

国内领先的工业润滑油生产商

投资要点

- 公司是国内领先的工业润滑油产品生产商。**公司是国内较早生产销售工业润滑油的民营企业之一，经过多年的生产与技术积累，公司目前产品丰富，涵盖了目前市场上大部分的工业润滑油产品，且技术水平和产品稳定性均国内领先。公司主要产品变压器油占国内总需求的11%左右，同时大力发展内燃机油、液压油、齿轮油等产品，是国内领先的工业润滑油生产商。
- 高品质润滑油和包装油是行业发展趋势。**由于制造业装备水平提高，大量精密、自动化设备需要高品质润滑油确保其有效运行，加之国家大力推广“合理润滑”的理念，倡导通过高品质润滑油产品减少各类不当损耗，提高经济效益，高品质润滑油将逐渐取代原有低端产品。而随着工业机械设备自动化、精密化的发展趋势和汽车定期保养要求，润滑油产品细分程度提高，促进了包装式润滑油产品消费量提升。我们认为高品质润滑油和包装油将是行业的发展趋势。
- 公司具有强大的研发实力，完善的产品结构和优质的客户资源。**公司设有多所研发机构，产品开发能力突出，每年可推出多项新规格产品，满足客户个性化需求。与国内竞争对手相比，公司产品结构完整，能够为客户提供完善的产品体系和全方位的润滑技术支持。此外，公司经过多年运营积累了一批知名企业客户，如天威五洲、徐工集团、中联重科、瓦克化学等。公司采购客户层次逐年提高，大终端用户不断增多，高端市场不断扩大，促进了企业的快速发展。
- 募投项目有利于提升公司的核心竞争力。**公司本次发行的股票数量为2230万股，拟发行价格为8.50元/股，募集资金总额1.9亿元，净额1.66亿元，用于“年产6万吨高品质润滑油剂项目”、“企业研发中心建设项目”、“营销及售后服务网点建设项目”，项目建设周期为12个月。募投项目建成后，公司将新增6万吨高品质润滑油剂产能，有利于完善和丰富公司产品线，优化产品结构，保证公司未来持续盈利能力。
- 盈利预测与估值分析。**我们预计公司2015-2017年EPS(摊薄)分别为0.42元、0.49元、0.71元，综合考虑公司的行业地位、成长性、盈利能力等，给予公司2016年35-40倍的估值，对应合理估值区间17.15-19.6元。
- 风险提示：**下游需求低迷的风险；原材料价格波动的风险；募投项目建设进度低于预期的风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	904.41	598.89	636.54	830.53
增长率	1.93%	-33.78%	6.29%	30.47%
归属母公司净利润(百万元)	35.03	37.48	43.85	63.11
增长率	12.46%	7.00%	16.99%	43.91%
每股收益EPS(元)	0.39	0.42	0.49	0.71
净资产收益率ROE	9.55%	9.27%	9.78%	12.34%
PE	22	20	17	12
PB	2.06	1.87	1.69	1.48

数据来源：Wind，西南证券

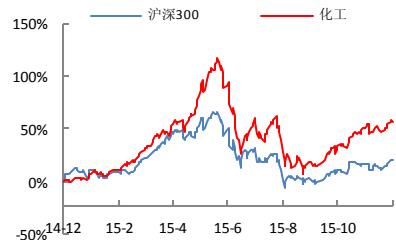
西南证券研究发展中心

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

分析师：李晓迪
执业证号：S1250514120001
电话：010-57631196
邮箱：lxdi@swsc.com.cn

联系人：张汪强
电话：021-68415687
邮箱：zwq@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	6681
本次发行(万股)	2230
发行后总股本(万股)	8911
2014年每股收益(摊薄后)(元)	0.52
2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.5

主要指标(2014年)

每股净资产(元)	5.49
毛利率(%)	11.18
流动比率(倍)	2.17
速动比率(倍)	1.47
应收账款周转率(次)	8.31
资产负债率(合并报表)(%)	34.0
净资产收益率(加权平均)(%)	10.03

相关研究

目 录

1. 公司是国内领先的润滑油产品生产商.....	1
2. 润滑油行业与下游行业共进退，高品质油和包装油是行业发展方向	3
2.1 润滑油行业概况.....	3
2.2 润滑油行业发展与下游需求密切相关.....	4
2.3 高品质润滑油和包装油是发展趋势	6
3. 公司竞争优势.....	7
4. 募投项目分析.....	9
5. 盈利预测与投资建议.....	11
6. 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司收入及增速	1
图 2: 公司净利润及增速	1
图 3: 2015 年 H1 公司收入构成	1
图 4: 2015 年 H1 公司毛利构成	1
图 5: 公司综合毛利率和净利率变化	2
图 6: 2012-2015H1 年公司分产品毛利率变化	2
图 7: 公司发行前股权结构	2
图 8: 润滑油行业与上下游行业之间的关联情况	3
图 9: 2005 ~ 2014 年我国变压器与变压器油行业发展情况	4
图 10: 2005 ~ 2014 年我国液压油市场需求情况	5
图 11: 2005 ~ 2014 年我国内燃机润滑油市场需求情况	5
图 12: 2005 ~ 2014 年我国其他品种润滑油市场需求情况	6
图 13: 2001 ~ 2014 年我国基础油进口量情况	7
图 14: 慕投项目将改善公司目前产品结构	10
图 15: 慕投项目将改变公司以散装为主的产品包装形式	10

表 目 录

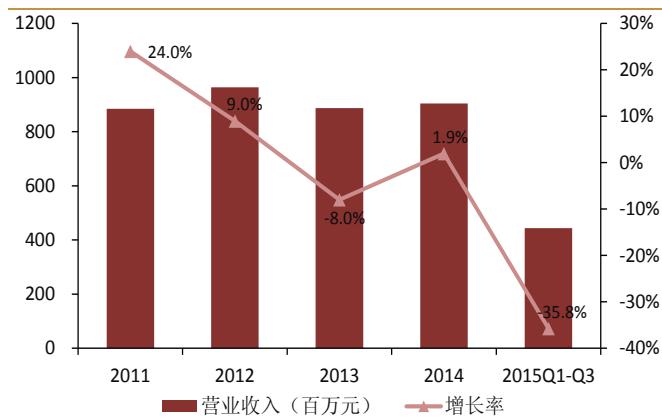
表 1: 润滑油应用领域和产品分类	4
表 2: 各企业的渠道建设情况	6
表 3: 公司各领域内优质客户	8
表 4: 公司主要产品与国外同类型产品对比	9
表 5: 慕投项目概况	9
表 6: 研发中心主要方向	10
表 7: 公司盈利预测	11
附表: 财务预测与估值	13

1. 公司是国内领先的润滑油产品生产商

公司主要从事各类工业润滑油与车用润滑油产品的研发、生产和销售，是国内领先的工业润滑油产品生产商之一，产品包括变压器油、液压油、内燃机油、齿轮油、金属加工油、特种溶剂等 13 个类别、200 余种规格型号，广泛应用于电力电器设备、工程机械、工业机械设备、冶金和交通运输等领域。

2011-2014 年，高科石化营业收入分别为 8.85、9.64、8.87、9.04 亿元，净利润分别为 0.41、0.46、0.31、0.35 亿元。主要是受油价下跌导致产品单价下降的影响，2015 年前三季度公司营业收入为 4.44 亿元，同比减少 35.8%，此外，公司正处于产品结构转型中，对营业收入也有一定影响。但随着公司产品结构的优化，高品质工业润滑油和车用油销量提升，有望重回上升通道。2015 年前三季度实现净利润 3000 万元，同比增加 5.6%。

图 1：公司收入及增速



数据来源：招股说明书，西南证券

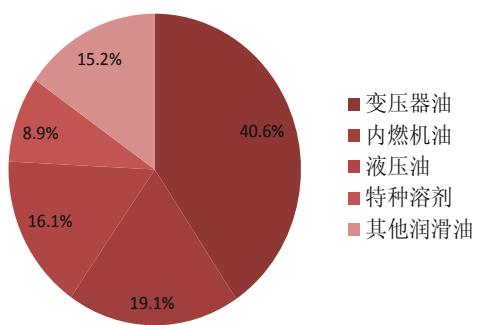
图 2：公司净利润及增速



数据来源：招股说明书，西南证券

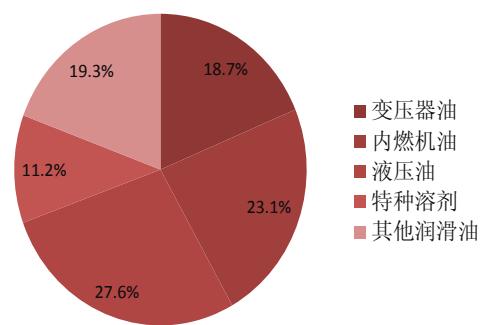
2015 年上半年，公司变压器油业务占主营业务收入的比重为 40.6%，是公司收入的主要来源，由于变压器油毛利率比较低，贡献 18.7% 的毛利。内燃机油、液压油、特种溶剂和其他润滑油分别占收入的 19.1%、16.1%、8.9%、15.2%，贡献毛利 23.1%、27.6%、11.2%、19.3%。

图 3：2015 年 H1 公司收入构成



数据来源：招股说明书，西南证券

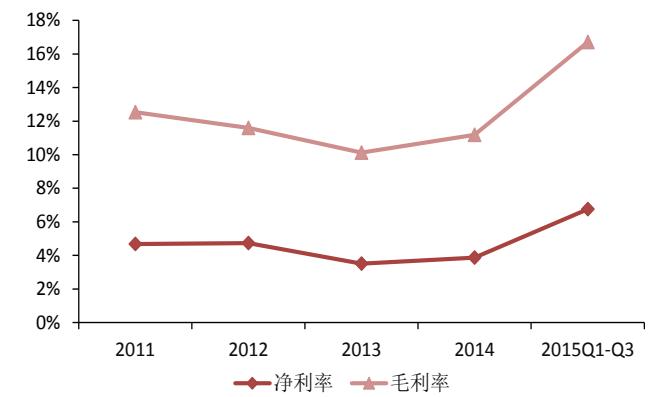
图 4：2015 年 H1 公司毛利构成



数据来源：招股说明书，西南证券

2012-2014年，公司综合毛利率分别为11.6%、10.1%、11.2%，2015年前三季度综合毛利率达到16.7%，较前些年有明显提升，说明公司加快转型高毛利产品的策略取得了一定成效。2012-2014年公司净利率分别为4.7%、3.5%、3.9%，2015年前三季度为6.8%，同样明显上升。分产品看，公司内燃机油、液压油产品和特种溶剂产品毛利率较高，并提升较快，变压器油毛利率则明显低于其他产品。

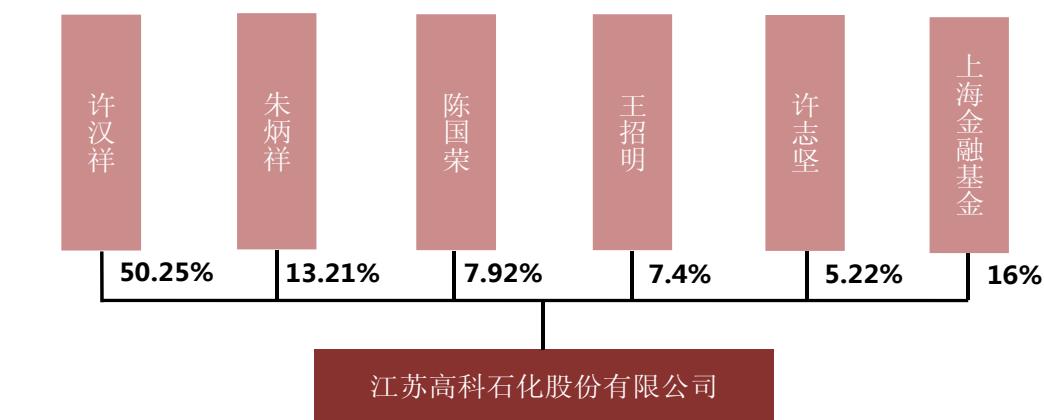
图5：公司综合毛利率和净利率变化



数据来源：招股说明书，西南证券

本次发行前，董事长许汉祥持有本公司50.25%的股份，为公司控股股东和实际控制人。公司此次拟发行2230万股，约占发行后总股本的25%，发行后公司总股本不超过8910.95万股。

图7：公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券

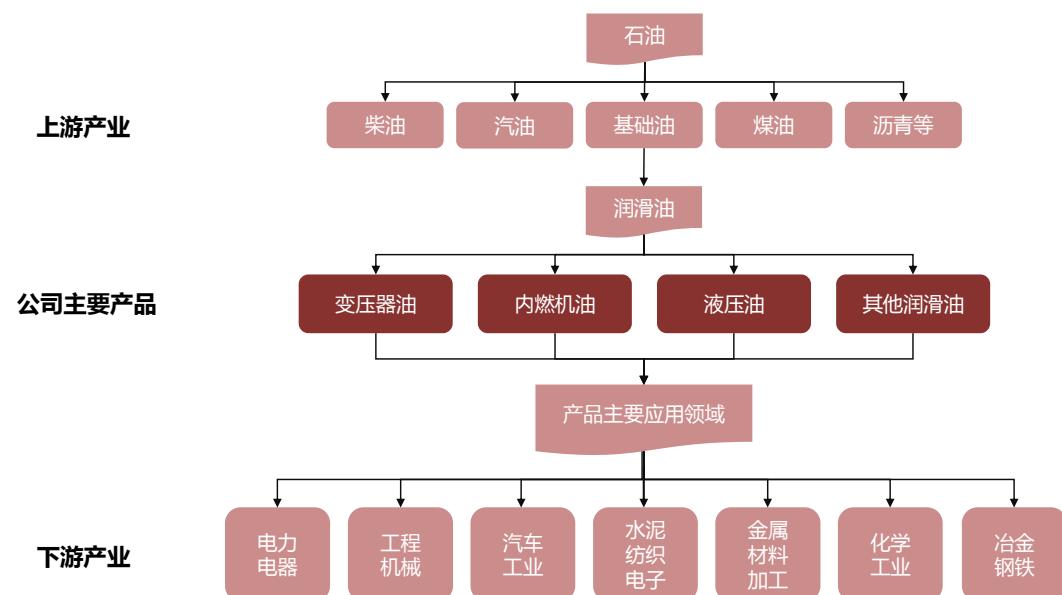
2. 润滑油行业与下游行业共进退，高品质油和包装油是行业发展方向

2.1 润滑油行业概况

润滑油行业是我国石油化工产业少数完全开放的领域之一。其上游行业为石油初级炼制行业，下游行业为电力电器、汽车、工程机械、金属材料加工等行业。

润滑油行业市场参与者可分为三类：一类是跨国润滑油生产企业，该类企业占据了高端车用润滑油大部分市场份额和部分高端工业润滑油市场；第二类是中国石化和中国石油两家国有大型石化产业集团，其提供几乎涵盖所有领域的润滑油产品，并占据了国内润滑油大部分市场份额；第三类则是民营润滑油企业，其在润滑油细分市场深耕细作，取得细分市场优势地位的同时，不断完善产品结构，力图与国有大型产业集团和跨国企业展开竞争。

图 8：润滑油行业与上下游行业之间的关联情况



数据来源：招股说明书，西南证券

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。车用润滑油包括内燃机油、车辆齿轮油等，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、工艺添加等领域，应用领域广泛、种类繁多，被形象地称为“工业机械设备的血液”。

表 1：润滑油应用领域和产品分类

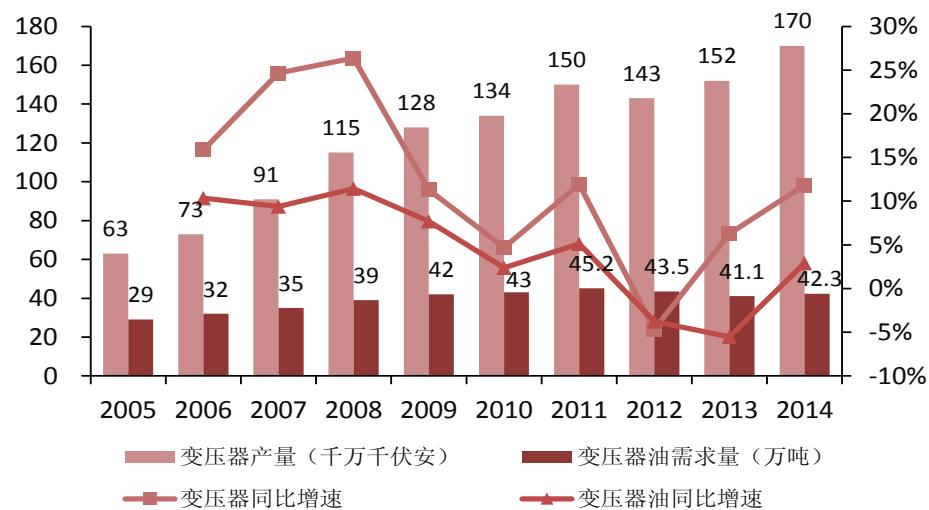
应用领域		产品品种
车用润滑油		车用内燃机油、车辆齿轮油、车用减震器油、传动液、冷却液等
工业润滑油	电力电器设备润滑油	变压器油、电缆油、开关油等
	工程机械润滑油	工程机械内燃机油、液压油、齿轮油、特种润滑脂等
	工业机械设备润滑油	工业机械设备内燃机油、压缩机油、液压油、齿轮油、真空泵油、汽轮机油、防锈油、油膜轴承油、导热油、食品机械用油等
	其他品种润滑油	航空喷气机润滑油、金属成型加工油、金属切削油、热处理工艺油等

数据来源：招股说明书，西南证券

2.2 润滑油行业发展与下游需求密切相关

变压器油

变压器油需求量与变压器等行业发展息息相关。2005~2014年，我国变压器累计产量为122亿千伏安，年复合增长率达到11.64%。自2008年以来，受经济增速放缓的影响，变压器行业增速降低，变压器油需求增速随之放缓。2014年国内总需求量为42.3万吨，同比增长2.92%。

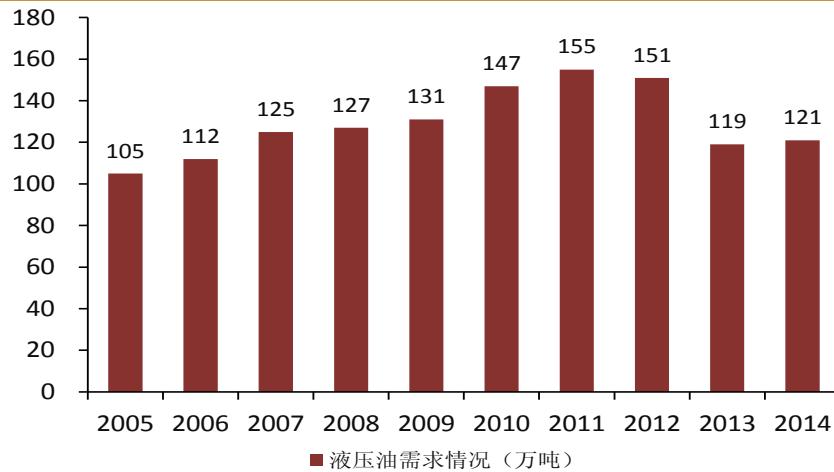
图 9：2005~2014年我国变压器与变压器油行业发展情况


数据来源：招股说明书，西南证券

下游行业的稳步发展是变压器需求的重要保障，根据中国电力企业联合会预计，“十二五”期间全国电力工业投资将达到6.1万亿元，比“十一五”增长88.3%，其中电网投资2.9万亿元，占全部投资的比重达到48%，作为电网建设重要组成部分，变压器行业受益于电网投资的高增长，公司变压器油业务同样受益。

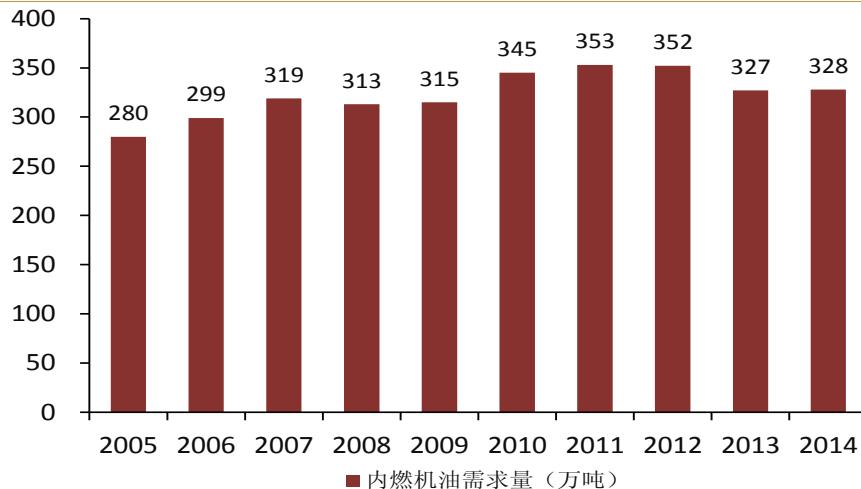
液压油和内燃机油

液压油是工业润滑油中用量最大的品种，2014年总需求量约121万吨，约占工业润滑油需求量的49.84%。2005~2011年，我国液压油市场需求量年复合增长率为6.71%。2012年以来受国内经济结构调整的影响，工程机械行业持续低迷，液压油需求量出现下滑。

图 10: 2005~2014 年我国液压油市场需求情况


数据来源：招股说明书，西南证券

内燃机油是车用润滑油核心品种，主要应用于汽车、铁路机车、摩托车、船舶和其他工业机械设备及工程机械的固定式发动机中。汽车工业的发展一方面为内燃机油需求量提供了稳定的市场，另一方面由于汽车排放及环保节能标准的提高，使得市场对于内燃油抗磨、抗氧化、降解性能有了更高的要求。

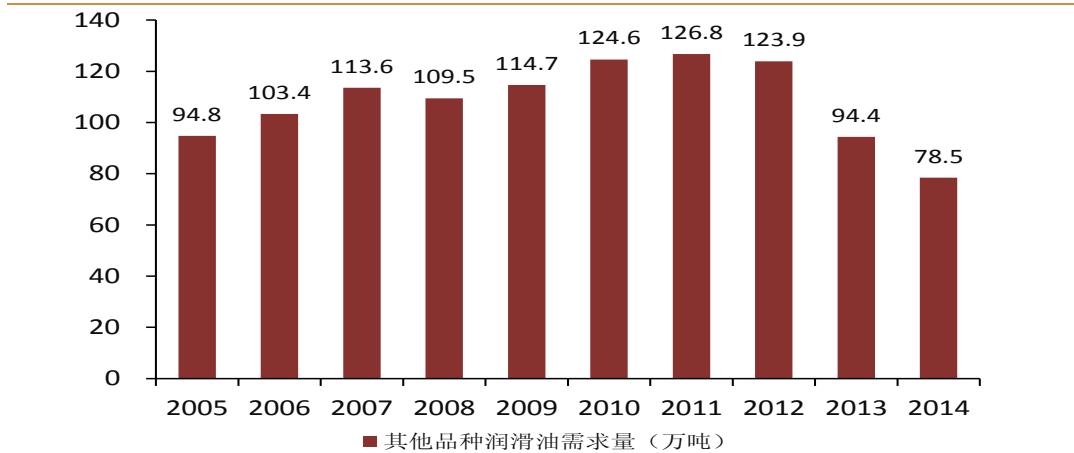
图 11: 2005~2014 年我国内燃机润滑油市场需求情况


数据来源：招股说明书，西南证券

2014年9月“新丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的战略构想提出，2015年国家发改委部署重点抓好中西部铁路、城际铁路等重大基建项目。这些国家级战略部署有利于上游液压油和内燃机油需求的增长。

其他品种润滑油

我国工业制造、金属制品加工、冶金、建材、采掘、电子信息、家电电器、风力发电等行业的发展是其他品种润滑油市场需求的重要保障。2005-2014年由于钢铁冶金、煤炭、金属加工制造等行业的发展的周期性，其他品种润滑油需求年度波动较大，2014年其他品种润滑油需求量合计为78.5万吨，占我国润滑油总需求量的13.78%。

图 12: 2005~2014 年我国其他品种润滑油市场需求情况


数据来源：招股说明书，西南证券

2.3 高品质润滑油和包装油是发展趋势

高品质润滑油需求量提升较快

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%。高品质润滑油逐渐取代原有低端产品，其原因如下：第一、制造业装备水平迅速提高，大量精密、自动化设备需要高品质润滑油确保其有效运行；第二，我国润滑油工业水平提高，已能够为终端客户提供各类高品质、个性化的润滑油产品；第三，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。

包装油产品消费量持续提升

随着工业机械设备自动化、精密化的发展趋势和汽车定期保养要求，润滑油产品细分程度提高，促进了包装式润滑油产品消费量提升。相比之下，散装油在运输和使用过程中存在诸多弊端，易造成运输泄露、环节污染和使用不便等问题，其消费占比逐渐下降。

包装油产品价格相对稳定，作为直接面对终端用户的产品，能体现润滑油企业的品牌形象。2007 年我国包装油需求量占润滑油需求量的 52.2%，2014 年，该比例已经上升至 60.13%。

渠道建设是营销重点

随着高品质润滑油消费占比的不断提高，润滑油终端用户更加注重润滑油产品的品牌形象、渠道便捷程度和售后服务质量。降低流通环节成本、向用户直观展示品牌形象、进行区域市场渗透和完善售后服务成为大型润滑油企业保持竞争力的有效手段。

表 2: 各企业的渠道建设情况

企业名称	渠道名称	备注
埃克森美孚	美孚汽车养护中心	超过 1000 家
壳牌统一	“自由行”汽车养护中心	超过 2000 家
中国石油	昆仑快速换油中心	超过 300 家，2016 年达到 3000 家

数据来源：招股说明书，西南证券

3. 公司竞争优势

生产模式优势

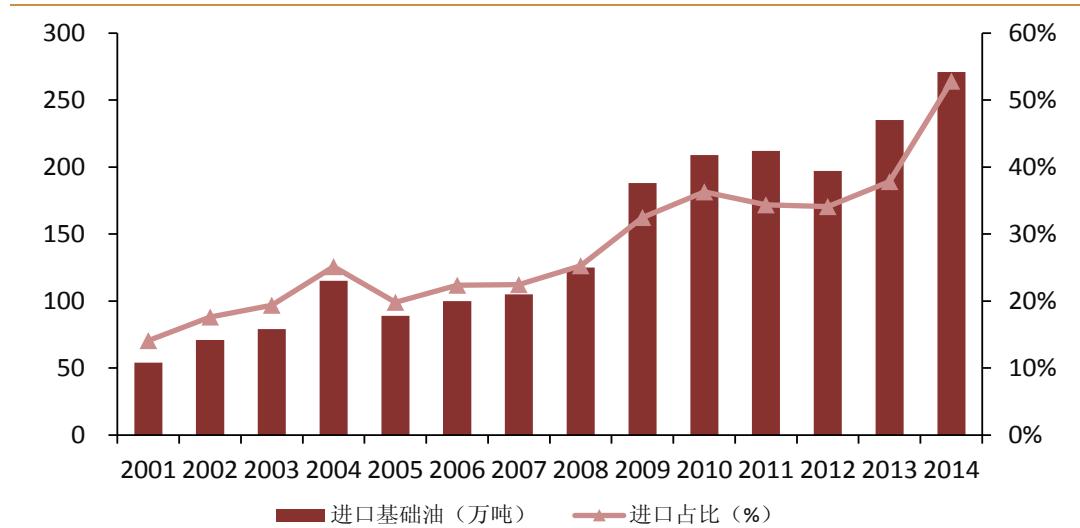
公司采用“柔性生产”模式，通过生产自动化和管理信息化相融合的生产方式，把市场需求的信息流和生产过程中的各种信息流相融合，实现产品结构的快速切换，及时满足用户品种、质量、数量的要求，最终实现产能和生产效益的最大化。

计算机信息系统及自动化技术是柔性生产的技术基础。公司先后投资购买了 DCS 分散控制系统、气动脉冲调合系统等自动化控制系统，利用润滑油产品生产设备及生产工艺工序的通用性，实现在不停机的情况下多品种、多型号润滑油产品加工调合，不同产品的产能可根据市场需求灵活调整，极大的加强了公司的市场适应能力。

工艺优势

国内基础油供给结构性矛盾突出，Ⅱ类、Ⅲ类、Ⅳ类优质基础油供给占比过低，Ⅰ类基础油和其他基础油品种占比过高。2013年国内Ⅱ类、Ⅲ类、Ⅳ类基础油产能仅占17%，远低于全球39%的平均水平，这导致高品质润滑油用基础油需大量进口。2014年我国基础油进口量为270.99万吨，2001-2014年国内基础油对外依存度已由14.10%提高至52.84%。

图 13：2001~2014年我国基础油进口量情况



数据来源：招股说明书，西南证券

公司是民营润滑油企业中为数不多的能够实现对基础油深加工并充分利用的企业。公司通过精馏切割技术将基础油切割成不同的馏分，并利用特定馏分生产不同品种润滑油产品，有效降低了公司的产品成本，并可满足特定品种润滑油产品对基础油的特殊要求，确保产品的针对性、差异化和个性化。2014年，公司基础油精馏深加工量占公司基础油总采购量的46.74%，在国内基础油供给结构性矛盾突出，国际价格波动频繁的背景下，能够有效降低产品成本，应对原材料价格波动的风险。

客户优势

大型终端客户选择润滑油供应商需经过一个长期严格的评审过程，以保证供应持续性和品质稳定性，一旦认证则不会随意更换供应商。随着公司生产规模不断扩大，产品品种不断

增加，公司客户已涵盖电力电器设备、工程机械、工业机械设备、化工等众多行业，同时服务的客户层次也在不断提升，目前已成为国内外许多行业领先企业的润滑油产品供应商。

在保证相同的润滑效果前提下，终端用户更倾向于采购有价格优势的高品质润滑油产品。公司产品相比于跨国润滑油企业生产的同类产品，确保优异的产品质量的同时，有较强的价格优势。随着公司高品质润滑油产品种类逐步提升，终端用户的规模将不断扩大。

表 3：公司各领域内优质客户

客户分类	公司名称	行业地位
工程机械	徐工集团	国内排名第一、全球排名第七的工程机械制造企业
	中联重科	全球增长最为迅速、产品链最齐备的工程机械企业。公司的混凝土机械和起重机械均位居全球前两位
工业机械设备	华菱钢管	我国第二大专业化无缝钢管生产企业
	宝钢集团	宝钢集团是中国最大、最现代化的钢铁联合企业
	沙钢集团	中国特大型工业企业，全国最大的民营钢铁企业
电力电气设备	天威五洲	国内最大的变压器生产企业之一
	钱江电气	全国民营企业 500 强、全国变压器行业十强企业
	特变电工	中国最大的变压器产品研制基地和重要的电线电缆、高压电子铝箔新材料及太阳能光伏产品及系统的研发、制造和出口基地之一
	申达电气	浙江省三家 220KV 级高电压大型变压器制造企业之一、特种变压器全国六强之一
	卧龙东源	国内著名工业电机及其自动化设备生产商
	宁波奥克斯	奥克斯集团旗下专门研发制造变压器、箱式变电站、高低压开关柜等产品的专业性公司
	长城电器	国内著名的以工业电器为主导的大型企业，中国电气工业百强
特种溶剂 及工艺用油	瓦克化学	全球领先的综合化学产品生产商
	道康宁	硅基技术及创新领域的全球领导者之一
	上海 DIC 油墨有限公司	上海紫江（集团）公司与世界上最大的印刷油墨和有机颜料生产厂商——DIC 株式会社合资兴办的油墨企业
	南通迪爱生色料有限公司	世界上最大的印刷油墨和有机颜料生产厂商——DIC 株式会社在江苏南通设立的有机颜料独资公司

数据来源：招股说明书，西南证券

技术研发优势

公司设有宜兴市特种油剂工程技术研发中心、无锡市生物质材料工程技术研究中心、江苏省废弃油脂快速酯化与综合利用工程技术研究中心、千人计划工作站及江苏省级博士后创新实验基地等研发机构，并拥有国内较为先进齐全的研发设备和检验检测设备。

公司利用自身灵活的研发机制，根据客户需求进行定制研发或合作研发，迅速切入细分市场，取得了良好的效果，如 H150 有机硅溶剂是公司为瓦克化学等国际知名化工企业研发的产品，目前已成为其在国内最重要的有机硅溶剂供应商之一；公司为徐工集团研发生产的 LNG/CNG 液压压缩天然气发动机油等内燃机油等产品，更有效地满足了其装车用油和服务用油的需求。

产品系列化优势

我国大多数民营润滑油企业生产能力小，品种单一，难以满足大型终端客户的润滑需求，而公司目前拥有 13 个类别、200 余种规格型号的润滑油生产能力，具备持续研发新产品以满足客户的差异化、个性化要求的能力。公司主要产品相对于国外主要产品用途范围更广，性价比更高，在行业中具有显著优势。

表 4：公司主要产品与国外同类型产品对比

主要产品	用途	性能	销售价格	
			高科石化	进口品牌
工业齿轮油 (重负荷工业齿轮油)	适用于钢铁、水泥、冶金等行业中具有重负荷齿轮传动装置的润滑	较好的承载性能和抗磨性能，良好的热氧化安定性，优异的抗乳化性能。	2660 元/桶 (200 升)	美孚齿轮油 4199.69 元/(200升)
抗磨液压油 (抗磨液压油)	适用于工程、建筑、矿山、冶金、塑料加工等液压设备的低、中、高压液压系统，也可用于其它负荷齿轮传动装置，轴承及工业机械的润滑。	优良的抗磨性能和防锈、防腐性能，良好的水分离性，优异的密封件的适应性，良好的空气释放性及抗泡性。	2058 元/桶 (200 升)	美孚力图 3351.72 元/(200升)
特种溶剂 (有机硅溶剂)	适用于硅酮胶制造稀释剂、油墨及低粘度金属加工油的制造和生产	良好的化学稳定性和溶解选择性。	7900 元/吨	NA
内燃机油 (重负荷柴油机油)	适用于 API CF-4 级别柴油机油的涡轮增压或自然进气柴油发动机	优异的抗磨性能，极佳的氧化安定性，高效的清洁分散性能和润滑性，	2643 元/桶 (200 升)	美孚黑霸王 3836.51 元/(200升)
车辆齿轮油 (重负荷车辆齿轮油)	适用进口或国产小轿车、载重卡车要求使用 GL-5 及以下级质量等级齿轮油双曲线后桥齿轮和变速箱等齿轮传动装置	极好的极压抗磨性能和抗擦伤性，良好的热氧化安定性，良好的防锈性能和防腐蚀性能	2713 元/桶 (200 升)	美孚黑霸王 复合齿轮油 4250.5 元/(200升)
变压器油	适用于变压器、互感器和套管等电气设备中作绝缘和导热介质；同时也适用于断路器做绝缘和灭弧介质	良好的电气绝缘性能，良好的氧化安定性和冷却性，优异的低温流动性	1764 元/桶 (200 升)	NA

数据来源：招股说明书，西南证券

4. 募投项目分析

公司本次拟发行的股票数量为 2230 万股，最终募集资金数额将根据市场和询价情况确定。募集资金用于“年产 6 万吨高品质润滑油剂项目”、“企业研发中心建设项目”、“营销及售后服务网点建设项目”，项目建设总投资额为 1.9 亿元，建设周期为 12 个月，预计达产期为 18 个月。按照公司预计，项目完全达产后，公司每年将新增销售收入 70695.38 万元，新增净利润 5267.48 万元，市场占有率将从目前的 1.47% 的提升至 2.96%。

表 5：募投项目概况

序号	项目名称	预计投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）	项目建设期（月）
1	年产 6 万吨高品质润滑油剂项目	13105	13105	12
2	企业研发中心建设项目	4000	776.4	12
3	营销及售后服务网点建设项目	2663.6	2663.6	12
合计		19768.6	16545	

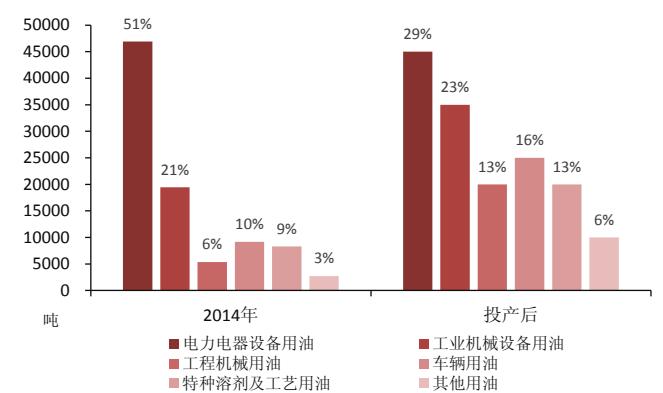
数据来源：招股说明书，西南证券

6万吨高品质润滑油剂项目

高品质润滑油剂项目是公司现有业务的扩大与提升，并较好的契合了润滑油行业的发展趋势。项目将采用更先进的设备，大幅提高生产效率和产品质量，同时有效地降低单位生产成本，提升公司盈利能力。项目完全投产后，公司润滑油品的整体产能由目前的 12.16 万吨提升至 16.88 万吨。

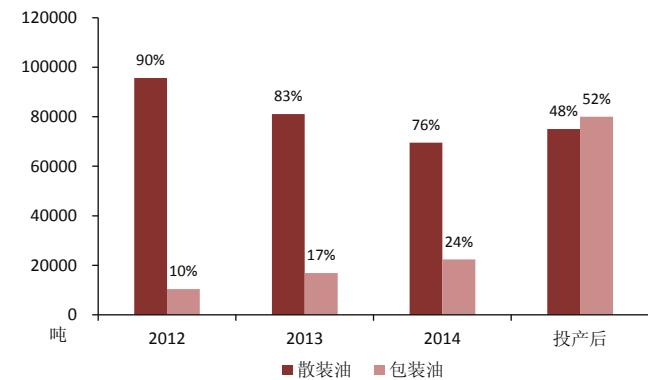
募投项目将改变公司目前电力用变压器油占比过高的产品结构和以散装为主的产品包装形式。一方面，2014年公司变压器油市场占有率已达 11.09%，进一步提升市场份额的空间有限，且变压器油毛利率明显低于公司其他产品；另一方面，公司散装润滑油毛利率水平相对较低，价格受基础油价格变化影响明显。通过募投项目，公司将向高品质润滑油和包装油两个方向转型。

图 14：募投项目将改善公司目前产品结构



数据来源：招股说明书，西南证券

图 15：募投项目将改变公司以散装为主的产品包装形式



数据来源：招股说明书，西南证券

企业研发中心建设项目

研发中心项目将增强公司核心竞争力。企业研发中心项目集科研实验、产品开发、润滑整体解决方案开发、新产品检验检测和品牌联合实验室于一体，通过引进先进的科研实验设备和优秀的科研人才，提高公司研发、润滑解决方案设计及检验检测能力。

表 6：研发中心主要方向

序号	研发方向和内容	主要内容
1	基础油深加工	对基础油进行溶剂精制、加氢精制等试验，使其达到基础油分类标准中的相关指标
2	添加剂方向	针对终端用户需求，对各类复合剂及单剂进行复配优化，来提高产品质量，降低成本
3	生产工艺方向	对现有精馏、调合等生产工艺技术改造，以此来降低能耗，节约成本；同时关注和研究新型生产工艺
4	品牌联合实验室	与大型终端用户深度合作，建立品牌联合实验室，为其开发具有针对性的润滑油产品，维持和巩固优质客户资源
5	其他方向	通过市场调研，进行产品上下延伸，利用润滑油副产品，开展对特种溶剂产品的研发，有效利用资源，实现经济效益最大化

数据来源：招股说明书，西南证券

营销及售后服务网点建设项目

网点建设项目有利于开拓市场，消化新增产能。随着公司产品不断升级和高品质润滑油项目的投产，高品质包装润滑油产品市场营销手段较散装油产品存在较大差异，有必要在国内润滑油消费量较为集中的地区内建立营销中心及售后服务网点。公司将结合现有营销和售后服务体系，设立两类不同级别网点，其中，一级网点共 6 个，分别为：无锡、上海、南京、长沙、徐州、昆明；二级网点共 9 个，分别为：苏州、常州、杭州、宁波、广州、成都、重庆、大连、福州。以各网点为中心，加大对周边区域的渗透力度，逐步实现覆盖全国市场。

5. 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：变压器油市场保持每年 3%的速度增长，未来 3 年油价保持低位，公司变压器油售价变化不大，毛利率保持相对稳定。

假设 2：公司逐步提升高端产品占比，优化产品结构。内燃机油、液压油与特种溶剂等产品 16 年小幅增长，17 年募投产能投放，进一步提升高端产品占比。预计 17 年消化募投产能的 30%。

假设 3：公司三费率维持在 15 年水平。

基于以上假设，我们预测公司 2015-2017 年分业务收入成本如下表：

表 7：公司盈利预测

单位 (百万元)		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
变压器油	收入	353.04	353.63	231.63	240.90	248.12
	增速	-31.08%	0.17%	-34.50%	4.00%	3.00%
	毛利率	6.69%	6.85%	7.90%	7.50%	7.50%
内燃机油	收入	81.64	105.29	103.18	113.50	170.25
	增速	37.59%	28.97%	-2.00%	10.00%	50.00%
	毛利率	19.35%	21.27%	22.90%	22.50%	22.00%
液压油	收入	162.63	130.08	97.56	102.44	158.78
	增速	5.73%	-20.01%	-25.00%	5.00%	55.00%
	毛利率	12.87%	17.98%	29.50%	29.00%	29.00%
特种溶剂	收入	100.34	74.44	48.39	53.23	69.19
	增速	33.43%	-25.81%	-35.00%	10.00%	30.00%
	毛利率	13.55%	15.74%	21.50%	21.00%	21.00%
其他润滑油	收入	108.76	109.66	80.05	88.06	145.29
	增速	21.39%	0.83%	-27.00%	10.00%	65.00%
	毛利率	13.90%	16.82%	23.00%	22.00%	21.00%
其他	收入	80.84	131.31	38.08	38.42	38.88
	成本	80.12	130.39	37.70	38.04	38.49
合计	收入	887.25	904.41	598.89	636.54	830.53

	增速	-7.99%	1.93%	-33.78%	6.29%	30.47%
	毛利率	10.12%	11.18%	16.68%	16.38%	17.76%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 6 亿元、6.37 亿元和 8.31 亿元，归属于母公司净利润分别为 0.37 亿元、0.44 亿元和 0.63 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.42 元、0.49 元、0.71 元。

表 8：可比公司估值

证券代码	简称	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
		(2015.12.24)	14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E
002666.SZ	德联集团	11.56	0.22	0.26	0.33	0.42	53.63	44.63	35.35	27.57

数据来源：wind，西南证券（2015-17 年 EPS 取 wind 一致预期）

公司是国内领先的工业润滑油产品生产商之一，考虑可比上市公司德联集团估值，综合考虑公司的盈利能力，公司市场地位及行业发展空间，我们认为给予公司 2016 年 35-40 倍的估值是合理的，对应合理估值区间 17.15-19.6 元。

6. 风险提示

- 1) 下游需求低迷的风险；
- 2) 原材料价格波动的风险；
- 3) 募投项目建设进度低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	904.41	598.89	636.54	830.53	净利润	35.03	37.48	43.85	63.11
营业成本	803.31	498.99	532.29	682.98	折旧与摊销	12.77	11.65	14.30	18.29
营业税金及附加	1.12	0.66	0.70	1.08	财务费用	13.43	11.04	11.60	11.80
销售费用	15.65	13.83	12.73	20.76	资产减值损失	2.89	4.00	1.50	3.50
管理费用	29.94	27.97	28.64	39.03	经营营运资本变动	-26.38	120.65	-17.60	-59.11
财务费用	13.43	11.04	11.60	11.80	其他	-7.68	-7.89	-0.95	-1.90
资产减值损失	2.89	4.00	1.50	3.50	经营活动现金流净额	30.07	176.92	52.71	35.69
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-11.52	-10.00	-130.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-7.38	-0.50	-0.40	-0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-18.91	-10.50	-130.40	-30.50
营业利润	38.06	42.40	49.07	71.36	短期借款	-20.00	30.00	-5.00	-5.00
其他非经营损益	1.95	0.40	1.00	0.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	40.00	42.80	50.07	72.06	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	4.97	5.32	6.22	8.95	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	35.03	37.48	43.85	63.11	其他	-11.73	-11.64	-12.10	-12.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-31.73	18.36	-17.10	-17.40
归属母公司股东净利润	35.03	37.48	43.85	63.11	现金流量净额	-20.57	184.78	-94.79	-12.21
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	59.52	244.30	149.51	137.29	成长能力				
应收和预付款项	210.86	128.77	139.99	182.21	销售收入增长率	1.93%	-33.78%	6.29%	30.47%
存货	129.42	80.56	85.87	110.35	营业利润增长率	11.99%	11.42%	15.73%	45.42%
其他流动资产	3.66	2.42	2.58	3.36	净利润增长率	12.46%	7.00%	16.99%	43.91%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.22%	1.29%	15.19%	35.32%
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	102.74	102.75	220.10	233.47	毛利率	11.18%	16.68%	16.38%	17.76%
无形资产和开发支出	40.72	39.82	38.92	38.02	三费率	6.53%	8.82%	8.32%	8.62%
其他非流动资产	8.93	8.67	8.32	8.06	净利率	3.87%	6.26%	6.89%	7.60%
资产总计	555.83	607.30	645.27	712.76	ROE	9.55%	9.27%	9.78%	12.34%
短期借款	140.00	170.00	165.00	160.00	ROA	6.30%	6.17%	6.80%	8.85%
应付和预收款项	43.23	28.80	28.32	37.81	ROIC	8.70%	10.12%	11.61%	12.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.11%	10.87%	11.78%	12.22%
其他负债	5.72	4.13	3.74	3.63	营运能力				
负债合计	188.96	202.94	197.06	201.44	总资产周转率	1.67	1.03	1.02	1.22
股本	66.81	89.11	89.11	89.11	固定资产周转率	9.92	6.31	5.07	4.78
资本公积	70.61	48.31	48.31	48.31	应收账款周转率	7.82	6.03	8.13	8.81
留存收益	229.45	266.94	310.79	373.90	存货周转率	6.10	4.71	6.34	6.90
归属母公司股东权益	366.87	404.36	448.21	511.32	销售商品提供劳务现金营业收入	88.62%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	366.87	404.36	448.21	511.32	资产负债率	34.00%	33.42%	30.54%	28.26%
负债和股东权益合计	555.83	607.30	645.27	712.76	带息债务/总负债	74.09%	83.77%	83.73%	79.43%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	2.17	2.28	1.94	2.17
EBITDA	64.26	65.09	74.98	101.46	速动比率	1.47	1.87	1.50	1.61
PE	21.62	20.21	17.27	12.00	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	2.06	1.87	1.69	1.48	每股指标				
PS	0.84	1.26	1.19	0.91	每股收益	0.39	0.42	0.49	0.71
EV/EBITDA	10.07	10.47	10.28	7.66	每股净资产	4.12	4.54	5.03	5.74
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.34	1.99	0.59	0.40
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

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

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠
010-57631295
13716334008
wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

曾毅
010-57631077
15810333856
zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)
021-50755210
18621310081
jsf@swsc.com.cn

罗月江
021-50755210
13632421656
lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)
0755-83288793
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-88286971
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

罗聪
0755-88286972
15219509150
luoc@swsc.com.cn