

# 奥福环保 (688021)

证券研究报告

2021年03月01日

## 加大力度开拓下游客户，20年业绩同比增长55%

### 事件:

公司披露2020年年报，公司营业收入3.14亿，同比增长17.18%；实现归母净利润0.80亿，同比增长55.01%；每股收益1.04元，同比增长22.35%。

### 点评:

#### 蜂窝陶瓷销量同比大增42.24%，海外收入受疫情影响较大

2020年公司实现3.14亿元收入，同比增长17.18%，主要原因是部分国六排放标准实施带来的公司产品销量增长。2020年公司蜂窝陶瓷载体销量达885.61万升，同比增长42.24%，产量达980.99万升，同比增长53.77%。公司海外直销的蜂窝陶瓷载体产品客户主要是为内燃机尾气后处理系统后市场提供产品和服务的公司及船机厂商等，目前主要以DPF和船机载体为主，主要客户分布于美国、加拿大、韩国、芬兰、印度等。2020年受疫情影响，公司的海外收入仅实现2864.23万元，同比下降43.97%，未来随着海外疫情的恢复，公司海外市场收入有望企稳反弹。

#### 持续加强开拓市场力度，募投项目顺利推进带来产能提升

2020年公司在保证国五产品需求的基础上，继续加强市场开拓力度，截止2020年12月31日公司已通过14家主机厂40种国六标准机型样件测试，其中已为中国重汽、上柴动力、玉柴动力、云内动力、全柴动力等主机厂批量供货。公司产能方面，适用于国六柴油车用壁流式蜂窝陶瓷载体“年产400万升DPF载体山东生产基地”项目部分设备已安装完毕，并正式投入生产并形成有效产能；“年产200万升DOC、160万升TWC、200万升GPF载体重庆生产基地项目”主体建筑已完工，部分设备已安装完毕，募投项目的顺利推进为公司未来成长打好基础。

#### 研发投入快速增长，新产品持续推出

2020年公司继续加强研发投入，当年研发投入合计3506万元，同比增长20.97%，研发投入占营业收入比重达11.16%。2020年12月公司完成了碳化硅DPF和的高孔密度、超薄壁带皮三元催化剂载体研制，产品性能达到国际领先水平，并形成批量生产，产品已经提供给催化剂厂商、主机厂进行评价验证。

### 投资建议:

维持盈利预测，预计2021-2023年公司归母净利润1.36、2.08和2.73亿，对应EPS分别为1.75、2.68和3.53元/股，对应PE27.1、17.7和13.5倍，维持目标价70元，维持“增持”评级。

**风险提示:** 政策推进不及预期风险；下游行业波动风险；原材料价格波动和供应风险；产能推进不达预期的风险；国六技术要求带来的研发风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	268.08	314.15	506.99	714.87	920.38
增长率(%)	7.98	17.18	61.39	41.00	28.75
EBITDA(百万元)	113.19	147.18	167.13	250.30	328.35
净利润(百万元)	51.62	80.02	135.52	207.50	273.03
增长率(%)	10.40	55.01	69.35	53.12	31.58
EPS(元/股)	0.67	1.04	1.75	2.68	3.53
市盈率(P/E)	71.13	45.88	27.09	17.70	13.45
市净率(P/B)	4.42	4.10	3.71	3.23	2.71
市销率(P/S)	13.70	11.69	7.24	5.14	3.99
EV/EBITDA	21.64	30.14	21.37	14.22	10.86

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	47.51元
目标价格	70元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	77.28
流通A股股本(百万股)	45.70
A股总市值(百万元)	3,671.74
流通A股市值(百万元)	2,171.13
每股净资产(元)	11.59
资产负债率(%)	24.72
一年内最高/最低(元)	94.44/30.24

### 作者

**郭丽丽** 分析师  
SAC执业证书编号: S1110520030001  
guolili@tfzq.com

**杨阳** 分析师  
SAC执业证书编号: S1110520050001  
yangyang@tfzq.com

**李辉** 分析师  
SAC执业证书编号: S1110517040001  
hulili@tfzq.com

**王茜** 分析师  
SAC执业证书编号: S1110516090005  
wangqian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

1 《奥福环保-首次覆盖报告:受益于国六排放标准升级的国产蜂窝陶瓷领军者》 2020-11-18

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	446.89	261.08	68.53	82.41	73.63	营业收入	268.08	314.15	506.99	714.87	920.38
应收票据及应收账款	178.43	222.89	412.42	456.75	662.28	营业成本	133.19	149.79	234.33	315.12	402.05
预付账款	4.60	4.52	16.00	10.05	20.93	营业税金及附加	3.93	4.33	6.08	8.58	11.04
存货	150.26	179.98	297.38	373.03	453.25	营业费用	12.24	13.62	19.27	27.16	36.82
其他	6.97	178.59	179.28	176.80	182.34	管理费用	24.35	29.76	42.08	57.19	69.03
<b>流动资产合计</b>	<b>787.15</b>	<b>847.07</b>	<b>973.61</b>	<b>1,099.04</b>	<b>1,392.43</b>	研发费用	28.99	35.06	50.70	71.49	92.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	7.33	4.89	5.46	5.91	6.21
固定资产	196.81	259.44	291.91	335.63	373.10	资产减值损失	(0.56)	(1.84)	0.68	1.25	0.03
在建工程	31.43	51.35	66.81	88.09	82.85	公允价值变动收益	0.00	4.77	0.00	0.00	0.00
无形资产	33.18	32.62	31.66	30.70	29.74	投资净收益	0.06	0.65	0.25	0.25	0.25
其他	19.79	27.71	19.71	22.35	23.25	其他	1.14	(8.14)	(0.51)	(0.51)	(0.51)
<b>非流动资产合计</b>	<b>281.20</b>	<b>371.12</b>	<b>410.10</b>	<b>476.77</b>	<b>508.94</b>	<b>营业利润</b>	<b>57.42</b>	<b>81.26</b>	<b>148.65</b>	<b>228.43</b>	<b>303.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,068.36</b>	<b>1,218.19</b>	<b>1,383.71</b>	<b>1,575.81</b>	<b>1,901.37</b>	营业外收入	1.39	4.15	2.77	2.77	3.23
短期借款	75.23	121.34	83.00	85.00	89.15	营业外支出	0.19	0.26	0.22	0.22	0.23
应付票据及应付账款	67.85	109.56	109.40	210.63	209.43	<b>利润总额</b>	<b>58.62</b>	<b>85.15</b>	<b>151.20</b>	<b>230.97</b>	<b>306.41</b>
其他	69.79	35.82	120.37	63.65	167.15	所得税	7.00	6.79	16.63	25.41	36.77
<b>流动负债合计</b>	<b>212.87</b>	<b>266.72</b>	<b>312.77</b>	<b>359.28</b>	<b>465.73</b>	<b>净利润</b>	<b>51.62</b>	<b>78.36</b>	<b>134.57</b>	<b>205.57</b>	<b>269.64</b>
长期借款	0.00	9.98	36.00	38.00	42.00	少数股东损益	0.00	(1.66)	(0.95)	(1.94)	(3.38)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>51.62</b>	<b>80.02</b>	<b>135.52</b>	<b>207.50</b>	<b>273.03</b>
其他	24.18	24.48	23.97	24.21	24.22	每股收益(元)	0.67	1.04	1.75	2.68	3.53
<b>非流动负债合计</b>	<b>24.18</b>	<b>34.46</b>	<b>59.97</b>	<b>62.21</b>	<b>66.22</b>						
<b>负债合计</b>	<b>237.05</b>	<b>301.18</b>	<b>372.74</b>	<b>421.49</b>	<b>531.94</b>						
少数股东权益	0.00	21.14	20.23	18.33	15.02	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	77.28	77.28	77.28	77.28	77.28	<b>成长能力</b>					
资本公积	612.61	612.61	612.61	612.61	612.61	营业收入	7.98%	17.18%	61.39%	41.00%	28.75%
留存收益	754.02	818.59	913.45	1,058.70	1,277.12	营业利润	13.38%	41.53%	82.93%	53.67%	32.83%
其他	(612.61)	(612.61)	(612.61)	(612.61)	(612.61)	归属于母公司净利润	10.40%	55.01%	69.35%	53.12%	31.58%
<b>股东权益合计</b>	<b>831.31</b>	<b>917.01</b>	<b>1,010.97</b>	<b>1,154.31</b>	<b>1,369.43</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,068.36</b>	<b>1,218.19</b>	<b>1,383.71</b>	<b>1,575.81</b>	<b>1,901.37</b>	毛利率	50.32%	52.32%	53.78%	55.92%	56.32%
						净利率	19.26%	25.47%	26.73%	29.03%	29.66%
						ROE	6.21%	8.93%	13.68%	18.27%	20.16%
						ROIC	13.55%	16.70%	23.14%	23.43%	26.65%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	22.19%	24.72%	26.94%	26.75%	27.98%
						净负债率	-40.50%	-14.15%	6.48%	4.96%	4.97%
						流动比率	3.70	3.18	3.11	3.06	2.99
						速动比率	2.99	2.50	2.16	2.02	2.02
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.56	1.57	1.60	1.64	1.64
						存货周转率	1.88	1.90	2.12	2.13	2.23
						总资产周转率	0.33	0.27	0.39	0.48	0.53
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.67	1.04	1.75	2.68	3.53
						每股经营现金流	0.26	0.43	-1.16	2.02	1.29
						每股净资产	10.76	11.59	12.82	14.70	17.53
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	71.13	45.88	27.09	17.70	13.45
						市净率	4.42	4.10	3.71	3.23	2.71
						EV/EBITDA	21.64	30.14	21.37	14.22	10.86
						EV/EBIT	25.79	35.80	23.17	15.18	11.51

  

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	51.62	78.36	135.52	207.50	273.03
折旧摊销	18.81	23.38	13.03	15.96	18.73
财务费用	8.29	4.13	5.46	5.91	6.21
投资损失	(0.06)	(0.65)	(0.25)	(0.25)	(0.25)
营运资金变动	(68.67)	(53.35)	(242.22)	(71.10)	(194.65)
其它	9.97	(18.36)	(0.95)	(1.94)	(3.38)
<b>经营活动现金流</b>	<b>19.96</b>	<b>33.50</b>	<b>(89.42)</b>	<b>156.08</b>	<b>99.67</b>
资本支出	53.98	104.97	60.51	79.76	49.99
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(98.55)	(358.56)	(120.26)	(159.50)	(99.74)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(44.56)</b>	<b>(253.60)</b>	<b>(59.75)</b>	<b>(79.75)</b>	<b>(49.75)</b>
债权融资	110.23	131.32	134.00	139.67	141.70
股权融资	449.79	(4.89)	(5.46)	(5.91)	(6.21)
其他	(116.72)	(125.91)	(171.93)	(196.22)	(194.20)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>443.30</b>	<b>0.52</b>	<b>(43.39)</b>	<b>(62.46)</b>	<b>(58.71)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>418.70</b>	<b>(219.57)</b>	<b>(192.55)</b>	<b>13.88</b>	<b>(8.78)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com