

迈入快速成长期的民营润滑油龙头

投资要点

- 推荐逻辑。**公司是典型的“大行业小龙头”，正在迈入快速成长期，成长空间广阔。1) 公司作为行业第三梯队龙头直接对标海外巨头，产品定位中高端，避免价格竞争，在行业集中度不断提高以及进口替代持续进行的背景下最为受益。2) 公司深耕渠道拓展和品牌建设，目前拥有600多家一级经销商，未来几年在覆盖地区的深度和广度上将继续发力，品牌知名度将进一步提升。3) 新产能今年7月正式达产，产能瓶颈解除，助力公司可持续发展。公司过去5年归母净利润复合增速超过20%，并且逐年提速，已进入良性循环。目前公司产品市场占比仍然不足1%，短期内看不到成长天花板，后续想象空间巨大。
- 技术优势保证中高端定位和差异化产品策略。**公司定位于中高档质量等级的目标市场，与美嘉壳等海外巨头直接对标和同台竞争，在国内率先推出SJ、SL、SM、SN级汽油机油和CI-4、CJ-4级柴油机等各个时期最高级别的产品。公司的纳米陶瓷和纳米抗磨剂系列产品拥有自主专利技术，可以有效降低发动机的冷启动磨损和低温磨损。公司与中科院兰州化物所和青岛科技大学进行战略合作，在绿色节能环保润滑油等领域进行持续开发。得益于质量和品牌的双驱动，公司成功规避了低水平的价格竞争，保证了产品的高毛利，润滑油产品毛利率从2011年的24.3%一举上升至目前的38%。
- 持续加码渠道建设，优化销售策略。**公司充分理解润滑油作为工业快消品的属性，不断加强和优化下游销售渠道建设。在保持产品高性价比的基础上，公司积极加强经销商体系的建设，并且充分让利经销商，经销商平均毛利高达15%左右，最大程度调动了经销商的积极性。今年销售人员预计再增加30%以上，一级经销商计划扩展至700个，并在覆盖区域的深度和广度两方面继续发力。
- 新产能即将释放，破除产能瓶颈。**公司青岛崂山生产基地拥有3.2万吨车用润滑油产能，目前产能利用率高达147%，产能瓶颈十分明显。公司在黄岛工业区的新产能在今年7月正式达产，设计润滑油单班产能8万吨/年，防冻液2万吨/年，是按照世界一流标准建造的工业4.0智能润滑油工厂。装置达产后，产能瓶颈将彻底解除，为公司未来高速和可持续发展提供保障。
- 盈利预测和投资建议。**我们预计公司2017~2019年归母净利润分别为1.57亿、2.07亿和2.67亿，未来三年保持33%的复合增速，根据可比公司给予35倍PE，对应目标价36.28元，上调至“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	820.81	1223.15	1582.78	2014.06
增长率	15.47%	49.02%	29.40%	27.25%
归属母公司净利润(百万元)	113.15	157.16	207.31	266.98
增长率	35.57%	38.89%	31.91%	28.79%
每股收益EPS(元)	0.57	0.79	1.04	1.33
净资产收益率ROE	14.61%	17.29%	19.11%	20.37%
PE	47	34	25	20
PB	6.80	5.79	4.85	4.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

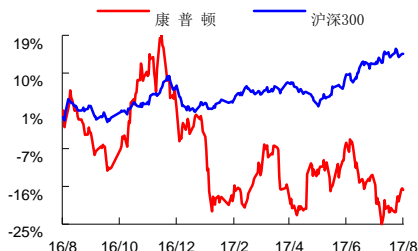
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.00
流通A股(亿股)	0.85
52周内股价区间(元)	23.73-75.44
总市值(亿元)	52.66
总资产(亿元)	9.55
每股净资产(元)	4.00

相关研究

- 康普顿(603798): 业绩符合预期, 受益于汽车养护市场崛起 (2016-09-05)

投资要件

关键假设

假设 1: 黄岛新生产基地 17 年 7 月份正式投产, 理论最高产能可达 15 万吨/年左右。投产后产能瓶颈将彻底消除, 同时考虑到公司下游销售渠道的拓展持续加强, 预计车用润滑油 2017~2019 年销量分别达到 7.5、10 和 13 万吨左右, 同时毛利率稳定在 38%。

假设 2: 受宏观经济大环境的影响, 预计工业润滑油销量保持稳定, 毛利率保持在 29%; 预计防冻液和汽车养护品两项业务将保持低速增长, 毛利率分别稳定在 30%和 55%。

假设 3: 公司三费率不发生明显变化。另外, 公司新产能基地在黄岛, 需要重新申请高新技术企业资格, 预计未来三年所得税率为 25%。

我们区别于市场的观点

1、市场对于公司未来的成长空间存在疑虑。我们认为虽然润滑油行业处于低速增长平台, 但是产品结构持续向高端发展, 高端产品占比已从 2005 年的 19.8%上升至目前的超过 26%, 并且行业集中度也在逐步提高, 这对康普顿十分有利。公司已经形成完整的差异化产品系列和经销商体系, 并且磨练出了一套有效的销售策略, 并在已有覆盖区域取得了高速增长。公司目前市占率仍然很低, 仅有大约 1%, 销售主要集中在华东和华北部分区域, 渠道拓展仍然有广阔空间, 因此, 我们相信公司未来将保持高速增长, 短期内不会遇到天花板。

2、市场对公司在销售领域的优势地位认识严重不足。在下游经销方面, 公司与外资品牌和两桶油相比具备十分显著的优势: 1) 公司最大程度降低原料采购和制造成本, 并通过差异化和中高端的产品定位保证较高的销售价格, 因而公司具备更高的毛利空间; 2) 在高毛利的基础上, 公司能够更大程度的让利经销商, 经销商平均毛利率高达 15%左右, 高于竞争对手, 并且结合完善的经销商管理体系, 能够最大程度的调动经销商的积极性。

股价上涨的催化因素

1) 下游经销商数量大量增加; 2) OEM 客户拓展取得重大突破。

估值和目标价格

预计公司 2017~2019 年归母净利润分别为 1.57 亿、2.07 亿和 2.67 亿, EPS 分别为 0.79 元、1.04 元和 1.33 元, 对应 PE 分别为 34 倍、25 倍和 20 倍, 未来三年保持 33%的复合增速。根据可比公司给予 35 倍 PE, 对应目标价 36.28 元, 上调至“买入”评级。

投资风险

原材料价格波动的风险; 润滑油市场竞争加剧的风险; 新产能达产不及预期的风险。

目 录

1 公司概况：国内领先的车用润滑油及养护化学品制造商	1
2 行业前景：车用油成发展引擎，高端化和规模化是大势所趋	3
2.1 全球润滑油预期增长缓慢，车用油成发展引擎	3
2.2 我国润滑油市场步入“新常态”，消费结构不断向车用油倾斜	4
2.3 中高档车销量增长，润滑油向高端化发展	6
2.4 规模化发展是行业规律	8
2.5 上游基础油产能过剩，竞争激烈促使成本降低	10
3 公司车用润滑油保持稳健增长，新产能开启新一轮增长	13
3.1 技术优势保证中高端定位，品牌积累助力销量增长	13
3.2 “老龄化”助力公司养护化学品业务崛起	16
3.3 渠道建设加强，消化增量产能	20
3.4 新基地启用，打破产能瓶颈	21
4 财务状况健康稳健，助力公司可持续发展	22
5 盈利预测与估值	24
5.1 未来三年盈利预测	24
5.2 绝对估值	25
5.3 相对估值	26
6 风险提示	27

图目录

图 1: 润滑油产品涵盖汽车、工业、摩托车润滑油等	1
图 2: 汽车养护品覆盖汽车发动机润滑系统、燃油系统等	1
图 3: 公司 2016 年主营业务收入结构情况	1
图 4: 公司 2016 年主营业务毛利情况	1
图 5: 公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 6: 公司 2011 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 公司股权结构	2
图 8: 产业链示意图	3
图 9: 全球润滑油需求量 (万吨)	4
图 10: 2015 年世界主要地区润滑油需求占比	4
图 11: 2009 年以来我国润滑油消费量 (万吨) 及同比增速	4
图 12: 2015 年各国润滑油强度 (吨/亿美元 GDP)	4
图 13: 我国乘用车销售占比逐年提高	5
图 14: 各类润滑油需求占比	5
图 15: 2016 年国内车用润滑油消费结构	5
图 16: 2016 年国内工业润滑油消费结构	5
图 17: 2009 年以来中国汽车总销量 (万辆)	6
图 18: 2009 年以来中国汽车保有量	6
图 19: 2012 年以来我国乘用车销售结构	7
图 20: 2012 年以来各类型乘用车销量增速	7
图 21: 润滑油不断向高品质发展	7
图 22: 全球润滑油企业数量	8
图 23: 全球润滑油市场份额	8
图 24: 壳牌兼并收购情况图	9
图 25: 国内润滑油市场集中度分布图	10
图 26: 2014 年润滑油行业市场份额占比图	10
图 27: 润滑油采购价格与公司成品价格正相关 (元/吨)	10
图 28: 基础油占成本比重较大	10
图 29: 原油价格与原材料基础油价格高度相关	12
图 30: 原材料价格下跌有利于公司产品毛利提高	12
图 31: 公司纳米机油产品的主要优点	14
图 32: 公司有多项技术发展中心	14
图 33: 公司研发费用占营收比重不断增加	14
图 34: 公司车用油销量与毛利率	14
图 35: 我国汽车保有量不断增加	17
图 36: 2011-2017 年中国汽车后市场养护行业规模及增速	17
图 37: 国外成熟市场汽车产业链结构	17
图 38: 中国目前产业链结构	17
图 39: 中国汽车平均车龄仍将持续延长	18

图 40: 中国汽车保养费用已进入大幅提升阶段	18
图 41: 中美汽车后市场单车产值对比	18
图 42: 中美汽车后市场产值总量对比	18
图 43: 公司销售区域占比情况	20
图 44: 公司经销商网络遍布全国	20
图 45: 生产基地鸟瞰图	21
图 46: 新产能罐区	21
图 47: 智能化生产	22
图 48: 公司车用润滑油产能利用率与产销率高企	22
图 49: 公司主要产品收入 (百万元) 与毛利率情况	23
图 50: 公司资产负债率情况	23
图 51: 公司销售毛利率和销售净利率情况	23
图 52: 公司营收与经营性现金流流入情况	24
图 53: 公司三费情况	24
图 54: 康普顿收入结构拆分与预测 (百万元)	25
图 55: 康普顿毛利结构拆分与预测 (百万元)	25

表 目 录

表 1: 润滑油分类	3
表 2: 汽油机油分类及适用范围	6
表 3: 国家环保政策推动润滑油向高端化发展	8
表 4: 润滑油领域主要企业	9
表 5: 美国石油协会基础油分类标准	11
表 6: 国内基础油主要厂商及产量	12
表 7: 公司 2016 年基础油前五名供应商	13
表 8: 公司获得的四项发明专利情况	13
表 9: 2015 年中国十大润滑油品牌企业介绍	15
表 10: 公司部分车用润滑油系列产品介绍	16
表 11: 公司部分汽车化学品、养护品介绍	19
表 12: 新旧产区产能情况	22
表 13: 分业务收入及毛利率	24
表 14: 绝对估值假设条件	26
表 15: FCFE 估值结果	26
表 16: FCFE 估值敏感性分析	26
表 17: 可比上市公司估值	27
附表: 财务预测与估值	28

1 公司概况：国内领先的车用润滑油及养护化学品制造商

康普顿是专业的润滑油和汽车养护用品生产商、服务商，品牌创立于 1992 年，二十多年来始终致力于产品研发和创新，在中国润滑油、车用养护品和汽车化学品市场上一直稳步发展。产品涵盖汽车润滑油、工业润滑油、摩托车润滑油、润滑脂、防冻液、制动液等数百个品种。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 市场（零售市场）。公司主要是采用区域经销商经销制为主，辅以部分直供客户销售，其中经销模式占比约 90%，直销模式占比约 10%。目前，在汽车用品 AM 市场上，康普顿润滑油和旗下路邦汽车养护品在品牌和价格定位上紧盯国际大品牌，已经跻身于少数具有较强竞争力的品牌行列。

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，目前拥有 600 多家一级经销商，并且连续两年被世界品牌实验室评选为《中国 500 最具价值品牌》。

图 1：润滑油产品涵盖汽车、工业、摩托车润滑油等



数据来源：公司官网，西南证券整理

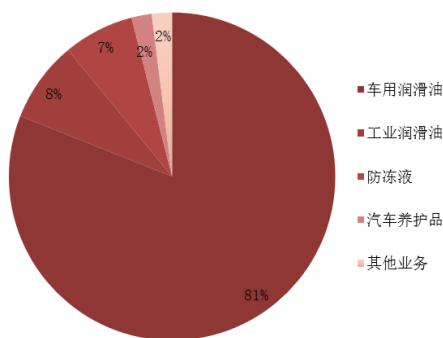
图 2：汽车养护品覆盖汽车发动机润滑系统、燃油系统等



数据来源：公司官网，西南证券整理

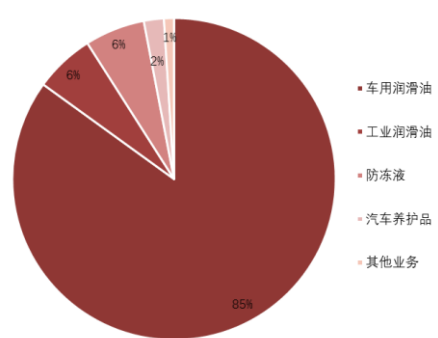
公司主营业务结构：公司收入主要来自于车用润滑油产品，占营业收入比例高达 81%。另外工业润滑油、防冻液、汽车养护品收入占比分别为 8%、7%、2%。毛利构成方面，2016 年总的毛利率为 38%，其中纳米润滑油属于中高端润滑油，毛利率超过 45%，高于普通润滑油 30% 的毛利率，车用润滑油毛利总占比 85%。此外，工业润滑油、防冻液、汽车养护品对毛利贡献分别为 6%、6%、2%。

图 3：公司 2016 年主营业务收入结构情况



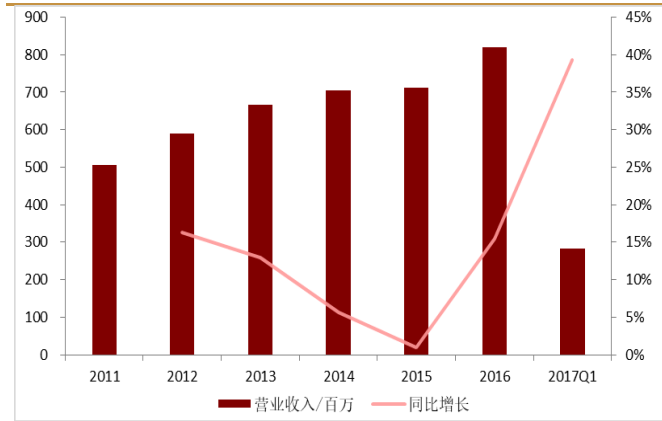
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2016 年主营业务毛利情况

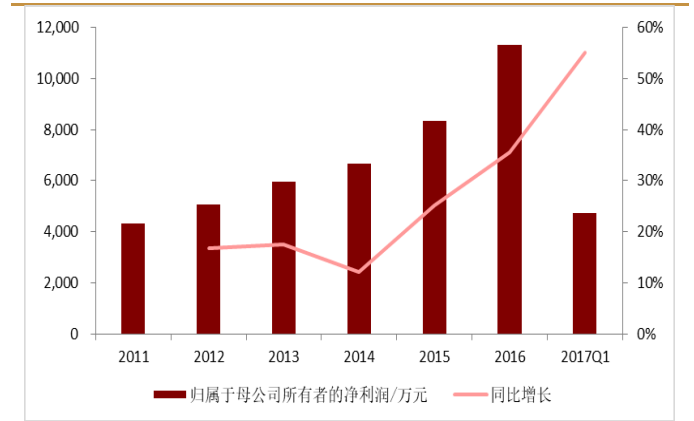


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：自 2014 年下半年开始，由于国际油价大幅下降，公司原材料基础油价格也大幅下降，价格传导致使公司主要产品售价降低，营业收入增速放缓。2016 年公司实现营业收入 8.2 亿元，同比增长 15.5%，2011~2016 年营业收入复合增长率为 10.1%。2016 年公司实现净利润 1.13 亿元，同比增长 35.6%，2011-2016 年净利润复合增速为 21.2%。

图 5：公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

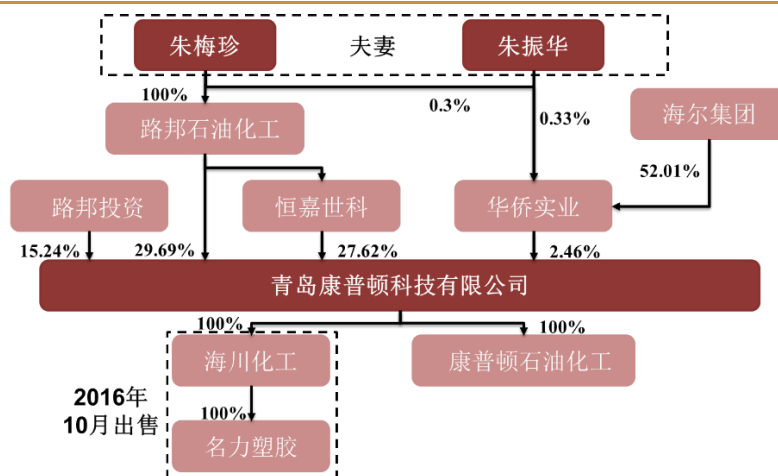
图 6：公司 2011 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：公司实际控制人为朱梅珍、朱振华夫妇，两人合计间接持股比例达 57.3%。朱梅珍女士同时也担任公司董事长职位，高管团队通过路邦投资间接持有公司 15.2% 的股份，管理层与股东利益一致有利于提升管理效率。

公司于去年 10 月份出售了子公司海川化工，主要是因为公司产品日趋高端化，进口高端基础油比重越来越大，而海川的渠道主要为国内中低端基础油，无法满足公司采购需求，并且业绩出现亏损；另外，海川旗下子公司名力塑胶由于缺乏规模效应，生产的塑料桶等包装物成本较高，不具备价格竞争优势。通过出售海川化工，公司的资产得到进一步优化，有助于提高公司核心竞争力。

公司全资子公司康普顿石油化工是公司募投项目的实施主体，项目将于 2017 年 7 月正式投产，届时子公司将形成年产 8 万吨润滑油、2 万吨防冻液、1000 吨制动液的生产能力。

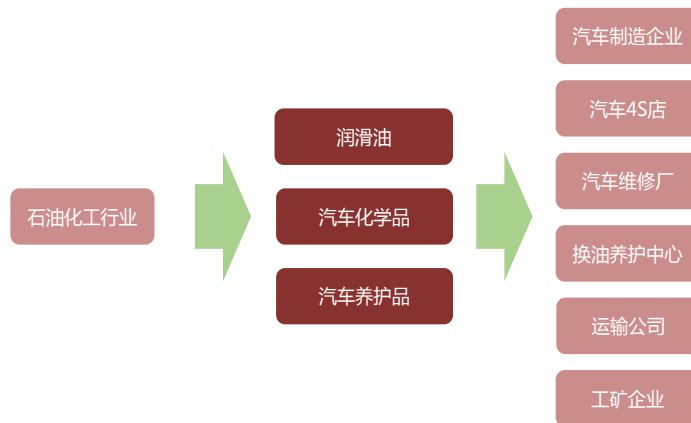
图 7：公司股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业前景：车用油成发展引擎，高端化和规模化是大势所趋

公司主要产品是润滑油、汽车化学品、汽车养护品，公司上游主要是石油化工企业，主要原材料为石油衍生品，下游行业为汽车制造及售后维修服务市场。

图 8：产业链示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

根据应用领域不同，润滑油可分为车用润滑油和工业润滑油两大类。车用润滑油是各类车辆所使用润滑油的统称，包括车用内燃机油、车辆齿轮油、车辆减震器油、汽车冷却液等。工业润滑油主要用于各类工业机械设备和工程机械的制造及其日常运转、金属制造及加工、工艺添加及其他领域，被形象地称为“工业机械设备的血液”。

表 1：润滑油分类

应用领域		产品品种
车用润滑油		车用内燃机油、车辆齿轮油、车用减震器油、传动液、冷却液等
工业润滑油	电力电器设备润滑油	变压器油、电缆油、开关油等
	工程机械润滑油	工程机械内燃机油、液压油、齿轮油、特种润滑脂等
	工业机械设备润滑油	工业机械设备内燃机油、压缩机油、液压油、齿轮油、真空泵油、汽轮机油、防锈油、油膜轴承油、导热油、食品机械用油等
	其他品种润滑油	航空喷气机润滑油、金属成型加工油、金属切削油、热处理工艺油等

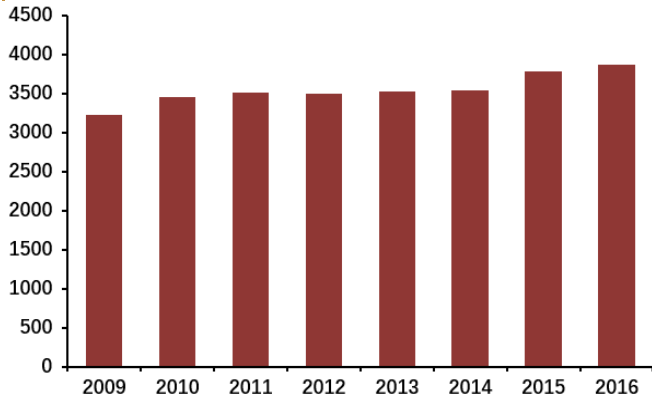
数据来源：CNKI，西南证券整理

2.1 全球润滑油预期增长缓慢，车用油成发展引擎

全球润滑油市场已经进入缓慢增长平台，根据相关数据，在 2013 年 3950 万吨的基础上，全球年均润滑油需求增长率预计会减至 1.4% 或更低，到 2023 年将达到 4550 万吨左右。随着全球机动车保有量的进一步增加，车用润滑油比重将继续提高。2014 年润滑油消费中，车用润滑油已经占润滑油总需求的一半以上，达到 53%。发达国家和发展中国家消费者机动车保有量的不断上升和新车销量的激增，将推动对更优质工厂原装润滑油和服务点灌装小型客车机油的需求。

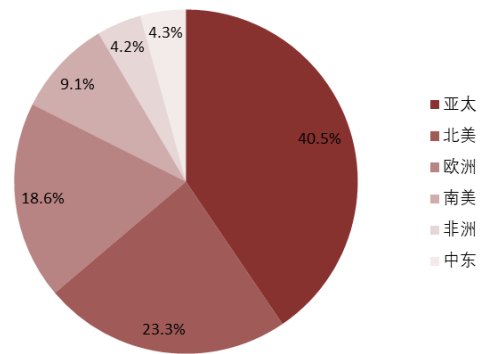
以中国为代表的亚太地区是全球最大的润滑油消费市场，2015 年亚太地区润滑油需求全球占比达到 40.5%，随后依次是北美(占 23.3%)、欧洲(占 18.6%)、南美(占 9.1%)、非洲和中东(占 8.5%)。以单一国家来看，美国仍旧是最大的润滑油消费国，中国紧随其后，预计将在 2017 年或 2018 年超越美国，成为最大的润滑油单一消费市场。

图 9：全球润滑油需求量（万吨）



数据来源：中国化工报，西南证券整理

图 10：2015 年世界主要地区润滑油需求占比



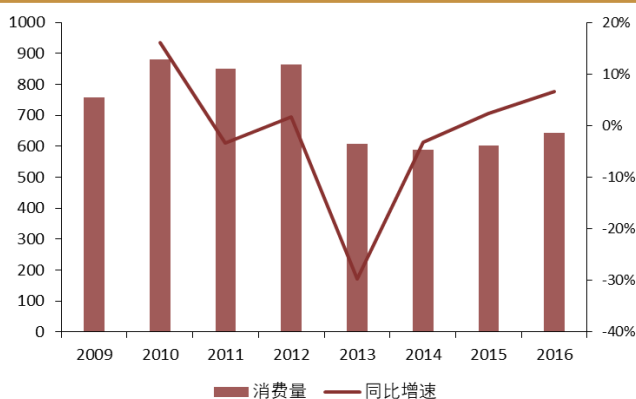
数据来源：Kline & Co，西南证券整理

2.2 我国润滑油市场步入“新常态”，消费结构不断向车用油倾斜

润滑油行业是国家经济的晴雨表，其市场规模和行业发展与国家宏观经济形势密切相关。近年来，随着我国经济的快速增长，机械、汽车、航空、钢铁、船舶等各个行业领域均处于高速发展阶段，我国润滑油需求量随之呈快速增长态势。但 2013 年以来我国经济“换挡减速”，润滑油行业也开始步入“新常态”，需求出现下降。最近三年，随着经济逐步企稳，润滑油需求逐步稳定，并迎来结构调整期。

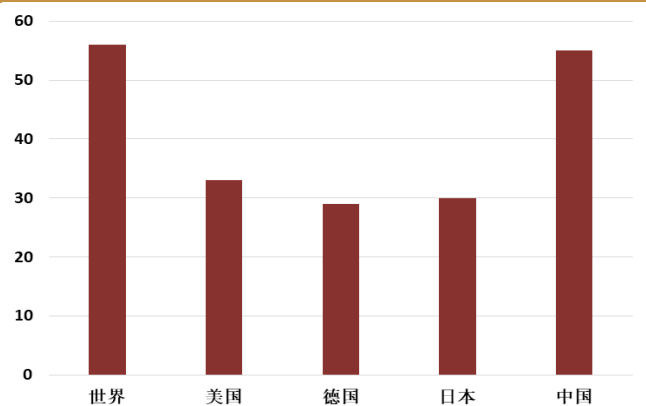
目前，我国已经是全球第二大润滑油消费市场，但是我国的润滑油消费量与 GDP 比例相对不平衡，我国的润滑油消费强度为 55，说明我国的润滑油消费存在不合理以及浪费，导致强度远高于发达国家。随着油品质量升级，换油周期延长，管理水平和装备的提高，未来我国润滑油消费强度将持续下降，不断向发达国家水平靠近，润滑油的消费增速将趋缓，但是消费结构将逐步向高端化方向发展，高端润滑油占比将进一步提高。

图 11：2009 年以来我国润滑油消费量（万吨）及同比增速



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 12：2015 年各国润滑油强度（吨/亿美元 GDP）



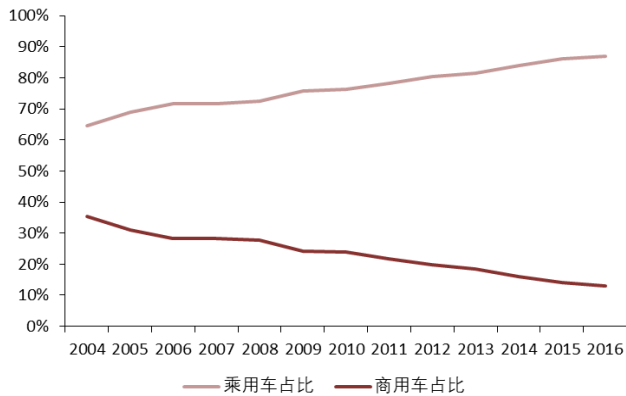
数据来源：智研咨询，西南证券整理

步入“新常态”之后，国内润滑油消费结构已经发生转变，高品质润滑油占全部润滑油需求量的比例稳步提升。2005 年我国高品质润滑油需求量占润滑油整体需求量的 19.8%，2014 年上升至 25.9%，预计未来中高档油品市场占有率将进一步提升。

2014 年国内车用润滑油需求量为 327.2 万吨，占比为 53%，工业润滑油需求量为 242.8 万吨，下滑至占比为 28%，特种润滑油、船用润滑油占比分别仅为 14%、5%。随着汽车行业的迅猛发展，我国已经进入了汽车普及期。2016 年中国汽车销量达到 2735 万辆，是 2001 年的 10 倍，年均增速达 18%，这也预示着中国润滑油市场的消费结构不断向车用油倾斜。

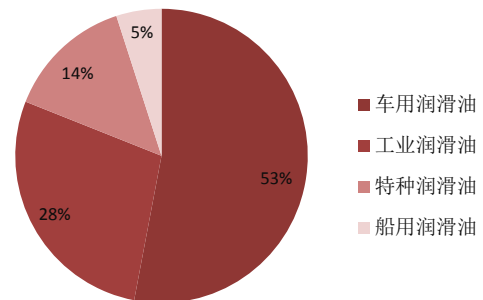
从需求结构来看，乘用车是推动汽车快速增长的主体。居民收入增加、私家车消费带动乘用车销量快速增长；而经济增速放缓和大宗商品运输需求增速的下降导致了商用车销量呈现下降趋势。目前柴油车主要由商用车构成，约占商用车保有量的 58% 左右，乘用车和商用车比例发生变化，也将带动车用润滑油结构更多地向乘用车倾斜。

图 13：我国乘用车销售占比逐年提高



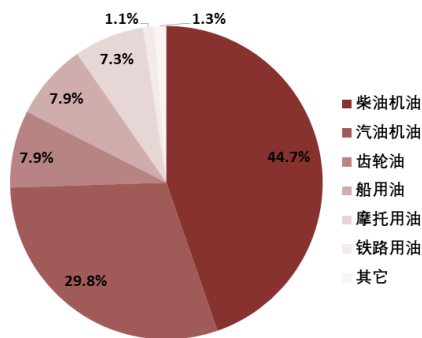
数据来源：CNKI，西南证券整理

图 14：各类润滑油需求占比



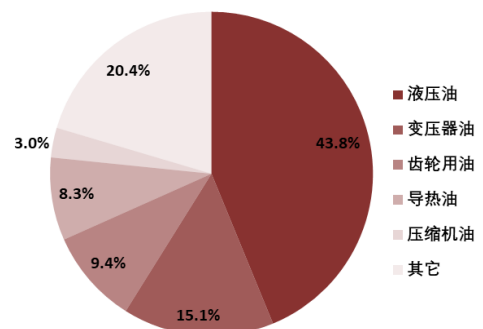
数据来源：隆众石化，西南证券整理

图 15：2016 年国内车用润滑油消费结构



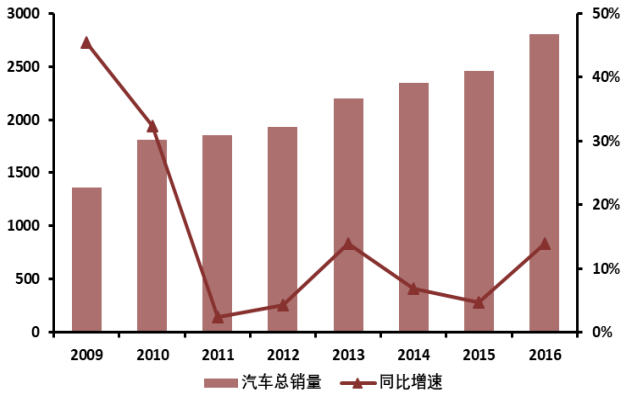
数据来源：中国润滑油信息网，西南证券整理

图 16：2016 年国内工业润滑油消费结构

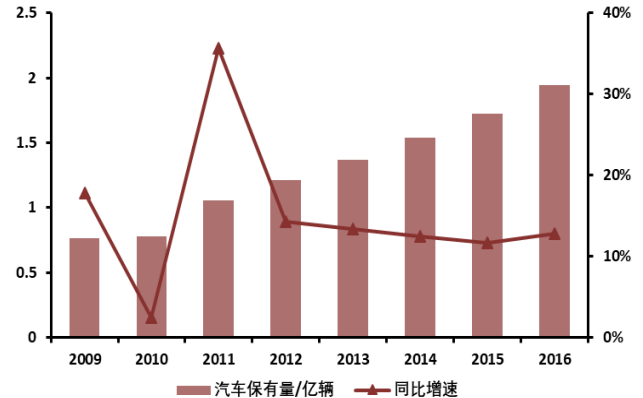


数据来源：中国润滑油信息网，西南证券整理

未来，随着我国汽车新增量和保有量的持续增加，车用润滑油需求也逐步增加，车用润滑油消费量在未来将继续维持上升的态势，预计 2020 年中国汽车总保有量将达到 2.2 亿辆，届时车用润滑油的消费量将达到 420 万吨，市场占比将进一步提高至 58%。

图 17: 2009 年以来中国汽车总销量 (万辆)


数据来源: 中汽协, 西南证券整理

图 18: 2009 年以来中国汽车保有量


数据来源: 中汽协, 西南证券整理

2.3 中高档车销量增长, 润滑油向高端化发展

内燃机润滑油分为汽油机油和柴油机油:

1) 根据国标 GB11121-2006 汽油机油品质由低到高可分为 SE、SF、SG、SH、GF-1、SJ、GF-2、SL 和 GF-3 等 9 个品种;

2) 根据国标 GB11122-2006 柴油机油品质由低到高分分为 CC、CD、CF、CF-4、CG、CH-4 和 CI-4 等 7 个品种。

区分机油等级标准主要依据油品的低温流动性、高温清净性, 扩散过滤性, 氧化稳定性、耐磨耗性, 防腐蚀及防锈性, 触媒兼容性以及环保要求。

表 2: 汽油机油分类及适用范围

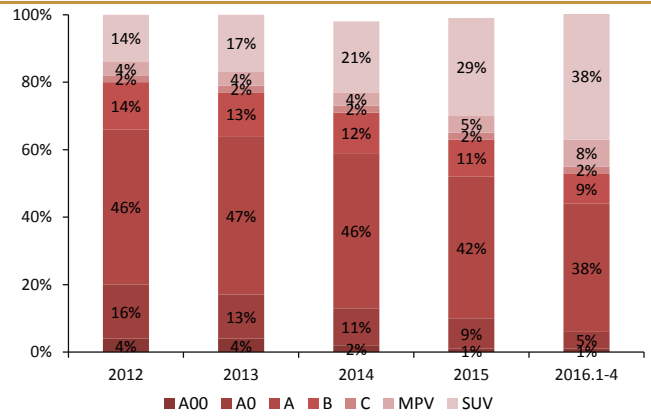
等级	使用对象	油品性能
SE	用于 1972 年以后生产的汽油车	具有更好的高温抗氧化及抗低温油性
SF	用于 1980 年以后生产的汽油车	具有比 SE 更好的抗氧化及抗磨性能
SG	用于 1989 年以后生产的汽油车	具有比 SF 更好的分散性及抗氧化性能, 对内燃机沉积、机油氧化及内燃机磨损的控制更佳
SH	用于 1993 年以后生产的汽油车	测试通过程序较 SG 严格
SJ	用于 1994 年以后生产的汽油车	具有比 SG 更好的性能, 适用于近年出厂的小汽车, 着重节省燃料, 降低油泥生成
SL	用于 2002 年以后生产的汽油车	合成类润滑油, 具有更加杰出的抗氧化保护, 改良的粘温性能, 更为优异的清净分散性能, 较好的燃料经济性, 更低的挥发性
SM	用于 2004 年以后生产的汽油车	在 SL 基础上降低磷含量, 以保证环保要求, 同时也提高氧化安定性、高温抗磨性、高温沉积物控制和用后油的泵送性
SN	用于 2010 年以后生产的汽油车	API SM 级与 SN 级的变化, 从产品本身的配方来说其实并无太大差异, 这个升级更多的是一种标准上的对应变更
GF-1	--	满足 API SH 的所有要求, 同时通过 ILSAC 规定的 EC 节能要求
GF-2	--	满足 API SJ 的所有要求, 同时通过 ILSAC 规定的 EC 节能要求
GF-3	--	满足 API SL 的所有要求, 同时通过 ILSAC 规定的 EC 节能要求

数据来源: 西南证券整理

中高档车快速增长促进润滑油消费等级不断提升

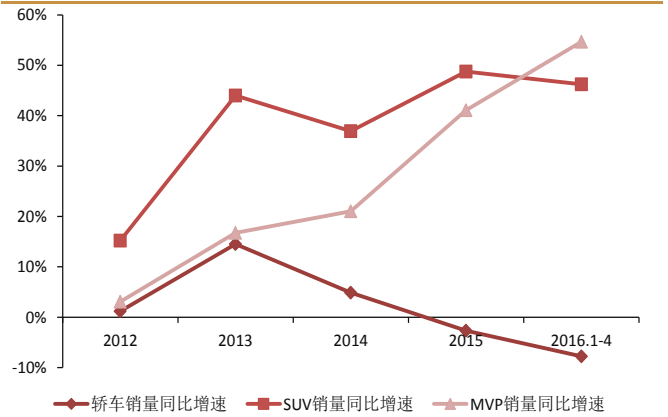
我国汽车行业发展迅速，一方面我国车辆保有量增长较快，这为车用润滑油的需求量提供了保障；另一方面 SUV、MVP 等中高档车辆销量快速增长，消费者在购买价格昂贵的新车的同时，会要求使用质量较好的润滑油。尤其是近几年来，轿车发动机油（PCMO）的质量越来越高，据韩国 SK 润滑剂公司预测，在 PCMO 应用领域，未来各地区高等级润滑油需求增速将达 15%~20%。

图 19：2012 年以来我国乘用车销售结构



数据来源：中汽协，西南证券整理

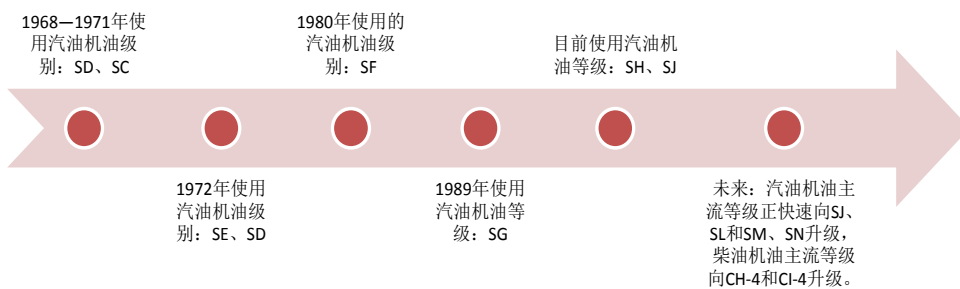
图 20：2012 年以来各类型乘用车销量增速



数据来源：中汽协，西南证券整理

伴随中高档车的快速增长，我国车用润滑油尤其是发动机油等级的迅速提高，汽油机油的主流等级正快速向 SJ、SL 和 SM、SN 升级，柴油机油主流等级向 CH-4 和 CI-4 升级，最高等级油品和发达国家市场基本同步推出。

图 21：润滑油不断向高品质发展



数据来源：CNIC，西南证券整理

国家环保政策推动润滑油向高端化发展

节能减排是今后汽车发展的主旋律，润滑油因为润滑减摩、冷却、密封等诸多功能在汽车节能环保的目标中能够发挥一定作用，随着国家环保政策趋严，将推动润滑油行业发展。另外，国家大力推广“合理润滑”的理念，倡导通过选择高品质润滑油产品减少因润滑不当导致的各类损耗，提高经济效益，也将有利于润滑油不断向高端化发展。

表 3：国家环保政策推动润滑油向高端化发展

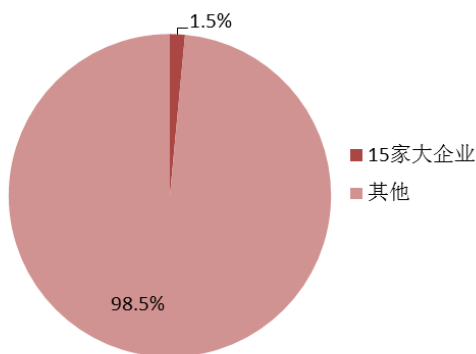
政策	时间	部门	内容
《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第五阶段）》	2013 年 9 月	环保部	自 2017 年 1 月 1 日起，全国机动车将全面实施国五排放标准，新标准轻型车氮氧化物排放可以降低 25%，重型车氮氧化物排放可以降低 43%
《国务院办公厅关于加强内燃机工业节能减排的意见》	2013 年 2 月	国务院	开发适用于内燃机应用替代燃料专用润滑油和排气后处理技术
《新材料产业“十二五”发展规划》	2012 年 2 月	国务院	重点支持高性能润滑油脂等品种的发展
《石化和化学工业“十二五”发展规划》	2012 年 2 月	工信部	“十二五”期间，要大力发展高档润滑油、工艺用油、高等级道路沥青、特种沥青等品种，实现石化化工产品质量全面提升
《石油和化工产业结构调整指导目录（2011）》	2011 年 5 月	国家发改委	鼓励发展高端石化产品；高标准油品生产技术开发与应用。
《“十二五”机械工业发展总体规划》	2011 年 3 月	中国机械工业联合会	大力发展冷风润滑、微量润滑技术，干式切削技术、硬切削技术，环保型冷却润滑材料及工艺；大型发电设备、超高压 / 特高压输电设备用绝缘材料。
《石化产业调整振兴规划》	2009 年 5 月	国务院	提高中高档石化产品比重，促进产品升级换代，增加有效供给能力，满足市场需求；落实有利于石化产业发展的税收和加工贸易政策，扩大石化产品市场。
《石油和化工产业结构调整指导意见》	2009 年 1 月	国家发改委	以提高高端产品自给率和降低高载能产品比重为目标，积极开发新产品改善产业、产品结构；鼓励发展和研发高端石油和化工产品

数据来源：西南证券整理

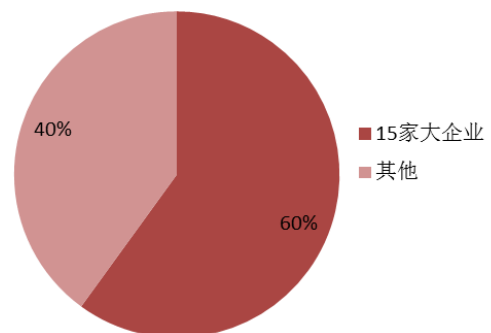
2.4 规模化发展是行业规律

国际润滑油市场呈寡头垄断格局

国际润滑油生产企业从 20 世纪 90 年代的 1700 多家集中到目前的约 1000 家（除中国外），其中前 15 家大润滑油企业占有全球 60% 的市场份额。

图 22：全球润滑油企业数量


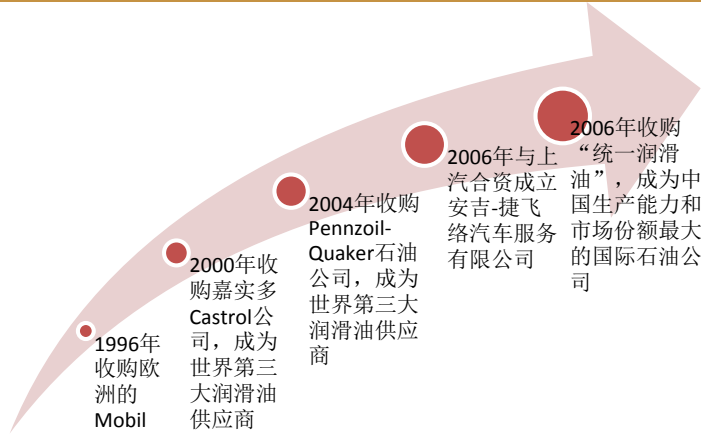
数据来源：《润滑油》，西南证券整理

图 23：全球润滑油市场份额


数据来源：《润滑油》，西南证券整理

壳牌润滑油、埃克森美孚等公司均是在不断兼并重组、整合自我中发展壮大成为国际巨头，规模化更有利于降低成本和品牌建设。

图 24：壳牌兼并收购情况图



数据来源：西南证券整理

从国际润滑油市场发展历程看，也是由最初多而散的状态，不断提高行业集中度，发展为如今的寡头垄断格局。

我国润滑油行业逐步向规模化、专业化发展

上世纪 80 年代壳牌、美孚等国际润滑油公司进入中国，快速占领国内汽车润滑油的中高端市场，进入 21 世纪中石油和中石化利用其上游炼化基础油的优势，分别推出“昆仑”和“长城”品牌，利用其价格优势快速占据了中低端市场，与此同时大量的民营企业相继成立，通过细分市场和灵活的机制占领了一定的市场份额。目前我国逐渐形成了国际石油公司、两大国有企业 and 大量民营企业三分天下的竞争格局。

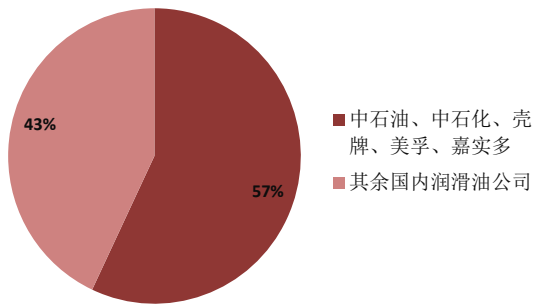
表 4：润滑油领域主要企业

类别	公司名称	经营领域	产品内容
内资企业	中国石化润滑油公司	工业润滑油、车用工业润滑油、汽车化学用品、汽车养护品	润滑油系列、防冻液、制动液、玻璃水、燃油添加剂等
	中国石油润滑油公司	工业润滑油、车用润滑油、汽车化学品	润滑油系列、防冻液、制动液等
合资企业	壳牌统一（北京）石油化工有限公司	工业润滑油、车用润滑油、汽车化学品	润滑油系列、防冻液等
	东风嘉实多油品有限公司	车用润滑油、汽车化学品	润滑油系列、防冻液等
	青岛康普顿科技股份有限公司	车用润滑油、汽车化学品、汽车养护品	润滑油系列、防冻液、制动液、车用清洗剂和保护剂等。
外资企业	壳牌	车用润滑油、工业润滑油、汽车化学品、汽车养护品	润滑油系列、防冻液、制动液、养护品等
	美孚	工业润滑油、车用润滑油、汽车化学品	润滑油系列、防冻液、制动液等
	BP 嘉实多	工业润滑油、车用润滑油、汽车化学品	润滑油系列、防冻液、制动液等

数据来源：招股说明书，西南证券整理

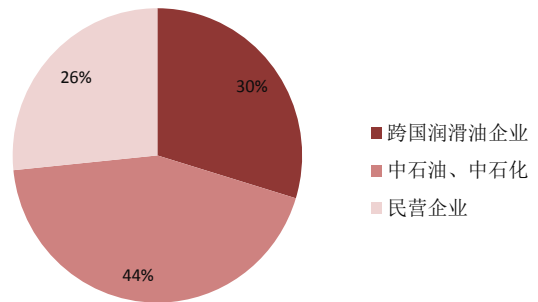
目前全国润滑油调和厂约有 1300 家，与 2000 年的 4000 余家相比已大幅减少，但年产 10000 吨以上只有 56 家。中国石化、中国石油、壳牌及壳牌统一、埃克森美孚、BP 嘉实多五家公司占全国润滑油份额近 57%。我国润滑油行业逐步进入结构调整期，当市场竞争加剧，部分无法适应竞争的企业被淘汰或被并购，润滑油优势企业的品牌、技术、规模、资本优势将会日益突出，行业集中度将进一步提升，最终形成几家实力强大的大型润滑油企业。

图 25: 国内润滑油市场集中度分布图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 26: 2014 年润滑油行业市场份额占比图

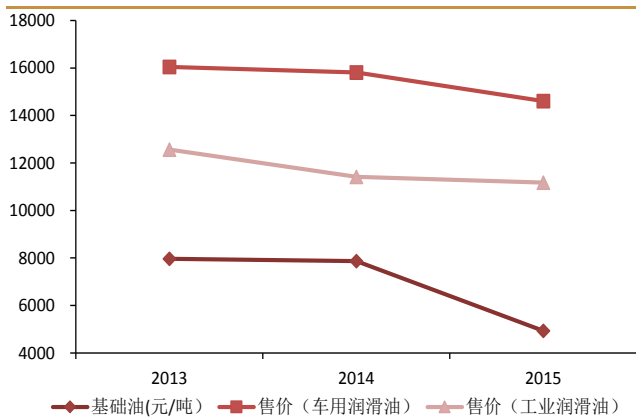


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.5 上游基础油产能过剩，竞争激烈促使成本降低

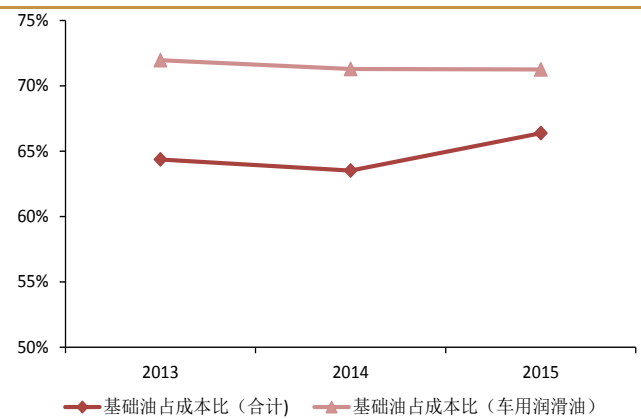
原材料基础油占成本的比重较大，基本维持在 65% 左右，甚至在公司主要产品车用润滑油中，基础油占成本的比重达到 71%。基础油不仅是润滑油的主要成分，决定着润滑油的基本性质，也影响着公司产品的销售价格。从价格变化可以看出，随着上游原油价格的大跌，基础油的采购价格也出现一定的下降，连带着公司的产品价格下滑。因此，基础油采购价格与公司产品价格正相关。

图 27: 润滑油采购价格与公司成品价格正相关 (元/吨)



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 28: 基础油占成本比重较大



数据来源：招股说明书，西南证券整理

低油价时代，价格传导致使毛利上升

基础油是通过物理蒸馏方法从石油中提炼而成，石油作为国际大宗商品期货交易标的，不仅受实体经济需求变化的影响，也易受国际金融资本短期投机的剧烈冲击。目前我国润滑

油行业已广泛采用美国石油学会 (API) 于 1993 年根据饱和烃含量、粘度指数、硫含量提出的基础油五类 (API-1509) 分类标准。

表 5: 美国石油协会基础油分类标准

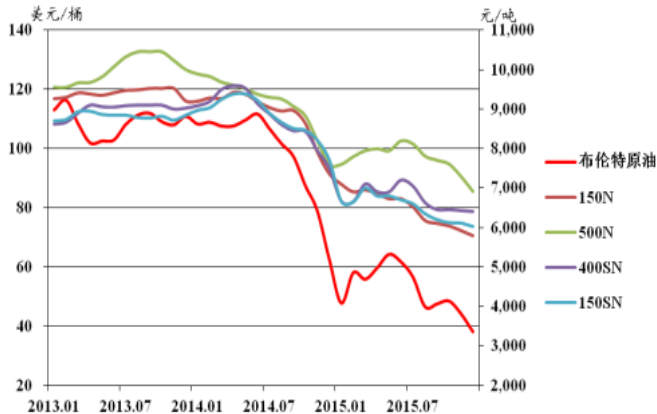
分类	指标			主要型号	工艺及特点	应用范围	主要厂商
	S(%)	饱和烃 (%)	粘度指数				
I	>0.03	<90	80-120	150SN、400SN	原油经过常减压蒸馏切出所需粘度的数段润滑油馏分，再经过“老三套”工艺生产制得。该类基础油的理化性质较一般，含硫量较高。	由于硫含量和挥发性较高，已逐步被发动机油所淘汰，供应和需求稳步下降。	中石化下属部分炼厂（如：大连石化）、日本 COSCO、俄罗斯 LUK 石油、
II	≤ 0.03	≤ 90	80-120	150N、500N	II 类基础油是通过催化剂进行加氢裂解，使润滑油原料与氢气发生各种加氢反应。其目的包括除去硫、氮、氧等杂质，同时保留住润滑油理想组分，从而使润滑油质量得到显著提高。	在汽车行业用量稳步增长，成为生产发动机机油的主流基础油。	美孚、GS、SK、台塑、台湾中壳、马石油、中石油以及中石化下属炼厂
III	≤ 0.03	≥ 90	>120	100N、150N	III 类基础油是通过催化剂和氢气进行选择性地加氢裂化或临氢异构化将油中的蜡脱除或转化。与 II 类基础油相比，属高粘度指数的加氢基础油。III 类基础油在性能上远远超过 I 类基础油和 II 类基础油。	主要用来生产高质量矿物型润滑油。	韩国 SK 公司、韩国双龙、Neste Oil 及壳牌卡塔尔 GTL 的供应量占全球供应的 80%-85%。
IV	聚 α 烯烃			PAO4、PAO6、PAO8、PAO10	聚 α 烯烃 (PAO) 是由 α 烯烃在催化剂存在下，进行聚合反应制得。具有高粘度指数、高闪点、高燃点、热稳定性好、氧化稳定性好、低倾点、低挥发性、水解稳定性好等优点。	在多方面性能明显优于矿物油，用来生产高级发动机油、液压油等。	英力士、美孚、雪佛龙
V	I-IV 以外的其它基础油			合成脂、聚酯等合成材料	以酯类油为主的非烃型合成基础油	主要与其他基础油搭配使用	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

基础油作为原油产业链的下端产品，国际原油价格是影响基础油价格的最主要因素，两者具有较强的关联性。但是基础油价格同时受到市场供需及相关行业等因素影响，因此，虽然基础油价格与石油价格具有较强的关联性，但是其波动幅度往往没有原油价格波动剧烈，且呈现一定的滞后性。近年来，原油价格下跌幅度较大，基础油市场价格也随原油价格的下降而呈现出下降趋势。

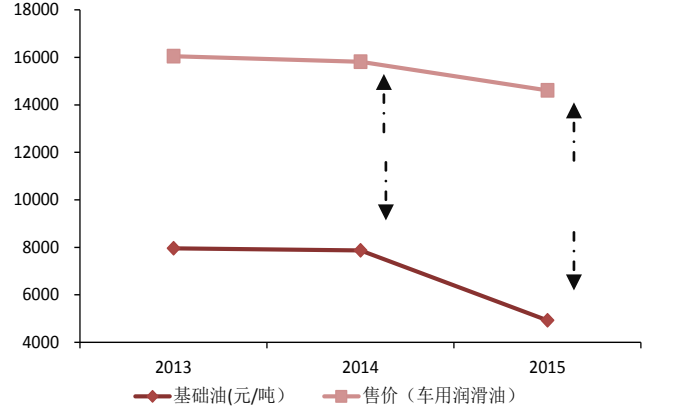
原材料基础油的价格下跌有利于公司润滑油系列产品毛利提高，因为润滑油产品及汽车化学品产品的价格不仅受到原料价格的影响，同时还受到市场供需以及行业自身因素的影响，波动幅度往往低于基础油的价格波动，呈现出一定的滞后性。另外，润滑油的销售价格更多依靠品牌和销售渠道，这也大大缓解了原料价格波动对产品毛利率的影响。总的来说，原材料价格下跌有利于公司产品毛利的提高。

图 29: 原油价格与原材料基础油价格高度相关



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 30: 原材料价格下跌有利于公司产品毛利提高



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

上游行业竞争激烈

我国车用润滑油等级在过去很长时间一直低于发达国家, 润滑油基础油市场需求以 API I 类基础油为主, 甚至非标基础油也被大量使用。目前, 国内的主要一类、二类基础油出自中石油、中石化和中海油的炼厂, 润滑油生产厂采用的二类、三类基础油大部分都为国外进口。

康普顿生产用的基础油主要为二类和三类基础油, 受制于国内基础油生产加工能力及其稳定性能不高等因素, 其所需的基础油大部分来自于进口, 部分来自于国内中石油、中石化、中海油等基础油生产商。由于基础油是大宗商品, 国内存在部分专业从事基础油代理商或贸易商, 康普顿亦存在向该等代理商或贸易商采购基础油的情形。

近年来随着我国汽车工业的快速发展以及环保要求的提高, 我国主流车厂新车用油与国外同步接轨, 我国车用润滑油尤其是发动机油等级的迅速提高, 带动了高等级润滑油基础油需求量的迅猛增长。目前, 我国汽油机油的主流等级正快速向 SJ、SL 和 SM、SN 升级, 柴油机油主流等级向 CH-4 和 CI-4 升级, 最高等级油品和发达国家市场基本同步推出, 汽车发动机油等级的提高带动了高等级基础油的需求, 导致 API II 类及以上基础油增长较快。

表 6: 国内基础油主要厂商及产量

生产厂家	2013 年		2012 年	
	产量(万吨)	占比	产量(万吨)	占比
中石油	171	31.09%	163	28.42%
中石化	129	23.44%	152	26.53%
中海油	123	22.27%	123	21.47%
其他炼厂	128	23.20%	135	23.58%
总计	550	100.00%	572	100.00%

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

表 7：公司 2016 年基础油前五名供应商

供应商名称	采购额 (万元)	占采购额比例 (%)
埃克森美孚新加坡分公司	7871.27	17.34
FEOSO ENERGY (HONG KONG) LIMITED	5685.23	12.52
洛克化学 (深圳) 有限公司	3800.41	8.37
吉林市高通工贸有限公司	3432.15	7.56
常州瑞杰新材料科技股份有限公司青岛分公司	3370.84	7.43
合计	24159.90	53.22

数据来源：招股说明书，西南证券整理

从国内基础油供应情况来看，经过近几年的发展，我国高等级基础油市场发生了明显的变化，高等级基础油所占比例不断上升，生产由高度集中变为相对分散，需求由著名品牌向地方企业和民营企业延伸，并且出现了专业的基础油生产商。目前国内基础油生产能力主要集中在中石油、中石化、中海油三大集团公司及地方炼油厂，但是从总体上看，随着国内基础油生产装置的投产和基础油进口的稳步增长，中国石化和中国石油在基础油市场的主导地位已经逐步削弱，基础油尤其是 API II 类基础油供应将更加充足，完全能够满足国内润滑油生产厂家需求；同时，由于国内基础油市场竞争激烈及利润水平的持续降低，国外基础油生产商大多采取大客户直销模式，进而可能逐步取消中间代理商环节。而逐步发展起来的国内基础油生产商，将会导致公司上游基础油行业竞争越发激烈，从而促使原材料价格长期呈现出一种下跌的趋势。

3 公司车用润滑油保持稳健增长，新产能开启新一轮增长

3.1 技术优势保证中高端定位，品牌积累助力销量增长

技术研发优势明显

公司的纳米陶瓷机油、纳米抗磨剂是高新技术重点产品，获得省科技进步三等奖。公司拥有国际领先的脉冲气动调和设备及自动化控制灌装线，与中国科学院兰州化学物理研究所达成战略合作，共建国内首个“高性能节能发动机油联合研究中心”，与青岛科技大学，成立了“汽车用品研究所”，在绿色节能环保润滑油等领域开展了多方面合作。

公司目前已拥有 4 项发明专利和 11 项外观设计专利，4 项发明专利具体情况如下：

表 8：公司获得的四项发明专利情况

名称	类别	申请日	有效期
一种含有纳米氧化亚铜的润滑剂的制备方法	康普顿	2005.04.26	20 年
用作润滑油添加剂的纳米铜的制备方法	康普顿	2006.08.07	20 年
一种氧化锌纳米流体的制备方法	康普顿、青岛科技大学	2011.10.27	20 年
一种纳米流体冷却液制备方法及其制备的纳米流体冷却液	康普顿、青岛科技大学	2012.06.07	20 年

数据来源：公司公告，西南证券整理

在纳米润滑油技术应用领域，公司的《汽车节能与纳米陶瓷机油研究》项目经山东省科技厅鉴定为“国际先进和国内领先”，获得山东省科技进步三等奖，其产品康普顿纳米陶瓷机油通过 ILSAC（国际润滑剂标准化及认证委员会）节能型发动机油 GF-5 规格标准认证。康普顿纳米陶瓷机油具有更出色的减磨作用，可以显著降低摩擦，减少磨损，对汽车具有特殊的保护作用。2016 年推出升级配方纳米陶瓷机油，升级了纳米陶瓷添加剂配方，“纳米陶瓷粒子”在发动机金属摩擦副表面形成保护膜，变滑动摩擦为滚动摩擦，显著降低发动机冷启动和反复启停磨损，提供优异的启停保护；强化的“自修复”功能在发动机运转过程中自动修复受损部位，实现对引擎关键部位的出色保护。

公司一直注重研发投入，2013 年至 2015 年公司研发费用分别为 2248 万元、2660 万元、3180 万元，占营业收入比例分别为 3.4%、3.8%和 4.5%。2016 年研发费用小幅下降，但仍维持在 3000 万元以上。绝大部分民营企业目前仍然处于原始的价格竞争状态，很少进行高端产品研发，只有以康普顿和龙蟠为首的少数民营龙头有能力支持产品研发，研发占营收比例基本保持在 3%~4%。长期持续的研发投入有利于公司在未来的行业竞争中保持产品优势。

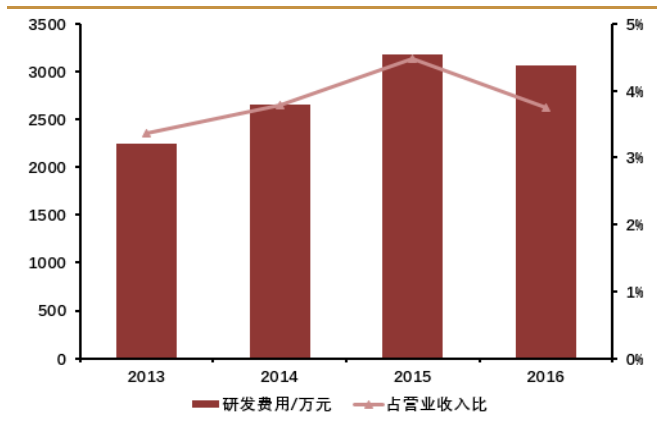
另外，为巩固国内市场技术领先地位，公司 IPO 募资 4338 万元投入研发中心建设项目，研发中心建成后将增强公司新产品开发、技术改造等研发能力，提高公司产品综合竞争力。

图 31：公司纳米机油产品的主要优点

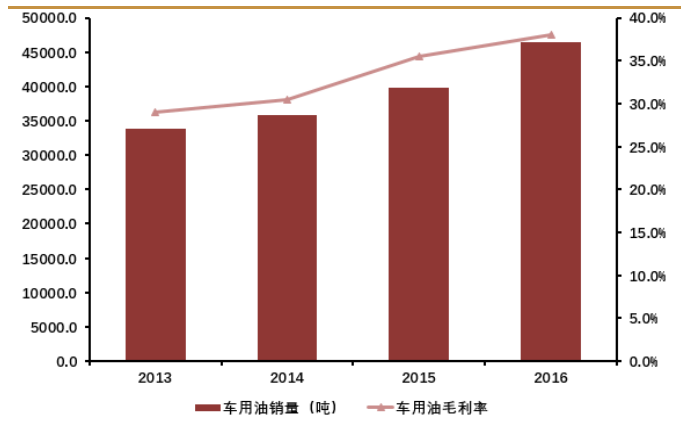

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 32：公司有多项技术发展中心


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 33：公司研发费用占营收比重不断增加


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：公司车用油销量与毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

品牌不断优化，质量媲美国际一线

润滑油和汽车养护品竞争呈金字塔型结构，高端数量较少而低端品牌数量较多。由于公司进入行业早、品牌定位高，市场认知度和美誉度较好，形成了良好的企业形象。康普顿牌被认定为山东省著名商标；2013年，康普顿润滑油获得中国润滑油行业年度最受客户欢迎品牌；2014年康普顿润滑油被《中国汽车画报》评为润滑油类“2014年度品牌”。公司属于润滑油领域第三阵营的领先企业，康普顿品牌被评为2015年中国十大润滑油品牌之一。

表 9：2015 年中国十大润滑油品牌企业介绍







品牌	公司	经营业务简介
长城	中国石化润滑油分公司	国内最大的润滑油专业生产厂商之一，产品包括内燃机润滑油、工业齿轮油、液压油、润滑脂、冷却液、及润滑油添加剂等产品，包装油年产能 120 万吨/年。
昆仑	中国石油天然气分公司	中国润滑油行业龙头企业，在多个细分市场占有率排名第一，其生产的“昆仑牌”变压器油长期占据我国变压器油市场领先地位，包装油年产能 120 万吨/年。
统一	壳牌	被壳牌收购，产品覆盖汽车用油、摩托车用油、工业用油、工程机械用油及润滑脂、汽车护理品等众多石油化工领域。年综合生产能力达 60 万吨，是目前中国最大的车用润滑油专业制造商之一。
龙蟠	江苏龙蟠科技	公司已经拥有包括汽油机油、柴油机油、齿轮油、抗磨液液压油、防冻液等在内的 400 多个品种，整体产能已达每年 30 万吨，单班产能达到 10 万吨，成为中国润滑油行业成长速度最快的企业之一。
东昊	上海东昊油品有限公司	集润滑油和燃料油的研究开发、生产销售为一体的高新技术企业。公司目前拥有生产基地 2.3 万余平方米，千吨级油罐 24 座，年加工生产基础油达 50 万吨，年产值超 50 亿。
玉柴	广西玉柴机器集团	成立于 1995 年，是国内第一家由发动机企业成功打造的高档润滑油品牌。公司总资产 2.5 亿元，生产能力达 15 万吨。
康普顿	康普顿科技股份有限公司	主要面向中高端市场，质量比肩世界一线品牌的原装质量。主要竞争对手为美孚，壳牌，嘉实多这三家一线外资品牌，几乎不和长城，昆仑，道达尔进行竞争。
高科	高科石化	江苏高科石化生产工业润滑油、车用润滑油、特种油剂三大系列十三大类 200 多个规格型号的产品。是研发、生产、销售，专业专注的润滑油剂生产企业。是行业内影响力的实力企业之一。
中华	北京中润华油石油化工股份有限公司	2011年，由拥有润滑油行业优势资源的多方重组的北京中润华油石油化工股份有限公司正式成立，公司拥有中华润滑油品牌。
力鹏	大连力鹏润滑油有限公司	力鹏润滑油成立于2002年，工业油起家，公司总部位于大连，占地面积5.3万平方米，有大小原料储罐48个，总容量15000立方米，润滑油年产能达15万吨。

数据来源：中国品牌榜、西南证券整理

公司定位于中高档质量等级的目标市场，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 级柴油机等各个时期最高级别的产品，对树立品牌高端形象起到积极作用。在汽车用品的 AM 市场上，康普顿润滑油和路邦汽车养护品在品牌、质量和价格定位上紧盯国际大品牌，已经分别成为具有较强竞争力的少数品牌之一。受益于公司品牌影响力的逐渐提升，车用润滑油销量逐年攀升。

公司在车用润滑油产品开发方面走差异化路线，根据不同群体的需求开发不同类别的产品。例如，高端产品包含了纳米陶瓷系列，已经通过了包括保时捷在内的多家知名车厂的检测认证；同时还针对出租车和天然气车开发出专用的润滑油产品，性价比具有极大优势。

表 10: 公司部分车用润滑油系列产品介绍

产品系列	部分产品	产品图片	产品特点和用途
NANO 纳米陶瓷系列	NANO1、NANO 950、NANO 900、NANO 800、NANO 700 等		“纳米陶瓷粒子”在发动机金属摩擦副表面形成保护膜，变滑动摩擦为滚动摩擦，显著降低发动机冷启动和反复启停磨损，提供优异的启停保护；强化的“自修复”功能在发动机运转过程中自动修复受损部位，实现对引擎关键部位的出色保护。
GT 捷顿系列	GT1、GT950、GT900、GT800、GT700、GT600、GT500		GT 捷顿系列润滑油为发动机提供全面润滑保护的同时，更以其出色的清净性保持发动机始终如新，提高发动机效率，保持发动机持续、稳定的动力输出，为您提供更加舒适的驾驶体验。全系产品涵盖从全合成到低端发动机油产品。
XD 极保系列	XD950、XD900、XD800、XD700、XD600		康普顿 XD（极保）系列柴油机油，“强劲动力 高效保护”。该系列产品具有突出的抗磨性能，优异的清净分散性能、抗氧化稳定性以及优良的燃油经济性能，为发动机提供持久、可靠的保护。
RS 速顿系列	RS700、RS600		康普顿 RS（速顿）系列汽油机油，“清洁顺畅 自在驾驭”。该系列产品具有出色的抗磨性能，优异的清净分散性能、抗氧化稳定性以及优良的燃油经济性能，有效提高发动机效率，使驾驶更顺畅。
ZD 致保系列	ZD800、ZD700		康普顿 ZD（致保）系列柴油机油，“多重功效 优质保护”。该系列产品具有优异抗磨性能、清净分散性能以及突出的抗氧化稳定性。为发动机提供有效抗磨保护及持久的润滑保护。
TAXI 的士乐系列	TAXI 700、TAXI 600、TAXI D70		“的士乐”系列机油专门针对出租车长期低速、频繁换速、长期运转、换油频繁的特点而设计，具有专业抗磨、清洁、环保、抗氧化配方，满足出租车特殊工况要求，提供出色保护。
CNG/LNG 天然气专用油	—		康普顿 CNG/LNG 天然气专用机油，针对天然气发动机的特殊工况设计研发。优异的抗氧化、抗硝化性能，保持发动机清洁。满足康明斯 CES 20074 的规格要求。适用于装备天然气发动机的车辆。
ISP 雪王子系列	ISP 600、ISP500		康普顿 ISP（雪王子）系列发动机油针对北方冬季寒冷地区研发设计，具备优异低温启动性能，适用于较广泛的气候条件和地区。

数据来源：公司官网，西南证券整理

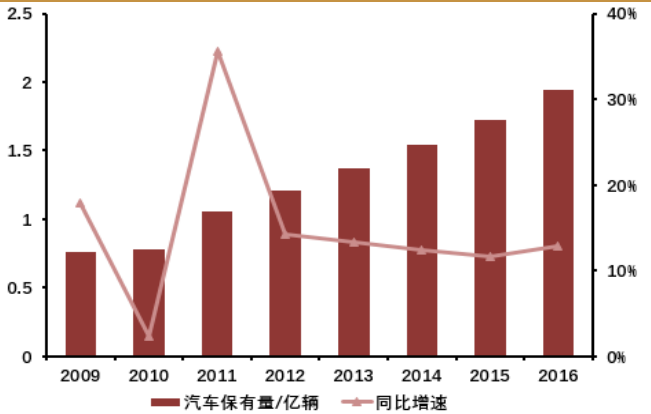
3.2 “老龄化”助力公司养护化学品业务崛起

公司养护化学品主要包括防冻液，制动液，润滑、燃油、进排气等系统的保护剂和清洁剂，与汽车后市场养护行业的发展息息相关。

中国汽车保有量不断增加，汽车后市场养护行业迎来黄金发展期

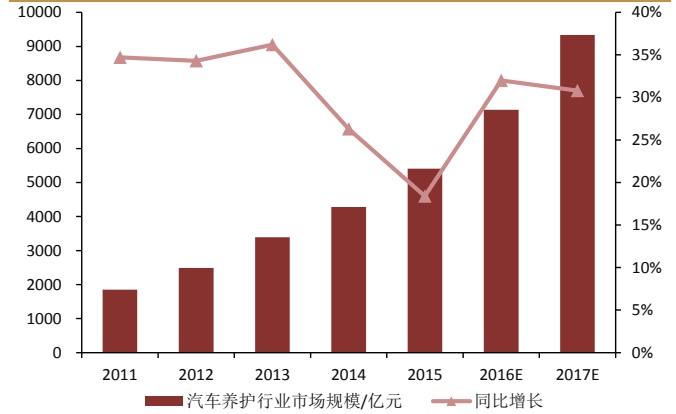
汽车后市场规模依附于汽车存量市场的规模，2015年中国新车销量持续增长，汽车保有量达1.7亿，同比增长11.4%，中国汽车后市场养护行业早已突破了千亿元的市场规模，2015年市场规模突破5400亿元，同比增长18.4%，预计到2017年，市场规模将接近万亿。

图 35：我国汽车保有量不断增加



数据来源：中汽协，西南证券整理

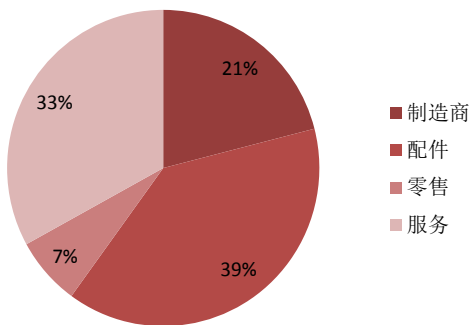
图 36：2011-2017 年中国汽车后市场养护行业规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

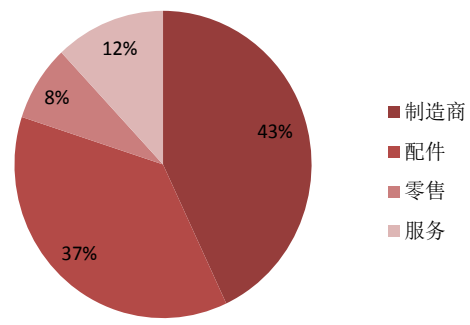
在国外成熟市场汽车产业链中，制造商收入和盈利所占规模比较小，仅有21%，服务收入占比较大为33%。对比我国，制造商作为前端收入占比过大，而服务作为后端占比较少，这与我国汽车发展阶段相关。未来随着我国汽车保有量的持续增长，汽车产业中服务的比重必将不断提高，并与国际接轨，产业链的价值中枢不断向后端转移。

图 37：国外成熟市场汽车产业链结构



数据来源：CNKI，西南证券整理

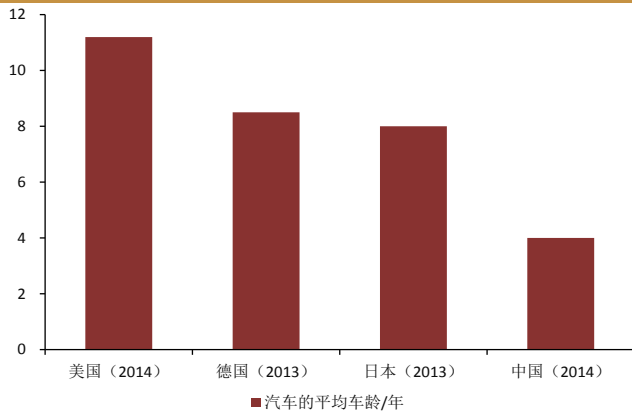
图 38：中国目前产业链结构



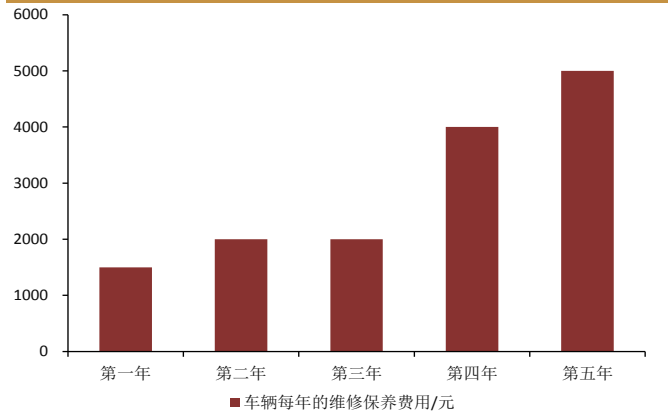
数据来源：CNKI，西南证券整理

汽车“老龄化”及“以养代修”观念普及，加速养护行业发展

中国汽车车龄不断增加，维修保养需求将增加。由于2009、2010年汽车销量快速增长，我们判断平均车龄快速上升将持续到2020年左右。2014年中国平均车龄为4.2年，预计2020年平均车龄有望达5年。2014年中国汽车40%以上车龄集中在1-3年，而3年内次新车以定期保养为主，保养项目和金额都相对较少，3年以后车型维修保养项目逐渐增多，随着中国平均车龄的不断延长以及维修保养费用进入大幅提升期，汽车养护行业进入快速发展期。

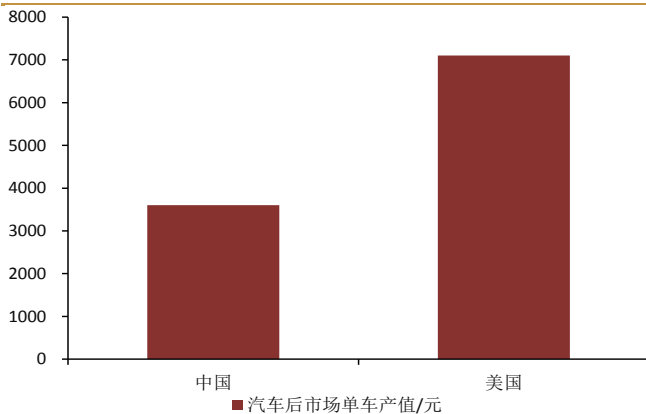
图 39: 中国汽车平均车龄仍将持续延长


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

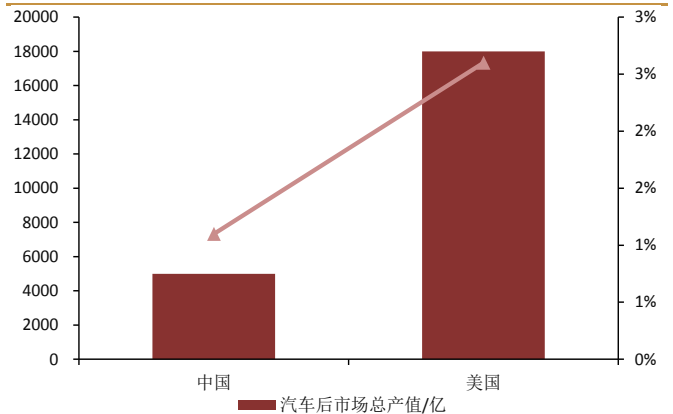
图 40: 中国汽车保养费用已进入大幅提升阶段


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

另外, 随着“三分靠修, 七分靠养”的以养代修理念逐渐深入人心, 人们养护习惯逐步改变, 养护行业的发展前景十分可观。加之行业反垄断政策的实施, 新车也加入到在线养护的阵营, 未来养护在车主中的渗透率将快速加大。与美国对比, 中国汽车后市场养护行业仍有较大发展空间。

图 41: 中美汽车后市场单车产值对比


数据来源: 国家统计局, 汽车维修协会, 西南证券整理

图 42: 中美汽车后市场产值总量对比


数据来源: 国家统计局, 汽车维修协会, 西南证券整理

公司是中国知名的汽车养护化学品生产商, 充分受益于汽车后市场的崛起

公司旗下的路邦拥有 20 多年的养护品研发、生产、使用经验, 是中国专业的养护品生产商之一。公司汽车养护产品全面覆盖润滑系统、燃油系统、进气系统、排气系统、冷却系统、自动变速箱系统、手动变速箱系统、空调系统、动力转向系统、刹车系统、汽车内外部清洗保养等, 并延伸到工业设备保养, 产品线细分完善, 可以为车主提供专业的一站式养护服务。公司汽车养护品已经形成 8 大系列 30 多个品种产品线, 部分产品介绍见下表:

表 11：公司部分汽车化学品、养护品介绍

产品名称	产品图片	产品用途
润滑系统产品：M100 超合金发动机保护剂		保护发动机，大幅降低磨损 60%，防止发动机过热，延长发动机寿命；增强润滑油综合性能，对合成油和矿物油均有显著提升；提升发动机动力和燃油经济性，使发动机运转更顺畅、更宁静；清洁发动机，防止润滑系统积碳生成。
燃油系统产品：F201 汽油添加剂		清除积碳，并防止新积碳附着于发动机表面；提升汽油品质和燃油经济性；增强油门响应速度；保护发动机，保持高效状态。
进气系统产品：SP-8 节气门清洗剂		清除：深度清除节气门、喉管、进气管壁等进气系统部件上的胶质和积碳；恢复：改善进气性能，恢复正常空燃比，恢复引擎最佳动力；解决：因进气阀积碳造成的带速不良、引擎抖动等故障；环保：环保配方组分，不伤及原厂节气门镀层
空调系统：路邦 AC-8 空调内循环系统除味清洗剂		雾化：利用超声波设备，充分雾化产品，优于气雾罐效果；杀菌：清除空调通道内的霉菌和微生物；抑菌：抑制霉菌和微生物再次生长；分解：去除车内甲醛和异味；清洗：清洗空调污垢，提高空调制冷、制热效果。
变速箱系统产品：MT-1 手动变速箱保护剂		减轻手动变速箱各部件的磨损，降低噪声，使操作平稳；能在变速箱内金属接触活动面形成坚韧的保护膜，减少摩擦产生的动力损失，减少故障；防止变速器中的各密封件干硬老化，保持自动变速箱的密封性；免解体修理，延长手动变速箱的使用寿命。
刹车系统产品：路邦 BC-1 刹车系统清洗剂		有效改善刹车系统性能；环保配方，优于国家标准 8 倍；快速去除机油、油脂和粉尘；良好的渗透性，持久保护；兼容漆面、密封件、橡胶和塑料。
底盘系统：路邦汽车底盘装甲（树脂快干型/水性）		防锈、隔音、抗撞击性能，全面保护底盘；采用特种高分子聚合物材料，专业外观、质感配方；良好的附着力，耐高温，耐老化；树脂快干型涂层，高弹性、高柔韧性、绿色环保。
玻璃水系列：路邦浓缩玻璃水（1:15）		清洁能力：本品对灰尘、昆虫残骸的蛋白质污物和油污具有较强的清洗能力；不易沾水：采用非离子表面活性剂，泡沫极少，清洗后挡风玻璃不易沾水；高透明度：含进口玻璃专用光亮剂成分，不留水痕，持久光洁；防雾性能：有效防止温差导致的挡风玻璃外侧起雾；润滑功能：显著降低雨刮器与玻璃间的摩擦，减少噪音，延长雨刮器寿命。

数据来源：公司官网，西南证券整理

在汽车养护品领域，公司是我国拥有自主研发、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 CAS161-2008、发动机润滑系统清洗剂 CAS162-2008、汽油发动机电喷系统清洗剂 CAS163-2008），参与了七项国家标准（发动机

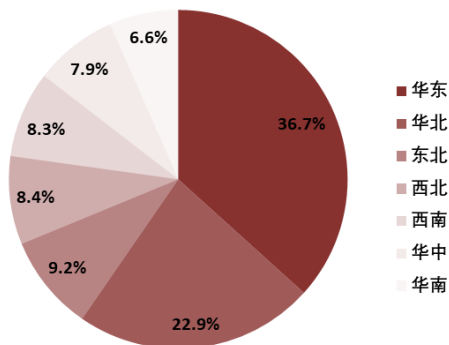
内部清洗剂、发动机外保护剂、水箱清洗剂、机动车发动机冷却液、机动车发动机外表清洗润、机动车发动机润滑系清洗液、机动车发动机冷却系统内部清洗剂) 的起草。公司依靠自主研发、自主生产的优势, 在我国汽车养护品市场具有较强的竞争地位。公司养护化学品业务将充分享受行业快速发展带来的红利。

3.3 渠道建设加强, 消化增量产能

扩大销售团队, 增加并优化经销商。随着公司产能的增加, 公司的产量主要依靠销售市场的开拓。公司在销售策略上进行了一些调整, 2017 年计划在原有约 100 人的销售团队基础之上, 再扩充 30% 以上的人员, 并加大了对销售人员的考核。经销商方面, 在原有 612 家经销商的基础上计划扩展到 700 家, 并且加强对经销商体系的管理, 加速经销商的优胜劣汰。公司还新组建四个大区销售部, 一方面通过现有的渠道进一步做大, 另一方面补充一些原有的空白市场。

建设、维护营销渠道, 提高市场渗透率, 扩大市场份额。公司非常重视营销渠道的建设及维护, 加强对渠道的管理。注重提高品质量, 保证没有假货, 提高康普顿产品口碑, 从而增加销量; 公司还让利经销商, 经销商毛利平均 15%, 这样就建立与经销商的长期稳定关系, 提升康普顿产品渠道价值。另一方面, 公司目前销售上仅在山东省覆盖到县级市场, 其他省份县级市场还未铺开, 而县级市场有着巨大的市场空间, 公司也在努力提高市场渗透率, 逐渐扩大市场份额。公司目前销售主要集中在华东和华北地区, 其他地区占比很低, 未来这些空白地区的发展空间和潜力很大, 这也保证了公司未来很长时间不会遇到增长天花板。

图 43: 公司销售区域占比情况



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 44: 公司经销商网络遍布全国



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

积极开发 OEM 市场。公司单独成立了 OEM 部门, 积极开发直供客户, 与黑豹, 宇通, 福田, 广汽等开展合作。一旦 OEM 市场取得突破, 公司润滑油的品牌知名度和销量将获得大幅提升。OEM 和外加工业务可能会在一定程度上影响毛利率, 但是销量的增加会弥补毛利率下降对业绩的负面作用。公司新基地的产能理论上可以达到 15 万吨, 销量的增加将会形成规模效应, 摊薄部分成本和费用。

加大市场营销投入。公司增加了几千万的投入，通过设立形象店、在高速公路投放广告（如山东高速 20 多个路牌）等方式加大品牌宣传。另外，公司和一些商用车网站进行合作，通过线上论坛等途径扩大品牌影响力。公司在市场营销方面还没有真正发力，目前仅靠渠道铺设便能保持高增长。然而，随着销量的增加和收入的增长，品牌对业绩的促进作用将越来越重要，一旦形成更有影响力的全国性品牌，公司的业绩有望实现新的飞跃。

3.4 新基地启用，打破产能瓶颈

公司新生产基地位于山东青岛黄岛工业园区，对标业内一流水平，4月28日正式启用，并在二季度淡季陆续调试生产，将于2017年7月达标投产，为9、10、11月旺季的生产做好充足准备。康普顿黄岛工业园总占地170亩，现已启用的是公司一期项目，占地115亩，总投资4亿元，设计润滑油单班产能8万吨/年，防冻液2万吨/年，是按照世界一流标准建造的工业4.0智能润滑油工厂。

图 45：生产基地鸟瞰图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 46：新产能罐区



数据来源：公司官网，西南证券整理

黄岛工业园包含罐区、研发中心、综合厂房和自动仓储中心四个主要部分。罐区分为5部分：成品添加剂罐区、基础油罐区、乙二醇罐区、综合厂房调合罐区、消防罐区，共有大小储罐103个，29370立方。综合厂房由溶胶车间、生产办公室、化验室、自动调合控制办公室以及灌装线等部分构成，将生产或与生产相关的部门整合在一起，为最大效率地生产做好服务工作。生产线整体布局合理，由西到东依次为包材储存区、产品生产灌装区、自动输送入库区域，生产各个环节紧密相连、环环相扣，保证生产的持续进行。综合厂房共计生产线19条，200L大桶灌装线8条，防冻液灌装线4条，润滑油灌装线7条（包括奥克梅生产线2条），每条生产线均有独立的管线相连接，与输油管道于万能管汇处交汇。在管汇处生产输油管道可与任何一个成品油管线相连接，很大程度上节省更换油品所耗费的时间。自动仓储中心达到10560个库位的立体化存储，满库存能够存储康普顿各类产品约60万件。黄岛工业园实验室面积达500平米，基础建设耗资达1500万元。实验室有60多台分析检测仪器，价值达1000余万元，可对公司的相关产品，包括润滑油脂、防冻液、汽车养护品等进行检测分析，还可以为经销商提供市场反馈样品及竞品的分析检测服务。

新厂区全面采用智能制造和智能物联系统，智能制造实现全自动化调和和罐装，而通过物联的防伪系统对整个制造过程进行有效的管理和环节跟踪，能够对产品的制造和发货系统进行全程管控。同时，立体库的建设，也解决了老区产品周转的问题。在保证产品的质量方

面，厂区质量管理性文件全面覆盖质量管理流程，而且在产品生产过程中有 153 个质量控制点，从全过程保证了产品生产的高效率和高品质。

表 12: 新旧产区产能情况

单位: 吨	车用润滑油	工业润滑油	防冻液	制动液	汽车养护品
崂山生产基地	32000	8000	20000		1000
黄岛工业园	80000		20000	1000	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

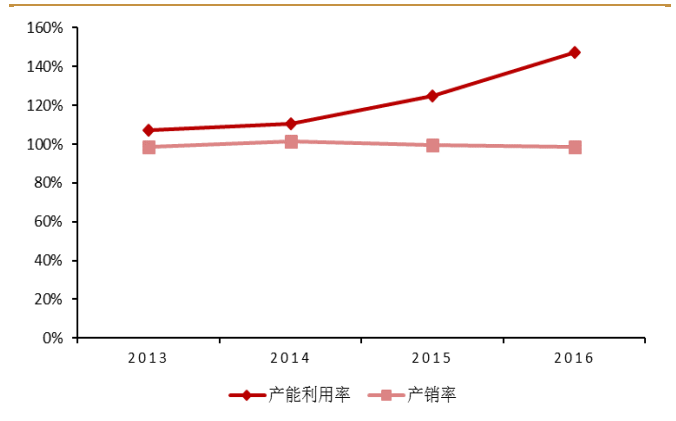
公司之前生产线产能利用率常年处于 110% 左右的高负荷状态，产销率也接近 100%。其中 2016 年公司车用润滑油产量达到 4.7 万吨，同比增长 18%，产能利用率达到 146%；防冻液产量 1.1 万吨，同比增长 39%，产能的制约因素越来越明显。新项目的投产将打破制约公司发展的产能瓶颈，新建厂区产能远超目前的销量水平，未来公司的产量取决于销售市场的开拓。公司上市以来品牌的影响力也逐渐提升，最直接的表现就是 2017 年 1 季度营收 2.83 亿，同比增长 39.3%。随着新产能的投放，公司的产能瓶颈问题将得到彻底解决。

图 47: 智能化生产



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

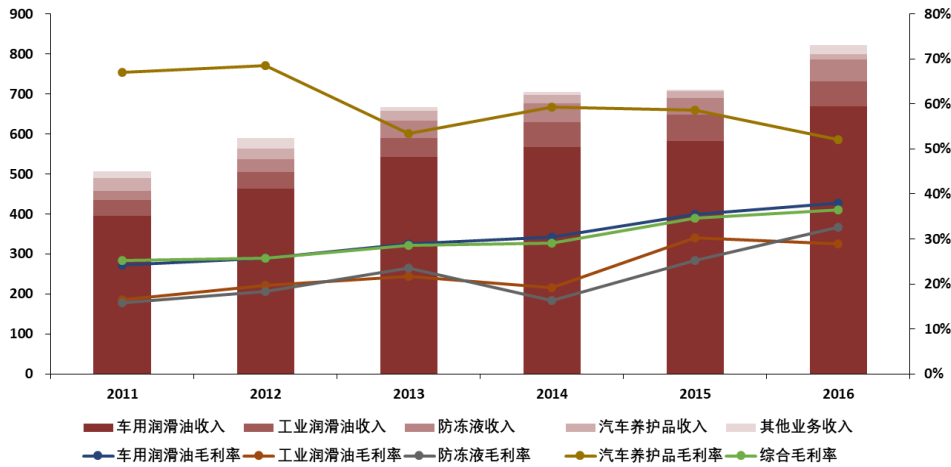
图 48: 公司车用润滑油产能利用率与产销率高企



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

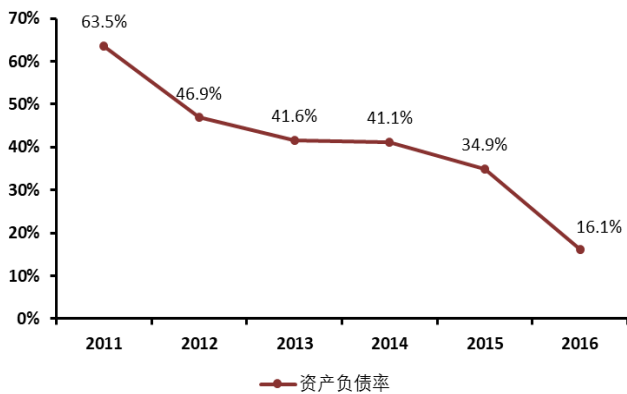
4 财务状况健康稳健，助力公司可持续发展

公司综合毛利率稳中有升。公司产品定位中高端，近年来在品牌和渠道方面持续发力，在销量和营收稳步增长的同时，综合毛利率保持稳中有升，2011~2016 年综合毛利率分别为 25.2%、25.7%、28.6%、29.1%、34.7% 和 36.5%。车用润滑油营收占比始终保持在 80% 左右，对营收和利润贡献最大，因此车用润滑油过去 6 年毛利率基本反映了综合毛利率的变化，分别为 24.3%、25.7%、29%、30.5%、35.5%、38%。2014 年起国际油价大跌导致原材料基础油价格跟跌，而公司润滑油产品凭借品牌和渠道优势，价格下跌幅度低于原材料，这成为近 3 年公司毛利率快速增加的重要原因之一。工业润滑油的销售收入和毛利率受行业影响均出现小幅下降，但由于其占比不足 10%，所以对公司总体盈利影响不大。过去 6 年工业润滑油的毛利率分别为 16.4%、19.6%、21.7%、19.1%、30.2% 和 28.9%。

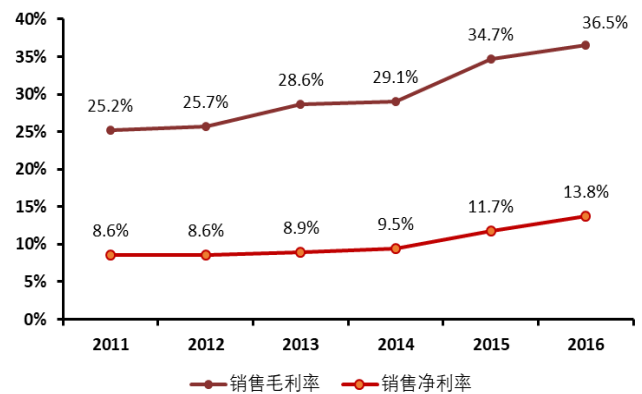
图 49: 公司主要产品收入 (百万元) 与毛利率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

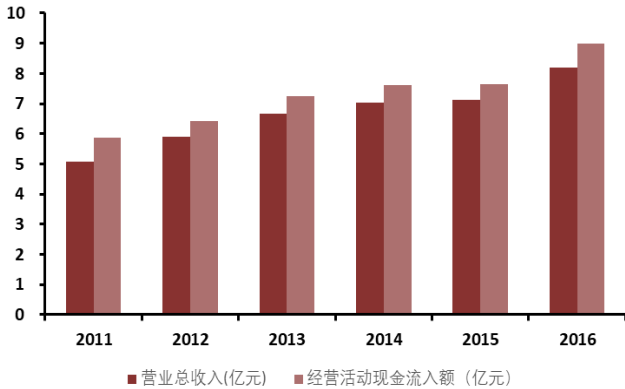
公司资产负债率持续下降,上市之前资产负债率约为 34.9%,上市之后则下降为 16.1%,这得益于公司稳健的经营风格和出色的销售模式。公司的产品盈利能力强劲,并且仍然保持上升趋势,目前销售毛利率和销售净利率分别达到 36.5%和 13.8%;另外,从公司营收和经营性现金流流入情况分析,公司的销售回款情况十分良好,与经销商通常采用现货现款的结算方式,应收账款很少。随着新产能的投放,公司将采用更多途径增加销量,包括 OEM 市场和代加工市场,这两种市场的毛利率较低,会在一定程度上影响销售毛利率,但是销量的增加会大幅提高营收,足以弥补毛利率下降对业绩的影响。

图 50: 公司资产负债率情况


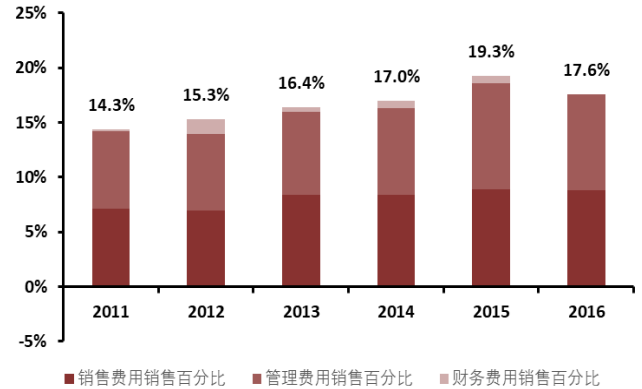
数据来源: wind, 西南证券整理

图 51: 公司销售毛利率和销售净利率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 52: 公司营收与经营性现金流入情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 53: 公司三费情况


数据来源: wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 未来三年盈利预测

假设 1: 黄岛新生产基地 17 年 7 月份正式投产, 其润滑油单班产能 8 万吨/年, 理论最高产能可达到 15 万吨/年左右。投产后产能瓶颈将彻底消除, 同时考虑到公司下游销售渠道的拓展持续加强, 预计车用润滑油 2017~2019 年销量分别达到 7.5、10 和 13 万吨左右, 同时毛利率稳定在 38%。

假设 2: 受宏观经济大环境的影响, 预计工业润滑油销量保持稳定, 毛利率保持在 29%; 预计防冻液和汽车养护品两项业务将保持低速增长, 毛利率分别稳定在 30%和 55%。

假设 3: 公司三费率不发生明显变化。另外, 公司新产能基地在黄岛, 需要重新申请高新企业资格, 预计未来三年所得税率为 25%。

表 13: 分业务收入及毛利率

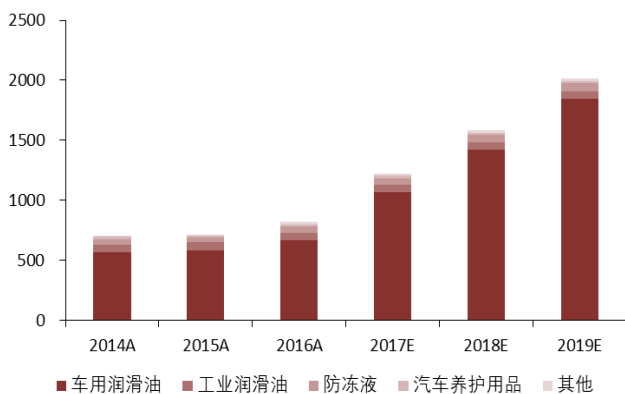
单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
车用润滑油	收入	668.40	1,066.57	1,421.73	1,848.25
	增速	14.96%	59.57%	33.30%	30.00%
	成本	414.24	661.27	881.47	1,145.92
	毛利率	38.03%	38.00%	38.00%	38.00%
工业润滑油	收入	62.33	62.33	62.33	62.33
	增速	-6.06%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	44.33	44.25	44.25	44.25
	毛利率	28.88%	29.00%	29.00%	29.00%
防冻液	收入	54.95	57.70	60.58	63.61
	增速	28.69%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	37.07	40.39	42.41	44.53
	毛利率	32.54%	30.00%	30.00%	30.00%

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
汽车养护品	收入	14.29	15.72	17.29	19.02
	增速	-9.21%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	6.84	7.07	7.78	8.56
	毛利率	52.13%	55.00%	55.00%	55.00%
其他业务	收入	20.83	20.83	20.83	20.83
	增速	348.92%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	18.71	19.79	19.79	19.79
	毛利率	10.18%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	820.80	1,223.14	1,582.77	2,014.04
	增速	15.46%	49.02%	29.40%	27.25%
	成本	521.19	772.78	995.71	1,263.05
	毛利率	36.50%	36.82%	37.09%	37.29%

数据来源: 西南证券

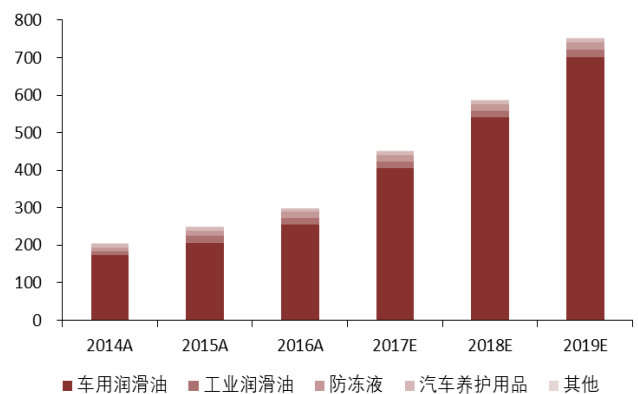
预计公司 2017-2019 年的营收分别为 12.23、15.83 和 20.14 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 1.57、2.07 和 2.67 亿元, 对应 2017-2019 年每股收益分别为 0.79、1.04 和 1.33 元, 17-19 年 PE 分别为 34、25 和 20 倍。

图 54: 康普顿收入结构拆分与预测 (百万元)



数据来源: 西南证券

图 55: 康普顿毛利结构拆分与预测 (百万元)



数据来源: 西南证券

5.2 绝对估值

关键假设如下:

- (1) 永续期增长率为 3%;
- (2) 无杠杆 β 系数为 0.8;
- (3) 税率: 保持 20% 稳定税率。

表 14: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	11.00%
有效税率 Tx	20.00%
过渡期增长率	10.00%
β 系数	0.8
债务资本成本 Kd	15.00%
债务资本比重 Wd	30.00%
股权资本成本 Ke	9.50%
WACC	11.68%

数据来源: 西南证券

表 15: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	3435.76
净债务价值	(317.36)
股票价值	3753.12
每股价值	18.77

数据来源: 西南证券

表 16: FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	10.18%	10.68%	11.18%	11.68%	12.18%	12.68%	13.18%
1.5%	20.30	19.08	17.99	17.01	16.13	15.33	14.60
2.0%	21.09	19.77	18.59	17.54	16.59	15.74	14.96
2.5%	22.00	20.54	19.26	18.12	17.10	16.18	15.36
3.0%	23.03	21.42	20.01	18.77	17.66	16.67	15.79
3.5%	24.21	22.41	20.86	19.49	18.29	17.22	16.27
4.0%	25.59	23.56	21.82	20.31	18.99	17.83	16.79
4.5%	27.20	24.89	22.93	21.25	19.79	18.51	17.38

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 18.77 元。

5.3 相对估值

公司在产能瓶颈解除和下游销售渠道快速拓展的背景下, 业绩有望保持高速增长。预计 2018 年公司归母净利润约为 2.07 亿元, 且未来三年将保持 33% 的复合增速。A 股可比上市

公司包括龙蟠科技、高科石化和德联集团，其中康普顿和龙蟠科技的产品结构最为接近；另外，后两个可比公司缺乏一致性预期，因此我们采用龙蟠科技进行对标比较。

龙蟠科技过去三年归母净利润复合增速大约 12%，17 和 18 年归母净利润增速分别为 21%和 21.9%。康普顿过去三年归母净利润复合增速大约 24%，预计 17 和 18 年增速分别为 38.9%和 31.9%，均高于龙蟠科技。结合对标公司估值和康普顿自身的业绩增速，我们给予公司 2018 年 35 倍 PE，对应目标价 36.28 元。我们看好公司未来成为民营润滑油知名品牌的潜力，其市场占有率将持续提高，后续想象空间巨大，给予“买入”评级。

表 17：可比上市公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元) (2017.6.30)	EPS (元)				PE (倍)			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
603906.SH	龙蟠科技	22.61	0.57	0.52	0.64	1.25	40	43	35	18
002778.SZ	高科石化	28.44	0.38	-	-	-	75	-	-	-
002666.SZ	德联集团	6.33	0.19	-	-	-	33	-	-	-
均值			/				49	43	35	18

数据来源：Wind，西南证券整理（可比公司 2017-19 年 EPS 取自 Wind 一致预期）

6 风险提示

- 1) 原材料价格波动的风险；
- 2) 润滑油市场竞争加剧的风险；
- 3) 新产能达产不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	820.81	1223.15	1582.78	2014.06	净利润	113.15	157.16	207.31	266.98
营业成本	521.20	772.78	995.71	1263.05	折旧与摊销	12.30	9.41	16.50	30.44
营业税金及附加	15.82	23.57	30.50	38.81	财务费用	-0.05	2.64	4.49	4.99
销售费用	72.00	107.70	139.19	177.19	资产减值损失	15.91	2.00	2.00	2.00
管理费用	72.45	111.66	142.89	182.50	经营营运资本变动	7.11	-26.81	-0.73	-23.21
财务费用	-0.05	2.64	4.49	4.99	其他	5.29	3.02	-1.53	-2.27
资产减值损失	15.91	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	153.71	147.42	228.04	278.93
投资收益	4.12	0.00	0.00	0.00	资本支出	-212.78	-150.00	-100.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	42.38	0.04	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-170.41	-149.96	-100.00	-50.00
营业利润	127.61	202.80	267.99	345.51	短期借款	-40.00	40.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.98	1.30	1.23	1.22	长期借款	-33.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	128.58	204.10	269.23	346.73	股权融资	323.58	0.00	0.00	0.00
所得税	15.43	46.94	61.92	79.75	支付股利	0.00	-22.63	-31.43	-41.46
净利润	113.15	157.16	207.31	266.98	其他	3.13	-2.64	-4.49	-4.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	253.32	14.73	-35.92	-46.45
归属母公司股东净利润	113.15	157.16	207.31	266.98	现金流量净额	236.63	12.19	92.12	182.48
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	400.12	412.31	504.42	686.90	成长能力				
应收和预付款项	64.29	84.75	113.68	143.01	销售收入增长率	15.47%	49.02%	29.40%	27.25%
存货	68.20	96.53	125.61	161.32	营业利润增长率	32.62%	58.92%	32.15%	28.92%
其他流动资产	14.56	21.64	28.01	35.64	净利润增长率	35.57%	38.89%	31.91%	28.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.42%	53.62%	34.50%	31.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	310.96	453.75	539.46	561.23	毛利率	36.50%	36.82%	37.09%	37.29%
无形资产和开发支出	54.34	52.14	49.94	47.74	三费率	17.59%	18.15%	18.11%	18.11%
其他非流动资产	11.24	11.23	11.23	11.23	净利率	13.79%	12.85%	13.10%	13.26%
资产总计	923.71	1132.36	1372.35	1647.06	ROE	14.61%	17.29%	19.11%	20.37%
短期借款	0.00	40.00	40.00	40.00	ROA	12.25%	13.88%	15.11%	16.21%
应付和预收款项	129.99	163.06	226.23	274.29	ROIC	29.79%	28.94%	29.64%	33.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.04%	17.57%	18.26%	18.91%
其他负债	19.13	20.19	21.13	22.26	营运能力				
负债合计	149.12	223.25	287.36	336.55	总资产周转率	1.14	1.19	1.26	1.33
股本	100.00	200.00	200.00	200.00	固定资产周转率	8.82	16.25	8.55	5.03
资本公积	362.48	262.48	262.48	262.48	应收账款周转率	53.41	62.18	55.94	56.61
留存收益	312.11	446.63	622.51	848.03	存货周转率	7.68	9.01	8.50	8.44
归属母公司股东权益	774.59	909.11	1084.99	1310.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.84%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	774.59	909.11	1084.99	1310.51	资产负债率	16.14%	19.72%	20.94%	20.43%
负债和股东权益合计	923.71	1132.36	1372.35	1647.06	带息债务/总负债	0.00%	17.92%	13.92%	11.89%
					流动比率	4.14	2.98	2.85	3.21
					速动比率	3.62	2.51	2.39	2.71
					股利支付率	0.00%	14.40%	15.16%	15.53%
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	139.86	214.85	288.98	380.93	每股收益	0.57	0.79	1.04	1.33
PE	46.54	33.51	25.40	19.72	每股净资产	3.87	4.55	5.42	6.55
PB	6.80	5.79	4.85	4.02	每股经营现金	0.77	0.74	1.14	1.39
PS	6.42	4.31	3.33	2.61	每股股利	0.00	0.11	0.16	0.21
EV/EBITDA	15.88	22.73	16.58	12.10					
股息率	0.00%	0.43%	0.60%	0.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn