

奥福环保 (688021) \ 化工

业绩大幅低于预期，看好今年翻转

投资建议: 买入
 上次建议: /
 当前价格: 34.49 元

事件:

公司发布2021年年报，全年实现营收3.96亿元，同比增26.1%；归母净利润0.66亿元，同比降17.7%；扣非归母净利润0.57亿元，同比降18.0%。其中，2021Q4营收1.19亿元，同比增32.6%；归母净利润0.05亿元，同比降69.4%。

投资要点:

业绩大幅低于预期，原因有四。

1) 行业层面，国五重卡超产滞销，导致国六切换节奏慢于预期；2) 公司层面，国六产品产能和良品率仍在爬坡，拉低利润率。3) 原料端，公司的原料堇青石需要进口，受海运影响，成本攀升。4) 费用端，公司进行业务梳理，计提德州奥升损失。

看好公司在国六蜂窝陶瓷领域的护城河。

护城河高是我们看好公司的核心理由。公司是率先实现国六重卡蜂窝陶瓷国产化的企业，目前已经实现对国内9家主机厂国六排放标准项目批量供货。国六升级带动蜂窝材料需求大增，公司有望在新一轮载体切换过程中提升国产化率和市占率。

经营拐点或在当下

我们认为公司产品在国六升级过程中，产能负荷的发挥和产品良率都还存在提升空间。随着海外疫情结束以及公司的材料国产化工作的推进，市场订单和市占率进一步提升，我们认为公司的成本有望进一步降低可以预期。从产能来看，2022年有望达产3800万升，同比提高1000万升，产销量方面2021年实现产销1056/1009万升，2022年有望翻倍。

盈利预测与投资建议

随着公司国六产品良品率和负荷的提升、产能的逐步投放，我们预计公司2022-2024年收入分别为人民币7.75/10.82/13.52亿元，对应归母净利润分别为1.84/2.77/3.58亿元，对应EPS分别为2.38/3.58/4.64元，对应PE分别为14/10/7倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

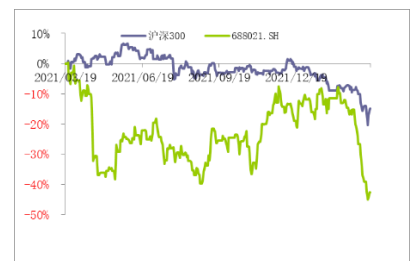
风险提示

公司的产品良率提升慢于预期，产能释放慢于预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	77.28/46.37
流通A股市值 (百万元)	1599.29
每股净资产 (元)	12.13
资产负债率 (%)	33.35
一年内最高/最低 (元)	64.25/31.61

一年内股价相对走势



分析师 柴沁虎

执业证书编号: S0590522020004

电话: 0510-85611779

邮箱: chaqh@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	314.1	396.0	774.6	1081.8	1351.7
增长率 (%)	17.18%	26.06%	95.60%	39.66%	24.95%
EBITDA (百万元)	113.4	107.8	251.8	368.1	468.4
净利润 (百万元)	80.0	65.8	183.9	277.1	358.4
增长率 (%)	55.01%	-17.74%	179.31%	50.69%	29.38%
EPS (元/股)	1.04	0.85	2.38	3.58	4.64
市盈率 (P/E)	33	40	14	10	7
市净率 (P/B)	3.0	2.8	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	21.3	24.3	10.3	7.3	5.6

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2022 年 3 月 18 日收盘价

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	261	297	361	325	439	营业收入	314.1	396.0	774.6	1081.8	1351.7
应收账款+票据	225	232	424	592	739	营业成本	149.8	227.5	375.7	502.6	614.4
预付账款	5	13	17	23	29	营业税金及附加	4.3	4.6	10.4	14.5	18.1
存货	180	229	377	505	617	营业费用	13.6	15.2	29.6	41.4	51.7
其他	177	78	68	93	114	管理费用	64.8	75.2	147.1	205.4	256.7
流动资产合计	847	848	1247	1537	1938	财务费用	4.9	6.3	7.9	8.6	9.5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1.8	-5.2	-5.5	-7.6	-9.5
固定资产	259	331	389	483	531	公允价值变动收益	4.8	0.1	0.0	0.0	0.0
在建工程	51	139	191	143	109	投资净收益	0.7	1.2	0.0	0.0	0.0
无形资产	33	45	45	49	52	其他	1.0	7.5	-0.9	-3.5	-5.8
其他非流动资产	28	68	73	73	73	营业利润	81.3	70.8	197.5	298.2	386.0
非流动资产合计	371	583	698	747	765	营业外净收益	3.9	-2.2	1.0	1.0	1.0
资产总计	1218	1431	1944	2284	2704	利润总额	85.2	68.7	198.5	299.1	387.0
短期借款	121	188	203	224	250	所得税	6.8	6.9	19.8	29.9	38.6
应付账款+票据	110	180	316	423	518	净利润	78.4	61.8	178.7	269.3	348.4
其他	36	66	134	183	226	少数股东损益	-1.7	-4.0	-5.2	-7.8	-10.0
流动负债合计	267	434	654	831	994	归属于母公司净利润	80.0	65.8	183.9	277.1	358.4
长期带息负债	10	11	11	11	11	主要财务比率					
其他	24	32	184	134	114		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
非流动负债合计	34	44	195	145	125	成长能力					
负债合计	301	477	849	976	1120	营业收入	17.2%	26.1%	95.6%	39.7%	25.0%
少数股东权益	21	17	12	4	(6)	EBIT	36.5%	-16.8%	175.5%	49.1%	28.8%
股本	77	77	77	77	77	EBITDA	33.8%	-5.0%	133.7%	46.2%	27.2%
资本公积	613	613	613	613	613	归属于母公司净利润	55.0%	-17.7%	179.3%	50.7%	29.4%
留存收益	206	247	393	614	900	获利能力					
股东权益合计	917	954	1095	1308	1584	毛利率	52.3%	42.5%	51.5%	53.5%	54.5%
负债和股东权益总计	1218	1431	1944	2284	2704	净利率	24.9%	15.6%	23.1%	24.9%	25.8%
货币资金	261	297	361	325	439	ROE	8.9%	7.0%	17.0%	21.2%	22.5%
						ROIC	15.5%	10.8%	20.9%	27.2%	27.1%
						偿债能力					
						资产负债	24.7%	33.3%	28.1%	29.9%	29.7%
						流动比率	3.18	1.96	4.23	3.94	3.95
						速动比率	2.47	1.27	3.00	2.72	2.73
						营运能力					
						应收账款周转率	2.67	2.13	2.32	2.32	2.32
						存货周转率	0.83	1.00	0.90	0.90	0.90
						总资产周转率	0.26	0.28	0.50	0.57	0.59
						每股指标(元)					
						每股收益	1.04	0.85	2.38	3.58	4.64
						每股经营现金流	0.43	1.02	1.27	2.10	3.55
						每股净资产	11.59	12.12	14.02	16.88	20.57
						估值比率					
						市盈率	33	40	14	10	7
						市净率	3.0	2.8	2.5	2.0	1.7
						EV/EBITDA	21.32	24.25	10.31	7.27	5.56
						EV/EBIT	26.85	34.88	12.58	8.70	6.57

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2022 年 3 月 18 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695