

2020年2月26日

公司业绩稳定向好，抓住标准转换机遇进入快速增长期

奥福环保(688021)

评级:	买入	股票代码:	688021
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	50.62/27.50
目标价格:		总市值(亿)	36.48
最新收盘价:	47.20	自由流通市值(亿)	8.59
		自由流通股数(百万)	18.20

事件:

公司发布 2019 年度业绩快报公告: 2019 年度公司实现营业收入 26,807.83 万元, 同比增加 7.98%; 实现归母净利润 5,144.34 万元, 同比上升 10.01%; 实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 4,869.94 万元, 同比上升 12.26%。

分析:

► 公司整体经营状况稳定向好，出口增长及国六标准助推整体业绩

业绩预告显示 2019 年公司经营状况稳定向好，整体销售收入较 2018 年有所增长，营收同比增长 8%，归母净利润同比上升 10%。2019 年业绩增长主要得益于出口销售增长及国六部分标准实施：根据公司招股说明书，2019 年上半年公司境外销售收入已实现 2943.45 万元（占营收比重 22.48%），超过 2018 年全年的 2276.92 万元（占营收比重 9.17%），同时，2019 年上半年国六产品内销收入 372.93 万元、外销收入 2503.22 万元，合计 2876.15 万元（占营收比重为 21.97%），而公司 2018 年国六产品的销售收入占营收比重仅为 6.77%，由此可见，出口销售增长及国六产品的销量增长双重因素助推公司的业绩上升。

► 技术优势与产能扩张优势为公司抢占市场份额提供保障

公司在大气污染治理行业积累了丰富的经验，构筑了配方、模具、烧成等一系列先进的关键技术，形成了较完备的技术体系，尤其是柴油车尾气处理核心部件大尺寸蜂窝陶瓷载体，打破多年来国外厂商对大尺寸蜂窝陶瓷载体制造技术的垄断，填补了国内空白，具有较强竞争力。公司于 2019 年 11 月在科创板上市，成功募集资金 45712.08 万元，这些资金将用于建设新产能合计 960 万升/年，包括年产 400 万升 DPF 载体、200 万升 DOC 载体、160 万升 TWC 载体、200 万升 GPF 载体。根据公司招股说明书，2018 年公司产能 612.5 万升，随着新增产能逐渐落地，近两年公司产能将超过 1500 万升/年。

► 受益于国六标准陆续实施，公司业绩将逐渐迈上新台阶

国内汽车尾气排放标准正由国五标准逐渐升级到国六标准，标准升级带来的市场空间增长约 3 倍，但是国外厂商并未给中国市场提供充足的新增产能，正好给予奥福环保扩大市场份额的机会。公司作为国内蜂窝陶瓷载体龙头，瞄准标准转换的契机，推进技术研发、扩大产能建设和丰富产品种类，抢占市场份额。按照 GB18352.6-2016 及 GB17691-2018，轻型汽车和城市车辆的国六标准将于 2020 年 7 月 1 日实施，重型柴油车国六标准将于 2021 年 7 月 1 日实施，预计公司的主力产品大尺寸蜂窝陶瓷载体的销量将于 2021 年大规模增长。

盈利预测与投资评级

公司受益于标准升级，同时进一步扩大产能，抢占市场份额，根据市场及公司情况，2019-2021年归母净利润由5630万元、8497万元、14414万元分别调整为5138万元、8443万元、14277万元，同比增速分别为10%、64%、69%，EPS分别为0.66元、1.09元、1.85元，2020年2月25日收盘价对应2019-2021年PE为71X、43X、26X，维持“买入”评级。

风险提示

国六标准执行期限推迟，执行力度不及预期；商用车产销量波动较大的风险。

相关研究报告：《奥福环保（688021）：国内蜂窝陶瓷载体龙头，优秀赛道的领跑者》，发布日期2020年2月5日。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	196.12	248.27	268.08	327.76	470.52
YoY (%)	111.18%	26.59%	7.98%	22.26%	43.56%
归母净利润(百万元)	55.66	46.76	51.38	84.43	142.77
YoY (%)	808.85%	-15.99%	9.88%	64.32%	69.09%
毛利率 (%)	59.89%	47.47%	44.84%	52.33%	58.41%
每股收益 (元)	0.72	0.61	0.66	1.09	1.85
ROE	19.57%	14.50%	6.16%	9.20%	13.46%
市盈率	65.53	78.01	70.99	43.20	25.55

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：王天鹤

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn 邮箱：wangth@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	248.27	268.08	327.76	470.52	净利润	46.76	51.38	84.43	142.77
YoY (%)	26.59%	7.98%	22.26%	43.56%	折旧和摊销	15.82	15.96	27.42	42.23
营业成本	130.41	147.88	156.23	195.70	营运资金变动	-66.70	21.21	-16.31	-50.56
营业税金及附加	5.48	6.17	7.44	10.73	经营活动现金流	1.93	89.57	98.06	137.87
销售费用	11.33	13.09	15.20	22.15	资本开支	-29.07	-33.28	-155.00	-205.00
管理费用	23.81	25.16	30.98	44.37	投资	-0.98	0.00	0.00	0.00
财务费用	6.69	2.00	-2.07	-1.43	投资活动现金流	-29.90	-46.21	-155.00	-205.00
资产减值损失	4.99	-0.61	0.41	1.33	股权募资	0.00	459.67	0.00	0.00
投资收益	0.06	0.00	0.00	0.00	债务募资	30.07	-89.57	0.00	0.00
营业利润	50.64	57.73	99.33	167.96	筹资活动现金流	14.24	381.28	-2.10	-2.10
营业外收支	2.56	2.72	0.00	0.00	现金净流量	-13.73	424.64	-59.04	-69.23
利润总额	53.21	60.45	99.33	167.96					
所得税	6.44	9.07	14.90	25.19	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	46.76	51.38	84.43	142.77	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	46.76	51.38	84.43	142.77	营业收入增长率	26.59%	7.98%	22.26%	43.56%
YoY (%)	-15.99%	9.88%	64.32%	69.09%	净利润增长率	-15.99%	9.88%	64.32%	69.09%
每股收益	0.61	0.66	1.09	1.85	盈利能力 (%)				
					毛利率	47.47%	44.84%	52.33%	58.41%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	18.84%	19.17%	25.76%	30.34%
货币资金	21.41	446.44	387.40	318.17	总资产收益率 ROA	8.10%	5.03%	7.57%	11.01%
预付款项	8.65	9.48	10.13	12.64	净资产收益率 ROE	14.50%	6.16%	9.20%	13.46%
存货	134.85	128.25	136.31	170.41	偿债能力 (%)				
其他流动资产	172.68	163.96	180.94	231.94	流动比率	1.72	5.84	5.19	4.16
流动资产合计	337.59	748.13	714.79	733.16	速动比率	0.99	4.77	4.12	3.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.11	3.49	2.81	1.81
固定资产	177.92	192.84	316.30	474.94	资产负债率	44.13%	18.31%	17.64%	18.13%
无形资产	33.80	32.93	32.05	31.18	经营效率 (%)				
非流动资产合计	239.72	272.69	400.27	563.04	总资产周转率	0.47	0.34	0.31	0.39
资产合计	577.31	1020.82	1115.06	1296.19	每股指标 (元)				
短期借款	89.57	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.61	0.66	1.09	1.85
应付账款及票据	55.75	53.59	55.73	70.18	每股净资产	4.17	10.79	11.88	13.73
其他流动负债	51.18	74.45	82.11	106.02	每股经营现金流	0.02	1.16	1.27	1.78
流动负债合计	196.51	128.04	137.84	176.21	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	35.00	35.00	35.00	35.00	估值分析				
其他长期负债	23.24	23.77	23.77	23.77	PE	78.01	70.99	43.20	25.55
非流动负债合计	58.24	58.77	58.77	58.77	PB	0.00	3.37	3.06	2.65
负债合计	254.75	186.81	196.61	234.98					
股本	57.28	77.28	77.28	77.28					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	322.56	833.61	918.05	1060.82					
负债和股东权益合计	577.31	1020.42	1114.66	1295.79					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：中国人民大学本科，中科院化学所硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。