

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

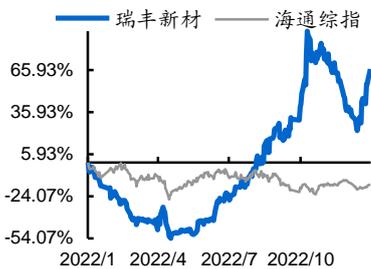
国内润滑油添加剂龙头，战略转型助力公司业绩快速增长

股票数据

01月11日收盘价(元)	135.75
52周股价波动(元)	38.66-168.00
总股本/流通A股(百万股)	150/91
总市值/流通市值(百万元)	20363/12367

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	17.0	-7.8	14.8
相对涨幅(%)	16.7	-13.7	7.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 张翠翠

Tel: (021)23214397

Email: zcc11726@haitong.com

证书: S0850517110003

投资要点:

- 公司是国内润滑油添加剂龙头企业。**公司产品为精细化学品，主要产品为润滑油添加剂用于汽车发动机（包括天然气发动机）润滑油、航空航天发动机油、工业润滑油等领域。公司自1999年开始润滑油添加剂单剂的研发，目前涵盖了完整的主流添加剂单剂品种，为进行复合剂配方研发、复合剂API认证提供基础与前提条件。润滑油添加剂复合剂方面，公司已自主掌握了CD级、CF-4级等柴油机油复合剂配方工艺，SE级、SF级、SP级等汽油机油复合剂配方工艺以及天然气发动机油复合剂等。随着公司扩建润滑油添加剂产品产能，公司单剂产能超过10万吨，稳居国内“第一阵营”。
- 润滑油添加剂行业进口替代空间大，公司预计2022年归母净利润同比大幅增长。**据公司2021年年报援引全球咨询和研究公司克莱恩(Kline&Co)及上海市润滑油品行业协会的统计，2012-2018年全球润滑油添加剂市场规模由133亿美元增长到143亿美元，预计至2023年，全球润滑油添加剂的市场规模约为185亿美元。目前全球市场形成了以四家国际知名润滑油添加剂公司路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐、雅富顿为主的市场竞争格局，控制了全球85%左右的添加剂市场份额，润滑油添加剂进口替代空间大。公司面对2021年初国际国内行业环境变化的新趋势，提出以单剂为主向复合剂为主转变的战略规划，并率先在国内推进。2020-2022Q1-3公司实现营业收入8.61、10.81、20.42亿元，同比增长31.09%、25.58%、202.19%，归母净利润1.83、2.01、3.64亿元，同比增长85.91%、9.94%、168.09%；扣非后归母净利润1.8、1.97、3.24亿元，同比增长88.12%、9.27%、143.7%。公司预计2022年实现归母净利润5.53-6.13亿元，同比增长175%-205%，扣非后归母净利润5.13-5.73亿元，同比增长161%-191%，其中第四季度预计实现扣非后归母净利润1.89-2.49亿元，其中复合剂销量较快增长，转型升级卓有成效。
- 公司持续扩产润滑油添加剂，强化领先优势。**截至2022年前三季度，公司有多个项目正在推进建设中，因新乡工厂的项目依托原有基础，投资少，建设周期短，建成后能与现有产能良好协同，会率先投产，其中第三季度新乡15万吨润滑油添加剂项目一期6万吨润滑油添加剂项目已投产，后续9万吨润滑油添加剂项目将按照既定的工程施工计划实施。
- 盈利预测与投资评级。**我们预测公司2022-2024年归母净利润为5.71亿元、9.22亿元、13.26亿元，EPS为3.81元、6.14元、8.84元。参考同行业公司，我们认为合理估值区间为2023年PE 25-30倍，合理价值区间为153.5-184.2元，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**下游需求不及预期风险；扩产项目进度不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	861	1081	2990	4500	6109
(+/-)YoY(%)	31.1%	25.6%	176.5%	50.5%	35.8%
净利润(百万元)	183	201	571	922	1326
(+/-)YoY(%)	85.9%	9.9%	183.9%	61.5%	43.8%
全面摊薄EPS(元)	1.22	1.34	3.81	6.14	8.84
毛利率(%)	34.6%	30.5%	29.9%	31.9%	32.9%
净资产收益率(%)	8.8%	9.3%	21.9%	26.1%	27.3%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

盈利假设:

1) 润滑油添加剂方面: 根据 2021 年年报, 公司单剂产能超过 10 万吨, 新乡、沧州两个生产基地多项技改, 公司进一步提升规模优势。此外新产能一期 6 万吨润滑油添加剂项目 2022 年第三季度已投产, 在建 9 万吨新产能。因此预计 2022-2024 年销量 14、22、30 万吨。价格方面, 公司 2022 年二季度以来, 不断调整销售价格, 向下游客户传导涨价压力, 同时优化原料采购渠道等多项积极的应对措施, 毛利率开始回升。因此我们预计 2022-2024 年润滑油添加剂价格 2 万元/吨左右, 毛利率分别为 30%、32%、33%。

2) 无碳纸显色剂方面: 预计 2022-2024 年销量小幅上升, 价格为 0.95 万元/吨。

表 1 瑞丰新材分产品盈利预测

项目		2021	2022E	2023E	2024E
润滑油添加剂	销售收入 (百万元)	996.11	2898.11	4400.00	6000.00
	销售成本 (百万元)	689.42	2028.68	2992.00	4020.00
	毛利率 (%)	30.79%	30.00%	32.00%	33.00%
无碳纸显色剂	销售收入 (百万元)	74.28	81.55	89.70	98.67
	销售成本 (百万元)	53.00	58.71	64.58	71.04
	毛利率 (%)	28.65%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	销售收入 (百万元)	10.71	10.00	10.00	10.00
	销售成本 (百万元)	9.34	8.70	8.70	8.70
	毛利率 (%)	12.80%	13.00%	13.00%	13.00%
合计	销售收入 (百万元)	1081.10	2989.66	4499.70	6108.67
	销售成本 (百万元)	751.76	2096.09	3065.28	4099.74
	毛利率 (%)	30.46%	29.89%	31.88%	32.89%

资料来源: 公司 21 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300285.SZ	国瓷材料	29.40	0.79	0.64	0.92	37	46	32
300596.SZ	利安隆	55.12	1.82	2.60	3.35	30	21	16
	平均值					34	34	24

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 01 月 11 收盘价, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1081	2990	4500	6109
每股收益	1.34	3.81	6.14	8.84	营业成本	752	2096	3065	4100
每股净资产	14.39	17.39	23.54	32.38	毛利率%	30.5%	29.9%	31.9%	32.9%
每股经营现金流	0.39	3.71	4.80	8.40	营业税金及附加	5	19	25	37
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	22	53	86	112
P/E	101.28	35.67	22.09	15.36	营业费用率%	2.0%	1.8%	1.9%	1.8%
P/B	9.44	7.81	5.77	4.19	管理费用	69	141	180	244
P/S	18.83	6.81	4.53	3.33	管理费用率%	6.3%	4.7%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	47.88	29.69	17.20	11.16	EBIT	195	598	1018	1476
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-33	-62	-42	-52
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-3.1%	-2.1%	-0.9%	-0.8%
毛利率	30.5%	29.9%	31.9%	32.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	18.6%	19.1%	20.5%	21.7%	投资收益	1	3	4	5
净资产收益率	9.3%	21.9%	26.1%	27.3%	营业利润	233	663	1064	1533
资产回报率	8.2%	16.3%	20.1%	20.9%	营业外收支	-2	-2	-1	-1
投资回报率	7.9%	19.8%	25.0%	26.3%	利润总额	231	661	1063	1532
盈利增长 (%)					EBITDA	226	636	1061	1524
营业收入增长率	25.6%	176.5%	50.5%	35.8%	所得税	30	90	141	206
EBIT 增长率	-6.7%	206.7%	70.2%	45.0%	有效所得税率%	13.0%	13.6%	13.3%	13.5%
净利润增长率	9.9%	183.9%	61.5%	43.8%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	201	571	922	1326
资产负债率	12.2%	25.6%	23.1%	23.4%	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动比率	6.53	3.27	3.73	3.86	货币资金	1160	1486	2107	3350
速动比率	5.34	2.38	2.70	2.94	应收账款及应收票据	164	336	417	605
现金比率	3.87	1.66	1.98	2.26	存货	290	649	849	1071
经营效率指标					其它流动资产	342	459	586	707
应收账款周转天数	45.20	30.00	30.00	30.00	流动资产合计	1957	2929	3959	5733
存货周转天数	95.34	80.65	88.00	84.32	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.45	1.00	1.11	1.12	固定资产	285	323	360	381
固定资产周转率	4.74	9.83	13.18	16.50	在建工程	56	93	114	67
					无形资产	72	72	72	72
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	501	575	634	608
净利润	201	571	922	1326	资产总计	2458	3505	4593	6341
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	34	38	43	48	应付票据及应付账款	248	694	811	1118
非经营收益	0	0	-3	-4	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-177	-51	-242	-109	其它流动负债	52	201	252	366
经营活动现金流	58	557	720	1261	流动负债合计	300	895	1062	1484
资产	-194	-114	-103	-23	长期借款	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	其它长期负债	0	0	0	0
其他	-7	3	4	5	非流动负债合计	0	0	0	0
投资活动现金流	-201	-112	-99	-18	负债总计	300	896	1063	1484
债权募资	0	0	0	0	实收资本	150	150	150	150
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2158	2609	3531	4856
其他	-124	-120	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
融资活动现金流	-124	-120	0	0	负债和所有者权益合计	2458	3505	4593	6341
现金净流量	-271	325	621	1243					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 11 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 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： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,昊华科技,东华能源,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,永利股份

投资评级说明

	类别	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;	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。
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。