

中报业绩符合预期，看好公司未来高成长性

投资要点

- **事件：**公司发布半年报，2017 年上半年实现营业收入约 4.9 亿元，同比增长 23.3%；实现归母净利润 7547 万元，同比增长 28.1%，业绩基本符合预期。
- **二季度销量出现波动，但全年依然有望保持高速增长。**公司上半年第一季度车用润滑油销量同比大幅增长至 1.68 万吨，从而带动营业收入和归母净利润分别同比增长 39%和 55%。第一季度销量大增，一方面是因为销售渠道快速铺展显现效果，另一方面是因为春节后经销商进行集中备货。受一季度集中备货的影响，同时由于每年第二季度本身是行业淡季，因此第二季度车用润滑油销量环比出现约 30%的下降至 1.1 万吨。但综合看来，上半年公司销量和业绩仍然实现快速增长，在所得税率上调至 25%的背景下，归母净利润实现了 28%的增长。第三季度消费旺季已经到来，我们仍然看好公司下半年的表现。
- **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。**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。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。新产能今年 7 月正在逐步达产，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仅有大约 1%，短期内看不到成长天花板，后续想象空间巨大。
- **公司产品研发和品牌渠道建设仍在持续发力。**上半年公司推出高端柴油机油极保 850 以及全合成 GT950X 汽机油，突出活塞清洁性能、抗油泥保护性能、优异的抗氧化与抗磨损性能，以优异的产品品质获得良好的市场口碑，进一步夯实中高端定位策略，高端产品占比稳步提升。同时，公司加大品牌宣传推广力度，并通过重点经销商扶持政策，进一步提升了重点地区的市场份额。
- **盈利预测与投资建议。**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，考虑公司未来的高成长性，给予公司 35 倍 PE，对应目标价 36.28 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**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。

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

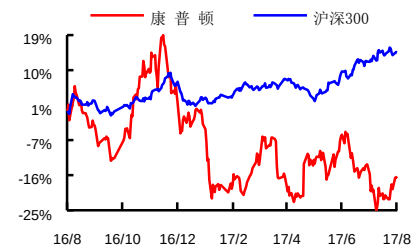
分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

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)	52.42
总资产(亿元)	9.55
每股净资产(元)	4.00

相关研究

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

关键假设：

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%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：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%
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

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	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)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	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%
					每股指标				
					每股收益	0.57	0.79	1.04	1.33
					每股净资产	3.87	4.55	5.42	6.55
					每股经营现金	0.77	0.74	1.14	1.39
					每股股利	0.00	0.11	0.16	0.21
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	139.86	214.85	288.98	380.93					
PE	46.54	33.51	25.40	19.72					
PB	6.80	5.79	4.85	4.02					
PS	6.42	4.31	3.33	2.61					
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