



奥福环保(688021.SH)

【粤开汽车公司点评】奥福环保(688021.SH):载体细分龙头,国六新机遇

2020年06月19日

事项:

增持(首次评级)

当前价: 71.81 元
目标价: 94.25 - 98.74 元

分析师: 徐昊

执业编号: S0300519040001
电话: 010-66235709
邮箱: xuhao@y kzq.com

研究助理: 逢增山

电话: 010-66235709
邮箱: pangzengshan@y kzq.com

近期报告

公司于2019年11月科创板上市,公司专注于蜂窝陶瓷技术的研发与应用,公司生产的载体主要应用于处理尾气的选择催化还原催化器(SCR);颗粒捕集器DPF和GPF主要应用于过滤内燃机尾气处理中产生的碳烟颗粒;VOCs废气处理设备主要用于石化、印刷、医药、电子等行业挥发性有机物的处理。公司是国内少有的催化器载体细分市场自主品牌龙头。

评论:

外资企业牢牢占据催化器载体市场份额9成以上,本土企业亟待突破。

从整个市场格局来看,美国康宁和日本NGK在国内载体市场占有率达到90%以上,国内企业有奥福环保、宜兴化机等占据份额不到10%。随着近年国内企业进入合资下游涂敷企业,如BASF、优美科、庄信万丰等,提供国五系列载体,在相对外资成本可以降低20%以上的降本优势下,国内企业有望在国六阶段市场份额获得较大突破。

公司作为国内载体自主龙头,有望借助国六机遇获得市场份额提升。

公司成立于2009年,一直专注于蜂窝陶瓷载体的研究,在行业中拥有国内领先的核心技术和较多的客户合作经验。公司产品主要应用于商用车,并储备了乘用车国六载体技术,逐步由商向乘转变。其中,公司SCR载体在商用货车渗透率从2016年-2018年分别为3.50%、8.06%和9.49%,在重卡中的渗透率为10.13%、17.24%和16.85%,逐年提升。蜂窝陶瓷载体作为公司的主营产品,其毛利率维持在54%以上,是公司的主要盈利产品,公司有望基于该产品扩大在国六商用车、甚至是乘用车的市场份额。

公司下游良好客户资源,有助于推动公司产品品质和量的提升。目前来看,公司已经批量供货的下游企业有优美科、庄信万丰、巴斯夫、重汽橡塑、中自环保、潍柴净化、威孚环保、贵研催化、艾可蓝等国内外企业,已经打通行业内绝大部分下游客户资源。

国六排放法规的实施,提升了排放法规相关部件单车价值量。

内燃机整车要满足国六排放法规,必须对喷油系统、排气系统以及部分发动机附件等动力总成件做整体系统性设计,从排放角度来看,除了对喷油系统、原有催化系统升级优化外,新增颗粒捕集器等零件,因此一方面提升了单车价值量,另一方面又促使下游企业验证国产化替代等低成本方案。

我们认为,国六对颗粒物的数量和质量都有明确要求,是促使各企业配置颗粒捕集器的主要动力。而柴油机DPF作为国六新增零部件,是确定增量,其选用尺寸规格是根据发动机排量定义,对于重卡来说,我们取DPF体积为20升/台车,单价为250元/升,根据我们对2021年重卡销量的预计,大约为140万台(排除北京、深圳等地,国五已含DPF),那么整个DPF的市场为70亿,叠加其他排气系统组件升级优化,整个国六重卡催化器总成市场规模可以达到100亿以上,这是公司主要立足点;而随着在汽油机业务上的开拓,公司的业务增长弹性可期。



盈利预测和估值

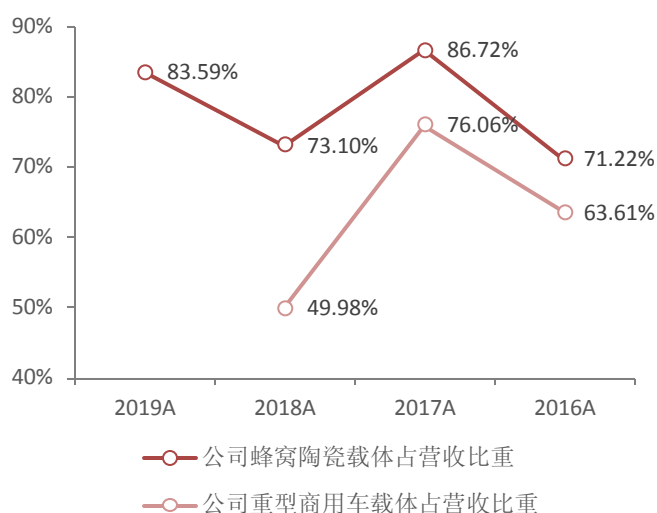
公司作为国内稀有的载体上市企业，具有稀缺性特征，有望打破外资企业在国内市场的垄断地位，从而提升产品品质、量、价三要素。我们预计公司 2020、2021 和 2022 年营业收入分别为 3.32 亿、4.02 亿和 4.72 亿元，归母净利润为 0.69 亿、0.89 亿和 1.07 亿元，EPS 分别为 0.89 元、1.15 元和 1.38 元，当前公司股价 71.81 元，对应 2020 年、2021 年和 2022 年 PE 为 81 倍、63 倍和 52 倍，考虑到公司在国内细分市场上的龙头特性，以及美股载体龙头康宁公司 78 倍 PE，公司享有一定溢价，所以我们维持当前 81 倍 PE，2021 年目标价 94.25~98.74 元，首次增持评级。

风险提示

- 1、国六排放法规推进不及预期；
- 2、公司产品开发不及预期；
- 3、宏观经济影响。

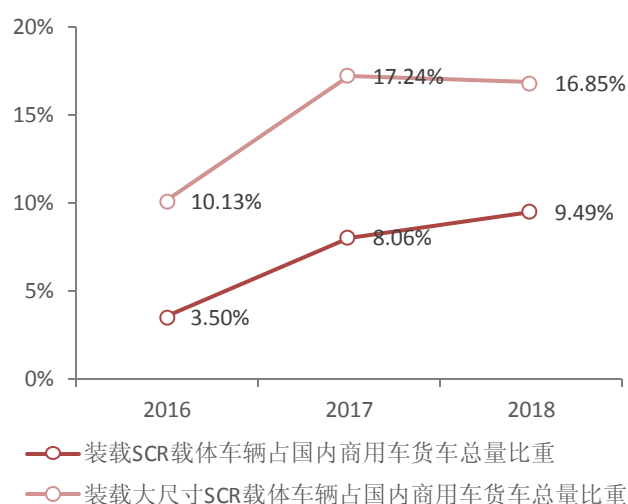


图表1：公司蜂窝陶瓷载体产品营收占比



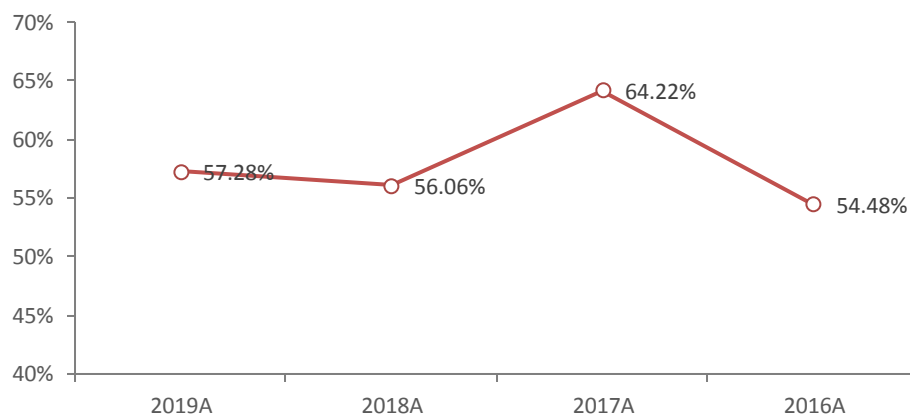
资料来源：奥福环保、粤开证券研究院

图表2：公司 SCR 载体在行业渗透率



资料来源：奥福环保、粤开证券研究院

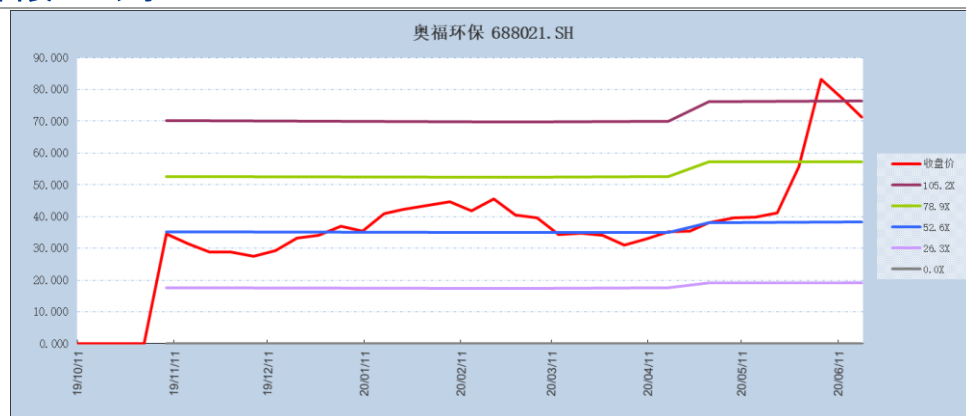
图表3：公司蜂窝陶瓷载体毛利率



资料来源：奥福环保、粤开证券研究院

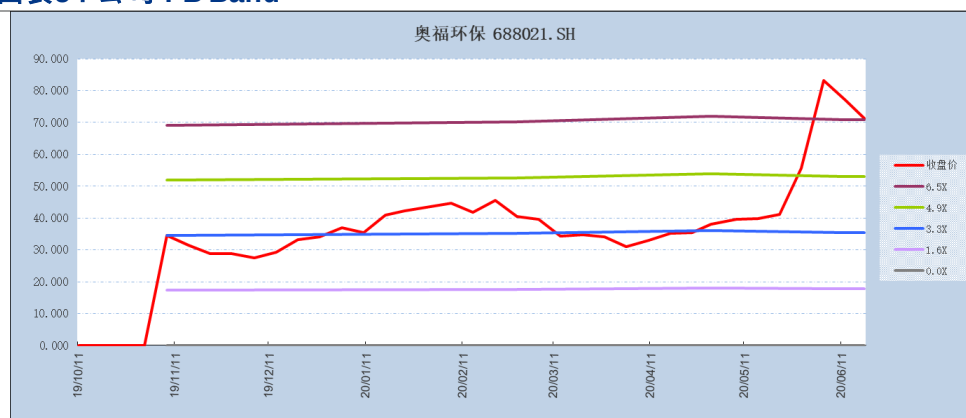


图表4：公司 PE Band



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：公司 PB Band



资料来源：Wind、粤开证券研究院


附录：公司财务预测表 (百万元)

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	787	827	884	858	经营活动现金流	20	24	28	32
现金	447	812	341	559	净利润	52	69	89	107
应收账款	121	127	137	148	折旧摊销	19	20	22	25
其它应收款	1	2	2	2	财务费用	7	8	8	8
预付账款	5	5	5	6	投资损失	0	0	0	0
存货	150	165	190	219	营运资金变动	433	7	14	-96
其他	63	-284	209	-75	其它	-491	-80	-105	-12
非流动资产	281	295	319	399	投资活动现金流	-45	-49	-61	-67
长期投资	0	0	0	0	资本支出	43	51	61	68
固定资产	197	207	227	250	长期投资	0	0	0	0
无形资产	33	28	31	34	其他	-87	-100	-123	-135
其他	51	60	61	114	筹资活动现金流	443	390	-437	253
资产总计	1,068	1,122	1,203	1,256	短期借款	75	83	91	100
流动负债	213	245	289	358	长期借款	0	0	0	0
短期借款	75	83	91	100	其他	368	307	-528	153
应付账款	46	64	73	80	现金净增加额	419	365	-471	218
其他	91	98	125	178					
非流动负债	24	27	23	22	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	24	27	23	22	营业收入	8%	24%	21%	17%
负债合计	237	272	312	380	营业利润	13%	36%	28%	21%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	10%	33%	29%	21%
归属母公司股东权益	831	850	891	877	获利能力				
负债和股东权益	1,068	1,122	1,203	1,256	毛利率	50%	52%	53%	54%
利润表	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	19%	21%	22%	23%
营业收入	268	332	402	472	ROE	9%	8%	10%	12%
营业成本	133	158	187	216	ROIC				
营业税金及附加	4	7	8	9	偿债能力				
营业费用	12	15	19	22	资产负债率	22%	24%	26%	30%
管理费用	24	30	37	44	净负债比率				
研发费用	29	36	44	53	流动比率	370%	338%	306%	239%
财务费用	7	8	8	8	速动比率	299%	270%	240%	178%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.33	0.30	0.35	0.38
投资净收益	0	0	0	0	应收账款周转率	2.46	2.68	3.05	3.32
其他收益	2	1	1	1	应付账款周转率	2.61	2.86	2.74	2.82
营业利润	57	78	100	121	每股指标(元)				
营业外收入	1	2	2	2	每股收益	0.85	0.89	1.15	1.38
营业外支出	0	1	0	1	每股经营现金	0.33	0.31	0.36	0.41
利润总额	59	79	101	122	每股净资产	13.86	11.00	11.53	11.34
所得税	7	11	13	15	估值比率				
净利润	52	69	89	107	P/E	42.72	80.94	62.87	52.12
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	2.62	6.55	6.25	6.35
归属母公司净利润	52	69	89	107	EV/EBITDA	25.83	51.20	45.44	37.04
EBITDA	76	98	122	145					
EPS (元)	0.85	0.89	1.15	1.38					

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

徐昊，英国纽卡斯尔大学硕士，2017 年 1 月加入粤开证券，汽车及零部件行业分析师，证书编号：S0300519040001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,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。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道60号开发区金控中心21-23层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园6号楼2层

上海市浦东新区源深路1088号平安财富大厦20层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦10层

网址: www.ykzq.com