

2023年05月04日

重卡行业底部反转，新国标实施助力盈利修复

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:	34.4/18.93
目标价格:		总市值(亿)	20.84
最新收盘价:	26.96	自由流通市值(亿)	20.84
		自由流通股数(百万)	77.28

事件概述:

2023年4月25日，公司发布2022年年报和2023年一季报。2022年公司实现营业收入2.04亿元，同比-48.54%；实现归母净利润-0.08亿元，同比-111.9%。2022年Q4公司营业收入改善，实现营业收入0.67亿元，同比-44.12%，环比+91.32%。2023年Q1公司实现营业收入0.98亿元，同比+76.59%；实现归母净利润0.09亿元，同比-8.94%。

分析判断:

► 重卡行业底部反转，经济复苏将拉动上游载体需求

2022年，我国汽车行业面临供给冲击、需求收缩、预期转弱三重压力，受市场提前透支、经济增速放缓、投资和消费走低等多重不利因素叠加影响，重卡行业出现阶段性低迷。据中国汽车工业协会数据，我国2022年重卡总销量仅为67.2万辆，同比-52%。公司主要产品为汽车尾气处理陶瓷载体，业绩受下游需求阶段性走弱拖累。分产品来看，公司主营产品蜂窝陶瓷载体/VOCs废气处理设备/节能蓄热体分别实现销售429.16万升/3台/83.93万升（自用12.92万升，外销71.01万升），同比-57.48%/-25%/+12.81%；实现销售收入1.78/0.13/0.08亿元，分别同比-53.85%/+4.48%；毛利率分别为46.30%/9.92%/38.35%，分别同比+2.11/-/-6.93pct。据商用车专业委员会数据，2023年1月以来，行业需求逐渐回暖，2023年3月重卡实现销售3万辆，同比+50.37%，环比+49.57%，2023年Q1共实现销售11.54万辆，同比+50.37%，环比+49.57%。我们认为，受益于经济逐渐回暖，物流和交运恢复，重卡行业景气度有望持续复苏，公司蜂窝陶瓷载体业绩有较大修复空间。

► 项目储备与稳定上下游供应链双保障，有望对国外垄断实现突破

长期以来，美国康宁公司和日本NGK公司合计约占全球蜂窝陶瓷载体90%以上市场份额，随着国六标准实施，国内主机和整车厂商逐步开启蜂窝陶瓷载体国产化替代进程。当前我国非道路国四标准于2022年12月1日起全面实施，而2023年7月1日起全国范围内将全面实施国六B排放标准，相应蜂窝陶瓷载体将迎来新的增长。公司现拥有满足道路国五、国六和非道路国四排放标准的系列蜂窝陶瓷载体产品，且DPF产品同时符合国六、欧六及美国EPA2010排放标准，在抗震性能、灰分质量限值、催化剂涂覆适配性等指标方面达到国外厂商同等水平，背压等指标优于国外厂商。同时，公司与全球领先催化剂厂商和国内柴油车整车厂配套催化剂企业建立起了长期稳定的合作关系，并打入知名整车或主机厂商的供应商名录，为公司提供持续稳定的蜂窝陶瓷载体产品市场。新增产能和项目储备方面，截至2022年底，重庆奥福年产200万升DOC、160万升TWC、200万升GPF载体项目已投入使用，山东基地年产400万升DPF载体项目建设处于收尾阶段；截至2023年3月，公司已经在机动车国六/欧六道路、国四非道路领域共取得61个供货项目，64个项目处于进行验证开发阶段。我们认为，随着下游需求复苏和国六B排放标准的实施，非道路国四和道路国六排放标准将推动催化剂载体市场需求快速增长，公司作为国内具有先发优势蜂窝陶瓷载体生产企业，在项目储备与供应链优势的保障下，有望在国产替代浪潮中率先突破国外垄断。

投资建议

由于公共卫生事件反复和全球经济下行预期，我们下调此前 2023 年盈利预测，并增加 2024、2025 年预测，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 4.94/7.32/8.40 亿元（此前 2023 年为 14.50 亿元），归母净利润分别为 1.01/1.58/1.82 亿元（此前 2023 年为 3.91 亿元），EPS 分别为 1.30/2.04/2.35 元（此前 2023 年为 5.06 元），对应 2023 年 5 月 4 日收盘价 26.96 元 PE 分别为 21/13/11 倍。公司为国内具备先发优势和较为完整催化剂载体的厂商，在重卡行业复苏、非道路国四以及国六 B 排放标准实施背景下，有望随上游陶瓷载体需求放量从而实现业绩修复，我们看好公司未来的成长，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动加剧，项目投产不及预期，国标实施进度减缓，下游需求不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	396	204	494	732	840
YoY (%)	26.1%	-48.5%	142.4%	48.1%	14.8%
归母净利润(百万元)	66	-8	101	158	182
YoY (%)	-17.7%	-111.9%	1384.1%	57.0%	14.9%
毛利率 (%)	42.5%	41.7%	46.9%	48.7%	48.7%
每股收益 (元)	0.85	-0.10	1.30	2.04	2.35
ROE	7.0%	-0.9%	9.9%	13.4%	13.3%
市盈率	31.72	-269.60	20.70	13.18	11.47

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	204	494	732	840	净利润	-13	99	155	180
YoY (%)	-48.5%	142.4%	48.1%	14.8%	折旧和摊销	48	64	76	89
营业成本	119	262	375	430	营运资金变动	8	-98	-163	14
营业税金及附加	4	7	11	13	经营活动现金流	72	75	84	296
销售费用	4	15	21	23	资本开支	-242	-183	-197	-194
管理费用	46	54	73	84	投资	32	0	0	0
财务费用	3	5	7	9	投资活动现金流	-209	-185	-200	-195
研发费用	37	59	99	116	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-33	-4	-8	-8	债务募资	145	33	34	32
投资收益	0	1	2	2	筹资活动现金流	112	25	26	22
营业利润	-19	110	173	198	现金净流量	-21	-86	-90	124
营业外收支	0	0	-1	2					
利润总额	-19	110	172	200	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	-7	11	17	20	成长能力				
净利润	-13	99	155	180	营业收入增长率	-48.5%	142.4%	48.1%	14.8%
归属于母公司净利润	-8	101	158	182	净利润增长率	-111.9%	1384.1%	57.0%	14.9%
YoY (%)	-111.9%	1384.1%	57.0%	14.9%	盈利能力				
每股收益	-0.10	1.30	2.04	2.35	毛利率	41.7%	46.9%	48.7%	48.7%
					净利率	-3.8%	20.4%	21.6%	21.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	-0.5%	5.5%	8.2%	7.9%
货币资金	221	135	45	168	净资产收益率 ROE	-0.9%	9.9%	13.4%	13.3%
预付款项	12	13	15	17	偿债能力				
存货	304	274	514	374	流动比率	2.02	1.53	1.61	1.55
其他流动资产	161	525	369	639	速动比率	0.96	1.01	0.66	1.02
流动资产合计	697	947	943	1,200	现金比率	0.64	0.22	0.08	0.22
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	35.2%	43.1%	38.8%	40.7%
固定资产	473	548	618	680	经营效率				
无形资产	58	69	81	93	总资产周转率	0.14	0.30	0.39	0.40
非流动资产合计	743	867	994	1,105	每股指标 (元)				
资产合计	1,441	1,814	1,937	2,305	每股收益	-0.10	1.30	2.04	2.35
短期借款	209	242	276	308	每股净资产	11.91	13.21	15.26	17.61
应付账款及票据	94	311	231	379	每股经营现金流	0.93	0.97	1.09	3.84
其他流动负债	42	66	81	89	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	345	619	587	775	估值分析				
长期借款	118	118	118	118	PE	-269.60	20.70	13.18	11.47
其他长期负债	46	46	46	46	PB	2.10	2.04	1.77	1.53
非流动负债合计	163	163	163	163					
负债合计	508	782	751	939					
股本	77	77	77	77					
少数股东权益	12	10	7	5					
股东权益合计	933	1,032	1,186	1,366					
负债和股东权益合计	1,441	1,814	1,937	2,305					

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。

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。