

中小市值主题精选系列之康普顿 调研简报

2016年07月13日

推荐/首次

康普顿

——康普顿（603798）：国内高端车用润滑油龙头

报告摘要：

国内车用润滑油龙头企业。公司主营业务系为车辆、工业设备提供润滑和养护的系列产品，主要包括车用润滑油、工业润滑油、汽车化学品及汽车养护品的研发、生产与销售。公司根据行业发展趋势，确定了专业化聚焦和差异化的竞争战略，主要定位于汽车后市场的AM（零售）市场。

◆ 2011-2015 年营收复合增长率为 8.8%，净利润复合增速为 17.8%。期间费用率有下降趋势，经营净现金流量充足，近两年保持在 1,2 亿元以上，资产优质。16 年 Q1 归母净利润为 3056 万元，同比增长 10.4%。

公司出众的技术优势，是未来市场扩张的重要保障。公司目前拥有四项发明专利，主要是关于纳米润滑剂的制备方法专利，这使得公司纳米润滑油产品处于中高端市场，随着我国润滑油市场逐步集中、高端化发展，公司符合行业发展潮流。凭借企业技术优势，中高端市场的市场份额有望扩大，到 2020 年预计为 3%。

行业景气度高且市场空间大，公司在竞争中处于有利位置。2014 年全国车用润滑油需求量为 327 万吨，占总需求的 53%，随着我国汽车销量和保有量的持续增长，预计 2020 年汽车保有量将达到 2.2 亿辆，使得车用润滑油市场未来处于快速增长通道，利于润滑油行业。整体来看国内润滑油行业需求空间在 1400 亿左右，公司市场份额约 0.5%，未来发展空间巨大。

公司盈利预测及投资评级。公司作为国内领先的车用和工业润滑油供应商，随着未来公司产能的增强与行业发展带来机遇的增多，看好公司在高端车用润滑油领域的发展前景。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 9.03 亿元、11.49 亿元和 14.74 亿元，净利润分别为 0.93 亿元、1.24 亿元和 1.67 亿元。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.93/1.24/1.67 元，对应 PE 分别为 78/58/43 倍，给予公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	14A	15A	16E	17E	18E
营业收入(百万元)	703.83	710.87	902.61	1148.99	1474.45
增长率(%)	5.61%	1%	26.97%	27.30%	28.33%
净利润(百万元)	66.73	83.47	93.24	124.35	167.23
增长率(%)	66.7%	83.5%	11.71%	33.37%	34.48%
净资产收益率(%)	26.19%	24.71%	19.62%	21.01%	22.33%
每股收益(元)	0.89	1.11	0.93	1.24	1.67
PE	69	55	78	58	43
PB	18.12	13.67	12.95	10.40	8.22

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

林阳

021-65465035

liny ang@dxzq.net.c

执业证书编号：

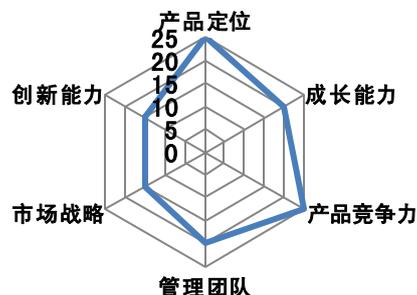
S148051012000

杨洋

021-65465583

y ang_yang@dxzq.net.c

六位评价体系之服务业、制造业图



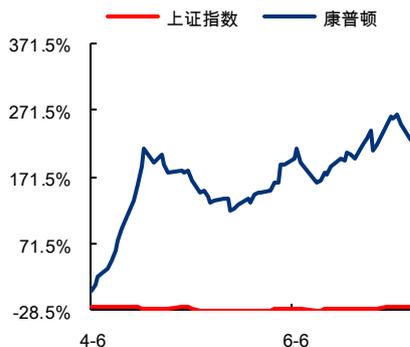
所属于概念板块

概念题材：次新股

核心护城河、商业模式概括

- 车用润滑油行业龙头
- 高端产品具有竞争优势
- 工业润滑油、车用保养品有前景

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 国内车用润滑油行业龙头，定位高端	3
2. 细分行业景气度高，公司处于竞争有利位置	5
3. 盈利预测及投资评级	7
4. 风险提示	7

表格目录

表 1 公司主要产品	3
------------------	---

插图目录

图 1 2016 年一季度收入增速为 10.5%	4
图 2 2016 年归属净利润增速 10.4%	4
图 3 2016 年 Q1 期间费用率为 15.8%	4
图 4 2016 年 Q1 经营活动净现金流量为 6489 万元	4
图 5 2015 年 1 公司分产品收入情况	4
图 6 2015 年度公司毛利率为 34.9%	4
图 7 全球润滑油集中度较高，CR15 达 60%	5
图 8 我国润滑油行业集中度，CR5 达 57%	5
图 9 润滑油应用领域划分	6

1. 国内车用润滑油行业龙头，定位高端

公司主营业务系为车辆、工业设备提供润滑和养护的系列产品，主要包括车用润滑油、工业润滑油、汽车化学品及汽车养护品的研发、生产与销售。公司目前为中国汽车工程学会燃料与润滑油分会的理事单位、被认定为中国机械工程学会摩擦学会润滑技术委员会(纳米机油、纳米抗磨剂)专项技术发展中心。公司根据行业发展趋势，确定了专业化聚焦和差异化的竞争战略，主要定位于汽车后市场的 AM (零售) 市场。公司实际控制人为朱梅珍、朱振华夫妇，合计持股 57.3%。

在润滑油领域，公司是国内最早采用传统自动化生产的润滑油企业之一，其整个生产过程实现了全自动计量、调和、灌装和包装。发行人十分注重产品的升级换代，多次与世界同步在国内率先推出 SJ、SL、SM、SN 级汽油机油和 CI-4、CJ-4 级柴油机油等各个时期最高级别的产品；公司生产的润滑油产品符合 API (美国石油学会) 规范和 SAE (美国汽车工程师协会) 粘度等级等国际规范，具有优异的清净分散性、良好的氧化安定性等多种性能，是国内为数不多的拥有 API 标志使用权的企业之一。

在汽车养护品领域，公司是我国拥有自主研发能力和自主生产能力的少数企业之一，主持制定了三项汽车养护用品行业标准 (节气门清洗剂 CAS 161-2008、发动机润滑系统清洗剂 CAS 162-2008、汽油发电机电喷系统清洗剂 CAS 163-2008)，参与了七项国家标准 (发动机内部清洗剂、发动机外部保护剂、水箱清洗剂、机动车发动机冷却液、机动车发动机外表清洗液、机动车发动机润滑系清洗液、机动车发动机冷系统内部清洗剂) 的起草。公司的汽车养护品已经形成了 8 大系列 30 多个品种的产品线。发行人依靠自主研发和自主生产的优势，在我国汽车养护品的 AM 市场上具有较强的竞争地位。

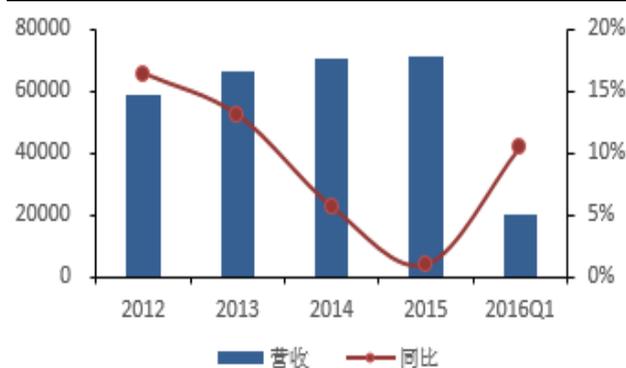
表 1 公司主要产品

主要产品	简介
车用润滑油产品	主要包括发动机油、自动变速箱油、助力转向油等，用于各类车辆的发动机、变速系统、动力转向系统的润滑保护。其中主导产品为中高级别的发动机油。
工业润滑油产品	主要包括液压油、工业齿轮油、压缩机油、轴承油、矿物型导热油、汽轮机油、循环系统油、合成高温链条油、电火花油、白电油以及润滑脂。其中主导产品为液压油、工业齿轮油、压缩机油和汽轮机油。
汽车化学品	主要包括防冻液、制动液等，分别用于车辆冷却系统的防冻、防沸、防垢、防锈和汽车制动系统的制动压力传递。其中主导产品为防冻液产品。
汽车养护品	主要包括润滑系统、燃油系统、进排气系统、冷却系统、变速箱系统、动力转向系统、空调系统、底盘系统的保护剂和清洗剂等。用于汽车上述系统的免拆维修、清洗和保养。

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

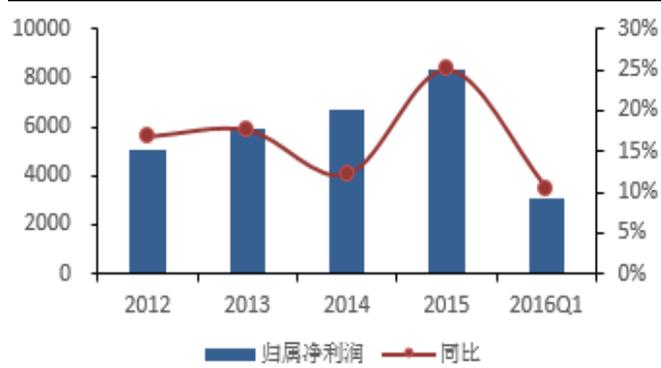
2016 年 Q1 营业收入为 2.03 亿元，同比增长 10.5%，较 15 年 1% 的整体增速有所加快，主要原因是上游原材料基础油价回暖，通过价格传递使公司润滑油产品价格提升；16 年 Q1 归属净利润为 3056 万元，同比增长 10.4%。

图 1 2016 年一季度收入增速为 10.5%



资料来源：wind、东兴证券研究所

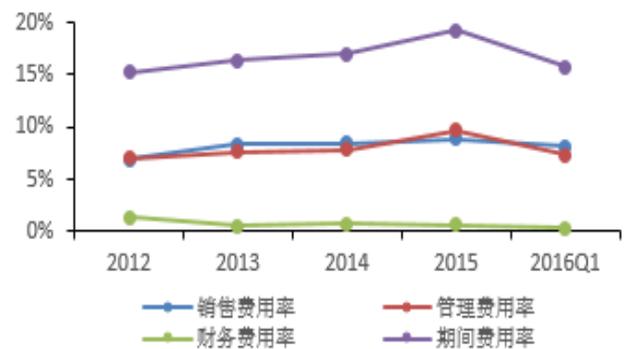
图 2 2016 年归属净利润增速 10.4%



资料来源：wind、东兴证券研究所

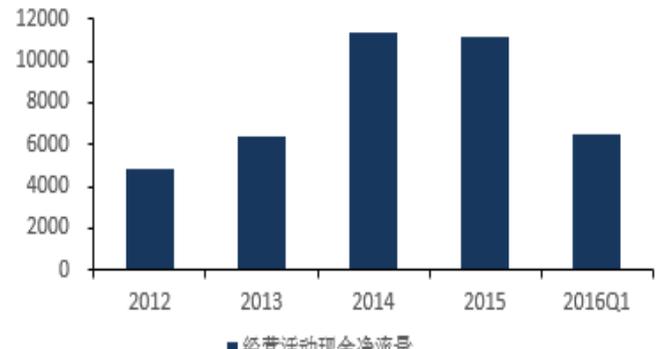
2011-2015 年营收复合增长率为 8.8%，净利润复合增速为 17.8%。期间费用率有下降趋势，经营净现金流量充足，近两年保持在 1,2 亿元以上，资产优质。

图 3 2016 年 Q1 期间费用率为 15.8%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4 2016 年 Q1 经营活动净现金流量为 6489 万元

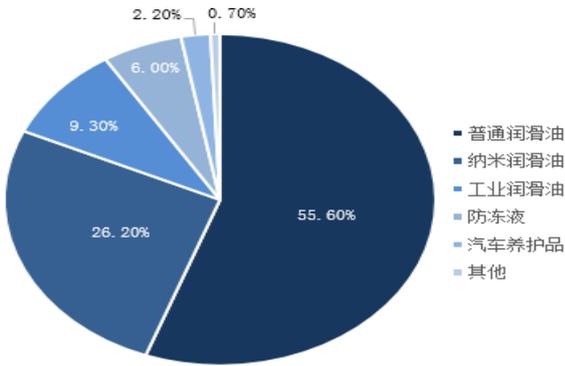


资料来源：wind、东兴证券研究所

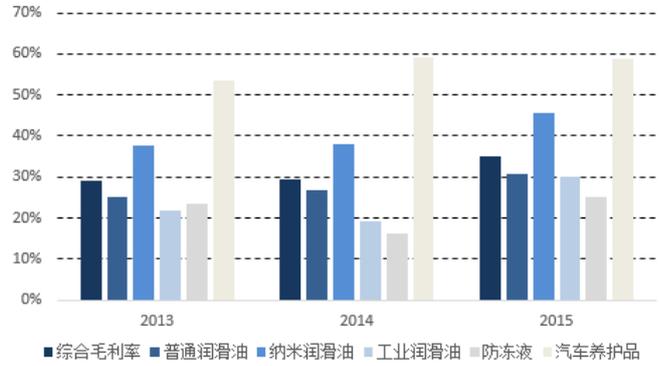
收入结构看，15 年公司车用润滑油产品收入占比 82%，其中普通润滑油占比 56%，纳米润滑油占比 26%；另外工业润滑油、防冻液、汽车养护品收入占比分别为 9%、6%、2%。毛利率看，纳米润滑油属于中高端产品，15 年毛利率高达 46%，较 14 年上涨 8 个百分点，促进公司综合毛利率呈上升趋势；另外汽车养护品毛利率为 59%，但收入贡献较小。

图 5 2015 年 1 公司分产品收入情况

图 6 2015 年度公司毛利率为 34.9%



资料来源: wind, 东兴证券研究所



资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司的核心竞争力主要体现在两个方面:

1) **公司技术优势出众, 是公司未来市场扩张的重要保障。**公司目前拥有四项发明专利, 主要是关于纳米润滑剂的制备方法专利, 这使得公司纳米润滑油产品处于中高端市场, 随着我国润滑油市场逐步集中、高端化发展, 公司符合行业发展潮流。

2014 年公司市场份额为 0.5%, 除内资中石化、中石油, 外资壳牌、美孚和嘉实多等寡头外, 公司属于第三梯队的领先企业; 凭借企业技术优势, 中高端市场的市场份额有望扩大, 到 2020 年预计为 3%。

2) **品牌知名度较高, 经销网络布局全国。**2015 年康普顿品牌被评为中国十大润滑油品牌之一, 公司定位紧盯国际大品牌, 是具有较强竞争力的少数国资品牌之一; 公司在全国建立了复杂的经销商网络, 目前拥有 500 多家车用润滑油经销商, 在中高端零售市场拥有较强的综合实力。

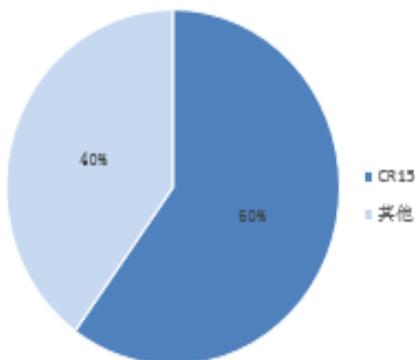
公司 IPO 募资 3.6 亿元用于项目建设, 其中主要项目为年产 4 万吨润滑油建设项目, 投资额为 2.06 亿元, 建设期 2 年。2015 年, 公司车用润滑油产能利用率达 125%, 产销率近 100%, 所以产能瓶颈严重制约公司发展。“年产 4 万吨润滑油建设项目”投产后, 可显著解决公司产能瓶颈问题, 由目前的 3.2 万吨增加到 7.2 万吨; 若建设项目 2018 年达产 70%, 即 2.8 万吨, 占目前产能的 87.5%, 对促进公司业绩作用较大; 若实现满负荷投产, 公司业绩有望翻番。

2. 细分行业景气度高, 公司处于竞争有利位置

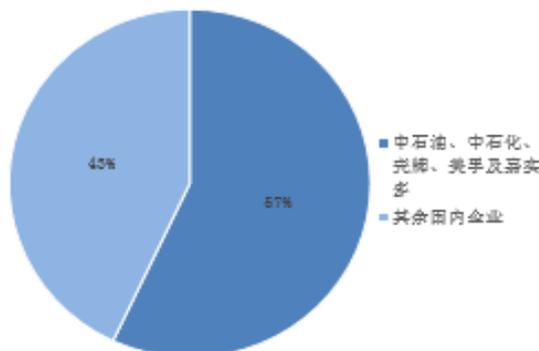
目前国际润滑油市场经过 20 年的发展与整合, 行业集中度较高, CR15 达到 60%; 国内市场, 由于原材料石油化工产品优势, 中石油、中石化在国内润滑油市场占比较高, 但主要集中在中低端市场; 另外跨国企业壳牌、埃克森美孚及嘉实多在中国市场份额也较高, 我国润滑油市场 CR5 达到 57%。

图 7 全球润滑油集中度较高, CR15 达 60%

图 8 我国润滑油行业集中度, CR5 达 57%



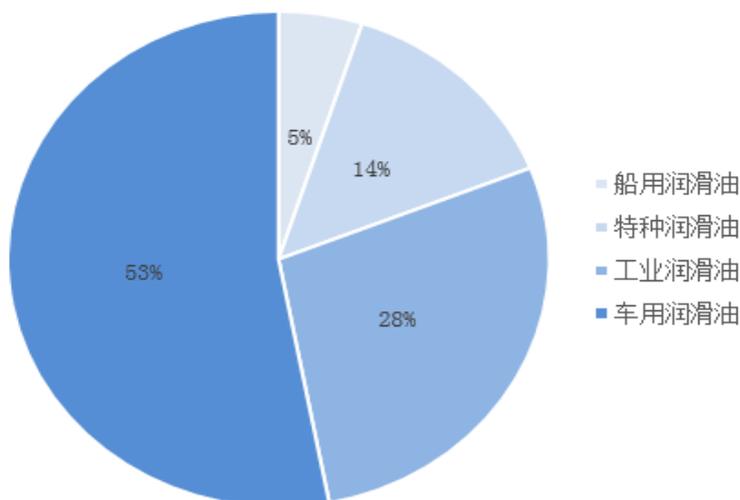
资料来源：公开数据、东兴证券研究所



资料来源：公开数据、东兴证券研究所

从下游需求看，润滑油主要分为车用润滑油、工业润滑油、特种润滑油和船舶润滑油，2014年全国车用润滑油需求量为327万吨，占总需求的53%，随着我国汽车销量和保有量的持续增长，预计2020年汽车保有量将达到2.2亿辆，使得车用润滑油市场未来处于快速增长通道，利于润滑油行业。整体来看国内润滑油行业需求空间在1400亿左右，公司市场份额仅0.5%，未来发展空间巨大。

图9 润滑油应用领域划分



资料来源：公开数据、东兴证券研究所

从润滑油企业数量来看，较2000年的4000家相比，经过竞争淘汰与并购的洗礼，截止目前企业数量已减到1300家，但与全球1000家润滑油企业相比，国内企业还存在整合契机；从单个企业产能情况来看，国内年产量大于1万吨以上的企业只有56家，而国外市场已经形成以壳牌、美孚和嘉实多为首的多头垄断市场，所以从这个两个角度分析，未来润滑油市场规模化势在必行。参考壳牌等大牌企业的发展并购路径，存量再分配下的份额抢占成为润滑油企业成长的主要基石。

随着我国汽车行业快速发展，一方面对中高端汽车需求量增加，另外由于环保政策的督促，这两方面的变化使得客户在选择润滑油品质时，会选择中高端以上的润滑油保养汽车。所以未来润滑油将不断向高品质发展，走专业化道路，这对于康普顿来说，是提高其市场份额的重大的机遇。

3. 盈利预测及投资评级

公司作为国内领先的车用和工业润滑油供应商，随着未来公司产能的增强与行业发展带来机遇的增多，看好公司在高端车用润滑油领域的发展前景。我们预计公司2016-2018年营业收入分别为9.03亿元、11.49亿元和14.74亿元，净利润分别为0.93亿元、1.24亿元和1.67亿元。预计公司2016-2018年EPS分别为0.93/1.24/1.67元，对应PE分别为78/58/43倍，给予公司“推荐”评级。

4. 风险提示

1. 业务开展不达预期
2. 新工厂的建设未能及时竣工
3. 行业发展不达预期

利润表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
营业收入	703.83	710.87	902.61	26.97%	1,148.99	27.30%	1,474.45	28.33%
营业成本	499.26	464.31	610.14	31.41%	771.25	26.41%	984.92	27.70%
营业费用	59.24	63.07	80.06	26.93%	101.91	27.30%	130.78	28.33%
管理费用	55.26	69.19	87.82	26.92%	117.54	33.84%	150.84	28.33%
财务费用	5.03	4.59	1.17	-74.60%	(1.47)	N/A	(3.16)	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	2.00	N/A	4.00	100.00%
营业利润	75.11	96.22	103.63	7.70%	138.14	33.30%	186.42	34.95%
利润总额	78.45	97.91	105.51	7.76%	140.02	32.71%	188.30	34.48%
所得税	11.72	14.45	12.27	-15.06%	15.67	27.69%	21.07	34.48%
净利润	66.73	83.47	93.24	11.71%	124.35	33.37%	167.23	34.48%
归属母公司所有者的净利润	66.73	83.47	93.24	11.71%	124.35	33.37%	167.23	34.48%
NOPLAT	68.17	85.94	92.61	7.76%	121.38	31.06%	162.76	34.09%

资产负债表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
货币资金	91.85	163.49	310.52	89.93%	451.61	45.43%	646.95	43.26%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	17.29	16.48	20.92	26.97%	26.63	27.30%	34.18	28.33%
预付款项	6.78	9.11	12.16	33.49%	16.01	31.72%	20.94	30.75%
存货	76.91	64.63	84.93	31.41%	107.36	26.41%	137.11	27.70%
流动资产合计	212.59	283.12	464.01	63.89%	645.52	39.12%	894.21	38.53%
非流动资产	219.85	236.16	155.83	-34.02%	148.27	-4.85%	130.70	-11.84%
资产总计	432.44	519.28	619.83	19.36%	793.78	28.06%	1,024.91	29.12%
短期借款	62.50	40.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	70.83	49.90	64.67	29.62%	81.75	26.41%	104.40	27.70%
预收款项	5.82	30.70	62.29	102.90%	102.51	64.56%	154.11	50.34%
流动负债合计	150.78	138.46	163.97	18.42%	221.26	34.94%	295.51	33.56%
非流动负债	26.89	42.97	33.39	-22.29%	33.39	0.00%	33.39	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	254.78	337.85	475.32	40.69%	591.98	24.54%	748.86	26.50%
净营运资本	61.81	144.66	300.04	107.41%	424.26	41.40%	598.69	41.12%
投入资本 IC	249.43	247.75	198.19	-20.00%	173.76	-12.33%	135.29	-22.14%

现金流量表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
净利润	66.73	83.47	93.24	11.71%	124.35	33.37%	167.23	34.48%
折旧摊销	12.30	11.99	0.00	N/A	17.56	N/A	17.56	0.00%
净营运资金增加	31.46	82.85	155.38	87.54%	124.22	-20.05%	174.44	40.43%

经营活动产生现金流	113.68	111.66	148.91	33.36%	161.11	8.19%	204.34	26.83%
投资活动产生现金流	(38.10)	(21.74)	(4.83)	N/A	(13.80)	N/A	(1.80)	N/A
融资活动产生现金流	(32.02)	(18.27)	2.94	N/A	(6.22)	N/A	(7.20)	N/A
现金净增(减)	43.56	71.64	147.03	105.22%	141.08	-4.04%	195.34	38.46%

分析师简介

林阳

中国社科院经济学硕士，中小市值行业首席研究员，研究所上海团队负责人。

联系人简介

杨洋

纽约大学计算机专业硕士，曾任职于华为技术有限公司云平台研发工程师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。