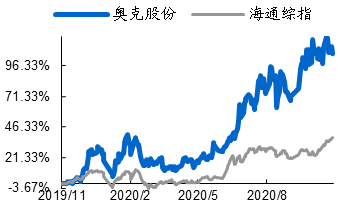
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

11 月 30 日收盘价(元)	9.31
52 周股价波动（元）	5.29-11.44
总股本/流通 A 股（百万股）	680/678
总市值/流通市值（百万元）	6334/6308

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	0.3	14.2	9.9
相对涨幅（%）	-3.8	6.7	6.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威
Tel:(0755)82764281
Email:lw10053@htsec.com
证书:S0850515040001
分析师:李智
Tel:(021)23219392
Email:lz11785@htsec.com
证书:S0850519110003

奥克股份：全球领先的环氧衍生精细化工新材料制造商

投资要点：

- **奥克股份：全球领先的环氧衍生精细化工新材料制造商。**公司专注于环氧乙烷、乙烯衍生精细化工高端新材料的研发与生产销售，形成了从乙烯到环氧、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。产品主要应用于基础设施高性能混凝土、聚酯化学品、轮胎助剂、橡胶助剂、新能源电池电解液、聚碳酸酯工程材料、显影液电子化学品、新型环保涂料、高性能橡塑等领域。2020 年前三季度公司实现营业收入 38.32 亿元，同比下降 16.36%；实现归母净利润 2.98 亿元，同比增长 22.84%。

- **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。**聚醚单体广泛应用于国内高铁、地铁等大型基础设施建设，并通过“一带一路”国家战略打开国际市场。2020 上半年受疫情影响主营产品聚羧酸减水剂聚醚单体销量 28.06 万吨，同比下降 11.69%；毛利润为 30446.96 万元，同比上升 10.67%。该产品行业集中度明显提升。公司作为国内环氧乙烷衍生精细化工新材料领域的领军企业，正在依靠科技创新和供给调整向差别化、高端化的环氧乙烷衍生绿色低碳精细化工新材料产品进军。

- **公司新能源锂电池电解液溶剂项目顺利达产。**公司全资子公司江苏奥克投资建设的“年产 2 万吨新能源锂电池电解液溶剂项目”于 2018 年 7 月实现工艺技术全线贯通，并于 2018 年 12 月 21 日通过了中国石油和化工联合会组织的由多位院士和专家组成的技术成果鉴定，获得“世界首创、国际领先”的高度评价。其后公司与中国科学院过程工程研究所共同进行连续优化调试，目前项目已完成安全、环保、职业卫生、消防等竣工验收，并于近日取得了江苏省应急管理厅危险化学品安全生产许可证，已达到连续稳定的生产条件。

- **拟自筹资金 1.73 亿元收购辽宁奥克药辅 67%股权，快速进入医药领域。**奥克药辅以超纯环氧衍生产品在医药健康领域的应用为主线，始终致力于高纯环氧乙烷衍生辅料在医药健康领域的开发与应用。奥克集团、大连吉兴同意本次股份收购完成后，对奥克药辅未来 3 年的业绩进行承诺。2020 年度、2021 年度、2022 年度、2023 年度经审计的净利润分别不低于 2800 万元、2594 万元、3103 万元、3610 万元。此次收购有利于环氧乙烷下游产业链资源整合、落实公司高端化的发展战略要求、快速进入医药领域。

- **盈利预测。**我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.56 元、0.67 元、0.78 元。参考同行业可比公司估值，给予公司 2021 年 17-20 倍 PE，对应合理价值区间 11.39-13.40 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

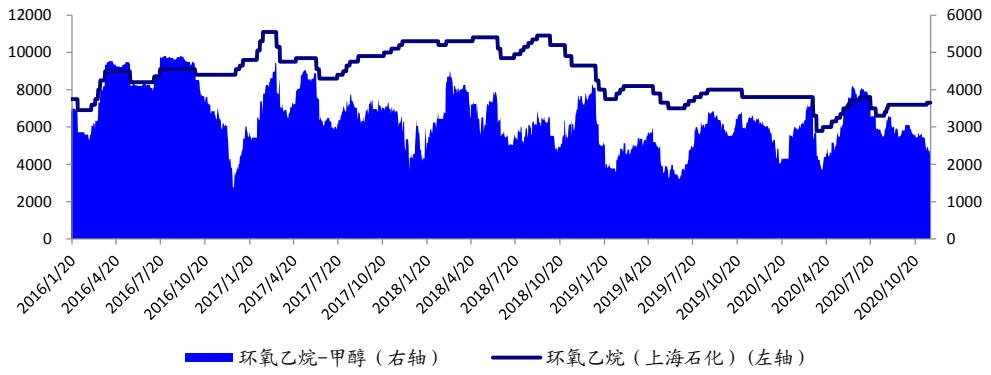
- **风险提示。**原料价格波动风险；安全环保风险；宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7449	6288	5806	6814	7617
(+/-)YoY(%)	30.7%	-15.6%	-7.7%	17.3%	11.8%
净利润(百万元)	326	347	382	454	531
(+/-)YoY(%)	55.5%	6.4%	10.1%	19.0%	16.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.48	0.51	0.56	0.67	0.78
毛利率(%)	10.8%	11.9%	14.2%	14.7%	15.3%
净资产收益率(%)	10.6%	10.8%	10.6%	11.2%	11.6%

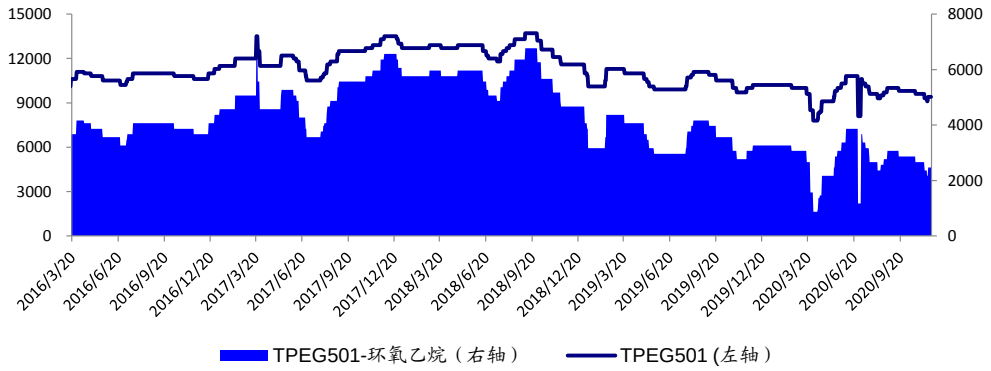
资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 环氧乙烷价格价差走势（元/吨）



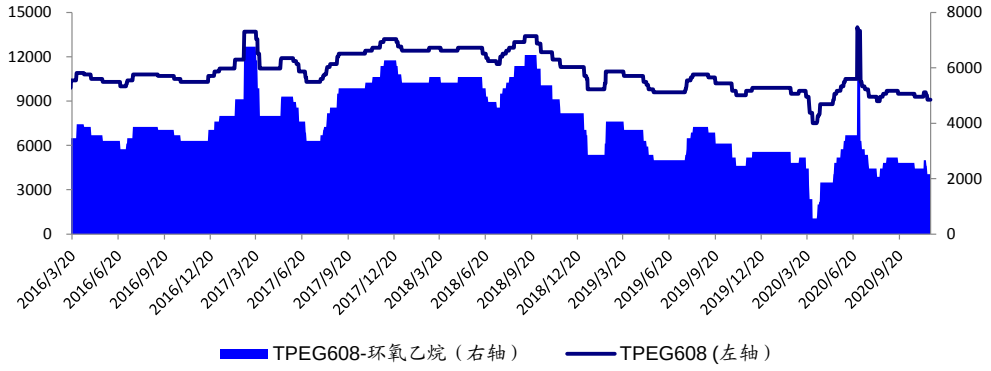
资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

图2 TPEG501 价格价差走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

图3 TPEG608 价格价差走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

盈利假设:

1）销量假设：a. 公司作为国内环氧乙烷精深加工行业，且产品占据国内 40%以上的市场份额，始终保持行业龙头地位。2020 年上半年公司受疫情影响，主营产品聚羧酸减水剂聚醚单体销量同比下降，但公司核心竞争力持续加强、营销策略行之有效、市场议价能力提升。我们预计公司混凝土外加剂行业/聚醚单体 2020-22 年销量增长率为 1%、9%、10%，对应销量分别为 68.43 万吨、74.59 万吨、82.05 万吨。

2）毛利率假设：a. 我们预计公司混凝土外加剂行业/聚醚单体 2020-22 年毛利率为 15.7%、16.2%、16.8%。

表 1 奥克股份分产品盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
总收入（百万元）	6288.42	5806.27	6813.56	7616.87
总成本（百万元）	5540.09	4983.10	5809.76	6451.38
总毛利（百万元）	748.33	823.17	1003.80	1165.49
总毛利率	11.90%	14.18%	14.73%	15.30%
混凝土外加剂行业/聚醚单体				
收入（百万元）	5475.43	4790.03	5594.07	6153.48
成本（百万元）	4770.74	4037.99	4687.83	5119.69
毛利（百万元）	704.69	752.03	906.24	1033.78
毛利率	12.87%	15.70%	16.20%	16.80%
其他行业/其他产品				
收入（百万元）	813.00	1016.24	1219.49	1463.39
成本（百万元）	769.35	945.11	1121.93	1331.69
毛利（百万元）	43.64	71.14	97.56	131.71
毛利率	5.37%	7.00%	8.00%	9.00%

资料来源： WIND，公司 2017-19 年报、公司 2020 半年报、海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

			EPS（元/股）			PE（倍）		
公司名称	股票代码	股价（元）	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002709.SZ	天赐材料	78.58	0.03	1.22	1.50	695.50	64.31	52.08
002398.SZ	垒知集团	9.08	0.58	0.64	0.84	10.39	14.09	10.81
002643.SZ	万润股份	19.33	0.56	0.59	0.77	27.25	33.01	24.95
	平均值					244.38	37.14	29.28

资料来源： WIND，海通证券研究所，股价为 2020 年 11 月 30 日收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.51	0.56	0.67	0.78
每股净资产	4.74	5.30	5.96	6.74
每股经营现金流	1.84	-0.33	0.59	0.94
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	18.27	16.59	13.94	11.92
P/B	1.97	1.76	1.56	1.38
P/S	1.01	1.09	0.93	0.83
EV/EBITDA	5.92	10.44	8.63	7.06
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	11.9%	14.2%	14.7%	15.3%
净利润率	5.5%	6.6%	6.7%	7.0%
净资产收益率	10.8%	10.6%	11.2%	11.6%
资产回报率	7.1%	6.5%	7.4%	8.2%
投资回报率	9.6%	8.2%	9.6%	11.0%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-15.6%	-7.7%	17.3%	11.8%
EBIT 增长率	-14.5%	4.4%	23.1%	18.5%
净利润增长率	6.4%	10.1%	19.0%	16.9%
偿债能力指标				
资产负债率	29.9%	35.3%	30.4%	25.2%
流动比率	1.47	1.53	1.87	2.33
速动比率	1.24	1.35	1.67	2.07
现金比率	0.32	0.24	0.28	0.35
经营效率指标				
应收帐款周转天数	18.88	35.20	33.40	31.20
存货周转天数	16.94	20.76	17.99	18.57
总资产周转率	1.29	0.98	1.10	1.17
固定资产周转率	3.35	3.21	3.94	4.47

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**6288**	**5806**	**6814**	**7617**
营业成本	5540	4983	5810	6451
毛利率%	11.9%	14.2%	14.7%	15.3%
营业税金及附加	27	28	34	38
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	113	134	158	177
营业费用率%	1.8%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	111	139	165	184
管理费用率%	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%
EBIT	461	481	592	702
财务费用	55	37	64	81
财务费用率%	0.9%	0.6%	0.9%	1.1%
资产减值损失	-12	0	0	0
投资收益	16	19	22	25
营业利润	**425**	**479**	**570**	**667**
营业外收支	6	-1	-1	-1
利润总额	**432**	**479**	**570**	**666**
EBITDA	719	662	775	889
所得税	70	79	94	110
有效所得税率%	16.1%	16.5%	16.5%	16.5%
少数股东损益	15	18	21	25
归属母公司所有者净利润	**347**	**382**	**454**	**531**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	347	382	454	531
少数股东损益	15	18	21	25
非现金支出	267	181	183	187
非经营收益	60	19	22	5
营运资金变动	560	-826	-281	-107
经营活动现金流	**1249**	**-227**	**399**	**641**
资产	-103	-162	-154	-221
投资	-236	0	0	0
其他	10	19	22	25
投资活动现金流	**-329**	**-143**	**-132**	**-195**
债权募资	1417	441	-196	-370
股权募资	0	0	0	0
其他	-2329	-39	-44	-29
融资活动现金流	**-913**	**401**	**-239**	**-400**
现金净流量	**10**	**32**	**28**	**46**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	446	477	506	552
应收账款及应收票据	337	1301	1562	1747
存货	257	283	286	328
其它流动资产	1015	1030	1034	1045
流动资产合计	2055	3092	3389	3672
长期股权投资	237	237	237	237
固定资产	1875	1807	1729	1705
在建工程	55	104	153	209
无形资产	364	364	364	364
非流动资产合计	2827	2808	2779	2812
资产总计	**4882**	**5900**	**6167**	**6483**
短期借款	528	969	773	403
应付票据及应付账款	615	793	752	859
预收账款	70	64	75	84
其它流动负债	188	196	213	227
流动负债合计	1402	2021	1813	1573
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	59	59	59	59
非流动负债合计	59	59	59	59
负债总计	**1461**	**2080**	**1872**	**1632**
实收资本	681	680	680	680
归属于母公司所有者权益	3223	3602	4057	4588
少数股东权益	199	217	238	263
负债和所有者权益合计	**4882**	**5900**	**6167**	**6483**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 30 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威　　基础化工行业
李智　　基础化工行业

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　新洋丰,七彩化学,东岳硅材,建龙微纳,皇马科技,梅花生物,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,山东赫达,浙江医药,百傲化学,东来技术,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,三友化工,雅本化学,中旗股份,苏博特,国光股份,利民股份,元力股份,光华科技

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。