

瑞丰新材 (300910.SZ)

拟新建润滑油添加剂项目，大幅提升未来成长空间

事件：10月20日公司官网发布环评公示，拟投资10亿元在新乡现有厂区内建设年产46万吨润滑油添加剂系列产品项目，将大幅提升未来成长空间。

- **拟新建润滑油添加剂系列产品项目，大幅提升未来成长空间。**本次环评项目包括年产5万吨硫化烷基酚钙（含配套PDF-1生产线）、年产3万吨重烷基苯磺酸盐、年产12.5万吨ZDDP、年产13万吨无灰分散剂、年产0.08万吨烷基硫代氨基甲酸钼、年产0.98万吨酸性磷酸酯、年产1.3万吨粘滞剂、年产1万吨烷基水杨酸钙（含配套PDF-3生产线）、年产1.2万吨烷基苯、年产3万吨硫化异丁烯、年产5万吨脂类油系列产品、年产0.4万吨金属减活剂、年产36.22万吨复合剂（含齿轮油复合剂系列3.82万吨、液压油复合剂系列3.9万吨、其他复合剂系列28.5万吨）等。2021年底公司拥有润滑油添加剂产能10.1万吨/年，在建产能22.52万吨/年，今明两年将陆续建成投产，本次计划新建46万吨润滑油添加剂系列产品项目，大幅提升未来成长空间。
- **全球润滑油添加剂市场空间大，行业壁垒高且竞争格局好。**2020年全球润滑油添加剂市场规模144亿美元，需求量435万吨，近几年有望保持5%-6%增速，为公司发展提供充足空间。润滑油添加剂技术壁垒和市场准入壁垒高，细分产品种类繁多，复合剂配方千差万别，需要通过美国API认证，技术指标及产品质量要求高；大型润滑油企业对添加剂供应商评审严格，会进行长期严格测试，有非常苛刻的标准和定制化要求，一旦进入则倾向于长期合作。全球润滑油添加剂行业竞争格局好，欧美四大跨国公司全球市场占有率达85%，进口替代和出口替代空间大，公司不断抢占全球市场份额，预计2022年公司复合剂产品全球市场占有率2%-3%，未来仍有较大的成长空间。
- **由单剂向复合剂转型进入收获期，未来发展空间巨大。**公司润滑油添加剂整体技术水平国内领先，2021年以来公司持续推进以单剂为主向复合剂为主的战略转型。近年来全球润滑油添加剂行业处于国际供应链体系重建、国内进口替代加速的阶段，公司迎来较好的发展机遇，复合剂产品市场开拓不断取得新突破，市场和品牌优势不断增强，看好公司未来发展前景。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**预计2022-2024年公司归母净利润分别为6.01亿、10.42亿、14.86亿元（若加回股权激励摊销费用则分别为6.87亿、11.0亿、15.16亿元），EPS分别为4.00、6.95、9.90元，当前股价对应PE分别为40、23、16倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：原材料成本上涨、下游需求不及预期、新项目投产不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	861	1081	3213	5223	6845
同比增长	31%	26%	197%	63%	31%
营业利润(百万元)	214	233	692	1200	1710
同比增长	88%	9%	197%	73%	43%
归母净利润(百万元)	183	201	601	1042	1486
同比增长	86%	10%	199%	73%	43%
每股收益(元)	1.22	1.34	4.00	6.95	9.90
PE	132.6	120.6	40.4	23.3	16.3
PB	11.7	11.2	9.2	6.9	5.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

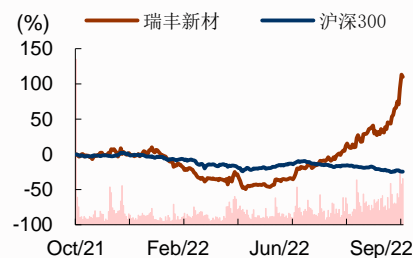
当前股价：161.7元

基础数据

总股本(万股)	15000
已上市流通股(万股)	9110
总市值(亿元)	243
流通市值(亿元)	147
每股净资产(MRQ)	16.5
ROE(TTM)	17.3
资产负债率	22.7%
主要股东	郭春莹
主要股东持股比例	37.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	60	194	96
相对表现	64	200	120



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《瑞丰新材(300910)一业绩迎来爆发，未来发展空间巨大》2022-10-18
- 《瑞丰新材(300910)一业绩拐点确认，即将迎来加速成长期》2022-08-25
- 《瑞丰新材(300910)一国内润滑油添加剂龙头，迎来快速成长新阶段》2022-07-06

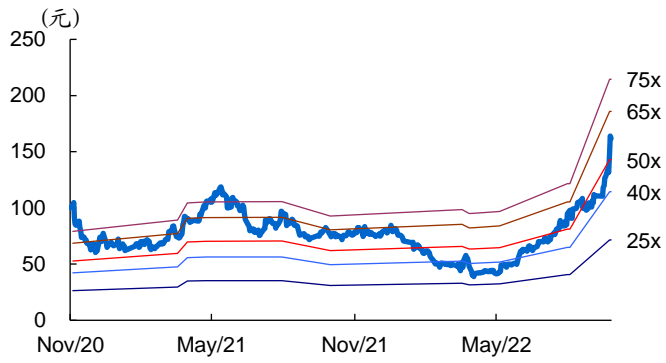
周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

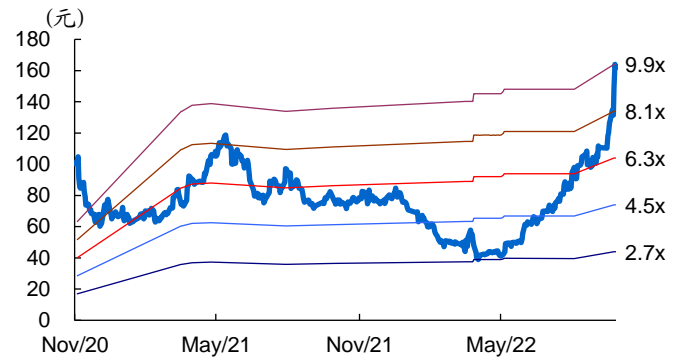
caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 瑞丰新材历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 瑞丰新材历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1981	1957	2846	4054	5474
现金	1434	1160	976	1205	1869
交易性投资	200	211	211	211	211
应收票据	1	0	0	1	1
应收款项	107	164	436	708	928
其它应收款	1	1	2	4	5
存货	108	290	835	1308	1663
其他	131	130	386	616	797
非流动资产	322	501	595	679	755
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	170	285	388	481	563
无形资产商誉	72	72	65	58	53
其他	80	143	142	140	139
资产总计	2303	2458	3441	4733	6228
流动负债	226	300	802	1232	1554
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	152	248	734	1150	1462
预收账款	28	8	22	35	44
其他	46	44	46	47	48
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	226	300	802	1232	1555
股本	150	150	150	150	150
资本公积金	1531	1531	1531	1531	1531
留存收益	396	477	957	1819	2992
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2077	2158	2639	3500	4673
负债及权益合计	2303	2458	3441	4733	6228

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	217	58	11	535	1098
净利润	183	201	601	1042	1486
折旧摊销	27	31	41	51	61
财务费用	4	4	(59)	(9)	(12)
投资收益	(1)	(1)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	4	(176)	(619)	(594)	(470)
其它	(0)	(0)	54	52	41
投资活动现金流	10	(201)	(134)	(134)	(134)
资本支出	(32)	(194)	(141)	(141)	(141)
其他投资	42	(7)	7	7	7
筹资活动现金流	1011	(124)	(62)	(171)	(300)
借款变动	(35)	(37)	(0)	0	0
普通股增加	38	0	0	0	0
资本公积增加	1004	0	0	0	0
股利分配	0	(120)	(120)	(180)	(313)
其他	4	34	59	9	12
现金净增加额	1238	(267)	(185)	230	664

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	861	1081	3213	5223	6845
营业成本	563	752	2226	3487	4432
营业税金及附加	7	5	16	26	34
营业费用	13	22	74	110	144
管理费用	48	69	161	251	329
研发费用	23	37	106	162	212
财务费用	(4)	(33)	(59)	(9)	(12)
资产减值损失	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收益	0	3	3	3	3
其他收益	3	2	2	2	2
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	214	233	692	1200	1710
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	213	231	691	1198	1708
所得税	30	30	90	156	222
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	183	201	601	1042	1486

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	31%	26%	197%	63%	31%
营业利润	88%	9%	197%	73%	43%
归母净利润	86%	10%	199%	73%	43%
获利能力					
毛利率	34.6%	30.5%	30.7%	33.2%	35.3%
净利率	21.2%	18.6%	18.7%	20.0%	21.7%
ROE	12.4%	9.5%	25.0%	33.9%	36.4%
ROIC	12.2%	8.2%	23.0%	33.7%	36.1%
偿债能力					
资产负债率	9.8%	12.2%	23.3%	26.0%	25.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	8.8	6.5	3.5	3.3	3.5
速动比率	8.3	5.6	2.5	2.2	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	1.1	1.3	1.2
存货周转率	5.5	3.8	4.0	3.3	3.0
应收账款周转率	8.3	7.9	10.7	9.1	8.4
应付账款周转率	5.5	3.8	4.5	3.7	3.4
每股资料(元)					
EPS	1.22	1.34	4.00	6.95	9.90
每股经营净现金	1.44	0.39	0.07	3.57	7.32
每股净资产	13.85	14.39	17.59	23.34	31.16
每股股利	0.80	0.80	1.20	2.08	2.97
估值比率					
PE	132.6	120.6	40.4	23.3	16.3
PB	11.7	11.2	9.2	6.9	5.2
EV/EBITDA	84.3	86.8	29.0	15.7	11.1

资料来源：公司数据、招商证券

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。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业研究员。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

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。