标在 8 月进行 DMC 项目的开车, 该项目采用 EO 酯交换法生产, 具备一定的成本优势, 未来伴随相关产品的放量, 有望成为公司业绩新的增长极, 在贡献业绩增量的同时, 同时催化公司估值重构。

盈利预测：市场我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.42/4.82/5.88 亿元，对应 EPS 分别为 0.65/0.71/0.86 元，对应 PE 分别为 11/10/8，考虑到公司作为国内最大环氧乙烷衍生物生产商，业绩弹性较大，且积极向高附加值衍生物行业发展，有一定估值提升空间，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 9.75 元，对应 2020 年 15 倍 PE。

风险提示：新项目投产不及预期、基建投资增速不及预期、市场开拓不及预期、产品价格下跌等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	446	928	1,405	1,973	净利润	362	462	504	614
交易性金融资产	268	268	268	268	资产减值准备	9	-2	-2	-2
应收款项	337	361	405	453	折旧及摊销	258	0	0	0
存货	257	279	315	350	公允价值变动损失	-2	0	0	0
其他流动资产	748	751	765	775	财务费用	56	34	36	36
流动资产合计	2,055	2,586	3,157	3,819	投资损失	-16	-18	-20	-22
可供出售金融资产					运营资本变动	560	0	25	7
长期投资净额	237	237	237	237	其他	22	0	0	0
固定资产	1,875	1,876	1,878	1,880	经营活动净现金流量	1,249	477	543	633
无形资产	364	364	364	364	投资活动净现金流量	-329	-32	-30	-28
商誉	78	78	78	78	融资活动净现金流量	-913	38	-36	-36
非流动资产合计	2,827	2,879	2,930	2,982	企业自由现金流	-283	424	441	567
资产总计	4,882	5,465	6,087	6,801					
短期借款	528	600	600	600	财务与估值指标				
应付款项	615	626	731	799	每股指标				
预收款项	70	78	87	97	每股收益 (元)	0.51	0.65	0.71	0.86
一年内到期的非流动负债	89	89	89	89	每股净资产 (元)	4.74	5.39	6.09	6.96
流动负债合计	1,402	1,523	1,641	1,741	每股经营性现金流量 (元)	1.84	0.70	0.80	0.93
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	59	59	59	59	营业收入增长率	-15.6%	11.1%	11.9%	12.0%
长期负债合计	59	59	59	59	净利润增长率	6.4%	27.6%	9.0%	21.9%
负债合计	1,461	1,582	1,701	1,800	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	3,223	3,664	4,146	4,734	毛利率	11.9%	12.4%	12.3%	12.7%
少数股东权益	199	219	240	266	净利率	5.5%	6.3%	6.2%	6.7%
负债和股东权益总计	4,882	5,465	6,087	6,801	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	18.88	18.88	18.88	18.88
					存货周转率 (次)	16.94	16.61	16.78	16.69
					偿债能力指标				
					资产负债率	29.9%	28.9%	27.9%	26.5%
					流动比率	1.47	1.70	1.92	2.19
					速动比率	1.24	1.47	1.69	1.94
					费用率指标				
					销售费用率	1.8%	1.5%	1.6%	1.6%
					管理费用率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
					财务费用率	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	11.77	10.88	9.98	8.19
					P/B (倍)	1.27	1.31	1.16	1.02
					P/S (倍)	0.77	0.69	0.61	0.55
					净资产收益率	10.8%	12.1%	11.6%	12.4%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,288	6,987	7,822	8,756
营业成本	5,540	6,121	6,856	7,648
营业税金及附加	27	31	38	21
资产减值损失	-12	2	2	2
销售费用	113	104	129	137
管理费用	111	124	139	155
财务费用	55	34	36	36
公允价值变动净收益	2	0	0	0
投资净收益	16	18	20	22
营业利润	425	552	601	733
营业外收支净额	6	0	0	0
利润总额	432	552	601	733
所得税	70	90	98	120
净利润	362	462	504	614
归属于母公司净利润	347	442	482	588
少数股东损益	15	20	21	26

资料来源：东北证券

分析师简介:

王风华: 东北证券研究所绝对收益组组长、绝对收益首席分析师，兼任非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业22年，2019年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012年至2014年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

吴若飞: 中国科学院物理化学硕士，中国科学技术大学材料化学本科，现任东北证券绝对收益组分析师。2018年1月以来具有2年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
李圣元	010-58034553	18513602167	lisy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn