

瑞丰新材 (300910.SZ)

润滑油添加剂国内龙头，千亿市场国产替代进入跑马圈地期

公司概况: 公司是国内无碳纸显色剂产品开创者和领导者，目前已成为全球最大的无碳纸显色剂供应商之一，2019年占全球34.06%的份额。与此同时公司自1999年进入润滑油添加剂领域，现已成长为国内民营润滑油添加剂领先企业之一，截至2019年占全球及国内市场份额分别为0.89%及2.75%。

润滑油添加剂全球千亿市场进口替代空间大: 润滑油添加剂作为润滑油的重要成分，一般占到润滑油总体比例约2%~30%。2019年全球润滑油添加剂需求量465万吨（国内占比约21%），市场规模达到151亿美元，其中85%的市场份额被全球“四大家”路博润、瑞英联、雪弗兰奥奈伦、雅富顿垄断。国内市场国企及地方民企生产的润滑油产品已经占据国内70%左右的份额，但其目前使用的润滑油复合剂产品目前仍然主要依赖国外添加剂公司的进口及国内合资企业的生产。国内润滑油添加剂企业经过过去十几年的发展已经形成了较为明确的竞争格局，行业具备进入壁垒高，客户粘性强的特点，目前瑞丰新材、无锡南方、康泰股份、上海海润等少数几家企业位列国内第一梯队，在国内市场具备较强的竞争力。随着汽车工业向国内转移以及国内润滑油添加剂自主标准的确立，国内润滑油添加剂企业中长期来看还具备非常大的进口替代空间。

公司领跑国内润滑油添加剂第一梯队，产能释放带动未来持续快速增长:

截至2020年上半年公司共有润滑油添加剂产能9.6万吨，在建项目全部达产后公司将会实现产能翻倍左右增长。同时我们看好公司产品渗透率还有较大提升空间：1）公司已具备润滑油单剂大部分品种的自给能力，并且已经成功进入到复合剂市场。随着未来几年润滑油添加剂国产化替代加速，公司产能布局领先，市场开拓有力，有望一马当先；2）公司是中石化和中石油旗下润滑油的重要供应商，中石化资本于2019年成为公司第二大股东，强强联合后我们看好公司品牌价值的提升以及市场份额的逐步扩大，未来公司综合竞争力有望得到进一步增强；3）四大家润滑油添加剂企业纷纷在国内建厂，公司有望开拓并加强与国际知名润滑油添加剂企业合作。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司2020~2022年的归母净利润分别为1.86、3.02及4.05亿元，分别对应52.2、32.1及24.0倍PE，我们选择精细化工领域成长型标的作为可比公司，公司作为润滑油添加剂行业龙头，产品具备较强消费属性，在建项目产能将于未来三年逐步释放，公司处于快速成长期，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示: 项目建设进度不及预期、原材料价格大幅波动的风险、行业竞争加剧导致产品价格下跌、安全生产的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	530	657	911	1,471	1,955
增长率 yoy (%)	13.9	23.8	38.7	61.5	32.9
归母净利润(百万元)	57	98	186	302	405
增长率 yoy (%)	25.0	73.8	88.7	62.7	34.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.38	0.66	1.24	2.01	2.70
净资产收益率 (%)	12.9	11.2	17.9	22.7	23.4
P/E (倍)	171.2	98.5	52.2	32.1	24.0
P/B (倍)	22.1	11.1	9.3	7.3	5.6

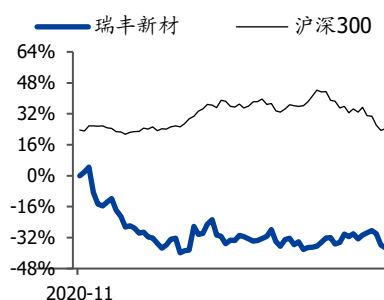
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	化学制品
最新收盘价	64.62
总市值(百万元)	9,693.00
总股本(百万股)	150.00
其中自由流通股(%)	23.71
30日日均成交量(百万股)	1.25

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号: S0680518030010

邮箱: luoyating@gszq.com

相关研究



内容目录

1.公司概况	5
2.润滑油添加剂全球千亿市场进口替代空间大	7
2.1 润滑油添加剂是润滑油产品的精髓	7
2.2 亚太地区已成为全球润滑油消费增长最快的区域，带动添加剂消费增长	8
2.3 全球润滑油添加剂供应 85%被全球“四大家”高度垄断，国内企业进口替代空间大	11
2.4 润滑油添加剂行业具备高客户壁垒、高客户粘性的特点	12
2.5 开发国内自主标准，有利于国内企业加速追赶	12
2.6 新能源汽车同样需要高质量的润滑油	12
3.公司领跑国内润滑油添加剂第一梯队，产能释放带动未来持续快速增长	13
3.1 在建项目饱满，产能释放带动公司未来业绩持续增长	13
3.2 把握优质客户资源，公司产品渗透率还有较大提升空间	14
3.3 研发驱动产品创新	16
4.无碳纸显色剂业务稳健经营，未来在公司业务比重将逐渐降低	16
5.盈利预测与投资建议	18
6.风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 近几年公司营业收入构成 (亿元)	6
图表 3: 近几年公司毛利收入构成 (亿元)	6
图表 4: 近几年公司营业收入情况	6
图表 5: 近几年公司归母净利润情况	6
图表 6: 近几年公司毛利率及净利率情况	7
图表 7: 过去几年公司费用率情况	7
图表 8: 公司股权结构及子公司情况	7
图表 9: 普通润滑油单位成本构成	8
图表 10: 润滑油添加剂产业链	8
图表 11: 全球润滑油表观消费量	9
图表 12: 全球润滑油消费区域分布	9
图表 13: 2015 年和 2021 年全球各地区润滑油需求份额变化情况 (%)	9
图表 14: 中国润滑油表观消费量	10
图表 15: 国内润滑油行业供应格局	10
图表 16: 全球润滑油添加剂需求量及市场规模	10
图表 17: 全球润滑油添加剂消费占比	10
图表 18: 中国润滑油添加剂需求量	10
图表 19: 全球润滑油添加剂供应格局	11
图表 20: 国内主要润滑油添加剂生产商	12
图表 21: 不同汽车类型对润滑油的需求	13
图表 22: 公司润滑油添加剂产品产能 (吨)	13
图表 23: 公司上市募投项目规划产能	14
图表 24: 公司超募资金使用项目	14
图表 25: 公司添加剂产品市场占有率	15
图表 26: 过去几年公司向中石化销售额 (万元)	15

图表 27: 四大家润滑油添加剂企业在国内布局.....	16
图表 28: 无碳纸显色剂作用示意图	17
图表 29: 全球无碳纸显色剂消费量 (万吨)	17
图表 30: 我国无碳纸显色剂消费量 (万吨)	17
图表 31: 公司主营业务收入及毛利预测.....	18
图表 32: 公司与可比公司估值 (股价截至 2021 年 3 月 10 日, 其他公司 EPS 取自 Wind 一致预期)	18

1. 公司概况

公司成立于1996年，通过自主研发无碳纸显色剂产品实现进口替代，是国内该类产品的开创者和领导者，目前公司已成为全球最大的无碳纸显色剂供应商之一，年产能1万吨，2019年占全球34.06%的份额。与此同时，公司自1999年进入润滑油添加剂领域，现已成长为国内民营润滑油添加剂领先企业之一，处于国内润滑油添加剂生产企业第一梯队，截至2019年占全球及国内市场份额分别为0.89%及2.75%，产品涵盖清净剂、分散剂、ZDDP、高温抗氧化剂、汽机油复合剂、柴机油复合剂、船用油复合剂、工业油复合剂及燃料油清净剂等四十多个种类一百多个产品，目前产能合计9.6万吨，中长期来看还有较大发展空间。

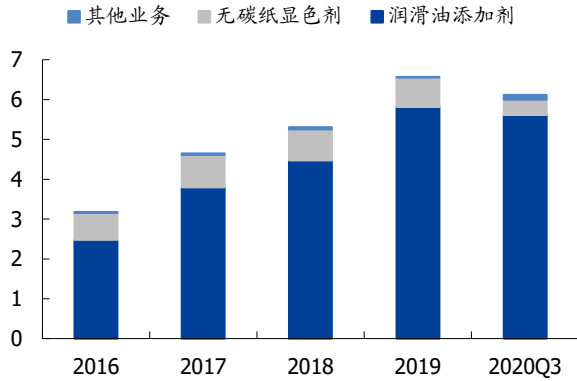
图表1: 公司发展历程

主要发展节点	无碳纸显色剂领域	润滑油添加剂领域
1996年，公司成立	自主研发并生产销售活性白土类型固体显色剂和酚醛类树脂显色剂，填补国内空白	-
1999年	水杨酸锌与酚醛类树脂结合的树脂型显色剂开发成功并投放市场	开始研发润滑油添加剂产品
2002年	瑞丰树脂显色剂已占领国内主要市场，并开始出口	硫化烷基酚钙类清净剂产品开始工业化生产
2003年	树脂显色剂项目获河南省科技进步一等奖	-
2004年	树脂显色剂获河南省重大科技成果攻关项目	硫化烷基酚钙产品通过中石化技术准入成为中石化合格供应商，并实现首批出口订单
2005年	树脂显色剂代表河南省参评国家技术发明奖	硫化烷基酚钙通过河南省科技鉴定，获省科技成果；磺酸盐类清净剂开始工业化
2007年	-	清净剂产品逐步为市场所认知，并实现了规模化生产和销售。
2009年	-	高温抗氧化剂产品及抗氧化剂技术逐渐成熟，产品开始推向市场
2011年	持续研发，不断丰富生产线，满足客户个性化需求	高温抗氧化剂和抗氧化剂开始实现批量化生产
2013年		开始调制生产复合剂产品，并开始外购并销售少量分散剂产品；当年油品添加剂销售收入首次超过无碳纸显色剂销售收入
2014年		自主研发分散剂产品，并开始对外销售自主产品
2016年		拓展清净剂产品
2017年	-	开始在沧州化工园区建设新的润滑油添加剂产品生产厂区
2018年	-	设立台架试验中心和行车试验中心，提升润滑油添加剂复合剂的研发和应用能力
2019年	-	公司复合剂产品线及产品等级全面快速发展；同时中石化资本对公司进行产业投资，双方进行资源对接，优势互补，形成合力，共同做大润滑油添加剂产业
2020年	-	成功研发新型分散剂产品；柴机油 CH-4 级别复合剂、汽机油 SN 级别复合剂通过第三方权威机构的台架测试；新设立船用油事业部、工业油事业部，向船用油、工业油领域扩展。

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

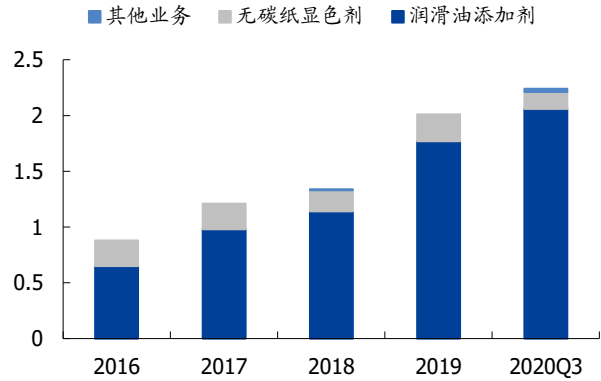
公司主营业务收入和毛利主要来自润滑油添加剂及无碳纸显色剂产品，其中润滑油添加剂过去几年占营业收入和毛利的比重均高于80%且相对增速较快，而无碳纸显色剂业务过去几年保持了较为稳定的发展，占比逐年下降。2020年三季度，润滑油添加剂业务实现营业收入和毛利分别为5.61及2.06亿元，占比均达到92%的水平，已成为公司最核心的业务。

图表2: 近几年公司营业收入构成(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

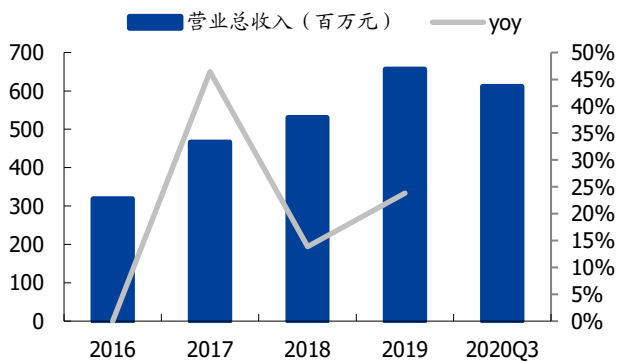
图表3: 近几年公司毛利收入构成(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

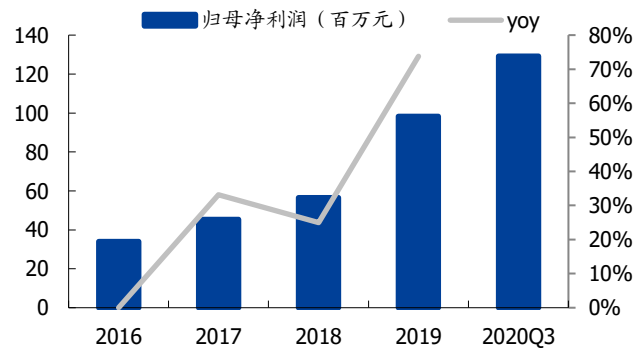
随着产销量的不断增长,过去几年公司营业收入及归母净利润均呈现逐年增长的态势。2016~2019年公司营业收入复合增速为19.87%,归母净利润复合增速为30.42%。根据公司最新披露的业绩预告,预计2020年实现归母净利润17,705万元-19,673万元,同比增长80%~100%。

图表4: 近几年公司营业收入情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

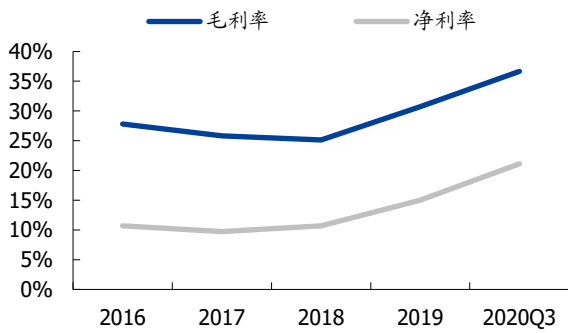
图表5: 近几年公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

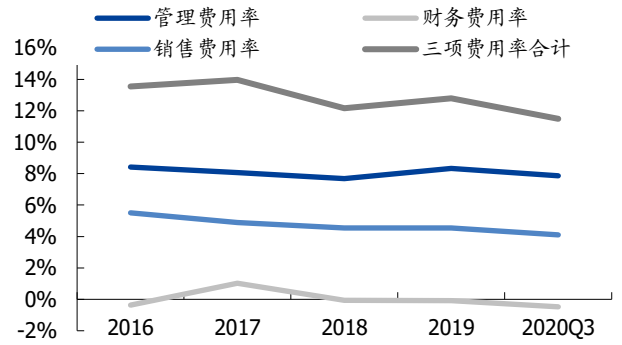
公司过去几年三项费用率整体呈现下降趋势,2020年前三季度三项费用率合计为11.49%,自2018年至2020年公司毛利率稳步上行,主要得益于2018年公司上调产品售价、原材料价格下跌、增值税率下调等因素。2020年前三季度公司毛利率及净利率分别为36.66%及21.12%。

图表 6: 近几年公司毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

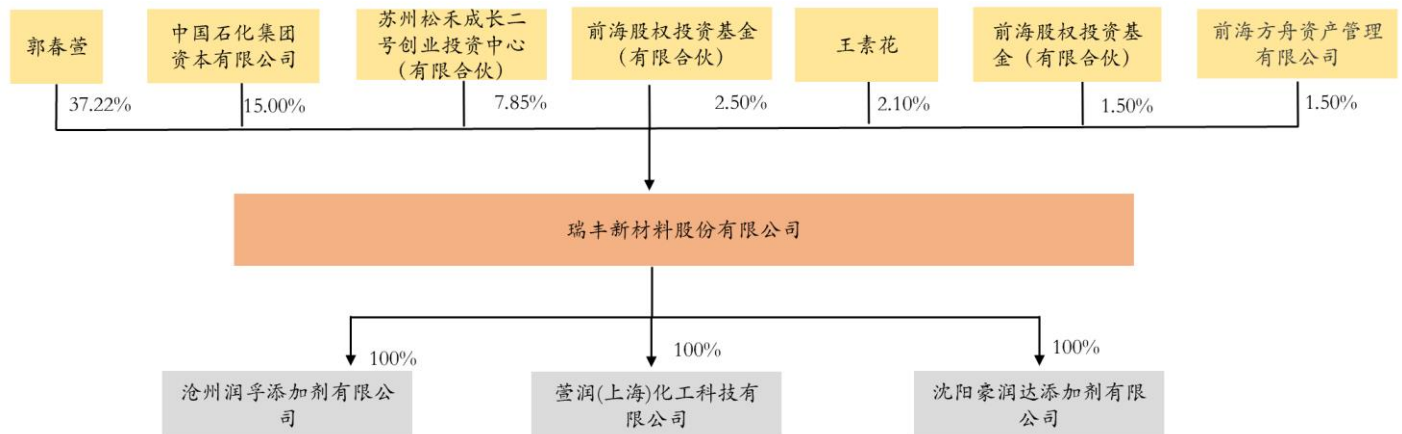
图表 7: 过去几年公司费用率情况



资料来源: 国盛证券研究所

公司股权结构较为集中, 实际控制人郭春萱, 持有公司 37.22% 股权, 作为公司创始人, 现任公司董事长及总经理。中国石化集团资本有限公司是公司第二大股东, 是中石化旗下投资管理平台, 于 2019 年向公司投入资金 3.4 亿元, 现持有公司 15% 股权。

图表 8: 公司股权结构及子公司情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 润滑油添加剂全球千亿市场进口替代空间大

2.1 润滑油添加剂是润滑油产品的精髓

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, 而添加剂起到弥补和改善基础油性能的作用, 可以说是润滑油的精髓, 一般占到润滑油总体比例约 2%~30%。以康普顿为例, 添加剂占其普通润滑油成本的 10.8% 左右。

图表 9: 普通润滑油单位成本构成

	单位成本 (元/吨)	占比
直接材料-基础油	6701.7	
直接材料-添加剂	1024.2	10.8%
包装物	1227.63	12.9%
直接人工	103.47	1.1%
制造费用	451.4	4.7%
合计	9508.4	100.0%

资料来源: 康普顿招股说明书, 国盛证券研究所

润滑油添加剂是指添加入润滑油内, 在一定程度上改变润滑油产品质量和性能的添加助剂, 下游广泛应用于汽车发动机、航空航天发动机油、铁路机车发动机油、船舶发动机油、工业润滑油、润滑脂、乳化炸药等领域。按照功能分类, 润滑油添加剂可以分为单剂和复合剂。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、抗氧抗腐剂、增粘剂、降凝剂、抗氧防胶剂、乳化剂等, 每种单剂都能满足润滑油生产商特定的需求。复合剂是由多种单剂按照一定比例调配而成的混合物, 具有多种特性, 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。开发过程中往往要进行大量的分析、检测和模拟评定工作, 还要按照难易程度逐一通过规定的发动机台架试验。在这个过程中, 需要不断修正完善配方, 最后进行行车试验。复合剂便于使用和销售, 国内外大多数润滑油采用复合剂生产。

图表 10: 润滑油添加剂产业链

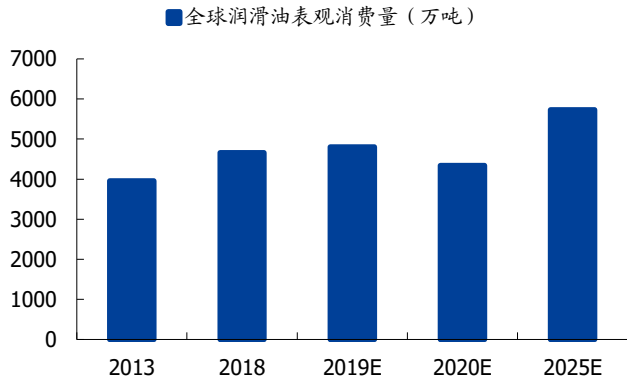


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2.2 亚太地区已成为全球润滑油消费增长最快的区域, 带动添加剂消费增长

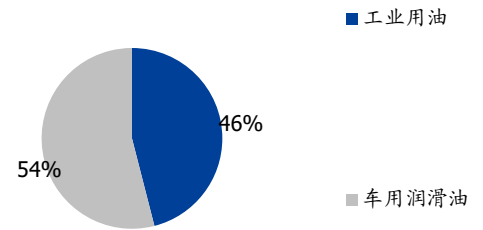
2019年全球润滑油消费量达到4800万吨, 年均增速约3.5%, 其中车用油占比达到54%, 工业用油占比为48%。

图表 11: 全球润滑油表观消费量



资料来源: 国家统计局, 智研咨询, 国盛证券研究所

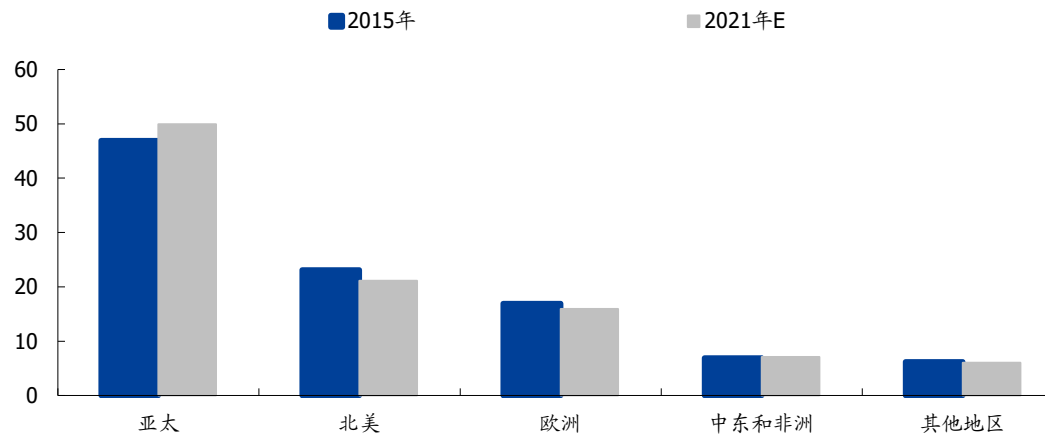
图表 12: 全球润滑油消费区域分布



资料来源: 中国润滑油网, 国盛证券研究所

过去几年, 亚太地区润滑油需求量份额快速增长, 预计到 2021 年全球占比将达到 49.9%, 较 2015 年增加 3 个百分点。

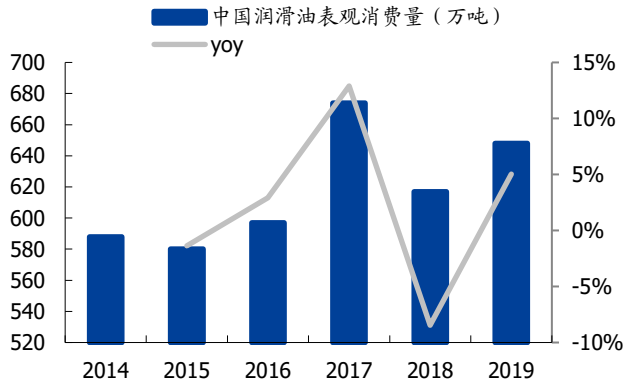
图表 13: 2015 年和 2021 年全球各地区润滑油需求份额变化情况 (%)



资料来源: 中国润滑油网, 国盛证券研究所

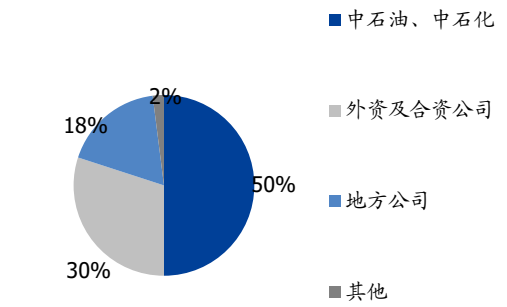
2019 年国内润滑油行业消费量达到 649 万吨, 按照 2019 年 5483 元/吨的价格测算对应市场规模 355 亿元。从国内润滑油行业竞争格局来看, 两桶油旗下的昆仑润滑油及中石化旗下的长城润滑油凭借资源、品牌优势合计占据了国内约 50% 的市场份额, 跨国企业包括埃克森美孚、壳牌、BP、福斯等外资品牌主要定位高端市场, 具备较强的研发能力、技术优势以及品牌优势, 大概占国内 30% 的份额, 除此之外国内还有一批地方民营润滑油企业, 包括龙蟠科技、康普顿等大约占国内 18% 的份额。

图表 14: 中国润滑油表观消费量



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

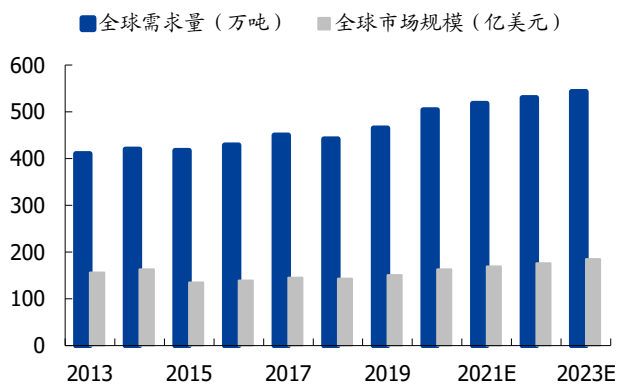
图表 15: 国内润滑油行业供应格局



资料来源: 艾媒研究院, 国盛证券研究所

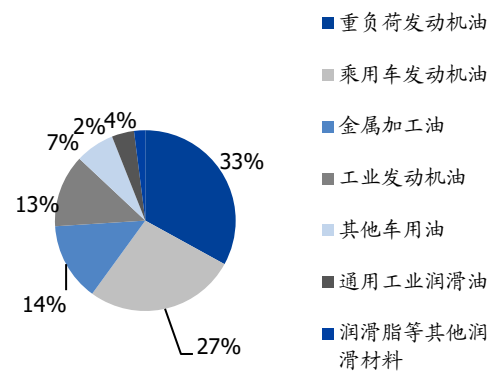
2019 年全球润滑油添加剂需求量 465 万吨, 市场规模达到 151 亿美元, 其中车用润滑油添加剂应用占比最大, 高达 60%; 其次为工业领域润滑油添加剂, 应用比重为 27%。

图表 16: 全球润滑油添加剂需求量及市场规模



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 17: 全球润滑油添加剂消费占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2019 年国内润滑油添加剂需求量 95.9 万吨, 年均增长率为 4.2%, 根据克莱恩及上海市润滑油品行业协会的相关资料, 预计到 2023 年, 我国润滑油添加剂需求量将增长至 112 万吨。

图表 18: 中国润滑油添加剂需求量

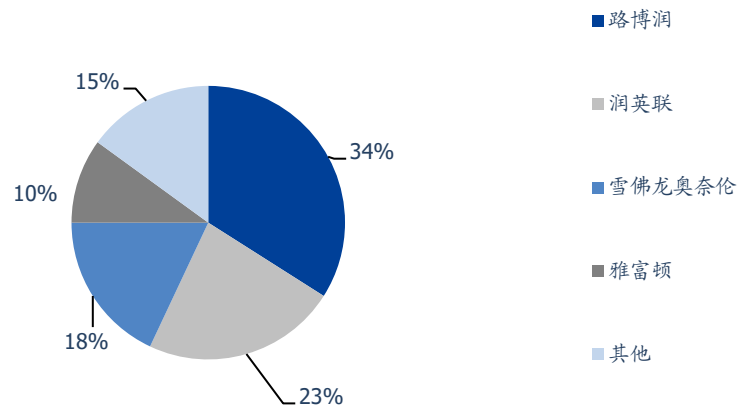


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2.3 全球润滑油添加剂供应 85%被全球“四大家”高度垄断，国内企业进口替代空间大

全球润滑油添加剂供应高度集中，全球“四大家”路博润、润英联、雪佛龙奥奈伦、雅富顿等垄断了全球约 85% 的市场份额，主要销售复合剂产品，其生产的单剂一般都是自用，同时会向外部单剂厂商采购其不生产或者产能不足的单剂产品。这四家企业介入润滑油添加剂领域时间较早，在产品系列、规模、品牌效应、研发及专利等方面具备较强优势。除此之外，国外还有科聚亚、巴斯夫、范德比尔特、罗曼克斯等产生部分单剂为主的润滑油添加剂公司，虽然受规模限制产能较小，但由于其在各自专业领域也具备较强研发实力，因此也占据全球一定的市场份额。

图表 19: 全球润滑油添加剂供应格局



资料来源:《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，国盛证券研究所

虽然国内市场国企及地方民企生产的润滑油产品已经占据国内 70% 左右的份额，但其目前使用的润滑油复合剂产品目前仍然主要依赖国外添加剂公司的进口及国内合资企业的生产。国内润滑油添加剂企业经过过去十几年的发展已经形成了较为明确的竞争格局，瑞丰新材、无锡南方、康泰股份、上海海润等少数几家企业位列国内第一梯队，在国内市场具备较强的竞争力。

图表 20: 国内主要润滑油添加剂生产商

公司名称	产能	备注	经营指标
瑞丰新材	截至 2020 年上半年单剂产能 6.3 万吨, 复合剂产能 3 万吨。		2019 年收入 6.57 亿元, 实现归母净利润 0.98 亿元。2020 年预计实现归母净利润 1.77 元至 1.97 万元。
康泰股份	其销售的润滑油添加剂分为自产和外购两部分	2020 年 12 月利安隆公告拟收购。	2019 年收入 5.61 亿元, 实现归母净利润 0.53 亿元。2020 年上半年收入 2.08 亿元, 归母净利润 0.21 亿元。
天合化工	润滑油添加剂产能 20 万吨。	2020 年 6 月港股强制退市, 公司因涉及多起诉讼执行案件, 已被列入失信被执行人名单。	2018 年营业收入 10.61 亿元, 净利润为 1.31 亿元; 2019 年上半年营业收入 3.23 亿元, 净利润为 0.92 亿元。
无锡南方	年产各种润滑油添加剂 5 万吨生产能力, 其中单剂产量 3 万吨、复合剂产量 2 万吨。	主要为中石化、中石油、铁道部等下属企业配套生产各种中高质量润滑油。	
上海海润	复合剂产能 4 万吨, 国内实际产量最大的内燃机油复合剂供应商。	中石化和润英联共同投资建设的合资公司。	

资料来源: 招股说明书, Wind, 各公司网站, 国盛证券研究所

2.4 润滑油添加剂行业具备高客户壁垒、高客户粘性的特点

润滑油添加剂行业具备较高的技术准入门槛。由于润滑油添加剂在润滑油产品中起到至关重要的作用, 为了验证产品功能, 下游润滑油企业会通过大量的产品检测、台架评定、模拟评定或行车试验等手段来检验添加剂单剂或复合剂产品的性能是否符合其技术标准, 除此之外对产品的安全性以及环保性还有着越来越高的要求。而一旦产品准入后将会形成较为稳固的客户关系。

2.5 开发国内自主标准, 有利于国内企业加速追赶

过去由于发动机的研发主要由跨国企业所垄断, 我国的发动机润滑油标准从 20 世纪 80 年代, 一直沿用 API (美国石油学会标准), 导致国内润滑油添加剂企业存在后发劣势。2016 年 9 月, 中国内燃机学会发起, 同时联合中国汽车工程学会、石化标委会以及行业内添加剂、润滑油和汽车制造商等成立发动机润滑油中国标准开发创新联盟, 联盟的核心目标是力争在五年内通过研究中国当前具有代表性的发动机机型, 开发与之配套的润滑油自主标准, 有利于国内企业大幅度降低润滑油台架的建设和维护成本, 让润滑油添加剂企业可以加速追赶外资企业的步伐。

2.6 新能源汽车同样需要高质量的润滑油

市场担忧随着新能源汽车产销量的逐步增加, 会使得润滑油消费量大幅减少。但事实上新能源汽车同样需要添加高质量的油品。其中混动汽车由于依旧有内燃机动力系统, 因此在润滑油的使用上与传统汽车基本一致, 而纯电动车汽车不需要内燃机油, 但其他部

件依然需要添加润滑油，并且还增加了对电池冷却液、电池外壳的腐蚀抑制剂以及电机轴承润滑脂等。与此同时，由于新能源汽车的系统更加复杂，因此对油品的物理及化学性能提出了更高的要求。

图表 21: 不同汽车类型对润滑油的需求

汽车类型	油品应用部分					
	发动机	变速箱	连接件	减震器	冷却系统	制动系统
传统汽车	✓	✓	✓	✓	✓	✓
混动汽车	✓	✓	✓	✓	✓	✓
纯电汽车		✓	✓	✓	✓	✓

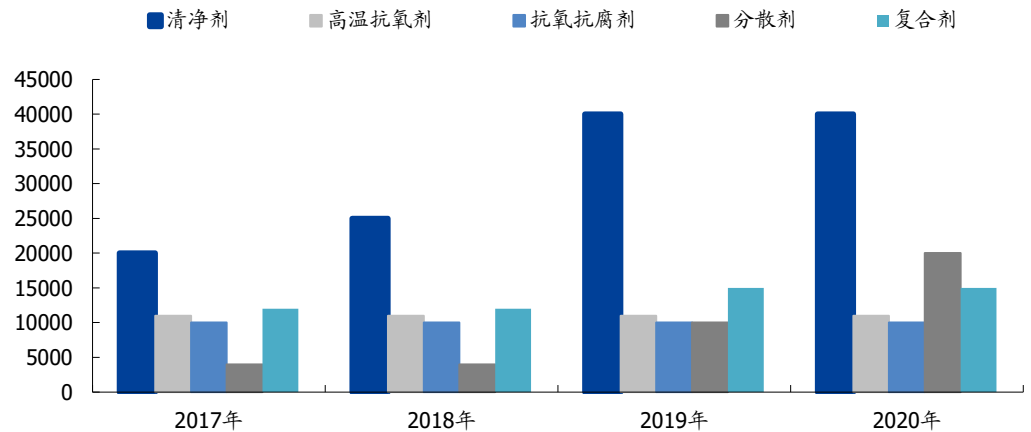
资料来源: 中国润滑油信息网, 国盛证券研究所

3. 公司领跑国内润滑油添加剂第一梯队, 产能释放带动未来持续快速增长

3.1 在建项目饱满, 产能释放带动公司未来业绩持续增长

截至 2020 年上半年公司共有润滑油添加剂产能 9.6 万吨, 包括 8.1 万吨单剂及 1.5 万吨复合剂, 在建项目全部达产后公司将会实现翻倍左右增长。

图表 22: 公司润滑油添加剂产品产能 (吨)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司目前在建项目包括: 1) IPO 上市募投项目, 计划投资 3.4 亿元用于生产 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, 扣除用于调制复合剂的单剂产能, 实际可供出售的产能为 48470 吨单剂及 1.28 万吨复合剂。公司预计该项目达产后将实现销售收入 6.18 亿元, 实现利润总额 1.30 亿元, 净利润 9786.62 万元。

图表 23: 公司上市募投项目规划产能

项目具体内容	设计产能 (吨)	实际可供销售产能 (吨)	备注	
单剂	硫化烷基酚钙系列产品 (清净剂)	10,000	6,720	3,280 吨用于调制复合剂
	磺酸盐系列产品 (清净剂)	20,000	16,640	3,360 吨用于调制复合剂
	烷基硫代磷酸锌系列产品 (ZDDP)	20,000	16,920	3,080 吨用于调制复合剂
	无灰分散剂产品	10,000	8,190	1,810 吨用于调制复合剂
复合剂	复合剂产品	12,800	12,800	
	72,800	61,270		

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2) 使用超募资金投资“润滑油添加剂研发中心项目”及“年产 15200 吨润滑油添加剂系列产品技术改造项目”, 拟于 2021 年底完工。该项目在原厂区内对润滑油添加剂系列产品项目进行技术改造, 通过生产线技术设备革新, 完善试验、实验和检测设备能力, 增加环保处理设施, 调整温度压力等工艺参数, 筛选更为先进的催化剂品种, 调整产品结构, 增强质量稳定性, 使得生产效率提高。项目建成后形成 1.52 万吨/年润滑油添加剂产能, 分别为 2,800 吨/年工业用油复合剂系列产品、2,400 吨/年有机钼和磷酸脂抗磨剂及粘指剂生产线、10,000 吨/年烷基水杨酸钙等生产线及配套设施。

图表 24: 公司超募资金使用项目 (万元)

序号	超募资金使用项目	总投资额	使用超募资金额	建设期
1	润滑油添加剂研发中心项目	13,500.00	13,000.00	12 个月
2	年产 15200 吨润滑油添加剂系列产品技术改造项目	3,500.00	3,500.00	12 个月

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3) 6 万吨/年润滑油添加剂锡类产品技术改造项目 (二期), 本次二期工程投资 3500 万元, 主要在现有生产线基础上进行改造建设 15000t/a 烷基二硫代磷酸锌项目 (RF2202)、2500t/a 二正丁基二硫代氨基甲酸酯项目 (RF3323)、2000t/a 3,5-二叔丁基-4-羟基苯基丙酸异辛酯项目 (RF1135)、500t/a 2,2-硫代双[3-(3,5-二叔丁基-4-羟基苯基)丙酸乙酯]项目 (RF1135) 共计 4 个产品, 达产后将新增产能 2 万吨。

我们认为公司已具备润滑油单剂大部分品种的自给能力, 并且已经成功进入到复合剂市场。随着未来几年润滑油添加剂国产化替代加速, 公司产能布局领先, 市场开拓有力, 有望在进口替代进程中一马当先。

3.2 把握优质客户资源, 公司产品渗透率还有较大提升空间

1) 国内客户渗透率有望逐步增加: 经过近 20 年的快速发展, 公司已经成长为国内民营润滑油添加剂领先企业之一, 目前公司不仅已经成为国内最大润滑油品牌中石化旗下的长城润滑油和中石油旗下的昆仑润滑油的合格供应商, 还与莱茵化学 (青岛) 有限公司、中信金属材料 (香港) 有限公司、青岛康普顿石油化工有限公司、锦州康泰润滑油添加剂股份有限公司、山东零公里润滑科技有限公司等国内知名公司建立了良好的合作关系, 随着产能的逐步释放, 过去几年在下游客户中渗透率快速增长, 公司在国内市场及国际市场的市占率也在逐步增加, 2020 年这一趋势还在进一步延续。

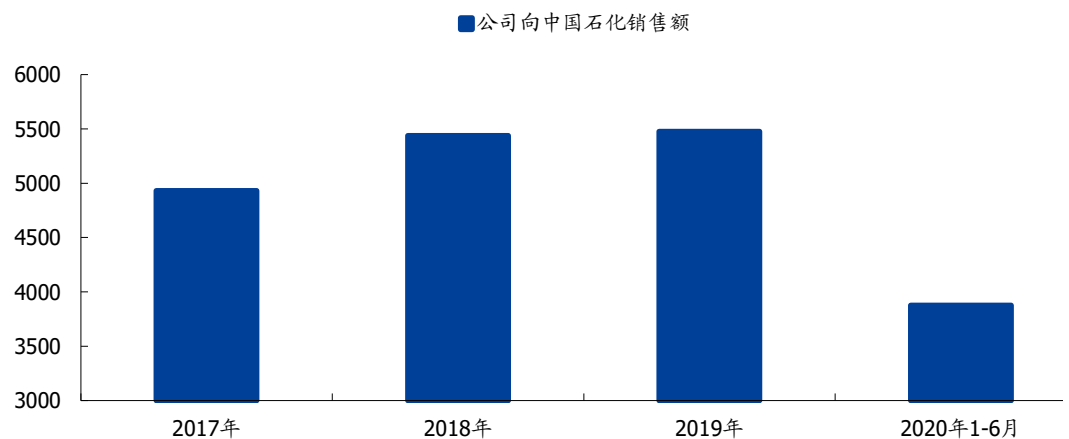
图表 25: 公司添加剂产品市场占有率

产品	2017年	2018年	2019年
瑞丰新材润滑油添加剂销量(万吨)	2.90	3.30	4.16
其中: 境内添加剂销量(万吨)	2.12	2.47	2.64
国内市场容量(万吨)	88.1	91.9	95.9
国际市场容量(万吨)	450	442	465
国内市场占有率	2.40%	2.69%	2.75%
国际市场占有率	0.64%	0.75%	0.89%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

牵手中石化资本有望实现强强联合。中石化是公司在国内最主要的客户之一, 公司自2003年起即与其体系内客户开展添加剂合作, 目前已经成为中石化稳定的润滑油添加剂产品的重要供应商之一, 2020年1-6月公司向其销售润滑油添加剂产品3876.50万元。中石化系统内从事润滑油添加剂业务的主要为上海海润, 是中石化与润英联的合资企业, 主要生产复合剂, 并向瑞丰新材等公司采购单剂。为了实现在润滑油添加剂领域的强强联合, 更好的做大做强中石化旗下长城润滑油业务, 中石化资本于2019年9月以3.4亿元出资认购公司2250万股, 成为公司第二大股东。引入中石化资本后, 我们看好公司产品价值的提升以及市场份额的逐步扩大, 未来公司综合竞争力有望得到进一步极强。

图表 26: 过去几年公司向中石化销售额(万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2) 开拓并加强与国际知名润滑油添加剂企业合作: 随着全球汽车行业向国内转移, 全球四大家企业也纷纷在国内通过投资建厂、合资以及收购等方式布局国内市场。四大添加剂公司以对外直接销售复合剂产品为主, 单剂生产对环保要求较高, 随着国内对化工建厂要求逐步严格, 考虑到运输成本等问题, 四大家将越来越倾向于在本土直接寻求优质的单剂供应商为其复合剂调制提供单剂产品, 因此公司也在积极开拓并加强与四大企业在内的全球主要添加剂企业合作。

图表 27: 四大家润滑油添加剂企业在国内布局

	路博润珠海		润英联张家港		雪佛龙奥伦耐宁波	雅富顿苏州
	一期	二期	一期	二期		
总投资	67792.89 万元	66967.53 万元			投资规模以百万美元计量	1 亿美元
产能	设计生产能力为年产发动机油添加剂、驱动线油添加剂、工业油添加剂（复合剂）、燃料油添加剂共计 17.5 万吨	设计生产能力为年产酚盐 3.5 万吨、磺酸盐 5.8 万吨、抗氧化剂 2.2 万吨、液体硫化钠 14285.71 吨。	10 万吨润滑油添加剂（轿车 3.8 万吨+重柴 6.2 万吨）			石油添加剂 3000 吨, 金属加工液 2000 吨
投产时间			2016 年 3 月正式投产	2020 年 1 月启动		2018 年 10 月开工
占地面积			10 万平方米	占地面积逾 13 万平方米		

资料来源: 各公司网站, 国盛证券研究所

3) 发力复合剂市场: 除上海海润外, 国内大部分润滑油生产企业主要还是以生产单剂为主。复合剂是直接面向下游润滑油生产企业的产品, 目前主要由全球四大家企业所垄断。公司在保持单剂产品优势地位的情况下, 正在积极开拓复合剂市场。

3.3 研发驱动产品创新

经过 10 多年的持续研发创新, 已建立了以研发引导技术工艺, 以技术工艺推动产品创新的发展模式, 形成了独具自身特点的技术体系, 掌握了烷基苯磺酸盐、胺型抗氧剂、无灰分散剂、十二烷基酚、二烷基二硫代氨基甲酸酯、芳烷基取代羟基苯甲酸树脂多价金属盐等产品领域的 40 余项核心生产技术/工艺, 正在从事 10 多项生产技术或生产工艺的研发。

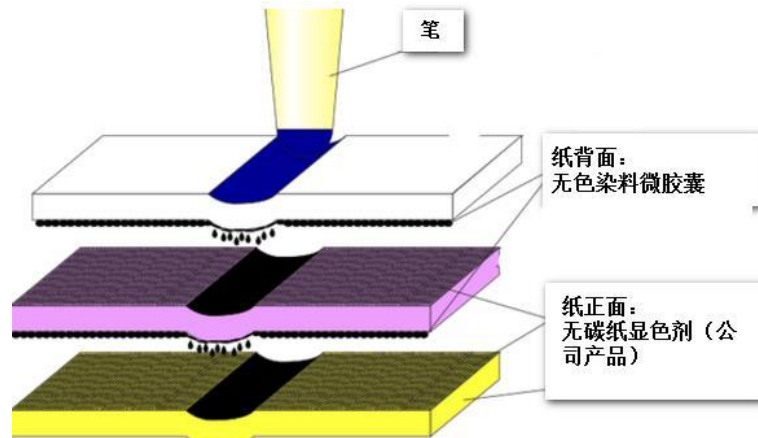
目前, 公司已获得授权国内发明专利 17 项、实用新型专利 3 项、国外发明专利 3 项, 并有多项国内外发明专利正在申请中, 具有多项在用的国内领先、填补国内空白甚至国际领先的技术工艺, 公司树脂型无碳复写纸专用显色剂曾荣获河南省科学技术进步一等奖, 高碱值硫化烷基酚钙生产工艺和高度胶体稳定性硫化烷基酚钙曾荣获河南省科学技术成果奖。在润滑油添加剂复合剂方面, 公司已自主掌握了 CF-4 级、CH-4 级、CI-4 级柴油机油复合剂配方工艺, SE 级、SF 级、SG 级、SJ 级、SL 级汽、SM 级、SN 级汽油机油复合剂配方工艺以及天然气发动机油复合剂、摩托车油复合剂、船用系统油、船用汽缸油复合剂、抗磨液压油复合剂等配方工艺。同时, 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, 以及船用汽缸油的 MAN 认证等认证工作。

4. 无碳纸显色剂业务稳健经营, 未来在公司业务比重将逐渐降低

公司无碳纸显色剂产品广泛用于采用无碳纸制作的各种多联的发票、收据、快递单、空

白打印纸等。无碳纸显色剂通常分为活性白土显色剂和树脂显色剂，树脂显色剂又可以分为酚醛类树脂显色剂和水杨酸类树脂显色剂。

图表 28: 无碳纸显色剂作用示意图

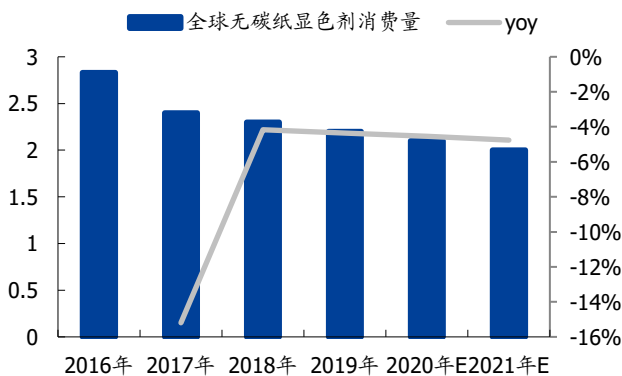


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

在上世纪 90 年代以前, 国内无碳纸显色剂主要从美国、日本等发达国家进口, 进口价格非常昂贵, 随着以公司为代表的国产企业推出了自己的产品后, 进口品牌经过多轮降价最后无奈退出中国市场。目前国内在售的无碳纸显色剂主要包括瑞丰新材、常熟聚和化学, 武陟县智辉科技、湛江丽科、南昌添丽特等不超过 10 家企业, 年产量超过千吨的企业仅有 3、4 家, 而进口已经明显减少, 主要包括欧美日等少数几家外资品牌。整体来看, 国内无碳纸显色剂行业已经形成了以公司一家独大的竞争格局, 不仅产量占据国内总产量的大部分比重, 并且具备自主知识产权, 产品质量较好, 甚至在全球范围内也具备较强的影响力。公司目前拥有无碳纸显色剂产能 1 万吨, 2019 年实现销量 0.75 万吨, 占全球及国内市场份额分别为 34.09%及 68.24%。

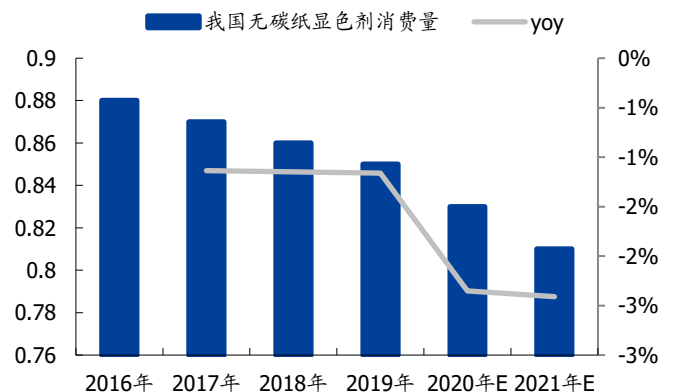
2019 年全球显色剂消费量约 2.2 万吨, 市场总量保持稳中略降, 其中国内消费量 0.85 万吨, 需求总体保持相对稳定, 波动较小, 未来随着电子化、无纸化的趋势, 预计国内市场需求未来将呈现逐年小幅下降, 在此背景下过去几年公司无碳纸显色剂业务销售量也呈现逐年小幅递减态势, 未来该业务占公司整体收入及利润的比重还将进一步缩小。

图表 29: 全球无碳纸显色剂消费量 (万吨)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 30: 我国无碳纸显色剂消费量 (万吨)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

- 1、营业收入：公司目前主营业务包括润滑油添加剂及无碳纸显色剂两大块，其中润滑油添加剂是主要来源，未来成长主要来自于在建项目产能的逐步释放，而无碳纸显色剂业务随着行业逐年萎缩我们预计每年将呈现小幅下降趋势，我们预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 9.11、14.71 及 19.55 亿元。
- 2、毛利率：我们预计公司 2020~2022 年综合毛利率分别为 36.7%、36.4%及 36.4%。
- 3、费用率：我们预计公司 2020~2022 年费用率为 10.1%、9.7%及 9.4%。
- 4、净利率：我们预计公司 2020~2022 年净利率为 20.4%、20.5%及 20.7%。

图表 31: 公司主营业务收入及毛利预测 (亿元)

	2020E	2021E	2022E
润滑油添加剂			
收入	8.39	14.00	18.85
毛利	3.10	5.11	6.88
毛利率	37.00%	36.50%	36.50%
无碳纸显色剂			
收入	0.73	0.71	0.70
毛利	0.50	0.50	0.50
毛利率	32.00%	32.00%	32.00%

资料来源: 国盛证券研究所

估值评级

相对估值法：我们预计公司 2020~2022 年的归母净利润分别为 1.86、3.02 及 4.05 亿元，分别对应 52.2、32.1 及 24.0 倍 PE，我们选择精细化工领域成长型标的作为可比公司，公司作为润滑油添加剂行业龙头，产品具备较强消费属性，在建项目产能将于未来三年逐步释放，公司处于快速成长期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 32: 公司与可比公司估值 (股价截至 2021 年 3 月 10 日, 其他公司 EPS 取自 Wind 一致预期)

		EPS				PE				股价
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
300596	利安隆	1.38	1.43	1.95	2.48	28.3	27.3	20.1	15.8	39.11
002810	山东赫达	0.85	1.26	1.75	2.32	61.0	41.3	29.8	22.5	52.09
605099	共创草坪	0.79	1.02	1.25	1.54	37.3	29.0	23.5	19.1	29.47
603181	皇马科技	0.92	0.79	1.01	1.23	18.8	21.9	17.1	14.1	17.26
平均						36.3	29.9	22.6	17.9	
300910	瑞丰新材	1.0300	1.24	2.01	2.70	62.7	52.2	32.1	24.0	64.62

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6.风险提示

项目建设进度不及预期: 公司目前在建项目较多, 若项目建设进度不及预期可能会影响我们对公司未来增长的预期。

原材料价格大幅波动的风险: 原材料占公司营业成本比例较高, 若原材料价格大幅波动, 可能会对公司经营业绩产生较大波动。

行业竞争加剧导致产品价格下跌: 如果未来行业新增产能过多导致产品供过于求, 可能会造成产品价格下跌。

安全生产的风险: 公司生产过程中的部分原料为易燃、易爆物质, 存在因生产操作不当或设备故障, 导致事故发生的可能, 从而影响公司生产经营的正常进行。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com