

奥克股份 (300082.SZ)

锂电材料业务景气向上，一体化 EOD 龙头竞争力不断增强

在以锂电材料为主的 EOD 领域持续发力，成长属性强劲。公司是我国环氧乙烷衍生物（EOD）龙头企业，在建材领域 EOD 材料聚醚单体国内市占率已超过 40%。未来将受益于由低附加值的建材领域 EOD 材料，向高附加值的锂电 EOD 材料、药辅 EOD 材料持续延伸，享受估值中枢提升和业绩加速成长的“戴维斯双击”。一方面，公司在扬州、海南等地的投资将进一步扩大公司 EOD 产能，并向锂电溶剂、日化表面活性剂等高附加值 EOD 领域持续延伸；另一方面，公司参股的苏州华一在大连投资的 11.65 万吨锂电材料项目正在紧锣密鼓建设，达成后将贡献可观收益。

电解液添加剂景气向上，与华一共建一体化产业链战略意义重大。锂电池电解液添加剂 VC 具有较高的自聚合性，并且随着设备容量的增大自聚合现象会增强，从而使其纯度难以达到锂电池要求。造成行业有效产能远低于总产能，供货紧张，价格持续上涨。公司参股的苏州华一在锂电材料领域具备深厚的研发积累和丰富的技术储备。华一的 11.65 万吨锂电材料项目不仅大幅加码主流电解液添加剂 VC、FEC，并且将华一过去储备的二氟磷酸锂、PS 等高附加值添加剂以及低成本路线六氟磷酸锂技术产业化。随着后续电解质产能的投放，奥克与华一将共同实现对电解液材料：电解质、溶剂、添加剂的全方位布局，战略意义重大。而与拥有优质客户资源、雄厚研发实力、强有力产业背景的锂电材料平台厂商研一合作将为公司打下坚实的下游基础。

立足颠覆性工艺构建 EC-CEC-VC/FEC 锂电材料产业链。公司于 2020 年 10 月公布年产 2 万吨 EC/DMC 锂电池溶剂项目达产。公司的锂电材料产业链的核心优势包括：第一，目前主流的溶剂生产工艺均采用环氧丙烷作为主要原材料。在当前市场价格下，DMC 厂商若为配套环氧丙烷产能极难实现盈利。而公司采用环氧乙烷路线生产 DMC，原材料成本较环氧丙烷路线低超过 50%；第二，产业链向下延伸。华一的主要产品电解液添加剂 VC/FEC 以奥克扬州项目产品 EC/DMC 作为原材料。EC、DMC 等碳酸酯类溶剂的绿色工艺将成为公司未来的重要方向。

投资建议：公司持续从建材类化学品进入锂电材料、药辅材料等高盈利、高估值赛道，盈利能力和成长性将持续提升。借助新能源汽车高景气，公司锂电材料业务盈利能力持续提升。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 69.13/84.67/110.99 亿元，归母净利润分别为 4.21/6.38/10.61 亿元，分别对应 25.4/16.7/10.1 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：基建投资增速低于预期，减水剂聚醚单体对手扩产多于预期，DMC 项目扩产进度慢于预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,288	5,708	6,913	8,467	11,099
增长率 yoy (%)	-15.6	-9.2	21.1	22.5	31.1
归母净利润(百万元)	347	403	421	638	1,061
增长率 yoy (%)	6.4	16.2	4.5	51.5	66.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.51	0.59	0.62	0.94	1.56
净资产收益率(%)	10.6	12.5	12.0	16.1	22.1
P/E(倍)	30.8	26.5	25.4	16.7	10.1
P/B(倍)	3.3	3.3	3.1	2.7	2.3

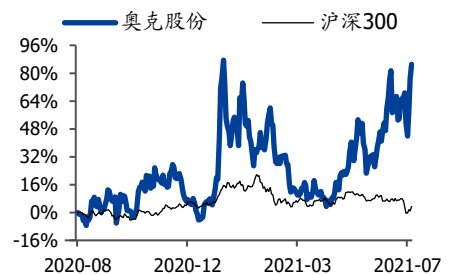
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 2 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
8月2日收盘价(元)	15.70
总市值(百万元)	10,677.54
总股本(百万股)	680.10
其中自由流通股(%)	99.63
30日日均成交量(百万股)	34.47

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 王磊

执业证书编号: S0680518030001

邮箱: wanglei1@gszq.com

相关研究

- 1、《奥克股份(300082.SZ): 围绕高附加值 EOD 产品持续发力, 全面打开成长空间》2020-12-29
- 2、《奥克股份(300082.SZ): 收购药辅材料业务, 持续向高附加值 EO 衍生品领域转型》2020-11-20
- 3、《奥克股份(300082.SZ): EC/DMC 项目取得进展, 内生外延打造一体化锂电材料产业链》2020-10-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2055	2295	2511	2711	3546
现金	446	639	615	688	1028
应收票据及应收账款	337	319	475	497	778
其他应收款	22	7	28	15	41
预付账款	64	93	97	135	169
存货	257	322	380	460	614
其他流动资产	930	916	916	916	916
非流动资产	2827	3138	3422	3766	4368
长期投资	237	300	371	442	513
固定资产	1875	1890	2147	2449	3016
无形资产	364	378	380	385	373
其他非流动资产	351	570	524	490	466
资产总计	4882	5433	5932	6477	7915
流动负债	1402	1835	2122	2189	2724
短期借款	528	781	781	781	781
应付票据及应付账款	615	587	869	873	1355
其他流动负债	258	467	472	535	587
非流动负债	59	88	99	105	112
长期借款	0	18	29	35	43
其他非流动负债	59	70	70	70	70
负债合计	1461	1923	2221	2294	2836
少数股东权益	199	230	253	288	352
股本	681	680	680	680	680
资本公积	1707	1588	1588	1588	1588
留存收益	798	956	1127	1360	1762
归属母公司股东权益	3223	3280	3459	3895	4726
负债和股东权益	4882	5433	5932	6477	7915

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1249	623	788	942	1558
净利润	362	437	444	674	1124
折旧摊销	258	261	227	270	331
财务费用	55	32	98	88	89
投资损失	-16	-16	-26	-24	-20
营运资金变动	551	-124	47	-64	36
其他经营现金流	39	32	-1	-2	-2
投资活动现金流	-329	-372	-483	-589	-912
资本支出	103	366	213	273	532
长期投资	-236	-29	-71	-71	-71
其他投资现金流	-461	-35	-341	-388	-451
筹资活动现金流	-913	-95	-328	-281	-306
短期借款	-363	253	0	0	0
长期借款	-184	18	11	6	8
普通股增加	0	-1	0	0	0
资本公积增加	3	-120	0	0	0
其他筹资现金流	-369	-246	-339	-287	-314
现金净增加额	10	154	-23	72	341

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6288	5708	6913	8467	11099
营业成本	5540	4953	6000	7178	9181
营业税金及附加	27	31	29	37	51
营业费用	113	19	87	106	129
管理费用	111	129	138	212	244
研发费用	35	47	55	68	89
财务费用	55	32	98	88	89
资产减值损失	-12	-15	0	0	0
其他收益	11	21	0	0	0
公允价值变动收益	2	3	1	2	2
投资净收益	16	16	26	24	20
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	425	520	532	804	1338
营业外收入	9	1	5	4	5
营业外支出	2	7	5	6	5
利润总额	432	514	532	803	1338
所得税	70	77	89	129	213
净利润	362	437	444	674	1124
少数股东损益	15	35	23	36	64
归属母公司净利润	347	403	421	638	1061
EBITDA	708	805	788	1102	1692
EPS (元)	0.51	0.59	0.62	0.94	1.56

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-15.6	-9.2	21.1	22.5	31.1
营业利润(%)	2.9	22.3	2.3	51.1	66.3
归属于母公司净利润(%)	6.4	16.2	4.5	51.5	66.3
获利能力					
毛利率(%)	11.9	13.2	13.2	15.2	17.3
净利率(%)	5.5	7.1	6.1	7.5	9.6
ROE(%)	10.6	12.5	12.0	16.1	22.1
ROIC(%)	9.7	11.2	10.8	14.6	20.3
偿债能力					
资产负债率(%)	29.9	35.4	37.4	35.4	35.8
净负债比率(%)	6.3	6.4	7.0	4.7	-2.6
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5
应收账款周转率	7.5	17.4	17.4	17.4	17.4
应付账款周转率	7.9	8.2	8.2	8.2	8.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.59	0.62	0.94	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	0.92	1.16	1.38	2.29
每股净资产(最新摊薄)	4.74	4.82	5.09	5.73	6.95
估值比率					
P/E	30.8	26.5	25.4	16.7	10.1
P/B	3.3	3.3	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	15.3	13.6	14.0	10.0	6.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 2 日收盘价

内容目录

1. 立足 EOD 产业链，持续向锂电材料发力	4
1.1. 立足环氧乙烷衍生品产业链，向高附加值领域延伸	4
1.2. 锂电材料——公司崭新的发力点	5
2. 与华一战略合作，抢攻锂电池电解液材料制高点	6
2.1. 新能源汽车高速渗透，锂电材料景气向上	6
2.2. 电解液添加剂：供给端受限，华一大连项目新增产能快马加鞭	7
2.2.1. 添加剂 VC 供给端紧张的核心原因	9
2.2.2. 苏州华一大连项目紧锣密鼓建设中，达成后有望填补市场缺口	10
2.3. 溶剂：立足自主研发低成本工艺，与添加剂形成一体化产业链	10
3. 盈利预测与估值建议	11
3.1. 关键假设	11
3.2. 盈利预测与估值建议	11
4. 风险提示	12

图表目录

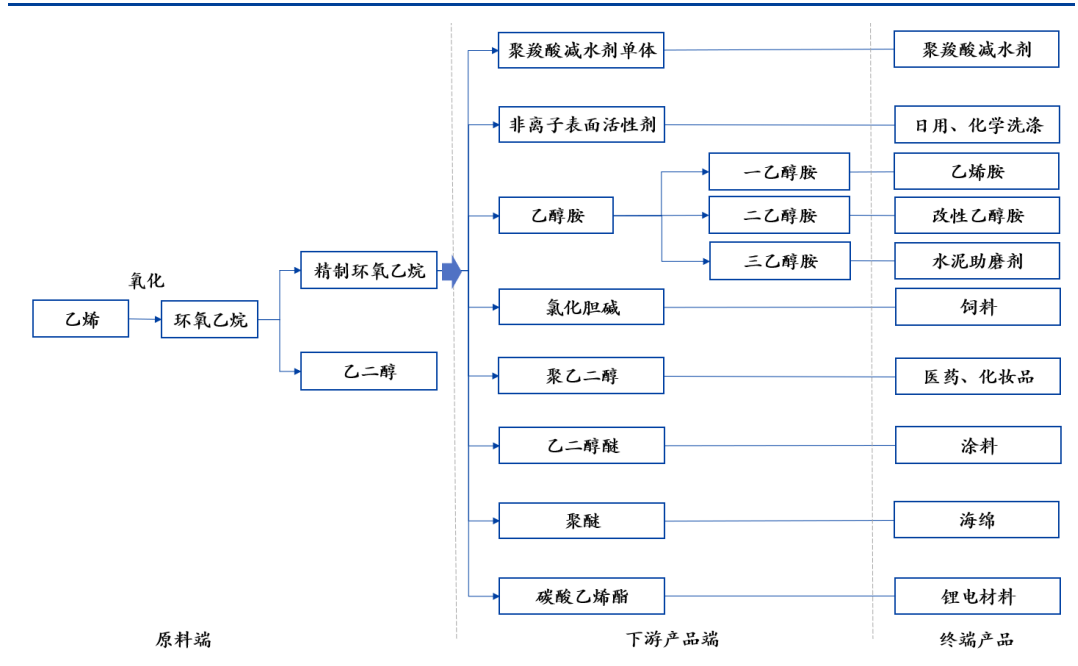
图表 1: 环氧乙烷衍生品产业链	4
图表 2: 环氧乙烷衍生品分品种产量 (万吨)	5
图表 3: 减水剂份额占比	5
图表 4: 公司营业收入 (亿元)	5
图表 5: 公司归母净利润 (亿元)	5
图表 6: 公司锂电材料业务核心产业链图	6
图表 7: 我国新能源汽车销量及预测 (万辆)	6
图表 8: 2021 年新能源汽车月度产销量 (万辆)	6
图表 9: 全球锂电池需求测算 (GWh)	7
图表 10: 电解液成分质量分数占比	7
图表 11: 电解液添加剂 (VC、FEC、PS、DTD) 对比	8
图表 12: 我国电解液需求预测 (万吨)	9
图表 13: 我国 VC、FEC 需求量预测 (万吨)	9
图表 14: EC、VC、FEC 结构式	9
图表 15: 两种酯交换溶剂生产工艺	10
图表 16: 公司分板块收入拆分 (亿元)	11
图表 17: 公司可比分析	12

1. 立足 EOD 产业链，持续向锂电材料发力

1.1. 立足环氧乙烷衍生品产业链，向高附加值领域延伸

奥克是我国最大的环氧乙烷衍生品厂商，拥有 135 万吨环氧乙烷精深加工能力，配套 30 万吨环氧乙烷产能，以及亚洲最大 5 万吨低温乙烯储罐。公司立足全国最大的环氧乙烷精深加工能力、一体化环氧乙烷衍生品（EOD）产业链，由建材类化学品向锂电材料持续延伸，构建囊括溶剂、添加剂、电解质的一体化产业链，成为奥克的发力重心，盈利能力和成长性都将迎来持续提升。

图表 1: 环氧乙烷衍生品产业链

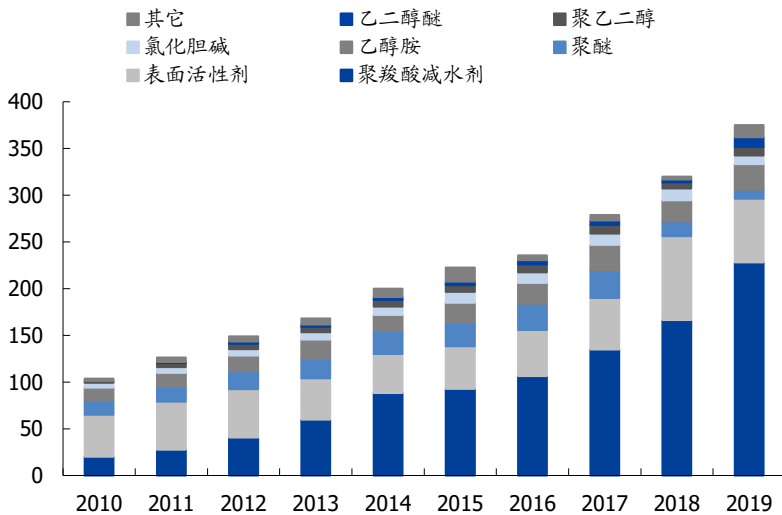


资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

环氧乙烷拥有广泛的衍生物族群，应用于建材、锂电、日化等下游领域。环氧乙烷（EO）是乙烯衍生物中仅次于聚乙烯的第二大衍生化工产品。国内环氧乙烷装置主要分为两部分，一部分为联产乙二醇，一部分为精制环氧乙烷，即商品环氧乙烷。商品环氧乙烷拥有广泛的衍生物群落，其衍生精细化学品多达 5000 多种。其中，减水剂聚醚单体是商品环氧乙烷最大的下游，占比近 50%。减水剂属于混凝土外加剂，能改善混凝土工作性能。而减水剂聚醚单体为合成目前应用最大的减水剂——聚羧酸减水剂的原材料，因此广泛应用于建筑工程领域，尤其是对混凝土性能要求较高的高铁、地铁、高速公路、高楼、机场等领域。

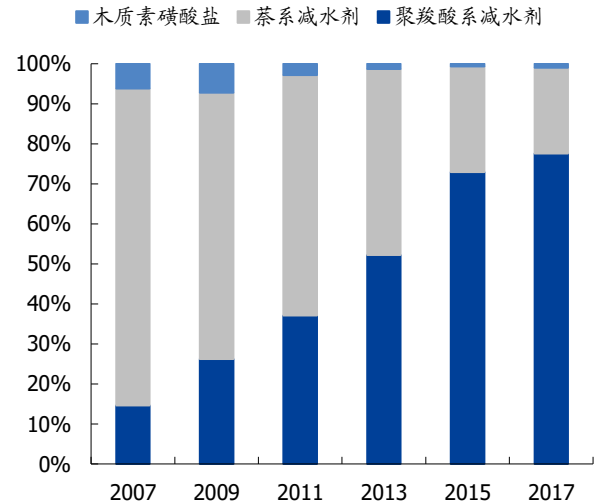
减水剂单体业务已取得较强市场话语权，后续锂电材料将成为核心发力点。萘系减水剂分子仅仅靠静电斥力将水泥颗粒分开，保持其稳定性。然而，聚羧酸减水剂不仅依靠静电斥力，同时还依靠长侧链的空间位阻作用使其分开，因此有比萘系减水剂更好的分散性和分散保持性。因此，与萘系减水剂相比，聚羧酸减水剂减水率更高、掺量更低、保坍性能更好。并且，由于萘系减水剂在生产过程中会伴随着萘和甲醛等污染物，在国内环保监管趋严的趋势下，国内一些萘系减水剂的企业转向生产聚羧酸系减水剂。然而目前，我国第三代聚羧酸系减水剂份额已超 80%，后续进一步替代空间有限。公司开始将业务向锂电 EOD 材料领域延伸。

图表 2: 环氧乙烷衍生品分品种产量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 3: 减水剂份额占比



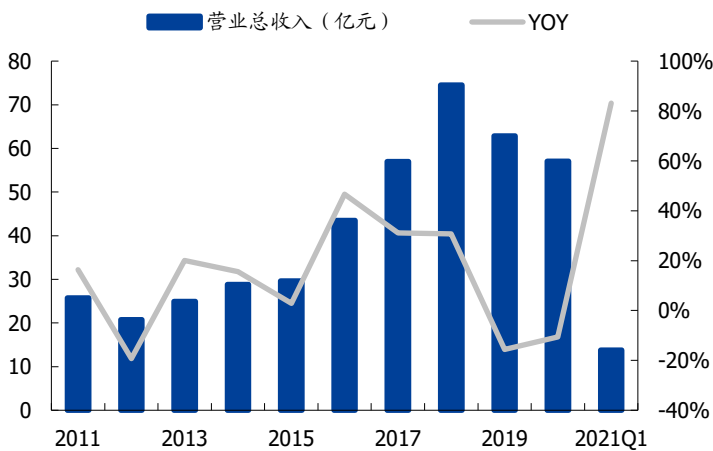
资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

1.2. 锂电材料——公司崭新的发力点

立足于环氧精深加工技术（催化剂、危化易爆品处理技术等）和自产原料产能，寻找环氧乙烷衍生品中的高附加值或高成长性应用，而不局限于任何一个终端应用行业或某种具体产品是公司的特点。公司上市后业务经过了两个阶段：

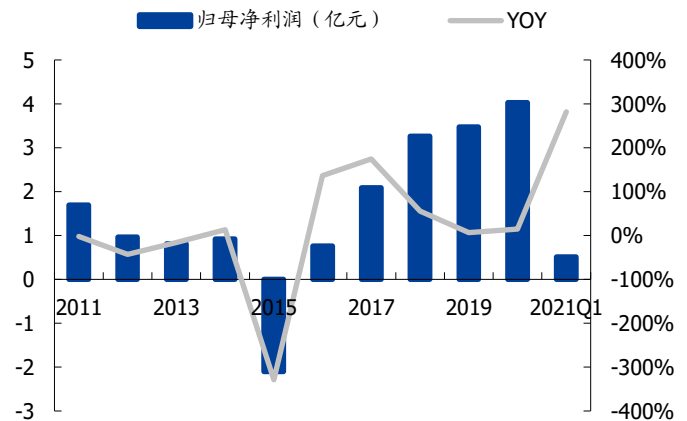
- 2016 年以前，业务从以多晶硅切割液为主，终端应用为光伏行业；
- 2020 年以前，业务以聚羧酸减水剂单体为主，终端应用为基建、房地产。该业务在第三代减水剂快速替代第二代减水剂的背景，以及基建房地产需求的拉动下，具有良好成长性；
- 2020 年开始，开展以锂电材料为主的高附加值 EOD 业务。高盈利、高估值的领域，盈利能力和成长性都会有持续提升。

图表 4: 公司营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司归母净利润 (亿元)

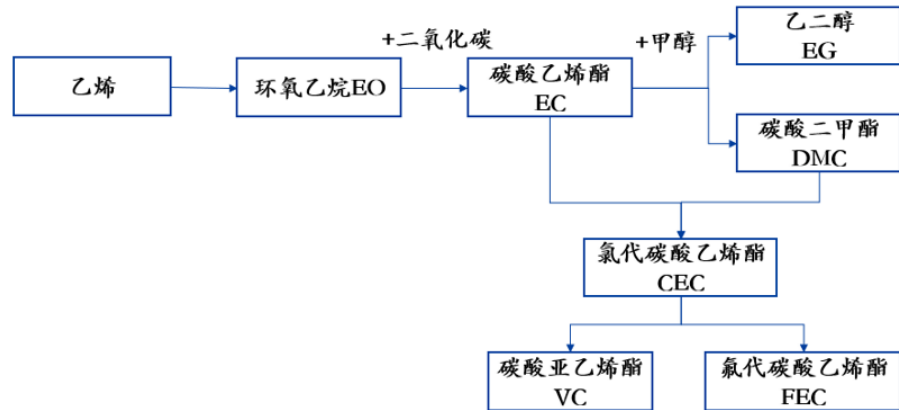


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

构建一体化电解液材料产业链。立足于与中科院合作研发的环氧乙烷酯交换法低成本生产溶剂 EC 技术，与苏州华一合作构建溶剂-添加剂一体化锂电材料产业链，开展五种溶

剂（EC、PC、DMC、EMC、DEC）业务以及两种主流添加剂（VC、FEC）、两种主流电解质（LiPF₆、LiFSI）业务，囊括电解液所需的主流锂电材料。

图表6：公司锂电材料业务核心产业链图



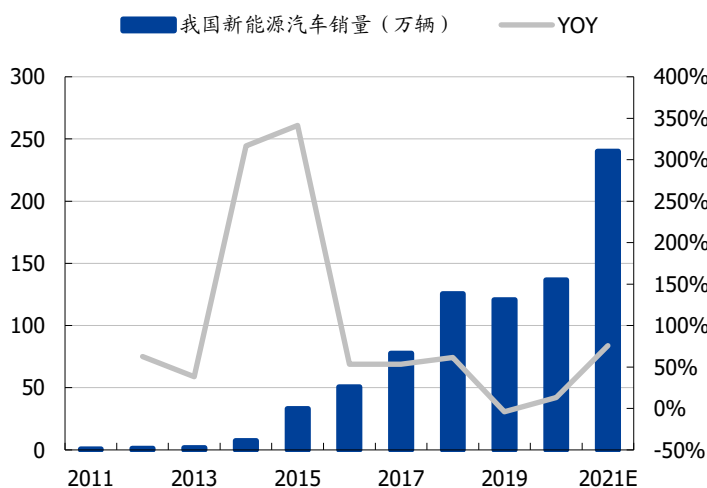
资料来源：CNKI，国盛证券研究所

2. 与华一战略合作，抢攻锂电池电解液材料制高点

2.1. 新能源汽车高速渗透，锂电材料景气向上

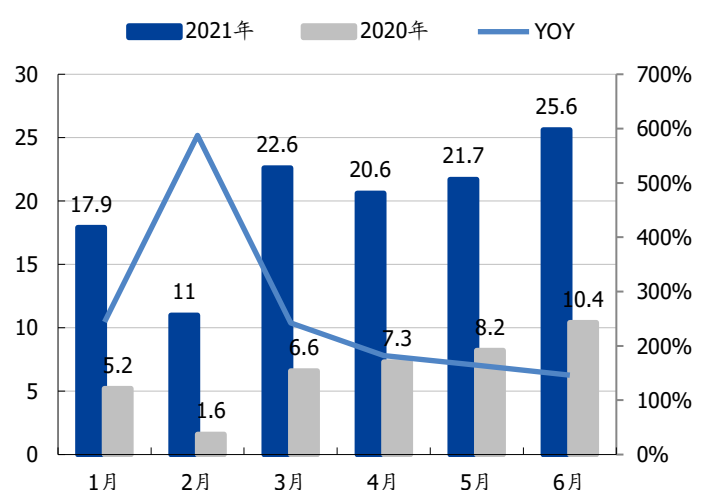
短期看，2021年我国新能源汽车景气度持续高涨，1-6月，新能源汽车产销分别完成121.5、120.6万辆，同比均增长超过100%，目前半年累计销量已与2019年全年水平持平。中汽协预测2021年我国新能源汽车销量预计将达到240万台。随着下半年新能源汽车进入产销两旺，我国动力电池出货量将持续强势增长。

图表7：我国新能源汽车销量及预测（万辆）



资料来源：中汽协，国盛证券研究所

图表8：2021年新能源汽车月度产销量（万辆）

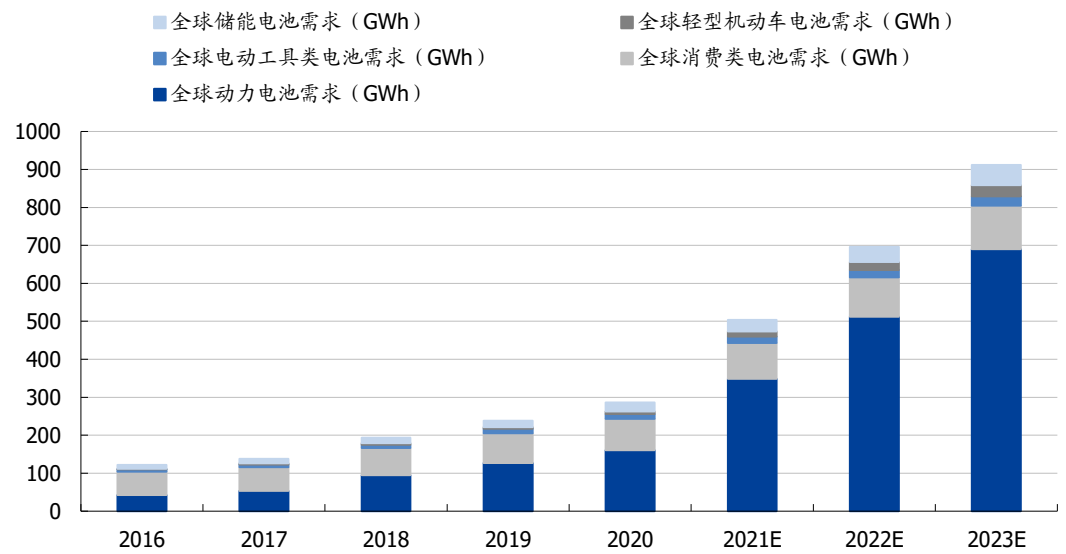


资料来源：中汽协，国盛证券研究所

新能源车带动新能源电池需求高增长。新能源电池包括动力电池、数码电池、储能电池、轻型机动车电池等。电动车的高景气将带动动力电池需求高增长；并且，无论是传统的煤炭发电还是风力发电、水力发电均为连续发电，而用电需求是间断的，发电的连续性

和用电的间断性产生了储能的需求，因而储能电池具有非常广阔的需求前景。

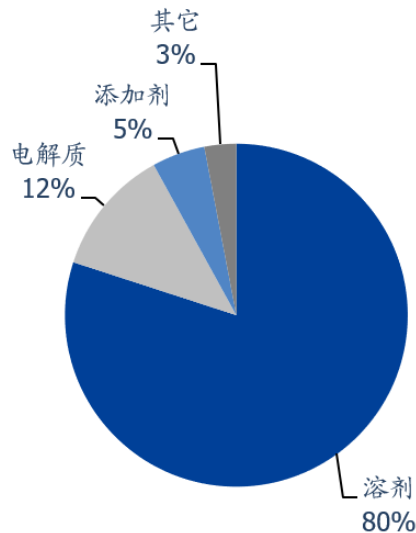
图表 9: 全球锂电池需求测算 (GWh)



资料来源: 高工锂电, 国盛证券研究所

电解液是锂电池的“血液”。在四种主要结构中，电解液的作用为在电池正负极之间输送和传导锂离子，被称为锂电池的“血液”。电解液由溶剂、溶质（锂盐）、添加剂三种成分组成。在用量方面，溶剂占比最高达 80%，溶质、添加剂分别为 12%、5%。

图表 10: 电解液成分质量分数占比



资料来源: 石大胜华, 国盛证券研究所

2.2. 电解液添加剂：供给端受限，华一大连项目新增产能快马加鞭

VC 和 FEC 是目前用量最大的电解液添加剂。电解液添加剂是生产锂电池不可或缺的重要原材料，在锂电池中质量分数占比约 5%。其中，碳酸亚乙烯酯（VC）和氟代碳酸乙烯酯（FEC）由于具备优化 SEI 膜的成膜、降低低温内阻、提升电池低温性能等多种功能，目前仍是电解液中用量最大的常规添加剂。除此以外，常用的电解液添加剂还包括丙烷磺酸内酯（PS）、硫酸乙烯酯（DTD）、二氟磷酸锂（LiPO₂F₂）等：

1) 碳酸亚乙烯酯 (VC): 在高温环境下, 电解液中存在的六氟磷酸锂很易分解为氟化锂以及五氟化磷, 并在电解液中游离状的醇的作用下生成三氟氧磷。VC 可捕获游离状的醇盐阴离子, 并使更多的碳酸亚乙烯酯在电解液循环的过程中与三氟氧磷发生反应, 从而达到抑制电解质分解的作用。同时, VC 通过在碳负极表面发生自由基聚合反应生成聚烷基碳酸锂化合物, 从而有效抑制溶剂分子的共插反应, 使负极形成良好的 SEI 膜。

2) 氟代碳酸亚乙烯酯 (FEC): FEC 在分解后形成氟离子, 负离子在溶剂中可以和锂盐反应产生不易分解且绝缘性良好的 LiF 从而形成 SEI 膜。FEC 在电解液中形成的 SEI 膜具有均匀、致密、阻抗低、弹性强的特点, 可以有效抑制锂枝晶的生长。同时 FEC 添加剂可提高电解液闪点和热稳定性, 并且降低挥发性, 使得电解液阻燃性能有效提升。

3) 丙烷磺酸内酯 (PS): PS 在碳酸丙烯酯 (PC) 作为有机溶剂的电解液中可先于 PC 在负极表面生成 SEI 膜, 从而防止 PC 共插入并阻止溶剂化的锂离子破坏碳层结构。PS 可有效抑制 PC 的分解, 进而减少电池胀气问题并改善循环性能。

4) 硫酸亚乙烯酯 (DTD): DTD 可抑制电池初始容量的下降, 增大初始放电容量, 减少高温放置后的电池膨胀, 进而提高电池的充放电性能及循环次数。同时 DTD 可有效降低电池阻抗, 优化低温放电性能。

5) 二氟磷酸锂 (LiPO₂F₂): 由于锂盐中的锂离子参与界面的构建, 盐类添加剂形成的界面膜通常具有锂离子导电性, 可降低界面阻抗, 其中 LiPO₂F₂ 的效果最好。加入二氟磷酸锂后, 二氟磷酸锂会与 VC 一起在负极表面还原, 生成一层低阻抗的界面膜, 使石墨表面的 SEI 膜的离子导电性更强。

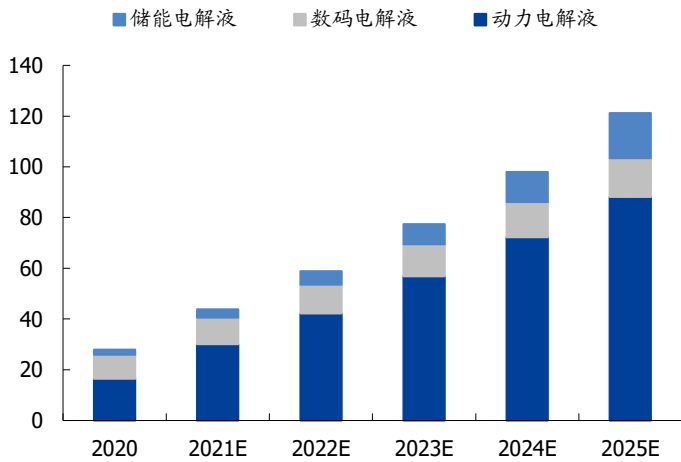
图表 11: 电解液添加剂 (VC、FEC、PS、DTD) 对比

全称	VC	FEC	PS	DTD
添加剂种类	成膜添加剂、过充保护剂	成膜添加剂、阻燃剂、锂枝晶抑制剂	高温型添加剂	高温型添加剂
所改善的电池性能	电极可逆容量和稳定性、循环寿命、高低温性能	电池容量、低温性能、安全性能	安全性能(改善电池气胀问题)、电池循环性能	高低温性能(高温循环和储存性能、低温放电性能)
优点	是目前研究较为成功、效果较理想且广泛应用于锂电池中的有机添加剂	生成的 SEI 膜性能更好(薄且稳定、均匀致密、阻抗低、有弹性等), 是具有多功能的添加剂, 还可用作共溶剂	较早开始研究, 是一种有效且成本低廉的高温型添加剂, 能够有效抑制电池产气	可提升高低温性能和电池充放电性能并解决电池胀气问题, 近年来逐渐替代有致癌风险的 PS 添加剂
缺点	VC 衍生的高阻抗界面膜会阻碍电荷的高倍率传输, 从而降低电池的倍率性能; 同时 VC 生产具有一定危险性, 受管控较多	FEC 会导致库仑效率降低, 并且充放电之间的过电势增加, 从而影响电池的循环寿命	PS 具有毒性及潜在的致癌风险, 其应用在欧盟已受到了限制	目前 DTD 价格仍较高, 一定程度上限制了其在锂电池的应用

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

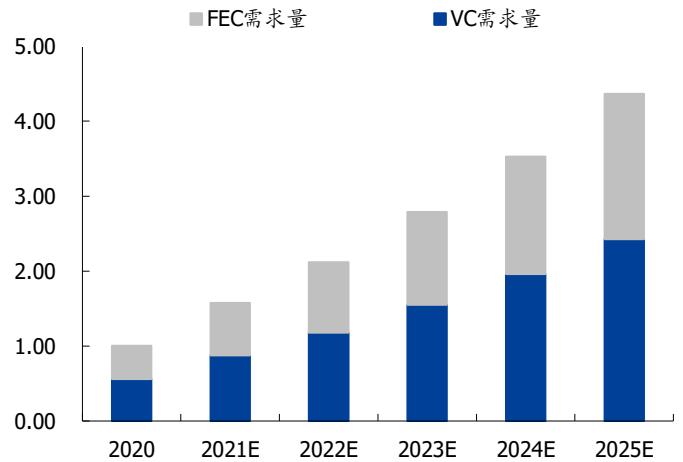
新能源汽车和储能拉动下, VC、FEC 需求将高速增长。 根据百川盈孚, 2020 年我国电解液总需求量约 27.9 万吨, 其中动力电解液 16.47 万吨, 数码电解液 9.49 万吨, 储能电解液 1.94 万吨。我们根据未来对于我国动力、数码、储能电池出货量的测算, 预测我国 VC、FEC 需求量将高速增长。

图表 12: 我国电解液需求预测 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 13: 我国 VC、FEC 需求量预测 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

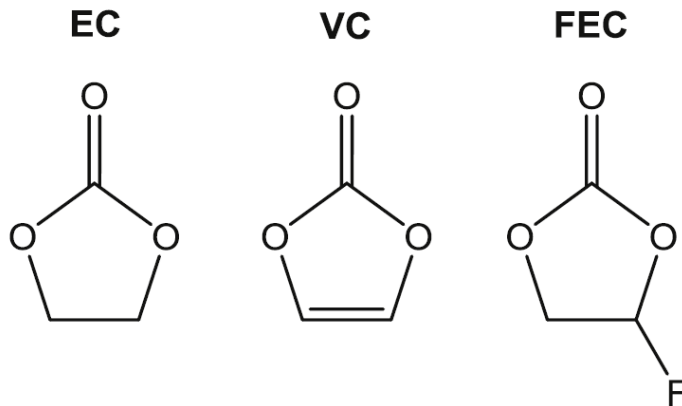
2.2.1. 添加剂 VC 供给端紧张的核心原因

电解液添加剂 VC、FEC 由电解液溶剂 EC 经过氯化成为 CEC，再经脱氯生成 VC，或经氟代生成 FEC。目前，VC 是锂电池电解液中最紧缺的核心材料，主要有以下原因：

原因一：VC 溶剂出现自聚合现象，纯度难以达到电池级要求

电解液添加剂对于产品纯度要求较高，微量的杂质成分都可能影响到锂电池的性能。碳酸亚乙烯酯（VC）具有较强的反应活性，容易出现自聚合现象，成为聚碳酸亚乙烯酯，因此容易结块或达不到理性的均匀程度，从而使其纯度不容易达到锂电级要求。

图表 14: EC、VC、FEC 结构式



资料来源: Journal of Power Sources, 国盛证券研究所

原因二：VC、FEC 生产排放“三废”，新增产能受到严格的环保监管

由 EC 制成 CEC 需要氯化，产生 HCl，Cl₂ 等含氯废气。CEC 变成 VC 和 FEC 需要用三乙胺进行脱氯化氢反应，后续回收三乙胺环节产生较多固体废物和废水。VC 过滤和精馏环节，会产生有机溶剂如碳酸二甲酯的废气污染（例如挥发等）。

具体而言，VC、FEC 生产环节中产生的三废包括：1) 固废，包括了回收三乙胺环节的三乙胺精馏残渣、废甲醇，以及精馏环节的 VC、FEC 精馏残渣；2) 废气，包括氯化环节的 HCl，Cl₂，以及合成、过滤、精馏环节主要成分为碳酸二甲酯、三乙胺等的废气。以

及生产 FEC 氟化过程中的有机挥发性气体；3) 废水，包括回收三乙胺环节：主要污染物为 COD、SS、氨氮、盐分等的废水。

2.2.2. 苏州华一大连项目紧锣密鼓建设中，达成后有望填补市场缺口

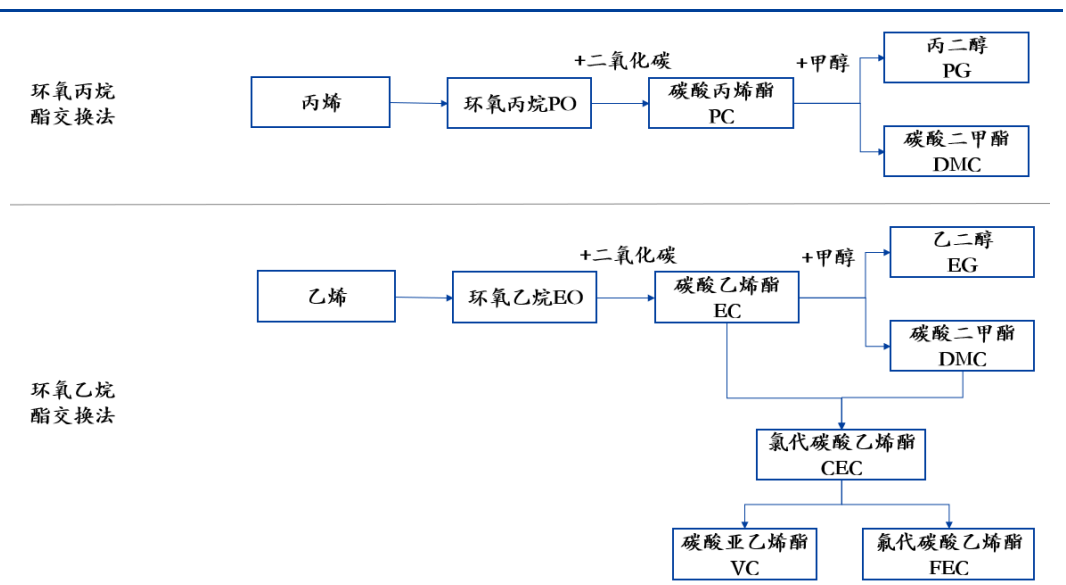
目前 VC 供应短缺，价格持续上涨。由于 VC 较强的反应活性，其生产过程对于精馏提纯要求较高，方可满足锂电领域需求。因此，目前市场上 VC 订单已排到 2022 年上半年，VC 供货持续紧张，缺口不断变大，截至 2021 年 7 月初，VC 散单报价已升至 27 万/吨，较去年市场均价增长了 68%-80%，行业存在较大产能缺口。

苏州华一大连项目紧锣密鼓建设中，达成后有望填补市场缺口。2021 年 5 月，公司参股公司苏州华一下属全资子公司大连华一拟规划投资 10 亿元，在大连市长兴岛经济区建设 116500 吨/年新能源锂电池电解质及添加剂项目。项目主要包括包括 60000 吨氯代碳酸乙烯酯、10000 吨氟代碳酸乙烯酯、10000 吨碳酸亚乙烯酯、6000 吨“1,3-丙烷磺酸内酯”、10000 吨六氟磷酸锂、5000 吨二氟磷酸锂、12000 吨氟化钾、3500 吨氟化锂等。此外，副产 24900 吨氯化钠、30700 吨氯化钾、16500 吨氟化钾、7100 吨硫酸钠、6050 吨三乙胺盐酸盐、70 吨氟化锂、49000 吨盐酸、21400 吨次氯酸钠。该项目有助于公司完善锂电赛道布局，提升公司盈利能力，进一步强化公司一体化产业链优势。同时，公司通过参股武汉吉和昌新材料股份有限公司，进军锂电池铜箔赛道，进一步拓宽高附加值产品布局。

2.3. 溶剂：立足自主研发低成本工艺，与添加剂形成一体化产业链

环氧乙烷路线生产 DMC 具备较大成本优势。锂电池电解液溶剂包括 PC(碳酸丙烯酯)、EC(碳酸乙烯酯) DMC(碳酸二甲酯)、DEC(碳酸二乙酯)、EMC(碳酸甲乙酯) 五种碳酸酯类溶剂，均可基于 DMC 相互转化制成。DMC 的酯交换生产工艺包括了环氧乙烷(EO)和环氧丙烷(PO)两种工艺路线。两种路线具有相近的原材料单耗，均由环氧乙烷或环氧丙烷与二氧化碳以近似于 1:1 的比例进行反应，生成碳酸乙烯酯或碳酸丙烯酯，再进一步与甲醇反应生产 DMC。截至 2021 年 8 月 2 日，国内环氧丙烷、环氧乙烷出厂价分别为 16800、7500 元/吨，价差达 9300 元/吨。传统工艺路线采用环氧丙烷(PO)作为原材料，奥克股份与中科院合作研发环氧乙烷(EO)酯交换法生产 DMC，原材料成本相比环氧丙烷(PO)工艺大幅下降，成本优势显著。

图表 15: 两种酯交换溶剂生产工艺



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

公司具备 2 万吨电解液溶剂产能，与华一添加剂形成一体化产业布局。2020 年 10 月 27 日公司公告年产 2 万吨 EC/DMC 溶剂项目达产。子公司苏州华一（持股比例 35%）的主要产品电解液添加剂 VC/FEC 以奥克扬州项目产品 EC/DMC 作为原材料。以 DMC 作为原材料的锂电池添加剂组合包括了 VC、FEC、PS、VEC，奥克 DMC 项目仍具备进一步下游延伸的空间。环氧乙烷与二氧化碳反应生产 EC、DMC 等碳酸酯类溶剂的绿色工艺将成为公司未来的重要方向。

3. 盈利预测与估值建议

3.1. 关键假设

- 1) 未来公司电解液溶剂产能、产品丰富度提升，产品横向进一步扩展；
- 2) 公司产品毛利率维持稳定；
- 3) 公司电解液溶质、添加剂投产符合预期。

3.2. 盈利预测与估值建议

公司持续从建材类化学品进入锂电材料、药辅材料等高盈利、高估值赛道，盈利能力和成长性将持续提升。借助新能源汽车高景气，公司锂电材料业务盈利能力持续提升。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 69.13/84.67/110.99 亿元，归母净利润分别为 4.21/6.38/10.61 亿元，分别对应 25.4/16.7/10.1 倍 PE，维持“买入”评级。

图表 16: 公司分板块收入拆分 (亿元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
建材类材料	62.88	55.36	55.83	67.68	74.02
锂电材料		0.53	4.05	10.07	24.05
药辅材料		0.06	0.72	0.75	0.79
日化材料				0.53	6.38
其它	8.13	6.50	5.53	5.64	5.75
合计	62.88	55.95	69.13	84.67	110.99

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

我们选取电解液材料厂商与公司进行可比分析，包括经营电解液溶剂、添加剂厂商石大胜华，经营电解液溶质、添加剂厂商永太科技，以及经营电解质六氟磷酸锂厂商多氟多，可比公司 2021 年平均 PE 为 46.52 倍。

图表 17: 公司可比分析

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
石大胜华	427.39	8.76	10.37	11.83	48.80	41.20	36.12
永太科技	218.18	4.50	8.34	11.25	48.51	26.15	19.40
多氟多	368.60	8.72	15.94	17.86	42.25	23.12	20.64
		平均			46.52	30.16	25.39

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

*市值选取 2021 年 8 月 2 日收盘数据

4. 风险提示

基建投资增速低于预期。高性能减水剂的需要主要来自基建、房地产。若基建投资增速低于预期，高性能减水剂需求或低于预期。

减水剂聚醚单体对手扩产多于预期。减水剂聚醚单体目前产能过剩，且技术壁垒较低，若公司对手扩产速度快于预期，公司产品价格预计将走低。

DMC 项目扩产进度慢于预期。公司 EO 制 DMC 项目已实现量产，但目前还未满产，且产能较小。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com