

环氧乙烷产业链纵向整合，未来成长可期

——奥克股份（300082.SZ）2020年度业绩预告点评

要点

事件：2021年1月22日，公司发布2020年度业绩预告公告，报告期内实现归母净利润4.0-4.1亿元，折EPS 0.59-0.60元，同比增长13.62%-16.46%。

点评：

2020年聚醚单体毛利提升，公司业绩增长超预期

公司是国内环氧乙烷（EO）精加工领域龙头企业，拥有130万吨/年环氧乙烷深加工能力，以及20万吨乙烯制EO产能，并拥有国内单套装置规模最大的5万立方米低温乙烯储罐。2020年，公司主营产品聚羧酸减水剂聚醚单体销售毛利同比增长。聚醚单体业务实现毛利约7.44亿元，较上年同期增长约8%；实现毛利率约16%，同比增加近3个百分点。

第四季度锂电池电解液溶剂产能释放，或成为公司业绩主要增长点

公司‘年产2万吨新能源锂电池电解液溶剂’项目于2020年10月27日正式投产。2020年Q4，公司实现锂电池电解液溶剂95%的产销率，销售电解液溶剂约3500吨，毛利率约38%，毛利润约1000万元。在新能源汽车需求持续增长，电解液价格持续上涨拉动上游溶剂价格持续攀升的大环境下，未来，锂电池电解液溶剂相关业务或将成为公司业绩的主要增长点。

积极布局EO下游高端应用，EC/DMC项目前景广阔

公司积极布局和开发环氧乙烷下游的高端应用，提升差别化产品的附加值。公司自筹资金1.73亿元资金，于2020年12月21日完成奥克药辅67%股权的收购，且公司收购并增资苏州华一新能源科技有限公司，股权占比提升至35%，成功实现‘乙烯-EO-EC/DMC-CEC-VC/FEC’的锂电池电解液溶剂产业链下游的纵向整合。

盈利预测、估值与评级

根据公司2020年业绩预告公告，我们下调了对公司2020年的盈利预测。受益于海外需求复苏，未来公司聚醚单体销量将逐渐回升；且公司电解液项目拥有较强的成本优势，将在新能源行业需求快速增长的大环境下拥有较强的竞争优势及盈利能力，故我们维持对公司2021-2022年的盈利预测，预计公司2020-2022年EPS分别为0.60、0.72和0.82元。公司成功实现环氧乙烷产业链纵向整合，并积极进行下游差异化、高端化产品布局，长期持续向好，故我们维持‘买入’评级。

风险提示：基建及房地产需求不及预期；环氧乙烷或聚醚单体产能大幅增加的风险；DMC项目不及预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,449.02	6,288.42	5,678.45	7,167.09	8,337.89
营业收入增长率	30.71%	-15.58%	-9.70%	26.22%	16.34%
净利润（百万元）	325.69	346.69	409.14	492.98	558.29
净利润增长率	55.49%	6.45%	18.01%	20.49%	13.25%
EPS（元）	0.48	0.51	0.60	0.72	0.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.56%	10.76%	12.02%	13.58%	14.44%
P/E	30	29	24	20	18
P/B	3.2	3.1	2.9	2.7	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-25

买入（维持）

当前价：14.52元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

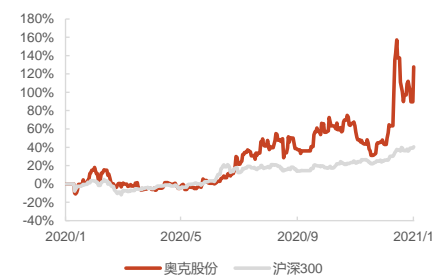
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.80
总市值(亿元)	98.75
一年最低/最高(元)	5.29/17.84
近3月换手率	235.98%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	47.46	26.41	87.08
绝对	59.04	45.64	127.59

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,449	6,288	5,678	7,167	8,338
营业成本	6,643	5,540	4,912	6,197	7,244
折旧和摊销	217	226	241	248	256
税金及附加	25	27	25	31	36
销售费用	88	113	102	129	150
管理费用	125	111	101	127	148
研发费用	29	35	32	40	47
财务费用	111	55	44	41	41
投资收益	39	16	16	16	16
营业利润	414	425	506	606	684
利润总额	406	432	506	606	684
所得税	67	70	82	98	110
净利润	339	362	425	508	574
少数股东损益	13	15	15	15	15
归属母公司净利润	326	347	409	493	558
EPS(按最新股本计)	0.48	0.51	0.60	0.72	0.82

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	720	1,249	675	793	866
净利润	326	347	409	493	558
折旧摊销	217	226	241	248	256
净营运资金增加	281	(310)	(30)	107	82
其他	(104)	986	55	(54)	(30)
投资活动产生现金流	(113)	(329)	(164)	(189)	(164)
净资本支出	(28)	(103)	(180)	(180)	(180)
长期投资变化	240	237	0	0	0
其他资产变化	(325)	(463)	16	(9)	16
融资活动现金流	(667)	(913)	(502)	(485)	(482)
股本变化	0	0	(0)	0	0
债务净变化	(344)	(634)	(230)	(177)	(121)
无息负债变化	(483)	(237)	(83)	174	141
净现金流	(60)	10	9	119	220

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	10.8%	11.9%	13.5%	13.5%	13.1%
EBITDA 率	9.9%	11.8%	13.2%	12.6%	11.8%
EBIT 率	6.5%	7.7%	9.0%	9.1%	8.7%
税前净利润率	5.5%	6.9%	8.9%	8.5%	8.2%
归母净利润率	4.4%	5.5%	7.2%	6.9%	6.7%
ROA	6.1%	7.4%	8.9%	10.2%	10.9%
ROE (摊薄)	10.6%	10.8%	12.0%	13.6%	14.4%
经营性 ROIC	9.8%	11.3%	12.2%	15.5%	17.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	42%	30%	24%	23%	22%
流动比率	1.20	1.47	1.84	2.10	2.38
速动比率	1.06	1.28	1.62	1.83	2.07
归母权益/有息债务	2.47	5.22	8.81	17.32	43.68
有形资产/有息债务	3.94	6.92	10.76	21.01	52.87

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	5,604	4,882	4,766	5,004	5,277
货币资金	722	446	454	573	793
交易性金融资产	0	268	268	268	268
应收帐款	442	325	294	371	431
应收票据	893	12	11	13	16
其他应收款 (合计)	54	22	19	25	29
存货	296	257	235	296	346
其他流动资产	56	662	662	662	662
流动资产合计	2,527	2,055	1,999	2,280	2,629
其他权益工具	0	4	4	4	4
长期股权投资	240	237	237	237	237
固定资产	2,016	1,875	1,722	1,582	1,450
在建工程	8	52	133	195	240
无形资产	380	364	357	350	343
商誉	78	78	78	78	78
其他非流动资产	129	38	38	38	38
非流动资产合计	3,077	2,827	2,766	2,724	2,648
总负债	2,332	1,461	1,148	1,144	1,164
短期借款	891	528	298	121	0
应付账款	357	394	349	441	515
应付票据	427	221	196	247	289
预收账款	80	70	63	80	93
其他流动负债	4	3	3	3	3
流动负债合计	2,098	1,402	1,089	1,085	1,105
长期借款	184	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	46	46	46	46
非流动负债合计	234	59	59	59	59
股东权益	3,272	3,422	3,618	3,859	4,113
股本	681	681	680	680	680
公积金	1,805	1,834	1,875	1,925	1,980
未分配利润	579	672	812	988	1,170
归属母公司权益	3,083	3,223	3,404	3,629	3,867
少数股东权益	189	199	215	230	245

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	2%	2%	2%	2%	2%
财务费用率	1%	1%	1%	1%	0%
研发费用率	0%	1%	1%	1%	1%
所得税率	17%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.14	0.34	0.39	0.47	0.53
每股经营现金流	1.06	1.83	0.99	1.17	1.27
每股净资产	4.53	4.73	5.00	5.33	5.68
每股销售收入	10.94	9.24	8.35	10.54	12.26

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	30	29	24	20	18
PB	3.2	3.1	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	16	15	14	11	10
股息率	1%	2%	3%	3%	4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳