

单剂业务快速上量，复剂承载产业重任 买入（首次）

2021年03月16日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	657	872	1,262	1,823
同比（%）	23.8%	32.8%	44.7%	44.5%
归母净利润（百万元）	98	190	274	376
同比（%）	73.8%	93.2%	43.9%	37.4%
每股收益（元/股）	0.66	1.27	1.82	2.51
P/E（倍）	101	52	36	26

投资要点

■ **公司是国内润滑油单剂头部生产企业。**公司目前有新乡和沧州两个生产基地，新乡基地目前产能接近10万吨，沧州基地规划15万吨润滑油添加剂，一期工程6万吨正在实施过程中。产品包括清净剂、分散剂、抗氧剂等润滑油主流单剂。据全球咨询和研究公司克莱恩（Kline & Co）及上海市润滑油行业协会的统计，全球润滑油助剂不低于400万吨的体量，目前公司的产能及市占率还有提升空间广阔。

■ **技术进步带动润滑油助剂内部结构变化。**分散剂、清净剂和粘指剂是占比最大的三大功能助剂，合计占润滑油助剂需求的65-70%左右。随着发动机技术进步，抗氧剂的需求增速快过其他品种的需求增长。公司清净剂起家，随着业务发展逐步在抗氧剂、分散剂、抗磨剂等领域进行系统布局。

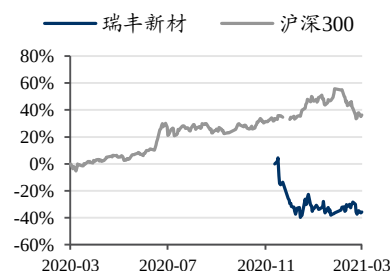
■ **润滑油助剂是典型的寡头垄断的产业格局。**路博润、润英联、雪佛龙、奥伦耐、雅富顿控制了全球85%的助剂市场，这些企业一方面影响着行业标准的制定，一方面通过单剂互供限制国内企业的发展。整体而言，国内的企业虽然成本优势明显，但是产业发展较慢。

■ **发动机/排放标准升级带动润滑油助剂产业快速发展。**国内的润滑油单剂成本优势明显，发动机技术升级带动润滑油升级，传统的润滑油发展空间相应扩大。中国政府开始关注润滑油助剂产业的自主可控问题，全方面引导相关产业的发展。国内相关企业中，公司具备做大做强的潜质。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020~2022年营业收入分别为8.72亿元、12.62亿元和18.23亿元，归母净利润分别为1.90亿元、2.74亿元和3.76亿元，每股收益分别为1.27元、1.82元和2.51元，当前股价对应PE分别为52X、36X和26X。考虑到公司在润滑油添加剂行业内的头部地位，以及国产化压力下市占率增长空间大，IPO募投项目助力公司业绩高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**润滑油复剂的市场推广不及预期，在建项目投产进度不及预期，油价大幅波动的风险，新能源车替代传统燃油车的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	66.25
一年最低/最高价	60.01/110.10
市净率(倍)	10.13
流通A股市值(百万元)	2356.25

基础数据

每股净资产(元)	6.54
资产负债率(%)	15.18
总股本(百万股)	150.00
流通A股(百万股)	35.57

相关研究

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 实控人为郭春莹	4
1.2. 沧州基地承载公司未来的发展	4
1.3. 公司业绩存在加速增长的可能	5
2. 复剂是润滑油助剂产业发展的抓手	5
2.1. 润滑油市场呈现垄断竞争的格局	5
2.1.1. 合成基础油在基础油中的位置不断提升	6
2.1.2. 全球润滑油市场呈现垄断竞争的供给格局	7
2.1.3. 民营企业在国内润滑油供给格局中的地位稳步提升	8
2.2. 润滑油助剂呈现寡头垄断的供给格局	9
2.2.1. 车用润滑油是润滑油助剂的主战场	9
2.2.2. 全球润滑油助剂产业主要为四大家垄断	11
2.3. 国内的润滑油助剂产业规模较小	11
2.3.1. 缸内直喷技术的普及要求发展高端汽机油	12
2.3.2. 重载超载的国情要求发展高端柴机油	13
2.4. 瑞丰新材在国内润滑油助剂产业升级中处于先手	13
2.4.1. 油品/排放升级给公司的润滑油腾挪出空间	14
2.4.2. 润滑油助剂产业需要不断升级适应润滑油的结构变化	16
2.4.3. 发展复剂产业天时地利俱备	16
3. 募投项目体量较大	17
4. 盈利预测与估值	17
4.1. 核心假设	17
4.2. 盈利预测	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司股权结构(截至 2020 年 11 月 27 日).....	4
图 2: 公司营收稳步增长 (百万元, %)	5
图 3: 归母净利润高速增长 (百万元, %)	5
图 4: 全球润滑油的表观消费量 (左轴, 万吨) 及其增速 (右轴, %)	8
图 5: 中国润滑油的消费量 (左轴, 万吨) 及增速 (右轴, %)	8
图 6: 全球润滑油的市场规模 (万吨/亿美元)	10
图 7: 全球润滑油添加剂需求量分布 (%) (2018 年)	11
图 8: 全球润滑油按用途分类 (%) (2018 年).....	11
图 9: 中国润滑油助剂的消费需求 (万吨)	12
图 10: 我国润滑油助剂按照功能分类 (2018 年)	12
图 11: 中国的机动车燃油经济性要求.....	12
图 12: 中高粘度的 PAO 和烷基萘抗剪切性能优异.....	13
图 13: 国内的机动车润滑油的基础油结构变化.....	15
 表 1: 公司的产能汇总 (万吨/年) (截至 2020H1)	5
表 2: 润滑油基础油分类标准.....	6
表 3: 国内汽油油品标准 (2016 年 12 月 23 日至 2020 年 6 月 30 日实施)	14
表 4: 国内柴油油品标准 (2016 年 12 月 23 日至 2020 年 6 月 30 日实施)	15
表 5: 瑞丰新材募投项目的产能汇总.....	17
表 6: 盈利预测拆分 (单位: 亿元)	17
表 7: 可比公司估值表 (参考 2021 年 3 月 16 日收盘价)	18

1. 公司简介

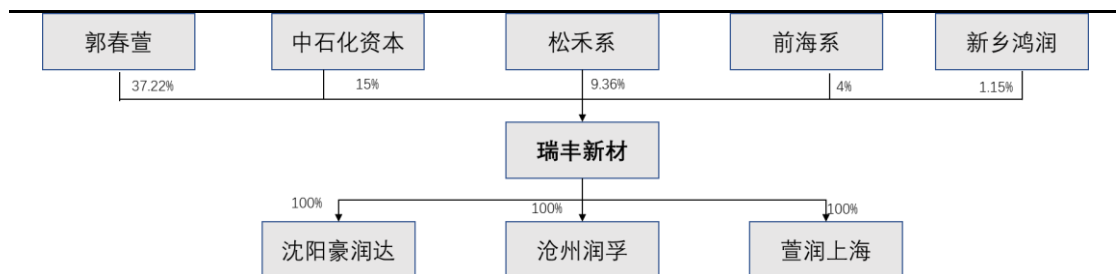
瑞丰新材（300910）总部位于河南新乡。公司前身为成立于 1996 年的新乡市瑞丰化工有限责任公司，2015 年 6 月进行股份制改造，2020 年 11 月深交所上市。

公司主要从事油品添加剂、无碳纸显色剂等精细化工系列产品的研发、生产和销售。凭借技术优势和产品优势，公司已经发展成为国内领先的润滑油添加剂供应商和全球主要的无碳纸显色剂供应商。

1.1. 实控人为郭春萱

公司实际控制人为郭春萱，直接持有上市公司 37.22% 的股份。

图 1：公司股权结构（截至 2020 年 11 月 27 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司有完善的激励机制，核心技术人员和管理人员部分直接持有上市公司的股份，部分通过持股平台新乡鸿润持有上市公司的股份。

截至 2020 年 6 月，公司的技术人员 89 人，约占员工总数的 15.16%。

1.2. 沧州基地承载公司未来的发展

公司的生产基地分布在新乡和沧州。

新乡基地厂区占地 154 亩，主要有三个生产车间。101 车间主要负责生产显色剂系列产品及分散剂系列产品，102 车间负责生产清净剂系列产品及复合剂系列产品，103 车间负责生产抗氧剂类系列产品（抗氧抗腐剂、高温抗氧剂）及部分添加剂中间原材料。

沧州基地的运营主体为沧州润孚，沧州润孚位于沧州渤海新区新材料园区，占地 500 亩。沧州基地是公司募投项目所在地，规划了年产 15 万吨的润滑油添加剂系列产品项目，一期实施年产 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。远期产能大约 15 万吨左右。

目前全球润滑油助剂市场没有一个准确的估计。据全球咨询和研究公司克莱恩（Kline & Co）及上海市润滑油品行业协会的统计，全球润滑油添加剂需求量从 2012 年的 400 万吨增长到 2019 年的 465 万吨，显然公司的产能和精细化工产业在全球产业中

的地位并不相称。

表 1: 公司的产能汇总 (万吨/年) (截至 2020H1)

	现有产能	沧州一期
清净剂	4	5
分散剂	2	1
抗腐剂	1	
抗氧化剂	1.1	
复剂	1.5	1.28

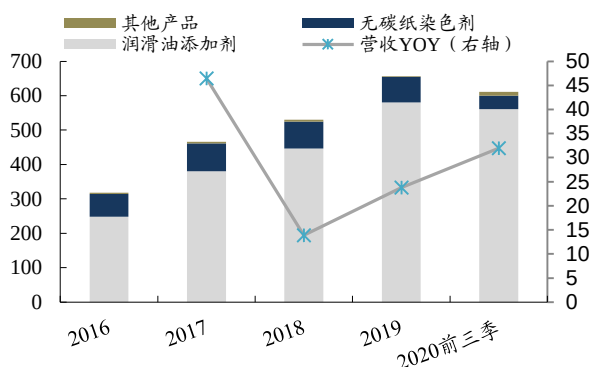
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

1.3. 公司业绩存在加速增长的可能

公司的业务分为润滑油添加剂和无碳纸显色剂, 其中润滑油添加剂在主营收入的占比超过 80%, 并且还在稳步增加。由于国内的润滑油单剂行业格局变化的原因, 公司的润滑油业务毛利率呈现稳步上升的态势。

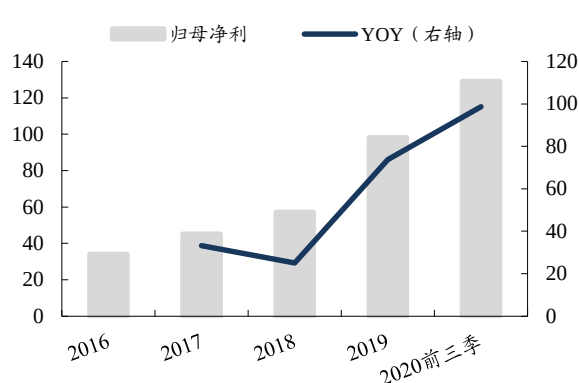
无碳纸显色剂业务增速较慢, 但是盈利比较稳定, 不是今后的业务重点。

图 2: 公司营收稳步增长 (百万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 归母净利润高速增长 (百万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 复剂是润滑油助剂产业发展的抓手

润滑油助剂产业目前属于典型的寡头垄断的供给格局, 根据石油商技的报告, 路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐、雅富顿控制了全球 85% 左右的添加剂市场。

润滑油添加剂进入市场需要权威机构认证, 这种认证手续繁琐, 耗时耗力, 这是制约润滑油助剂产业发展的一大瓶颈。其次, 润滑油助剂种类繁多, 很多助剂四大家之间内部互供, 国内企业难以有机会涉足其间。

公司的业务目前侧重润滑油的单剂生产, 但是在复剂有系统布局。复剂是体现润滑油助剂公司综合竞争力的重要一环。

2.1. 润滑油市场呈现垄断竞争的格局

润滑油泛指各种不挥发的油状润滑剂，广泛应用于现代工业和交通运输等领域，对各类机械设备和运输工具起到润滑、冷却、散热、密封、抗腐蚀防锈、清洁、应力分散缓冲、动能传递和绝缘等作用，是一种消耗性工业材料。

根据应用领域不同，润滑油可分为车用润滑油和工业润滑油两大类。车用润滑油是各类车辆所使用润滑油的统称，包括车用内燃机油、车辆齿轮油、车辆减震器油、汽车冷却液等。工业润滑油主要用于各类工业机械设备和工程机械，根据应用领域又可细分为电力电器设备润滑油、工程机械润滑油和工业机械设备润滑油和其他品种用油。

润滑油由基础油和添加剂两部分构成。根据润滑油的品种和性能不同，基础油通常约占润滑油成分的 70%-99%，其余成分则是根据具体需要加入的添加剂。

基础油的种类和品质决定着润滑油的基本性能，添加剂则可弥补或改善基础油性能不足，或赋予润滑油产品某些新的性能，是润滑油不可缺少的组成部分。

一般而言，内燃机油的助剂添加比例较高，其他润滑油的助剂添加比例相对较低。

2.1.1. 合成基础油在基础油中的位置不断提升

基础油是润滑油产品的基本组成部分，可根据其来源、品质和化学成分等角度进行分类。

按照来源不同，基础油可以分为矿物基础油、合成基础油和生物基础油。世界范围内矿物基础油产量占全部基础油总产量的 95%以上，是最普遍的基础油产品。合成基础油具有较矿物基础油更优良的热稳定、抗氧化反应、抗黏度变化等性能，主要应用于高端车用润滑油、航空航天等高端润滑油领域。生物基础油易于生物降解并迅速降低环境污染。

目前我国润滑油行业已广泛采用美国石油协会（API）的基础油分类标准对基础油按照品质进行分类。根据指标不同可将矿物基础油分为 I -III 类，同时将合成基础油和其他类型基础油划归为 IV 类及 V 类。

根据 API 基础油分类标准，I 类基础油为溶剂精制基础油，有较高的硫含量和不饱和烃（主要是芳烃）含量；II 类为加氢处理基础油，其硫含量和芳烃含量较低，烷烃（饱和烃）含量高；III 类为加氢异构化基础油，不仅硫、芳烃含量低，而且粘度指数很高；IV 类为聚 α -烯烃（PAO）合成油基础油；V 类则是除 I -IV 类以外的各种基础油。

表 2：润滑油基础油分类标准

类别	加工工艺	硫含量 (%)	饱和烃含量 (%)	粘度指数	特点
I	溶剂精制	≥ 0.03	<90	80-120	使用传统溶剂精炼方式取得，较高的硫含量和不饱和烃（主要是芳烃）含量

II	加氢处理	≤ 0.03	≤ 90	80-120	以氢裂解取得，硫含量和芳烃含量较低，烷烃（饱和烃）含量高
III	加氢异构	≤ 0.03	≥ 90	>120	以氢裂解和蜡油异构化取得，不仅硫、芳烃含量低，而且粘度指数很高
IV	人工合成	聚 α 烯烃油			采用碳链长度在 C_8 到 C_{12} 的线性 α -烯烃（LAO）通过聚合和加氢工艺来制备
V	-	除 I -IV 类以外其他基础油			其他合成基础油、生物基础油、再生基础油等的统称

数据来源：Wind，东吴证券研究所

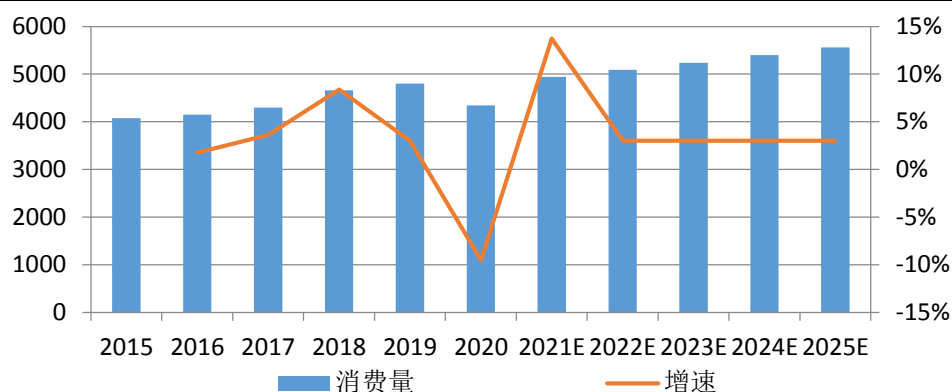
按照生产基础油所采用的原油结构，基础油可分为环烷基基础油、石蜡基基础油和中间基基础油。环烷基基础油由于具有良好的绝缘、导热性质，被广泛的应用于变压器油、金属加工用油、导热油等领域；石蜡基基础油由于其较高的粘度指数和良好的热稳定性，主要应用于内燃机润滑油、液压油等领域；中间基基础油是介于两者之间的一种基础油品种，其应用领域较为广泛。

2.1.2. 全球润滑油市场呈现垄断竞争的供给格局

全球润滑油的消费整体呈现波动增长的态势。根据 IHS 统计，2019 年全球润滑油消费量约 4800 万吨。如果按照 3% 的消费增速，2025 年，全球润滑油需求量将达 5731 万吨。

目前，在润滑油需求结构中，车用油占比 54%，工业用油占比为 46%。

图 4: 全球润滑油的表观消费量 (左轴, 万吨) 及其增速 (右轴, %)



数据来源: IHS, 东吴证券研究所

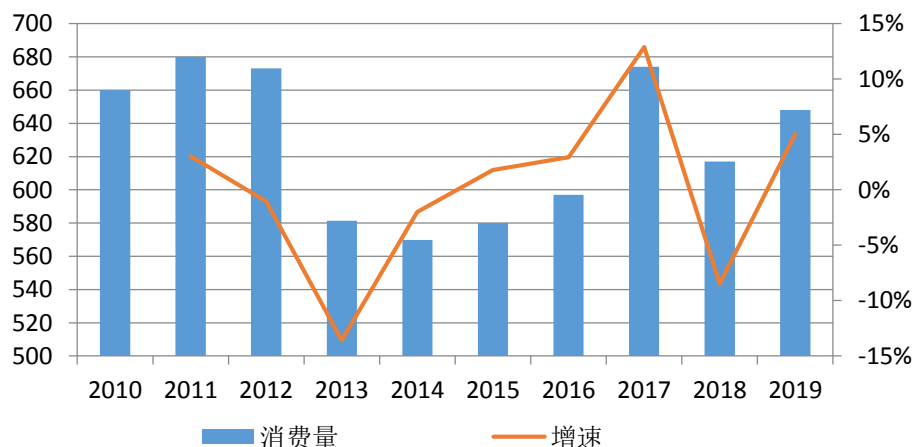
截至 2020 年底, 全球规模化的润滑油生产企业约 1000 多家。不过, 壳牌、埃克森美孚、雪佛龙、BP、道达尔、长城以及昆仑等世界最大的 15 家润滑油生产商控制了超过 60% 的全球润滑油销量。

2.1.3. 民营企业在国内润滑油供给格局中的地位稳步提升

我国已经是全球第二大润滑油消费市场, 需求量占全球润滑油总需求量的比例已从 2002 年的 10.15% 上升到 2019 年的 13.5%。

我国润滑油的产量较为稳定, 整体上呈波动上升的趋势。2019 年, 我国润滑油产量约为 630 万吨, 表观消费量达 648 万吨。进一步细分, 2019 年我国车用润滑油产量约为 368 万吨, 工业用润滑油产量约 261 万吨。

图 5: 中国润滑油的消费量 (左轴, 万吨) 及增速 (右轴, %)



数据来源: HIS, 东吴证券研究所

和全球的润滑油供给结构不同, 国内的润滑油供给格局大约是三分天下。中石化和中石油占比逐年下降, 已经由 2014 年的 44% 下降为 2018 年的 32%, 外资品牌占比变

化不大,保持在约 28%,民营品牌占比上升较快,从 14 年的 26.60%增加到 2018 年的 40%。

受制于基础油生产加工能力,国产 II 类、III 类基础油尚不能满足国内润滑油生产企业的需求,需要大量进口。随着我国大型炼化企业 II 类、III 类基础油生产装置的逐步装备,优质基础油供应量将持续增加,但短期内市场高品质基础油供应情况不能得到有效改观。

2.2. 润滑油助剂呈现寡头垄断的供给格局

润滑油添加剂是加入到润滑油中的,赋予润滑油各种功能特性的化合物。

润滑油添加剂可以分为清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂、油性剂、摩擦改进剂、粘度指数改进剂、降凝剂、防锈剂、抗泡剂和其它添加剂等大类。不过,需要强调,市场中所销售的添加剂一般都是以上各单一添加剂的复合品,所不同的就是单一添加剂的成分不同以及复合添加剂内部几种单一添加剂的比例不同。

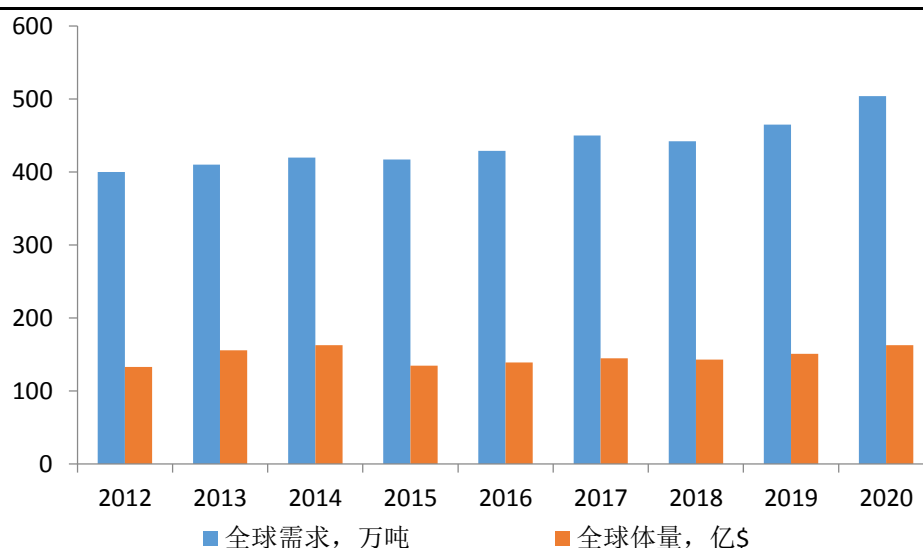
复剂及其配方是一个润滑油助剂公司最核心的竞争力。开发复剂不仅需要炼油、化工、机械、摩擦和内燃机的知识集成,而且需要台架试验和行车试验,手续繁冗、耗时耗力。不仅如此,润滑油添加剂的技术改进或升级往往和发动机的技术升级相匹配,先进发动机的研发被国际大型企业所垄断,与之配套的润滑油标准更是由国外所制定,国内通用的主要是美国 API 标准,导致润滑油助剂产业是一个典型的后发劣势产业。

2.2.1. 车用润滑油是润滑油助剂的主战场

根据 IHS 统计,2019 年全球润滑油消费量约 4800 万吨。其中,车用油占比 54%,工业用油占比为 46%。

据全球咨询和研究公司克莱恩 (Kline&Co) 及上海市润滑油品行业协会的统计,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,并预计至 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。

图 6: 全球润滑油的市场规模 (万吨/亿美元)



数据来源: Kline&Co, 东吴证券研究所

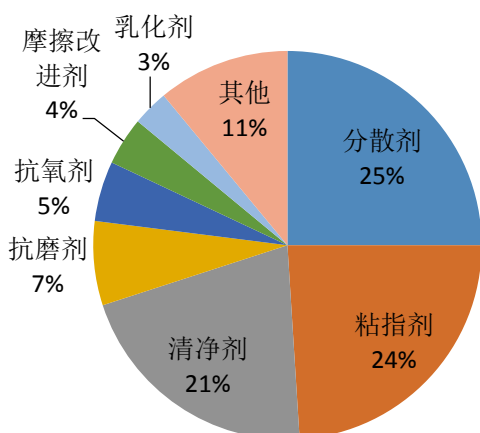
2020 年, 分散剂、黏度指数改进剂和清净剂是较常使用的三大功能助剂, 合计占润滑油添加剂总需求量的 65-70%左右。其余添加剂中, 抗磨剂占 6-7%, 抗氧剂及摩擦改进剂各占 4-5%, 乳化剂占 3-4%, 其他添加剂合计占需求量的 11-12%。

随着发动机技术的进步, 全球范围内润滑油行业对添加剂需求的增长率将超过润滑油。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居前的主要有: 抗氧剂 5.2%, 分散剂 3.1%, 黏度指数改进剂 2.5%, 降凝剂年增长为 2.4% 左右。

按润滑油应用领域看, 2020 年大约有 70%的润滑油添加剂应用于机动车领域 (主要有乘用车发动机润滑油、重负荷发动机润滑油及其他车用润滑油)。其次是金属加工液和工业发动机润滑油, 两者添加剂用量相当。还有一小部分用于通用工业润滑油以及润滑脂等。

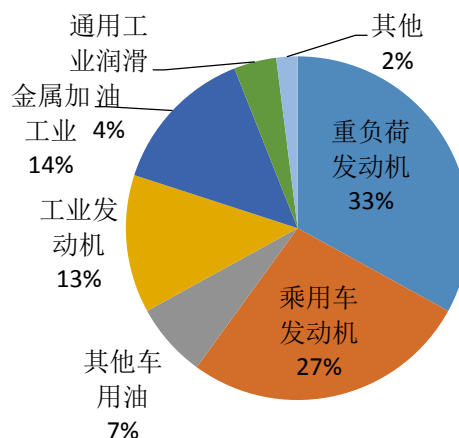
不同应用领域的润滑油, 助剂的添加比例和配方有所差异。2020 年, PCMO (乘用车发动机润滑油) 和 HDMO (重负荷发动机润滑油) 约占全球润滑油消耗量的 46%, 但是这两个领域的润滑油添加剂消耗约占全球润滑油添加剂需求的 60%。

图 7: 全球润滑油添加剂需求量分布 (%) (2018 年)



数据来源: 油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势, 石油商技, 东吴证券研究所

图 8: 全球润滑油按用途分类 (%) (2018 年)



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

2.2.2. 全球润滑油助剂产业主要为四大家垄断

目前, 全球润滑油添加剂领域呈现典型的寡头垄断的格局。路博润 (Lubrizol)、润英联 (Infineum)、雪佛龙奥伦耐 (ChevronOronite)、雅富顿 (Afton) 控制了全球 85% 左右的添加剂市场。这四大润滑油添加剂公司的产品以复合剂为主, 其生产的单剂一般都是自用, 除了部分单剂互相调剂外, 很少对外销售。

除以上四大润滑油添加剂公司之外, 国外还有科聚亚 (Chemtura, 已被 LANXESS 公司收购)、巴斯夫 (BASF)、范德比尔特 (Vanderbilt)、罗曼克斯 (Rohmax) 等生产单剂为主的知名特色润滑油添加剂公司。

2.3. 国内的润滑油助剂产业规模较小

我国的润滑油添加剂产业起步较晚, 但是中国存在广阔的润滑油消费市场。中国的润滑油市场目前全球第二, 仅次于美国。

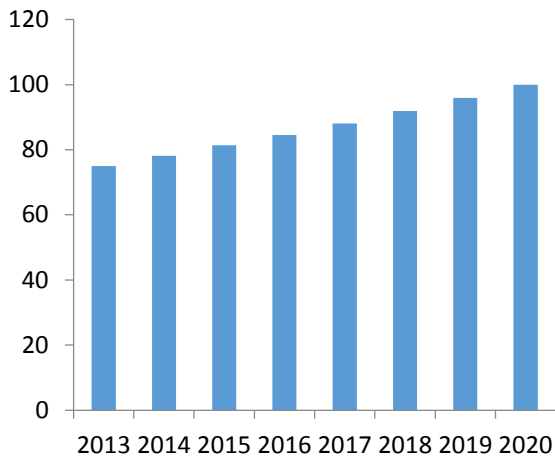
2019 年, 我国润滑油产量约为 630 万吨, 其中, 车用润滑油产量约为 368 万吨, 工业用润滑油产量约 261 万吨。根据立木信息咨询的数据, 2018 年我国润滑油助剂的需求量为 91.9 万吨。智研咨询预计 2021 年中国润滑油助剂的市场规模在 105 万吨。

上海市润滑油行业协会的数据显示, 2013 年中国润滑油添加剂需求量为 75 万吨, 2018 年总量约 91.9 万吨, 年平均增长率约为 4.2%。至 2023 年, 我国润滑油添加剂需求量将增长至 112 万吨。

我国的润滑油助剂需求结构和全球的润滑油助剂需求结构基本接近。清净剂、分散剂和粘指剂是需求最大的三类助剂, 抗氧化剂是增速最快的最近之一。经过多年努力, 目前国内基本实现了清净剂和分散剂的国产化, 但是粘指剂和国际先进水平仍有一定的差

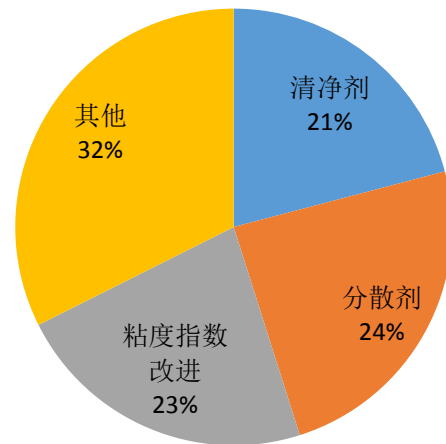
距。

图 9：中国润滑油助剂的消费需求（万吨）



数据来源：《润滑油及添加剂市场分析》，上海市润滑油品行业协会，东吴证券研究所

图 10：我国润滑油助剂按照功能分类（2018 年）

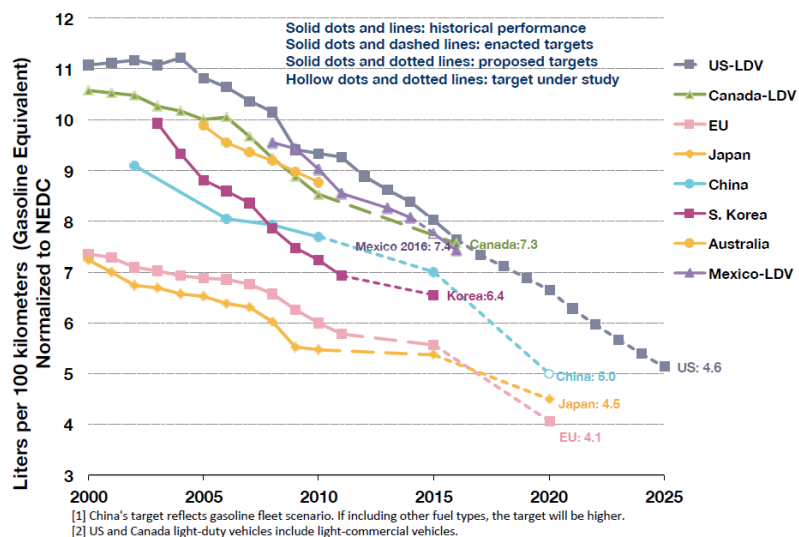


数据来源：《润滑油及添加剂市场分析》，上海市润滑油品行业协会，东吴证券研究所

2.3.1. 缸内直喷技术的普及要求发展高端汽机油

为了应对机动车保有量快速增加诱发的问题，中国政府制定了越来越严苛的排放及燃油经济性法规。按照工信部的目标，2025 年乘用车新车的平均燃料消耗量应达到百公里 4L 左右。

图 11：中国的机动车燃油经济性要求



数据来源：ICEMS，东吴证券研究所

不断升级的排放和燃油经济性法规会促使主机厂进一步改进升级发动机、传动系及后处理系统设计。目前而言，乘用车发动机领域最瞩目的技术当属增压直喷技术，增压

直喷可以采用更小的发动机实现相同的功率输出，从而提升燃油经济性，降低二氧化碳排放。

但是，这种发动机的工况更加苛刻，最棘手的问题就是直喷增压技术会导致发动机发生早燃的倾向性更高，此外，直喷增压发动机的燃油稀释水平也比非直喷发动机高出很多。这些变化都对机油提出新的要求，要求机油有更好的抗氧性，抗磨保护以及抗沉积性能。

目前看来，可能只有 II 类以上基础油调和的润滑油能够满足涡轮增压缸内直喷发动机的技术要求。

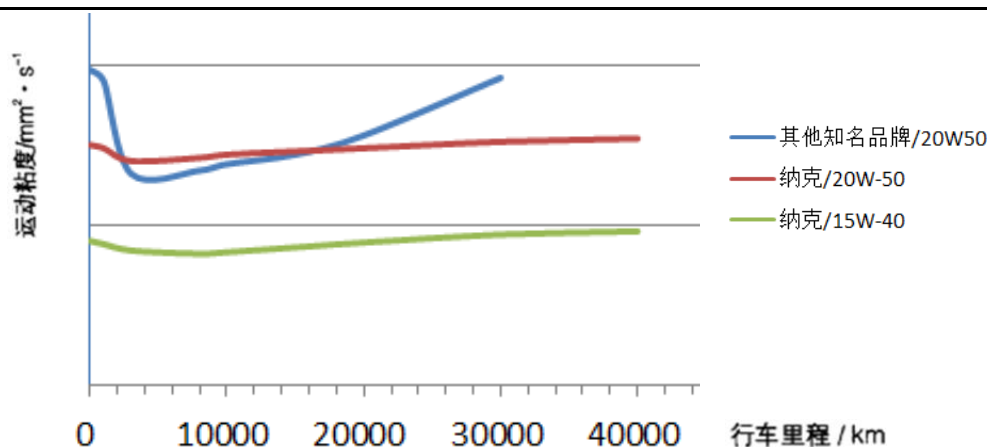
2.3.2. 重载超载的国情要求发展高端柴油油

超载、重载是国内重卡的一个特点。

超载、重载希望油压稳定、动力持久强劲，这要求润滑油的油膜强度较大，粘度要高。但是节能减排又要求柴油与润滑油的启动阻力要小，粘度要低。

由于资源的可获得性差，国内的传统的润滑油调和通过大量添加粘指剂来解决这个问题，但是粘指剂在 3000km 左右就会被剪断，导致粘度下降，中高粘度的 PAO 以及烷基萘抗剪切性能优异，能够较好解决这一问题。

图 12：中高粘度的 PAO 和烷基萘抗剪切性能优异



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

2.4. 瑞丰新材在国内润滑油助剂产业升级中处于先手

目前，制约国内润滑油助剂产业发展的主要瓶颈有三个。

首先，国内的单剂主要集中在分散剂、清净剂等产品上，个别助剂，比如粘指剂和发达国家有一定的差距。

其次，润滑油的标准体系为西方国家把持，这类标准主要是立足西方国家的工业体

系设立，较少考虑不同国家和地区的差异。不仅如此，润滑油添加剂的技术改进或升级往往和发动机的技术升级相匹配，先进发动机的研发被国际大型企业所垄断。

最后，润滑油助剂产业是一个交叉学科，需要炼油、化工、机械、摩擦、内燃机等知识集成，耗时耗力。

2.4.1. 油品/排放升级给公司的润滑油腾挪出空间

为了应对机动车造成的区域大气污染，中国政府制定了严格的油品升级计划。

油品升级导致成品油的硫含量降低，导致发动机的润滑性能变差，这也对润滑油提出了新的要求。

（1）汽油升级对润滑油提出新要求

2020 年 7 月 1 日，全国范围内实施国 VIa 排放标准，2023 年 7 月 1 日，全国范围实施国 VIb 排放标准。

我国的汽油池以 FCC 汽油为主，油品升级的过程主要是降硫、降烯烃的过程。如何在降硫、降烯烃的同时，不损失汽油池的平均辛烷值是我国炼油工业的首要任务，油品升级过程中辛烷值、烯烃、芳烃、蒸汽压以及锰含量的变化基本都是围绕这一点展开。

表 3：国内汽油油品标准（2016 年 12 月 23 日至 2020 年 6 月 30 日实施）

	国 III	国 IV	国 V	京 IV	京 V
蒸气压（每年 11 月 1 日至 4 月 30 日）	88	42 ~ 85	45 ~ 85	88	45 ~ 85
蒸气压（每年 5 月 1 日至 10 月 31 日）	72	40 ~ 68	40 ~ 65	65	42 ~ 65
硫含量（质量分数）/%	0.015	50	10	50	10
苯含量（体积分数）/%	1	1	1	1	1
芳烃含量（体积分数）/%	40	40	40	35	35
烯烃含量（体积分数）/%	30	28	25	25	25
氧含量（质量分数）/%	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
甲醇含量（质量分数）/%	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
锰含量/（g/L）	0.016	0.008	0.002	0.006	0.002
铁含量/（g/L）	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01

数据来源：国标网，东吴证券研究所

汽油硫含量的降低会导致发动机润滑性能变差。先进发动机，比如直喷增压技术，均对润滑油的性能提出更高的要求。比如直喷增压技术的普及使得汽油发动机的燃油稀释水平比非直喷发动机更高，整体而言，希望润滑油的粘度更低，但是润滑性能、燃油经济性并不因此下降。

（2）柴油升级对润滑油提出新要求

2020 年 7 月 1 日，全国范围内实施国 VIa 排放标准，2023 年 7 月 1 日，全国范围实施国 VIb 排放标准。

从我国不同历史阶段的柴油国家标准变迁，可以看出，油品升级过程中的主要指标是硫含量、十六烷值。密度、粘度指标的调整主要是考虑加氢后的相关参数的自然变化。值得关注的是，由于精制柴油润滑性能下降，对脂肪酸甲酯、酸值以及磨损也有一些新要求。

表 4：国内柴油油品标准（2016 年 12 月 23 日至 2020 年 6 月 30 日实施）

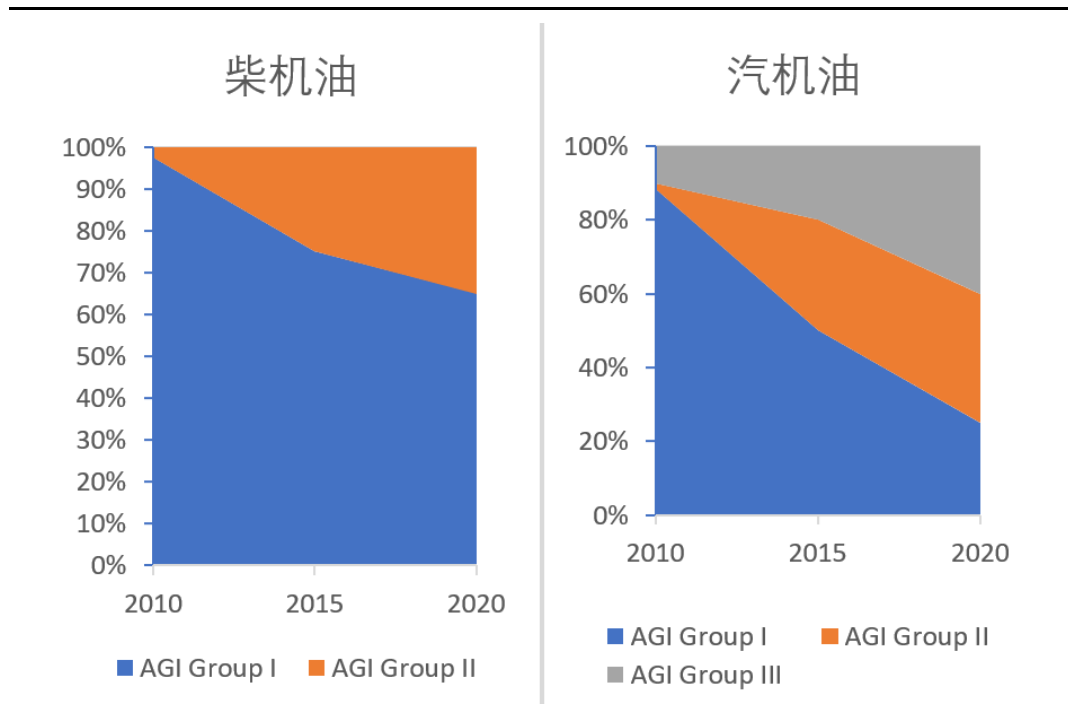
	国 III	国 IV	国 V	京 IV	京 V
硫含量 / (mg/kg)	350	50	10	50	10
校正磨痕直径 (60℃) / μm	460	460	460	460	460
多环芳烃含量 (质量分数) / %	11	11	11	11	11
运动黏度 (20℃) / (mm^2/s)	3.0~8.0	3.0~8.0	2.5~7.5	3~8	2.5~7.5
十六烷值	49	49	51	51	51
十六烷指数	46	46	46	46	46
密度 (20℃) / (kg/m^3)	810~850	810~850	800~850	820~845	800~845

数据来源：国标网，东吴证券研究所

（3）润滑油基础油消费结构变化

中远期尺度来看，柴机油和汽机油领域的润滑油消费结构升级是必然趋势，但横向比较存在差异。柴机油未来的升级主力为 II 类基础油产品，而汽机油则以 II 类和 III 类基础油产品为主，其中 III 类产品增速最快。

图 13：国内的机动车润滑油的基础油结构变化



数据来源：Lubrizol，东吴证券研究所

（4）油品/排放升级给国内的润滑油助剂产业带来突破契机

如前所述，润滑油单剂市场的复杂性在于四大家较少开放单剂市场，但是从产品质量角度看，国内、国际公司不存在显著差距。

国内、国际的复剂存在较大差距。润滑油复剂的推出需要和发动机企业配合，经过复杂的分析、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、行车试验，最后经过国际权威机构认证，比如 API 认证，才能形成最终销售。

根据国家统计局，2019 年国内润滑油市场大约 600 多万吨。另据艾媒研究院，中石油、中石化和外资及合资公司分别占据 50% 和 30% 的市场份额，20% 的市场为地方公司及其他公司掌控。随着成品油/排放标准的升级进程加快，润滑油复剂产业产品迭代加快。从润滑油企业的角度看，最新标准的润滑油复剂倾向于选择国际一线企业的产品，但是成熟产品存在进口替代的动力。

2.4.2. 润滑油助剂产业需要不断升级适应润滑油的结构变化

国内的润滑油单剂生产主要集中在无锡、上海、锦州、兰州、新乡等地，基本实现了重要单剂的覆盖。近年来，无锡南方面临搬迁压力，锦州天合因为财务造假退市，行业格局发生重要变化，公司处于相对有利的发展位置。

此前，四大公司为了维护其行业垄断地位，大部分单剂自我配套，或者相互之间配套。不过，中国有巨大的市场，相关企业有显著的成本优势，而且中美贸易摩擦使得中国对相关产业自主可控认可程度的提升。四大家在国内寻找优质的单剂供应商为其复剂提供单剂产品有一定的合理性。

公司是国内最早从事清净剂产品的企业之一，清净剂的合成涉及到三相反应，控制难度较大，而且过程质量控制存在经验积累问题。在企业发展的过程中，公司业务逐步渗透到抗氧剂、分散剂等领域。

同时，公司对行业变化较为敏感，较早注意到汽油发动机油低磷化、柴油发动机油低灰分化，并且进行了产品布局。

2.4.3. 发展复剂产业天时地利俱备

复剂是润滑油添加剂产业最核心的环节。目前应用数量最多和最重要的复合剂包括：内燃机油复合剂、齿轮油复合剂、液压油复合剂和自动传动液复合剂等。

中石油兰州润滑油研发中心和中石化石科院是国内顶级的润滑油复剂研发中心，不过发展复剂产业最核心的环节在于标准。中国政府注意到标准的重要性，16 年 9 月，中国内燃机学会联合中国汽车工程学会，于上海发起成立了发动机润滑油中国标准开发创新联盟。

该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，共同建立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标准，改

变中国发动机润滑油完全采用外国标准的现状。计划在 2021 年推出第一个中国柴油机润滑油国家标准。

3. 募投项目体量较大

沧州基地是公司募投项目所在地，规划了年产 15 万吨的润滑油添加剂系列产品项目，一期实施年产 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。

表 5: 瑞丰新材募投项目的产能汇总

产品	产能, 万吨	外卖产品, 吨
硫化烷基酚钙系列产品 (清净剂)	1	6720
磺酸盐系列产品 (清净剂)	2	16,640
烷基硫代磷酸锌系列产品 (抗氧抗腐剂)	2	16,920
无灰分散剂	1	8,190
复合剂	1.28	12,800

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

项目投资额为 34,224 万元, 公司预计本项目建成后年均可实现营业收入 61,774.64 万元, 利润总额 13,048.82 万元, 净利润 9,786.62 万元。

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

1、假设沧州基地募投年产 15 万吨的润滑油添加剂系列产品项目(一期工程 6 万吨) 2022 年底投产。

2、假设 2020 年已投产项目产能利用率稳步提高, 整体维持当前价格和毛利率可持续。

3、无碳纸显色剂业务发展相对平稳, 收入和利润保持稳定。

表 6: 盈利预测拆分 (单位: 亿元)

业务	科目	2019A	2020E	2021E	2022E
润滑油添加剂	收入	5.81	7.91	11.72	17.33
	毛利率	31%	36.28%	35.91%	35.81%
无碳纸显色剂	收入	0.74	0.66	0.74	0.74
	毛利率	32.30%	38.01%	38.01%	38.01%
其他产品	收入	0.02	0.15	0.16	0.17
	毛利率	27%	27.00%	27.00%	27.00%
合计	收入	6.57	8.72	12.62	18.23
	毛利率	30.71%	36.25%	35.92%	35.82%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

4.2. 盈利预测

我们预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 8.72 亿元、12.62 亿元和 18.23 亿元，归母净利润分别为 1.90 亿元、2.74 亿元和 3.76 亿元，每股收益分别为 1.27 元、1.82 元和 2.51 元，当前股价对应 PE 分别为 52X、36X 和 26X。

表 7: 可比公司估值表（参考 2021 年 3 月 16 日收盘价）

公司简称	公司代码	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E			PB (MRQ)
				2019A	2020A/E	2021E	2019A	2020A/E	2021E	
龙蟠科技	603906.SH	86.54	25.13	0.37	0.60	0.85	67.92	41.59	29.44	5.91
利安隆	300596.SZ	81.18	39.60	1.28	1.43	1.95	30.95	27.71	20.32	3.7665
皇马科技	603181.SH	73.73	18.16	0.63	0.79	1.01	28.78	23.02	17.98	4.17
平均								30.77	22.58	
瑞丰新材	300910.SZ	99.38	66.25	0.66	1.27	1.82	101.03	52.29	36.33	10.13

数据来源: wind (除瑞丰新材和龙蟠科技外为 wind 一致预期)，东吴证券研究所

从可比公司来看，同行业竞争对手仅有 2020 年利安隆收购的康泰，A 股上市公司中缺少同体量同行业的可比公司，我们将公司下游的龙蟠科技、综合助剂标的利安隆和皇马科技作为可比公司。综合来看，可比公司估值低于瑞丰新材，主要是利安隆和皇马科技目前所处的行业发展阶段较为稳定，而润滑油添加剂中国标准出台在即，自主可控背景下行业有望迎来国产化率提升的契机，我们认为公司在润滑油添加剂行业内具备稀缺性，国产化趋势下市占率增长空间大，IPO 募投项目助力公司业绩的高速增长，首次覆盖，给予瑞丰新材“买入”评级。

5. 风险提示

润滑油复剂的市场推广慢于预期。润滑油复合剂在下游客户推广中存在 API 认证进度不及预期的风险，进一步影响复合剂的业绩。

在建项目投产进度不及预期。公司在建募投项目决定短期内业绩的增长，如果募投项目建设进度不及预期，公司的业绩增长可能会放缓。

油价大幅波动的风险。公司产品的主要原材料为基础油，基础油价格与原油价格紧密相关，原油市场波动较为剧烈，对公司成本端形成一定的冲击。

新能源车替代燃油车的风险。当前碳达峰、碳中和背景下，新能源汽车加速发展替代传统燃油车，一定程度上挤压了润滑油添加剂市场，公司提高市占率的压力增加。

瑞丰新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	678	1,901	2,022	2,212	营业收入	657	872	1,262	1,823
现金	185	1,326	1,316	1,317	减:营业成本	455	556	808	1,170
应收账款	99	132	190	275	营业税金及附加	5	6	9	14
存货	98	144	208	301	营业费用	30	40	57	83
其他流动资产	296	300	308	318	管理费用	55	73	105	152
非流动资产	279	406	601	849	研发费用	17	23	33	48
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-1	-23	-35	-30
固定资产	162	263	409	615	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	29	58	109	154	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	74	72	70	68	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	14	14	13	11	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	958	2,307	2,623	3,061	营业利润	114	222	318	437
流动负债	81	130	181	253	加:营业外净收支	0	-1	-0	-0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	114	221	318	437
应付账款	54	101	146	210	减:所得税费用	16	31	44	61
其他流动负债	26	30	35	42	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	98	190	274	376
长期借款	0	0	0	0	EBIT	109	198	278	397
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	131	223	318	459
负债合计	81	130	181	253	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.66	1.27	1.82	2.51
归属母公司股东权益	877	2,177	2,442	2,808	每股净资产(元)	5.85	14.51	16.28	18.72
负债和股东权益	958	2,307	2,623	3,061	发行在外股份(百万股)	113	150	150	150
					ROIC(%)	21.1%	28.3%	27.3%	27.5%
					ROE(%)	11.2%	8.7%	11.2%	13.4%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	30.7%	36.3%	35.9%	35.8%
					销售净利率(%)	15.0%	21.8%	21.7%	20.6%
经营活动现金流	55	158	197	289	资产负债率(%)	8.4%	5.6%	6.9%	8.3%
投资活动现金流	-261	-151	-234	-308	收入增长率(%)	23.8%	32.8%	44.7%	44.5%
筹资活动现金流	308	1,133	27	20	净利润增长率(%)	73.8%	93.2%	43.9%	37.4%
现金净增加额	102	1,140	-10	1	P/E	101.03	52.29	36.33	26.44
折旧和摊销	23	25	40	62	P/B	11.33	4.56	4.07	3.54
资本开支	21	127	195	248	EV/EBITDA	72.46	37.47	26.33	18.25
营运资本变动	-65	-33	-80	-116					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>