

强烈推荐-A (首次)

奥克股份 300082.SZ

目标估值: 13.6-14.7 元

当前股价: 10.5 元

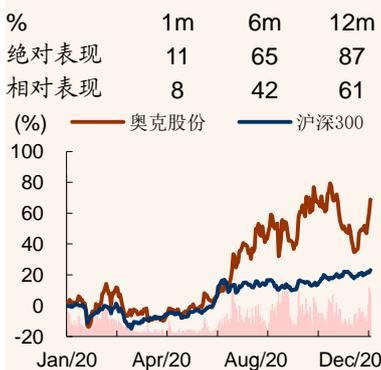
2020 年 12 月 31 日

依托环氧乙烷进军锂电材料领域，一体化布局正在形成

基础数据

上证综指	3414
总股本(万股)	68010
已上市流通股(万股)	67756
总市值(亿元)	71
流通市值(亿元)	71
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	29.7%
主要股东	奥克控股集团股份公
主要股东持股比例	53.41%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

周铮

010-57601786  
zhouzheng3@cmschina.com.cn  
S1090515120001

刘珺涵

liujunhan@cmschina.com.cn  
S1090519040004

公司原有业务是围绕环氧乙烷的化工产业，其中核心的减水剂业务国内市占率近四成，经营稳定，伴随其产能扩张有望保持稳健增长。公司过去几年依托环氧乙烷向锂电材料领域拓展，其 2 万吨电解液溶剂（DMC）项目已投产，打通了从环氧乙烷到电解液溶剂与添加剂的一体化布局，未来伴随溶剂纯度提升，可能进行较大的产能扩张。同时，公司通过参股江苏华一，进入电解液添加剂领域，打通从环氧乙烷到 VC/FEC 添加剂的产业链。江苏华一在添加剂领域具有核心竞争力，还具备 LiFSI、LFO 等新型添加剂储备，与奥克合作后可能也会积极扩张。公司在维持原有主营业务稳健增长的基础上，开始拓展锂电材料领域，目前正在逐步产生收益。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价为 13.6-14.7 元。

- **原有业务稳健发展。**公司原有业务是围绕环氧乙烷（EO）的应用产业，凭借上下游贯通的研发与生产，公司在核心的聚醚单体业务上有竞争力和领先优势，其主营产品减水剂国内市占率近 40%，保持领先，盈利比较稳定。随着海南洋浦扩产，未来几年有望保持稳健增长。此外，公司收购 67%奥克药辅股权，进军医药用聚乙二醇领域，进一步完善环氧乙烷全产业链布局。
- **进军锂电材料领域，电解液溶剂业务开始收获。**公司前几年在扬州投建的 2 万吨电解液溶剂（DMC）项目，今年环保审查落地后已顺利投产。公司采用与中科院联合研发的 EO 法工艺路线，原材料单耗与成本都低于 PO 法，加上公司领先的环氧乙烷自产优势，其 EO 法溶剂长期来看有较强的优势。目前公司扬州产线的 EC 与 DMC 主要供应添加剂产业，2021 年有望带来较好的回报。伴随其 DMC 产品纯度的提升，未来很可能进行比较大规模的扩张。
- **投资江苏华一，进入液添加剂领域。**公司通过收购股权与增资持有江苏华一 35%股权，华一是全球领先的几家电解液添加剂公司，目前其 VC、FEC 产能超 2500 吨，并且在 LiFSI、LFO 等新型添加剂方面也有较多储备。通过参股华一，公司构建了从环氧乙烷到 EC 到 VC/FEC 添加剂的延伸。目前国内和全球大部分 VC/FEC 主要依靠江苏华盛、华一供应，今年就已经进入紧平衡状态，明年大概率存在供应缺口。我们分析，华一有可能会进行在 VC、FEC 以及 FSI、LFO 等领域继续扩张。
- **投资建议。**公司原有业务有竞争力并能保持稳健增长，并依托环氧乙烷向锂电池材料领域拓展，逐步打通从环氧乙烷到溶剂、添加剂的一体化布局，正在逐步收获。首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价为 13.6-14.7 元。
- **风险提示：**减水剂业务竞争风险；DMC 业务不及预期，华一整合不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	7449	6288	5731	6532	7607
同比增长	31%	-16%	-9%	14%	16%
营业利润(百万元)	414	425	508	664	824
同比增长	57%	3%	19%	31%	24%
净利润(百万元)	326	347	411	544	675
同比增长	55%	6%	19%	32%	24%
每股收益(元)	0.48	0.51	0.60	0.80	0.99
PE	21.9	20.6	17.4	13.1	10.6
PB	2.3	2.2	2.1	2.0	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司介绍 .....	4
二、主营业务稳健发展，布局药用辅料 .....	7
三、依托环氧乙烷拓展锂电材料，构建从环氧到电解液溶剂和添加剂的一体化产业链	9
3.1 电解液溶剂业务开始突破 .....	9
3.2 参股江苏华一，进入电解液添加剂领域 .....	11
四、盈利预测 .....	15
风险提示 .....	16

## 图表目录

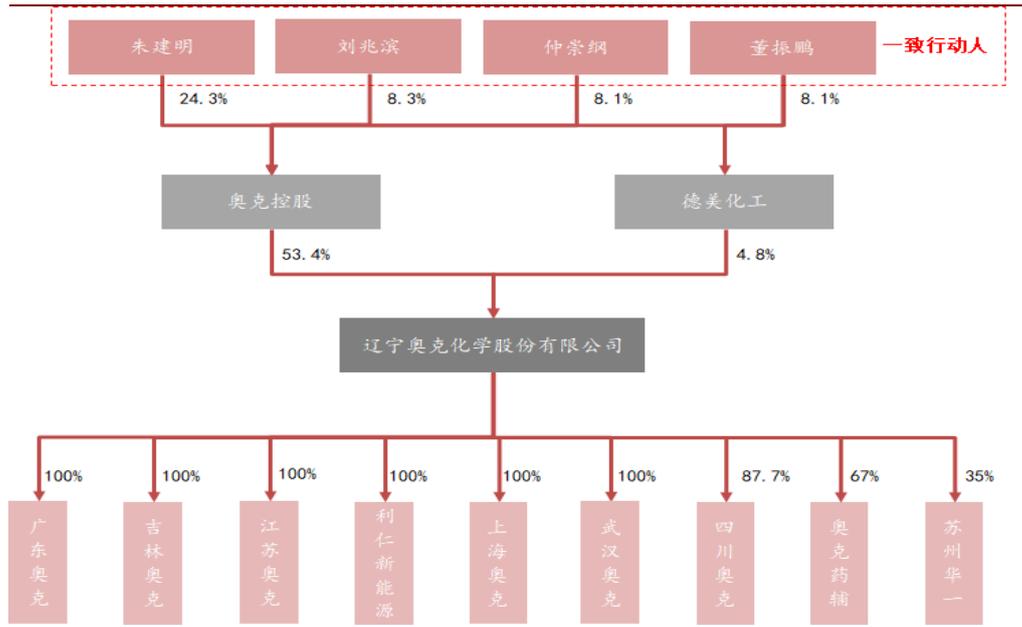
图 1: 股权结构 .....	4
图 2: 公司历史收入复盘（百万元） .....	4
图 3: 公司原有 EO 衍生物领域 .....	5
图 4: 公司新增 EO 衍生物领域 .....	5
图 5: 减水剂工艺流程 .....	7
图 6: 公司聚醚单体财务情况 .....	8
图 7: 聚醚单体企业营收对比 .....	8
图 8: 聚醚单体是第一大营收贡献业务 .....	8
图 9: 聚醚单体也是第一大毛利润贡献业务 .....	8
图 10: 环氧丙烷(PO)酯交换法与环氧乙烷(EO)酯交换法流程对比 .....	10
图 11: 江苏华一产品结构 .....	13
图 12: 三家添加剂公司营收估计（亿元） .....	14
图 13: 三家添加剂公司盈利能力情况 .....	14
图 14: 奥克股份历史 PE Band .....	16
图 15: 奥克股份历史 PB Band .....	16
表 1: 公司现金流分析 .....	5
表 2: 公司负债率分析 .....	5
表 3: 公司回报率分析 .....	6
表 4: 公司人力资源情况 .....	6
表 5: 年产一万吨药用辅料项目的主要产品和生产规模 .....	8

表 6: 并购详情 .....	8
表 7: 理想锂离子电池溶剂性质 .....	9
表 8: 碳酸酯溶剂相关性质 .....	9
表 9: 环氧丙烷(PO)酯交换法与 环氧乙烷(EO)酯交换法成本对比 .....	10
表 10: 石大胜华 DMC 业务财务摘要 .....	10
表 11: DMC 企业专利情况 .....	10
表 12: 公司参股华一前后华一股权情况 .....	11
表 13: 电解液添加剂介绍 .....	11
表 14: 电解液添加剂企业专利情况 .....	13
表 15: 电解液添加剂及溶剂相关专利申请情况 .....	13
表 16: 主要电解液添加剂公司产能 .....	13
表 17: 业绩预测 .....	15
附: 财务预测表 .....	17

## 一、公司介绍

**深耕环氧乙烷产业链。**公司建立于1992年，脱胎于大学校办企业，后来通过技术创新进入光伏领域，成为最大的光伏硅片制造的切割液供应商，并在2010年实现上市。2007年之后公司重点发展减水剂聚醚单体市场，目前已经是国内最大的环氧乙烷精深加工企业，具备135万吨环氧乙烷精深加工能力，形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。

图 1：股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

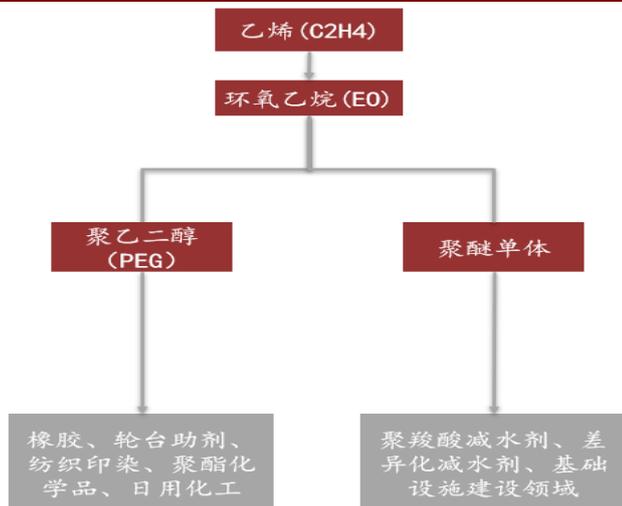
图 2：公司历史收入复盘（百万元）



资料来源：公司数据，招商证券

不断完善环氧乙烷衍生物产业链布局。公司传统业务中，主要由乙烯、环氧乙烷衍生至下游的聚醚单体与非离子表面活性剂市场，近2年公司在电解液溶剂、添加剂市场和医用辅料市场进行拓展，但传统聚醚单体收入占比保持在80%以上。

图 3: 公司原有 EO 衍生物领域



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 4: 公司新增 EO 衍生物领域



资料来源: 公司公告, 招商证券

经营趋于稳健，报表比较健康。2017 年以来公司现金流情况持续转好，2019 年销售回款与营收比、经营性现金流与净利润比约 105.6%、344.8%，2020 年前三季度分别约 99.3%、152%，均保持比较优秀的现金流回款能力。同时，公司负债率由 2014-2018 年 40-50%的水平下降至目前 30%左右水平，带息负债也在快速下降。整体看，公司现金流和负债情况都在持续优化，报表比较健康，回报率也在提升。

表 1: 公司现金流分析

(%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
赊销比	26.3	33.3	41.5	35.4	31.5	27.5	17.9	15.5
商品劳务获现金营收比	70.3	82.5	62.0	91.0	69.2	86.8	98.8	105.6
经营现金流税后净利润比	(200)	164.6	(514.5)	(0.5)	498.0	63.7	212.4	344.8
自由现金流与税后净利润比	-77.7	-460.3	-1110	70.3	324.0	-45.1	204.0	316.3

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 2: 公司负债率分析

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
负债率 (%)	17.18	22.49	40.3	43.1	46.2	50.1	41.6	29.9
短期借款 (百万元)	342.0	337.0	459.6	389.3	663.2	1000.2	891.1	528.2
长期借款 (百万元)	0.00	119.3	601.3	631.5	500.0	429.0	184.0	0.0
短融 (百万元)	4.63	4.52	5.7	6.1	10.5	3.7	3.7	2.6
一年到期非流动负债 (百万元)	0.00	0.00	33.0	205.0	145.0	165.0	175.5	88.5

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
应付票据及账款 (百万元)	84.21	259.8 8	808.4	689.1	824.6	1269. 3	783.9	615.1
带息负债(百万 元)	346.6	460.8	1099. 6	1231. 9	1318. 7	1597. 9	1254. 3	619.4

资料来源：公司数据，招商证券

表 3: 公司回报率分析

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE	3.5	2.9	3.2	-7.7	2.9	7.6	11.0	11.0
ROA	2.8	2.2	2.0	-4.5	0.8	3.8	5.7	6.9
ROIC	3.0	2.5	2.7	-3.8	2.1	5.9	8.7	9.3
ROE	3.4	2.7	2.7	-8.3	1.5	6.0	10.1	10.2

资料来源：公司数据，招商证券

表 4: 公司人力资源情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
员工(人)	824	1126	1297	1115	1076	1230	1272	1380
薪酬开支(百万元)	42.3	52.3	69.3	99.1	103.7	118.7	120.0	138.4
人均产值(万元/人)	253.0	255.8	238.0	245.9	396.8	494.3	595.4	474.2
人均薪酬(万元/人)	5.1	5.4	5.7	8.2	9.5	10.3	9.6	10.4
薪酬收入比(%)	2.03	2.10	2.40	3.34	2.39	2.08	1.61	2.20
硕士(人)		46	57		62	49	42	41
本科(人)		264	311	374	313	317	324	383
专科(人)	340	410	434	381	374	444	468	495
高中及以下(人)		406	495	360	327	420	438	457

资料来源：公司数据，招商证券

## 二、主营业务稳健发展，布局药用辅料

**聚醚单体是公司第一大业务。**聚醚单体业务是公司第一大业务，营收占比从2016年的64.2%提升至2019年的80.7%。同时，毛利率稳步提升，2016-2019年从11.4%提升至13.4%。整体看，发展比较稳健。

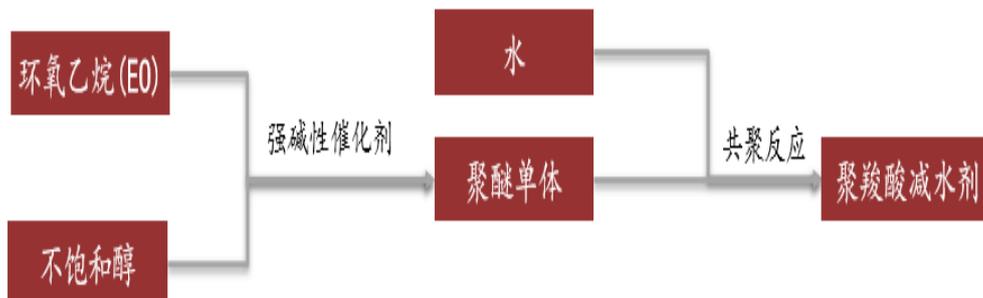
**公司聚醚单体业务具有一体化优势。**公司当前拥有20万吨环氧乙烷（EO）的产能，是国内聚醚单体企业中唯一具有EO生产能力的企业，上下游贯通的生产和研发能力使得公司具有领先的盈利能力。

**主要产品为减水剂，国内市场份额达40%。**减水剂作为一种混凝土外加剂，广泛应用于高铁、地铁等大型基础设施建设，而聚醚单体是生产聚羧酸减水剂的核心原料。公司打通环氧乙烷-聚醚单体-减水剂产业链，因而具备较强的竞争力，国内市场份额达40%。

**继续扩产，有望扩大优势。**12月14日，公司公告将在海南洋浦投资建设20万吨环氧乙烷配套衍生产品项目，其中包括15万吨/年的减水剂聚醚单体，进一步扩大产能优势。

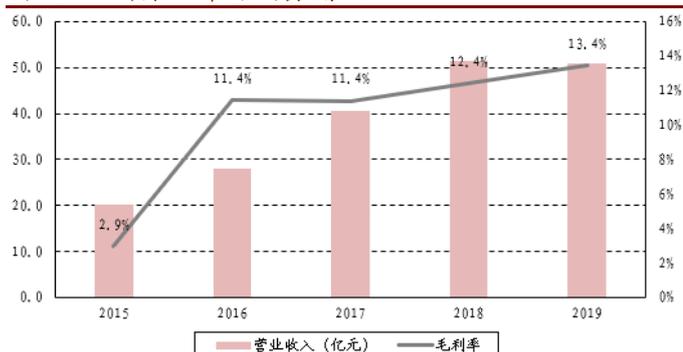
**此外，公司还有部分表面活性剂产品，也具有一体化优势。**脂肪醇醚非离子表面活性剂是由聚乙二醇和脂肪醇缩合而成的醚，公司当前具有5万吨脂肪醇醚非离子表面活性剂的产能，并在海南洋浦投资扩产的20万吨环氧乙烷配套衍生产品项目中，包括10万吨/年醇醚非离子表面活性剂和10万吨阴离子表面活性剂。在该业务领域公司同样具备一体化优势。

图 5：减水剂工艺流程



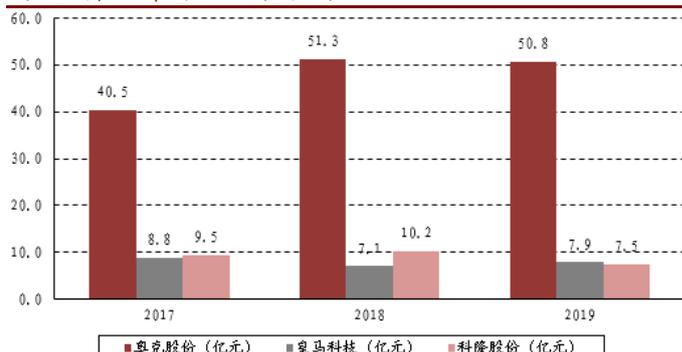
资料来源：招商证券

图 6: 公司聚醚单体财务情况



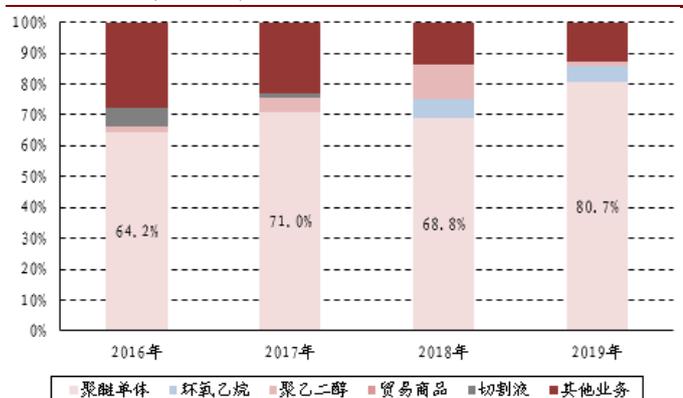
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 7: 聚醚单体企业营收对比



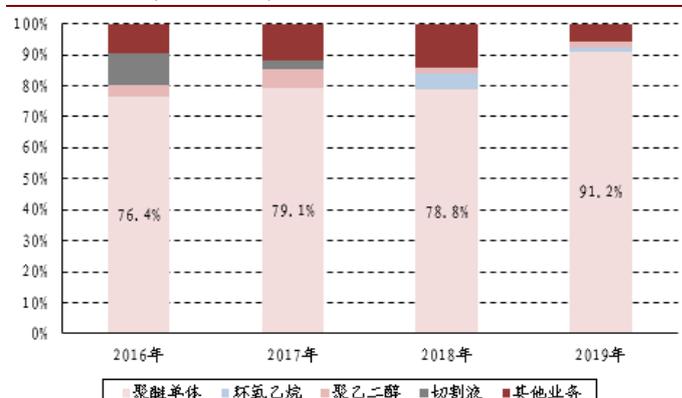
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 8: 聚醚单体是第一营收贡献业务



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 9: 聚醚单体也是第一大毛利润贡献业务



资料来源: 公司公告, 招商证券

**并购奥克药辅, 公司进军医药用聚乙二醇领域。**2020 年 11 月 18 日公告, 奥克股份以自筹资金 1.73 亿元向母公司奥克集团和大连吉兴收购奥克药辅 67% 股权。

奥克药辅是国内一流药用聚乙二醇及其衍生物的生产商, 主要业务为高纯环氧乙烷衍生物在医药健康领域的开发与应用, 包括药用辅料在滴丸等口服制剂中的应用、高纯注射药用辅料的应用开发以及高端 PEG 修饰剂的开发。并购完成后, 公司在原有乙烯、环氧乙烷、聚乙二醇产业链基础上开拓新的下游应用领域。

表 5: 年产一万吨药用辅料项目的主要产品和生产规模

主要产品	生产规模
聚乙二醇系列	8500 吨/年
T-80 (失水山梨醇脂肪酸酯聚氧乙烯醚)	1000 吨/年
S-40 酯 (硬脂酸聚氧 40 酯)	500 吨/年

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 6: 并购详情

转让方	并购标的	业绩承诺
奥克集团、大连吉兴	奥克药辅 67% 股权	未来三年业绩承诺金额为: 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。

资料来源: 公司公告, 招商证券

### 三、依托环氧乙烷拓展锂电材料，构建从环氧到电解液溶剂和添加剂的一体化产业链

#### 3.1 电解液溶剂业务开始突破

电解液溶剂主要是碳酸酯类溶剂。碳酸酯类溶剂包含环状碳酸酯和线性碳酸酯，线性碳酸酯的低粘度和低熔点能够较好的配合环状碳酸酯，从而达到理想的锂离子电池溶剂要求。碳酸二甲酯（DMC）属于线性碳酸酯的一种，是商业电解液的主要溶剂成分之一。

表 7：理想锂离子电池溶剂性质

性质	功能
高介电常数	充分溶解锂盐
低粘度	便于离子传输
化学稳定性优异	与电极材料的相容性强
液态温度范围广	造成熔点低，沸点高
安全（高闪点）、无毒、性价比高	

资料来源：《锂离子电池新型电解液溶剂和添加剂的选择与应用》，招商证券

表 8：碳酸酯溶剂相关性质

溶剂	三氟代碳酸丙烯酯	碳酸丙烯酯	碳酸乙烯酯	碳酸二甲酯	碳酸二乙酯
简称	TFPC	PC	EC	DMC	DEC
分子量	156	102	88	90	118
熔点	-3	-55	37	4.6	-43
沸点	206.6	240	243	91	126
闪点	134	132	160	17	33
黏度	5.01	2.53	1.93	0.59	0.75

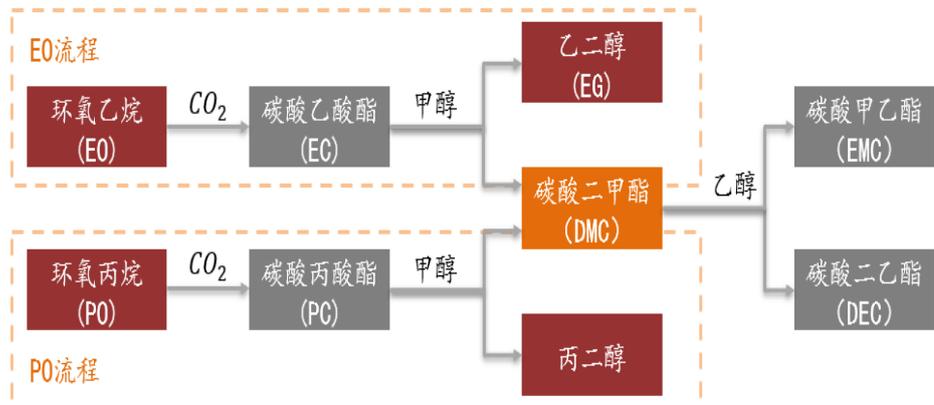
资料来源：《Nonaqueous Electrolytes with Advances in Solvents》，招商证券

公司打通环氧到溶剂的一体化产业链。公司基于自身已具备的环氧乙烷产业链，继续开拓新的下游应用领域。公司前几年开始在扬州建设年产 2 万吨新能源锂电池电解液溶剂项目，并于 2020 年 10 月顺利投产。该项目采用了公司与中国科学院过程所联合开发的“固载离子液体催化二氧化碳转化制备碳酸二甲酯/乙二醇绿色工艺”技术。

公司的 EO 法工艺理论上具有成本优势。目前石大胜华等大部分 DMC 企业使用传统的环氧丙烷酯交换工艺(PO 法)，主要系 EO 法通常采用固载离子液体催化剂，容易失活，生产连续性相对低一些；中国科学院过程所研究团队开发的羰基化反应器及醇解-共沸精馏耦合技术和奥克股份开发的均相催化剂能有效解决这一问题。经测算，采用 EO 法工艺每生产 1 吨 DMC 能够降低近 8000 元生产成本，如果其纯度能持续提升，达到 5 个 9 级别，EO 法相较于 PO 法的成本优势就非常很有吸引力。

纯度正在快速提升，产能有望继续扩张。目前公司生产的 DMC 主要出货给添加剂公司做 VC、FEC 的原材料与制备溶剂。随着工艺不断改进，公司生产的 DMC 纯度有望持续提升，如果纯度能追平 PO 法工艺的 DMC，公司将进行较大幅度的产能扩张。

图 10: 环氧丙烷(PO)酯交换法与环氧乙烷(EO)酯交换法流程对比



资料来源: 石油化工论坛, 招商证券

表 9: 环氧丙烷(PO)酯交换法与环氧乙烷(EO)酯交换法成本对比

		环氧丙烷(PO)酯交换法			环氧乙烷(EO)酯交换法		
原料		环氧丙烷	甲醇	二氧化碳	环氧乙烷	甲醇	二氧化碳
生产 1 吨	吨耗	0.67	0.66	0.65	0.50	0.67	0.54
DMC 成本核算	价格(元/吨)	17520.71	1998.37	800.00	7304.76	1998.37	800.00
合计		13577.80			5423.29		

资料来源: 卓创咨询, 招商证券  
注: 原料价格均使用 11 月均价。

表 10: 石大胜华 DMC 业务财务摘要

	2017	2018	2019
营业收入(亿元)	17.40	20.78	22.47
营业成本(亿元)	13.56	15.81	15.50
毛利率%	22.06	23.93	31.03

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 11: DMC 企业专利情况

	奥克股份	石大胜华
专利总数	109	110
发明专利	108	19
实用新型	1	91
电解液溶剂相关专利	11	23

资料来源: 国家专利局, 招商证券;  
数据截止时间 2020 年 12 月 29 日

### 3.2 参股江苏华一，进入电解液添加剂领域

**参股江苏华一。**2020年9月，公司公告以4000万元人民币受让顾红霞持有的苏州华一24.24%股权，再以现金2730.77万元增资，投资完成后公司合计持有苏州华一35%的股权。

苏州华一是国内最早也是最有竞争力的三家添加剂公司之一，较早突破了日本企业对碳酸亚乙烯酯（VC）、氟代碳酸乙烯酯（FEC）的技术封锁，目前公司VC、FEC产能合计2500-3000吨。此外，华一在LiFSI、LFO等新型添加剂方面也有较多储备。

通过投资苏州华一，公司延伸并完善了EO--EC/DMC—CEC—VC/FEC的一体化产业链，正式进入添加剂领域。

**表 12: 公司参股华一前后华一股权情况**

	收购前		收购后	
	出资额(万元)	出资比例	出资额(万元)	出资比例(%)
王振一	600.00	60.00	600.00	51.48
辽宁奥克化学股份有	0	0	407.94	35.00
顾红霞	270.00	27.00	27.60	2.36
丁玲玲	35.00	3.50	35.00	3.00
谢黎	35.00	3.50	35.00	3.00
王振宇	20.00	2.00	20.00	1.72
王小龙	20.00	2.00	20.00	1.72
杨祥生	20.00	2.00	20.00	1.72
合计	1000.00	100.00	1165.54	100.00

资料来源：公司公告，招商证券

**添加剂是电解液的重要组成部分，正变得更加重要。**使用较少的剂量就可以针对性地改变电池的某些性能，其中包括电极容量、倍率充放电性能、正负极匹配性能、循环性能、安全性能等。传统添加剂包括碳酸亚乙烯酯（VC）、氟代碳酸乙烯酯（FEC）等，随着高镍、硅基负极的应用，常规添加剂如FEC的使用比例可能会有比较大的提升。

同时，近年各种新型添加剂也在快速应用，例如双氟磺酰亚胺锂（LiFSI）、二氟磷酸锂（LFO）等，有助于显著提高电池的稳定性、倍率、低温性能。

**表 13: 电解液添加剂介绍**

类型	产品名称	英文简称	性质	添加剂作用	制备方法
传统添加剂	碳酸亚乙烯酯	VC	常温常压下稳定，避免氧化物、还原剂、酸碱接触	阻止电解液在负极表面还原分解及极表面SEI膜的增厚，溶剂消耗量降低，从而增加锂离子电池的能量密度和使用寿命。	将一氟碳酸乙烯酯乙醚溶液滴加到三乙胺乙醚溶液中

	氟代碳酸乙烯酯	FEC	具有较好的电负性和吸电子能力	使负极表面形成 SEI 膜的性能更好, 提高锂离子电池的循环稳定性、相同倍率下的常温容量和高温的稳定性	卤素交换法: 主要以碳酸乙烯酯为原料, 经氯气或其他氯化试剂氯化生成一氯碳酸乙烯酯, 纯化后和氟化试剂发生反应, 得到目标产物氟代碳酸乙烯酯; 氟气氟化法: 使用 30% 的 F <sub>2</sub> /N <sub>2</sub> 为氟化剂, 在 50℃ 的条件下对碳酸乙稀酯直接进行氟取代反应
	双氟磺酰亚胺锂	LiFSI	具有热稳定性高、耐水解、电导率高、与电极良好的相容性	提高电池的低温放电性能及高温保存后的容量保持率	由双氟磺酰亚胺与无水氟化氢在催化剂作用下合成中间体双氟磺酰亚胺, 再与 LiOH 或 Li <sub>2</sub> CO <sub>3</sub> 反应成盐, 得到 LiFSI 产品
新型添加剂	二氟磷酸锂	LFO (LiPO <sub>2</sub> F <sub>2</sub> )	暴露于空气中易吸收空气中水分并显酸性	改进高低温循环性能, 降低六氟磷酸锂使用量	二氟磷酸途径法: 在制备 LiPO <sub>2</sub> F <sub>2</sub> 的过程中使用二氟磷酸、二氟磷酸酐 (P <sub>2</sub> O <sub>3</sub> F <sub>4</sub> ) 或二氟磷酸 (HPO <sub>2</sub> F <sub>2</sub> ) 作为其目标中间产物被制备进而生产 LiPO <sub>2</sub> F <sub>2</sub> ; 六氟磷酸锂途径法: 使用六氟磷酸盐作为原料, 具体分为六氟磷酸锂水解法、电解液中制备法及六氟磷酸锂直接反应法。

资料来源: CNKI, 招商证券

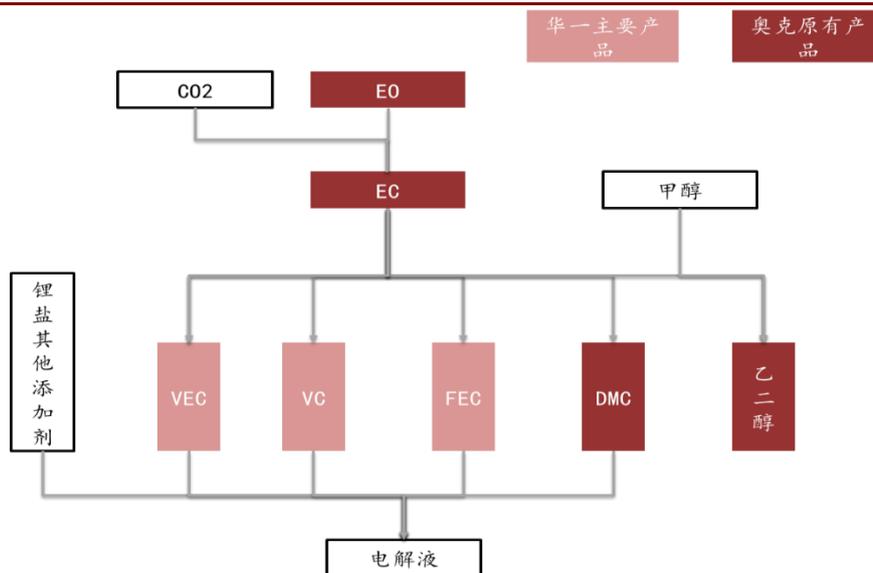
**VC、FEC 等添加剂供需关系紧张, 明后年将有比较大的供应缺口。**中国 2020 年前三季度电解液出货量已超 14.5 万吨, 预计全年出货量将达到 20-25 万吨, 估算 2020 年电解液 VC、FEC 添加剂需求将达到 1.2-1.5 万吨, 而国内主要的三家添加剂公司总产能合计为 1.2 万吨, 目前供应已经比较紧张, 仅 2020 年下半年, VC、FEC 价格已经上涨 40-50%。

随着电动车、储能行业的快速发展, 预计 2021-2022 年全球锂电池需求有望保持 30%-40% 的复合增长, 多数常规添加剂也将有相应的增长, 而磷酸铁锂电池、高镍三元可能需要更大比例的 FEC 添加剂, 预计 FEC 的需求会增长的更快。

而供给端, 华盛在 2016-2018 年已经完成一轮扩张但长园集团卖出其控股权后, 其股权结构较分散, 而瀚康主要为新宙邦自供为主, 我们预计, 2021-2022 年常规添加剂供需关系将可能会更紧张。

苏州华一有较好的技术储备, 未来有可能会进行比较积极的扩张。

图 11: 江苏华一产品结构



资料来源: GGII, 招商证券

表 14: 电解液添加剂企业专利情况

	江苏华一	江苏华盛	张家港瀚康
专利总数	42	13	34
发明专利	28	13	34
实用新型	14	0	0
	江苏华一	江苏华盛	张家港瀚康
电解液添加	13	12	14
电解液溶剂	0	1	0

资料来源: 国家专利局、招商证券; 数据截止时间 2020 年 12 月 29 日

表 15: 电解液添加剂及溶剂相关专利申请情况

华一专利申请情况			华盛专利申请情况			瀚康专利申请情况		
年份	添加剂	溶剂	年份	添加剂	溶剂	年份	添加剂	溶剂
2013 年			2013 年			2013 年	3	
2014 年			2014 年			2014 年	1	
2015 年			2015 年			2015 年		
2016 年	1		2016 年			2016 年	3	
2017 年	4		2017 年			2017 年		
2018 年	5		2018 年			2018 年	4	
2019 年			2019 年			2019 年	2	
2020 年	3		2020 年	12	1	2020 年	1	
合计	13	0	合计	12	1	合计	14	0

资料来源: 国家专利局、招商证券;

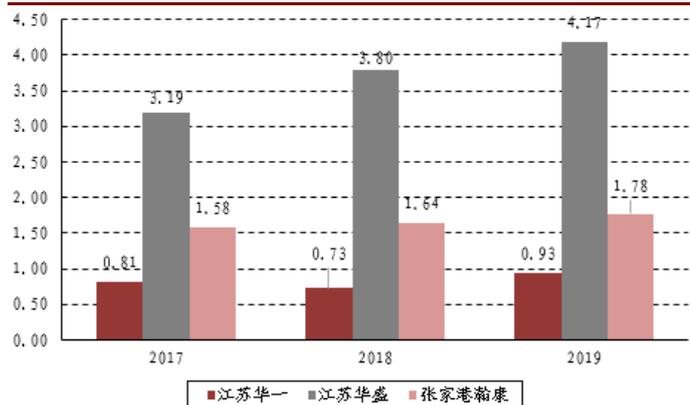
注: 数据截止时间 2020 年 12 月 29 日

表 16: 主要电解液添加剂公司产能

公司	产能 (吨)
江苏华一	2500-3000
江苏华盛	5800
新宙邦 (瀚康+南通新宙邦)	3000

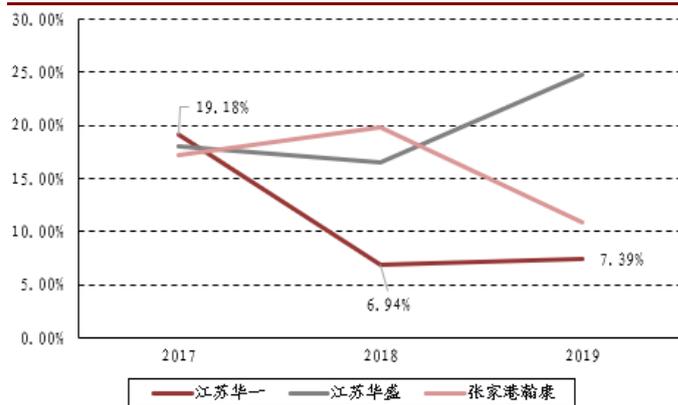
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 12: 三家添加剂公司营收估计 (亿元)



资料来源: 公司公告, 招商证券; 注: 2019 年江苏华盛为预测值

图 13: 三家添加剂公司盈利能力情况



资料来源: 公司公告, 招商证券; 注: 2019 年江苏华盛为预测值

## 四、盈利预测

公司原有业务是环氧乙烷产业链，主营产品减水剂国内市占率 40%左右，有竞争力并保持中速增长。

同时，公司基于环氧乙烷向锂电池电解液溶剂和添加剂延伸，正在构建 EO-EC-DMC/EMC/DEC（电解液溶剂）和 EO-EC-CEC-VC/FEC（电解液添加剂）延伸业务。此外，公司参股的江苏华一（持有 35%股权）还具备 LiFSI、LFO 等新型添加剂业务，未来随着新型添加剂应用，将成为电解液产业下一个制高点，公司与华一的合作有望形成竞争优势。

预计 2020 和 2021 年公司将实现归上净利润约 4.11、5.44 亿元。首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价为 13.6-14.7 元。

表 17：业绩预测

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
聚醚单体	营业收入（百万元）	5,126.29	5,077.03	4721.6	5524.3	6518.7
	YoY（%）	26.6	-1.0	-7.0	17.0	18.0%
	营业成本（百万元）	4,491.10	4,394.61	3918.96	4585.18	5410.52
	毛利率（%）	12.4	13.4	17.0	17.0	17.0%
环氧乙烷	营业收入（百万元）	459.58	315.78	284.2	341.0	409.3
	YoY（%）		-31.3	-10.0	20.0	20.0%
	营业成本（百万元）	418.70	306.86	252.94	306.94	360.14
	毛利率（%）	8.9	2.8	11.0	10.0	12.0%
聚乙二醇	营业收入（百万元）	829.07	82.61	74.3	81.8	94.1
	YoY（%）	220.0	-90.0	-10.0	10.0	15.0%
	营业成本（百万元）	812.68	69.26	60.97	67.06	77.12
	毛利率（%）	2.0	16.2	18.0	18.0	18.0%
其他	营业收入（百万元）	1034.07	812.99	650.4	585.4	585.4
	YoY（%）	-25.7	-21.4	-20.0	-10.0	0.0%
	营业成本（百万元）	920.11	769.36	611.37	550.23	550.23
	毛利率（%）	11.0	5.4	6.0	6.0	6.0%
营业总收入（百万元）	7,449.02	6,288.42	5730.6	6532.5	7607.3	
YoY（%）	30.7%	-15.6	-8.9	14.0	16.5	
营业总成本（百万元）	6,642.59	5,540.09	4844.2	5509.4	6398.0	
毛利率（%）	10.8%	11.9	15.5	15.7	15.9	

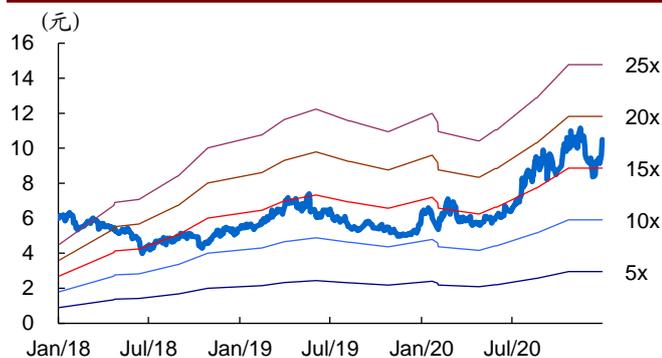
资料来源：公司公告，招商证券

## 风险提示

- 1) **材料价格下降风险。**公司原有业务以环氧乙烷和聚醚单体等业务为主，若行业大幅扩张可能导致材料价格下降风险。
- 2) **DMC 业务发展不及预期。**公司基于原有的环氧乙烷业务，向下游拓展电解液溶剂业务，但目前纯度还未达到下游电解液企业要求，存在不及预期的风险。
- 3) **并购整合不及预期。**公司今年参股江苏华一进军电解液添加剂业务，进一步围绕环氧乙烷拓展下游应用，但该领域公司此前未有涉及，可能存在并购整合不及预期风险。

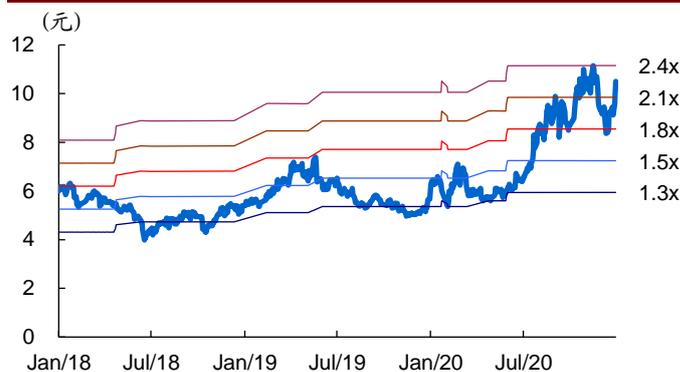
## PE-PB Band

图 14: 奥克股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 15: 奥克股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2527	2055	1946	2210	2902
现金	722	446	491	589	1060
交易性投资	0	268	268	268	268
应收票据	893	12	11	12	14
应收款项	442	325	279	318	371
其它应收款	54	22	20	22	26
存货	296	257	218	248	288
其他	121	726	659	752	875
<b>非流动资产</b>	3077	2827	2653	2555	2475
长期股权投资	240	237	237	237	237
固定资产	2016	1875	1725	1641	1566
无形资产	458	442	398	358	322
其他	363	273	293	319	349
<b>资产总计</b>	<b>5604</b>	<b>4882</b>	<b>4599</b>	<b>4765</b>	<b>5377</b>
<b>流动负债</b>	2098	1402	933	820	891
短期借款	891	528	235	39	0
应付账款	784	615	538	612	710
预收账款	80	70	61	70	81
其他	344	188	100	100	100
<b>长期负债</b>	234	59	59	59	59
长期借款	184	0	0	0	0
其他	50	59	59	59	59
<b>负债合计</b>	<b>2332</b>	<b>1461</b>	<b>992</b>	<b>879</b>	<b>951</b>
股本	681	681	681	681	681
资本公积金	1687	1699	1699	1699	1699
留存收益	715	843	1011	1267	1779
少数股东权益	189	199	216	239	267
归属于母公司所有者权益	3083	3223	3391	3647	4159
<b>负债及权益合计</b>	<b>5604</b>	<b>4882</b>	<b>4599</b>	<b>4765</b>	<b>5377</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	720	1249	771	737	813
净利润	326	347	411	544	675
折旧摊销	252	258	275	249	231
财务费用	121	56	27	35	30
投资收益	(39)	(16)	(27)	(30)	(40)
营运资金变动	41	568	72	(86)	(116)
其它	19	37	12	25	32
<b>投资活动现金流</b>	(113)	(329)	(73)	(120)	(110)
资本支出	(29)	(103)	(100)	(150)	(150)
其他投资	(85)	(225)	27	30	40
<b>筹资活动现金流</b>	(667)	(913)	(652)	(519)	(232)
借款变动	(465)	(638)	(382)	(196)	(39)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(11)	12	0	0	0
股利分配	(94)	(228)	(243)	(288)	(163)
其他	(97)	(58)	(27)	(35)	(30)
<b>现金净增加额</b>	<b>(60)</b>	<b>7</b>	<b>45</b>	<b>98</b>	<b>471</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	7449	6288	5731	6532	7607
营业成本	6643	5540	4844	5509	6398
营业税金及附加	25	27	25	29	33
营业费用	88	113	138	137	152
管理费用	125	111	138	137	152
研发费用	29	35	63	46	53
财务费用	111	55	27	35	30
资产减值损失	(63)	(9)	(15)	(5)	(5)
公允价值变动收益	0	2	2	0	0
其他收益	10	11	10	10	10
<b>投资收益</b>	39	16	15	20	30
营业利润	414	425	508	664	824
营业外收入	1	9	0	0	0
<b>营业外支出</b>	8	2	2	2	2
利润总额	406	432	507	663	822
所得税	67	70	79	96	119
少数股东损益	13	15	17	23	28
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>326</b>	<b>347</b>	<b>411</b>	<b>544</b>	<b>675</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	31%	-16%	-9%	14%	16%
营业利润	57%	3%	19%	31%	24%
净利润	55%	6%	19%	32%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.8%	11.9%	15.5%	15.7%	15.9%
净利率	4.4%	5.5%	7.2%	8.3%	8.9%
ROE	10.6%	10.8%	12.1%	14.9%	16.2%
ROIC	9.5%	9.9%	11.7%	15.1%	16.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.6%	29.9%	21.6%	18.4%	17.7%
净负债比率	22.3%	12.6%	5.1%	0.8%	0.0%
流动比率	1.2	1.5	2.1	2.7	3.3
速动比率	1.1	1.3	1.9	2.4	2.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.4	1.4
存货周转率	18.9	20.0	20.4	23.6	23.9
应收帐款周转率	5.1	7.5	18.3	21.0	21.3
应付帐款周转率	6.5	7.9	8.4	9.6	9.7
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.48	0.51	0.60	0.80	0.99
每股经营现金	1.06	1.83	1.13	1.08	1.19
每股净资产	4.53	4.73	4.98	5.36	6.11
每股股利	0.34	0.36	0.42	0.24	0.30
<b>估值比率</b>					
PE	21.9	20.6	17.4	13.1	10.6
PB	2.3	2.2	2.1	2.0	1.7
EV/EBITDA	10.5	11.1	9.4	8.1	7.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车产业链。

**普绍增：**上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。