

## 发力后市场，业绩稳增长

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2018年三季度报, 实现营收26.5亿元, 同比增长36%, 归母净利润0.95亿元, 同比增长6.9%, 扣非净利润0.88亿元, 同比增长4.9%。单三季度实现营收8.9亿元, 同比增长18.9%, 归母净利润0.35亿元, 同比增长5.4%, 扣非净利润0.31亿元, 同比下降-3.0%。
- **持续发力汽车后市场, 实现业绩稳健增长。** 2018年1~9月中国汽车产量2049万辆, 同比增0.9%, 公司营收增速达到36%, 源于中国汽车保有量提升以及公司持续发力后市场业务。2018中报数据显示, 公司上半年精细化学品、汽车销售业务分别实现营收12.8亿元和3.1亿元, 相比去年同期实现了29%和149%的增速, 显示公司在后市场业务拓展力度较大, 带动营收持续较快增长。毛利率相对较低的汽车销售业务增速更快, 使得2018年前三季度毛利率相比同期下降1.5个百分点, 致使净利润增速低于营收增速。
- **长期发展前景向好, 管理层增持彰显信心。** 中国汽车保有量持续攀升, 有助公司业绩持续向好。同时, 公司在新能源汽车领域持续发力, 客户涵盖比亚迪、上汽、北汽、广汽、宇通、蔚来、威马等国内主流新能源汽车厂商, 以及特斯拉等海外客户, 保障业务长期向好发展。公司2018年7月公告, 董事会秘书、副总经理、财务总监、董事长助理等4位管理人员拟增持不低于2000万元, 亦彰显对公司未来发展信心。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2018-2020年归母净利润分别为1.6/1.8/2.1亿元, 对应EPS分别为0.22/0.24/0.27元, 对应PE估值分别为16倍、15倍、13倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 后市场业务发展或不及预期风险。新能源汽车业务发展或不及预期等风险。

| 指标/年度         | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 3145.19 | 3731.12 | 4464.94 | 5355.64 |
| 增长率           | 32.68%  | 18.63%  | 19.67%  | 19.95%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 153.74  | 164.38  | 181.59  | 207.08  |
| 增长率           | 9.38%   | 6.93%   | 10.47%  | 14.04%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.20    | 0.22    | 0.24    | 0.27    |
| 净资产收益率ROE     | 5.47%   | 5.62%   | 5.93%   | 6.44%   |
| PE            | 17      | 16      | 15      | 13      |
| PB            | 0.93    | 0.90    | 0.86    | 0.82    |

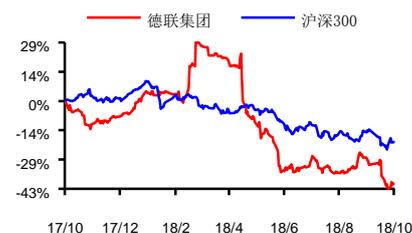
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋  
执业证号: S1250518090002  
电话: 021-58351909  
邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

分析师: 梁美美  
执业证号: S1250518100003  
电话: 021-58351937  
邮箱: lmm@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)     | 7.54     |
| 流通A股(亿股)    | 4.43     |
| 52周内股价区间(元) | 3.37-7.7 |
| 总市值(亿元)     | 27.08    |
| 总资产(亿元)     | 36.84    |
| 每股净资产(元)    | 3.87     |

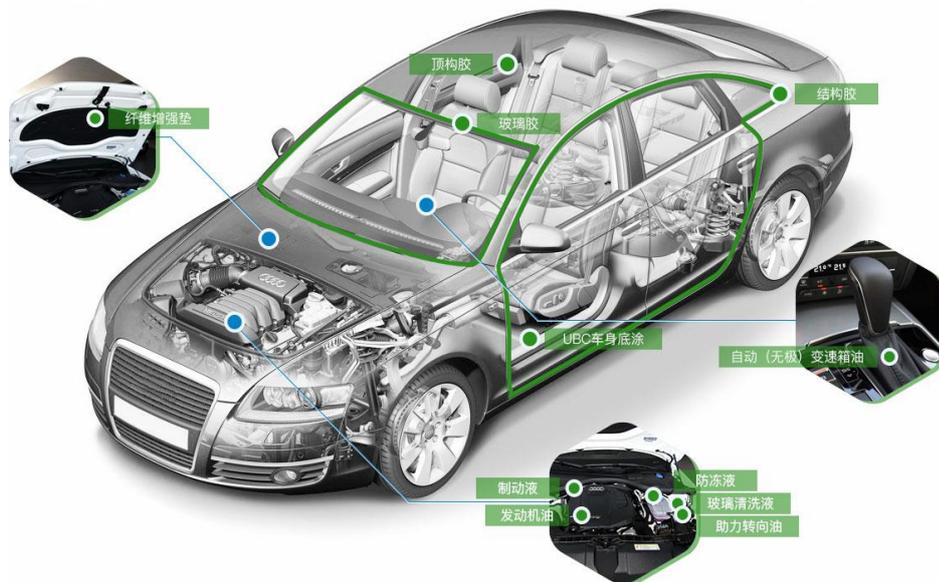
### 相关研究

## 1 汽车精细化学品龙头，稳健发展

公司是一家专营汽车系列化工用品的大型集团公司。主营各类汽车精细化学品，包括消耗类防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、燃油添加剂及非消耗类胶粘剂、纤维增强胶片等胶类产品。公司在国内主要汽车产业集群区域建立了大规模、集中化的汽车精细化学品研发、采购、生产、供应综合性服务平台，并与巴斯夫、陶氏化学、潘东兴、雅富顿建立长期的战略合作关系。

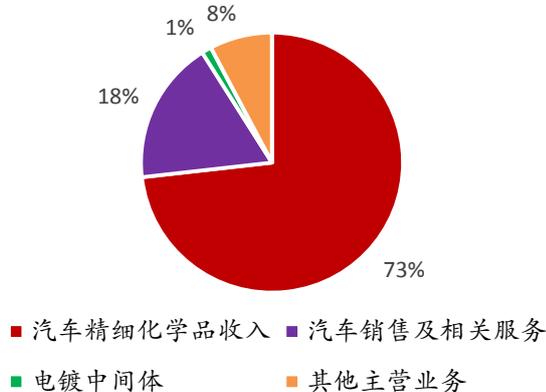
**公司主营业务结构:**2018H1 公司汽车精细化学品收入贡献 73% 营收，以及 86% 的毛利，是公司主要业绩贡献来源。汽车精细化学品业务领域：产品种类包括车用防冻液、制动液、发动机润滑油、动力转向油、自动变速箱油、燃油添加剂、玻璃清洗液、胶粘剂等汽车精细化学品。截至 2018 年 6 月，公司已成为 50 余家汽车整车厂的固定供应商，其中包括一汽大众、上海大众、华晨宝马、北京奔驰、比亚迪、长安福特等知名整车厂。

图 1：公司 2018H1 主营业务结构情况



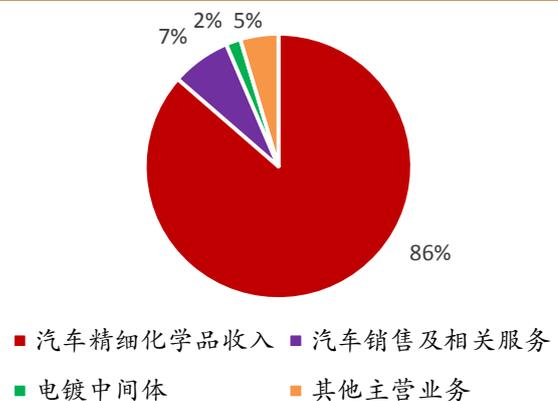
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司 2018H1 主营业务结构情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司 2018H1 主营业务毛利情况



数据来源：wind，西南证券整理

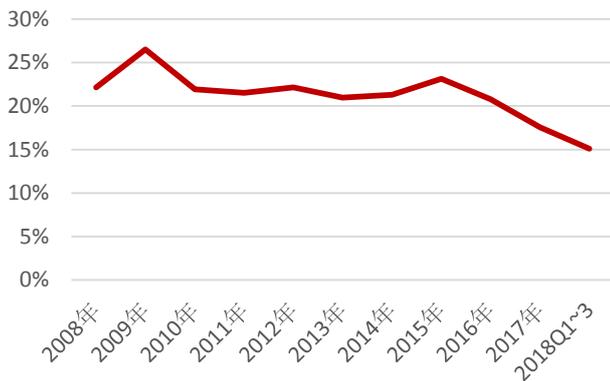
**业绩状况:**2008~2017 年,公司营收稳健增长,CAGR 达到 21%,净利润 CAGR 为 13%,持续较快增长。2018 年三季度报,实现营收 26.5 亿元,同比增长 36%,单三季度实现营收 8.9 亿元,同比增长 18.9%,仍保持较快增长。受低毛利率汽车销售业务较快增长影响,毛利率下行,利润增速低于营收增长,2018 前三季度归母净利润 0.95 亿元,同比增长 6.9%。

**图 4: 公司 2008 年以来营业收入及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 5: 公司 2008 年以来净利润及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 6: 低毛利率汽车销售业务快速发展致使毛利率下行**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 7: 期间费用率近两年有所下降**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设:

- 1) 假设 2018-2020 年精细化学品业务,销量增速为 10%、11%、12%,价格保持稳定。
- 2) 假设 2018-2020 年汽车销售及相关服务销量增速为 68%、52%、42%,价格稳定。
- 3) 假设 2018-2020 年其他业务销量增速分别为 10%、10%、10%,价格保持稳定。

基于以上假设,我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

**表 1：公司分业务收入和毛利率**

| 单位：百万元    |     | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 汽车精细化学品   | 收入  | 2533   | 2793   | 3108   | 3492   |
|           | 增速  | 26.52% | 10.25% | 11.30% | 12.35% |
|           | 毛利率 | 18.22% | 18.20% | 18.10% | 17.90% |
| 汽车销售及相关服务 | 收入  | 457    | 768    | 1169   | 1657   |
|           | 增速  | 64.39% | 68.00% | 52.25% | 41.75% |
|           | 毛利率 | 11.51% | 10.00% | 11.00% | 12.00% |
| 其他业务      | 收入  | 155    | 171    | 188    | 206    |
|           | 增速  | 70.33% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
|           | 毛利率 | 24.61% | 32.35% | 32.35% | 32.35% |
| 合计        | 收入  | 3145   | 3731   | 4465   | 5355   |
|           | 增速  | 32.64% | 18.63% | 19.67% | 19.95% |
|           | 毛利率 | 17.56% | 17.16% | 16.84% | 16.63% |

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.6/1.8/2.1 亿元，EPS 分别为 0.22/0.24/0.27 元，对应 PE 估值分别为 16 倍、15 倍、13 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 2：可比公司估值情况 (2018 年 10 月 25 日)**

| 证券代码      | 证券简称 | EPS  |       |       | PE   |       |       |
|-----------|------|------|-------|-------|------|-------|-------|
|           |      | 2017 | 2018E | 2019E | 2017 | 2018E | 2019E |
| 600699.SH | 均胜电子 | 0.42 | 1.22  | 1.41  | 52   | 18    | 15    |
| 601799.SH | 星宇股份 | 1.70 | 2.23  | 2.89  | 25   | 19    | 15    |
| 601689.SH | 拓普集团 | 1.06 | 1.21  | 1.46  | 13   | 12    | 10    |
| 603305.SH | 旭升股份 | 0.59 | 1.10  | 1.33  | 32   | 23    | 16    |
| 平均值       |      |      |       |       | 31   | 18    | 14    |
| 002666.SZ | 德联集团 | 0.20 | 0.22  | 0.24  | 17   | 16    | 15    |

数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 风险提示

- 1) 后市场业务发展或不及预期风险。
- 2) 新能源汽车业务发展或不及预期等风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |                |                |               |               |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   | 2017A          | 2018E          | 2019E         | 2020E         |
| 营业收入          | 3145.19        | 3731.12        | 4464.94        | 5355.64        | 净利润               | 156.65         | 167.50         | 185.03        | 211.01        |
| 营业成本          | 2592.84        | 3090.89        | 3713.06        | 4464.93        | 折旧与摊销             | 56.51          | 59.70          | 62.21         | 65.04         |
| 营业税金及附加       | 22.90          | 27.89          | 34.15          | 40.32          | 财务费用              | 9.24           | 8.31           | 10.44         | 11.87         |
| 销售费用          | 131.73         | 158.32         | 188.57         | 226.23         | 资产减值损失            | 23.71          | 17.75          | 18.85         | 19.30         |
| 管理费用          | 210.43         | 262.55         | 312.34         | 372.67         | 经营营运资本变动          | 94.70          | -93.02         | -257.90       | -295.99       |
| 财务费用          | 9.24           | 8.31           | 10.44          | 11.87          | 其他                | -448.61        | -70.06         | -71.85        | -67.41        |
| 资产减值损失        | 23.71          | 17.75          | 18.85          | 19.30          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-107.79</b> | <b>90.18</b>   | <b>-53.21</b> | <b>-56.17</b> |
| 投资收益          | 41.27          | 50.00          | 50.00          | 50.00          | 资本支出              | -133.13        | -50.00         | -60.00        | -80.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 409.57         | 50.00          | 50.00         | 50.00         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>276.44</b>  | <b>0.00</b>    | <b>-10.00</b> | <b>-30.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>196.96</b>  | <b>215.41</b>  | <b>237.53</b>  | <b>270.32</b>  | 短期借款              | -67.15         | -75.62         | 233.04        | 286.12        |
| 其他非经营损益       | 0.75           | -4.00          | -4.00          | -4.00          | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>197.71</b>  | <b>211.41</b>  | <b>233.53</b>  | <b>266.32</b>  | 股权融资              | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 41.06          | 43.90          | 48.50          | 55.31          | 支付股利              | -35.45         | -46.12         | -49.32        | -54.48        |
| 净利润           | 156.65         | 167.50         | 185.03         | 211.01         | 其他                | 14.96          | -11.24         | -10.44        | -11.87        |
| 少数股东损益        | 2.92           | 3.12           | 3.45           | 3.93           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-87.63</b>  | <b>-132.98</b> | <b>173.28</b> | <b>219.77</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 153.74         | 164.38         | 181.59         | 207.08         | <b>现金流量净额</b>     | <b>79.35</b>   | <b>-42.80</b>  | <b>110.07</b> | <b>133.60</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标            |                |                |               |               |
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   | 2017A          | 2018E          | 2019E         | 2020E         |
| 货币资金          | 602.47         | 559.67         | 669.74         | 803.35         | <b>成长能力</b>       |                |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 1096.23        | 1158.44        | 1344.38        | 1559.51        | 销售收入增长率           | 32.68%         | 18.63%         | 19.67%        | 19.95%        |
| 存货            | 536.35         | 643.10         | 776.55         | 932.32         | 营业利润增长率           | 13.37%         | 9.37%          | 10.27%        | 13.80%        |
| 其他流动资产        | 168.91         | 200.37         | 239.78         | 287.61         | 净利润增长率            | 8.13%          | 6.93%          | 10.47%        | 14.04%        |
| 长期股权投资        | 180.67         | 180.67         | 180.67         | 180.67         | EBITDA 增长率        | 8.83%          | 7.88%          | 9.44%         | 11.94%        |
| 投资性房地产        | 48.36          | 48.36          | 48.36          | 48.36          | <b>获利能力</b>       |                |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 610.52         | 624.61         | 646.19         | 684.94         | 毛利率               | 17.56%         | 17.16%         | 16.84%        | 16.63%        |
| 无形资产和开发支出     | 217.69         | 194.98         | 172.27         | 149.57         | 三费率               | 11.17%         | 11.50%         | 11.45%        | 11.40%        |
| 其他非流动资产       | 69.54          | 68.45          | 67.36          | 66.28          | 净利率               | 4.98%          | 4.49%          | 4.14%         | 3.94%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>3530.73</b> | <b>3678.65</b> | <b>4145.31</b> | <b>4712.60</b> | ROE               | 5.47%          | 5.62%          | 5.93%         | 6.44%         |
| 短期借款          | 244.81         | 169.19         | 402.23         | 688.35         | ROA               | 4.44%          | 4.55%          | 4.46%         | 4.48%         |
| 应付和预收款项       | 402.47         | 504.08         | 597.63         | 716.99         | ROIC              | 6.21%          | 6.38%          | 6.44%         | 6.47%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 8.35%          | 7.60%          | 6.95%         | 6.48%         |
| 其他负债          | 19.29          | 22.78          | 27.13          | 32.40          | <b>营运能力</b>       |                |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>666.57</b>  | <b>696.04</b>  | <b>1026.99</b> | <b>1437.74</b> | 总资产周转率            | 0.91           | 1.04           | 1.14          | 1.21          |
| 股本            | 754.33         | 754.33         | 754.33         | 754.33         | 固定资产周转率           | 5.90           | 6.65           | 7.70          | 8.89          |
| 资本公积          | 982.10         | 982.10         | 982.10         | 982.10         | 应收账款周转率           | 5.62           | 5.24           | 5.90          | 6.25          |
| 留存收益          | 1121.23        | 1239.50        | 1371.77        | 1524.38        | 存货周转率             | 4.85           | 5.19           | 5.21          | 5.21          |
| 归属母公司股东权益     | 2860.60        | 2975.93        | 3108.20        | 3260.81        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 94.63%         | —              | —             | —             |
| 少数股东权益        | 3.56           | 6.68           | 10.12          | 14.05          | <b>资本结构</b>       |                |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2864.16</b> | <b>2982.61</b> | <b>3118.33</b> | <b>3274.86</b> | 资产负债率             | 18.88%         | 18.92%         | 24.77%        | 30.51%        |
| 负债和股东权益合计     | 3530.73        | 3678.65        | 4145.31        | 4712.60        | 带息债务/总负债          | 36.73%         | 24.31%         | 39.17%        | 47.88%        |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 3.61           | 3.69           | 2.95          | 2.49          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 2.81           | 2.76           | 2.20          | 1.84          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 23.06%         | 28.06%         | 27.16%        | 26.31%        |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                | 每股指标              |                |                |               |               |
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   |                |                |               |               |
| EBITDA        | 262.71         | 283.42         | 310.19         | 347.24         | 每股收益              | 0.20           | 0.22           | 0.24          | 0.27          |
| PE            | 17.37          | 16.24          | 14.71          | 12.89          | 每股净资产             | 3.79           | 3.95           | 4.12          | 4.32          |
| PB            | 0.93           | 0.90           | 0.86           | 0.82           | 每股经营现金            | -0.14          | 0.12           | -0.07         | -0.07         |
| PS            | 0.85           | 0.72           | 0.60           | 0.50           | 每股股利              | 0.05           | 0.06           | 0.07          | 0.07          |
| EV/EBITDA     | 8.03           | 7.33           | 7.09           | 6.77           |                   |                |                |               |               |
| 股息率           | 1.33%          | 1.73%          | 1.85%          | 2.04%          |                   |                |                |               |               |

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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      |
|    | 黄丽娟    | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅    | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 汪文沁    | 高级销售经理  | 021-68415380  | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn      |
|    | 王慧芳    | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn      |
|    | 涂诗佳    | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn      |
| 北京 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 路剑     | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn   |
|    | 刘致莹    | 销售经理    | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn    |
| 广深 | 王湘杰    | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 余燕伶    | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyl@swsc.com.cn      |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |