

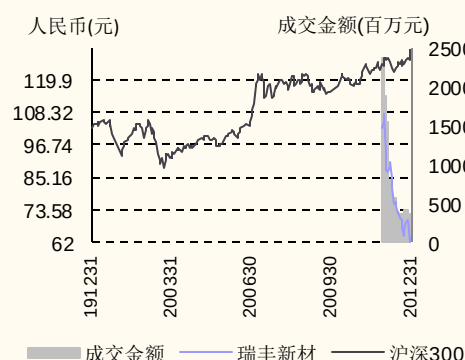
瑞丰新材(300910.SZ)增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 63.50 元
 目标价格 (人民币): 76.40-76.40 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.50
已上市流通 A 股(亿股)	.36
总市值(亿元)	95.25
年内股价最高最低(元)	107.56/62.00
沪深 300 指数	5211
创业板指	2966



润滑油添加剂龙头，产能扩张驱动成长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	530	657	956	1,374	1,890
营业收入增长率	13.89%	23.80%	45.61%	43.65%	37.61%
归母净利润(百万元)	57	98	205	287	383
归母净利润增长率	24.99%	73.77%	108.44%	39.91%	33.68%
摊薄每股收益(元)	0.629	0.874	1.367	1.912	2.556
每股经营性现金流净额	0.16	0.47	1.40	1.55	2.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.90%	11.22%	10.02%	12.93%	15.66%
P/E	0.00	0.00	50.68	36.22	27.10
P/B	0.00	0.00	5.08	4.68	4.24

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是润滑油添加剂龙头企业。**公司产品分为润滑油添加剂和显色剂，分别用于润滑油和无碳复写纸领域。润滑油添加剂业务目前在公司的营业收入和毛利占比达到 90%以上，是公司目前主要的收入和盈利来源。润滑油添加剂行业具有较高的认证壁垒，新进入本行业的企业需要较高的客户开发成本和较长的认证周期。
- **全球润滑油添加剂行业需求平稳，亚太及中东地区仍有一定潜力。**我国润滑油添加剂的需求量由 2013 年的 75 万吨增长到 2018 年的 91.9 万吨，年均增长率为 4.2%，高于全球年均增长率 3.1%，且占全球比重呈中枢上升的态势。2015-2019 年，亚太地区润滑油需求占比从 46.9%增长至 49.9%，中东地区润滑油需求占比从 6.9%增长至 7.1%，润滑油添加剂行业与润滑油行业密切相关，我们认为这将带动亚太和中东润滑油添加剂需求量不断提升。
- **渠道优势显著，内销出口齐发力。**公司是中石化稳定的润滑油添加剂供应商之一，中石化下属公司中石化资本入股公司，未来与公司的单剂业务合作将不断增强。复合剂方面，随着国内标准的逐步建立，预计公司的复合剂将在国内市场持续渗透。海外方面，目前海外四大润滑油添加剂企业占全球市场份额的 85%，在高端欧美市场，整体润滑油竞争呈现相对稳定格局。但公司凭借优质的质量以及较低的价格，在中东市场的销售额不断增长。
- **公司持续进行产能扩张，未来成长确定性强。**公司本次 IPO 募集资金 3.4 亿元在沧州基地投资“年产 6 万吨润滑油添加剂单剂产品和 1.28 万吨复合剂产品项目”，该项目为公司“沧州润孚添加剂有限公司年产 15 万吨润滑油添加剂系列产品项目”一期。此外，根据公司公告，公司拟使用超募资金投资 3500 万元在新乡厂区内进行 1.52 万吨/年润滑油添加剂系列产品技术改造项目。我们预计随着上述项目的投产，公司的盈利能力将不断增强。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2、2.9 和 3.8 亿元；EPS 分别为 1.4、1.9 和 2.6 元，当前市值对应 PE 分别为 46.5X/33.2X/24.8X，公司所处行业空间较大，未来增长确定性强，我们给予公司 2021 年 40 倍 PE，目标价 76.4 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

- 公司在中石化的销售收入不及预期；产能建设及投放进度不及预期；产品竞争格局恶化；汇率风险

陈屹 联系人
 chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
 wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
 yangyiyong@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司投资逻辑	4
1.1 不断成长的润滑油添加剂龙头.....	4
1.2 润滑油添加剂业务是公司目前营收和毛利的主要来源.....	5
1.3 润滑油添加剂进入壁垒较高，公司未来成长确定性强.....	6
二、全球润滑油添加剂行业进入需求相对稳定阶段，亚太及中东地区仍有发展潜力	8
2.1 润滑油添加剂随着工业水平同步发展	8
2.2 亚太及中东地区需求仍有增长潜力.....	10
三、欧美呈现垄断格局，中国国产替代进程加速.....	12
3.1 海外四大润滑油添加剂企业经历兼并收购，欧美格局相对稳定.....	12
3.2 单剂国产替代进程加速，复合剂逐步渗透.....	13
3.3 公司产品质量优异，在中石化销售额持续提升，出口保持高速增长.....	14
四、无碳纸显色剂业务逐年略减	17
五、盈利预测与投资建议.....	20
六、风险提示	21

图表目录

图表 1：公司无碳纸显色剂起家，不断推进润滑油添加剂业务.....	4
图表 2：公司目前主要业务是润滑油添加剂和无碳纸显色剂.....	4
图表 3：公司股权结构.....	5
图表 4：公司高管均是化工背景出身.....	5
图表 5：润滑油添加剂是公司主要收入来源.....	6
图表 6：润滑油添加剂是公司主要毛利来源.....	6
图表 7：公司营业收入保持持续增长（百万元）	6
图表 8：公司归母净利润持续增长（百万元）	6
图表 9：公司新乡基地目前产能情况.....	7
图表 10：公司 IPO 募集资金在沧州基地建设项目	7
图表 11：公司使用超募资金在新乡建设 1.52 万吨润滑油添加剂项目	8
图表 12：润滑油添加剂改善润滑油特性，广泛应用于各个领域.....	8
图表 13：润滑油复合剂工艺流程.....	8
图表 14：润滑油产品功能及其应用领域.....	9
图表 15：润滑油添加剂随着工业水平的发展而发展.....	9
图表 16：分散剂、黏度指数改进剂、清净剂是较常使用的三大功能剂.....	10
图表 17：中国润滑油添加剂主要为分散剂、粘度指数改进剂及清净剂.....	10
图表 18：润滑油添加剂主要用于机动车领域.....	10
图表 19：全球润滑油添加剂需求量及增速.....	11
图表 20：中国润滑油添加剂需求量在全球占比逐步提升.....	11

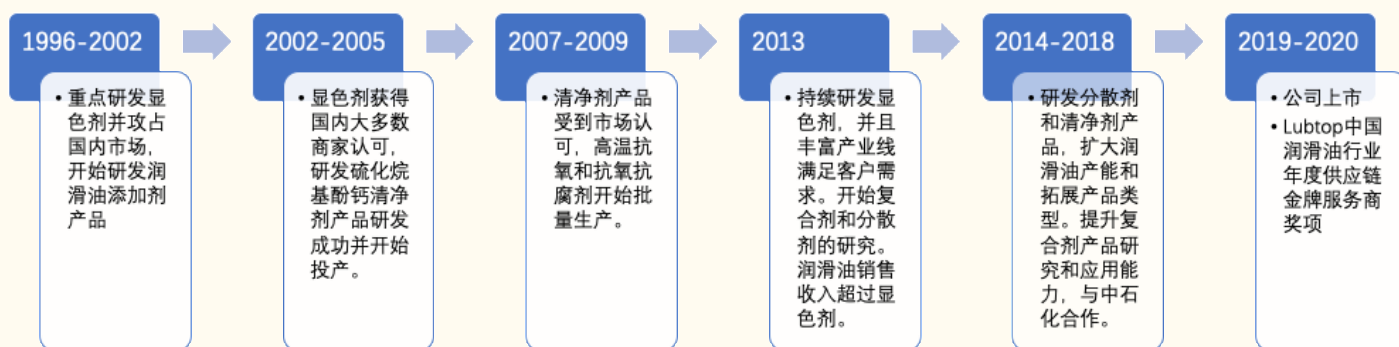
图表 21: 中国机动车保有量持续增长 (亿辆)	11
图表 22: 我国工程机械设备保持平稳 (万台)	11
图表 23: 2013-2019 年全球润滑油消费量 (万吨)	12
图表 24: 亚太地区润滑油消费占比不断提升.....	12
图表 25: 海外润滑油添加剂厂家经历并购整合, 目前格局稳定.....	12
图表 26: 海外润滑油添加剂厂家占据 85% 市场份额	12
图表 27: 国内润滑油添加剂企业情况	13
图表 28: 四大润滑油添加剂企业在中国有复合剂产能扩张计划.....	14
图表 29: 国家政策支持润滑油产业发展.....	14
图表 30: 2019 年全球润滑油消费结构.....	15
图表 31: 磺酸盐类清净剂生产过程.....	15
图表 32: 硫化烷基酚钙类清净剂生产过程.....	15
图表 33: 公司内销和出口均保持稳定增长 (百万元)	15
图表 34: 公司添加剂在国内销售量和市占率不断提升.....	16
图表 35: 公司添加剂在海外销售量和市占率不断提升.....	16
图表 36: 公司在中石化的销售额持续增长 (万元)	16
图表 37: 公司产品均价和出口至中东价格 (万元/吨)	17
图表 38: 公司出口中东金额持续增长 (万元)	17
图表 39: 无碳复写纸结构.....	17
图表 40: 无碳显色剂主要用于无碳纸.....	18
图表 41: 无碳复写纸地区消费结构.....	18
图表 42: 2016 年至 2021 年全球无碳纸年消费量 (万吨)	19
图表 43: 2016 年至 2021 年全球无碳纸显色剂消费量 (万吨)	19
图表 44: 2016 年至 2021 年中国无碳纸显色剂年消费量 (万吨)	19
图表 45: 公司是无碳纸显色剂领域龙头.....	19
图表 46: 公司主要产品价格整体稳定 (元/吨)	20
图表 47: 公司主要产品毛利率持续提升.....	20
图表 48: 公司各项收入与毛利拆分.....	20
图表 49: 可比公司估值对比.....	21

一、公司投资逻辑

1.1 不断成长的润滑油添加剂龙头

- 公司创立于 1996 年，最初做显色剂起家，显色剂业务经过多年发展，目前在全球的市占率达到 34%。公司于 1999 年布局润滑油添加剂板块，历经 3 年的研究，成功研发并实现规模化生产清净剂，产品获得市场认可。随后公司开始深化布局润滑油添加剂产业链，从单剂做起，从最开始做烷基酚盐，后来逐步做磺酸盐、抗氧剂、高温抗氧剂等产品，补充产品品类，逐步成长为国内润滑油添加剂龙头企业。

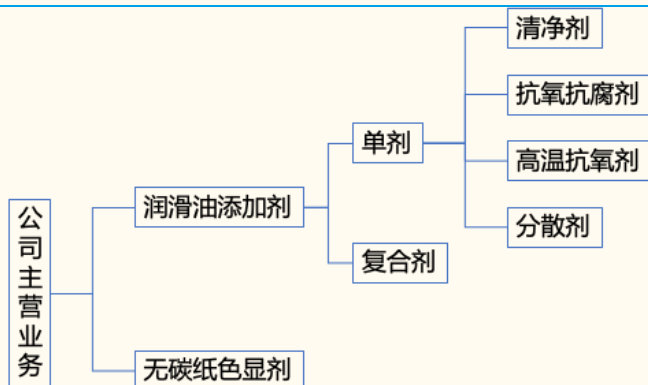
图表 1：公司无碳纸显色剂起家，不断推进润滑油添加剂业务



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前公司的产品分为润滑油添加剂和显色剂，分别用于润滑油和无碳复写纸领域。其中公司生产的润滑油添加剂产品种类繁多，主要可以分为两大类：单剂和复合剂，其中单剂又包括清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂和高温抗氧剂等。

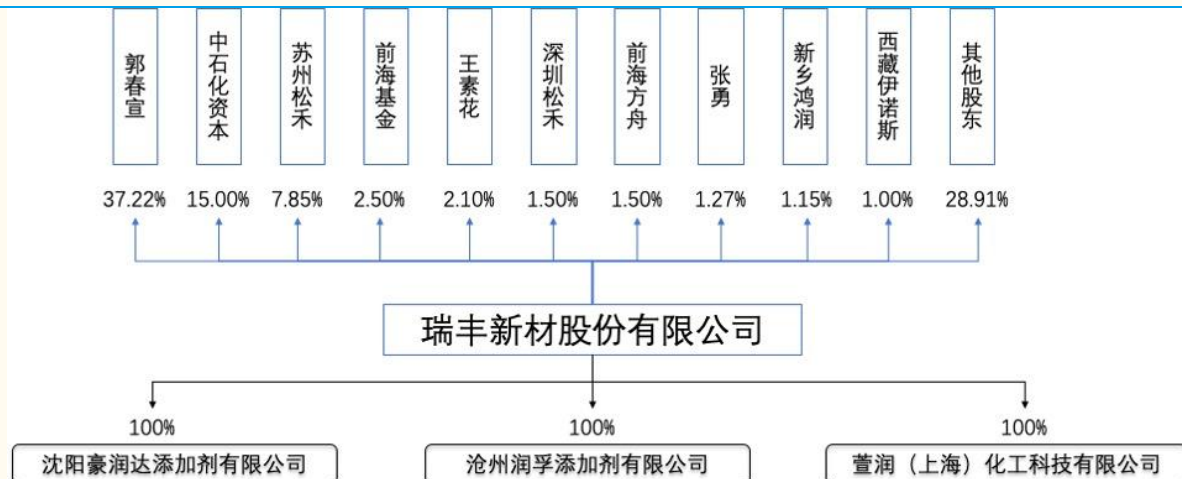
图表 2：公司目前主要业务是润滑油添加剂和无碳纸显色剂



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从股权结构来看，郭春莹作为瑞丰新材的核心人物既是公司创始人又是公司产品的主要研发人员，持股 37.2%。中石化资本于 2019 年以 3.4 亿元出资认购公司 2250 万股，当前持股 15%。中石化资本是中石化下属的重要的资本运作平台，中石化资本的注资有利公司与中石化之间资源对接，优势互补，形成合力。

图表 3：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司管理层在化工行业皆有一定造诣，并且大多是公司产品研发的核心人员。公司建立了完善的产品研发的组织结构、产学研结合的研发模式、先进的研发管理模式以及健全的知识产权奖励和保护机制等，推动公司产品创新。

图表 4：公司高管均是化工背景出身

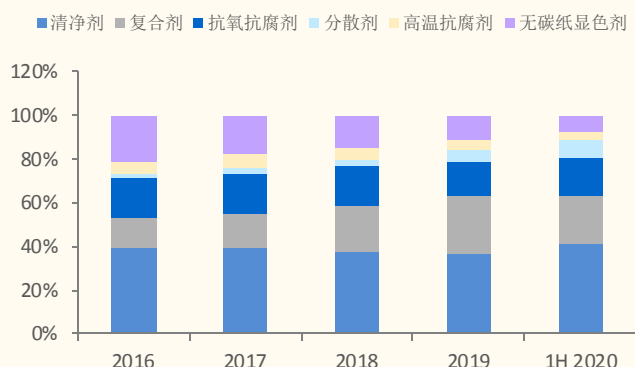
姓名	职位	年龄	学历	个人简介
郭春莹	董事长、总经理	56	研究生	1985 年 1 月至 1987 年 11 月，任湖北鄂城钢铁厂车间主任；1987 年 12 月至 1992 年 12 月，任新乡市化工研究所技术员。郭春莹先生作为发明人之一主持或参与了“一种二异辛基二硫代磷酸锌盐的制备方法”、“一种二烷基二硫代氨基甲酸酯的制备方法”等发明专利技术的研发工作。
马振方	董事、副总经理	53	专科	1991 年 8 月至 1998 年 1 月，任新乡市中药厂财务科长；1998 年 2 月至 2002 年 7 月，历任佐今明制药股份有限公司销售经理、副总经理；2002 年 8 月至 2003 年 12 月，任河南佐今明医药有限公司总经理；2004 年 1 月至今任职于本公司，历任销售经理、物流经理。
董志辉	工程师	58	本科	1983 年 7 月至 1988 年 6 月，任新乡市电池厂员工；2000 年 3 月至 2009 年 2 月，任苏州金华盛纸业公司课长；2009 年 3 月至今任职于本公司，现任公司总工程师。作为发明人之一主持或参与了“一种膜转移机内涂布专用显色剂及其制备方法”、“一种膜转移机内涂布专用显色剂及其制备方法”等发明专利技术的研发工作。
范金凤	高级工程师	52	本科	1990 年 7 月至 2004 年 3 月，历任新乡市电池厂技术员、项目主管工程师、分厂技术厂长，2004 年 4 月至今，历任本公司研发工程师、技术部经理；现任公司技术部经理，范金凤女士作为发明人之一主持或参与了“一种金属清净剂及其制备方法和含有所述金属清净剂的润滑油”、“一种支链烷基酚的制备方法”等发明专利技术的研发工作。

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 润滑油添加剂业务是公司目前营收和毛利的主要来源

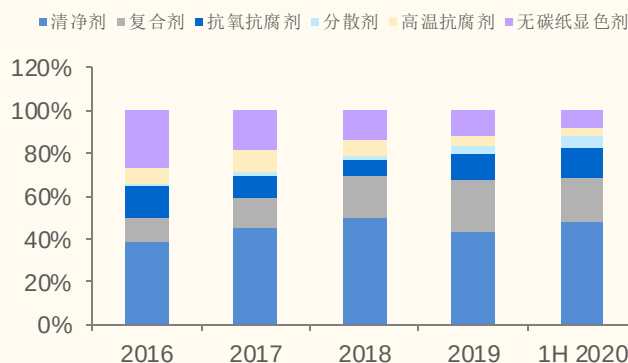
- 公司当前主要的收入以润滑油添加剂为主，无碳纸显色剂为辅。在公司创立初期，公司主要的营业收入来源为显色剂，并且在 2002 年公司的显色剂产品占据国内主要市场，随着公司润滑油添加剂业务的发展，润滑油添加剂业务占比不断提升，2013 年公司油品添加剂销售收入超过无碳纸显色剂销售收入。目前清净剂和复合剂是公司主要的收入和毛利来源，随着公司整体向复合剂方向转型，我们预计复合剂的收入和毛利占比将不断提升。

图表 5：润滑油添加剂是公司主要收入来源



来源：Wind，国金证券研究所

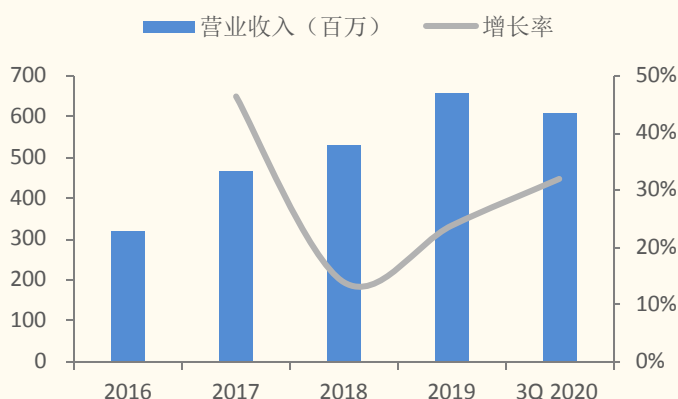
图表 6：润滑油添加剂是公司主要毛利来源



来源：Wind，国金证券研究所

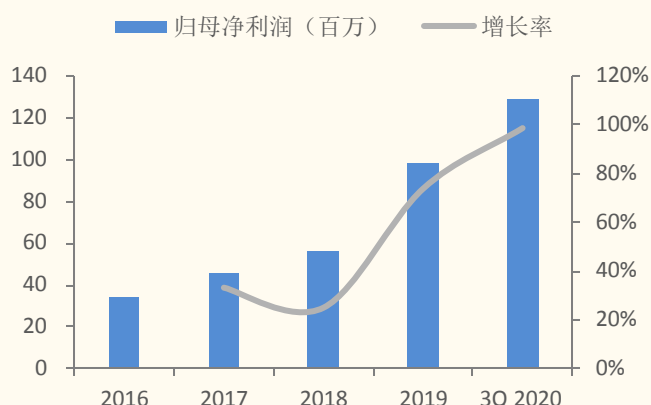
- 近年来公司的收入和归母净利润稳健增长。近年来随着产能的不断投放，以及在润滑油添加剂国产替代的趋势下，公司的收入和净利润保持稳健增长。2020 年上半年受原油价格走低影响，公司部分原材料采购价格有所降低，同时随着公司新增产能的不断投放，公司产品的成本有所优化，因为公司整体毛利率有所上行，截至 2020 年三季度，公司实现营收 6.11 亿元，同比增长 32%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 98.7%，盈利能力显著提高。

图表 7：公司营业收入保持持续增长（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：公司归母净利润持续增长（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

1.3 润滑油添加剂进入壁垒较高，公司未来成长确定性强

- 润滑油添加剂行业具有较高的认证壁垒，新进入者具有较高的客户开发成本。润滑油添加剂的质量直接关系到润滑油质量和性能及最终用户生产设备的正常运转及经济效益，因此润滑油添加剂用户特别是大型润滑油企业，在选择润滑油添加剂供应商时均有严格评审条件，主要通过企业规模、品牌形象、信用等级、质量管理、产品研发、检测检验、生产技术以及保障供应能力等方面进行综合考察和评审，并进行长期严格测试，对添加剂的选择有非常苛刻的标准和定制化的要求；一旦进入其采购体系，双方倾向于建立长期稳固的合作关系，以保证其设备维护的稳定性。
- 润滑油添加剂行业需要持续的研发迭代。润滑油添加剂细分产品种类繁多，技术含量及产品质量要求较高，升级换代快，每种产品对于各项指标要求均不同，配方千差万别，需要企业具备丰富的生产经验以及先进的生产控制设备。同时，企业不仅需要较为齐全的研发、检测和试验设备而且还需要打造一支能够及时根据终端客户的实际需要，量身定做符合其特定需求产品的研发队伍，从而取得市场竞争优势，以实现更强的盈利能力。

- **润滑油添加剂行业具有明显的规模效应。**大型润滑油添加剂生产企业规模效益显著，可有效降低成本，形成价格优势。大型润滑油添加剂企业为降低单位产品成本需要对生产装置、油库等进行规模投入，前期投入较大。同时，在原材料供应方面，规模较大的润滑油添加剂生产企业因采购量大、采购种类较多，能够与原材料供应企业建立战略合作关系，从而取得原材料采购价格优势及供应保障。
- 公司目前是润滑油添加剂行业的龙头企业，同时拥有单剂和复配剂产能，且未来将不断补充相关产品品类。

图表 9：公司新乡基地目前产能情况

项目名称	产能规模（万吨）
无碳复写纸显色剂生产线项目	1
清净剂（硫化烷基酚钙）	2
清净剂（重烷基苯磺酸盐）	2
高温抗氧剂（烷基二苯胺型）	1
6 万吨/年润滑油添加剂系列产品技术改造项目（一期工程）	一期建设规模为 4 万吨/年润滑油添加剂系列产品，包括：抗氧抗腐剂（烷基二硫代磷酸锌（ZDDP））1 万吨/年；烷基酚 7000 吨/年；烷基苯 8000 吨/年；润滑油复合剂 1.5 万吨/年。
无灰分散剂	无灰分散剂 2 万吨，一期工程 4000 吨建成，二期工程 1.6 万吨生产线已完成自主验收。

来源：环评报告，国金证券研究所

- 我们认为，公司未来的成长性主要体现在：1、国内市场，公司产品销售在中石化持续放量，且未来将持续向外资润滑油企业和民营润滑油企业不断渗透。2、中东地区和其他海外市场的开辟带来销售增长。3、公司在新乡基地和沧州基地持续进行技改和产能扩张，随着新增产能的投放，公司的营业收入和利润将持续增长。
- 公司 IPO 发行 3750 万股，募集资金 3.4 亿元资金在河北沧州投资“年产 6 万吨润滑油添加剂单剂产品和 1.28 万吨复合剂产品”项目，该项目为公司“沧州润孚添加剂有限公司年产 15 万吨润滑油添加剂系列产品项目”之一期工程项目，投产后将实际合计增加公司产品产能 6.13 万吨。

图表 10：公司 IPO 募集资金在沧州基地建设项目

项目名称	项目具体内容	设计产能（吨）	可供销售产能（吨）	备注
年产 6 万吨润滑油添加剂单剂产品和 1.28 万吨复合剂产品项目	清净剂（硫化烷基酚钙系列产品）	10000	6720	3280 吨用于调制复合剂
	清净剂（磺酸盐系列产品）	20000	16640	3360 吨用于调制复合剂
	抗氧抗腐剂（烷基硫代磷酸锌系列（ZDDP））	20000	16920	3080 吨用于调制复合剂
	无灰分散剂产品	10000	8190	1810 吨用于调制复合剂
	复合剂产品	12800	12800	
	合计	72800	61270	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司 12 月 10 日发布公告，使用部分超募资金建设润滑油添加剂科研中心及年产 1.52 万吨润滑油添加剂系列产品技术改造项目，项目选址位于新乡县大召营镇新获路北，在新乡市瑞丰新材料股份有限公司厂区内。项目建成后预计形成 1.52 万吨/年润滑油添加剂产能，分别为 2800 吨/年工业用油复合剂系列产品、2400 吨/年有机钼和磷酸脂抗磨剂及粘指剂生产线、1 万吨/年烷基水杨酸钙等生产线及配套设施。项目投资额 3500 万元，建设周期 12 个月，拟于 2021 年底完工。

图表 11：公司使用超募资金在新乡建设 1.52 万吨润滑油添加剂项目

具体产品	产能（吨）
工业用油复合剂	2800
有机钼和磷酸脂抗磨剂及粘指剂	2400
烷基水杨酸钙	10000

来源：公司公告，国金证券研究所

二、全球润滑油添加剂行业进入需求相对稳定阶段，亚太及中东地区仍有发展潜力

2.1 润滑油添加剂随着工业水平同步发展

- 润滑油是机械和工业设备运作不可或缺的一种物质。润滑油添加剂是一种或多种化合物，其功能是改善润滑油的特性，提高润滑油在机械系统中的效率并增强其性能，延长润滑剂的使用寿命和提高稳定性。润滑油添加剂产品广泛应用于汽车发动机润滑油(包括天然气发动机)、铁路机车发动机油、船舶发动机油、工业润滑油、润滑脂、乳化炸药等市场。

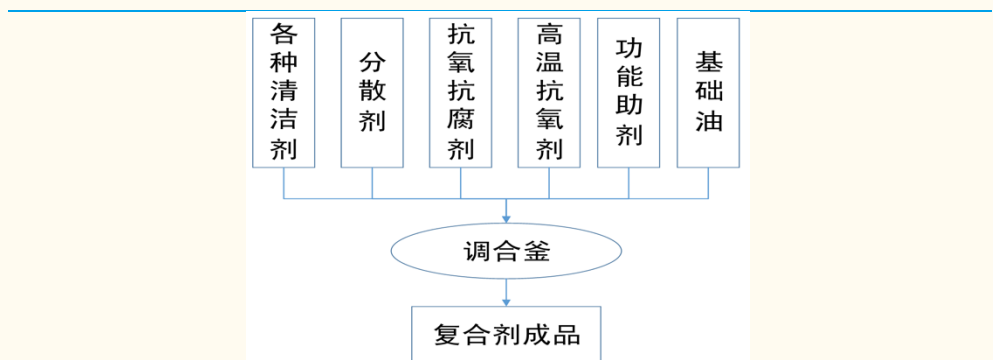
图表 12：润滑油添加剂改善润滑油特性，广泛应用于各个领域



来源：公司公告，国金证券研究所

- 润滑油添加剂可以分为单剂和复合剂两大类。单剂是润滑油添加剂按功能分类后具有单一特性的添加剂产品，包括清净剂、分散剂、黏度指数改进剂、抗氧抗腐剂、高温抗氧剂及其他类型。每种单剂必须满足润滑油生产商特定的需求。复合剂一般是由多种单剂按一定比例调配而成的混合物，主要为各类机械和应用场景提供综合解决方案。

图表 13：润滑油复合剂工艺流程



来源：公司公告，国金证券研究所

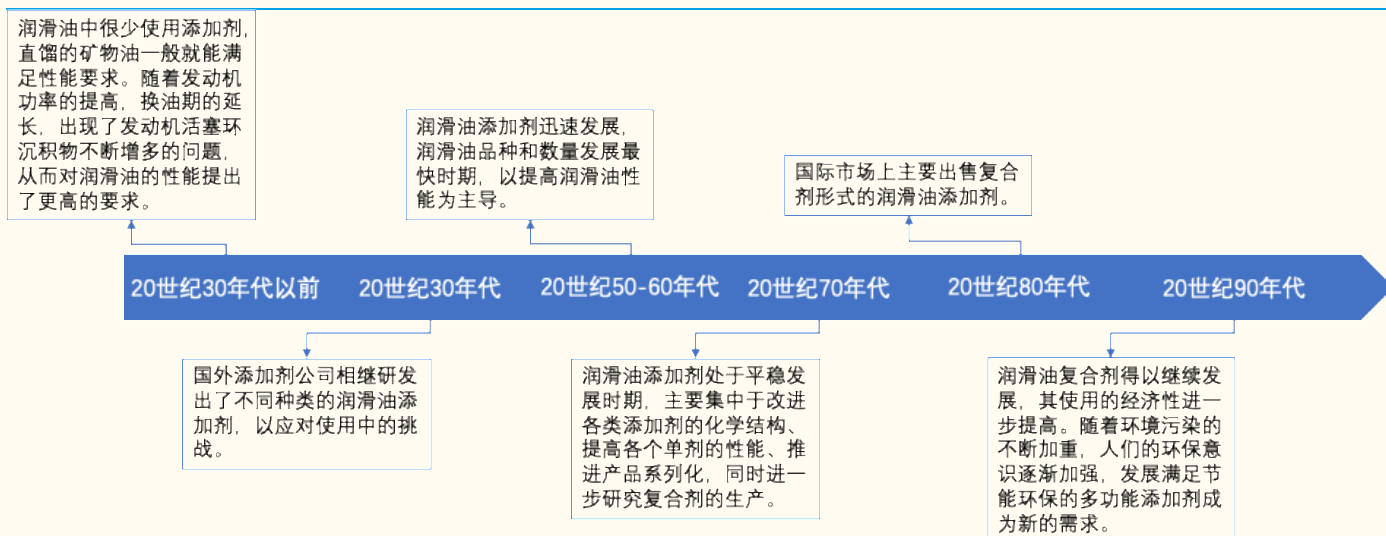
图表 14：润滑油产品功能及其应用领域

类别	产品名称	功能	应用领域
单剂	清洁剂	清净剂用于中和由于燃烧和润滑油氧化产生的酸性物质，并清除颗粒和污物。这类杂质在油中的溶解度有限，因此，清净剂可以最大程度减少沉积物的生成，降低污染，提高环保排放标准。	主要用于调制各类内燃机油、船舶用油、润滑脂、金属加工油及各种发动机油路、润滑系统免拆清洗等。
	分散剂	一种两亲性化学品，可以增加油性部分以及水性部分在同一体系中的相容性，能降低分散体系中固体或液体粒子聚集的物质。换油时，可将有害的悬浮物从油中清除。	主要用于调制内燃机油，作为燃料油清净剂加入燃料油，也可用于制备石油化工助剂及乳化炸药等。
	高温抗氧剂	润滑油受热和氧的影响而氧化降解产生自由基，这些自由基进一步与烃反应生成醇、醛、酮和水等物质。抗氧剂有助于预防润滑油降解。它与在高温及高压时生成的自由基反应，抑制降解链，有助于保护润滑油的完整。	主要用于调制内燃机油，齿轮油、金属加工油和液压油等。
	黏度指数改进剂	一种油溶性高分子化合物，在室温下一般呈橡胶状或固体。可改善润滑油的粘温性能，以获得低温启动性能好、在高温下又能保持适当黏度的多级发动机油。	
复合剂	复合剂	润滑油添加剂复合剂一般系由多种单剂按一定比例调配而成的混合物，具有多种特性，明显地提高了油品性能并降低了添加剂总用量，为各类机械和应用提供综合解决方案。复合剂的核心是配方技术，其开发过程复杂漫长，要考虑各种单剂之间是否具有协调效应，能否达到各项性能的平衡；同时还要考虑单剂与基础油的适应性。	主要用于调制内燃机油、齿轮油、液压油和各种发动机油路、润滑系统等。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **润滑油添加剂随着工业水平的发展而发展。**润滑油添加剂的出现解决发动机稳定性较差和寿命较短等问题的同时增强了润滑油的性能提高了设备的使用率。伴随着发动机的发展，润滑油添加剂的种类和性能也在不断优化并且催生复合剂产品出现。近年来，环保意识的逐渐增强推动节能环保润滑油添加剂需求的增长。

图表 15：润滑油添加剂随着工业水平的发展而发展

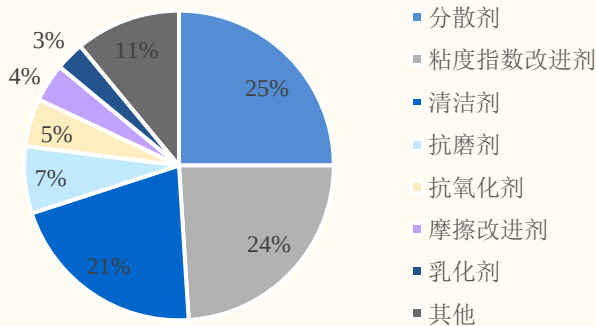


来源：公司公告，国金证券研究所

- 按照润滑油添加剂的功能分布来看，分散剂、黏度指数改进剂、清净剂是较常使用的 3 大功能剂，合计占润滑油添加剂总需求量的 65-70%左右。我国润滑油添加剂的需求结构与全球的需求结构相似，需求量排名前三的

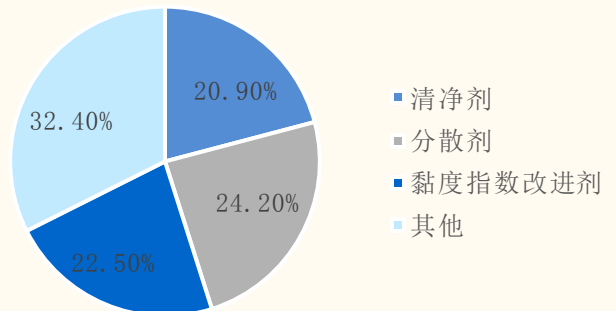
润滑油添加剂同样是分散剂、黏度指数改进剂以及清净剂，三种添加剂合计占需求总量的 65%以上。

图表 16：分散剂、黏度指数改进剂、清净剂是较常使用的三大功能剂



来源：《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，石油商技，国金证券研究所

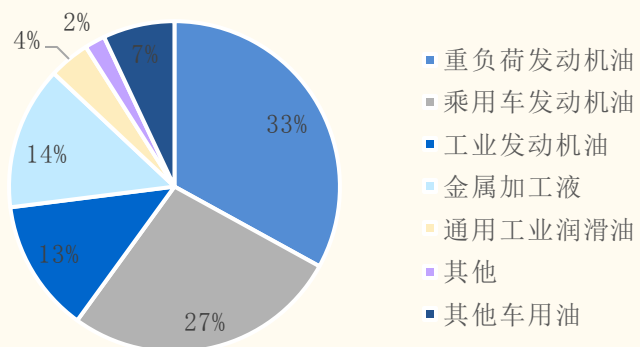
图表 17：中国润滑油添加剂主要为分散剂、黏度指数改进剂及清净剂



来源：《润滑油及添加剂市场分析》，国金证券研究所

- 在全球，约有 70%的润滑油添加剂应用于机动车领域；其次是金属加工液和工业发动机润滑油，还有一小部分用于通用工业润滑油以及润滑脂等。PCMO(乘用车发动机润滑油)和 HDMO(重负荷发动机润滑油)约占全球润滑油消耗量的 46%，而用于 PCMO 和 HDMO 的润滑油添加剂则占到全球润滑油添加剂需求的 60%，这是由于这 2 类油品需要添加更多的添加剂。从各类润滑油添加剂的需求量增长速度来看，2016-2018 年的年均增长率排名前三位的为抗氧剂（复合增速 5.2%），分散剂（复合增速 3.1%），黏度指数改进剂（复合增速 2.5%）。这三种添加剂增长较快是由于它们主要应用于需求量占比较大且增长较快的乘用车发动机润滑油和重负荷发动机润滑油。

图表 18：润滑油添加剂主要用于机动车领域



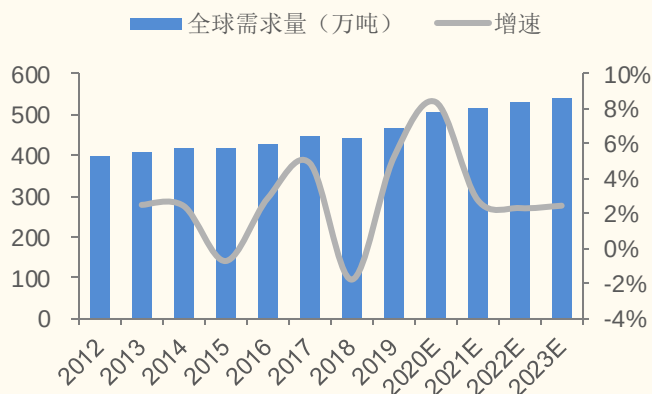
来源：《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，石油商技，国金证券研究所

2.2 亚太及中东地区需求仍有增长潜力

- 全球润滑油添加剂需求平稳增长。当前，全球润滑油添加剂行业已逐步发展至相对成熟阶段，具备了较大的市场规模和较为稳定的增速。全球润滑油添加剂需求量从 2012 年的 400 万吨增长到 2018 年的 442 万吨，市场规模由 133 亿美元增长到 143 亿美元。考虑到印度、巴西等新兴经济体的高速增长，润滑油添加剂需求持续增长，预计至 2023 年，全球润滑油添加剂需求量将增加至 543 万吨，市场规模约为 185 亿美元。
- 中国润滑油添加剂在全球需求占比不断提升。作为全球最大的润滑油消费国之一，我国润滑油添加剂的需求量由 2013 年的 75 万吨增长到 2018 年

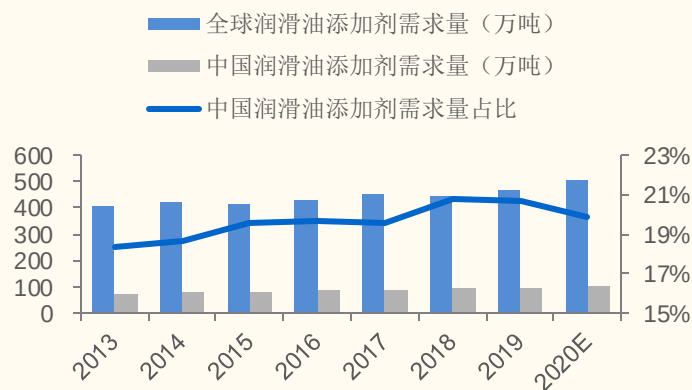
的 91.9 万吨，年均增长率为 4.2%，高于全球年均增长率 3.1%，且占全球比重呈中枢上升的态势。随着我国机动车市场的持续增长及工业化进程加快，预计国内润滑油添加剂市场的需求将继续保持较高的增长率。据上海市润滑油品行业协会的预测，至 2023 年，我国润滑油添加剂需求量将增长至 112 万吨。

图表 19：全球润滑油添加剂需求量及增速



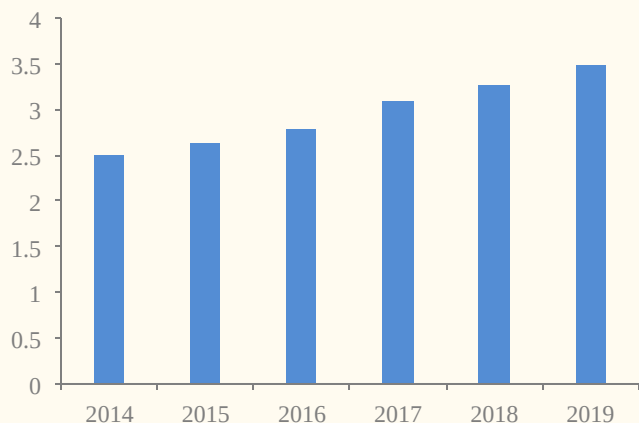
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：中国润滑油添加剂需求量在全球占比逐步提升



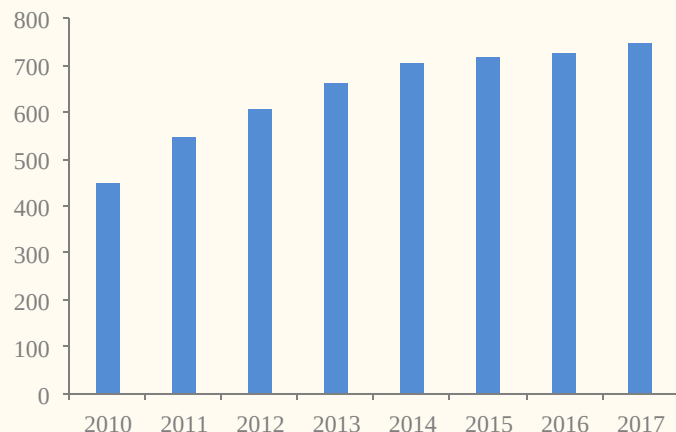
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：中国机动车保有量持续增长 (亿辆)



来源：公司公告，公安部交通管理局，国金证券研究所

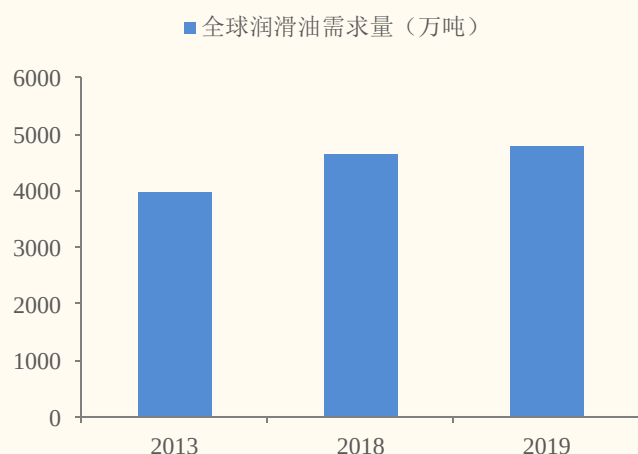
图表 22：我国工程机械设备保持平稳 (万台)



来源：公司公告，中国工程机械工业协会，国金证券研究所

- 全球的润滑油行业产能及发展重心正在向以中国、印度为代表的亚太地区转移。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 2019 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 2019 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%。润滑油和润滑油添加剂是互补品，润滑油行业的发展对润滑油添加剂行业有重要的影响，二者紧密相连，预计未来，亚太及中东地区润滑油添加剂需求在全球的占比亦呈现提升趋势。

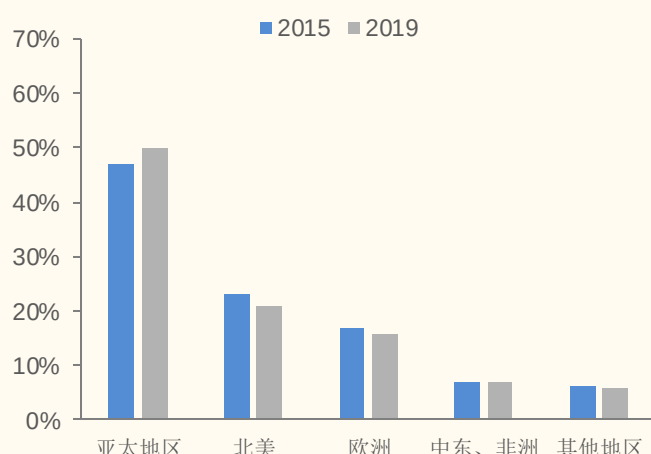
图表 23：2013-2019 年全球润滑油消费量（万吨）



来源：中国润滑油网，国金证券研究所

注：以上统计数据不包括船舶润滑油和工艺油

图表 24：亚太地区润滑油消费占比不断提升



来源：前瞻产业研究，国金证券研究所

三、欧美呈现垄断格局，中国国产替代进程加速

3.1 海外四大润滑油添加剂企业经历兼并收购，欧美格局相对稳定

- 全球润滑油添加剂行业呈现高度垄断格局，前四大企业占据 85% 市场份额。在国际市场上，经过 20 世纪 90 年代末期润滑油添加剂公司之间剧烈的兼并和收购，产业逐渐集中，形成了以四家国际知名润滑油添加剂公司路博润(Lubrizol)、润英联(Infineum)、雪佛龙奥伦耐(Chevron Oronite)、雅富顿(Afton)为主的市场竞争格局。这几大添加剂公司均拥有较长的发展历史，在技术研发和市场拓展方面有深厚的积淀，控制了全球 85% 左右的添加剂市场份额。

图表 25：海外润滑油添加剂厂家经历并购整合，目前格局稳定

公司收购或合并前		公司收购或合并后	
公司名称	商标符号	公司名称	商标符号
Lubrizol	Llubrizol, Anglamol	Lubrizol 路博润	Llubrizol, Anglamol
Paramins	Paraflow, Paranox	Infineum 润英联	Infineum C、D、P、S、M、T、V、SV、F
Shell	SAP、Shellvis		
Chevron Oronite	OLOA, OFA, OGA	Chevron 雪佛龙奥伦耐	OLOA、OFA、OGA、Paratone
Ethyl	Ethyl	Afton (Ethyl) 雅富顿	Hitec
Edwin Cooper	Hitec E		
Amoco	Amoco		
Texaco	TLA, TFA	RohMax 罗曼克斯	Viscoplex、Emicryl
Röhm	Viscoplex		
Rohm & Haas	Acryloid, Plexol		
SKW Trostberg (Albrich & Wilson)	Empicryl		

来源：《油品添加剂的市场现状》，国金证券研究所

图表 26：海外润滑油添加剂厂家占据 85% 市场份额

公司名称	全球市场份额	主营业务	产品优势
路博润	34%	以研究、开发、生产和经销润滑油添加剂起家，以生产复合剂为主。	复合剂品种齐全，基本上能为所有主要门类的润滑油提供相应的复合剂。主要产品有发动机油复合剂，车辆传动系统用油复合剂，液压油、工业齿轮油、汽轮机油等工业油复合剂以及金属加工油复合剂。

润英联	23%	主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂，在工业用油方面产品不多，主要是原美孚开发的工业齿轮油复合剂。	在车用润滑油添加剂方面比较有竞争优势。
雪弗龙奥伦耐	18%	在复合剂方面有很强的实力，主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、天然气发动机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂以及抗磨液压油复合剂。	在单剂方面优势还在于其黏度指数改进剂产品，1998 年获得埃克森化学品 PARATONE 烯烃共聚物 (OCP) 黏度指数改进剂的生产技术后，成为该产品的市场领先者，约占该剂种 30% 的市场份额。
雅富顿	10%	公司生产的添加剂产品共有 170 余种，涉及到润滑油添加剂单剂的市售产品有 20 余种。主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂，在工业油方面，主要产品有液压油、工业齿轮油、拖拉机油及润滑脂复合剂。	雅富顿整体产品性价比较高，且在特种品种添加剂上有竞争优势，例如自动传动液等。

来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 单剂国产替代进程加速，复合剂逐步渗透

- 国内润滑油添加剂厂商经洗牌，留下部分具有竞争优势企业。国内单剂生产企业的竞争格局曾经是大型石油公司下属企业和民营企业各占半壁江山。近年来，随着国内民营润滑油添加剂生产厂商技术水平不断提高和生产规模不断扩大，国内企业在某些细分产品上替代进口厂商取得了一定的市场份额并逐步开始在部分高端产品市场上与国外单剂厂商展开竞争。

图表 27：国内润滑油添加剂企业情况

公司	产能	产品	备注
锦州天合	20 万吨	润滑油添加剂、特种氟化物。	
无锡南方	5 万吨	清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂、防锈剂、降凝剂、复合剂、柴油清净剂。	单剂 3 万吨，复合剂 2 万吨，客户主要为中石化、中石油、铁道部。
康泰股份		自产润滑油添加剂和销售外购其他品牌润滑油添加剂两部分。	被利安隆收购，未来有新增产能布局。
上海海润	4 万吨	以汽机油复合剂和柴机油复合剂为主，船用油复合剂、齿轮油复合剂、液压油复合剂等为辅。	上海海润的实验室是润英联认证的全球 12 个实验室之一。
兰炼添加剂		生产的单剂产品包括清净剂、分散剂、抗氧剂、降凝剂、防锈剂和金属减活剂六大系列共三十余种，复合剂产品可覆盖 APISJ 和 CF-4 及其以下性能级别。	
锦州石化		异丙醇、针状焦、煅烧焦、润滑油添加剂、稀土顺丁橡胶等。	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 中国润滑油添加剂复合剂市场供应来源主要有三部分：国外进口、外资厂商在国内设立的合资企业生产和国内企业生产。由于复合剂配方的研发、测试以及认证需要大量的资金投入、不断的技术积累、辅以繁琐的试验程序并通过花费较高的技术认证。目前，国内复合剂的市场份额主要被国外润滑油添加剂公司或其在境内设立的合资企业所占据，根据公司招股说明书及其他公开资料，润英联和雪佛龙奥伦耐在复合剂领域均有扩张计划。

图表 28：四大润滑油添加剂企业在中国有复合剂产能扩张计划

公司名称	时间	地点	项目
路博润	2010 年 1 月	珠海	从事研发、生产、加工及销售润滑油添加剂及相关产品。
润英联	2013 年 11 月	江苏省张家港保税区	从事润滑油复合添加剂(轿车发动机润滑油添加剂、重型柴油发动机润滑油添加剂)的生产。一期项目于 2016 年 3 月正式投产，每年可生产 10 万吨润滑油添加剂。2020 年 1 月 8 日二期扩建项目正式启动。
雪佛龙奥伦耐	2015 年 3 月	宁波经济技术开发区	投资建设润滑油添加剂项目，该项目预计在 2020 年底完成建设，并将于 2021 年实现商业投产。
雅富顿	2006 年 1 月	苏州工业园	从事复合剂的生产。雅富顿通过收购英国伯乐科技(Polartech)来增强其在金属加工液方面的添加剂技术，伯乐科技于 2008 年在苏州开办了生产金属加工液和添加剂的工厂，

来源：公司公告，各公司官网，国金证券研究所

- 国内发动机润滑油标准将逐步建立，国产润滑油添加剂复合剂的竞争力未来将逐步凸显。复合剂主要作用于发动机用润滑油，润滑油添加剂技术的改进或升级往往需要与发动机新技术的研发相匹配，而先进发动机的研发大都被国际大型企业所垄断，与之配套的润滑油标准更是由国外所制定，由此导致国内润滑油添加剂生产企业处于后发劣势。随着 2016 年 9 月发动机润滑油中国标准开发创新联盟的设立，行业内将逐步推出符合中国发动机技术特点的润滑油标准体系和润滑油产品技术标准，此举将在一定程度上增强国内润滑油添加剂企业的竞争力。

图表 29：国家政策支持润滑油产业发展

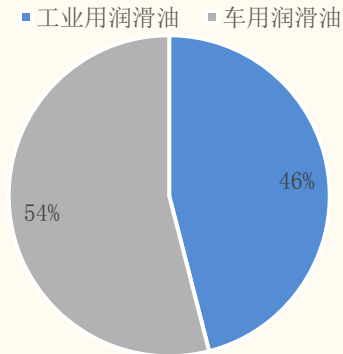
政策名称	颁布单位	时间	主要相关内容
《国家长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020 年)》	国务院	2006 年 2 月	重点研究开发满足国民经济基础产业发展需要的精细化工及催化应用技术。
《新材料产业“十二五”发展规划》	工信部	2012 年 1 月	重点支持高性能润滑油脂等品种的发展
《产业结构调整指导目录》(2013 年修正)	国家发改委	2013 年 5 月	鼓励高标准油品生产技术开发与应用
《石油和化学工业“十三五”发展指南》	中国石油和化学工业联合会	2016 年 4 月	促进产品高端化发展。加快油品质量升级，健全油品质量标准体系，重点发展高附加值、绿色环保的合成材料。发展的主要目标之一是化工新材料等战略性新兴产业占比明显提高，新经济增长点带动成效显著，产品精细化率有较大提升，行业发展的质量和效益明显增强。
《石化和化学工业发展规划(2016-2020 年)》	工信部	2016 年 9 月	在化工新材料、精细化学品、现代煤化工等重点领域建成国家和行业创新平台。加快化工新材料等新产品的应用技术开发，注重与终端消费需求结合，加快培育新产品市场。
《能源发展“十三五”规划》	国家发改委	2016 年 12 月	提升能源消费清洁化水平，逐步构建节约高效、清洁低碳的社会用能模式。
《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	国务院	2018 年 7 月	明确加快车船结构升级、加快油品质量升级、强化移动源污染防治等。

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 公司产品质量优异，在中石化销售额持续提升，出口保持高速增长

- 我国车用润滑油长期占润滑油需求的主要部分，约为 54%，工业润滑油占比约 46%。工业润滑油品种繁多，添加剂占比大约为 3-5%左右，车用所需的润滑油多应用于靠燃烧产生动力的内燃机，添加剂占比大约为 10-15%左右。
- 在润滑油添加剂复合剂方面，公司目前已自主掌握了 CF-4 级、CH-4 级、CI-4 级柴油机油复合剂配方工艺，SE 级、SF 级、SG 级、SJ 级、SL 级汽、SM 级、SN 级汽油机油复合剂配方工艺以及天然气发动机油复合剂、摩托车油复合剂、船用系统油、船用汽缸油复合剂、抗磨液压油复合剂等配方工艺。公司还将持续投入大量资源进行柴油机油、汽油机油复合剂的 API 认证。根据公司在招股说明书中披露的信息，公司正在推进船用汽缸油的 MAN 认证等认证工作，未来将向船用油、工业油领域拓展。

图表 30：2019 年全球润滑油消费结构

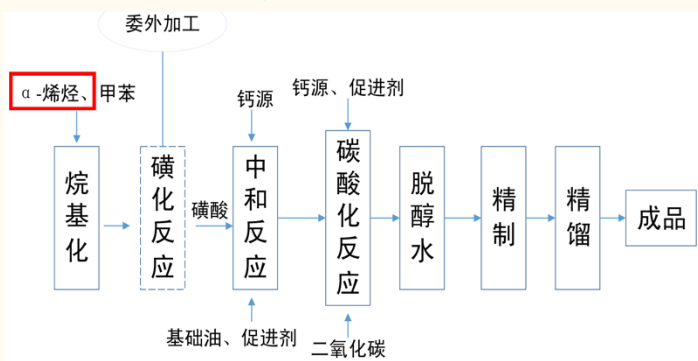


来源：中国润滑油网，国金证券研究所

注：以上统计数据不包括船舶润滑油和工艺油

- 为保证产品质量性能的稳定可靠，公司一直在核心原材料的自产化上不断探索进步。目前公司通过自主研发的离子交换法生产工艺自主生产十二烷基酚，填补国内空白，保证了公司酚盐类清净剂产品的市场竞争力，同时降低了成本；自主研发并建设的 α -烯烃的烷基化装置可以生产高品质的线性长链烷基苯，保证了磺酸盐类清净剂的产品质量；另外，3,5-甲酯是高温抗氧剂的重要原料，公司也已经具备自主制造能力。

图表 31：磺酸盐类清净剂生产过程



来源：公司公告，国金证券研究所

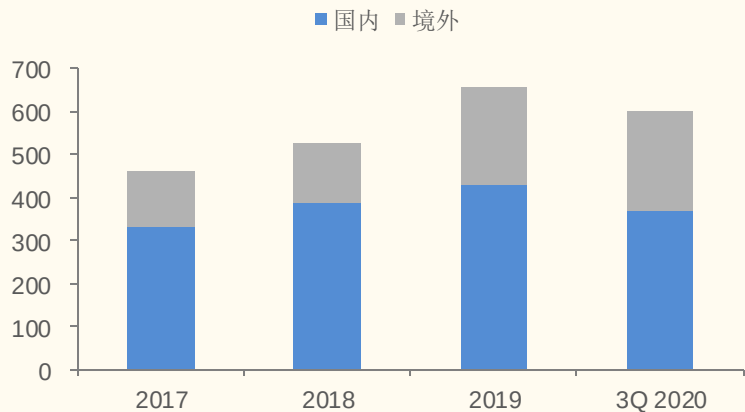
图表 32：硫化烷基酚钙类清净剂生产过程



来源：公司公告，国金证券研究所

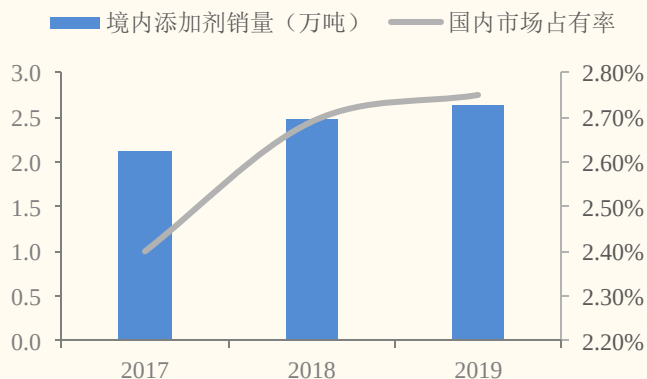
- 公司内销和外销均保持稳定增长。公司凭借着优质的产品质量和成本优势，销量呈现逐步增长趋势，并且在国内和海外的市场占有率不断提升。

图表 33：公司内销和出口均保持稳定增长（百万元）



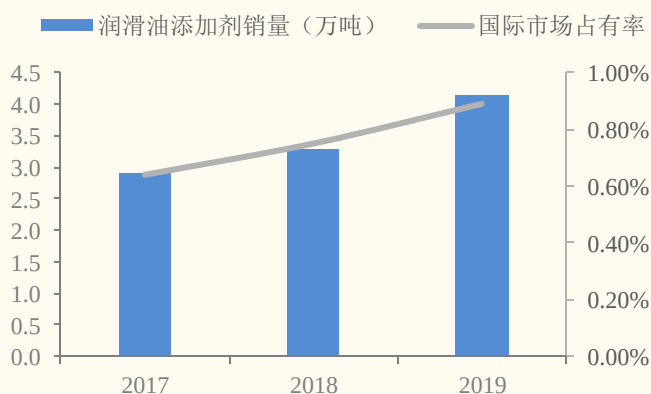
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：公司添加剂在国内销售量和市占率不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

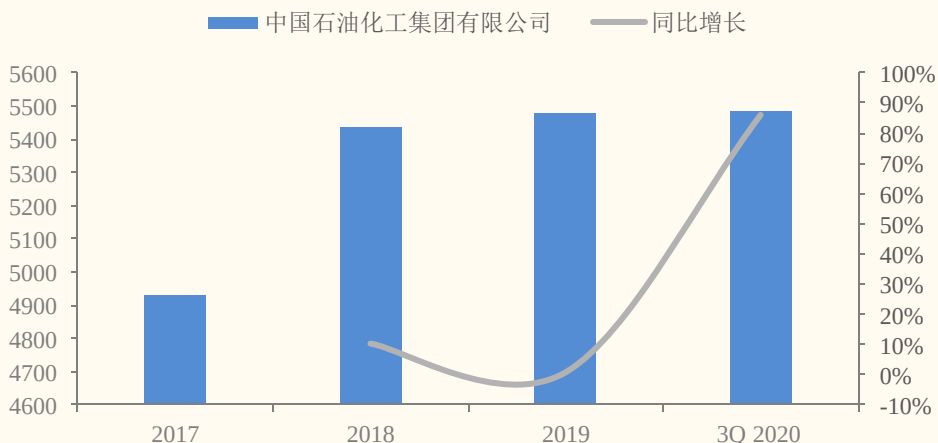
图表 35：公司添加剂在海外销售量和市占率不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司与中石化的合作将进一步增强。**公司自 2003 年起与中石化体系客户开展润滑油添加剂业务合作，至今公司已成为中石化稳定的润滑油添加剂供应商之一。中石化是中国主要的一体化能源化工公司之一，旗下的长城润滑油亦是我国润滑油行业的领导企业之一，而公司深耕润滑油添加剂行业多年，产品品质、供货能力、研发能力等方面均处于国内前列。2019 年 9 月中石化注资公司，2019 年 8 月至 2020 年 1 月，公司通过招投标的方式中标中石化销售合同，2020 年前第三季度公司中石化销售额同比增长 86%。我们认为，公司未来在中石化的销售量将持续放量。

图表 36：公司在中石化的销售额持续增长 (万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司凭借着产品品质以及具有竞争力的产品价格逐步扩大了中东地区市场销售规模，进而促进了公司整体境外销售的增长。**公司销往中东地区的产品主要为公司清净剂、分散剂及复合剂等润滑油添加剂产品，销售额由 2018 年度 3757 万元增长至 2019 年 1.18 亿元，主要原因有：1、公司加大对中东市场开拓，委派由经验丰富的销售骨干、技术骨干、外聘专家等组成推广团队积极参加在阿联酋定期举办的 ICIS Baseoil & Lubricant Conference (国际知名的 ICIS 基础油和添加剂展会)，大力宣传推荐公司产品，努力争取客户合作。2、2019 年公司拓展了中东地区新客户如 Innova Refining and Trading FZE、Petroleum Technology FZC、Paramount Oil Trading FZE 等，这三家客户在 2019 年实现了约 7400 万元的收入；3、

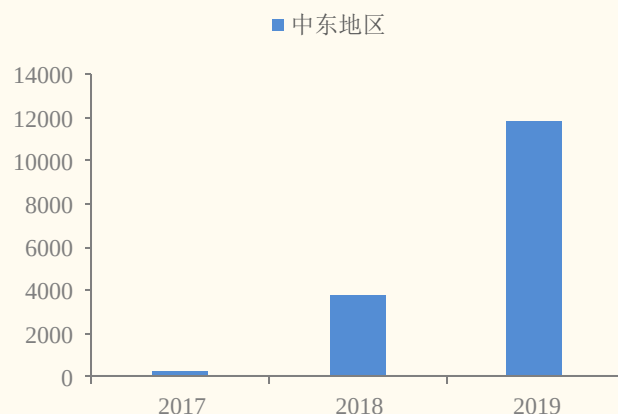
中东地区以中低端车型为主，因此该消费者偏好物美价廉的润滑油添加剂产品。

图表 37：公司产品均价和出口至中东价格（万元/吨）

产品名称	2017	2018	2019
清净剂（均价）	1.22	1.23	1.27
清净剂（中东）	1.19	1.25	1.21
抗氧抗腐剂（均价）	1.22	1.28	1.37
抗氧抗腐剂（中东）	1.12	1.21	1.33
分散剂（均价）	1.28	1.31	1.22
分散剂（中东）	1.25	1.37	1.17
复合剂（均价）	1.40	1.49	1.54
复合剂（中东）	1.32	1.48	1.51

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：公司出口中东金额持续增长（万元）

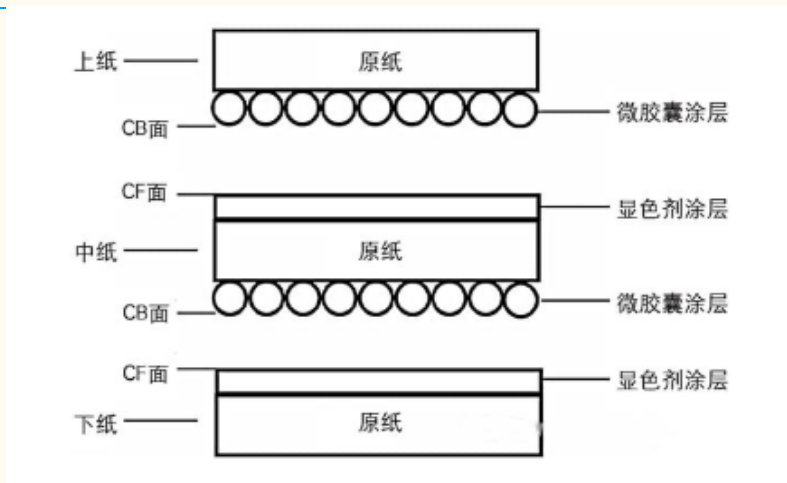


来源：公司公告，国金证券研究所

四、无碳纸显色剂业务逐年略减

- 无碳复写纸是 1954 年美国国立现金出纳机公司(简称 NCR 公司)发明的，又名压敏记录纸或力敏复写纸。在日本、美国、欧洲等地其生产技术成熟较早，我国从 20 世纪 70 年代开始研究，在 2000 年初发展迅速，当时已能生产世界顶级质量的无碳纸。

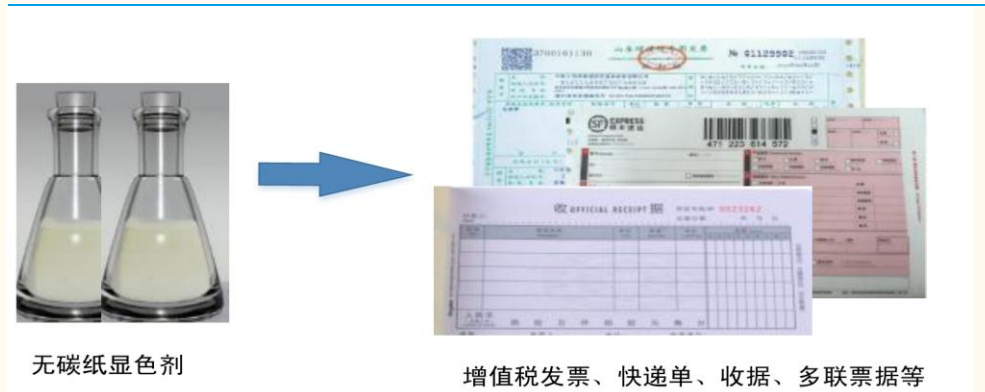
图表 39：无碳复写纸结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 无碳纸显色剂产品是随着无碳复写纸产品的研发、生产而逐步发展起来的行业，其起步于欧美日等发达国家，主要集中在美国、英国、德国、日本等。无碳复写纸属高档办公用纸，具有可控压敏显色特点，技术含量高。应用领域主要为邮电、银行、商业、税务等。其中防伪无碳纸应用于税务、财政系统票据及有价证券。

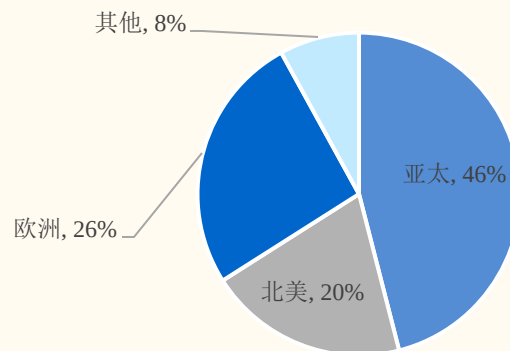
图表 40：无碳显色剂主要用于无碳纸



来源：公司公告，国金证券研究所

- 欧洲、北美和亚太地区是无碳纸主要生产和消费地区，这三个地区的产量占比分别为 26%、20%和 46%，全球无碳纸产业正在走向集中，同时受电子化、无纸化的趋势影响，欧美日消费量稳中有降。

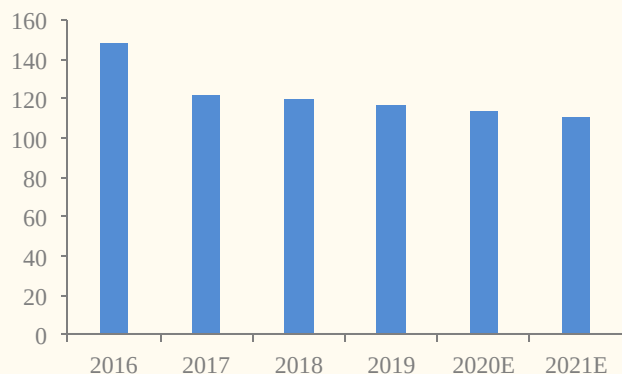
图表 41：无碳复写纸地区消费结构



来源：公司公告，国金证券研究所

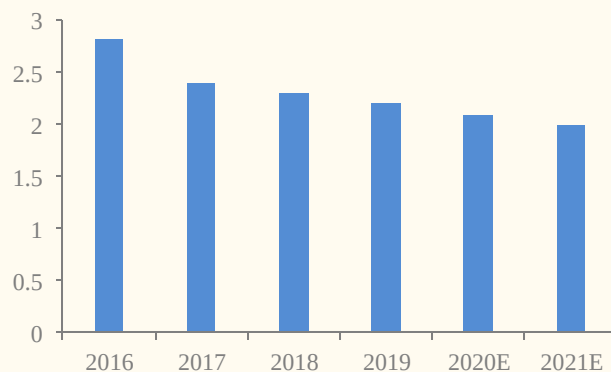
- 无纸化办公、电子化等新型办公形式的出现，无碳纸行业受到一定的冲击并开始逐步萎缩，公司无碳纸显色剂亦受到相应的影响，但是在某些特定领域如 EMS 快递单、增值税专票等需要留存纸质单据的领域，以及部分尚待发展中地区，无碳复写纸依然是刚性需求，因此无碳纸显色剂市场目前总体呈现缓慢萎缩的走势。无碳纸显色剂主要应用于无碳复写纸生产领域，每一吨无碳复写纸（上、中、下纸平均）的生产需要约 20-25 公斤的无碳纸显色剂。根据无碳纸的供给量测算，2016 年至 2021 年全球及中国无碳纸显色剂的消费和无碳纸年消费量呈现递减趋势。

图表 42：2016 年至 2021 年全球无碳纸年消费量（万吨）



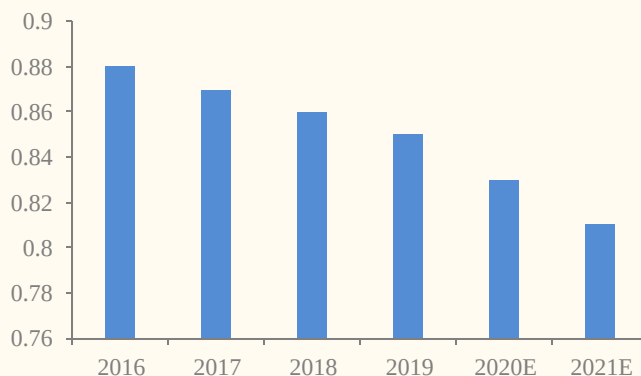
来源：《无碳复写纸用显色剂市场综述》，国金证券研究所

图表 43：2016 年至 2021 年全球无碳纸显色剂消费量（万吨）



来源：《无碳复写纸用显色剂市场综述》，国金证券研究所

图表 44：2016 年至 2021 年中国无碳纸显色剂年消费量（万吨）



来源：《无碳复写纸用显色剂市场综述》，国金证券研究所

- 全球主要的无碳纸显色剂产品供应商主要包括：瑞丰新材、美国圣莱科特国际集团(SI Group)、日本三光株式会社(Sanko Co)、台湾聚和国际股份有限公司、英国拉扑蒂工业公司(Laporte Industries Ltd)、日本水泽化学工业公司(Mizusawa Industrial Chemicals)、德国南方化学公司(Sud-ChemieAG)、日本三井化学株式会社(Mitsu Chemicals)等。
- 中国国内具备较强无碳纸显色剂产品研发、生产能力的企业不足 10 家，年产量超过千吨的企业仅三四家。其中公司具备年产 1 万吨无碳纸显色剂的生产能力，是国内最大的无碳纸显色剂生产企业。目前公司显色剂系列产品以其优良的品质替代了进口，并出口欧洲、美国、东南亚、中东等地区，经过十多年的市场竞争，已经成为全球最大的无碳纸显色剂产品供应商之一，预计未来公司的无碳纸显色剂业务将逐年略减。

图表 45：公司是无碳纸显色剂领域龙头

	2017	2018	2019
无碳纸显色剂销量（万吨）	0.88	0.81	0.75
其中：境内无碳纸显色剂销量（万吨）	0.68	0.61	0.58
国内市场容量（万吨）	0.87	0.86	0.85
国内市场占有率	78%	71%	68%
国际市场占有率	37%	35%	34%

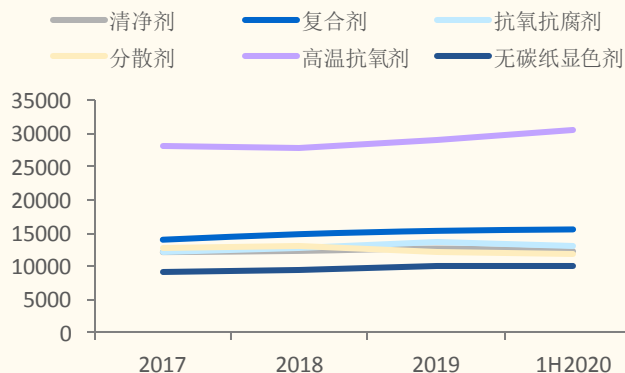
来源：公司公告，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

主要假设

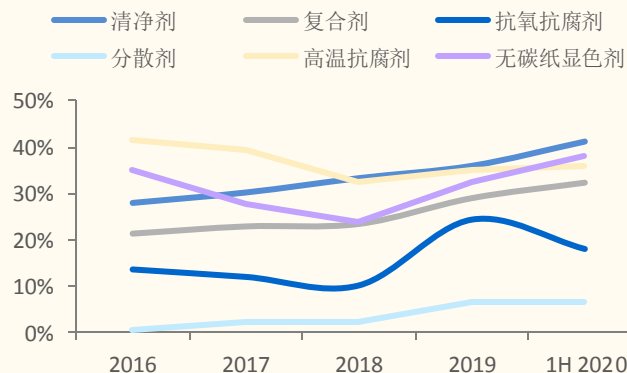
- **在建项目：**①新乡项目二期建设在 2021 年完成；②超募资金和 1.52 万吨润滑油添加剂项目预计在 2021 年底完成。③沧州 IPO 项目预计在 2022 年完成。**销售渠道：**根据公司公告，公司 2020 年前三季度在中石化销售增速 86%，预计未来在中石化的销售将持续放量。公司在中东地区出口持续增长，公司的产品凭借较高的性价比，预计在中东的销量将持续增长。
- **润滑油添加剂单剂：****销量：**预计随着上述项目的逐步投产，公司单剂销量每年保持 2-3 万吨的增长；**价格：**我们判断整体价格维持稳定；**毛利率：**随着规模的扩张，公司整体成本有一定下降空间。原材料方面，我们以占公司主要营收的清净剂产品为例分析，清净剂的三个核心原材料是基础油、 α 烯烃、四聚丙烯，根据公司招股书信息，三个核心原材料占清净剂成本 50%。基础油方面，我们判断基础油价格 2021-2022 年有所上行； α 烯烃方面，公司通过自有专利技术将 α 烯烃与甲苯进行烷基化生成烷基苯后进行委外磺化反应生成磺酸，磺酸在与氧化钙等原料反应最终生成成品，原材料 α 烯烃成本有所下降；四聚丙烯方面，公司通过自有专利技术将四聚丙烯与苯酚进行烷基化生成十二烷基酚，然后在与其他原料进行中和反应、硫化反应和碳酸化反应后最终生成成品。我们认为相较于 2020 年，公司基础油原材料在 2021-2022 年价格有所上行，公司通过技术研发，在原材料 α 烯烃和四聚丙烯方面成本持续优化。**综合来看，我们认为公司单剂产品毛利率受部分原材料价格影响在 2021-2022 年略有下滑，但通过工艺优化成本有进一步下降空间，因此我们判断毛利率呈现整体稳定。**
- **润滑油添加剂复合剂：****销量：**随着上述项目的建设完毕以及公司在复合剂的研发不断投入，公司复合剂的销量将持续增长。**价格：**价格方面保持稳定。**毛利率：**我们认为 2021-2022 年原材料采购价格略有上行，但是公司产品结构持续改善，综合判断，公司复合剂产品毛利率趋于稳定。
- **无碳纸显色剂：**销量和价格略有下行。

图表 46：公司主要产品价格整体稳定（元/吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47：公司主要产品毛利率持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：公司各项收入与毛利拆分

主要项目拆分	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
润滑油添加剂						
收入（百万元）	380	447	581	883	1302	1821
成本（百万元）	283	333	403	552	828	1161
毛利（百万元）	98	114	177	330	474	660
毛利率（%）	25.8%	25.5%	30.5%	37.4%	36.4%	36.2%
无碳纸显色剂						

收入（百万元）	81	78	74	72	70	68
成本（百万元）	59	60	50	49	47	46
毛利（百万元）	23	19	24	23	23	22
毛利率（%）	28.4%	24.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%
其他业务						
收入（百万元）	4.08	5.55	1.75	1.75	1.75	1.75
成本（百万元）	4	4.42	1.27	1.27	1.27	1.27
毛利（百万元）	0.08	1.13	0.47	0.48	0.48	0.48
毛利率（%）	2.0%	20.4%	26.9%	27.4%	27.4%	27.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2、2.9 和 3.8 亿元；EPS 分别为 1.4、1.9 和 2.6 元，当前市值对应 PE 分别为 46.5X/33.2X/24.8X。公司所处行业为润滑油添加剂行业，目前没有可比上市公司，公司与利安隆、皇马科技同属于助剂行业，但是产品细分领域差异较大；公司与龙蟠科技车用尿素业务具有一定的可比性，两者行业市场空间都比较大，与车用尿素不同之处在于，润滑油添加剂行业进入壁垒较高，我们认为，公司所处行业进入壁垒较高，竞争格局相对稳定，在国产替代趋势下，公司持续扩张产能，未来增长确定性强，我们给予公司 2021 年 40 倍 PE，目标价 76.4 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 49：可比公司估值对比

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603906	龙蟠科技	33.65	0.58	0.83	1.15	58.30	40.71	29.31
300596	利安隆	39.28	1.51	1.99	2.53	25.97	19.74	15.54
603181	皇马科技	19.28	0.78	1.00	1.22	24.63	19.38	15.79
中位数						25.97	19.74	15.79
平均数						36.30	26.61	20.21
300910	瑞丰新材	63.5	1.37	1.91	2.56	46.46	33.21	24.84

来源：Wind，国金证券研究所

六、风险提示

- **公司在中石化的销售收入不及预期：**中石化是公司的重要客户之一，若公司在中石化的订单不及预期，将影响公司收入增长。
- **产能建设及投放进度不及预期：**公司未来产能的建设进度和产能投放不及预期，将影响公司的长期成长性。
- **产品竞争格局恶化：**公司当前产品盈利较好，若有进入者进入，细分产品竞争格局有恶化风险。
- **汇率风险：**公司有部分产品出口到海外，汇率波动将对公司的业绩产生一定的影响。

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	466	530	657	956	1,374	1,890
增长率		13.9%	23.8%	45.6%	43.6%	37.6%
主营业务成本	-346	-397	-455	-601	-875	-1,207
%销售收入	74.2%	74.9%	69.3%	62.9%	63.7%	63.9%
毛利	120	133	202	355	498	683
%销售收入	25.8%	25.1%	30.7%	37.1%	36.3%	36.1%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-7	-10	-14
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-23	-24	-30	-44	-62	-86
%销售收入	4.9%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%
管理费用	-29	-30	-38	-55	-79	-110
%销售收入	6.2%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%	5.8%
研发费用	-9	-11	-17	-25	-36	-51
%销售收入	1.8%	2.0%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	57	65	112	225	310	422
%销售收入	12.3%	12.2%	17.1%	23.5%	22.6%	22.3%
财务费用	-5	0	1	13	23	23
%销售收入	1.0%	-0.1%	-0.1%	-1.4%	-1.7%	-1.2%
资产减值损失	1	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	1	-1	0	0	0	0
%税前利润	1.9%	n.a	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	53	66	114	238	333	445
营业利润率	11.4%	12.5%	17.3%	24.9%	24.2%	23.5%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	53	66	114	238	333	445
利润率	11.4%	12.4%	17.4%	24.9%	24.2%	23.5%
所得税	-8	-9	-16	-33	-46	-61
所得税率	14.4%	14.1%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
净利润	45	57	98	205	287	383
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	45	57	98	205	287	383
净利率	9.7%	10.7%	15.0%	21.4%	20.9%	20.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	45	57	98	205	287	383
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	18	23	22	29	38
非经营收益	3	1	-2	2	0	0
营运资金变动	-55	-61	-65	-19	-84	-103
经营活动现金净流	7	15	53	210	232	319
资本开支	-87	-16	-21	-95	-122	-152
投资	0	0	0	0	0	0
其他	1	-1	-240	0	0	0
投资活动现金净流	-86	-17	-261	-95	-122	-152
股权募资	110	0	340	1,046	0	0
债权募资	1	7	-27	0	0	0
其他	-6	-1	-5	-82	-115	-153
筹资活动现金净流	104	6	308	964	-115	-153
现金净流量	25	4	101	1,079	-5	13

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	77	83	185	1,264	1,259	1,273
应收账款	80	88	141	152	219	301
存货	80	100	98	132	192	265
其他流动资产	10	10	254	251	255	259
流动资产	247	280	678	1,799	1,924	2,097
%总资产	54.2%	53.2%	70.8%	83.7%	81.3%	79.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	123	164	191	270	363	477
%总资产	26.9%	31.1%	19.9%	12.6%	15.3%	18.0%
无形资产	81	80	80	80	80	80
非流动资产	209	247	279	350	443	557
%总资产	45.8%	46.8%	29.2%	16.3%	18.7%	21.0%
资产总计	456	527	958	2,149	2,368	2,654
短期借款	20	27	0	0	0	0
应付账款	45	47	60	79	114	158
其他流动负债	9	14	20	25	35	48
流动负债	74	88	81	103	150	206
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	74	88	81	103	150	206
普通股股东权益	382	439	877	2,046	2,218	2,448
其中：股本	90	90	113	150	150	150
未分配利润	72	123	211	334	506	736
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	456	527	958	2,149	2,368	2,654

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.503	0.629	0.874	1.367	1.912	2.556
每股净资产	4.245	4.874	7.795	13.639	14.787	16.320
每股经营现金净流	0.075	0.164	0.474	1.398	1.546	2.124
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.547	0.765	1.023
回报率						
净资产收益率	11.85%	12.90%	11.22%	10.02%	12.93%	15.66%
总资产收益率	9.93%	10.74%	10.27%	9.54%	12.11%	14.45%
投入资本收益率	12.17%	11.96%	11.01%	9.47%	12.05%	14.86%
增长率						
主营业务收入增长率	46.43%	13.89%	23.80%	45.61%	43.65%	37.61%
EBIT增长率	34.13%	13.47%	73.02%	100.48%	37.92%	36.12%
净利润增长率	33.19%	24.99%	73.77%	108.44%	39.91%	33.68%
总资产增长率	56.42%	15.53%	81.68%	124.41%	10.17%	12.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.8	43.5	47.1	47.0	47.0	47.0
存货周转天数	70.3	82.9	79.5	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	36.5	37.8	38.5	36.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	86.0	98.6	89.9	73.0	62.2	57.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.98%	-12.71%	-48.67%	-73.60%	-67.68%	-61.85%
EBIT利息保障倍数	12.0	-216.0	-187.0	-17.2	-13.7	-18.5
资产负债率	16.27%	16.78%	8.42%	4.80%	6.32%	7.77%

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	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	0.00

来源：朝阳永续

单击此处输入文字。

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402