

2017年03月26日

证券研究报告·新股分析报告

龙蟠科技(603906) 化工

合理价格区间

18.2-20.8元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

车用环保精细化学品领域优势企业

投资要点

- **车用环保精细化学品领域优势企业。**龙蟠科技主营业务是车用环保精细化学品的研发、生产和销售。主营产品包括润滑油、发动机冷却液、柴油发动机尾气处理液等三大类。2016年公司实现净利润8961万元,同比增长55%,2014年-2016年复合增速为3.6%。其中,润滑油为收入的主要构成,营收占比为67%,贡献了68%的毛利润。龙蟠科技立足于丰富的产品线和清晰的多品牌发展战略,依赖研发创新能力积极开拓新市场,是国内车用环保精细化学品领域的优势企业。
- **产业链格局向好,环保需求突出。**公司主要原材料基础油、乙二醇和尿素的价格整体呈现下降趋势,生产成本逐渐降低。我国汽车保有量巨大,增长较快,为车用润滑油在内的汽车精细化学品的发展提供了广大的市场空间,预计2017年我国润滑油市场总需求将达到1020万吨。同时,工程机械行业进入稳定阶段,应环保要求,对公司车用环保精细化学品需求较大。随着柴油发动机国IV排放标准实施时间的确定,激发了柴油发动机尾气处理液市场需求迅速增长,预计2018年将达到232.95万吨,募投项目的达产将新增产能20万吨,有效满足市场需求,促使柴油发动机尾气处理液成为公司新的增长极。
- **募投项目显著提升产能增强竞争力。**龙蟠科技此次以9.52元/股的价格发行5200万股,募集4.95亿元用于公司主营项目相关的项目建设,包括年产12万吨润滑油及防冻液扩产项目、新建年产20万吨柴油发动机尾气处理液(车用尿素)项目、运营管理基地及营销服务体系建设项目、仓储物流中心建设等项目。年产12万吨润滑油及防冻液扩产项目达产后将有效扩充生产能力,提高公司运营效率,增加主营业务收入。新建年产20万吨柴油发动机尾气处理液(车用尿素)项目将增强液产品的规模化优势,满足日益增长的环保需求。
- **盈利预测。**预计公司2017-2019年EPS分别为0.52元、0.64元和1.25元。参照可比公司2017年的估值,结合公司的成长性,我们认为2017年公司的合理估值应该为35-40倍,对应的股价为18.2-20.8元。
- **风险提示:**原材料价格波动的风险;宏观经济和下游行业波动的风险;募集资金投向风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1036.22	1297.79	1633.43	2597.61
增长率	26.26%	25.24%	25.86%	59.03%
归属母公司净利润(百万元)	89.61	108.42	132.15	260.01
增长率	55.18%	21.00%	21.89%	96.75%
每股收益EPS(元)	0.43	0.52	0.64	1.25
净资产收益率ROE	13.86%	13.44%	14.08%	21.69%
PE	22	18	15	8
PB	3.06	2.45	2.11	1.65

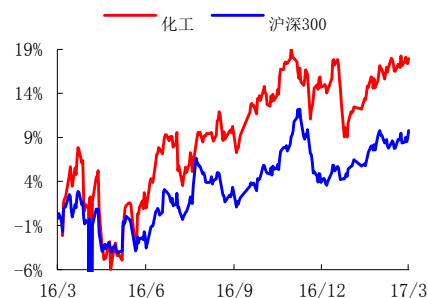
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
 电话: 010-57631196
 邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	15600
本次发行(万股)	5200
发行后总股本(万股)	20800
2016年每股收益(摊薄后)(元)	0.43
2016年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.42

主要指标(2016)

每股净资产	4.14
毛利率	36.40
流动比率	1.97
速动比率	1.39
应收账款周转率	8.37
资产负债率	39.14
净资产收益率	14.90

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 车用环保精细化学品领域优势企业.....	1
2 产业链格局向好，环保需求突出	2
2.1 油价低位运行、生产成本降低	3
2.2 下游需求稳定，环保带动新增长	5
2.3 研发能力突出，品牌受到认可	7
3 募投项目分析.....	8
4 盈利预测与估值.....	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司 2016 年主营业务结构	1
图 2：公司 2016 年毛利率贡献情况	1
图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速	1
图 4：公司 2012 年以来净利润及增速	1
图 5：首发前公司股权结构	2
图 6：车用环保精细化学品行业产业链情况	2
图 7：主要原料平均采购价格	4
图 8：进口基础油平均价格波幅与原油价格波幅比较	4
图 9：乙二醇价格与原油价格的波动（美元/吨）	4
图 10：进口乙二醇平均价格走势（美元/吨）	4
图 11：2014 年 1 月-2016 年 12 月年尿素价格走势（元/吨）	5
图 12：2012-2020 年我国汽车保有量及预测	5
图 13：2012-2017 年我国工程机械销售量预测	5
图 14：2014 年全球润滑油市场各地区需求量占比	6
图 15：2002-2022 年国内润滑油需求量统计及预测情况	6
图 16：2012-2017 年中国车用发动机冷却液市场规模及预测	6
图 17：2013-2018 年中国柴油发动机尾气处理液市场规模及预测	6

表 目 录

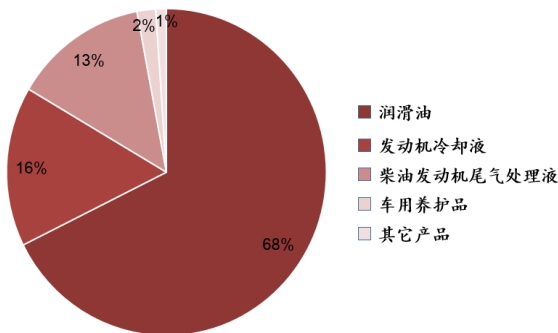
表 1：发行人主要竞争对手及简介	3
表 2：公司产品部分获奖情况	7
表 3：募投项目列示	8
表 4：分业务收入及毛利率	9
表 5：可比公司估值情况	10
附表：财务预测与估值	11

1 车用环保精细化学品领域优势企业

龙蟠科技为国内车用环保精细化学品制造商。主要产品包括三大类，第一类是润滑油，主要包括发动机油、齿轮油、抗磨液压油等；第二类是车用化学品，主要包括发动机冷却液、柴油发动机尾气处理液等；第三类是车用养护品。龙蟠科技经过多年的发展，形成了车用环保精细化学品的研发、生产、销售体系，产品广泛应用于汽车整车制造、汽车后市场、工程机械等领域。

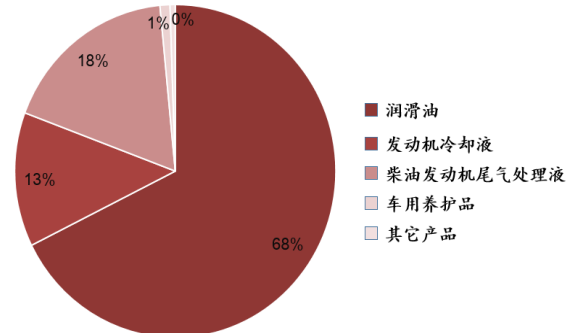
公司主营业务结构：公司收入主要来自润滑油，占营业收入的比例为 67%。此外发动机冷却液占 16%，柴油发动机尾气处理液占 13%，车用养护品占 2%。润滑油产品贡献了 68% 的毛利润，另外两项主营产品，柴油发动机尾气处理液贡献了 18% 的毛利润，发动机冷却液贡献了 13% 的毛利润。

图 1：公司 2016 年主营业务结构



数据来源：wind，西南证券整理

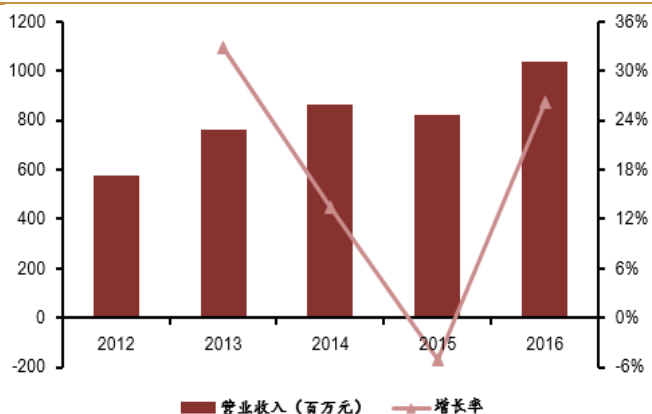
图 2：公司 2016 年毛利率贡献情况



数据来源：wind，西南证券整理

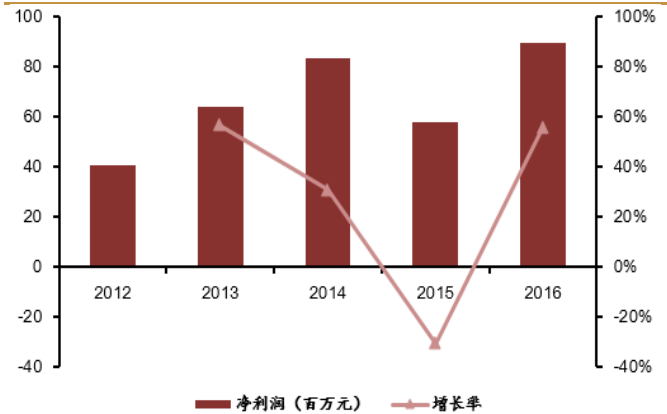
公司业绩状况：2012-2015 年由于主要原材料基础油、乙二醇、尿素价格整体下滑，导致公司主要产品售价大幅降低，营业收入增速放缓。2016 年随着新增项目部分投产，营收强势回暖，实现营业收入 10.4 亿元，同比增长 26%，2014 年-2016 年复合增速为 9.4%；2016 年公司实现净利润 8961 万元，同比增长 55%，2014 年-2016 年复合增速为 3.6%。

图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

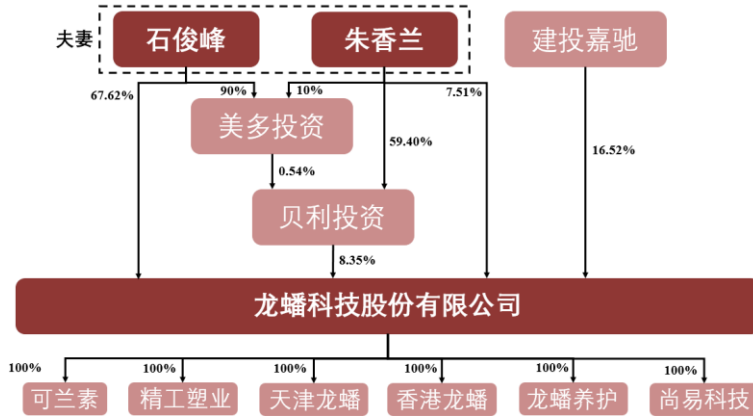
图 4：公司 2012 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：石俊峰先生和朱香兰女士（夫妻关系）直接或间接合计控制公司股份13023万股，占公司此次发行前总股本的83.48%，为公司的实际控制人，股权较为集中。公司旗下拥有可兰素、精工塑业、天津龙蟠、香港龙蟠、龙蟠养护和尚易科技等6家全资子公司。

图5：首发前公司股权结构

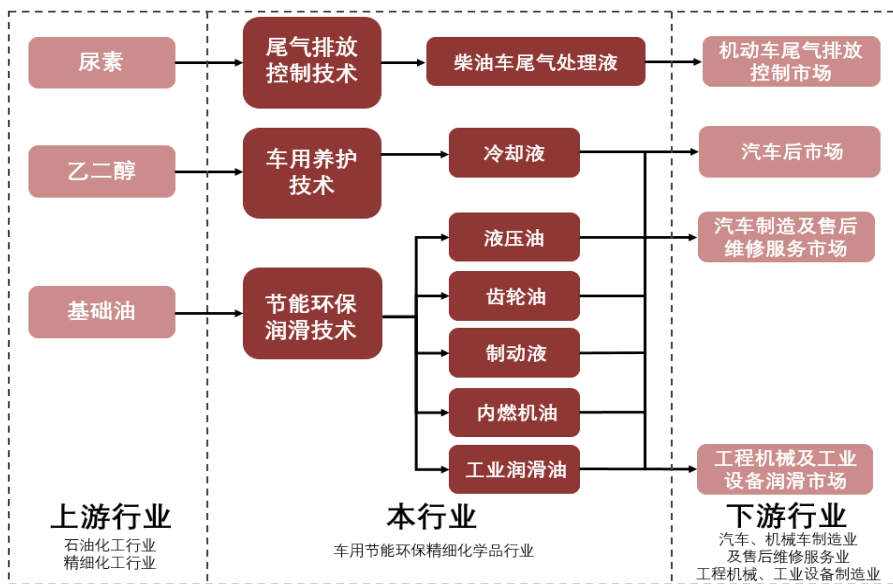


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 产业链格局向好，环保需求突出

公司主要产品润滑油、发动机冷却液和柴油发动机尾气处理液行业的上游主要是石油化工行业，主要原材料为基础油、乙二醇、尿素等。整体上看，原材料价格受国际原油价格影响呈下行趋势，近期有所回暖。下游行业包括汽车、工程机械的制造及售后维修服务行业。

图6：车用环保精细化学品行业产业链情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

由于车用环保精细化学品行业是由传统车用化学品行业发展而来，随着行业向节能环保、精细化方向发展，政策法规、技术研发、品牌、渠道等取代原材料成为影响行业竞争格局的重要因素，国内市场涌现出一批实力较强的民营车用环保精细化学品企业，部分企业已经拥有了自主品牌、优势产品系列、产品创新研发能力、规模化生产能力以及全国范围的销售网络，在车用环保精细化学品市场能够与国内外石化巨头旗下的同类企业展开竞争。润滑油及发动机冷却液市场形成跨国企业、国内大型石化企业、民营企业并存的竞争格局。柴油发动机尾气处理液产品起源于欧洲，是伴随“欧 IV”标准的实施而出现的新生事物，在我国也属于新型车用环保精细化学品，市场经过前期培育已处于成长阶段。

公司是国内较早进入车用环保精细化学品研发、生产和销售领域的民营企业之一，拥有十余年的产品研发和生产经验。自设立以来，公司通过技术创新、渠道建设、品牌推广，产品销量稳步扩大，行业地位不断提高。公司先后打造了“龙蟠”、“可兰素”、“3ECARE”等自主品牌，拥有超过 1,200 个 SKU 的产品，形成了较强的产品研发创新能力和覆盖全国的销售网络。公司是国内民营润滑油具有较强竞争力的企业之一，是国内汽车尾气处理行业的领先企业之一。依据 Integer Research 发布的《中国 AdBlue 市场分析报告》，2013 年度公司柴油发动机尾气处理液的市场占有率全国第一。另外依据 2014 年市场规模的测算，公司柴油发动机尾气处理液的国内市场份额达到 24.98%。

表 1：发行人主要竞争对手及简介

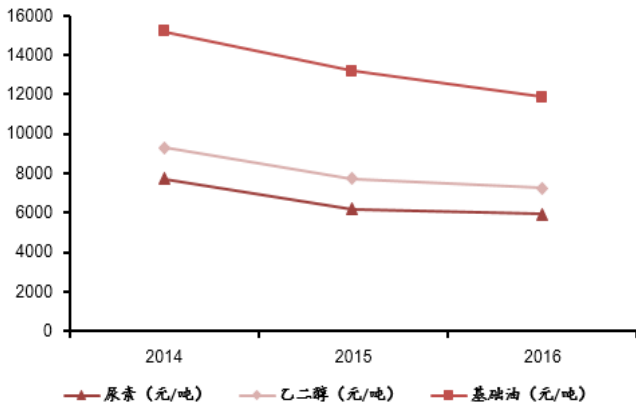
公司名称	竞争领域	主要产品
中国石化润滑油有限公司	润滑油、发动机冷却液	“长城”品牌润滑油产品：内燃机润滑油、工业齿轮油、液压油、发动机冷却液等
中国石油润滑油公司	润滑油、发动机冷却液	“昆仑”品牌润滑油产品
广东德联集团股份有限公司	润滑油、发动机冷却液	发动机冷却液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、燃油添加剂等
青岛康普顿科技股份有限公司	润滑油、发动机冷却液	康普顿牌润滑油、路邦汽车养护品等、
天津悦泰石化科技有限公司	柴油发动机尾气处理液	石油添加剂、车用发动机冷却液、车用养护品、柴油发动机尾气处理液等
壳牌	润滑油、发动机冷却液	润滑油系列、防冻液、制动液等
美孚	润滑油、发动机冷却液	润滑油系列、防冻液、制动液等

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.1 油价低位运行、生产成本降低

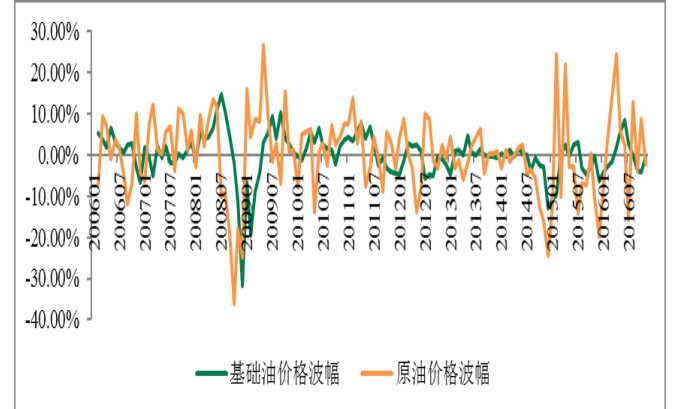
公司生产成本中原材料占比较高，达到产品总成本的 90% 以上，其中基础油成本占比达到 68%。报告期内主要原材料基础油、乙二醇和尿素的价格整体呈现下降趋势，公司主要原料平均采购价格逐年下降，变化趋势与市场行情相符。

图 7: 主要原料平均采购价格



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 8: 进口基础油平均价格波幅与原油价格波幅比较



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

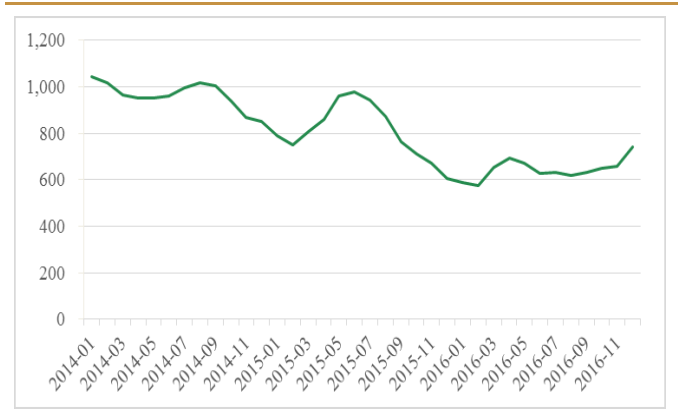
基础油的价格主要受原油价格波动和基础油市场的供需情况影响。第一, 由于基础油的主要原材料是原油, 因此其价格波动会受到原油价格波动影响, 但基础油价格的波动幅度较小且相对平滑, 同时具有一定的滞后性。第二, 基础油价格还受到产能供应因素影响。公司优质润滑油配制选用了美国 API 标准中的 II 类基础油。由于生产技术和设备已经成熟, 近年来全球各大炼油厂提高了 II 类基础油的产能, 基础油的供应日趋充足。由于 II 类基础油的产能扩大, 供应充足, 价格也与 I 类基础油的差异逐步缩小。目前国内炼油厂主要生产 I 类和部分 II 类基础油, 而国内大部分 II 类及以上类别的基础油主要依赖进口。

图 9: 乙二醇价格与原油价格的波动 (美元/吨)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

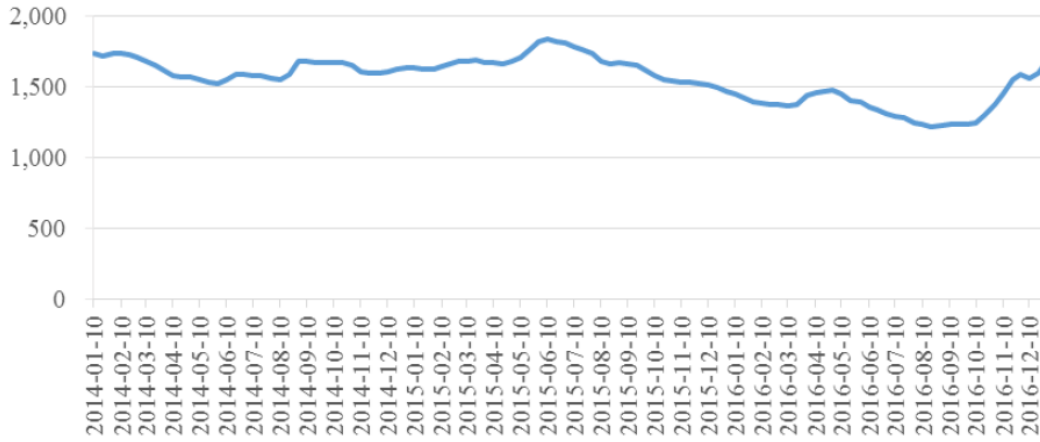
图 10: 进口乙二醇平均价格走势 (美元/吨)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

由于国外乙二醇供应商采用先进的制备技术和生产工艺, 全球乙二醇的生产能力发展迅速, 导致乙二醇的供应出现过剩, 价格不断走低。报告期内, 乙二醇价格与原油价格波动基本一致, 整体下行。另外, 由于乙二醇的下游行业(聚酯化纤等)存在较为明显的淡旺季, 所以乙二醇的价格在全年内有一定的波动。

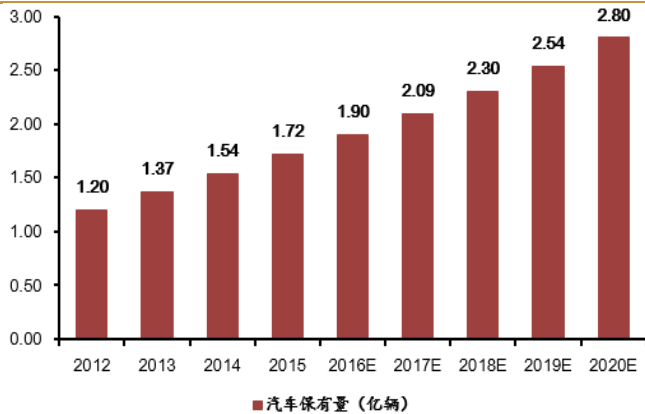
尿素的生产原料主要有煤炭和天然气, 国内煤炭生产尿素量约占 70%, 天然气生产尿素量约占 30%。随着全球煤炭市场的持续低迷, 以煤化工为主要生产工艺的尿素价格出现下滑, 2014-2015 年, 尿素的价格呈现波动, 整体下行, 2016 年 1-9 月尿素的价格持续下行, 从 2016 年 10 月份开始有所回升。

图 11: 2014 年 1 月-2016 年 12 月年尿素价格走势 (元/吨)


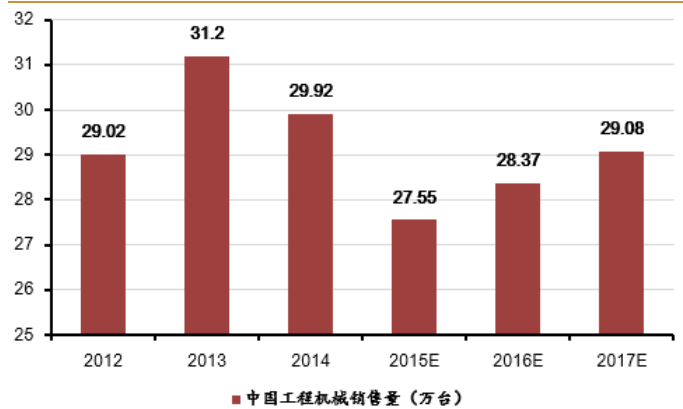
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2.2 下游需求稳定, 环保带动新增长

我国汽车保有量巨大, 增长较快, 为车用润滑油在内的汽车精细化学品的发展提供了巨大的市场空间。同时, 工程机械行业进入稳定阶段, 应环保要求, 对公司车用环保精细化学品需求较大。

图 12: 2012-2020 年我国汽车保有量及预测


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 13: 2012-2017 年我国工程机械销售量预测


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

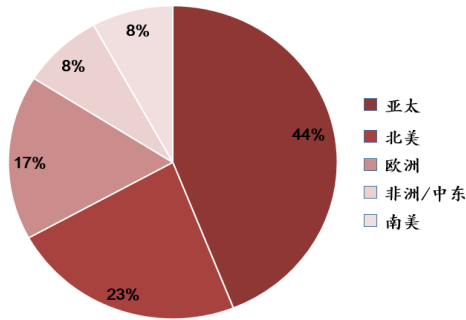
2.2.1 润滑油需求稳定, 增长潜力巨大

得益于近年来经济的飞速发展, 以中国、印度为代表的亚太发展中国家的市场成为全球润滑油需求增长最快的地区。目前, 全球润滑油最大的市场是亚太地区, 其次是北美、欧洲等地区。2014 年亚太地区需求量占比约为 44%, 北美、欧洲分别占比 23%、17%。随着我国经济的快速发展、工业化进程的不断加快以及汽车保有量的持续增长, 我国已经成为全球最大的润滑油消费国和生产国。

从长期趋势来看, 2013 年全球年人均润滑油消耗约 5 千克, 其中北美年人均消费量超过 18 千克, 西欧人均消费约 9 千克, 东欧和中东人均消费接近 8 千克。而作为世界润滑油

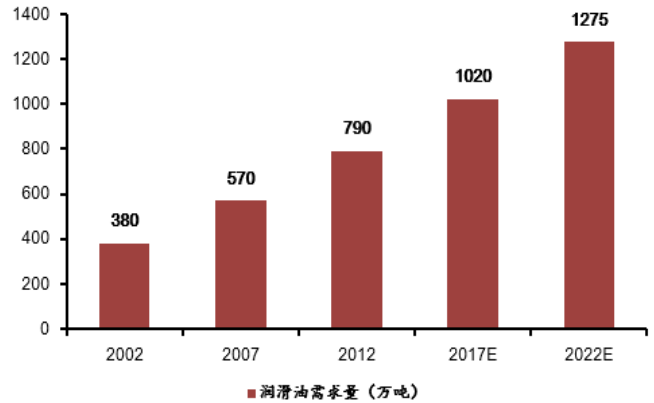
消费大国,我国年人均消费量不足4千克,未来拥有巨大的增长潜力。预测2017年我国润滑油市场总需求将达到1020万吨,至2022年将达到1275万吨。

图 14: 2014 年全球润滑油市场各地区需求量占比



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 15: 2002-2022 年国内润滑油需求量统计及预测情况

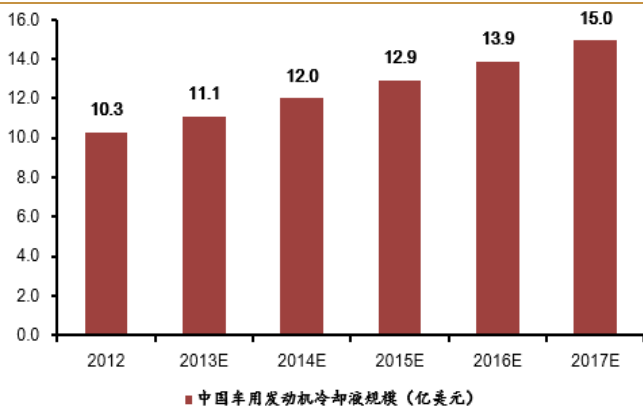


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2.2.2 发动机冷却液需求增长较快, 环保带来更换需求

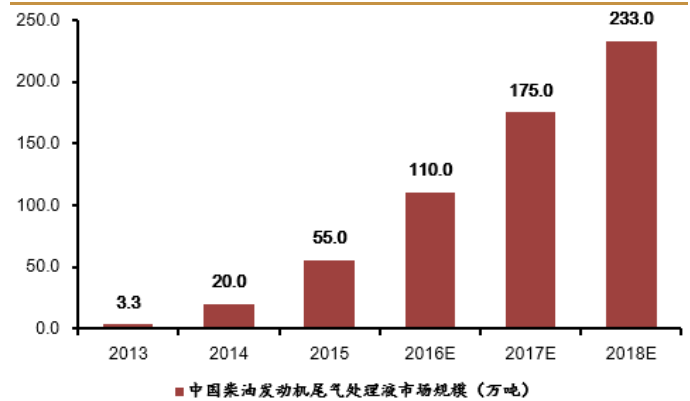
发动机冷却液是保证汽车发动机在正常温度范围内运转所必不可少的散热介质,直接影响其使用寿命。随着发动机性能不断提高以及社会节能环保意识的不断增强,车用发动机冷却液不仅要求具有较低的冰点和较高的沸点,同时还需要具备防腐蚀、防穴蚀、防结垢、防泡沫以及对环境污染小等各方面的性能要求。在高速增长的汽车保有量以及不断提升的节能环保要求带来的更换需求的推动下,我国发动机冷却液市场规模也呈现较快速增长的趋势,预测2017年将达到15亿美元,期间复合增长率为7.81%。

图 16: 2012-2017 年中国车用发动机冷却液市场规模及预测



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 17: 2013-2018 年中国柴油发动机尾气处理液市场规模及预测



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2.2.3 柴油发动机尾气处理液前景广阔

随着柴油发动机国IV排放标准实施时间的确定,激发了柴油发动机尾气处理液市场需求迅速增长。2014年柴油发动机尾气处理液的市场规模和生产能力较上年有较大幅度提升,市场需求量由2013年3.3万吨增长到20万吨。我国全面实施的国IV排放标准尚与欧洲目前实施的欧VI标准相差两个排放等级,在未来的5-10年内汽车的排放标准将进入持续升级阶段,柴油发动机尾气处理液的市场发展空间广阔,预计2018年将达到232.95万吨。

2.3 研发能力突出，品牌受到认可

2.3.1 持续的产品研发创新能力

公司已形成了较为完善的产品开发和创新管理体系，得到了客户和相关机构的认可，按照符合德国汽车工业协会标准——VDA6.5 要求的 APQP 标准流程进行开发工作，被评为江苏省认定企业技术中心、南京市认定企业技术中心，承担组建江苏省润滑材料工程技术研究中心、南京市润滑材料工程技术研究中心，并被评江苏省博士后创新实践基地，拥有获得 CNAS 认证的实验检测中心，2015 年 12 月被评为江苏省重点企业研发机构。按照 APQP 规范设计了产品和技术研发的流程，开发出上千款具有自主知识产权的产品；总结沉淀了多项产品开发经验；培育了一批具有多年产品开发经验的研究人员，有 24 名以上超过 4 年新产品开发经验的技术人员。

公司在满足客户要求的基础上，通过提高产品的节能、环保、减排特性，丰富产品功能，形成产品的差异化，创造用户价值，促进公司规模持续增长。报告期内，公司累计开发出 63 款以环保、节能、动力提升、尾气控制等为特点、拥有自主知识产权的新型车用环保精细化学品。公司润滑油产品如 CF-4、CH-4、CI-4、SJ、SL、SM、CJ-4、SN 等先后通过美国石油学会 API 认证、国际润滑剂标准化及认证委员会 ILSAC 认证。柴油发动机尾气处理液产品 2010 年通过 API DEF (API Diesel Exhaust Fluid Certification Program-美国石油学会柴油机排放处理液认证计划) 认证，2011 年通过 VDA-QMC (德国汽车工业协会质量管理中心) 的 AdBlue 商标认证。

表 2：公司产品部分获奖情况

荣誉	产品	颁发机构
高新技术产品	制动液	江苏省科学技术厅
	防渗宝 (SJ 汽油机油)	
	高粘王 (CF-4 柴油机油)	
	喜压 (CH-4 柴油机油)	
	速效导热冷却液	
	制动液 DOT 5.1	
	CJ-4 柴油机油	
	车用尿素	
可兰素车用尿素溶液		
江苏名牌产品	龙蟠牌车用润滑油	江苏省名牌战略促进委员会
南京名牌产品	车用和工程机械用润滑油	南京市人民政府
南京市自主创新产品	防渗宝 SJ 汽油机油	南京市科学技术委员会
	发动机冷却液	
南京市新兴产业重点推广应用新产品	制动液	
	柴油车尾气处理液	南京市建设中国软件与新兴产业名域领导小组办公室

数据来源：招股说明书、西南证券整理

2.3.2 树立自主品牌

经过多年的市场开拓和培育，公司树立了自主品牌，打造了多层次的品牌结构，以覆盖不同需求，在降低风险的同时把握高成长的机遇。“龙蟠”品牌的润滑油业务稳定发展，是公司稳健发展的重要保证；“可兰素”品牌的柴油发动机尾气处理液较早进入国内市场，市场份额领先，将成为未来 2-3 年的增长点之一；“3ECARE”品牌的车用养护品已初步形成了较为丰富的产品线，处于市场开拓期，是公司未来发展的潜在增长点。

“龙蟠”品牌在国内润滑油市场具有较高的市场认知度和美誉度，于 2015 年 6 月被国家工商行政管理总局商标局认定为驰名商标，曾被中国润滑油行业年度总评榜组委会评选为“中国润滑油行业年度最具影响力民族品牌 (2013)”、“(2014) 年度最受用户欢迎汽车润滑油品牌”的称号；于 2014 年、2015 年、2016 年连续三年被《中国汽车报》社、中国汽车零部件企业信息联盟及其独立的评审委员会评定为“全国百家优秀汽车零部件供应商”，荣膺“优秀发动机配件及排放系统供应商”称号。

3 募投项目分析

龙蟠科技此次以 9.52 元/股的价格发行 5200 万股，募集 4.95 亿元公司主营项目相关的项目建设，包括年产 12 万吨润滑油及防冻液扩产项目、新建年产 20 万吨柴油发动机尾气处理液（车用尿素）项目、运营管理基地及营销服务体系建设项目、仓储物流中心建设等项目。

表 3：募投项目列示

项目名称	投资总额 (万元)	使用募集资金投资额 (万元)
年产 12 万吨润滑油及防冻液扩产项目	43128.24	20000.00
新建年产 20 万吨柴油发动机尾气处理液项目	26558.53	15000.00
运营管理基地及营销服务体系建设项目	14361.80	5000.00
仓储物流中心建设项目	5680.50	4521.47
合计	89729.06	44521.47

数据来源：招股说明书，西南证券整理

下游汽车行业的规模不断扩大、行业排放和环保标准日益提高以及汽车技术不断进步，都对公司产品的需求量带来较快的增长。预计未来较长时间内，下游客户对于公司润滑油及发动机冷却液产品旺盛需求的增速仍将继续保持。年产 12 万吨润滑油及防冻液扩产项目达产后可新增车用环保精细化学品产能 12 万吨/年，其中车用润滑油 47000 吨/年、工业润滑油 23000 吨/年、发动机冷却液 50000 吨/年，可有效扩张公司生产能力，突破产能瓶颈。预计项目建设完成达产后年新增营业收入为 122600 万元，年均所得税后利润为 12720.64 万元，税后财务内部收益率 21.28%，税后静态投资回收期为 6.80 年（含建设期）。

随着柴油车国 IV 排放标准的到来，公司现有产能将远远无法满足下游增长的需求。新建年产 20 万吨柴油发动机尾气处理液（车用尿素）项目的建成将助公司突破产能限制，增加主营收入。预计项目建设完成达产后年新增营业收入为 61800 万元，年均所得税后利润为 13990.86 万元，税后财务内部收益率 40.17%，税后静态投资回收期 4.72 年（含建设期）。

年产 12 万吨润滑油及防冻液扩产项目将建成为公司北方生产基地，进一步巩固和加强行业地位，增强和完善产品结构，增加主营业务收入。新建年产 20 万吨柴油发动机尾气处

理液项目将扩大柴油发动机尾气处理液产品的生产能力，增强规模优势，提高公司综合竞争实力和持续盈利能力。运营管理基地及营销服务体系建设项目将显著提升公司经营管理效率、提高区域营销服务水平、增强自主研发能力和科技成果转化能力。仓储物流中心建设项目为公司现有厂区提供良好的仓储物流配套，可降低公司运营风险，提高仓储物流效率，结合营销服务体系的建设，可有效提高公司服务水平和客户满意度，促进公司品牌形象的树立和盈利能力的提升。

4 盈利预测与估值

随着国内中高档汽车消费量的逐步增长与环保趋紧，中高质量等级的车用润滑油的需求将进一步增长，公司在此转型升级的趋势下有望占领更大的市场，而募投产能的投放将进一步促进优势产品放量输出，显著提升公司盈利能力。

假设 1：公司润滑油及发动机冷却液需求旺盛，随着募投项目的逐渐投产，产品销量有效攀升，预计原油价格保持低位运行，润滑油产品毛利率维持在 35% 左右，发动机冷却液产品毛利率维持在 30% 左右；

假设 2：柴油发动机尾气处理液预计需求量迅速放大，产品销量受产能制约缓慢增长，增长率在 5% 左右，毛利率维持在 45% 左右，预计 2019 年募投项目达产，消化产能 20 万吨；

假设 3：车用养护品增长稳定，预计增速保持在 10%，毛利率维持在 19%；

假设 4：三费率保持稳定。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
润滑油	收入	695.52	904.18	1175.43	1528.06
	增速	32.03%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	36.58%	35.00%	35.00%	35.00%
发动机冷却液	收入	162.57	203.21	254.02	317.52
	增速	23.37%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	30.17%	30.00%	30.00%	30.00%
柴油发动机尾气处理液	收入	139.42	146.39	153.71	691.70
	增速	2.96%	5.00%	5.00%	350.00%
	毛利率	47.97%	45.00%	45.00%	45.00%
车用养护品	收入	19.33	21.26	23.39	25.73
	增速	17.21%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	19.53%	19.00%	19.00%	19.00%
其他产品	收入	11.03	12.13	13.35	14.68
	增速	32.49%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	17.93%	18.00%	18.00%	18.00%
合计	收入	1036.22	1297.79	1633.43	2597.61
	增速	25.53%	25.23%	25.85%	59.13%
	毛利率	36.59%	34.92%	34.79%	36.81%

数据来源：公司公告，西南证券

预测与估值

根据以上说明和假设,我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 12.98 亿元、16.33 亿元和 25.98 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 1.08 亿元、1.32 亿元和 2.60 亿元。估算 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益为 0.52 元、0.64 元和 1.25 元。

在可比公司中,康普顿主营各类汽车精细化学品,与龙蟠科技主营最为接近,其估值可以作为主要参考。参照 2016 年可比公司平均估值与康普顿的估值,结合公司的成长性,我们认为 2017 年公司的合理估值应该为 35~40 倍,对应的股价为 18.2~20.8 元。

表 5: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价 (17.3.24)	EPS			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
603798.SH	康普顿	59.33	1.16	1.35	1.76	62.77	43.95	33.71
002666.SZ	德联集团	9.50	0.20	0.33	0.39	33.98	23.91	19.95
002126.SZ	银轮股份	9.18	0.35	0.43	0.52	29.45	21.54	17.65
平均值						42.07	29.80	23.77

数据来源: wind, 西南证券整理

5 风险提示

原材料价格波动的风险; 宏观经济和下游行业波动的风险; 募集资金投向风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1036.22	1297.79	1633.43	2597.61	净利润	89.61	108.42	132.15	260.01
营业成本	659.00	844.57	1065.11	1641.57	折旧与摊销	33.62	81.77	111.03	813.66
营业税金及附加	14.70	17.94	23.02	36.41	财务费用	11.44	8.02	6.14	5.52
销售费用	150.16	185.58	237.07	375.06	资产减值损失	2.37	0.00	0.00	0.00
管理费用	97.64	116.06	148.89	236.62	经营营运资本变动	-75.43	-47.49	-97.20	-246.82
财务费用	11.44	8.02	6.14	5.52	其他	17.87	1.61	2.69	7.34
资产减值损失	2.37	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	79.48	152.33	154.82	839.71
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-44.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-25.71	0.01	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-69.88	0.01	0.00	0.00
营业利润	100.91	125.63	153.19	302.43	短期借款	-54.06	-109.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.89	1.21	1.46	1.78	长期借款	8.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	104.80	126.84	154.66	304.22	股权融资	0.00	52.00	0.00	0.00
所得税	15.20	18.42	22.50	44.21	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	89.61	108.42	132.15	260.01	其他	-32.64	-9.00	-6.14	-5.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-78.69	-66.00	-6.14	-5.52
归属母公司股东净利润	89.61	108.42	132.15	260.01	现金流量净额	-69.42	86.34	148.68	834.19
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	105.47	191.81	340.49	1174.68	成长能力	26.26%	25.24%	25.86%	59.03%
应收和预付款项	276.82	332.99	425.83	674.00	销售收入增长率	43.41%	24.49%	21.94%	97.42%
存货	161.47	196.31	253.32	389.48	营业利润增长率	55.18%	21.00%	21.89%	96.75%
其他流动资产	4.07	6.41	8.37	12.62	净利润增长率	38.68%	47.57%	25.51%	314.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率				
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力	36.40%	34.92%	34.79%	36.80%
固定资产和在建工程	369.94	298.26	197.33	-606.24	毛利率	25.02%	23.86%	24.01%	23.76%
无形资产和开发支出	93.29	83.37	73.45	63.53	三费率	8.65%	8.35%	8.09%	10.01%
其他非流动资产	10.20	10.02	9.85	9.67	净利率	13.86%	13.44%	14.08%	21.69%
资产总计	1021.26	1119.18	1308.63	1717.75	ROE	8.77%	9.69%	10.10%	15.14%
短期借款	109.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.07%	14.36%	17.16%	47.82%
应付和预收款项	143.40	186.05	234.40	362.54	ROIC	14.09%	16.60%	16.55%	43.18%
长期借款	78.00	78.00	78.00	78.00	EBITDA/销售收入				
其他负债	44.49	48.52	57.46	78.45	营运能力	1.05	1.21	1.35	1.72
负债合计	374.89	312.57	369.87	518.98	总资产周转率	3.17	2.06	-0.11	-0.12
股本	156.00	208.00	208.00	208.00	固定资产周转率	7.92	7.91	8.01	8.78
资本公积	259.07	259.07	259.07	259.07	应收账款周转率	4.58	4.72	4.74	5.11
留存收益	231.11	339.53	471.69	731.69	存货周转率	90.20%	—	—	—
归属母公司股东权益	646.37	806.61	938.76	1198.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构	36.71%	27.93%	28.26%	30.21%
股东权益合计	646.37	806.61	938.76	1198.76	资产负债率	49.88%	24.95%	21.09%	15.03%
负债和股东权益合计	1021.26	1119.18	1308.63	1717.75	带息债务/总负债	1.97	3.37	3.76	5.33
					流动比率	1.39	2.46	2.83	4.41
					速动比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股利支付率				
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	145.97	215.41	270.37	1121.61	每股收益	0.43	0.52	0.64	1.25
PE	22.10	18.26	14.98	7.62	每股净资产	3.11	3.88	4.51	5.76
PB	3.06	2.45	2.11	1.65	每股净资产	0.38	0.73	0.74	4.04
PS	1.91	1.53	1.21	0.76	每股经营现金	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	10.68	8.62	6.32	0.78	每股股利	26.26%	25.24%	25.86%	59.03%
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn