2021 年 04 月 13 日

证券研究报告• 2020 年年报点评

# 瑞丰新材（300910）化工

**持有** （首次）

当前价：76.28 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 润滑油添加剂龙头企业，成长确定性强

## 投资要点

- **事件：**公司发布 2020 年年报，年内实现营业收入 8.6 亿元，同比+31.1%，归母净利润 1.8 亿元，同比+85.9%；其中四季度公司实现营业收入 2.5 亿元，同比+28.9%，环比-1.6%；实现归母净利润 5369 万元，同比+61.0%，环比-7.1%。
- **深耕精细化工领域，募投项目助力公司未来成长：**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。公司拥有完善的生产设备和生产技术工艺，凭借技术优势和产品优势，已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。公司募集资金主要用于年产 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，建成后年净利润可达 9787 万元，公司还将使用超募资金建设润滑油添加剂科研中心项目及年产 15200 吨润滑油添加剂系列产品技术改造项目，充分看好公司未来成长。
- **我国润滑油添加剂市场将达百万吨级别，公司将充分受益于巨大进口替代市场：**根据公司招股说明书的数据，到 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，而我国润滑油添加剂需求量将增长至 112 万吨，目前全球市场形成了以路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐、雅富顿为主的供给格局，但随着发动机润滑油中国标准开发创新联盟的设立，未来国内企业将迎来巨大的市场替代空间和行业话语权。2020 年，公司润滑油添加剂板块收入为 7.9 亿元，同比+35.9%，实现毛利润 2.7 亿元，同比+54.5%。
- **公司是无碳纸显色剂领域龙头企业：**无碳纸显色剂是造纸化学品领域的高端产品，公司产量占据国内总产量的大部分比重，是国内最大的无碳纸显色剂生产企业。得益于优质的下游客户，公司产品近年来均价有所提升，但受到中美贸易关系的影响，2020 年该板块营业收入为 5617 万元，同比-24.6%，毛利为 1979 万元，同比-17.7%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.04 元、2.54 元、3.41 元，分别对应 37、30、22 倍 PE，我们选取精细化工行业中的三家龙头企业光威复材、国瓷材料、龙蟠科技，2021 年平均 PE 为 44 倍，我们给予公司 2021 年 44 倍 PE，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**项目不达预期、原材料价格波动、汇率波动、API 认证不及预期等。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 860.86 | 1466.53 | 1798.84 | 2372.97 |
| 增长率 | 31.09% | 70.36% | 22.66% | 31.92% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 182.86 | 306.50 | 380.87 | 511.99 |
| 增长率 | 85.91% | 67.61% | 24.26% | 34.43% |
| 每股收益 EPS（元） | 1.22 | 2.04 | 2.54 | 3.41 |
| 净资产收益率 ROE | 8.80% | 13.06% | 14.28% | 16.50% |
| PE | 63 | 37 | 30 | 22 |
| PB | 5.51 | 4.88 | 4.29 | 3.69 |

*数据来源：Wind，西南证券*


**西南证券研究发展中心**

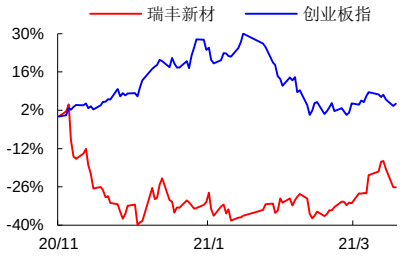
分析师：沈猛

执业证号：S1250519080004

电话：021-58351679

邮箱：smg@swsc.com.cn


**相对指数表现**




*数据来源：聚源数据*

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 1.50 |
| 流通 A 股(亿股) | 0.36 |
| 52 周内股价区间(元) | 62.0-107.56 |
| 总市值(亿元) | 114.42 |
| 总资产(亿元) | 23.03 |
| 每股净资产(元) | 13.85 |

**相关研究**

# 目 录

**1 精细化工龙头企业，深耕润滑油添加剂与无碳纸显色剂 ..... 1**

1.1 股权结构清晰，募投项目提升公司竞争力 ..... 1

1.2 公司盈利能力逐年提升 ..... 3

**2 润滑油添加剂市场进口替代空间巨大，公司作为国内主要供应商持续受益 ..... 5**

2.1 全球市场 CR4 为 85%，我国进口替代市场空间巨大 ..... 5

2.2 受益于新产能投产，公司 2020 年营收同比上升 36% ..... 7

**3 公司是国内最大的无碳纸显色剂生产商 ..... 8**

**4 盈利预测与估值 ..... 10**

4.1 盈利预测 ..... 10

4.2 相对估值 ..... 10

**5 风险提示 ..... 11**

# 图 目 录

图 1：公司产业链 ..... 1
图 2：公司股权结构 ..... 1
图 3：公司 2016 年以来营业收入及增速 ..... 3
图 4：公司 2016 年以来归母净利润及增速 ..... 3
图 5：公司 2016 年以来净利率与毛利率 ..... 3
图 6：公司 2016 年以来四项费用率 ..... 3
图 7：公司 2016-2020 年营收结构按产品分类 ..... 4
图 8：公司 2016-2020 年毛利结构按产品分类 ..... 4
图 9：公司 2016-2020 年营收结构按地区分类 ..... 4
图 10：公司 2017-2020 年毛利结构按地区分类 ..... 4
图 11：2012-2023E 全球润滑油添加剂市场规模预测 ..... 6
图 12：2013-2020E 我国润滑油添加剂需求量及增速 ..... 6
图 13：全球主要润滑油添加剂生产商 ..... 6
图 14：2017-2020E 公司国内市占率 ..... 7
图 15：2017-2020E 公司全球市占率 ..... 7
图 16：公司 2017-2020 年润滑油添加剂营收及增速 ..... 7
图 17：公司 2017-2020 年润滑油添加剂毛利及增速 ..... 7
图 18：公司 2017-2020 年润滑油添加剂销量与同比 ..... 8
图 19：公司 2017-2020 年润滑油添加剂销售均价与同比 ..... 8
图 20：公司 2017-2020 年无碳纸显色剂营收及增速 ..... 9
图 21：公司 2017-2020 年无碳纸显色剂毛利及增速 ..... 9
图 22：公司 2017-2020 年无碳纸显色剂销量与同比 ..... 9
图 23：公司 2017-2020 年无碳纸显色剂销售均价与同比 ..... 9

# 表 目 录

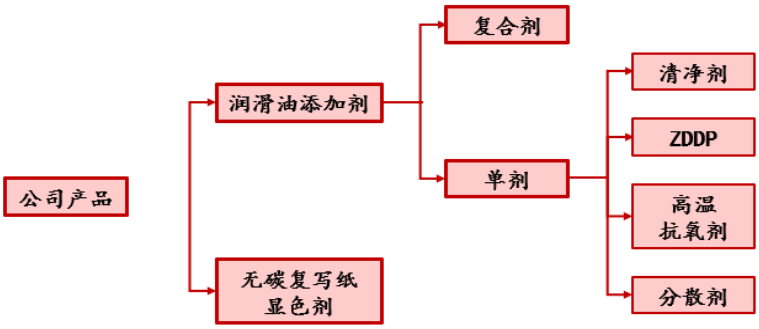
表 1：公司募投项目内容 ..... 2
表 2：公司主要产品 ..... 2
表 3：润滑剂主要产品 ..... 5
表 4：无碳纸显色剂主要产品 ..... 8
表 5：分业务收入及毛利率 ..... 10
表 6：可比公司估值（股价为 4 月 13 日收盘价） ..... 11
附表：财务预测与估值 ..... 12

# 1 精细化工龙头企业，深耕润滑油添加剂与无碳纸显色剂

## 1.1 股权结构清晰，募投项目提升公司竞争力

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。公司拥有完善的生产设备和生产技术工艺，凭借技术优势和产品优势，已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。

**图 1：公司产业链**

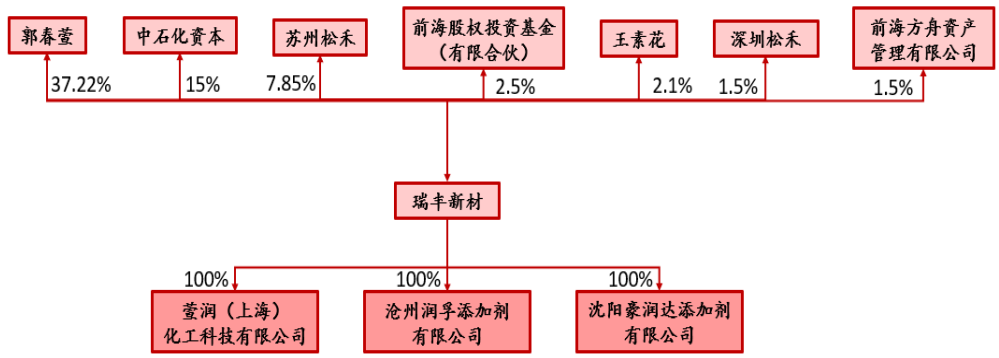



*数据来源：公司官网，西南证券整理*

从股权结构来看，郭春萱是公司的控股股东与实际控制人，持有公司 37.22%的股份；持股 5%以上的股东包括中石化资本与苏州松禾（苏州松禾成长二号创业投资中心（有限合伙）），二者分别持有公司 15%、7.85%的股份，另外，苏州松禾的普通合伙人为深圳松禾（深圳市松禾国创新能股权投资基金合伙企业（有限合伙）），深圳松禾持有公司 1.5%的股份；最后，前海股权投资基金与前海方舟资产管理各持有公司 2.5%、1.5%的股份，前海方舟资产管理有限公司则是前海基金的普通合伙人。

公司名下共有三家全资子公司，其中沈阳豪润达主要负责润滑油、润滑油添加剂及化工产品的销售，自营和代理各类商品和技术的进出口业务；萱润（上海）化工科技有限公司主营业务为润滑油添加剂系列产品的销售；而沧州润孚添加剂有限公司主营业务除包括润滑油添加剂系列产品的销售外，还负责生产。

**图 2：公司股权结构**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

公司于 2020 年 11 月上市，募集资金总额为 11.3 亿元，扣除发行费用 9292 万元后，募集资金净额为 10.4 亿元。募集资金主要用于年产 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，该募投项目为《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》一期工程。项目投资额为 3.4 亿元，建成后年均可实现营业收入 6.2 亿元，利润总额 1.3 亿元，净利润 9787 万元，该项目预计将于 2022 年年底投产。公司另有超募资金 2.1 亿元，用来建设“润滑油添加剂科研中心项目”及“年产 15200 吨润滑油添加剂系列产品技术改造项目”。

本次募投项目包括年产 1 万吨硫化烷基酚钙系列产品（清净剂）、2 万吨磺酸盐系列产品（清净剂）、2 万吨烷基硫代磷酸锌系列产品（抗氧抗腐剂）、1 万吨/年无灰分散剂以及 1.28 万吨复合剂产品（复合剂主要由上述单剂产品调配而成），这些产品是公司目前系列产品产能的扩充或延伸和深化。募投项目的实施将进一步提升公司产品在国内外市场的竞争力。

**表 1：公司募投项目内容**

| 项目名称 | 项目具体内容 | | 设计产能 | 外销产能（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 | 单剂 | 硫化烷基酚钙系列产品（清净剂） | 10000 | 6720 | 3280 吨用于调制复合剂 |
| | | 磺酸盐系列产品（清净剂） | 20000 | 16640 | 3360 吨用于调制复合剂 |
| | | 烷基硫代磷酸锌系列产品（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 | 复合剂产品 | 12800 | 12800 | |
| 合计 | | | 72800 | 61270 | |

*数据来源：公司招股说明书，西南证券整理*

**公司主要产品包括润滑油添加剂、无碳纸显色剂：**公司自 1999 年开始进行润滑油添加剂单剂的研发，经过十几年的不断研发和拓展，**公司具有完整的主流单剂自主生产能力，产品线覆盖清净剂、分散剂、ZDDP、高温抗氧剂等多个系列，涵盖了完整的主流添加剂单剂品种。**公司润滑油添加剂单剂产品质量稳定，性价比较高，在国外市场存在较大的需求潜力，同时在国内市场也已拥有了较高的行业知名度和美誉度。单剂品类齐全，是进行复合剂配方研发、复合剂 API 认证的基础与前提条件，是以单剂向复合剂转型，进入主流市场的坚实基础，也是公司较国际四大之外其他公司的核心优势。

在无碳纸显色剂领域，公司是国内该类产品的开创者和领导者，无论在技术储备或研发能力上均处于国内龙头地位。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。**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，已经成为全球最大的无碳纸显色剂产品供应商之一。

**表 2：公司主要产品**

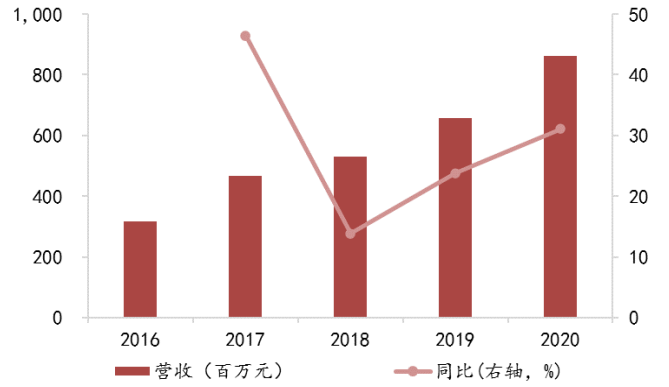
| 主要产品 | 产品介绍 | 设计产能（吨） | 在建产能（吨） |
|---|---|---|---|
| 无碳纸显色剂 | 广泛用于采用无碳纸制作的各种多联的发票、收据、快递单、空白打印纸等。无碳纸显色剂通常分为活性白土显色剂和树脂显色剂，树脂显色剂又可以分为酚醛类树脂显色剂和水杨酸类树脂显色剂。 | 10000 | |
| 润滑油添加剂（单剂） | 单剂是润滑油添加剂按功能分类后具有单一特性的添加剂产品，通常对于润滑油的性能改善只具有单一的功效，单剂产品主要有清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂（ZDDP）、高温抗氧剂等 | 91000 | 75200 |

*数据来源：公司招股说明书，西南证券整理*

## 1.2 公司盈利能力逐年提升

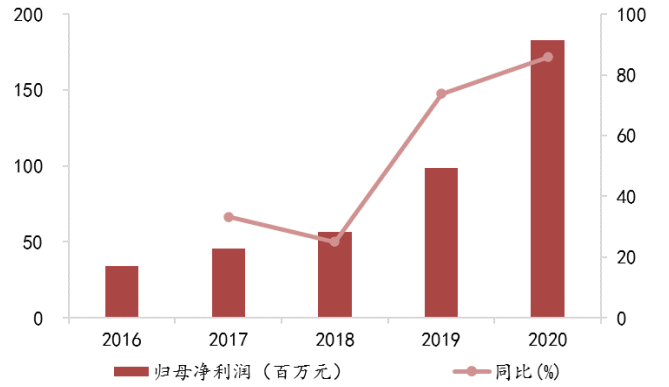
2016 年以来，公司主营业务收入持续增长，2017 年公司营收为 4.7 亿元，同比+46.4%，主要原因是润滑油添加剂营业收入同比+53.2%，2020 年公司实现营业收入 8.6 亿元，同比+31.1%；归母净利润的最高增速出现在 2020 年，主要得益于年内技改项目的投产与公司优秀的市场开拓能力，年内公司实现归母净利润 1.8 亿元，同比+85.9%，扣非后归母净利润 1.8 亿元，同比+88.1%。

**图 3：公司 2016 年以来营业收入及增速**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

**图 4：公司 2016 年以来归母净利润及增速**

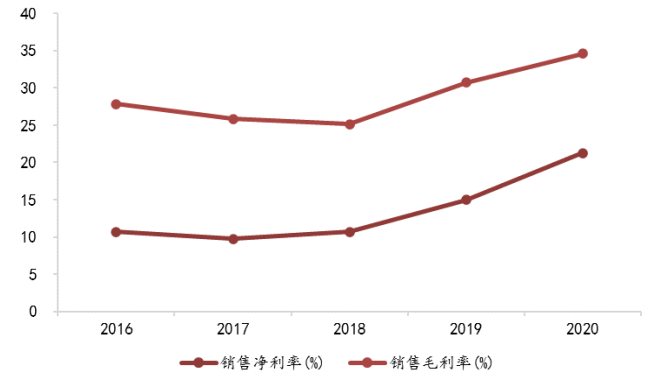



*数据来源：Wind，西南证券整理*

从公司的期间费用率变化趋势来看，2016 年公司销售费用率主要用于市场拓展，在受到广泛认可后客户维护成本降低，销售费用率逐年缩减至 2020 年的 1.5%；管理费用的主要组成部分为技术使用费与环保费用，技术使用费主要为公司按照技术许可协议支付给石科院的技术使用费，2020 年管理费用率为 8.3%，基本维持历年平均水平；2018-2019 年受益于人民币贬值，公司外币资产产生了较多汇兑收益，2019 年以来，受益于中石化资本对公司增资 3.4 亿元，促使公司银行存款增加较多，因此公司利息收入有所增长，2020 年全年财务费用率为-0.4%。

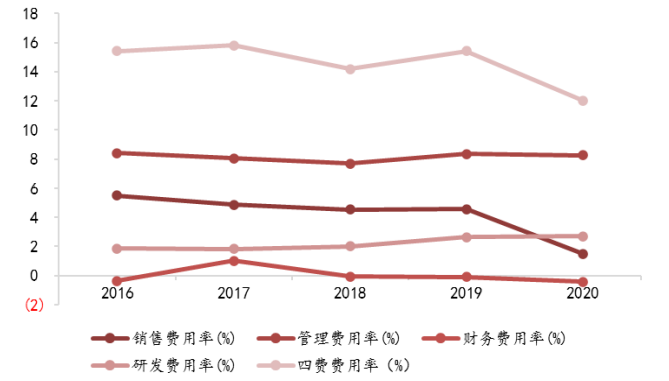
随着销售结构的持续优化、产品市场认可度及知名度的持续提升，同时得益于 2020 年原材料价格处于相对低位，而售价保持相对稳定，公司盈利能力也大幅提升，综合毛利率从 31%增长到 35%，销售净利率从 15%增长到 21%，增长了 6 个百分点。

**图 5：公司 2016 年以来净利率与毛利率**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

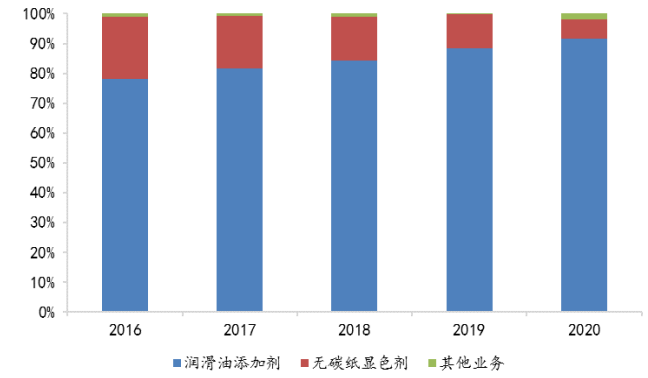
**图 6：公司 2016 年以来四项费用率**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

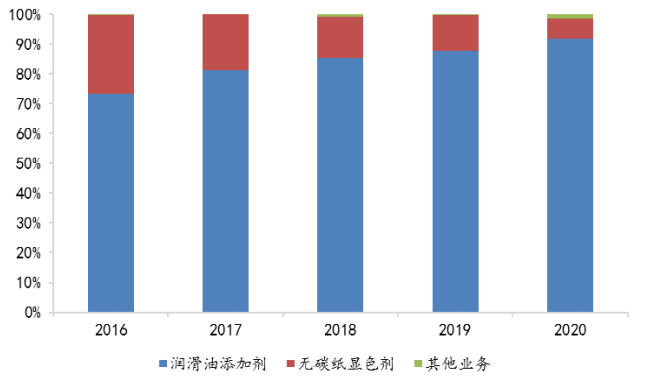
公司润滑油添加剂业务营收与毛利的绝对值与占比持续增加，占比由 80%左右逐渐提升至 90%以上，2020 年润滑油添加剂产品营收为 7.9 亿元，同比+25.9%，毛利为 2.7 亿元，同比+91.9%。虽然年内润滑油添加剂售价略有下降，但 6 万吨/年润滑油添加剂系列产品技术造项目在 2020 年下半年达到试生产状态，新增加产能 2 万吨，为板块增长带来动能。

**图 7：公司 2016-2020 年营收结构按产品分类**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

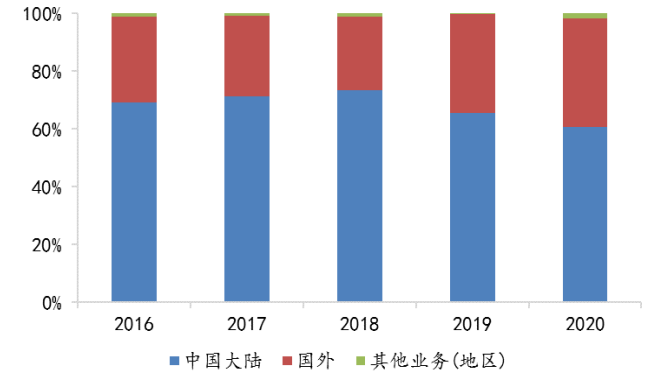
**图 8：公司 2016-2020 年毛利结构按产品分类**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

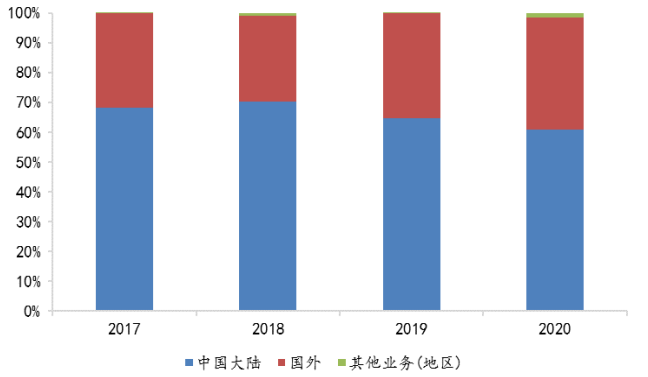
**在开拓境内市场的同时，公司的海外销售也保持强劲的发展势头：**2019 年，公司海外地区销售额与毛利润分别为 2.3 亿元与 7055 万元，同比分别增长 65.7%与 82.4%，海外销售额增长的主要原因是中东地区市场开拓力度的加大，经过多次沟通交流，2019 年公司拓展了中东地区新客户如 Innova Refining and Trading FZE、Petroleum Technology FZC、Paramount Oil Trading FZE 等，该三家客户实现了约 7400 万元的收入，另外中东地区整体以中低端车型为主，为价格相对较低的国内润滑油添加剂企业提供了较大的市场空间。2020 年，公司实现海外收入与毛利 3.2 亿元与 1.1 亿元，同比+43.2%、+59.5%。

**图 9：公司 2016-2020 年营收结构按地区分类**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

**图 10：公司 2017-2020 年毛利结构按地区分类**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

# 2 润滑油添加剂市场进口替代空间巨大，公司作为国内主要供应商持续受益

## 2.1 全球市场 CR4 为 85%，我国进口替代市场空间巨大

润滑油添加剂是一种或多种化合物，加入润滑油后，改善其中已有的一些特性或使润滑油得到某种新的特性，能够提高润滑油在机械系统中的效率并增强其性能，或延长润滑剂的使用寿命和提高稳定性。润滑油添加剂产品主要应用于汽车发动机润滑油、铁路机车发动机油、船舶发动机油、工业润滑油、润滑脂、乳化炸药等市场，润滑油添加剂产品一般占润滑油总体比例约 2%~30%左右，其余主要为基础油。润滑油添加剂的范围广泛，可分为单剂和复合剂，主要产品种类如下表所示。

**表 3：润滑剂主要产品**

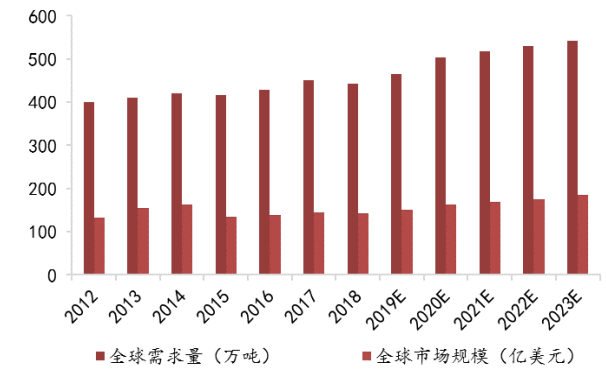
| 产品大类 | 主要产品 | 产品性能 |
|---|---|---|
| 单剂 | 清净剂 | 清净剂用于中和由于燃烧和润滑油氧化产生的酸性物质，并清除颗粒和污物。这类杂质在油中的溶解度有限，因此，清净剂可以最大程度减少沉积物的生成，降低污染，提高环保排放标准 |
| | 分散剂 | 分散剂是一种两亲性化学品，可以增加油性部分以及水性部分在同一体系中的相容性，能降低分散体系中固体或液体粒子聚集的物质。换油时，可将有害的悬浮物从油中清除。 |
| | 黏度指数改进剂 | 是一种油溶性高分子化合物，在室温下一般呈橡胶状或固体。可改善润滑油的粘温性能，以获得低温启动性能好、在高温下又能保持适当黏度的多级发动机油。 |
| | 抗氧抗腐剂 | 抗氧抗腐剂具有代表性的化合物是二烷基二硫代磷酸锌，是一种具有抗氧、抗腐和抗磨作用的多效添加剂。通过使过氧化物分解，得到稳定的化合物，来抑制润滑油的氧化，减少漆膜和油泥的生成 |
| | 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 |
| | 其他 | 降凝剂、防腐防锈剂、油性剂/摩擦改进剂、抗磨剂、极压剂、抗泡剂、乳化剂、密闭剂、染色剂和气味掩盖剂等 |
| 复合剂 | 主要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 | 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。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。 |

*数据来源：公司招股说明书，西南证券整理*

目前全球润滑油添加剂行业已逐步发展至相对成熟阶段，市场规模较大且基本趋于稳定增长。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。综合考虑到印度、巴西等新兴经济体的高速增长，及美联储停止缩表对全球经济的影响，实际润滑油添加剂年需求进入新一轮增长周期，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。

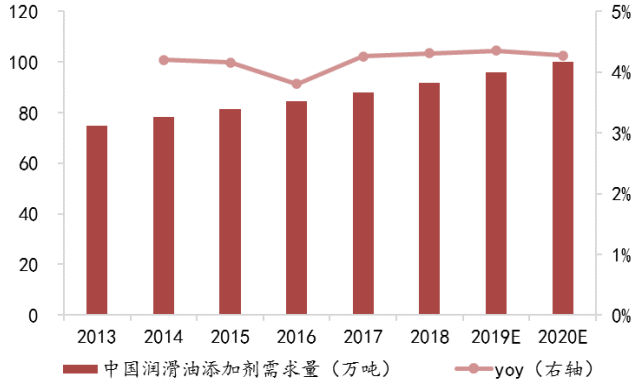
我国添加剂产业起步较晚，自 20 世纪 50 年代添加剂产业建立以来，通过自主研发和引进国外生产技术，历经几十年的积累和发展，已经形成一定的生产规模。作为全球最大的润滑油消费国之一，我国润滑油添加剂的需求量由 2013 年的 75 万吨增长到 2018 年的 92 万吨，随着我国机动车市场的持续增长及工业化进程加快，据上海市润滑油品行业协会的预测，至 2023 年，我国润滑油添加剂需求量将增长至 112 万吨。

**图 11：2012-2023E 全球润滑油添加剂市场规模预测**




*数据来源：公司招股说明书，西南证券整理*

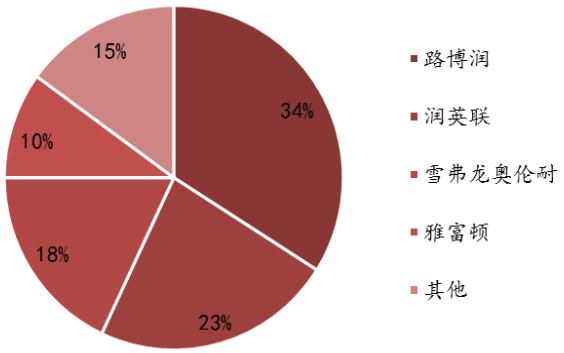
**图 12：2013-2020E 我国润滑油添加剂需求量及增速**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

全球润滑油添加剂市场目前已经形成了路博润（Lubrizol）、润英联（Infineum）、雪佛龙奥伦耐（ChevronOronite）、雅富顿（Afton）为主的市场竞争格局，全球 CR4 在 85%左右。四大润滑油添加剂公司以销售复合剂为主，其生产的单剂一般都是自用，不足部分对外采购。

**图 13：全球主要润滑油添加剂生产商**



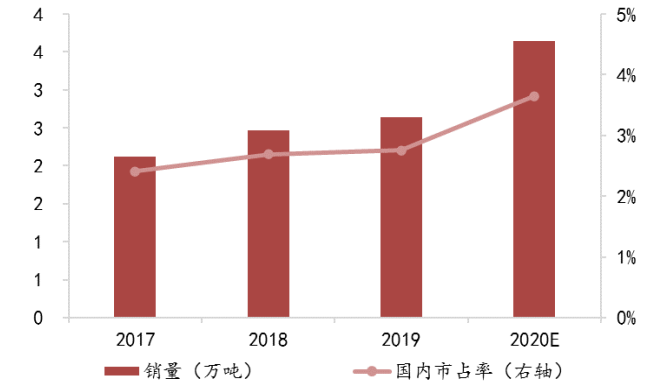

*数据来源：《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，石油商技，西南证券整理*

**我国润滑油复合剂市场存在巨大进口替代空间：**国内**单剂**生产企业的竞争格局从大型石油公司下属企业和民营企业各占半壁江山逐渐转变为民营企业为主的局面，**复合剂**市场份额则主要被国外润滑油添加剂公司或其在国内设立的合资企业所占据，尤其是技术水平相对较高的高端复合剂产品。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，目前国内民营润滑油添加剂复合剂生产厂商都面临一定的竞争劣势。但随着 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，而润滑油添加剂行业目前作为外资占据绝对控制地位的行业，未来存在较大的实现进口替代的市场空间。

**公司是国内润滑油添加剂龙头企业，未来市占率将迎显著提升：**目前国内润滑油添加剂行业，尤其是复合剂行业仍旧被国外润滑油添加剂企业及其国内合资企业所主导，公司市占率相对较低，但由于公司拥有丰富的技术与专利储备，随着新产能放量公司的行业话语权将

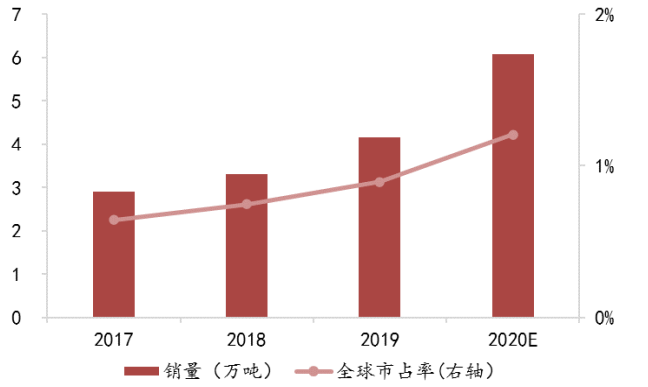
逐渐增强，以前文预测的全球与国内市场规模计算，另外以公司润滑油添加剂板块营收外销占比计算 2020 年该板块产品外销量，2020 年公司全球与国内市占率已经逐渐提升至 1.2%与 3.7%

**图 14：2017-2020E 公司国内市占率**




*数据来源：公司招股说明书，公司年报，西南证券整理*

**图 15：2017-2020E 公司全球市占率**

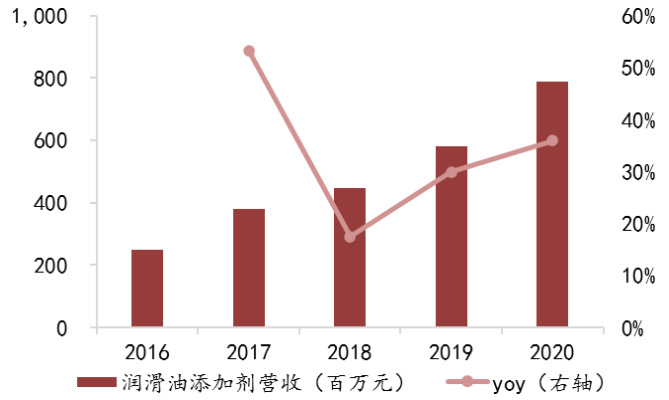



*数据来源：公司招股说明书，公司年报，西南证券整理*

## 2.2 受益于新产能投产，公司 2020 年营收同比上升 36%

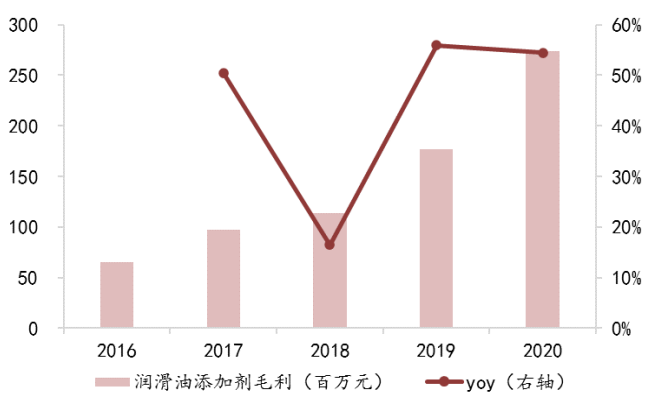
自 2016 年以来，公司润滑油添加剂板块的营收和毛利始终保持稳步增长的趋势，2020 年，该板块收入为 7.9 亿元，同比+35.9%，实现毛利润 2.7 亿元，同比+54.5%。公司润滑油添加剂业务几乎保持了连续四年的量价齐升：产品均价从 2017 年的 13120 元/吨上升至 2019 年的 13958 元/吨，主要原因包括以下三点，首先原材料价格的上涨给予公司产品价格一定支撑，其次，产品结构有所调整，单价较高的复合剂产品营业收入占比不断提升，最后，增值税于 2018 年、2019 年出现两次下调至 13%，但公司并未因税率调整产品价格，从而保证盈利。2020 年，公司均价同比下调 7.0%，主要原因是公司根据原材料价格走势调整了产品价格。从销量的角度看，公司 2020 年销售总量为 6.1 万吨，同比+46.1%，主要原因是年内公司加大市场开拓力度，销量持续增长，国内外市场规模快速扩张，另外 6 万吨/年润滑油添加剂系列产品技术造项目在 2020 年下半年达到试生产状态，新增加产能 2 万吨。

**图 16：公司 2017-2020 年润滑油添加剂营收及增速**



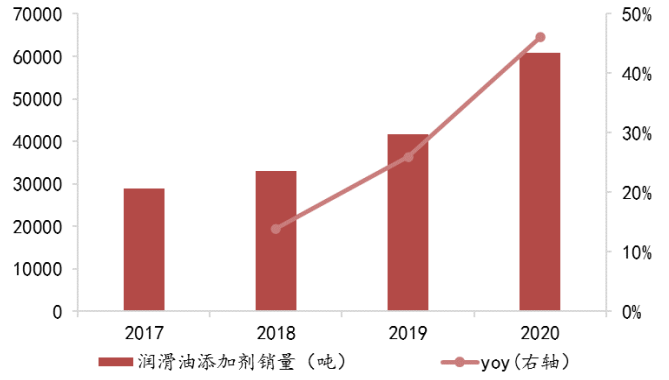

*数据来源：Wind，西南证券整理*

**图 17：公司 2017-2020 年润滑油添加剂毛利及增速**



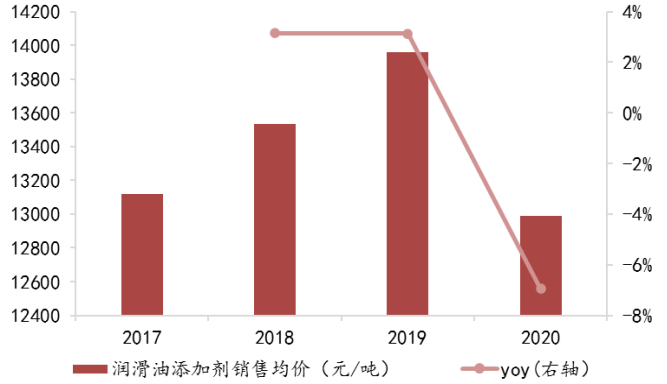

*数据来源：Wind，西南证券整理*

**图 18：公司 2017-2020 年润滑油添加剂销量与同比**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

**图 19：公司 2017-2020 年润滑油添加剂销售均价与同比**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

# 3 公司是国内最大的无碳纸显色剂生产商

无碳纸显色剂产品（即无碳复写纸显色剂）是造纸化学品的高端产品，隶属于精细化学品中的一个重要类别。主要应用于无碳复写纸的生产，无碳复写纸属于特种纸。该显色剂是无碳纸中纸与下纸正面涂料中的重要部分，主要分为无机和有机两种类型，目前主要使用的类型是有机显色剂，显色剂的细分产品及性能如下表。

**表 4：无碳纸显色剂主要产品**

| 产品大类 | 主要产品 | 产品性能 |
|---|---|---|
| 有机显色剂 | 酚醛树脂显色剂 | 早期使用的是对苯基酚醛树脂，它改善了使用活性白土的一些缺点。因为对苯基苯酚单体成本高和追求更佳之图像稳定性，后来发展出了烷基酚醛树脂，并与锌形成螯合型树脂，它具有显色密度深、耐水性好的优点，但发色速度慢，长期保存会变色发黄。 |
| | 水杨酸锌显色剂 | 上世纪 70 年代初日本开发出水杨酸类显色剂，后来经过多种改良，发展为用芳烷基改性水杨酸多价金属盐为主要结构的显色剂。这一类型统称为水杨酸锌显色剂。水杨酸锌显色剂显色能力高、色调鲜艳，尤其低温仍能较快显色。但耐光老化性能还不够好。基于水杨酸锌显色剂，我国成功开发了水杨酸盐改性酚醛树脂显色剂，它兼具了水杨酸锌和酚醛树脂的优点，其显色效果和耐光性增强，得到广泛使用。 |
| 无机显色剂 | 活性白土及合成硅酸铝钠 | 活性白土常用蒙托石族粘土经酸作活化处理而制成。合成硅酸钠的性能类似于活性白土，可以同活性白土配合使用。活性白土类显色剂最早开发，由于它显色快、价格便宜等特点，曾一度广泛应用，但这种显色剂对湿气敏感和耐光性不佳，目前已经主要被有机显色剂代替。 |

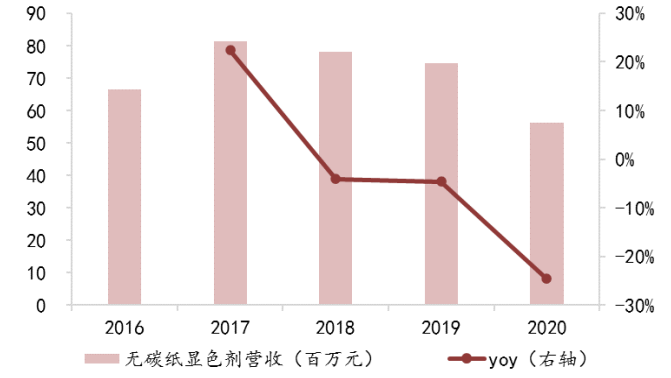
*数据来源：公司招股说明书，西南证券整理*

国内显色剂主要生产商包括瑞丰新材、常熟聚和化学有限公司、武陟县智辉科技有限公司、湛江市丽科有限公司、南昌添丽特实业有限责任公司等，其中公司产品产量占据国内总产量的大部分比重，是国内最大的无碳纸显色剂生产企业，且具有自主知识产权，产品质量水平处于国内领先水平，在全球无碳纸显色剂市场也具有重要的影响作用。

**公司显色剂售价逐年上调，受国际贸易关系影响销量有所缩减：**2017-2018 年，公司无碳纸显色剂产品销售均价同比+4.5%，主要原因是 1）环保政策趋严使得部分无碳纸显色剂中小产能出清，供给侧有所收紧；2）原材料成本对产品价格有所支撑；2019-2020 年，公

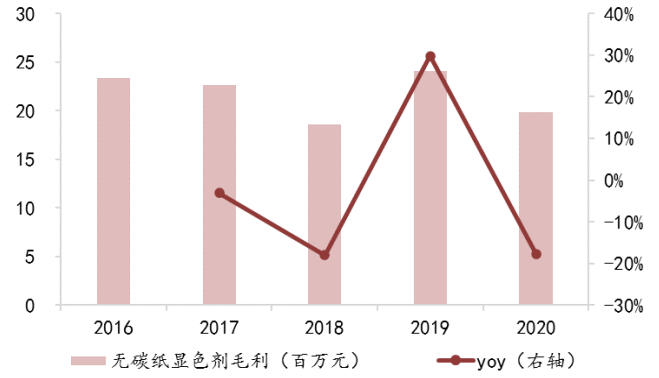
司无碳纸显色剂销售均价为 9989 元/吨,9689 元/吨，同比分别+3.9%，-3.0%，2019 年下游客户结构发生变化，公司与高端大客户保持良好合作关系，产品价格有所提升。但受到中美贸易关系的影响，公司主要大客户 Biddle Sawyer Corporation 对公司采购量有所下滑，致使公司销售量呈现逐年递减的趋势，2020 年，公司产品销量为 5797 吨，同比-22.2%，受此影响,2020 年公司该板块营业收入为 5617 万元,同比-24.6%,毛利为 1979 万元,同比-17.7%。

**图 20：公司 2017-2020 年无碳纸显色剂营收及增速**



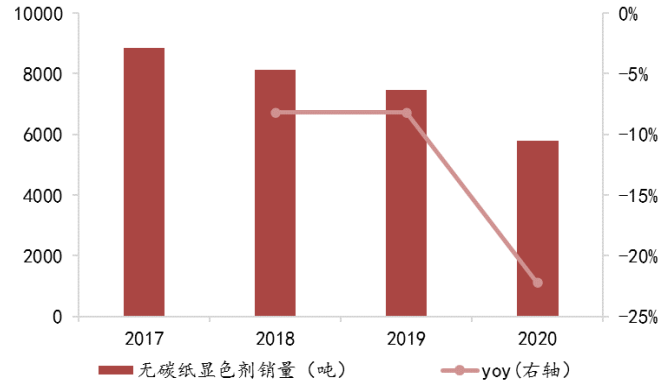

*数据来源：Wind，西南证券整理*

**图 21：公司 2017-2020 年无碳纸显色剂毛利及增速**



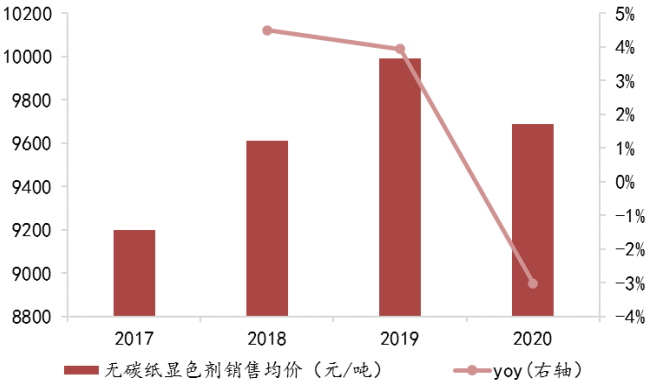

*数据来源：Wind，西南证券整理*

**图 22：公司 2017-2020 年无碳纸显色剂销量与同比**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

**图 23：公司 2017-2020 年无碳纸显色剂销售均价与同比**




*数据来源：Wind，西南证券整理*

# 4 盈利预测与估值

## 4.1 盈利预测

**关键假设：**

假设 1：随着公司本部 6 万吨项目二期、沧州 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建成投产，预计 2021-2023 年公司清净剂产能达到 50000、50000、80000 吨，抗氧抗腐蚀剂产能分别为 25000、25000、45000 吨，分散剂产能分别为 20000、20000、30000 吨，复合剂产能分别为 17800、17800、30600 吨，利润水平保持不变，产销比例保持不变；

假设 2：2021 年新增抗磨剂及粘指剂产品，产能为 2400 吨，2021-2023 价格按照 15000 元/吨估计；

假设 3：显色剂业务及其他业务盈利水平保持不变。

**表 5：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| 润滑油添加剂 | 收入 | 789.1 | 1358.5 | 1682.9 | 2249.0 |
| | 增速 | 35.9% | 72.2% | 23.9% | 33.6% |
| | 成本 | 515.6 | 884.4 | 1096.2 | 1466.1 |
| | 毛利率 | 34.7% | 34.9% | 34.9% | 34.8% |
| 无碳纸显色剂 | 收入 | 56.2 | 88.0 | 96.0 | 104.0 |
| | 增速 | -24.6% | 57% | 9% | 8% |
| | 成本 | 36.4 | 57.0 | 62.2 | 67.3 |
| | 毛利率 | 35.3% | 35.3% | 35.3% | 35.3% |
| 其他 | 收入 | 15.6 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| | 增速 | 789.7% | 28.5% | 0.0% | 0.0% |
| | 成本 | 11.4 | 5.41 | 5.41 | 5.41 |
| | 毛利率 | 27.0% | 27.0% | 27.0% | 27.0% |
| 合计 | 收入 | 860.9 | 1466.54 | 1798.85 | 2372.98 |
| | 增速 | 31.1% | 70.36% | 22.66% | 31.92% |
| | 成本 | 563.3 | 956.00 | 1172.91 | 1547.98 |
| | 毛利率 | 34.6% | 34.81% | 34.80% | 34.77% |

*数据来源：西南证券*

## 4.2 相对估值

我们选取精细化工行业中的三家龙头企业光威复材、国瓷材料、龙蟠科技，2020 年三家公司平均 PE 为 69 倍，2021 年平均 PE 为 44 倍。结合公司下游的巨大市场与未来项目建设计划，给予公司 2021 年 44 倍 PE，首次覆盖给予“持有”评级。

**表 6：可比公司估值（股价为 4 月 13 日收盘价）**

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E |
| 300699.SZ | 光威复材 | 65.52 | 1.24 | 1.60 | 2.03 | 2.58 | 71.93 | 41.03 | 32.28 | 25.41 |
| 300285.SZ | 国瓷材料 | 43.56 | 0.57 | 0.76 | 0.96 | 1.17 | 78.91 | 56.99 | 45.29 | 37.14 |
| 603906.SH | 龙蟠科技 | 31.00 | 0.59 | 0.88 | 1.24 | 1.62 | 57.13 | 35.16 | 24.93 | 19.17 |
| 平均值 | | | | | | | 69.32 | 44.39 | 34.17 | 27.24 |

*数据来源：Wind 一致预测，西南证券整理*

# 5 风险提示

项目不达预期风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、API 认证不及预期风险等。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 860.86 | 1466.53 | 1798.84 | 2372.97 |
| 营业成本 | 563.29 | 956.00 | 1172.90 | 1547.97 |
| 营业税金及附加 | 6.54 | 10.91 | 13.48 | 17.78 |
| 销售费用 | 12.94 | 22.04 | 27.03 | 35.66 |
| 管理费用 | 47.89 | 117.32 | 134.91 | 166.11 |
| 财务费用 | -3.70 | 3.33 | 6.73 | 8.99 |
| 资产减值损失 | -0.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 213.51 | 356.93 | 443.78 | 596.46 |
| 其他非经营损益 | -0.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **利润总额** | 213.30 | 356.93 | 443.78 | 596.46 |
| 所得税 | 30.44 | 50.43 | 62.91 | 84.46 |
| 净利润 | 182.86 | 306.50 | 380.87 | 511.99 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 182.86 | 306.50 | 380.87 | 511.99 |

| 现金流量表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 182.86 | 306.50 | 380.87 | 511.99 |
| 折旧与摊销 | 26.58 | 25.87 | 29.13 | 38.72 |
| 财务费用 | -3.70 | 3.33 | 6.73 | 8.99 |
| 资产减值损失 | -0.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营营运资本变动 | 49.20 | -100.26 | -34.90 | -65.79 |
| 其他 | -37.98 | 6.22 | 4.38 | 3.89 |
| **经营活动现金流净额** | 216.64 | 241.66 | 386.21 | 497.81 |
| 资本支出 | -125.63 | -130.00 | -130.00 | -130.00 |
| 其他 | 135.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **投资活动现金流净额** | 10.28 | -130.00 | -130.00 | -130.00 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 1041.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | -24.75 | -36.57 | -61.30 | -76.17 |
| 其他 | -6.09 | -3.33 | -6.73 | -8.99 |
| **筹资活动现金流净额** | 1010.99 | -39.90 | -68.03 | -85.16 |
| **现金流量净额** | 1233.89 | 71.75 | 188.18 | 282.65 |

| 资产负债表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1433.67 | 1505.42 | 1693.60 | 1976.25 |
| 应收和预付款项 | 141.01 | 245.32 | 303.71 | 395.53 |
| 存货 | 108.30 | 215.00 | 261.40 | 343.28 |
| 其他流动资产 | 298.22 | 209.51 | 211.66 | 215.37 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 234.58 | 343.29 | 448.75 | 541.59 |
| 无形资产和开发支出 | 72.01 | 70.46 | 68.90 | 67.34 |
| 其他非流动资产 | 15.54 | 12.51 | 9.48 | 9.48 |
| **资产总计** | 2303.33 | 2601.51 | 2997.51 | 3548.84 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 177.70 | 220.29 | 288.93 | 390.96 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 48.69 | 34.35 | 42.15 | 55.62 |
| **负债合计** | 226.39 | 254.64 | 331.07 | 446.58 |
| 股本 | 150.00 | 150.00 | 150.00 | 150.00 |
| 资本公积 | 1531.21 | 1531.21 | 1531.21 | 1531.21 |
| 留存收益 | 395.73 | 665.66 | 985.23 | 1421.05 |
| 归属母公司股东权益 | 2076.94 | 2346.87 | 2666.44 | 3102.26 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **股东权益合计** | 2076.94 | 2346.87 | 2666.44 | 3102.26 |
| 负债和股东权益合计 | 2303.33 | 2601.51 | 2997.51 | 3548.84 |

| 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 31.09% | 70.36% | 22.66% | 31.92% |
| 营业利润增长率 | 87.68% | 67.17% | 24.33% | 34.40% |
| 净利润增长率 | 85.91% | 67.61% | 24.26% | 34.43% |
| EBITDA 增长率 | 74.07% | 63.34% | 24.22% | 34.30% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 34.57% | 34.81% | 34.80% | 34.77% |
| 三费率 | 6.64% | 9.73% | 9.38% | 8.88% |
| 净利率 | 21.24% | 20.90% | 21.17% | 21.58% |
| ROE | 8.80% | 13.06% | 14.28% | 16.50% |
| ROA | 7.94% | 11.78% | 12.71% | 14.43% |
| ROIC | 35.04% | 47.54% | 44.68% | 49.28% |
| EBITDA/销售收入 | 27.46% | 26.33% | 26.66% | 27.15% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.53 | 0.60 | 0.64 | 0.72 |
| 固定资产周转率 | 5.18 | 8.22 | 8.99 | 6.94 |
| 应收账款周转率 | 7.90 | 9.11 | 7.76 | 8.08 |
| 存货周转率 | 5.44 | 5.90 | 4.90 | 5.09 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 99.45% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 9.83% | 9.79% | 11.04% | 12.58% |
| 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 8.75 | 8.54 | 7.46 | 6.56 |
| 速动比率 | 8.27 | 7.70 | 6.67 | 5.79 |
| 股利支付率 | 13.53% | 11.93% | 16.09% | 14.88% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 1.22 | 2.04 | 2.54 | 3.41 |
| 每股净资产 | 13.85 | 15.65 | 17.78 | 20.68 |
| 每股经营现金 | 1.44 | 1.61 | 2.57 | 3.32 |
| 每股股利 | 0.17 | 0.24 | 0.41 | 0.51 |

| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 236.39 | 386.13 | 479.64 | 644.17 |
| PE | 62.57 | 37.33 | 30.04 | 22.35 |
| PB | 5.51 | 4.88 | 4.29 | 3.69 |
| PS | 13.29 | 7.80 | 6.36 | 4.82 |
| EV/EBITDA | 41.45 | 25.19 | 19.89 | 14.37 |
| 股息率 | 0.22% | 0.32% | 0.54% | 0.67% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷豌 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |