

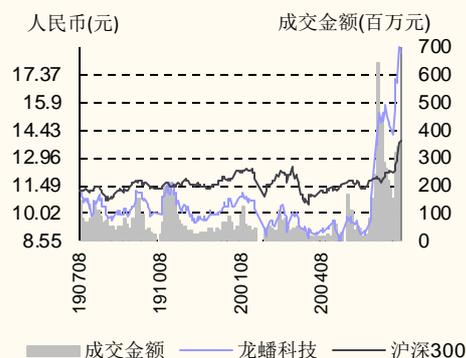
龙蟠科技 (603906.SH) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 18.58 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 3.03 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 3.01 |
| 总市值(亿元) | 56.22 |
| 年内股价最高最低(元) | 18.83/13.11 |
| 沪深 300 指数 | 4698 |
| 上证指数 | 3345 |



车用尿素龙头企业，国六阶段进入发展快车道

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,498 | 1,713 | 2,251 | 2,830 | 3,790 |
| 营业收入增长率 | 15.4% | 14.4% | 31.4% | 25.7% | 33.9% |
| 归母净利润(百万元) | 82 | 127 | 190 | 238 | 344 |
| 归母净利润增长率 | -11.4% | 55.7% | 49.0% | 25.4% | 44.4% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.322 | 0.421 | 0.628 | 0.787 | 1.137 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.670 | 0.804 | 0.651 | 0.719 | 0.969 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.54% | 9.41% | 12.53% | 13.97% | 17.22% |
| P/E | 26.36 | 25.03 | 27.28 | 21.75 | 15.06 |
| P/B | 1.72 | 2.35 | 3.42 | 3.04 | 2.59 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **多年布局车用精细化学品，三大板块业务接力发展：**公司一直专注于车用化学品领域，逐步形成了以润滑油、发动机冷却液、车用尿素为主的三大产品板块。公司以润滑油业务起家，经过扩展发展相对平稳，国五标准实施后，公司车用尿素业务迅速发展，成为目前带动公司业绩提升的主要动力；冷却液产品在燃油车领域放量，随着新能源车放量，公司有望获得进一步成长。
- **持续优化品牌及渠道优势，加速扩展产品市场：**公司布局的车用精细化学品，多数为车用消耗品，具有较强的消费属性，因而在产品竞争中品牌及销售渠道尤为重要。公司经过近 17 年的产业布局，不断强化自身产品的市场口碑，在相对分散的市场中梳理良好的品牌形象。公司现已成功切入众多主流车厂供应体系当中，同时在全国拥有 700 余家经销商，涵盖修理店、加油站、汽配店、物流园等多类型网点，通过经销商网络对车后零售市场进行覆盖，通过多元化的渠道布局，强化公司产品的竞争优势。
- **国六标准带动车用尿素需求提升，公司有望快速布局抢占市场：**车用尿素作为柴油汽车尾气处理中的消费品，在国四及国五阶段，平均消耗量一般为柴油使用量的 3-5%，而进入国六阶段，尾气排放标准进一步升级，柴油车的 NOx 可排放量降低了 97%，车用尿素的消耗量将逐步提升至柴油使用量的 8%。因而随着国六标准的柴油车销售量逐步提升，柴油车单车尿素消耗量将有进一步提升，带动整体市场需求的增长。
- **多领域布局冷却液产品，新能源企业有望带动公司未来发展进入新平台：**公司多年来持续扩展冷却液的产品种类，涵盖燃油车、新能源车、非移动设备等多个领域，同下游车厂建立了良好合作。2018 年公司通过并购间接持股迪克化学，实现技术、渠道、产线的多重整合，进一步扩展下游客户和应用领域。在新能源汽车领域，冷却液单车用量大幅提升，随着新能源汽车市场的逐步发展，冷却液需求有望大幅提升，公司凭借现有的产品技术储备、产能布局、客户基础，有望迅速占领市场，进入新的发展平台。

投资建议

- 预测公司 2020-2022 年，归母净利润为 1.90、2.38、3.44 亿元。公司在车用消费品领域具有品牌和渠道壁垒，给予公司 2020 年 35 倍 PE，对应目标价为 22 元，给予“增持”评级。

风险提示

- 政策监管力度不达预期，车用尿素需求增长不达预期；行业竞争加剧，产品价格受到冲击，影响盈利；汽车销量不达预期，车用化学品市场受到影响。

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

杨翼荣 联系人
yangyiyong@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、汽车化学品领域多元布局，助力公司阶梯式发展 | 4 |
| 1.1、围绕车用化学品领域综合布局，形成三大主流业务板块 | 4 |
| 1.2、技术、品牌、渠道多重保障，扩展产品的终端销售市场 | 5 |
| 二、尾气排放监管升级，车用尿素市场迅速发展 | 5 |
| 2.1、国六标准升级，车用尿素使用量有望迅速提升 | 5 |
| 2.2、监管要求趋严，车用尿素市场有望逐步规范 | 8 |
| 2.3、多年投入开拓市场，持续布局不断强化竞争优势 | 9 |
| 三、冷却液应用不断拓展，新兴领域持续布局 | 11 |
| 3.1、多领域应用扩展冷却液市场，龙头企业扩展积极抢占市场 | 11 |
| 3.2、新能源领域扩展布局，进一步扩展公司发展空间 | 13 |
| 四、润滑油业务稳步发展，提供公司业务发展基础 | 14 |
| 五、盈利预测 | 16 |
| 六、风险提示 | 18 |

图表目录

| | |
|--------------------------|----|
| 图表 1：公司多年发展历程 | 4 |
| 图表 2：公司主营业务收入情况（百万元） | 4 |
| 图表 3：公司分产品毛利率情况 | 4 |
| 图表 4：公司分渠道营业收入情况（百万元） | 5 |
| 图表 5：公司分渠道销售占比 | 5 |
| 图表 6：我国汽车尾气排放标准持续加严 | 6 |
| 图表 7：汽车尾气中 NOx 污染物来源分布 | 6 |
| 图表 8：SCR 结构及工作原理 | 6 |
| 图表 9：国六阶段柴油车的尾气处理系统 | 7 |
| 图表 10：我国商用柴油车销量情况（万辆） | 7 |
| 图表 11：2019 年我国商用车车型销量占比 | 7 |
| 图表 12：国六新增车用尿素市场需求测算（吨） | 8 |
| 图表 13：车用尿素溶液指标与工业尿素指标对比 | 8 |
| 图表 14：《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》 | 9 |
| 图表 15：公司车用尿素产量及销量变化（万吨） | 9 |
| 图表 16：公司车用尿素收入和利润变化（百万元） | 9 |
| 图表 17：可兰素同加油站合作设立加注站 | 10 |
| 图表 18：可兰素在物流园等地布局加注站 | 10 |
| 图表 19：公司车用尿素产能及利用率（万吨） | 11 |
| 图表 20：公司冷却液业务发展历程 | 11 |
| 图表 21：公司主要的配套合作车企 | 12 |
| 图表 22：公司全线开发冷却液产品 | 12 |

| | |
|---|----|
| 图表 23: 迪克化学公司股权结构..... | 12 |
| 图表 24: 公司冷却液产能及开工情况 (万吨) | 12 |
| 图表 25: 公司冷却液产量及销量变化 (万吨) | 13 |
| 图表 26: 公司冷却液业务营收及盈利 (百万元) | 13 |
| 图表 27: 传统燃油车和新能源车用冷却液生产差异..... | 13 |
| 图表 28: 新能源汽车产量及销量变化 (万辆) | 13 |
| 图表 29: 2013-2019 年全球润滑油消费量 (万吨) | 14 |
| 图表 30: 2019 年全球润滑油消费结构..... | 14 |
| 图表 31: 2015-2021 年全球润滑油需求区域结构情况及预测..... | 15 |
| 图表 32: 2008-2017 年中国润滑油表观消费 (万吨) | 15 |
| 图表 33: 2013-2018 年中国润滑油行业销售收入及增长率走势图 (亿元) ... | 16 |
| 图表 34: 公司润滑油销量情况 (单位: 吨) | 16 |
| 图表 35: 公司润滑油收入情况 (单位: 亿元) | 16 |
| 图表 36: 公司分产品盈利预测..... | 17 |
| 图表 37: 尾气催化产业链公司估值情况..... | 18 |

一、汽车化学品领域多元布局，助力公司阶梯式发展

1.1、围绕车用化学品领域综合布局，形成三大主流业务板块

- **持续专注车用环保精细化学品行业，不断丰富产品布局。**公司于 2003 年在南京经济技术开发区成立，一直专注于车用化学品的生产和研发，早期以润滑油起家，经过多年的发展，公司现已经形成了集润滑油、发动机冷却液、柴油发动机尾气处理液、车用养护品等于一体的车用环保精细化学品的产品体系，产品广泛应用于汽车整体制造、汽车后市场、工程机械等领域。

图表 1：公司多年发展历程



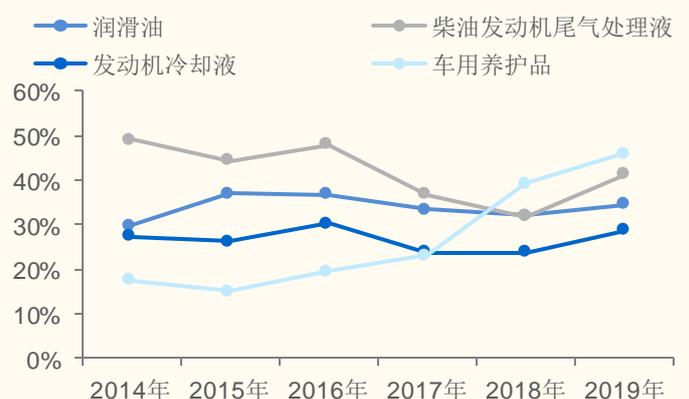
来源：公司公告，国金证券研究所

- **润滑油夯实发展基础，车用尿素、冷冻液带动公司快速发展。**公司以润滑油发展起家，经过多年的发展和布局，公司润滑油业务进入稳步发展阶段，依托公司多渠道的持续布局，进行业务的稳步发展，2019年，公司的润滑油实现营收 7.62 亿元，约占公司整体营业收入的 48%，贡献相对稳定的盈利基础。同时公司先后布局了冷却液、车用尿素产品，车用尿素产品受益于尾气排放标准升级市场需求提升，公司车用尿素产品进入快速放量阶段，成为持续拉动公司业绩提升的主要方向。2019年，公司车用尿素实现营收 4.57 亿元，贡献盈利超过 3 成，随着市场需求空间的不断提升，公司车用尿素有望迅速成长，带动公司业绩快速提升；随着公司销售体系的逐步完善，公司的冷却液业务稳步发展，2019年实现营收 3.77 亿元，公司通过并购整合和新产能布局，为新能源车用冷却液及移动领域冷却液市场拓展打下基础，在未来有望继车用尿素后成为下一阶段带动公司成长的发展方向。

图表 2：公司主营业务收入情况（百万元）



图表 3：公司分产品毛利率情况



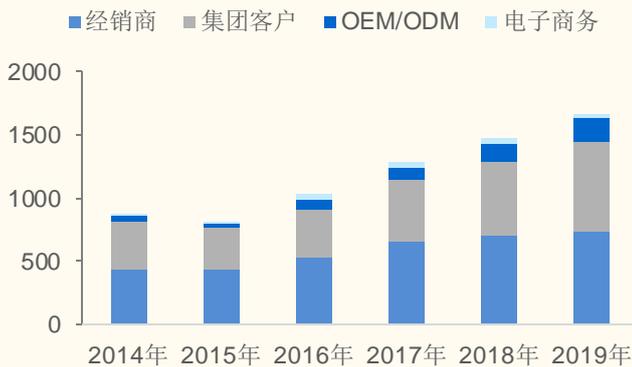
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、技术、品牌、渠道多重保障，扩展产品的终端销售市场

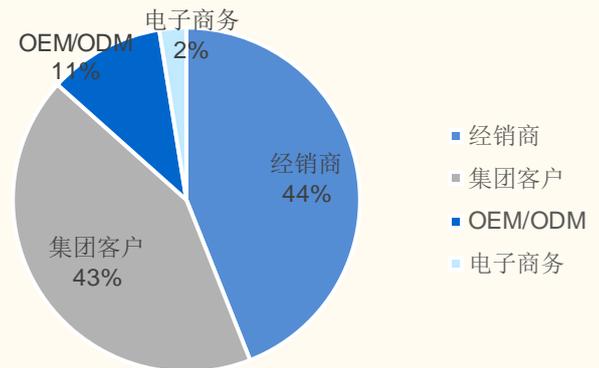
- **车用精细化学品领域多年积淀，树立“龙蟠”、“可兰素”及“3ECARE”品牌形象。**经过多年的市场布局，公司逐步建立了“龙蟠”润滑油、冷却液，“可兰素”车用尿素，“3ECARE”车用养护品的产品品牌。在车用尿素、冷却液等车用精细化学品领域，市场相对纷杂，参与企业众多，质量良莠不齐，公司多年持续梳理自身的品牌，一方面通过渠道布局加强和同车厂合作，通过车厂认证提升产品形象，一方面通过经销及直销方式布局车用售后市场，提高产品知名度。多年来公司持续保证产品品质，累积产品口碑，在车用化学品领域形成了良好的产品基础。
- **切入车企供应链，打造自身经销网络，多线布局夯实公司的渠道优势。**公司在车用化学品领域布局了十多年的时间，在扩充产品品类，实现技术升级的基础上，持续布局公司的销售渠道。一方面，公司不断加深同车企合作，客户涵盖了江淮汽车、安凯客车、华菱汽车、上汽集团、宇通客车、福田汽车等国内主要商用车制造企业，以及江淮重工、安徽合力、中联重科等工程机械制造企业，借助汽车的车前、车后体系布局，实现公司车用化学品的产品导入，同时公司在全国 30 个省、市、自治区拥有 700 余家经销商，涵盖修理店、加油站、汽配店、物流园等多类型网点，通过经销商网络对车后零售市场进行覆盖，为公司产品零售奠定了良好的基础。目前公司集团经销商、集团客户占比分别为 44%、43%，在此基础上，公司亦在不断开拓新的渠道，发展天猫、京东等线上销售，发展润滑油产品私人订制平台，结合线上线下进行多元化渠道布局。

图表 4：公司分渠道营业收入情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司分渠道销售占比



来源：公司公告，国金证券研究所

二、尾气排放监管升级，车用尿素市场迅速发展

2.1、国六标准升级，车用尿素使用量有望迅速提升

- **环保治理持续发力，汽车尾气治理持续拉升车用尿素使用需求。**随着城镇环境污染加剧，国家对环境治理要求不断提升，其中汽车尾气是城市环境污染的重要来源，尾气排放中的一氧化碳、总碳氢化合物、氮氧化物以及颗粒物对城市空气造成严重污染。而氮氧化物是形成含有毒臭氧的光化学烟雾的主要因素之一，容易引起咳嗽、气喘及心肺功能损伤，因而随着尾气排放标准的持续推进，对于尾气中 NOx 的排放标准持续加严。

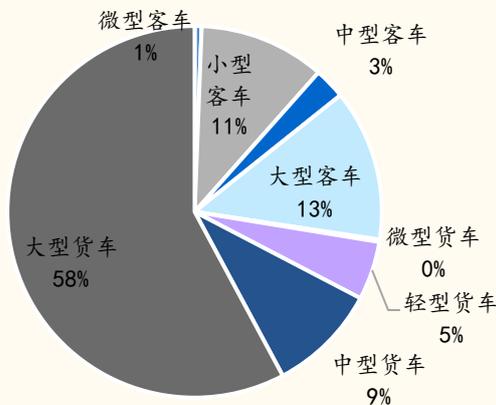
图表 6：我国汽车尾气排放标准持续加严

| 排放污染物 | 国三 | 国四 | 国五 | 国六 a | 国六 b |
|--------------|------|------|------|------------------------|------|
| 时间 | 2011 | 2014 | 2017 | 2019 | 2021 |
| 重型柴油车 | | | | | |
| NOx (mg/kWh) | 5000 | 3500 | 2000 | 60 | 35 |
| PM (mg/kWh) | 100 | 20 | 20 | 4.5 | 3 |
| CO (mg/km) | 2100 | 1000 | 1000 | 700 | 500 |
| HC (mg/km) | 660 | 460 | 460 | 10 | 5 |
| PN(个/kWh) | | | | 6.0 * 10 ¹¹ | |
| 轻型汽车 | | | | | |
| NOx (mg/km) | 150 | 80 | 60 | 60 | 35 |
| PM (mg/km) | 50 | 25 | 4.5 | 4.5 | 3 |
| CO (mg/km) | 2300 | 1000 | 1000 | 700 | 500 |
| HC (mg/km) | 200 | 100 | 100 | 100 | 50 |
| N2O (mg/km) | | | | 20 | 20 |
| PN (个/km) | | | | 6.0 * 10 ¹¹ | |

来源：生态环保部，国金证券研究所

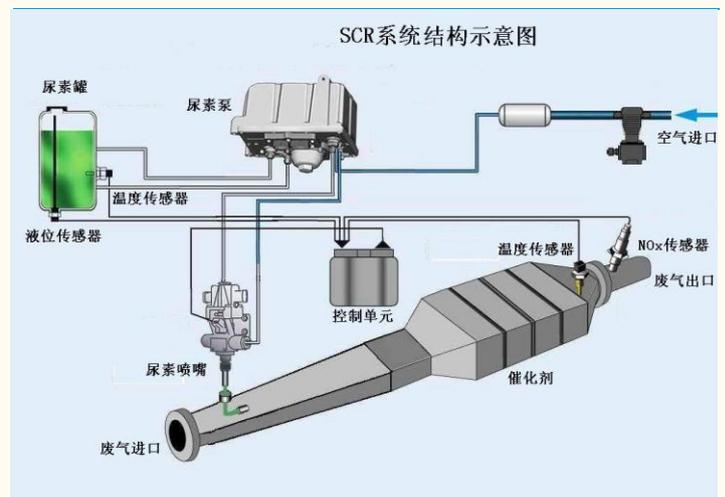
- 从国四阶段开始，汽车开始通过加装尾气催化装置对尾气进行处理，以达到更高要求的尾气排放标准。在 NOx 尾气排放中，柴油车是主要的排放车型，因而随着国四尾气排放标准要求的加严，柴油车在后处理系统中增加 SCR 系统，使用车用尿素溶液，对尾气排放中的 NOx 催化还原为氮气和水。而伴随着尾气排放标准中对 NOx 的要求不断提升，车用尿素的使用量增加，不断带动车用溶液的需求提升。

图表 7：汽车尾气中 NOx 污染物来源分布



来源：《中国移动源环境管理年报（2019）》，国金证券研究所

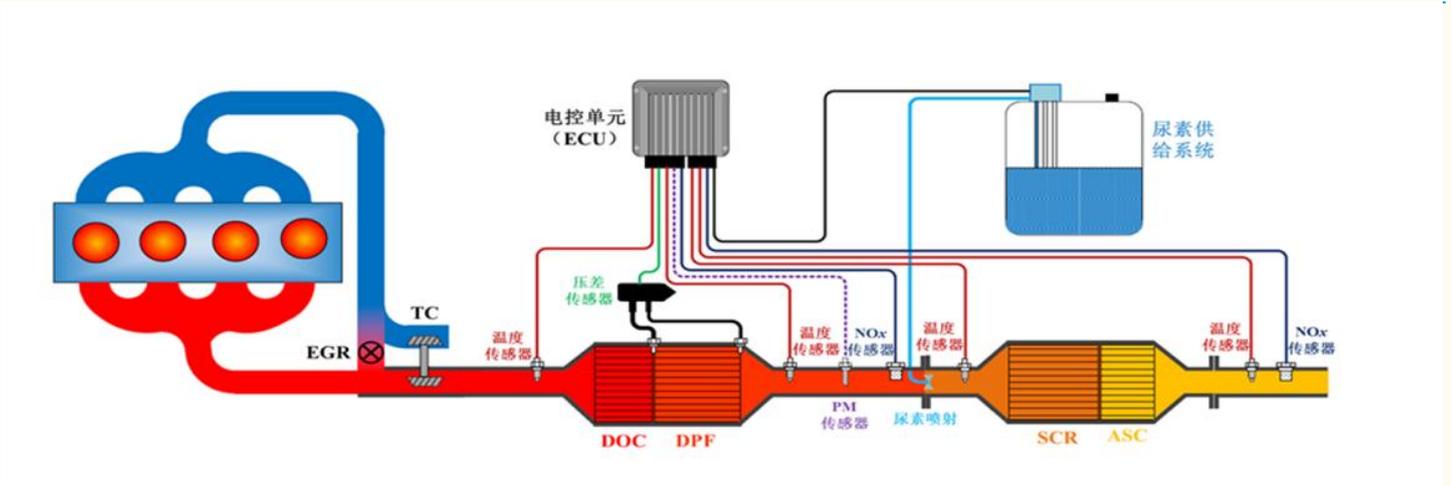
图表 8：SCR 结构及工作原理



来源：上海柴油机，国金证券研究所

- 进入国六阶段，智能系统化封装，尾气处理检测更为严格，带动车用尿素使用量不断提升。目前国六的尾气排放标准是国际上要求最为严格的排放标准之一，污染物排放标准要求的升级使得柴油的尾气系统较国四阶段有明显的提升，DOC+DPF+SCR+ASC 尾气催化系统的配备成为主要的系统方案。结合传感器及电控系统，国六阶段的尾气处理系统体系较为完整，传感器的检测数据会时时传输，地方监管布局可以通过对汽车加装远程监控终端，根据车载诊断系统实时对汽车的尾气排放进行监控，从而实现严格的尾气监管。

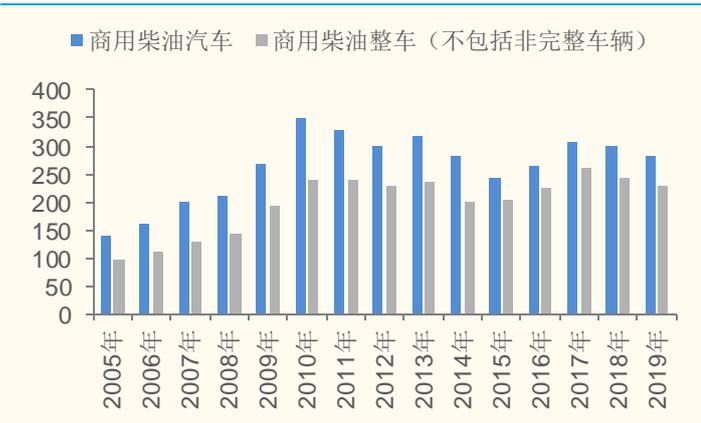
图表 9：国六阶段柴油车的尾气处理系统



来源：奥福环保公司公告，国金证券研究所

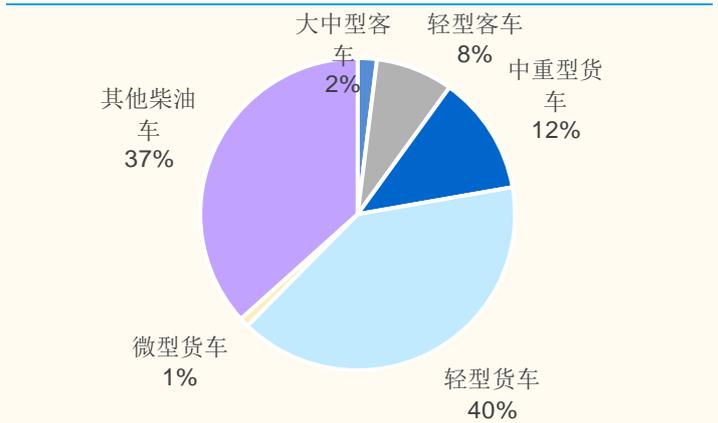
- **国六标准下，车用尿素单车使用量进一步提升。**车用尿素作为汽车尾气处理中的消费品，在国四及国五阶段，平均消耗量一般为柴油使用量的 3-5%，而进入国六阶段，尾气排放标准进一步升级，柴油车的 NOx 可排放量降低了 97%，车用尿素的消耗量将逐步提升至柴油使用量的 8%。因而随着国六标准的柴油车销售量逐步提升，柴油车单车尿素消耗量将有进一步提升，带动整体市场需求的增长。

图表 10：我国商用柴油车销量情况（万辆）



来源：中汽协，国金证券研究所

图表 11：2019 年我国商用车车型销量占比



来源：中汽协，国金证券研究所

- **尾气监管逐步趋严，车用尿素使用渗透率不断提升。**在我国车用尿素发展相对较晚，在国三标准实施后，2009 年开始国内车企开始逐步开发国四标准柴油车，开启了车用尿素溶液的市场需求，至 2011 年，我国车用尿素的市场需求也仅为 1 万吨左右。2014 年国四标准实施，车用尿素的使用量逐步提升，然而在产品应用初期，监管尚未完善，车用尿素并未完全规范有效的使用。
- **2017 年国五标准实施，我国车用尿素市场快速发展，**部分地区的行车路段配有车辆尾气超标检测设备，对行车进行尾气检测，同时伴有流动检测，逐步加强监管实现了车用尿素使用量的提升。2017 年至 2019 年，我国车用尿素的复合增长率达到 50%，2019 年我国车用尿素市场需求量达到 197.7 万吨。随着国内监管的进一步加严，国内柴油车的尿素使用渗透率还将持续提升，带动国四国五标准的车型尿素需求量的稳步增长。
- **伴随国六柴油车的存量替换，我国的车用尿素市场需求有望迅速提升。**2021 年 7 月，我国开始全面推行国六标准，符合国六标准的车型逐步对原有国三、国四车型形成替换，国六标准车辆需要严格使用车用尿素，从而持续提升国柴油车尾气处理对于车用尿素的需求量。根据现有车用保有量

测算，国内的商用柴油车一般寿命都在 5 年以上，根据过去 5 年商用柴油车不同车型的平均销量测算，至 2025 年，我国新增的国六车辆将有望带动车用尿素市场需求突破 1000 万吨，形成巨大的产品需求空间。

图表 12：国六新增车用尿素市场需求测算（吨）

| | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 新增国六车辆（万辆） | | | | | | | |
| 重型柴油车 | 28 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 中型柴油车 | 13 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 微型、轻型柴油车 | 139 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 国六车用尿素用量（万吨） | | | | | | | |
| 重型柴油车 | | | 25 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| 中型柴油车 | | | 12 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 微型、轻型柴油车 | | | 90 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| 国六当年新增车用尿素需求 | | | 127 | 253 | 253 | 253 | 253 |
| 国六车型存量车用尿素需求 | | | 127 | 380 | 634 | 887 | 1140 |

注：根据汽车拥有量测算，一般商用柴油车的使用寿命在 5 年以上，年车型销量以 5 年均值计算；

假设重型柴油车一般年需用车用尿素 2 吨，中型柴油车一般年需用车用尿素 1.5 吨，轻型及微型柴油车年需用车用尿素 1.2 吨；

2021 年 7 月 1 日执行国六标准，2020 年已经有部分国六车型开始销售，假设 2021 年新增尿素消耗量为全年的一半；

来源：Wind，中汽协，CNKI，国金证券研究所

2.2、监管要求趋严，车用尿素市场有望逐步规范

- 车用尿素产品质量影响尾气处理系统运行，行业分散小规模供应企业的质量难以保证。车用尿素一般为尿素浓度 32.5% 的水溶液，产品原料广泛，加工难度并不是很高，但是车用尿素水溶液相比于一般的工业尿素产品对于杂质的要求标准更高，需要严格的提纯工艺。质量不达标的尿素产品极易堵塞尿素喷嘴，破坏 SCR 催化系统，从而必须进行催化器的更换。
- 在行业发展初期，由于行业运行尚未规范，车用尿素市场进入门槛不高，行业集聚了众多进行车用尿素生产的小规模企业，不达标的产品流入市场，使得市场纷杂，较为混乱。

图表 13：车用尿素溶液指标与工业尿素指标对比

| 杂质 | 车用尿素溶液 | 工业一级尿素 |
|------------------------------|--------|------------------|
| 缩二脲 / % | ≤0.3 | ≤0.9 |
| 醛 (/ mg·kg ⁻¹) | ≤10 | 无要求 |
| 不溶物 / (mg·kg ⁻¹) | ≤20 | ≤1 000 |
| 磷酸盐 / (mg·kg ⁻¹) | ≤0.5 | 无要求 |
| 钙 / (mg·kg ⁻¹) | ≤0.5 | 无要求，实测为限值的 3~5 倍 |
| 铁 / (mg·kg ⁻¹) | ≤0.5 | ≤5 |
| 铜 / (mg·kg ⁻¹) | ≤0.2 | 无要求，实测为限值的 3~5 倍 |
| 锌 / (mg·kg ⁻¹) | ≤0.2 | 无要求，实测为限值的 3~5 倍 |
| 铬 / (mg·kg ⁻¹) | ≤0.2 | 无要求，实测为限值的 3~5 倍 |
| 镍 / (mg·kg ⁻¹) | ≤0.2 | 无要求，实测为限值的 3~5 倍 |
| 镁 / (mg·kg ⁻¹) | ≤0.5 | 无要求，实测为限值的 3~5 倍 |
| 钠 / (mg·kg ⁻¹) | ≤0.5 | 无要求，实测为限值的 3~5 倍 |
| 钾 / (mg·kg ⁻¹) | ≤0.5 | 无要求，实测为限值的 3~5 倍 |

来源：CNKI，国金证券研究所

- 2019 年，我国出台《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》，对京津冀、长三角地区等重点区域集中力度进行柴油货车尾气污染整治，在车用尿素行业，一方面对运营者进行重点管理，另一方面对运行车辆进行管控，从车用尿素供给端、使用端双向入手，重点整治产品市场，打击违法生产销售车用尿素，不按规定使用车用尿素的行为。

图表 14:《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》

| 方向 | 内容 |
|--------------|---|
| 坚持突出重点、联防联控。 | 以营运柴油货车和车用油品、尿素作为重点监管对象，强化上下联动、区域协同，统一执法尺度和力度，增强监管合力。 |
| 坚持全防全控、严惩重罚 | 加大监管执法力度，严厉打击生产销售不达标车辆、检验维修弄虚作假、屏蔽车载诊断系统（OBD）、生产销售使用假劣油品和车用尿素等违法行为。 |
| 坚持远近结合、标本兼治 | 加快完善政策、法规和标准体系，构建严格的环境监管制度，大幅提高违法成本。 |
| 2020 年目标 | --全国在用柴油车监督抽测排放合格率达到 90%，重点区域达到 95% 以上，排气管口冒黑烟现象基本消除。 --全国柴油和车用尿素抽检合格率达到 95%，重点区域达到 98% 以上，违法生产销售假劣油品现象基本消除。 |

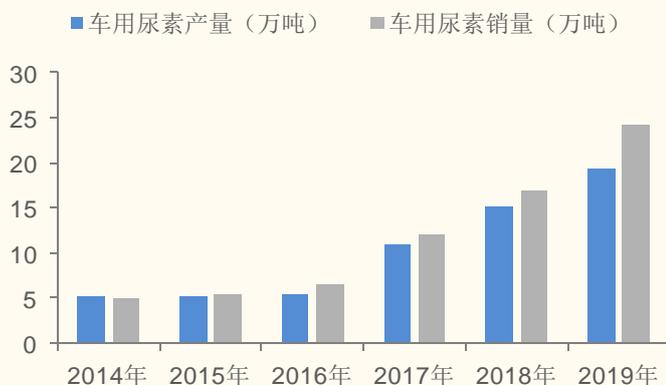
来源：国家生态环境部，国金证券研究所

- **监管要求趋严，持续规范车用尿素行业运行，行业集中度有望逐步向头部企业集中。**国六标准出台，车用尿素的使用量将大幅提升，同时国家对车用尿素行业供给、使用双向治理，使得车用尿素行业逐步走向规范化的供需市场。早期进入车用尿素生产的小规模企业，规模相对较小，在产品要求不断趋严下，在原有的生产运营，仍需添加产品检测设备，难以负担集中的资本投入，产品质量难以达标的小规模企业将逐步退出市场，车用尿素行业将持续向规模化企业集中。

2.3、多年投入开拓市场，持续布局不断强化竞争优势

- **最早布局车用尿素产业的供应商之一，多年培育良好的产品口碑。**公司自 2009 年开始就布局车用尿素市场，跟随国内众多车厂进行国四标准的尾气治理系统的产品检测，经过多年的合作布局，公司成功进入车厂及相关售后市场的产品供应体系，扩展了产品的销售。公司是国内最早布局车用尿素的供应企业，“可兰素”产品品牌从设立至今，经过多年的市场和消费者的认证，逐步树立起良好产品口碑，品牌认知度不断提升，叠加车厂合作的认证，公司的车用尿素产品销售迅速提升，成为国内车用尿素行业的领先供应的龙头企业。
- **2017 年，国五标准实施后，我国车用尿素市场需求迅速提升，公司的车用尿素产销量迅速提升，2019 年公司生产车用尿素 19.39 万吨，销售车用尿素 24.29 万吨，2016-2019 年复合增速达到 55%。**

图表 15: 公司车用尿素产量及销量变化 (万吨)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16: 公司车用尿素收入和利润变化 (百万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

- **打造全国销售体系，多渠道布局构建良好的销售网络。**车用尿素作为车用消耗化学品，具有较强的消费属性，车用尿素的销售主要还是以小桶装的

形式通过加油站、物流园、汽配店、维修点等渠道销售，在质量获得有效保证的前提下，品牌和销售成为企业扩展市场的重要因素。公司经过多年的产业布局，在车厂合作的基础上，逐步构建了自身的经销和直销体系。

公司在全国范围内构建了 400 家左右的县级经销商网络，通过经销商下设的站点布局，针对经销商实施激励、淘汰等扁平化的管理考核，使得公司的经销网络迅速扩展，为公司的产品销售贡献了约一半的业绩，而随着公司的经销商网络的持续拓展，公司在汽配店、维修点等领域的布局将进一步扩展，加速公司产品在零售市场领域的渗透；公司亦和物流公司、公交公司直接合作，对接大型的需求客户，同时公司也同国内的中海油、壳牌等民营、外资加油站进行合作，将公司产品通过加油站拓展销售网络，多渠道夯实公司现有产品的销售网络。

- **推广设立加注点，助力公司提升终端客户粘度。**公司通过子公司可兰素环保在布局车用尿素生产的基础上，更进一步设立子公司生产车用尿素加注机，通过在全国加油站，物流园等设立自身品牌的加注站，公司在强化产品品牌的基础上，进一步加大终端网点的布局力度，加深终端柴油车客户的粘性，从而进一步深化公司产品的市场布局。

图表 17：可兰素同加油站合作设立加注站



来源：中国客车网，国金证券研究所

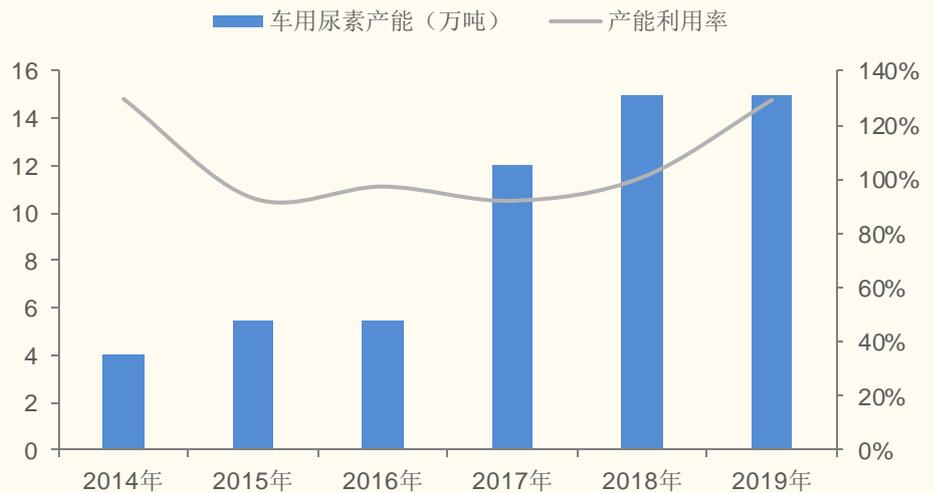
图表 18：可兰素在物流园等地布局加注站



来源：百度，国金证券研究所

- **新建项目扩充车用尿素产能，借助代工工厂实现多区域供货。**近几年来，公司根据市场需求持续扩展车用尿素的产能，2019 年，公司在江苏南京基地拥有车用尿素产能 15 万吨，通过调整生产班次和生产效率公司自产车用尿素近 20 万吨，今年，公司持续对现有车间进行技术改造，提升开工负荷，现有南京基地产能有望进一步提升。同时公司通过募投项目在天津基地投建 18 万吨车用尿素项目（年产 35 万吨可兰素项目一期），预期将于 2021 年一季度投产，通过新建项目的布局，公司一方面将充分扩充现有车用尿素产能，同时借助天津基地布局，公司将进一步扩展北方市场，优化公司产品的市场布局。
- 在进行自建产能的基础上，公司还与外协工厂合作，在不同区域布局生产基地，派遣公司生产人员，实地指导产品生产，配合公司自产的添加剂，实现产品的多点供给，在解决公司现有的产能瓶颈的基础上，节约多区域销售的运输费用，实现全国范围的合理产品供给。

图表 19：公司车用尿素产能及利用率（万吨）



注：车用尿素产能以每日单班 8 小时和月工作时间的产能计算

来源：公司公告，国金证券研究所

三、冷却液应用不断拓展，新兴领域持续布局

3.1、多领域应用扩展冷却液市场，龙头企业扩展积极抢占市场

- 冷却液，一种低冰点、高沸点的液体，是维持发动机正常工作必不可少的工作介质。发动机冷却液需要具有良好的冷却、防冻性能，还需要兼具防沸、防垢和防腐蚀能力，目前市场上冷却液主要由基础液（冰点调节剂+水）和添加剂组成，其中以乙二醇作为调节剂的冷却液占据了主要的产品市场。
- 多年持续丰富冷却液产品种类，不断加强车厂合作基础。公司从 2003 年开始进行相关冷却液产品研发，先后进入江淮、宇通、合力、北汽、吉利、东风等车厂的供应体系，逐步强化和国内车厂的合作基础，在多年的产品供应和市场布局过程中树立自身的产品品牌。在传统燃油车领域扩展的基础上，2016 年公司开始扩展新能源汽车、燃料电池车等领域的冷却液产品，并在非车用领域冷冻液产品方面获得了突破，目前公司拥有乘用车、商用车、新能源车、非移动设备冷却液以及无水冷却液等多类别产品，为后续布局新能源汽车、5G 基站设备等领域提供了良好的基础。

图表 20：公司冷却液业务发展历程



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 21: 公司主要的配套合作车企



来源: 公司网站, 国金证券研究所

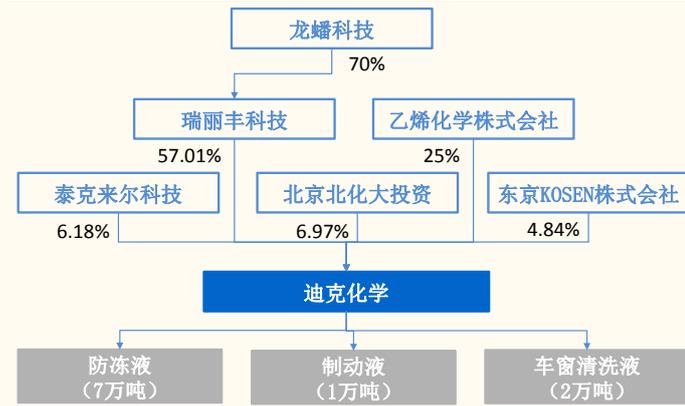
图表 22: 公司全线开发冷却液产品



来源: 公司网站, 国金证券研究所

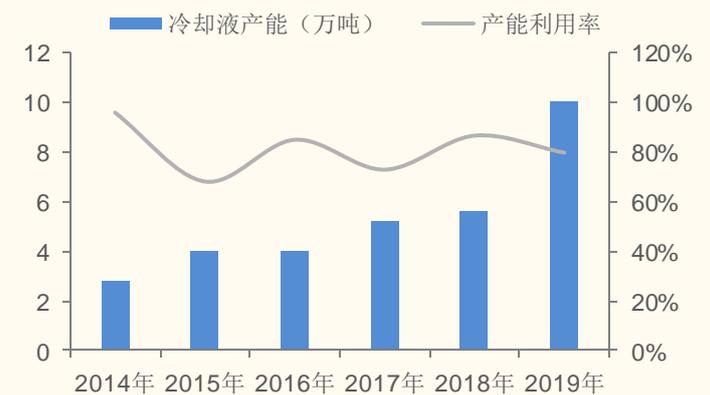
- 并购迪克化学, 实现技术、渠道、产线的多重整合, 进一步扩展应用市场。2018 年公司通过收购瑞丽丰科技实现对其子公司迪克化学间接控股。迪克化学从 1996 年成立初期致力于冷却液、制动液以及车窗清洗液的车用化学品的研发, 借助其自身的中日合资企业结构, 迪克化学的产品成功进入上汽通用五菱、长城汽车及日系汽车等众多车厂供应体系, 并在汽车领域外, 开发用于军用雷达、太阳能、风电、热电等领域冷却液产品, 并实现生产与销售。
- 通过并购公司一方面拓展了公司现有的车用精细化学品的产品种类, 同时扩充了公司冷却液产品产能, 借助迪克化学的客户基础, 公司有望加大下游车厂的合作, 扩展下游客户, 借助其布局的多领域冷却液产品, 扩展业务发展的市场空间, 实现技术、渠道、产线的协同发展。
- 2018 年, 迪克化学投资 7,500 万美元建设张家港迪克精细化学品生产项目, 推进 7.7 万吨汽车精细化学品技改扩建项目, 将扩建汽车制动液 0.7 万吨、冷却液 6 万吨、车窗清洗液 1 万吨。通过技改项目的扩建, 公司有望进一步在新能源汽车、军用雷达液、风电设备等领域冷却液产品放量和市场布局。

图表 23: 迪克化学公司股权结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 公司冷却液产能及开工情况 (万吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

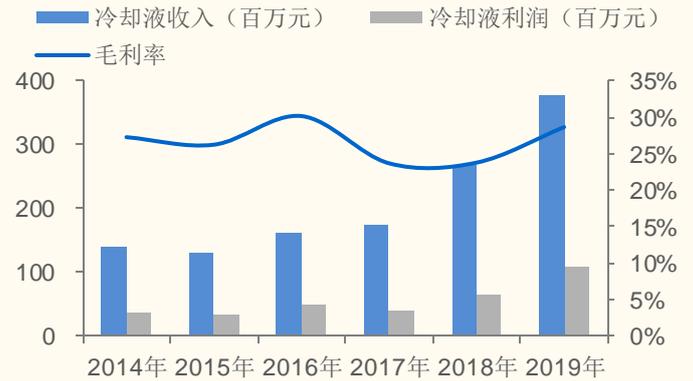
- 2019 年, 公司并购迪克化学后, 冷却液产能提升至 10 万吨, 实现冷却液销量 7.53 万吨, 短期随着公司在雷达、基站冷却液多领域的布局拓展, 公司产能利用率将有望进一步提升, 逐步提升冷却液产品市场, 带动板块稳步发展。

图表 25：公司冷却液产量及销量变化（万吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：公司冷却液业务营收及盈利（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

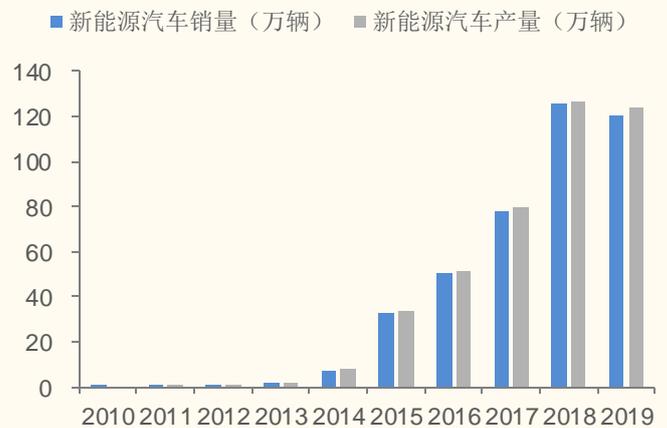
- 新能源汽车冷却液单车用量大幅提升，伴随新能源汽车的发展，冷却液市场需求空间有望大幅提升。新能源车电池冷却液对于冷却液的质量要求更高，在生产过程中对原材料、生产技术、设备以及添加剂等方面较传统燃油车发动机冷却液有进一步的提升，产品价值量有望进一步提升。在传统燃油车领域，一般冷却液用量在 4-6L 左右，而新能源车的用量达到 50-60L，单车用量有大幅提升。
- 2019 年，我国新能源汽车保有量达到 381 万辆，年增新能源车销量 121 万辆，根据中国汽车工程学会预测，到 2025 年我国新能源汽车保有量将达到 5000 万辆，年复合增速将达到 50%以上。随着新能源汽车的大幅推广，高标准要求的车用冷却液产品将有望迅速提升产品需求市场，而一般小规模企业的技术水平一般，难以切入车前市场，冷却液龙头企业有望凭借技术水平，资金规模，生产设备以及良好的市场口碑快速占领产品需求市场。

图表 27：传统燃油车和新能源车用冷却液生产差异

| 项目 | 传统发动机冷却液 | 锂电池车用冷却液 | 燃料电池车用冷却液 |
|------|-----------|---|----------------------------------|
| 原材料 | 普通化工原料 | 采用特殊添加剂；对原料成分和纯度要求较高。 | |
| 生产工艺 | 传统冷却液生产工艺 | 在传统生产工艺基础上增加高精度过滤工艺，控制颗粒物大小与含量。 | 在传统生产工艺基础上增加提纯和膜分离工艺，去除原料中的有害杂质。 |
| 生产设备 | 调和设备+灌装设备 | 调和设备+提纯和膜过滤设备+灌装设备；对生产设备的洁净度和材质有要求，不可与传统冷却液混用设备；（燃料电池车）要求专用调和及灌装设备；（燃料电池车）对灌装容器有材质要求。 | |
| 关键技术 | 添加剂的复配 | 添加剂的复配和成品净化。 | |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：新能源汽车产量及销量变化（万辆）



来源：中汽协，国金证券研究所

- 新能源车用冷却液项目持续建设，布局未来新能源车领域的需求市场。公司在新能源车用冷却液领域，先后布局锂电池车用冷却液和氢燃料电池冷却液，产品已经实现小批量供货：同上海蔚来汽车、北京新能源汽车、广汽乘用车和浙江零跑科技等企业合作供应锂电池冷却液，同中通轻型客车、上海重塑和安徽明天氢能合作供应氢燃料电池冷却液。同时公司使用可转债募投资金，在天津基地建设 5 万吨新能源车用冷却液，借助现有技术、客户基础，扩充专项产品产能，为未来抢占新能源车用冷却液市场奠定良好基础。

3.2、新能源领域扩展布局，进一步扩展公司发展空间

- **参股明天氢能，延伸公司发展方向。**公司在现有三大板块布局的基础上，拓展布局燃料电池领域，进一步做长远规划。2019年，公司对明天科技进行增资 8,000 万元，持有明天科技 10% 的股权。明天氢能公司成立于 2017 年，研发团队由中国科学院大连化学物理研究所专家团队组成，现已建成年产能一万台套燃料电池电堆和系统的工厂，已经具备 30kW、40kW、50kW 燃料电池电堆与系统的批量化生产能力，通过布局投资布局，公司在现有车用化学品领域向燃料电池领域延伸，进一步扩展公司的发展方向。
- **与大连物化所合作，布局燃料电池催化剂等领域。**同时公司与大连化物共同签署了《联合实验室战略合作协议》，在质子交换膜燃料电池催化剂领域展开深入研究，公司投资 1 亿元设立江苏铂炭氢能源科技有限公司子公司，进行氢燃料电池催化剂、膜电极等研发、生产、销售。

四、润滑油业务稳步发展，提供公司业务发展基础

- 润滑油一般由基础油和添加剂两部分组成。基础油是润滑油的主要成分，决定着润滑油的基本性质，添加剂弥补和改善基础油性能方面的不足，是润滑油的重要组成部分。
- 据不完全统计，2013 年至 2018 年全球润滑油消耗量由 3960 万吨增长为近 4660 万吨，年均增长率到达 3.53%。目前，在润滑油需求结构中，车用油占比 54%，工业用油占比为 46%。

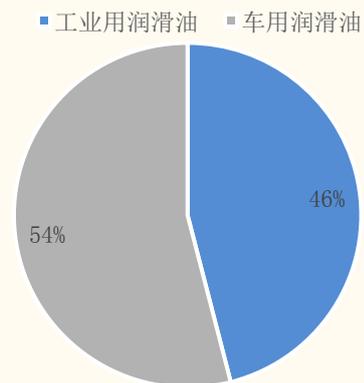
图表 29：2013-2019 年全球润滑油消费量（万吨）



注：以上统计数据不包括船舶润滑油和工艺油

来源：中国润滑油网，国金证券研究所

图表 30：2019 年全球润滑油消费结构

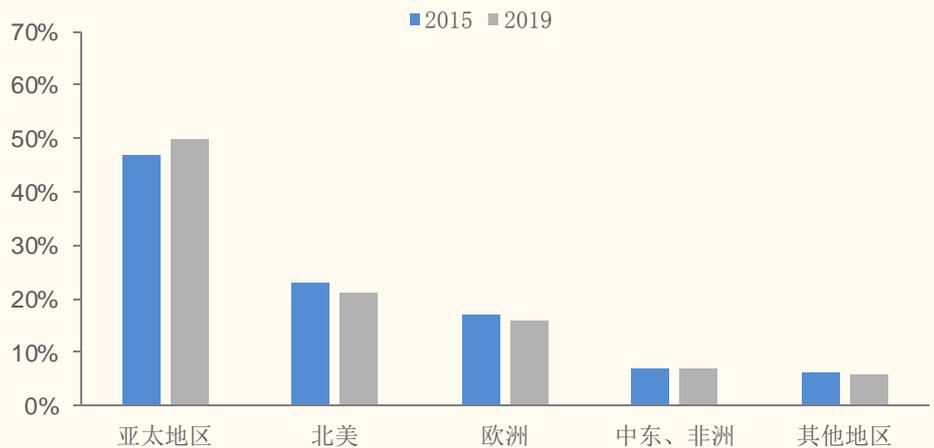


注：以上统计数据不包括船舶润滑油和工艺油

来源：中国润滑油网，国金证券研究所

- 据 GP Global 公司预测，亚太地区的润滑油需求份额将从 2015 年的 46.9% 增加到 2021 年的 49.9%，其中，印度将成为亚太地区增长最快的润滑油市场；中东和非洲的市场份额将从 2015 年的 6.9% 略增至 2021 年的 7.1%；北美的需求将从 23.1% 下降到 21.1%；欧洲的需求将从 16.9% 下降到 15.9%。

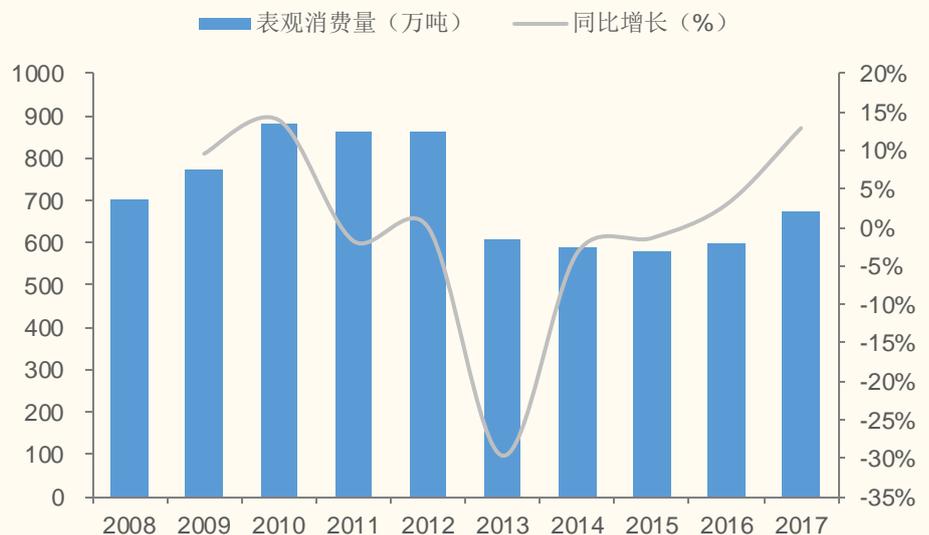
图表 31: 2015-2021 年全球润滑油需求区域结构情况及预测



来源: 前瞻产业研究, 国金证券研究所

- 润滑油市场主要受宏观经济发展速度、交通运输、机械设备等行业发展的影响。随着中国经济多年来的高速发展, 我国润滑油市场规模不断扩大, 总体保持增长态势。
- 2001—2011 年, 受益于我国汽车行业的飞速发展, 我国润滑油消费量也从 350 万吨增长到 691 万吨, 几乎增长一倍, 期间年均增速达到 7.0%, 远超过同期世界市场不到 1% 的平均增速。2013—2015 年, 润滑油消费量徘徊在 600 万吨左右。消费量下降的主要原因是工业增速放缓导致需求下降, 以及油品质量提升、换油期延长等。2015-2017 年, 随着经济的回暖我国润滑油消费量持续攀升; 2018 年受到宏观经济影响, 我国润滑油增速放缓, 但仍然是世界上最大的消费国之一。

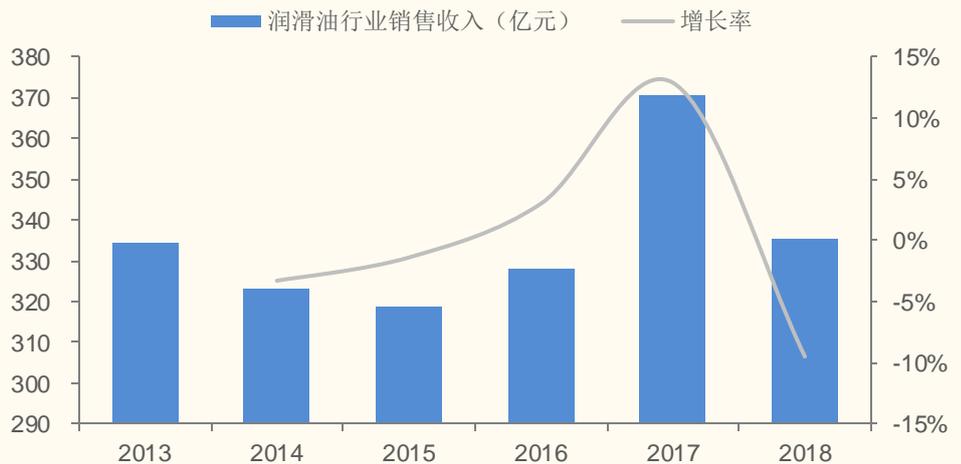
图表 32: 2008-2017 年中国润滑油表观消费 (万吨)



来源: 前瞻产业研究, 国金证券研究所

- 2018 年, 全国润滑油市场总产量在约为 641 万吨。从收入来看, 2018 年, 全国润滑油市场需求量增速有所减缓。2018 年行业销售收入下降 9.5%, 为 335.5 亿元。润滑油市场的供应量逐渐增加, 有一定的供需矛盾出现, 即供应量逐渐增加, 下游需求却未有明显上扬, 因此整体销售收入下降。2019 年, 在宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦、国五与国六车型切换加剧供需矛盾、消费增长乏力等大背景下, 中国汽车市场产销量持续下降, 使得润滑油及发动机冷却液市场增长乏力。

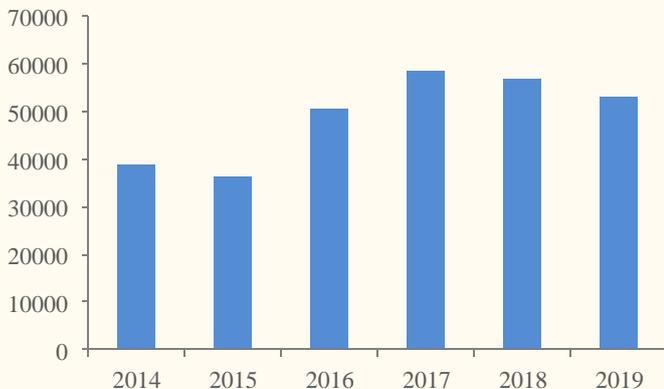
图表 33: 2013-2018 年中国润滑油行业销售收入及增长率走势图 (亿元)



来源: 艾媒数据中心, 国金证券研究所

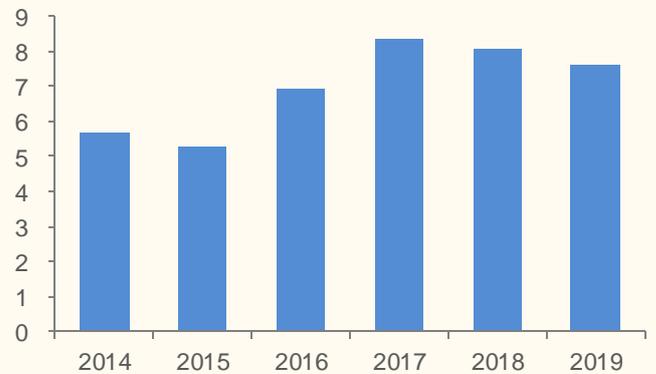
- 公司早期以高国产化比例的商用车领域为切入点, 凭借高性价比产品顺利在美孚、壳牌、嘉实多等海外龙头与中石化、中石油国资大厂的竞争中找到立足空间, 奠定良好客户基础。
- 公司润滑油下游客户中: 经销商占到 50-60%, 集团客户占到 30%, OEM 代工帮一些 500 强的品牌生产销售类似的产品, 第四块是电商, 只占到百分之几。公司的前五大客户是江淮、东风、合力、北汽、宇通整车厂, 整车厂配套维持的毛利率在 30% 左右, 进入整车厂意味着可以进入相关车企的 4S 店, 在行业内享有较高的知名度。2015-2017 年, 公司润滑油销量和营收持续增长, 2017 年达到峰值 8.36 亿元; 受限整车市场疲软, 2018-2019 年公司润滑油略有下滑。

图表 34: 公司润滑油销量情况 (单位: 吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 35: 公司润滑油收入情况 (单位: 亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

五、盈利预测

- 公司布局以润滑油、发动机冷却液、车用尿素为主的三大产品板块。公司以润滑油业务起家, 经过扩展发展相对平稳, 国五标准实施后, 公司车用尿素业务迅速发展, 成为目前带动公司业绩提升的主要动力, 而公司冷却液产品目前主要应用于燃油车领域, 随着公司在新能源车、非车用领域的扩展, 公司有望获得新的成长机遇。
- 根据公司的各部分业务发展情况及行业变化, 对公司各部分业绩做如下预测:
 - 在润滑油板块, 公司在天津基地的募投项目仍在逐步投产, 随着公司的渠道的持续优化和产品宣传的持续投入, 公司的润滑油业务将稳步发展, 产品销量小幅提升, 盈利水平相对稳定;

- 在车用尿素领域，行业需求持续快速提升，进入国六阶段空间将进一步扩大，公司调整生产班次目前处于满负荷运行中，今年通过技改有望进一步提升产能，同时借助外协工厂，产量持续释放，2021年，公司18万吨车用尿素项目将投产，预期2020-2022年，车用尿素产量将分别为50、75、120万吨，产品盈利相对稳定；
- 在冷却液领域，公司通过多领域的产能建设，将逐步扩充产品应用市场，在新能源车放量前，公司的冷却液主要集中于传统燃油车及非移动设备领域，预期将维持小幅增长，盈利相对平稳，待新能源车放量，公司有望快速切入市场。预期2020-2022年，冷却液销量分别为8、8.9、10万吨。

图表 36：公司分产品盈利预测

| 产品 | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 润滑油 | 产品销量 (万吨) | 5.9 | 5.7 | 5.3 | 5.4 | 5.7 | 5.9 |
| | 产品价格 (元) | 14265 | 14168 | 14303 | 14300 | 14300 | 14300 |
| | 产品收入 (百万元) | 836 | 808 | 762 | 772 | 815 | 844 |
| | 同比增速 | 20.2% | -3.4% | -5.6% | 1.3% | 5.6% | 3.5% |
| | 产品毛利润 (百万元) | 279 | 258 | 262 | 263 | 277 | 287 |
| | 毛利率 | 33.4% | 31.9% | 34.4% | 34.0% | 34.0% | 34.0% |
| 车用尿素 | 产品销量 (万吨) | 12 | 17 | 24 | 50 | 75 | 120 |
| | 产品价格 (元) | 1979 | 1969 | 1880 | 1900 | 1900 | 1900 |
| | 产品收入 (百万元) | 240 | 334 | 457 | 950 | 1425 | 2280 |
| | 同比增速 | 72.1% | 39.0% | 36.9% | 108.0% | 50.0% | 60.0% |
| | 产品毛利润 (百万元) | 88 | 106 | 188 | 390 | 570 | 912 |
| | 毛利率 | 36.6% | 31.7% | 41.2% | 41.0% | 40.0% | 40.0% |
| 冷却液 | 产品销量 (万吨) | 3.6 | 5.0 | 7.5 | 8.0 | 8.9 | 10 |
| | 产品价格 (元) | 4860 | 5405 | 5004 | 5000 | 5000 | 5000 |
| | 产品收入 (百万元) | 174 | 268 | 377 | 400 | 445 | 500 |
| | 同比增速 | 7.2% | 53.6% | 40.7% | 6.2% | 11.3% | 12.4% |
| | 产品毛利润 (百万元) | 41 | 64 | 108 | 114 | 127 | 143 |
| | 毛利率 | 23.7% | 23.8% | 28.7% | 28.5% | 28.5% | 28.5% |
| 其他 | 产品收入 (百万元) | 47 | 89 | 117 | 129 | 144 | 166 |
| | 同比增速 | 48.7% | 46.0% | 12.4% | 10.0% | 12.0% | 15.0% |
| | 产品毛利润 (百万元) | 11 | 22 | 30 | 35 | 39 | 45 |
| | 毛利率 | 23.6% | 33.3% | 39.9% | 27.0% | 27.0% | 27.0% |
| 总计 | 产品收入 (百万元) | 1297 | 1498 | 1713 | 2251 | 2830 | 3790 |
| | 同比增速 | 26.2% | 15.4% | 14.4% | 31.4% | 25.7% | 33.9% |
| | 产品毛利润 (百万元) | 419 | 449 | 588 | 801 | 1013 | 1386 |
| | 毛利率 | 11.5% | 30.0% | 34.3% | 35.6% | 35.8% | 36.6% |

来源：Wind，国金证券研究所

- 预测公司2020-2022年，营业收入分别为22.51、28.30、37.90亿元，归母净利润为1.90、2.38、3.44亿元，EPS为0.63、0.79、1.14元。
- 国六标准实施将带动尾气催化产业链产品需求空间迅速提升，市场空间相对巨大。公司布局的车用尿素市场为车用消费品，具有品牌和渠道壁垒，综合产业链估值及公司自身的发展，给予公司2020年35倍PE，对应目标价为22元，给予“增持”评级。

图表 37：尾气催化产业链公司估值情况

| 公司 | 代码 | 当前股价 (元) | 市值 (亿元) | PB | EPS | | | PE | | |
|-------|-----------|-------------|------------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 奥福环保 | 688021.SH | 83.63 | 64.63 | 7.59 | 0.99 | 1.62 | 2.43 | 84.46 | 51.59 | 34.47 |
| 万润股份 | 002643.SZ | 17.83 | 162.10 | 3.28 | 0.64 | 0.81 | 0.96 | 27.89 | 22.10 | 18.55 |
| 艾可蓝 | 300816.SZ | 91.17 | 72.94 | 10.63 | 1.69 | 2.50 | 4.53 | 54.07 | 36.45 | 20.10 |
| 国瓷材料 | 300285.SZ | 35.01 | 337.27 | 8.95 | 0.63 | 0.78 | 0.94 | 55.43 | 44.94 | 37.38 |
| 行业平均值 | | | | | | | | 55.46 | 38.77 | 27.62 |

来源：Wind，国金证券研究所

六、风险提示

- **车用尿素需求增长不达预期：**在国六阶段，汽车尾气排放标准更为严格，若政策监管力度不够，可能出现车用尿素使用不规范的行为，车用尿素的需求增长不达预期；
- **车用尿素市场扩充，若行业无序扩产，将导致产品竞争加剧：**目前车用尿素市场相对纷乱，行业中石化、中石油和龙蟠科技的产品质量较好，位居市场前三位，市场中规模较小，质量不达标的生产企业较多，若未来行业内的小规模企业无序扩展，不达标产品低价冲击市场，或将影响市场竞争秩序，影响公司市场布局；
- **汽车销量不达预期，车用化学品市场成长受到影响：**公司主要从事车用化学品领域，若车辆销售不达预期，车用化学品的需求受到影响，从而影响公司产品销售及盈利；
- **限售股解禁风险：**公司 2020 年 4 月、6 月共有 1.89 亿股公司股份解禁，约占公司总股本的 62.46%；
- **股权质押风险：**公司大股东有 7,174.52 万股公司股份质押，占总股本的 23.71%，占其持有股份的 47.23%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 1,297 | 1,498 | 1,713 | 2,251 | 2,830 | 3,790 |
| 增长率 | | 15.4% | 14.4% | 31.4% | 25.7% | 33.9% |
| 主营业务成本 | -875 | -1,046 | -1,121 | -1,450 | -1,817 | -2,404 |
| %销售收入 | 67.5% | 69.9% | 65.4% | 64.4% | 64.2% | 63.4% |
| 毛利 | 422 | 451 | 592 | 801 | 1,013 | 1,386 |
| %销售收入 | 32.5% | 30.1% | 34.6% | 35.6% | 35.8% | 36.6% |
| 营业税金及附加 | -20 | -26 | -24 | -32 | -40 | -53 |
| %销售收入 | 1.6% | 1.7% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.4% |
| 销售费用 | -190 | -187 | -209 | -286 | -364 | -493 |
| %销售收入 | 14.6% | 12.5% | 12.2% | 12.7% | 12.9% | 13.0% |
| 管理费用 | -110 | -70 | -96 | -124 | -158 | -212 |
| %销售收入 | 8.5% | 4.7% | 5.6% | 5.5% | 5.6% | 5.6% |
| 研发费用 | 0 | -54 | -67 | -90 | -116 | -159 |
| %销售收入 | 0.0% | 3.6% | 3.9% | 4.0% | 4.1% | 4.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 102 | 115 | 197 | 270 | 335 | 469 |
| %销售收入 | 7.8% | 7.7% | 11.5% | 12.0% | 11.8% | 12.4% |
| 财务费用 | -10 | -20 | -15 | -9 | -12 | -17 |
| %销售收入 | 0.8% | 1.3% | 0.9% | 0.4% | 0.4% | 0.5% |
| 资产减值损失 | -2 | -2 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 7 | 10 | 3 | 5 | 6 | 8 |
| %税前利润 | 6.4% | 8.7% | 1.6% | 1.9% | 1.8% | 1.7% |
| 营业利润 | 107 | 109 | 185 | 266 | 329 | 460 |
| 营业利润率 | 8.2% | 7.3% | 10.8% | 11.8% | 11.6% | 12.1% |
| 营业外收支 | 2 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 109 | 112 | 188 | 266 | 329 | 460 |
| 利润率 | 8.4% | 7.5% | 11.0% | 11.8% | 11.6% | 12.1% |
| 所得税 | -17 | -13 | -25 | -36 | -44 | -62 |
| 所得税率 | 15.3% | 11.4% | 13.5% | 13.5% | 13.5% | 13.5% |
| 净利润 | 92 | 100 | 163 | 230 | 284 | 398 |
| 少数股东损益 | 0 | 18 | 35 | 40 | 46 | 54 |
| 归属于母公司的净利润 | 92 | 82 | 127 | 190 | 238 | 344 |
| 净利率 | 7.1% | 5.5% | 7.4% | 8.4% | 8.4% | 9.1% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 92 | 100 | 163 | 230 | 284 | 398 |
| 少数股东损益 | 0 | 18 | 35 | 40 | 46 | 54 |
| 非现金支出 | 44 | 52 | 57 | 53 | 69 | 94 |
| 非经营收益 | 3 | 9 | 13 | 18 | 20 | 24 |
| 营运资金变动 | -97 | 10 | 10 | -104 | -156 | -223 |
| 经营活动现金净流 | 43 | 170 | 243 | 197 | 218 | 293 |
| 资本开支 | -90 | -51 | -78 | -131 | -312 | -113 |
| 投资 | 0 | -123 | -87 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -285 | 97 | 225 | 5 | 6 | 8 |
| 投资活动现金净流 | -376 | -77 | 60 | -126 | -306 | -105 |
| 股权募资 | 448 | 29 | 0 | 16 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 13 | 12 | 3 | 154 | 76 | 100 |
| 其他 | -8 | -36 | -83 | -67 | -75 | -83 |
| 筹资活动现金净流 | 453 | 6 | -80 | 103 | -37 | 7 |
| 现金净流量 | 120 | 99 | 223 | 192 | -119 | 203 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 235 | 361 | 530 | 705 | 617 | 822 |
| 应收款项 | 326 | 408 | 425 | 522 | 656 | 878 |
| 存货 | 247 | 262 | 277 | 346 | 433 | 573 |
| 其他流动资产 | 322 | 218 | 33 | 55 | 68 | 88 |
| 流动资产 | 1,130 | 1,250 | 1,265 | 1,627 | 1,774 | 2,362 |
| %总资产 | 67.9% | 61.0% | 58.3% | 62.4% | 59.2% | 65.6% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 固定资产 | 381 | 428 | 432 | 530 | 767 | 780 |
| %总资产 | 22.9% | 20.9% | 19.9% | 20.4% | 25.6% | 21.7% |
| 无形资产 | 146 | 358 | 363 | 368 | 374 | 380 |
| 非流动资产 | 533 | 800 | 904 | 978 | 1,221 | 1,240 |
| %总资产 | 32.1% | 39.0% | 41.7% | 37.6% | 40.8% | 34.4% |
| 资产总计 | 1,664 | 2,050 | 2,170 | 2,605 | 2,995 | 3,602 |
| 短期借款 | 184 | 185 | 203 | 0 | 74 | 171 |
| 应付款项 | 173 | 283 | 284 | 344 | 407 | 541 |
| 其他流动负债 | 28 | 31 | 34 | 58 | 73 | 99 |
| 流动负债 | 385 | 499 | 522 | 402 | 554 | 811 |
| 长期贷款 | 61 | 126 | 97 | 82 | 84 | 87 |
| 其他长期负债 | 31 | 32 | 30 | 400 | 400 | 400 |
| 负债 | 477 | 658 | 649 | 884 | 1,038 | 1,298 |
| 普通股股东权益 | 1,187 | 1,251 | 1,355 | 1,515 | 1,705 | 1,997 |
| 其中：股本 | 208 | 254 | 303 | 303 | 303 | 303 |
| 未分配利润 | 301 | 361 | 432 | 577 | 767 | 1,059 |
| 少数股东权益 | 0 | 141 | 166 | 207 | 253 | 307 |
| 负债股东权益合计 | 1,664 | 2,050 | 2,170 | 2,605 | 2,995 | 3,602 |

比率分析

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.444 | 0.322 | 0.421 | 0.628 | 0.787 | 1.137 |
| 每股净资产 | 5.705 | 4.922 | 4.476 | 5.006 | 5.633 | 6.600 |
| 每股经营现金净流 | 0.205 | 0.670 | 0.804 | 0.651 | 0.719 | 0.969 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.080 | 0.128 | 0.150 | 0.160 | 0.170 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 7.78% | 6.54% | 9.41% | 12.53% | 13.97% | 17.22% |
| 总资产收益率 | 5.55% | 3.99% | 5.87% | 7.29% | 7.95% | 9.55% |
| 投入资本收益率 | 6.02% | 5.98% | 9.33% | 10.58% | 11.53% | 13.70% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 25.21% | 15.44% | 14.37% | 31.42% | 25.69% | 33.94% |
| EBIT 增长率 | -11.26% | 12.98% | 70.98% | 37.09% | 24.37% | 39.90% |
| 净利润增长率 | 3.09% | -11.41% | 55.69% | 49.04% | 25.45% | 44.38% |
| 总资产增长率 | 62.89% | 23.21% | 5.86% | 20.08% | 14.96% | 20.26% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 44.2 | 45.6 | 45.9 | 44.0 | 44.0 | 44.0 |
| 存货周转天数 | 85.3 | 88.9 | 87.8 | 87.0 | 87.0 | 87.0 |
| 应付账款周转天数 | 47.4 | 39.2 | 34.1 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 固定资产周转天数 | 106.6 | 99.4 | 85.6 | 64.8 | 75.7 | 67.4 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 0.91% | -3.62% | -15.13% | -12.94% | -3.05% | -7.13% |
| EBIT 利息保障倍数 | 9.8 | 5.8 | 13.2 | 32.6 | 30.6 | 33.2 |
| 资产负债率 | 28.67% | 32.08% | 29.91% | 33.63% | 33.42% | 34.70% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH