

国六全面实施在即，产能释放提速



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

奥福环保 (688021) 2020 年年报点评

事件

公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 31,414.65 万元，较 2019 年同期增长 17.18%；实现归属于母公司股东净利润 8,002.08 万元，较上年同期增长 55.01%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 6929.39 万元，同比增长 41.77%；基本每股收益 1.04 元。

点评

❖ 毛利率稳步提升，盈利能力大大增强

公司提前布局国六产品，随着部分国六排放标准实施，为公司增厚业绩，公司营业收入同比增长 17.18%。国六产品对蜂窝陶瓷载体性能要求更高，产品价格提升，受益于此，2020 年公司毛利率 52.32%，比去年同期提升 2pct。报告期内，公司成本管理出色，销售净利率为 24.94%，比去年提升了 5.68pct，盈利能力大大增强。

❖ 重视研发投入，产品性能优异

公司以研发为本，重视研发投入，技术来源均为自主研发。2020 年研发费用达到 3596 万元，同比增长 20.97%，研发费用率高达 11.16%。2020 年公司完成碳化硅 DPF 研制，孔隙率：42±3%，抗压强度：>10MPa (A 轴)，>2MPa (B 轴)；热震 450℃三次不开裂；微孔分布窄，背压低；产品性能达到国际领先水平。完成高孔密度、超薄壁带皮三元催化剂载体 (750 目/2mil) 研制，产品性能保持行业领先，750 目/2.0mil 产品研制成功，丰富了公司的产品目录，满足更多顾客需求，有助于公司快速扩大乘用车载体市场。报告期内，公司新增各项专利和软件著作权 30 余个，且在研技术优化与创新项目达到 32 项。

❖ 技术水平突出，绑定优质客户

公司技术水平突出，国六燃气车辆型式核准证书数量已处于国内领先地位，已成为国内唯一取得大尺寸 (截面直径≥250mm) 全套 (DOC+DPF+SCR+ASC) 型式核准证书蜂窝陶瓷载体供应商，并已实现批量供货。经过多年的开发和积累，公司与优美科、庄信万丰和巴斯夫等全球领先的外资催化剂厂商及重汽橡塑、威孚环保、中自环保、贵研催化和艾可蓝等国内柴油车整车厂的配套催化剂企业建立起了长期稳定的合作关系，并成功进入中国重汽、潍柴动力、玉柴动力、云内动力、康明斯、戴姆勒等知名整车或主机厂商的供应商名录。在重型燃气车领域国六标准已经实施，公司成功配套并批量供货给中国重汽、上柴动力、玉柴动力等公司。7 月 1 日重型柴油车国六排放标准实施将给整个机动车尾气处理产业链提出更高的要求，同时也大幅度提升了相关配套尾气催化材料的用量 (包括蜂窝陶瓷载体)，促使蜂窝陶瓷载体市场得到新的发展。公司绑定众多优质下游客户，有望共享国六排放标准提升带来的发展红利。

❖ 产销快速增长，业绩放量可期

2020 年公司蜂窝陶瓷载体业务完成产量 980.99 万升，销量 885.61 万升，分别同比大幅增长 53.77% 和 42.24%。公司产能扩建即将完成，“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。2021 年国六标准即将全面实施，适用于国六标准的蜂窝陶瓷载体市场空间广阔，公司提前布局完成产能扩建，有望凭借优异的产品质量与优质的下游客户资源占得先发优势，业绩放量可期。

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 公司动态
所属行业 | 汽车/新能源
报告时间 | 2021/3/2
前收盘价 | 147.51 元
公司评级 | 增持评级

分析师

黄博

证书编号：S1100519090001
huangbo@cczq.com

张天楠

证书编号：S1100118060014
zhangtiannan@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都 中国 (四川) 自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 盈利预测

我们预计 2021-2023 年公司主营业务收入分别为 5.59/8.05/9.92 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 1.31/1.82 /2.20 亿元，EPS 分别为 1.29、1.79、2.19 元/股，对应 PE 分别为 37/27/22 倍。国六标准全面实施在即，未来市场空间广阔，公司工艺水平和产能均国内领先，与同类企业相比有较大优势，予以“增持”评级。

❖ **风险提示：**政策大幅不及预期；安全事故频发；原材料大幅波动等。

盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	314	559	805	992
+/-%	17%	78%	44%	23%
归属母公司净利润(百万)	80	131	182	220
+/-%	55%	64%	39%	21%
EPS(元)	1.04	1.29	1.79	2.19
PE	45.88	36.80	26.50	21.90

资料来源：公司公告、川财证券研究所

盈利预测

利润表						单位: 百万元 主要财务指标						单位: 百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E					
营业收入	268.1	314.1	559.4	804.6	992.4	成长能力										
减: 营业成本	133.2	149.8	252.1	391.4	501.2	营业收入增长率	8.0%	17.2%	78.1%	43.8%	23.3%					
营业税费	3.9	4.3	8.4	10.5	12.9	营业利润增长率	13.4%	41.5%	90.8%	38.8%	18.5%					
销售费用	12.2	13.6	24.6	33.8	40.7	净利润增长率	10.4%	55.0%	63.5%	38.9%	21.0%					
管理费用	24.4	29.8	55.9	76.4	92.3	EBITDA增长率	30.2%	30.0%	14.6%	35.1%	18.4%					
研发费用	29.0	35.1	62.7	80.5	94.3	EBIT增长率	31.4%	30.5%	25.6%	36.2%	18.4%					
财务费用	7.3	4.9	0.6	-3.2	-4.0	NOPLAT增长率	13.2%	39.0%	72.8%	36.2%	18.4%					
资产减值损失	-0.6	-1.8	-	-	-	投资资本增长率	12.9%	24.8%	-33.2%	83.2%	-21.5%					
加: 公允价值变动收益	-	4.8	-	-	-	净资产增长率	157.7%	10.3%	16.1%	15.5%	16.9%					
投资和汇兑收益	0.1	0.7	-	-	-	盈利能力										
营业利润	57.4	81.3	155.1	215.3	255.1	毛利率	50.3%	52.3%	54.9%	51.4%	49.5%					
加: 营业外净收支	1.2	3.9	-0.2	-0.2	-0.2	营业利润率	21.4%	25.9%	27.7%	26.8%	25.7%					
利润总额	58.6	85.2	154.9	215.0	254.8	净利率	19.3%	25.5%	23.4%	22.6%	22.2%					
减: 所得税	7.0	6.8	18.6	25.8	30.6	EBITDA/营业收入	42.2%	46.9%	30.2%	28.3%	27.2%					
净利润	51.6	80.0	130.8	181.7	219.9	EBIT/营业收入	35.4%	39.4%	27.8%	26.4%	25.3%					
资产负债表						运营效率										
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	252	261	177	140	129					
货币资金	446.9	261.1	511.4	348.7	705.6	流动营业资本周转天	307	293	92	64	66					
交易性金融资产	-	166.8	166.8	166.8	166.8	流动资产周转天数	755	936	565	421	409					
应收票据及应收账款	178.4	222.9	135.1	403.2	286.1	应收帐款周转天数	231	230	115	120	125					
其他应收款	1.3	0.8	5.9	2.3	7.2	存货周转天数	191	189	80	22	23					
预付帐款	4.6	4.5	12.3	13.8	16.1	总资产周转天数	1,105	1,310	812	612	582					
存货	150.3	180.0	70.0	30.0	94.1	投资资本周转天数	601	612	318	251	235					
其他流动资产	5.6	11.0	7.3	8.0	8.8	投资回报率										
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.2%	8.9%	12.6%	15.2%	15.7%					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	6.4%	10.5%	13.2%	12.6%					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	13.6%	16.7%	23.1%	47.1%	30.5%					
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率										
固定资产	196.8	259.4	291.9	335.6	373.1	销售费用率	4.6%	4.3%	4.4%	4.2%	4.1%					
在建工程	31.4	51.3	66.8	88.1	82.9	管理费用率	9.1%	9.5%	10.0%	9.5%	9.3%					
无形资产	33.2	32.6	31.7	30.7	29.7	研发费用率	10.8%	11.2%	11.2%	10.0%	9.5%					
其他非流动资产	19.8	27.7	5.0	5.0	5.0	财务费用率	2.7%	1.6%	0.1%	-0.4%	-0.4%					
资产总额	1,068.4	1,218.2	1,304.1	1,432.2	1,775.3	三费/营业收入	27.2%	26.5%	25.7%	23.3%	22.5%					
短期债务	75.2	121.3	-	-	-	偿债能力										
应付票据及应付账款	67.8	109.6	42.0	88.5	78.6	资产负债率	22.2%	24.7%	18.4%	14.2%	19.1%					
其他应付款	0.8	1.8	65.4	43.3	84.8	负债权益比	28.5%	32.8%	22.5%	16.5%	23.6%					
其他流动负债	69.0	34.0	127.3	66.1	170.4	流动比率	3.70	3.18	3.87	4.92	3.85					
长期借款	-	10.0	-	-	-	速动比率	2.99	2.50	3.57	4.76	3.57					
其他非流动负债	24.2	24.5	5.0	5.0	5.0	利息保障倍数	12.96	25.36	256.20	-65.53	-63.31					
负债总额	237.1	301.2	239.8	202.9	338.7	分红指标										
少数股东权益	-	21.1	26.6	34.2	38.6	DPS(元)	0.20	-	0.13	0.24	0.17					
股本	77.3	77.3	101.4	101.4	101.4	分红比率	29.9%	0.0%	10.0%	13.3%	7.8%					
留存收益	754.0	818.6	936.3	1,093.8	1,296.6	股息收益率	0.4%	0.0%	0.3%	0.5%	0.4%					
股东权益	831.3	917.0	1,064.3	1,229.4	1,436.5											
现金流量表						业绩和估值指标										
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E					
净利润	51.6	78.4	130.8	181.7	219.9	EPS(元)	0.67	1.04	1.29	1.79	2.17					
加: 折旧和摊销	18.8	23.4	13.0	16.0	18.7	BVPS(元)	10.76	11.59	10.24	11.79	13.79					
资产减值准备	2.7	-	-	-	-	PE(X)	71.1	45.9	36.8	26.5	21.9					
公允价值变动损失	-	-4.8	-	-	-		4.4	4.1	4.6	4.0	3.4					
财务费用	8.3	4.1	0.6	-3.2	-4.0	P/FCF	-136.7	-218.5	22.8	-33.0	13.0					
投资收益	-0.1	-0.7	-	-	-	P/S	13.70	11.69	8.61	5.99	4.85					
少数股东损益	-	-1.7	5.5	7.6	4.4	EV/EBITDA	21.6	30.1	24.7	19.1	14.8					
营运资金的变动	-68.7	-53.4	266.3	-265.4	187.1	CAGR(%)	54.2%	42.0%	42.8%	54.2%	42.0%					
经营活动产生现金流	20.0	33.5	416.2	-63.4	426.2	PEG	1.3	1.1	0.9	0.5	0.5					
投资活动产生现金流	-44.6	-253.6	106.8	-80.0	-50.0	ROIC/WACC	1.3	1.6	2.2	4.5	2.9					
融资活动产生现金流	443.3	0.5	-105.9	-19.3	-19.2	REP	4.0	4.7	4.8	1.3	2.4					

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明 C004