

2017年07月18日

康普顿 (603798.SH)

公司动态分析

证券研究报告

其他石化

聚焦车用油优质市场，“三方共赢”造良性增长

■ **聚焦车用油零售市场，寻求盈利最大化的细分领域：**车用油属于润滑油产品中技术强度较高领域，规格包含 OEM 标准和协会标准，对应销售渠道一般为 OEM 渠道和零售渠道。OEM 产品开发周期长，进入门槛高，国内以央企及进口一线品牌为主，公司定位于更适合自己的零售市场，寻求盈利的最大化。

■ **低市占率，上市后积极扩展经销商规模：**公司 2016 年市占率仅 1% 左右，巨大的空白市场是公司渠道布局方向，2017 年销售队伍计划扩展 50%，管理层坚持“技术+品质+服务”的发展方向，在所得税大幅上涨的前提下，Q1 营收及利润同比增幅分别达到 39.3% 及 55.1%。经销商资金运转决定渠道效率和质量，我们认为公司打造厂家、经销商和消费者三方共赢模式才是进口替代的核心竞争力，看好公司长期稳健增长。

■ **项目投产促业绩释放：**公司 2016 年润滑油产量 5.26 万吨，销量 5.2 万吨；2017Q1 润滑油产量 1.77 万吨，销量 1.90 万吨。销售驱动型增长符合公司定位，募投项目 7 月投产，将形成单班 8 万吨润滑油、2 万吨防冻液、1000 吨刹车油产能。新工厂是目前国内润滑油企业一体化水平领先的工业 4.0 工厂，生产和管理效率较高，产量弹性较大。

■ **投资建议：**考虑所得税影响，我们预计公司 17-19 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.60、2.12 和 2.44 亿元，对应 EPS 为 0.80、1.06 和 1.22 元，公司所处润滑油有近 600 亿市场、1% 的低市占率有提升空间，看好未来成长性，维持买入-A 的投资评级，目标价为 30 元。

■ **风险提示：**原材料价格上涨风险等

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	710.9	820.8	1,071.2	1,392.5	1,745.1
净利润	83.5	113.2	160.1	211.6	244.3
每股收益(元)	0.42	0.57	0.80	1.06	1.22
每股净资产(元)	1.69	3.87	4.56	5.41	6.31

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.5	42.4	30.0	22.7	19.6
市净率(倍)	14.2	6.2	5.3	4.4	3.8
净利润率	11.7%	13.8%	14.9%	15.2%	14.0%
净资产收益率	24.7%	14.6%	17.6%	19.6%	19.4%
股息收益率	0.0%	1.0%	0.5%	0.9%	1.3%
ROIC	34.9%	47.3%	42.8%	52.6%	67.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**30 元**
股价 (2017-07-18) **24.00 元**

交易数据

总市值(百万元)	4,800.00
流通市值(百万元)	2,049.60
总股本(百万股)	200.00
流通股本(百万股)	85.40
12 个月价格区间	23.73/75.44 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-20.4	-1.63	-37.72
绝对收益	-18.34	-2.71	-33.35

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040004
yuansc1@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

康普顿：车用润滑油快速增长，品牌化运营利于渠道扩张/袁善宸 2017-04-27

内容目录

1. 深耕车用润滑油领域，研发和推广经验丰富	3
2. 聚焦零售优质市场，上市后业绩充分受益	4
2.1. 车用油增长势头强劲，公司业绩快速提升	4
2.2. 加速布局 AM 零售渠道，寻求盈利最大化的细分领域	5
3. 投资建议	6

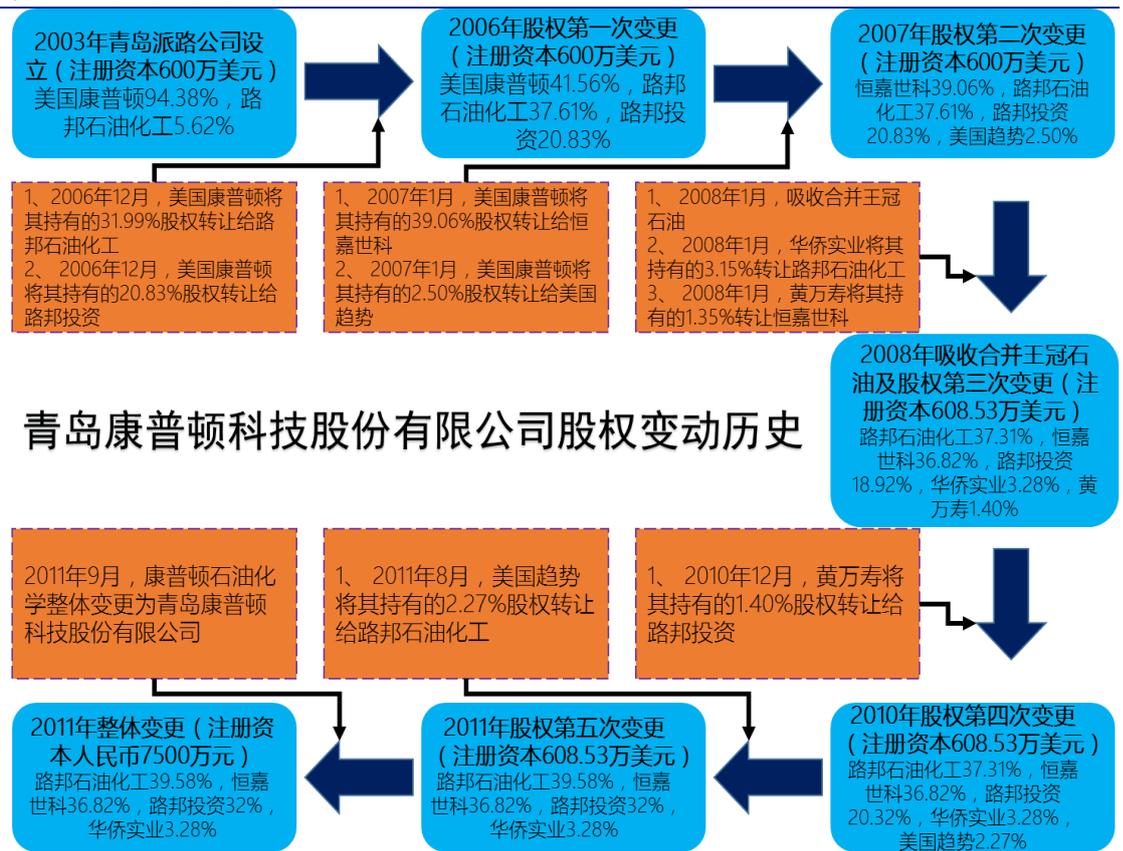
图表目录

图 1: 公司股权变更历史	3
图 2: 实际控制人关系	3
图 3: 上市以来业绩加速增长	4
图 4: 公司盈利能力持续增强	4
图 5: 营业收入持续增长	5
图 6: 车用油销量快速增长	5
图 7: 润滑油表观消费量	5
图 8: 工业油消费量及增速	5
图 9: 经销商数量和质量同步增长	6

1. 深耕车用润滑油领域，研发和推广经验丰富

2003年12月9日，朱振华家族实际控制下的路邦石油化工和美国康普顿共同出资设立青岛派路石油化学有限公司，自公司成立以来持续从事制动液、防冻液、添加剂、润滑油、润滑脂、清洁剂、蜡制品等汽车养护用品、半成品研发、制造和销售。公司经过多次增资和股权转让，2007年8月18日吸收合并王冠公司，2008年1月11日，青岛派路石油化学有限公司更名为青岛康普顿石油化学有限公司，2011年9月2日整体变更登记为青岛康普顿科技股份有限公司。

图 1：公司股权变更历史



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司自创立以来持续投入车用润滑油研发及推广，旗下 COPTON®（康普顿®）品牌润滑油和 Roab®（路邦®）品牌汽车养护品营销网络遍布全国 31 个省、市、自治区。2005 年 4 月 8 日至 11 日，康普顿纳米陶瓷机油在青岛和哈尔滨之间创造了连续行车 71 小时，无机油行车 4009 公里的新纪录，打破了由美国创造的 1524 公里的世界纪录，2005 年 12 月 26 日至 30 日，第二代康普顿纳米陶瓷机油在青岛、北京和湖南衡阳之间创造了连续行驶 99 个半小时，无机油行车 5050 公里的新纪录，创造了基尼斯纪录。

图 2：实际控制人关系

中车用油销量 4.65 万吨, 同比增长 16.7%。2017Q1 润滑油产量 1.77 万吨, 销量 1.90 万吨。

图 5: 营业收入持续增长

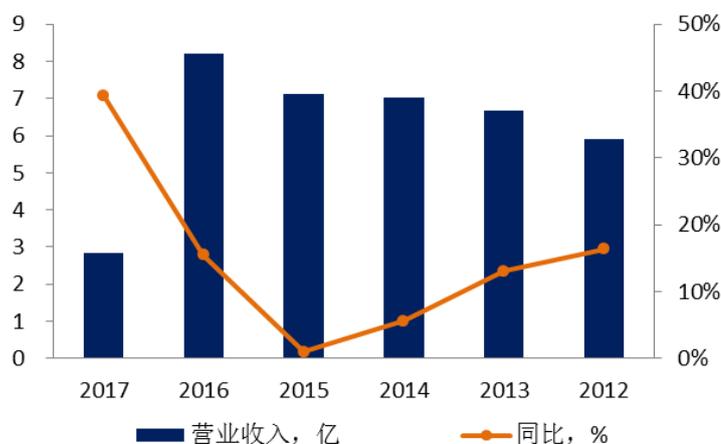
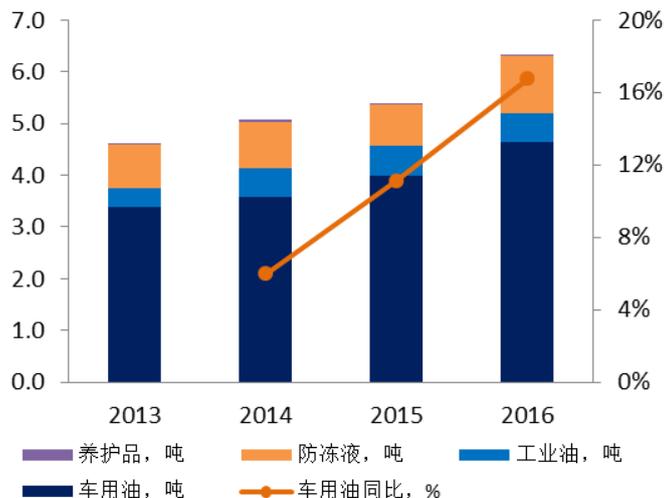


图 6: 车用油销量快速增长



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2. 加速布局 AM 零售渠道, 寻求盈利最大化的细分领域

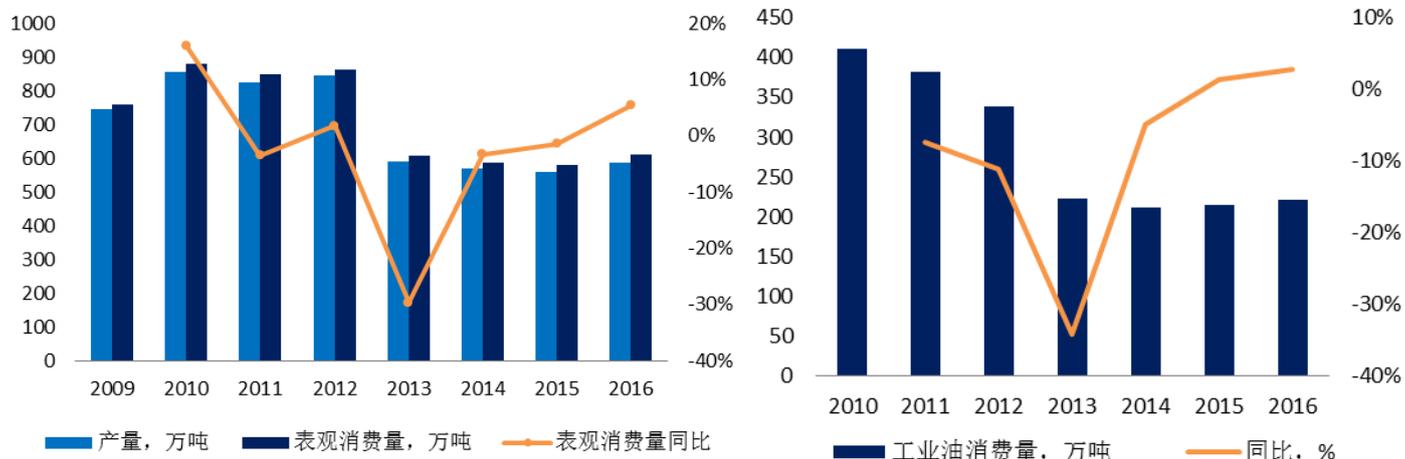
润滑油销售渠道一般分为原始设备制造商 (OEM 渠道)、零售 (AM 渠道), 其中 AM 渠道分为统经销商渠道和电商渠道。OEM 渠道要求产品同步开发, 一般准入时间为 3-5 年, 成本大, 进入门槛较高且回款周期较长, 主要以大型油公司和 OEM 厂商战略合作为主, 国内中石化、中石油和一线跨国油公司占主导地位。AM 渠道产品开发周期短, 产品路线更加灵活, 中高端产品零售/出厂价格一般在 2-4 倍之间, 传统经销商渠道依靠利润空间维持客户开发和服务能力, 电商渠道作为润滑油厂商渠道扁平化工具, 有助于提升客户管理能力, 但目前多数电商渠道仍以服务传统渠道为主。由于 AM 市场主要以售后服务油为主, 用户对品牌、性能和服务水平比较敏感。

公司是国内汽车润滑油、工业润滑油、汽车化学品和汽车养护品种类齐全的专业化制造商, 当前润滑油市场整体处于从高增速转高质量发展阶段, 公司聚焦于汽车后市场的 AM 市场 (零售市场)。通过差异化竞争提升销量。“康普顿”品牌获评“中国汽车用品行业十大驰名商标”“中国润滑油行业年度最受客户欢迎品牌”等多项荣誉, 作为国内第一家登录 A 股的润滑油企业, 在业内享受较高的影响力。

润滑油行业整体增速平稳, 2016 年国内润滑油总产量为 687 万吨, 同比增长 1.85%, 其中, 工业油消费量 221 万吨, 同比增长 3%, 行业增长主要得靠车用油市场的持续发力。公安部数据, 截止 2016 年底, 全国汽车保有量 1.94 亿辆, 其中私家车 1.46 亿辆。平均每百户家庭拥有汽车 36 辆, 多数省会及直辖市超 70 辆, 未来三四线城市汽车保有量仍将保持快速增长。2016 年全国乘用车平均车龄超过 3 年, 进入汽车保养维护关键阶段。

图 7: 润滑油表观消费量

图 8: 工业油消费量及增速

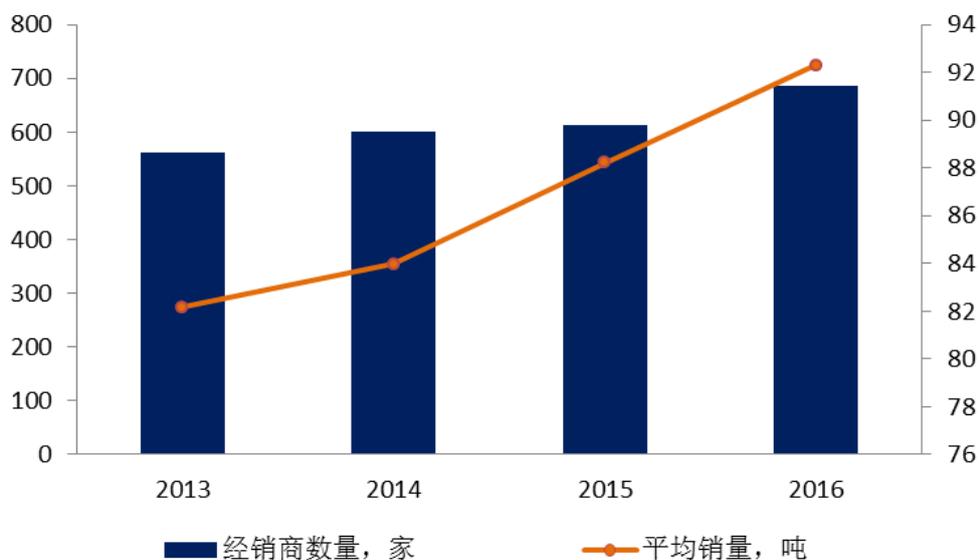


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

资料来源: 中国润滑油信息网, 安信证券研究中心

成功上市提升“康普顿”品牌影响力，公司趁机加大经销商开发力度，2016 年将原来的 8 个大区调整为 9 个大区，在此上设立三个总区，一方面给销售人才以平台和空间，另一方面提升决策的效率，对市场需求能够快速地进行反应，提升管理的效率；其次通过内外部的激励政策结合公司品牌方面的投入，加大空白市场的开发和已有经销商区域的占有率提高；再次通过借助新工业园投产带来的硬实力的提升，加强主机厂配套方面的开发工作，在保证传统 AM 市场优势继续扩大的同时，择机进入 OEM 市场。

图 9: 经销商数量和质量同步增长



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 投资建议

公司聚焦车用油 AM 市场定位准确，上市以来渠道扩张效率较高，所处润滑油行业有近 600 亿市场、1%的低市占率有提升空间，看好未来成长性。考虑所得税影响，预计 17-19 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.60、2.12 和 2.44 亿元，对应 EPS 为 0.80、1.06 和 1.22 元，维持买入-A 的投资评级，目标价为 30 元。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	710.9	820.8	1,071.2	1,392.5	1,745.1	成长性					
减:营业成本	464.3	521.2	693.9	905.1	1,134.3	营业收入增长率	1.0%	15.5%	30.5%	30.0%	25.3%
营业税费	11.0	15.8	17.1	23.5	30.3	营业利润增长率	28.1%	32.6%	65.7%	32.7%	15.5%
销售费用	63.1	72.0	85.7	104.4	141.2	净利润增长率	25.1%	35.6%	41.5%	32.2%	15.4%
管理费用	69.2	72.4	66.4	83.5	122.3	EBITDA 增长率	22.0%	23.5%	63.5%	29.7%	14.1%
财务费用	4.6	-0.0	-4.4	-6.0	-7.8	EBIT 增长率	25.8%	26.5%	62.3%	32.7%	15.2%
资产减值损失	2.4	15.9	2.4	3.0	3.0	NOPLAT 增长率	26.1%	30.6%	38.3%	32.7%	15.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.6%	53.1%	7.8%	-10.2%	3.7%
投资和汇兑收益	-	4.1	1.4	1.8	2.4	净资产增长率	32.6%	129.3%	17.6%	18.7%	16.7%
营业利润	96.2	127.6	211.5	280.6	324.2	利润率					
加:营业外净收支	1.7	1.0	2.0	1.6	1.5	毛利率	34.7%	36.5%	35.2%	35.0%	35.0%
利润总额	97.9	128.6	213.5	282.2	325.7	营业利润率	13.5%	15.5%	19.7%	20.2%	18.6%
减:所得税	14.4	15.4	53.4	70.5	81.4	净利润率	11.7%	13.8%	14.9%	15.2%	14.0%
净利润	83.5	113.2	160.1	211.6	244.3	EBITDA/营业收入	15.9%	17.0%	21.3%	21.2%	19.3%
						EBIT/营业收入	14.2%	15.5%	19.3%	19.7%	18.1%
资产负债表						运营效率					
货币资金	163.5	400.1	511.9	720.0	887.5	固定资产周转天数	55	41	36	33	23
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	13	8	12	13	12
应收帐款	17.9	22.9	7.5	52.9	17.7	流动资产周转天数	126	182	210	217	222
应收票据	22.9	11.8	32.9	29.7	45.4	应收帐款周转天数	9	9	5	8	7
预付帐款	9.1	29.6	15.3	37.0	37.4	存货周转天数	36	29	33	33	32
存货	64.6	68.2	125.8	127.5	180.4	总资产周转天数	241	316	332	305	289
其他流动资产	5.1	14.6	8.1	9.2	10.6	投资资本周转天数	122	132	127	96	74
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	24.7%	14.6%	17.6%	19.6%	19.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	16.1%	12.2%	15.2%	16.2%	16.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	34.9%	47.3%	42.8%	52.6%	67.5%
固定资产	107.3	78.9	136.9	118.4	99.8	费用率					
在建工程	59.9	232.1	155.5	155.5	155.5	销售费用率	8.9%	8.8%	8.0%	7.5%	8.1%
无形资产	59.0	54.3	52.1	49.8	47.5	管理费用率	9.7%	8.8%	6.2%	6.0%	7.0%
其他非流动资产	10.0	11.2	7.6	9.4	9.3	财务费用率	0.6%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产总额	519.3	923.7	1,053.4	1,309.5	1,491.1	三费/营业收入	19.3%	17.6%	13.8%	13.1%	14.7%
短期债务	40.0	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	51.1	94.5	90.8	153.8	155.0	资产负债率	34.9%	16.1%	13.5%	17.4%	15.4%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	53.7%	19.3%	15.6%	21.1%	18.2%
其他流动负债	47.3	37.7	41.7	62.3	61.7	流动比率	2.04	4.14	5.29	4.52	5.44
长期借款	33.4	-	-	-	-	速动比率	1.58	3.62	4.34	3.93	4.61
其他非流动负债	9.6	16.9	9.8	12.1	12.9	利息保障倍数	21.94	#####	-46.91	-46.06	-40.66
负债总额	181.4	149.1	142.3	228.3	229.6	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	0.25	0.12	0.21	0.32
股本	75.0	100.0	200.0	200.0	200.0	分红比率	0.0%	44.2%	14.7%	19.6%	26.2%
留存收益	262.9	674.6	711.1	881.2	1,061.5	股息收益率	0.0%	1.0%	0.5%	0.9%	1.3%
股东权益	337.9	774.6	911.1	1,081.2	1,261.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.42	0.57	0.80	1.06	1.22
净利润	83.5	113.2	160.1	211.6	244.3	BVPS(元)	1.69	3.87	4.56	5.41	6.31
加:折旧和摊销	12.5	12.3	20.8	20.8	20.8	PE(X)	57.5	42.4	30.0	22.7	19.6
资产减值准备	2.4	15.9	-	-	-	PB(X)	14.2	6.2	5.3	4.4	3.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	60.5	-55.7	36.4	19.1	20.8
财务费用	3.0	1.0	-4.4	-6.0	-7.8	P/S	6.8	5.8	4.5	3.4	2.8
投资损失	-	-4.1	-1.4	-1.8	-2.4	EV/EBITDA	-	42.9	18.8	13.8	11.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	36.4%	29.2%	33.9%	36.4%	29.2%
营运资金的变动	16.9	20.0	-45.4	17.3	-33.8	PEG	1.6	1.5	0.9	0.6	0.7
经营活动产生现金流量	111.7	153.7	129.7	242.0	221.1	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-21.7	-170.4	1.2	1.8	2.5	REP					
融资活动产生现金流量	-18.3	253.3	-19.2	-35.6	-56.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

袁善宸声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034