



东兴证券
DONGXING SECURITIES

精耕细作，润滑油龙头稳扎稳打

——龙蟠科技（603906）三季度点评

2017 年 10 月 30 日

强烈推荐/首次

龙蟠科技

财报点评

廖鹏飞	分析师	执业证书编号：S1480517090001	
	liaopf@dxzq.net.cn	010-66554121	
刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002	
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030	
张明烨	研究助理		
	zhang_my@dxzq.net.cn	010-66554030	

事件：

龙蟠科技发布 2017 年三季度报，报告期内公司实现营业收入 9.20 亿元，同比增长 29.36%，实现净利润 0.71 亿元，同比增长 11.13%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	231.55	241.62	237.83	325.22	333.82	290.55	295.36
增长率（%）	-	-	-	-	44.17%	20.25%	24.19%
毛利率（%）	36.09%	37.76%	35.62%	36.19%	33.62%	34.21%	32.10%
期间费用率（%）	24.56%	24.88%	25.23%	25.29%	21.97%	24.92%	24.28%
营业利润率（%）	10.35%	12.02%	9.34%	7.90%	10.65%	8.71%	8.12%
净利润（百万元）	19.88	24.81	19.34	25.58	33.70	17.28	20.17
增长率（%）	-	-	-	-	69.54%	-30.35%	04.32%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.16	0.12	0.16	0.16	0.08	0.10
资产负债率（%）	-	40.08%	-	36.71%	28.67%	26.26%	28.95%
净资产收益率（%）	-	4.13%	-	3.96%	2.99%	1.51%	1.73%
总资产收益率（%）	-	2.47%	-	2.50%	2.13%	1.11%	1.23%

观点：

- 业绩符合预期。报告期内公司实现营业收入9.20亿元，同比增长29.36%，实现净利润0.71亿元，同比增长11.13%。公司的主要产品为润滑油、防冻液和尾气净化液。公司的润滑油产能为6万吨，相对于全国的需求500万吨，占比仅占1%左右，未来随着产能的提升，润滑油的市占率逐渐提升，公司的利润将有较大幅度的提升；公司的尾气净化液是国内的龙头企业，在卡车司机中拥有良好的口碑，公司在天津等地的尾气净化液投产将提升公司尾气净化液在北方的市场占有率，同时公司在尾气净化液方面特有的技

术使公司有望能够在尾气净化液市场独树一帜。

- 销售费用增加。公司的销售费用为1.35亿元，同比增加29.93%，主要为销量增加，运费增加和加大业务宣传费的投入所致，润滑油行业是化工品中消费属性较强的产品，销售费用的增加其中一定的原因是宣传费用的投入增加带来的，而宣传费用的增加未来会在销量上体现，销售费用的增加，将为公司未来的扩产打下坚实的基础。

润滑油的品牌形象是消费者进行产品识别的重要标志。品牌形象不鲜明，会导致产品特色与消费者相脱离。润滑油品牌定位对消费者产生较大的冲击，目前市面上国内龙头和外资品牌不断的通过广告冲击市场，龙蟠在品牌上的投入是持续的，上市之后在宣传上加大投入，策略上是正确的，对比曾经的某国内名营企业的龙头企业也是通过在合适的时机打出合适的广告，大幅提升了市占率，抢占了国内市场，我们认为过程是存在复制的可能的，龙蟠也许只需要一个契机将大幅提升公司的市场知名度。

- 环保和国产化有望成为催化剂。公司的尾气净化液主要应用于SCR上，在目前的环保政策下，商用车的使用率我们预计将有较大幅度的提升，改变原有的SCR使用率不高的情况，尾气净化液的使用量将成倍的增长，作为尾气净化液的国内龙头，公司有望受益；随着国产车例如奇瑞、长城等企业的迅速崛起，消费者的消费理念也将发生转变，未来润滑油的竞争格局将发生较大改变，目前美孚、shell、BP的市场将受到国产品牌的冲击，龙蟠作为民营企业的龙头，有望凭借先进的研发能力，灵活的销售体系，掀起润滑油国产替代的浪潮。

结论：

- 公司是国内润滑油行业的龙头企业，主要从事专用润滑油等车用精细化学品研发、生产和销售，已形成集润滑油、发动机冷却液、柴油发动机尾气处理液、车用养护品等于一体的车用环保精细化学品的产品体系，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。我们预计公司2017年-2019年的营业收入分别为14.57亿元、25.58亿元和32.94亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.2亿元、1.9亿元和2.1亿元，每股收益分别为0.57元、0.93元和1.03元，对应PE 分别为34X、21X、19X。我们认为公司业绩确定性更高，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

- 原材料价格大幅上涨；环保力度不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表		单位:百万元			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	515	548	682	1203	1549	营业收入	821	1036	1457	2559	3295
货币资金	176	105	73	128	165	营业成本	528	659	922	1641	2111
应收账款	107	141	186	327	421	营业税金及附加	12	15	22	37	48
其他应收款	24	24	34	60	77	营业费用	125	150	240	396	527
预付款项	11	24	34	61	78	管理费用	74	98	117	220	290
存货	126	161	226	402	517	财务费用	11	11	17	37	68
其他流动资产	18	28	40	71	91	资产减值损失	0	2	1	1	1
非流动资产合计	432	473	732	970	1488	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	295	358	563	750	974	营业利润	70	101	139	226	250
无形资产	90	93	146	198	248	营业外收入	5	4	1	1	1
其他非流动资产	13	7	7	7	7	营业外支出	8	0	1	1	1
资产总计	947	1021	1413	2173	3037	利润总额	68	105	140	226	250
流动负债合计	303	278	506	1089	1765	所得税	10	15	20	33	36
短期借款	163	109	250	741	1331	净利润	58	90	119	193	214
应付账款	88	104	146	260	335	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	13	16	22	39	51	归属母公司净利润	58	90	119	193	214
一年内到期的非	1	1	39	0	0	EBITDA	105	145	203	330	405
非流动负债合计	87	96	157	157	157	BPS（元）	0.37	0.57	0.57	0.93	1.03
长期借款	70	78	139	139	139	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	391	375	663	1246	1923	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-5.15%	26.26%	40.65%	75.56%	28.77%
实收资本（或股	156	156	208	208	208	营业利润增长	-26.99%	43.41%	37.97%	62.10%	10.61%
资本公积	259	259	207	207	207	归属于母公司净利	-30.85%	55.18%	33.33%	61.88%	10.59%
未分配利润	142	231	335	512	698	获利能力					
归属母公司股东	557	646	750	927	1114	毛利率（%）	35.65%	36.40%	36.77%	35.87%	35.93%
负债和所有者权	947	1021	1413	2173	3036	净利率（%）	7.04%	8.65%	8.20%	7.56%	6.49%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	0%	6.10%	8.77%	8.45%	8.90%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE（%）	10.37%	13.87%	15.93%	20.87%	19.21%
经营活动现金流	-4	79	64	-38	146	偿债能力					
净利润	58	90	119	193	214	资产负债率（%）	41%	37%	47%	57%	63%
折旧摊销	24	34	47	67	87	流动比率		1.97	1.35	1.10	0.88
财务费用	11	11	17	37	68	速动比率		1.39	0.90	0.74	0.58
应收账款减少	16	42	114	75	33	营运能力					
预收帐款增加	3	6	17	11	5	总资产周转率	0.87	1.01	1.03	1.18	1.09
投资活动现金流	-109	-70	-305	-305	-605	应收账款周转率	8	8	9	10	9
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.83	6.85	7.36	8.08	7.10
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.37	0.57	0.57	0.93	1.03
筹资活动现金流	82	-79	208	398	496	每股净现金流(最新	-0.02	0.51	0.31	-0.18	0.70
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.57	4.14	3.61	4.46	5.35
长期借款增加	71	8	99	-39	0	估值比率					
普通股增加	0	0	52	0	0	P/E	52.90	34.09	34.09	21.06	19.04
资本公积增加	0	0	-52	0	0	P/B	5.49	4.73	5.43	4.39	3.66
现金净增加额	-30	-69	-33	55	37	EV/EBITDA	-	-	-	-	-

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，

报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

