

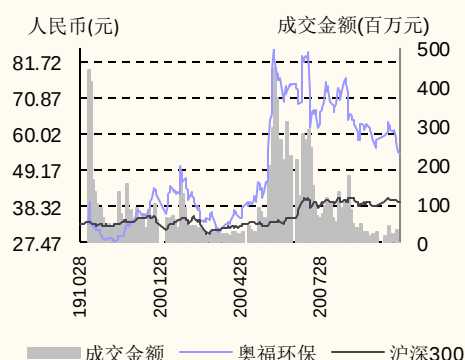
奥福环保 (688021.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 54.32 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	.77
已上市流通 A 股(亿股)	.20
总市值(亿元)	41.98
年内股价最高最低(元)	63.82/54.46
沪深 300 指数	4691
上证指数	3251

**相关报告**

- 1.《国六带动产品量价齐升，带动公司持续发展-【国金化工】奥福环保...》，2020.9.29
- 2.《结构升级盈利提升，国六推行带动长久发展-【国金化工】奥福环保...》，2020.4.29
- 3.《尾气催化升级，长久支撑公司发展-尾气催化升级，长久支撑公司发展...》，2020.4.17
- 4.《国六标准推进，助力公司高速发展-国六标准推进，助力公司高速发...》，2020.3.3

陈屹

联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyirong@gjzq.com.cn

wangmh@gjzq.com.cn

国六带动需求增长，把握产品升级发展机遇**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	248.27	268.08	313.52	395.10	518.43
营业收入增长率	26.59%	7.98%	16.95%	26.02%	31.21%
归母净利润(百万元)	46.76	51.62	84.52	107.54	134.60
归母净利润增长率	-15.99%	10.40%	63.73%	27.23%	25.16%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.67	1.09	1.39	1.74
每股经营性现金流净额	0.03	0.23	0.88	0.85	1.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.50%	6.21%	9.25%	10.55%	11.68%
P/E	0.00	54.36	49.67	39.04	31.19
P/B	0.00	3.38	4.59	4.12	3.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

公告

- 10 月 27 日公司发布三季报，前三季度公司营业收入 2.24 亿元，同比增长 15.27%，归母净利润 6,339 万元，同比增长 62.30%，三季度营业收入 7,428 万元，同比增长 16.85%，归母净利润 2,052 万元。同时公司公告延长“山东生产基地汽车蜂窝陶瓷载体生产线自动化技改项目”实施期限至 2021 年 11 月 30 日。

分析

- **国六逐步实行，带动公司产品维持高盈利水平。**2020 年公司在满足基础的国五产品供应的基础上，逐步加大对于国六产品的研发和生产。2020 年 7 月 1 日，国内轻型柴油车、汽油车、重型柴油城市用车等开始进入国六阶段，公司前期已经能够生产满足国六标准的 DPF 载体进入北美售后市场，在国内实施国六阶段过程中，已经为燃气车等国内车型提供国六标准尾气处理载体。公司已经逐步具备国六标准下全系列产品储备及量产能力，伴随着公司在海外售后市场及国内市场不断累积经验，不断进行产品客户认证，公司有望把握国内尾气排放标准升级国产替代机遇，扩展公司的发展空间。
- **现阶段，公司同时兼顾国五及国六标准尾气处理产品的生产和销售，**三季度毛利率约为 55.86%，伴随未来国六高标准要求产品不断提升，公司的产品盈利水平有望获得进一步优化。
- **产能持续扩充，把握行业发展机遇。**公司短期受到疫情影响，推迟了山东基地产线自动化技改项目，山东 400 万升 DPF 已建完 60%-70%，重庆项目扩产一期规划已完成并施工，预计 2022 年产能将达到 2,800-3,000 万升。公司现阶段在积极进行国六产品研发升级和产品客户认证阶段，2021 年下半年，我国将全面推行国六标准，伴随部分产品国产化进程，公司有望通过产能扩建把握国六产品需求放量机遇，由柴油车扩展至汽油车，实现公司长期快速发展。

投资建议

- 公司为尾气催化载体领域龙头企业之一，具有国六全系列载体技术和能力，随募投项目投产，公司将长期受益于国六标准升级带来国产替代机遇。上调公司盈利预测 6.5%，预期 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.09、1.39、1.74 元，当前股价对应 PE 分别为 50、39、31 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 海内外疫情影响汽车销量风险；下游客户导入公司产品不达预期。

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	196	248	268	314	395	518
增长率		26.6%	8.0%	17.0%	26.0%	31.2%
主营业务成本	-79	-130	-133	-143	-186	-250
%销售收入	40.1%	52.5%	49.7%	45.7%	47.2%	48.2%
毛利	117	118	135	170	209	268
%销售收入	59.9%	47.5%	50.3%	54.3%	52.8%	51.8%
营业税金及附加	-5	-5	-4	-6	-8	-10
%销售收入	2.7%	2.2%	1.5%	1.8%	1.9%	1.9%
销售费用	-8	-11	-12	-14	-17	-22
%销售收入	4.0%	4.6%	4.6%	4.4%	4.3%	4.3%
管理费用	-18	-24	-24	-28	-36	-47
%销售收入	9.0%	9.6%	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%
研发费用	-12	-16	-29	-25	-32	-40
%销售收入	6.0%	6.5%	10.8%	7.9%	8.0%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	75	61	65	98	117	149
%销售收入	38.1%	24.6%	24.4%	31.1%	29.6%	28.8%
财务费用	-8	-7	-7	1	4	3
%销售收入	4.3%	2.7%	2.7%	-0.4%	-1.0%	-0.6%
资产减值损失	-3	-5	-1	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	65	51	57	94	120	152
营业利润率	33.1%	20.4%	21.4%	30.0%	30.3%	29.2%
营业外收支	1	3	1	2	2	3
税前利润	66	53	59	96	122	155
利润率	33.8%	21.4%	21.9%	30.6%	30.9%	29.8%
所得税	-11	-6	-7	-12	-15	-20
所得税率	16.2%	12.1%	11.9%	12.0%	12.0%	13.0%
净利润	56	47	52	85	108	135
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	56	47	52	85	108	135
净利率	28.4%	18.8%	19.3%	27.0%	27.2%	26.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	56	47	52	85	108	135
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15	21	19	25	37	52
非经营收益	6	6	8	1	-3	-3
营运资金变动	-98	-72	-61	-43	-77	-102
经营活动现金净流	-22	2	18	68	65	81
资本开支	-22	-29	-43	-256	-115	-65
投资	0	-1	-2	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-22	-30	-45	-255	-115	-65
股权募资	77	0	457	0	0	0
债权募资	-7	30	-6	-30	-15	-5
其他	-7	-16	-8	-4	-2	-2
筹资活动现金净流	63	14	443	-34	-17	-7
现金净流量	19	-14	416	-222	-67	9

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	35	21	447	225	158	167
应收款项	134	168	180	204	256	327
存货	95	135	150	157	202	267
其他流动资产	9	14	10	14	17	18
流动资产	273	338	787	600	633	780
%总资产	56.2%	58.5%	73.7%	53.7%	51.4%	55.9%
长期投资	3	3	3	3	3	3
固定资产	162	191	228	459	533	543
%总资产	33.3%	33.1%	21.4%	41.1%	43.3%	38.9%
无形资产	35	34	33	34	36	36
非流动资产	213	240	281	517	599	616
%总资产	43.8%	41.5%	26.3%	46.3%	48.6%	44.1%
资产总计	486	577	1,068	1,117	1,232	1,396
短期借款	60	100	110	81	65	60
应付款项	59	88	94	89	110	142
其他流动负债	15	9	8	11	14	19
流动负债	133	197	213	180	189	220
长期贷款	45	35	0	0	0	0
其他长期负债	22	23	24	22	23	23
负债	201	255	237	203	212	243
普通股股东权益	284	323	831	914	1,020	1,152
其中：股本	57	57	77	77	77	77
未分配利润	45	78	124	207	313	445
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	486	577	1,068	1,117	1,232	1,396

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.972	0.816	0.668	1.094	1.392	1.742
每股净资产	4.965	5.631	10.757	11.826	13.194	14.911
每股经营现金净流	-0.391	0.034	0.231	0.876	0.848	1.044
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.024	0.024	0.024
回报率						
净资产收益率	19.57%	14.50%	6.21%	9.25%	10.55%	11.68%
总资产收益率	11.45%	8.10%	4.83%	7.57%	8.73%	9.64%
投入资本收益率	16.06%	11.74%	6.12%	8.63%	9.49%	10.71%
增长率						
主营业务收入增长率	111.18%	26.59%	7.98%	16.95%	26.02%	31.21%
EBIT增长率	268.30%	-18.32%	7.06%	49.18%	19.98%	27.54%
净利润增长率	808.85%	-15.99%	10.40%	63.73%	27.23%	25.16%
总资产增长率	48.47%	18.79%	85.06%	4.53%	10.29%	13.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	117.2	129.4	148.6	149.0	150.0	145.0
存货周转天数	305.1	322.3	390.7	400.0	395.0	390.0
应付账款周转天数	141.0	123.8	140.0	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	265.9	261.6	268.0	287.7	472.7	353.3
偿债能力						
净负债/股东权益	24.52%	35.08%	-40.50%	-15.79%	-9.13%	-9.31%
EBIT利息保障倍数	9.0	9.1	8.9	-88.5	-30.5	-45.9
资产负债率	41.28%	44.13%	22.19%	18.16%	17.21%	17.44%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-03	增持		46.00~46.00
2	2020-04-17	增持		43.00~43.00
3	2020-04-29	增持		N/A
4	2020-08-28	买入		N/A

来源：国金证券研究所

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

人民币(元)	历史推荐与股价	成交量
12.44		1
11.78		1
11.12		1
10.46		1
9.80		0
9.14		0
8.48		0

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，不作为或被视为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