奥克股份 300082.SZ

业绩同比提升，关注电解液业务发展

东方证券 ORIENT SECURITIES

核心观点

- **19 年业绩同比增长：**公司发布 19 年业绩快报，报告期内实现营业收入 62.8 亿元，同比减少 15.7%，归母净利润 3.6 亿元同比增长 9.1%。其中 Q4 营业收入 17.0 亿元，同比减少 7%，归母净利润 1.1 亿元，同比增长 53.7%，环比增长 2.8%。19 年公司主要产品聚羧酸减水剂单体销量增长约 18%，但由于产品价格下跌，导致收入同比下滑。然而原料 EO 和乙烯 19 年分别同比下跌 22%和 25%，所以公司业绩仍相比 18 年有所增长。
- **财务情况进一步改善：**2019 年公司继续加强对应收账款、存货等分类优化管理，提升周转率与运行效率。同时启动资金集中管理方式，改变存贷双高的局面，资金状况显著改善，周转效率大幅提升，公司财务费用及资产减值损失较去年同期有望大幅下降。公司 19 年末资产负债率有望比 18 年再下降十个百分点以上，降至 30%左右。
- **关注电解液布局：**公司拥有 2 万吨 DMC 产能，采用创新生产技术，有望开辟电池级 DMC 的新生产路径。近期公司又与苏州华一新能源科技有限公司签订协议，计划通过受让与注资的方式获得华一新能源 35%股权。华一新能源主要产品为电解液添加剂，可与公司的 DMC 共同用于生产锂电池电解液，具有较强的业务协同性。我们认为入股完成后，有望进一步加强公司在锂电电解液方面的布局，开辟新的增长点。

财务预测与投资建议

- 我们根据原料、产品价格变化与销量变化，调整公司 19-21 年 EPS 预测为 0.52、0.65 和 0.71 元（原预测 0.61、0.91 和 0.98 元）。按照可比公司 20 年 15 倍市盈率，调整目标价为 9.75 元（原目标价 8.55 元），维持买入评级。

风险提示

- 乙烯产能投放不及预期；环氧乙烷景气度不及预期；聚醚单体需求不及预期；公司新产能投放不及预期

公司主要财务信息

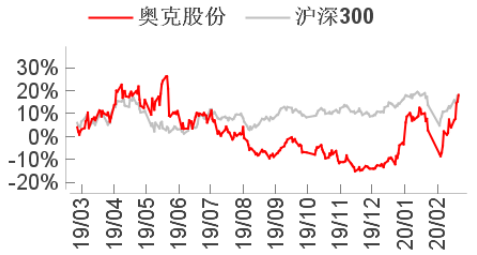
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,699	7,449	6,282	6,779	7,524
同比增长(%)	*31.1%*	*30.7%*	-15.7%	*7.9%*	*11.0%*
营业利润(百万元)	263	414	438	630	719
同比增长(%)	*1781.2%*	*57.0%*	6.0%	*43.7%*	*14.2%*
归属母公司净利润(百万元)	209	326	355	443	482
同比增长(%)	*174.4%*	*55.5%*	9.1%	*24.6%*	*8.7%*
每股收益（元）	0.31	0.48	0.52	0.65	0.71
毛利率(%)	10.2%	10.8%	12.3%	14.1%	14.6%
净利率(%)	3.7%	4.4%	5.7%	6.5%	6.4%
净资产收益率(%)	7.6%	11.0%	11.3%	13.2%	13.3%
市盈率	23.8	15.3	14.0	11.3	10.4
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

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，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2020 年 02 月 21 日）	7.34 元
目标价格	9.75 元
52 周最高价/最低价	8.22/5.27 元
总股本/流通 A 股（万股）	68,072/67,626
A 股市值（百万元）	4,996
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2020 年 02 月 22 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	13.62	10.71	38.49	13.98
相对表现	9.56	9.85	31.81	-6.55
沪深 300	4.06	0.86	6.68	20.53



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉
021-63325888-7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人 杨奇
021-63325888-7540
yangqi@orientsec.com.cn

相关报告

中报小幅增长，看好下半年盈利：	2019-08-13
业绩创历史最高，经营渐入佳境：	2019-05-03

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：可比公司估值（截止 2020-2-21）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
红墙股份	0.57	1.18	1.33	1.33	29.04	14.01	12.43	12.43
滨化股份	0.45	0.30	0.39	0.48	12.17	18.37	14.18	11.52
上海石化	0.49	0.20	0.28	0.19	7.57	18.45	13.18	19.42
回天新材	0.28	0.42	0.53	0.69	41.68	27.82	21.86	16.86
垒知集团	0.36	0.61	0.80	1.00	18.54	11.02	8.39	6.67
石大胜华	1.01	1.57	2.15	2.93	45.06	29.06	21.22	15.60
调整后平均						20.00	15.00	14.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：核心假设调整表

人民币百万元	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
核心假设						
聚醚单体价格	8,408	8,586	8,664	7,897	8,015	8,094
变动幅度				-6.1%	-6.6%	-6.6%
环氧乙烷价格	7,328	7,414	7,500	6,876	6,897	6,983
变动幅度				-6.2%	-7.0%	-6.9%
乙烯价格	7,666	6,621	6,481	6,930	6,621	6,481
变动幅度				-9.6%	0.0%	0.0%
分项目盈利预测变化						
聚醚单体						
销售收入	5,324	6,167	6,955	5,261	5,757	6,497
变动幅度				*-1.2%*	*-6.6%*	*-6.6%*
毛利率	13.8%	17.0%	17.2%	13.7%	15.5%	15.8%
变动幅度				*0.0%*	*-1.6%*	*-1.5%*
环氧乙烷						
销售收入	366	371	375	344	345	349
变动幅度				*-6.2%*	*-7.0%*	*-6.9%*
毛利率	2.9%	14.9%	17.2%	4.8%	8.5%	11.1%
变动幅度				*1.8%*	*-6.4%*	*-6.1%*
其他业务						
销售收入	1,027	1,027	1,027	205	205	205
变动幅度				*-80.0%*	*-80.0%*	*-80.0%*
毛利率	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
变动幅度				*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
销售收入合计	7,595	8,486	9,324	6,282	6,779	7,524

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

变动幅度				*-17.3%*	*-20.1%*	*-19.3%*
综合毛利率	11.5%	14.6%	15.0%	12.3%	14.1%	14.6%
变动幅度				*0.8%*	*-0.5%*	*-0.4%*

资料来源：东方证券研究所

表 3：盈利预测调整表

人民币百万元	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,595	8,486	9,324	6,282	6,779	7,524
变动幅度				*-17.3%*	*-20.1%*	*-19.3%*
营业利润	518	877	981	438	630	719
变动幅度				*-15.5%*	*-28.2%*	*-26.6%*
归属母公司净利润	416	621	670	355	443	482
变动幅度				*-14.5%*	*-28.7%*	*-28.2%*
每股收益（元）	0.61	0.91	0.99	0.52	0.65	0.71
变动幅度				*-14.5%*	*-28.7%*	*-28.2%*
毛利率(%)	11.5%	14.6%	15.0%	12.33%	14.08%	14.59%
变动幅度				*7.0%*	*-3.4%*	*-2.5%*
净利率(%)	5.5%	7.3%	7.2%	5.66%	6.53%	6.40%
变动幅度				*3.4%*	*-10.7%*	*-11.0%*

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	864	722	446	889	1,339
应收账款	547	442	373	402	446
预付账款	109	64	97	105	116
存货	407	296	365	386	426
其他	1,097	1,003	1,097	1,178	1,300
流动资产合计	**3,024**	**2,527**	**2,378**	**2,961**	**3,627**
长期股权投资	245	240	240	240	240
固定资产	2,042	2,016	1,932	1,764	1,582
在建工程	128	8	9	2	8
无形资产	392	380	367	354	341
其他	471	432	235	201	166
非流动资产合计	**3,278**	**3,077**	**2,784**	**2,562**	**2,338**
资产总计	**6,301**	**5,604**	**5,162**	**5,523**	**5,965**
短期借款	1,000	891	0	0	0
应付账款	760	357	692	732	808
其他	933	850	783	811	860
流动负债合计	**2,693**	**2,098**	**1,475**	**1,543**	**1,668**
长期借款	429	184	205	209	213
应付债券	0	0	0	0	0
其他	36	50	49	49	49
非流动负债合计	**465**	**234**	**254**	**258**	**262**
负债合计	**3,158**	**2,332**	**1,729**	**1,801**	**1,930**
少数股东权益	285	189	205	229	282
股本	681	681	681	681	681
资本公积	1,698	1,687	1,704	1,704	1,704
留存收益	447	679	807	1,072	1,332
其他	32	36	36	36	36
股东权益合计	**3,143**	**3,272**	**3,433**	**3,722**	**4,035**
负债和股东权益总计	**6,301**	**5,604**	**5,162**	**5,523**	**5,965**

现金流量表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	219	339	372	467	534
折旧摊销	308	223	237	243	245
财务费用	19	111	30	11	6
投资损失	(35)	(39)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	170	(129)	133	(63)	(94)
其它	(542)	215	199	(9)	2
经营活动现金流	**139**	**720**	**959**	**636**	**681**
资本支出	(642)	117	(107)	(21)	(21)
长期投资	(23)	5	0	0	0
其他	451	(236)	13	13	13
投资活动现金流	**(214)**	**(113)**	**(94)**	**(8)**	**(8)**
债权融资	(52)	(236)	9	4	4
股权融资	37	(22)	0	0	0
其他	55	(408)	(1,150)	(188)	(228)
筹资活动现金流	**40**	**(667)**	**(1,141)**	**(184)**	**(224)**
汇率变动影响	(1)	(0)	0	0	0
现金净增加额	**(35)**	**(60)**	**(276)**	**444**	**449**

利润表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**5,699**	**7,449**	**6,282**	**6,779**	**7,524**
营业成本	5,115	6,643	5,508	5,825	6,426
营业税金及附加	22	25	22	23	26
营业费用	98	88	104	112	126
管理费用	131	155	182	210	241
财务费用	19	111	30	11	6
资产减值损失	96	63	20	(9)	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	35	39	13	13	13
其他	11	10	10	10	10
营业利润	**263**	**414**	**438**	**630**	**719**
营业外收入	8	1	1	1	1
营业外支出	1	8	8	8	8
利润总额	**270**	**406**	**431**	**623**	**712**
所得税	51	67	59	156	178
净利润	**219**	**339**	**372**	**467**	**534**
少数股东损益	9	13	16	24	53
归属于母公司净利润	**209**	**326**	**355**	**443**	**482**
每股收益（元）	0.31	0.48	0.52	0.65	0.71

主要财务比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	31.1%	30.7%	-15.7%	7.9%	11.0%
营业利润	1781.2%	57.0%	6.0%	43.7%	14.2%
归属于母公司净利润	174.4%	55.5%	9.1%	24.6%	8.7%
获利能力					
毛利率	10.2%	10.8%	12.3%	14.1%	14.6%
净利率	3.7%	4.4%	5.7%	6.5%	6.4%
ROE	7.6%	11.0%	11.3%	13.2%	13.3%
ROIC	5.2%	9.5%	9.7%	12.2%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	50.1%	41.6%	33.5%	32.6%	32.4%
净负债率	23.2%	16.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.12	1.20	1.61	1.92	2.17
速动比率	0.96	1.06	1.35	1.66	1.91
营运能力					
应收账款周转率	10.0	15.1	15.4	17.5	17.7
存货周转率	13.8	18.2	15.8	14.6	15.1
总资产周转率	1.0	1.3	1.2	1.3	1.3
每股指标（元）					
每股收益	0.31	0.48	0.52	0.65	0.71
每股经营现金流	0.21	1.06	1.41	0.94	1.00
每股净资产	4.20	4.53	4.75	5.14	5.52
估值比率					
市盈率	23.8	15.3	14.0	11.3	10.4
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.0	7.1	7.5	6.0	5.5
EV/EBIT	18.8	10.1	11.3	8.3	7.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

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

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn