

奥福环保 (688021)

证券研究报告

2023年02月12日

困境反转，看好重卡景气回暖+市占率增长+良品率提升

事件:根据第一商用车网公众号,2023M1中国重卡市场约销售4.6万辆(开票口径,包括出口和新能源),从2月初开始,终端市场需求正在环比升温。

点评:

经济复苏有望带动重卡行业回暖,2023年重卡销量预计达80-87万辆

2022年受疫情反复、经济下滑、投资与消费走低以及重卡市场需求的过度透支的影响,2022年重卡累计销售67万辆,同比下降52%。历经三年疫情冲击,2023年为全面贯彻落实党的二十大精神的开局之年,随着基建投资加快、稳房地产政策的落地、高速公路减收通行费用等利好因素出现,重卡市场有望逐步触底回升。陕汽控股董事长袁宏明预计2023年全国重卡行业销量在80-87万辆之间。奥福环保作为国产蜂窝陶瓷领军者、重型柴油汽车尾气处理专家,有望深度受益于重卡行业景气度回暖。

国六产品工艺历经一年磨合,看好公司良品率提高带动利润率回升

公司2021年下半年开始量产柴油机国六尺寸载体,相较于国五产品,国六柴油机载体技术难度大幅增加,致使产品良率下滑。良品率是影响公司毛利率的重要因素,2022年公司积极磨合国六产品工艺、提升良品率,并将国六产品平均良品率85%以上作为2022年考核目标(公司国五产品良率在90%左右)。我们认为,国六产品工艺历经一年磨合,良品率有望提升带动公司盈利能力回升。

客户和项目储备充足,客户占有率较国五阶段实现大幅提升

公司持续深耕于柴油车用蜂窝陶瓷载体的研发和生产,已经实现将DOC、DPF、SCR和ASC载体得以全面使用并进行大批量供货,在国内蜂窝陶瓷载体制造企业中处于领先地位。截至2022年11月,公司已在机动车国六/欧六道路、国四非道路领域分别取得40、10个公告/量产项目,并分别有43、17个项目处于正在进行开发验证阶段。在终端用户方面,公司合作用户涵盖了中国重汽、一汽解放、东风商用车、潍柴动力、玉柴动力、全柴动力、云内动力、江铃汽车等国内大部分主机厂和整车厂,客户占有率较国五阶段有大幅提升。

投资建议:2022年重卡行业景气度、新品良率导致公司业绩承压,2023年伴随宏观经济复苏,我们看好公司经营困境反转,预计2022-2024年归母净利润-0.07、0.84、1.62亿元(前值1.09、1.62、2.10亿元),2023-2024年PE为30、15倍。我们认为经济复苏带动商用车景气回暖后,公司业绩向上弹性较大,因此我们将投资评级上调为“买入”评级。

风险提示:宏观经济波动风险、疫情反复超预期、重卡行业销量低于预期、国六产品良品率低于预期、天然气成本大幅上涨、客户拓展低于预期、新能源重卡渗透率快速提高的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	314.15	396.01	200.00	475.39	694.19
增长率(%)	17.18	26.06	(49.50)	137.69	46.03
EBITDA(百万元)	147.18	147.66	44.54	143.45	227.95
归属母公司净利润(百万元)	80.02	65.82	(6.88)	83.53	162.49
增长率(%)	55.01	(17.74)	(110.45)	(1,314.41)	94.54
EPS(元/股)	1.04	0.85	(0.09)	1.08	2.10
市盈率(P/E)	30.84	37.49	(358.77)	29.54	15.19
市净率(P/B)	2.75	2.63	2.65	2.50	2.24
市销率(P/S)	7.86	6.23	12.34	5.19	3.55
EV/EBITDA	30.14	26.65	44.52	18.90	8.88

资料来源:wind,天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入(调高评级)
当前价格	31.93元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	77.28
流通A股股本(百万股)	77.28
A股总市值(百万元)	2,467.66
流通A股市值(百万元)	2,467.66
每股净资产(元)	11.95
资产负债率(%)	36.81
一年内最高/最低(元)	53.84/18.93

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号:S1110520030001
guolili@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC执业证书编号:S1110519070001
tjie@tfzq.com

裴振华 联系人
peizhenhua@tfzq.com

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

- 《奥福环保-年报点评报告:业绩低预期,看好原料价格回调+良品率上行带动利润修复》2022-03-02
- 《奥福环保-半年报点评:21H1营收增长18%,客户拓展取得新突破》2021-09-01
- 《奥福环保-年报点评报告:加大力度开拓下游客户,20年业绩同比增长55%》2021-03-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	261.08	296.62	767.82	38.03	701.63
应收票据及应收账款	222.89	224.54	21.53	554.90	271.81
预付账款	4.52	12.83	5.35	13.97	12.94
存货	179.98	228.55	49.04	491.61	202.28
其他	176.89	84.68	50.76	71.66	61.48
流动资产合计	845.36	847.21	894.51	1,170.16	1,250.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	259.44	329.10	296.68	264.26	231.85
在建工程	51.35	138.90	138.90	138.90	138.90
无形资产	32.62	44.52	43.12	41.71	40.30
其他	27.71	70.61	39.19	45.72	51.75
非流动资产合计	371.12	583.13	517.89	490.59	462.80
资产总计	1,218.19	1,431.05	1,412.40	1,660.76	1,712.94
短期借款	121.34	188.23	200.00	213.90	200.00
应付票据及应付账款	109.56	179.78	76.49	243.95	181.79
其他	17.77	50.44	61.37	70.97	88.94
流动负债合计	248.68	418.44	337.86	528.83	470.74
长期借款	9.98	9.96	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.48	33.63	27.43	28.51	29.86
非流动负债合计	34.46	43.59	127.43	128.51	129.86
负债合计	301.18	477.20	465.29	657.34	600.59
少数股东权益	21.14	17.03	17.16	15.00	10.18
股本	77.28	77.28	77.28	77.28	77.28
资本公积	612.61	612.61	612.61	612.61	612.61
留存收益	205.97	246.93	240.05	298.52	412.26
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	917.01	953.85	947.11	1,003.41	1,112.34
负债和股东权益总计	1,218.19	1,431.05	1,412.40	1,660.76	1,712.94

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	78.36	61.79	(6.88)	83.53	162.49
折旧摊销	23.38	30.36	33.82	33.82	33.82
财务费用	4.13	7.74	6.63	8.17	8.17
投资损失	(0.65)	(1.25)	(0.65)	(0.85)	(0.92)
营运资金变动	(69.69)	(96.27)	332.40	(826.34)	533.06
其它	(2.01)	80.37	0.19	(3.09)	(6.88)
经营活动现金流	33.50	82.74	365.52	(704.76)	729.76
资本支出	104.97	190.16	6.20	(1.08)	(1.35)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(358.56)	(327.27)	(5.55)	1.93	2.26
投资活动现金流	(253.60)	(137.11)	0.65	0.85	0.92
债权融资	16.20	63.25	105.09	(1.76)	(20.39)
股权融资	(24.73)	(20.09)	(0.06)	(24.13)	(46.68)
其他	9.05	(9.10)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	0.52	34.05	105.03	(25.89)	(67.07)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(219.57)	(20.32)	471.21	(729.79)	663.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	314.15	396.01	200.00	475.39	694.19
营业成本	149.79	227.52	135.61	268.22	355.34
营业税金及附加	4.33	4.62	2.67	5.94	8.33
销售费用	13.62	15.15	8.50	16.64	24.30
管理费用	29.76	37.80	24.00	42.78	62.48
研发费用	35.06	37.39	24.00	38.03	55.54
财务费用	4.89	6.26	6.63	8.17	8.17
资产/信用减值损失	(4.04)	(9.26)	(7.64)	(8.00)	(8.00)
公允价值变动收益	4.77	0.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.65	1.25	0.65	0.85	0.92
其他	(5.93)	4.38	0.00	0.00	0.00
营业利润	81.26	70.83	(8.40)	88.45	172.96
营业外收入	4.15	0.09	1.88	2.04	1.34
营业外支出	0.26	2.25	0.90	1.14	1.43
利润总额	85.15	68.68	(7.43)	89.35	172.86
所得税	6.79	6.89	(0.74)	8.92	17.25
净利润	78.36	61.79	(6.69)	80.44	155.61
少数股东损益	(1.66)	(4.04)	0.19	(3.09)	(6.88)
归属于母公司净利润	80.02	65.82	(6.88)	83.53	162.49
每股收益(元)	1.04	0.85	(0.09)	1.08	2.10

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	17.18%	26.06%	-49.50%	137.69%	46.03%
营业利润	41.53%	-12.84%	-111.86%	-1152.45%	95.54%
归属于母公司净利润	55.01%	-17.74%	-110.45%	-1314.41%	94.54%
获利能力					
毛利率	52.32%	42.55%	32.20%	43.58%	48.81%
净利率	25.47%	16.62%	-3.44%	17.57%	23.41%
ROE	8.93%	7.03%	-0.74%	8.45%	14.74%
ROIC	16.70%	11.70%	-0.20%	19.52%	13.24%
偿债能力					
资产负债率	24.72%	33.35%	32.94%	39.58%	35.06%
净负债率	-14.15%	-10.04%	-48.07%	28.00%	-35.50%
流动比率	3.18	1.96	2.65	2.21	2.66
速动比率	2.50	1.43	2.50	1.28	2.23
营运能力					
应收账款周转率	1.57	1.77	1.63	1.65	1.68
存货周转率	1.90	1.94	1.44	1.76	2.00
总资产周转率	0.27	0.30	0.14	0.31	0.41
每股指标(元)					
每股收益	1.04	0.85	-0.09	1.08	2.10
每股经营现金流	0.43	1.07	4.73	-9.12	9.44
每股净资产	11.59	12.12	12.03	12.79	14.26
估值比率					
市盈率	30.84	37.49	-358.77	29.54	15.19
市净率	2.75	2.63	2.65	2.50	2.24
EV/EBITDA	30.14	26.65	44.52	18.90	8.88
EV/EBIT	35.80	33.51	184.99	24.73	10.43

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com