

龙蟠科技 (603906.SH)

公司研究/深度报告

国六标准落地，车用尿素确定放量

-龙蟠科技深度报告

深度研究报告/石油石化

2020年6月30日

报告摘要：

● 本报告试图解决：从需求放量角度评估龙蟠科技的成长性

受益于国家第六阶段汽车尾气排放标准，柴油发动机尾气处理液（车用尿素）需求量猛增。作为车用尿素的生产商之一，龙蟠科技走进投资者视线。本文将从车用尿素需求放量的角度来评估龙蟠科技未来的成长性。

● 行业逻辑：国六助力，车用尿素需求确定放量

标准升级带动柴油发动机尾气处理液需求。柴油发动机尾气处理液是减少 NO_x 尾气排放量的处理液，国五升国六后，以柴油车为例，NO_x 的排放标准从 2.0g/km 降到了 0.06g/km，降幅达 97%，因此柴油发动机尾气处理液需求量将受益于标准升级，未来市场前景向好。

SCR 是国六标准下柴油机的必须技术，而车用尿素是 SCR 技术必须用到的消耗品。选择性催化还原技术（SCR 技术）能将柴油发动机尾气处理液在高温下与发动机排放的尾气（以氮氧化物为主）在催化剂的作用下还原为氮气和水。国六标准下，轻卡、中重卡等柴油发动机车辆都必须用到 SCR，以减少 NO_x 排放量，因此车用尿素市场前景明朗。**2022 年我国车用尿素需求量达 1054 万吨。**根据四川美丰 2019 年年报，国五车用尿素的消耗量约为柴油使用量的 3~5%。国六标准要求更高，我们预计使用量为 6-8%，假设以 7% 来测算，则未来三年我国车用尿素的市场空间分别为 1034 万吨、1044 万吨和 1054 万吨。因此，拥有大规模车用尿素产能的企业将从中获得大量红利。

车用尿素领域上市公司较少。车用尿素在中国的起步较晚，现国内市场约有十个车用尿素品牌，相关上市公司有 2 个，龙蟠科技是其中之一。

● 公司逻辑：车用尿素领先企业，吨毛利高于竞争对手

公司加紧车用尿素产能布局。公司现有车用尿素产能 15 万吨。2019 年公司柴油发动机尾气催化液的营收为 4.57 亿元，占公司总营收的 27%，较 2018 年的 22% 有所提升。由于公司加紧布局 18 万吨催化液产能，且市场对催化液的需求即将放量，未来三年柴油发动机尾气催化液在公司的营收占比还会进一步提高。

上市以来公司车用尿素平均毛利率为 37%，高于竞争对手。公司近三年的车用尿素毛利率始终领先于竞争对手。此外，尽管龙蟠科技的吨收入低于四川美丰，但吨成本也低于四川美丰，整体来看，**龙蟠科技的吨毛利平均值为 710 元/吨，领先竞争对手 275 元/吨。**

● 盈利能力预测与投资建议

基于公司核心业务板块的分析，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.56、0.82 和 1.09 元，对应 PE 分别为 25.1 倍，17.3 倍，13.1 倍，考虑到公司未来三年业绩高增速，PEG<1，给予“推荐”评级。

● 风险提示

产品价格下跌风险、产能投放进度拖后。

推荐

首次覆盖

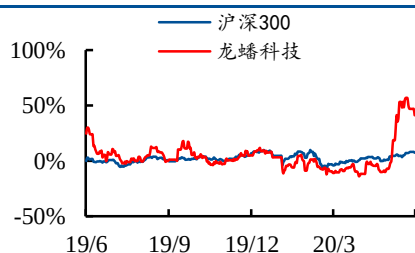
当前价格： 14.18

交易数据

2020-06-29

近 12 个月最高/最低(元)	15.76/8.66
总股本(百万股)	302.60
流通股本(百万股)	300.99
流通股比例(%)	99%
总市值(亿元)	42.91
流通市值(亿元)	42.68

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,713	2,086	2,917	3,992
增长率 (%)	14.4%	21.8%	39.8%	36.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	127	171	248	329
增长率 (%)	55.7%	34.1%	45.1%	32.6%
每股收益 (元)	0.42	0.56	0.82	1.09
PE (现价)	33.8	25.1	17.3	13.1
PB	3.2	2.7	2.3	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、从需求放量角度评估龙蟠科技的成长性	4
二、行业逻辑：国六助力，车用尿素需求放量	5
（一）国六标准实施在即	5
（二）车用尿素是满足国六标准的必需品	6
（三）2022 年柴油发动机尾气处理液需求量可达 1054 万吨	6
（四）车用尿素上市企业较少	7
三、公司逻辑：车用尿素领先企业，吨毛利高于同行	9
（一）公司是车用尿素领先企业	9
（二）公司业绩表现稳中有升	10
（三）公司车用尿素产能扩张	12
（四）公司车用尿素毛利率高于竞争对手	13
四、盈利预测及投资建议	15
五、风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

一、从需求放量角度评估龙蟠科技的成长性

受益于国家第六阶段汽车尾气排放标准，柴油发动机尾气处理液（车用尿素）需求量猛增。作为车用尿素的生产商之一，龙蟠科技走进投资者视线。本文将从车用尿素需求放量的角度来评估龙蟠科技未来的成长性。

二、行业逻辑：国六助力，车用尿素需求放量

汽车尾气是大气中主要的污染源之一，其中重型柴油车排放了近 60% 的氮氧化物。随着人们对环境的重视，各国相继出台汽车尾气管控措施，以从源头上整治环境问题。

（一）国六标准实施在即

国六标准将于 2020 年 7 月 1 日正式实施。2001 年以来，我国参照欧洲国家汽车尾气排放标准制定了本国的汽车尾气排放标准，即国家第 X 阶段机动车污染物排放标准，简称国一到国五。而将于 2020 年 7 月 1 日落实的国六新规，对各排放物的要求超过了已出台的欧洲标准，国六成为全球最严格的汽车尾气排放规定。

图 1：我国汽车尾气排放标准实施时间表

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
车型																
轻型汽车	柴油车	国II			国III			国IV				国V			国VI	
	汽油车	国II			国III			国IV				国V			国VI	
	气体燃料车	国II			国III			国IV				国V			国VI	
重型汽车	柴油车	国II			国III			国IV				国V			国VI	
	汽油车	国II			国III			国IV				国V			国VI	
	气体燃料车	国II			国III			国IV				国V			国VI	
摩托车	两轮和轻便摩托车	国II			国III			国IV				国V			国VI	
	三轮摩托车	国II			国III			国IV				国V			国VI	
低速汽车		国II			国III			国IV				国V			国VI	
非道路移动机械	柴油发动机	无控制要求		国II			国III					国IV			国V	
	非手持式小型汽油发动机	无控制要求		国II			国III					国IV			国V	
	手持式小型汽油发动机	无控制要求		国II			国III					国IV			国V	
固定机械	柴油发动机															
	气体燃料															
船舶	1、2 类														国II	
	3 类														GD01	

资料来源：奥福环保招股说明书，民生证券研究院

国六标准比国五加严 50%。国六标准包括轻型汽车和重型汽车两部分的规定，其中轻型汽车规定部分分为国六 a 和国六 b 两个阶段。国六标准在国五的基础上对各有害物质的排放量又加大了限制力度。

表 1：柴油车国四到国六标准对比

排放标准 (g/km)	CO	HC	NMHC	NO _x	PM
国四	1.5	0.46	0.55	3.5	0.02
国五	1.5	0.46	0.55	2.0	0.02
国六 a	0.7	0.10	0.068	0.06	0.0045
国六 b	0.5	0.05	0.035	0.035	0.003

资料来源：环境保护部，民生证券研究院

表 2：汽油车国四到国六标准对比

排放标准 (g/km)	CO	HC	NMHC	NO _x	PM
国四	1	0.1	-	0.08	0.025
国五	1	0.1	0.068	0.06	0.0045

国六 a	0.7	0.1	0.068	0.06	0.0045
国六 b	0.5	0.05	0.035	0.035	0.003

资料来源：环境保护部、民生证券研究院

标准升级带来柴油发动机尾气处理液需求放量。柴油发动机尾气处理液是减少 NO_x 尾气排放量的处理液。国五升国六后，以柴油车为例，NO_x 的排放标准从 2.0g/km 降到了 0.06g/km，降幅达 97%，因此柴油发动机尾气处理液需求量将受益于标准升级，未来市场前景向好。

(二) 车用尿素是满足国六标准的必需品

柴油发动机尾气处理液又称车用尿素，是一种以高纯度尿素和超纯水为原料配制而成的尿素浓度为 32.5% 的尿素水溶液。

国六标准下，汽车尾气处理技术路线随之升级。以柴油机为例，在国五及国五以前的排放标准下，尾气净化方式是净化 PM 或 NO_x 中的一种污染物以满足排放标准，再采用尾气后处理装置将另外一种污染物的排放标准控制在要求的范围之内。即一种污染物的降低势必引起另一污染物排放量的增加。而国六新规要求同时降低 PM 和 NO_x，国五及以前的技术路线势必要更新。

表 3：国四到国六柴油机尾气处理技术路线

汽车尾气排放标准	柴油机尾气处理技术路线	特征
国四（非道路）	DOC+DPF+SCR	同时具有较高的 NO _x 转化率（>85%）和 PM（>90%）转化率，还可以有效降低 PN。
国四（非道路） 国五（轻卡）	DOC+DPF	具有较高的 PM 转化率（70%-90%），不需要额外加入介质，但需要额外添加燃油再生，发动机燃油经济性差，不易堵塞，系统标定复杂，对硫敏感
国四（轻卡）	DOC+POC	具有较低的 PM 转化率（60%左右），成本较低，体积较小，有出现间歇性黑烟的情况，对硫敏感，偶尔堵塞，故障率高
国四（中重卡） 国五（轻卡） 国五（中重卡）	SCR	具有较高的 NO _x 转化率（>80%），需要添加尿素，对硫不敏感，系统零部件较多，发动机燃油经济性好
国六（轻卡） 国六（中重卡）	DOC+DPF+SCR+ASC	同时具有很高的 NO _x 转化率（>92%）和 PM（>90%）转化率，NH ₃ 逃逸少，还可以有效降低 PN。OBD 要求高，标定周期长、难度大，零部件数量多、集成度高，需要添加尿素，对硫敏感

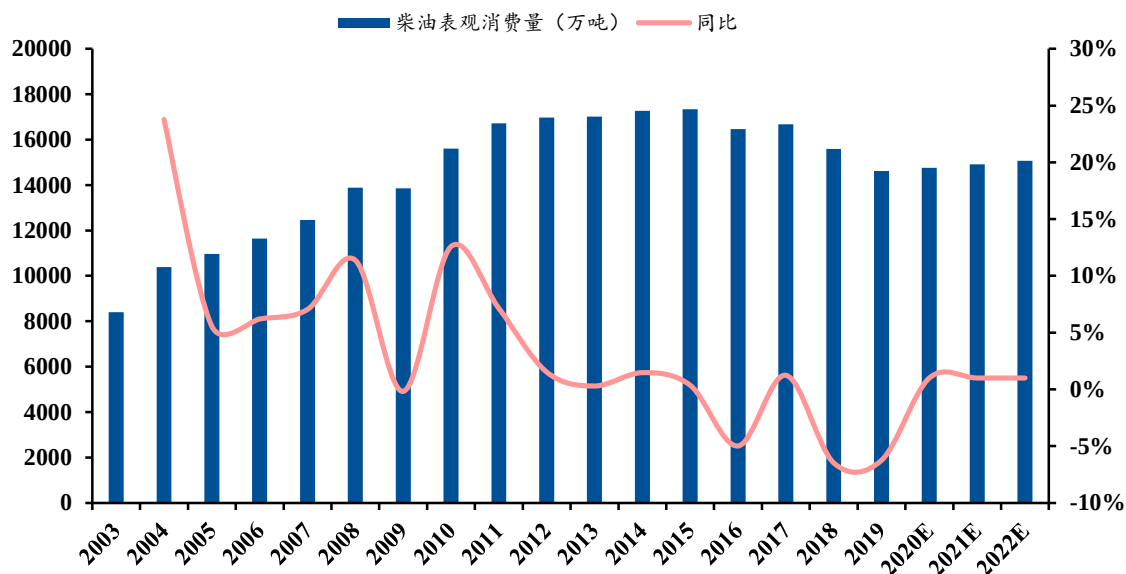
资料来源：民生证券研究院整理

SCR 是国六标准下柴油机的必须技术，而车用尿素是 SCR 技术必须用到的消耗品。选择性催化还原技术（SCR 技术）能将柴油发动机尾气处理液在高温下与发动机排放的尾气（以氮氧化物为主）在催化剂的作用下还原为氮气和氨水。国六标准下，轻卡、中重卡等柴油发动机车辆都必须用到 SCR，以减少 NO_x 排放量，因此车用尿素市场前景明朗。

(三) 2022 年柴油发动机尾气处理液需求量可达 1054 万吨

预计 2020-2022 年我国柴油消费量增速为 1%。2019 年我国柴油表观消费量为 14619 万吨，较上一年同比增速为 -6%，我国对柴油的需求放缓。以 2009-2019 年十年的表观消费量平均增速测算未来三年柴油的表观消费量，则 2020-2022 年我国柴油消费量增速为 1%，对应的表观消费量分别为 14765 万吨、14913 万吨和 15062 万吨。

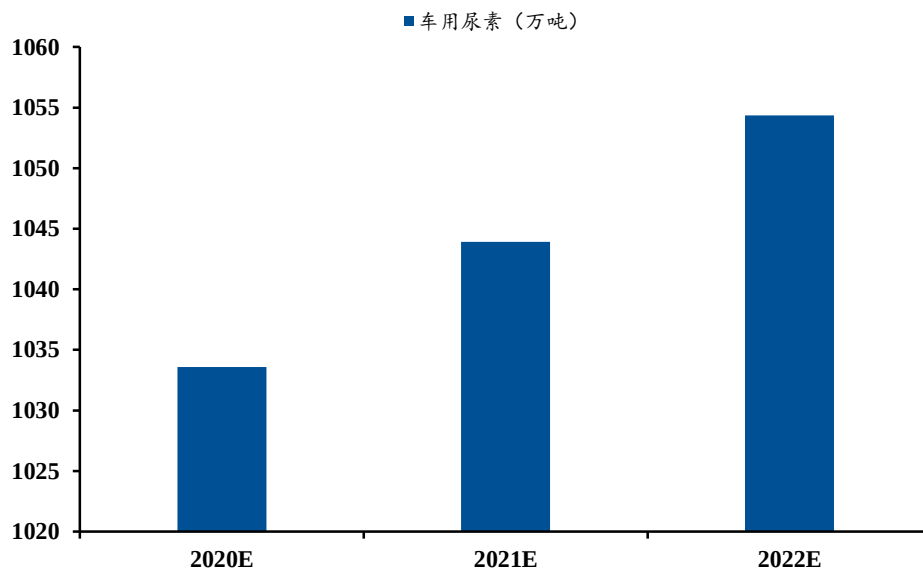
图 2：柴油表观消费量及同比



资料来源：Wind，民生证券研究院

2022 年我国车用尿素需求量达 1054 万吨。根据四川美丰 2019 年年报，车用尿素的消耗量约为柴油使用量的 3~5%。国六标准要求更高，我们预计使用量为 6-8%，假设以 7%来测算，则未来三年我国车用尿素的市场空间分别为 1034 万吨、1044 万吨和 1054 万吨。因此，拥有大规模车用尿素产能的企业将从中获得大量红利。

图 3：车用尿素市场空间预测



资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）车用尿素上市企业较少

车用尿素在中国的起步较晚，2011 年全国车用尿素年销量只有 1 万吨。但由于汽车尾气排放标准的升级，车用尿素成了上述汽车排放达标的必备产品。2019 年我国车用尿素年销量为 197.7

万吨，年均增速为 63%。现国内市场约有十个车用尿素品牌，相关上市公司有 2 个，为龙蟠科技和四川美丰。

三、公司逻辑：车用尿素领先企业，吨毛利高于同行

(一) 公司是车用尿素领先企业

公司是车用尿素领先企业。公司成立于 2003 年，2017 年登陆上交所。公司一直从事车用环保精细化学品的研发、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。其中，公司生产的可兰素车用尿素，是国内第一个车用尿素品牌。

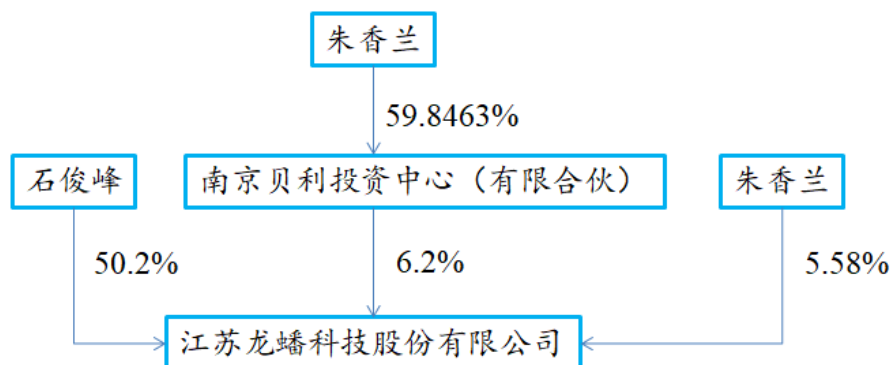
表 4：公司主营产品

产品	主要上游原材料	主要下游应用领域
润滑油	基础油、添加剂	汽车领域、工业机械领域
柴油发动机尾气处理液	尿素	汽车领域
发动机冷却液	乙二醇	汽车领域
车用养护品	溶剂、添加剂	汽车领域

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司股权结构清晰。石俊峰直接拥有公司 50.2% 股权，是公司的第一大股东。朱香兰通过持有南京贝利投资中心（有限合伙）59.85% 的股权间接持有公司 6.2% 股份。此外，朱香兰直接持有公司 5.58% 股份。夫妇两人直接或间接持有公司股份比例为 61.98%，为公司的实际控制人，其中石俊峰是公司的最终受益人。

图 4：公司股权结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司具有多家控股或参股子公司。根据 2019 年年报，公司主要有 9 家控股子公司，8 家子公司持股比例为 100%。其中，江苏可兰素环保科技有限公司净利润最大，为 6002 万元，该公司主要经营领域为车用尿素，尿素加注设备等生产及销售。

表 5：公司主要子公司

子公司名称	持股比例 (%)	净利润 (万元)	主营业务
南京尚易环保科技有限公司	100.00	-93.50	环保材料等生产,销售
龙蟠科技(张家港)有限公司	100.00	-0.09	润滑新材料生产,销售
龙蟠润滑新材料(天津)有限公司	100.00	1,000.34	润滑新材料生产,销售
江苏可兰素环保科技有限公司	100.00	6,002.42	车用尿素,尿素加注设备等生产,销售

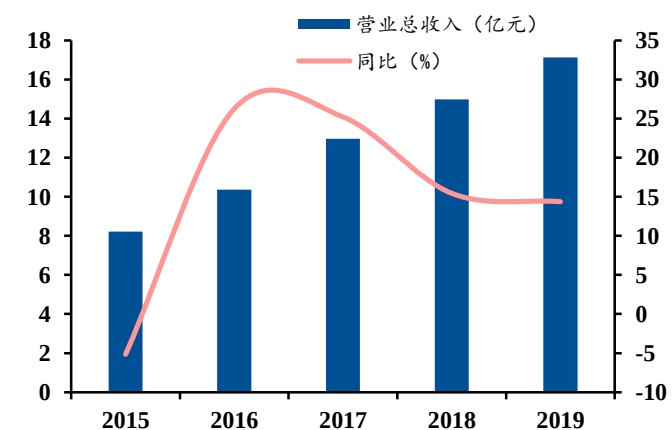
LOPAL TECH.SINGAPORE PTE.LTD.	100.00	-828.06	润滑油等贸易
江苏瑞利丰新能源科技有限公司	70.00	6,052.52	项目投资,贸易
南京精工新材料有限公司	100.00	781.83	塑料包装材料等的研发,生产,销售
龙蟠科技(香港)有限公司	100.00	-4.72	润滑油等贸易
南京微蚁数据科技有限公司	100.00	80.96	汽车维修服务,汽车配件及用品等销售

资料来源:公司公告,民生证券研究院

(二) 公司业绩表现稳中有升

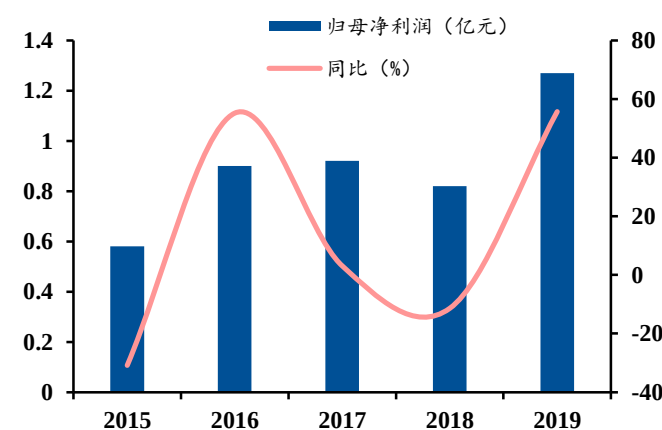
上市以来,公司营收和归母净利润保持增长。2019 年公司营收为 17.13 亿元。2017 年上市以来的营收增长率分别为 25.21%、15.44%和 14.37%。2019 年公司归母净利润为 1.27 亿元,较上一年同比增长 55.69%。2018 年归母净利润表现不佳的原因主要系公司产品的上游原材料,基础油、尿素及乙二醇的价格增加,如尿素相较于 2017 年价格同比增长了 19%,公司成本增加导致净利润减少。

图 5: 2015-2019 年公司营收及同比增速



资料来源:公司公告,民生证券研究院

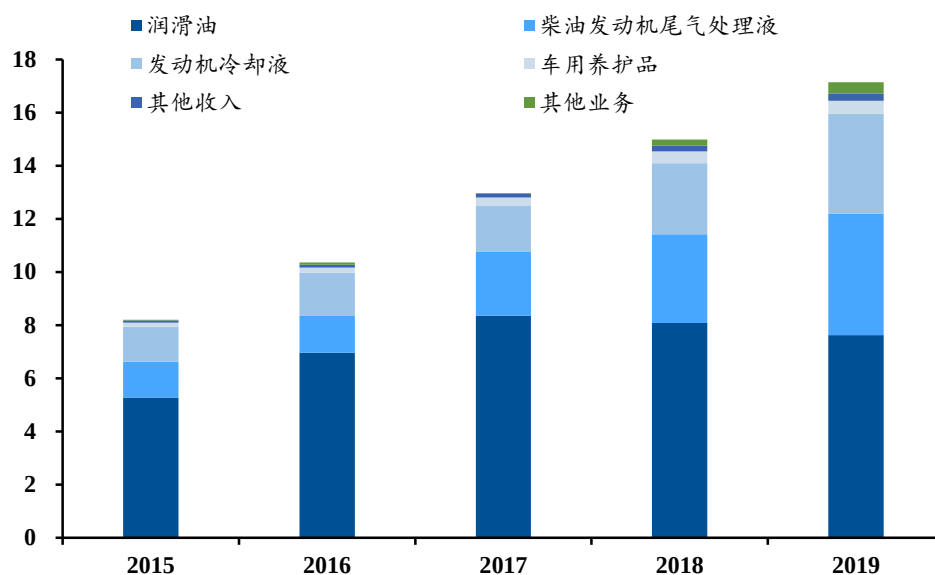
图 6: 2015-2019 年公司归母净利润及同比增速



资料来源:公司公告,民生证券研究院

柴油发动机尾气催化液占公司营收比重提升。2019 年公司柴油发动机尾气催化液为 4.57 亿元,占公司总营收的 27%,较 2018 年的 22%有所提升。由于公司加紧布局 18 万吨催化液产能,且市场对催化液的需求即将放量,所以有理由认定,未来三年柴油发动机尾气催化液在公司的营收占比还会进一步提高。

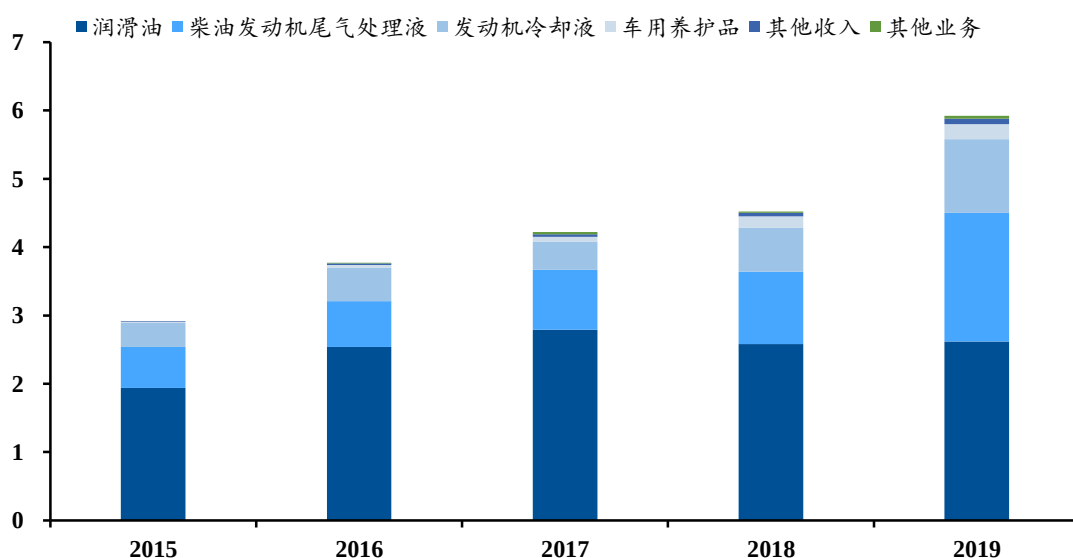
图 7：2015-2019 年公司营收构成（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

柴油发动机尾气催化液在公司的毛利占比提升。2019 年公司柴油发动机尾气催化液的毛利为 1.88 亿元，占公司毛利的 32%，较 2018 年的 1.06 亿元提高了约 9 个百分点，毛利直逼润滑油。由于公司也注意到了柴油发动机尾气催化液市场的广阔前景，加大力度布局相关产能，所以我们有理由推测，催化液毛利赶超润滑油只是时间问题。

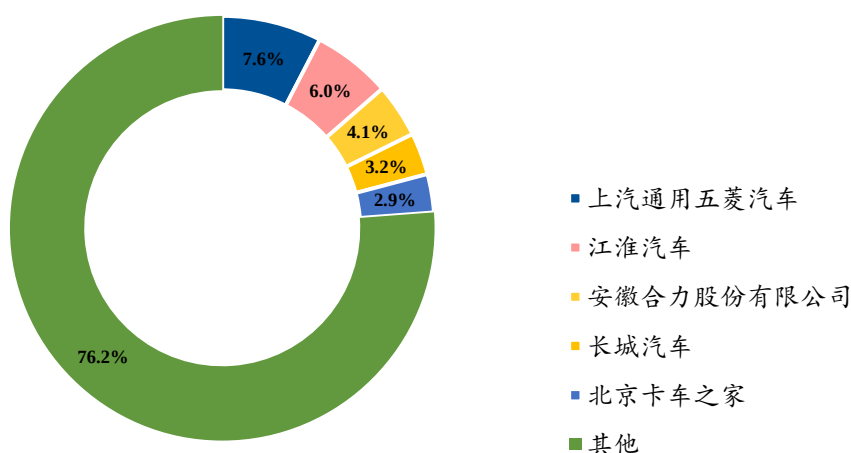
图 8：2015-2019 年公司毛利构成（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司客户端风险较小。公司的主要客户为国内汽车领域龙头。2019 年，公司前五大客户的销售额为 4.08 亿元，占公司总销售额的 23.81%。由于公司主要客户占总销售额比重不大，公司客户端因集中而带来的风险较低。

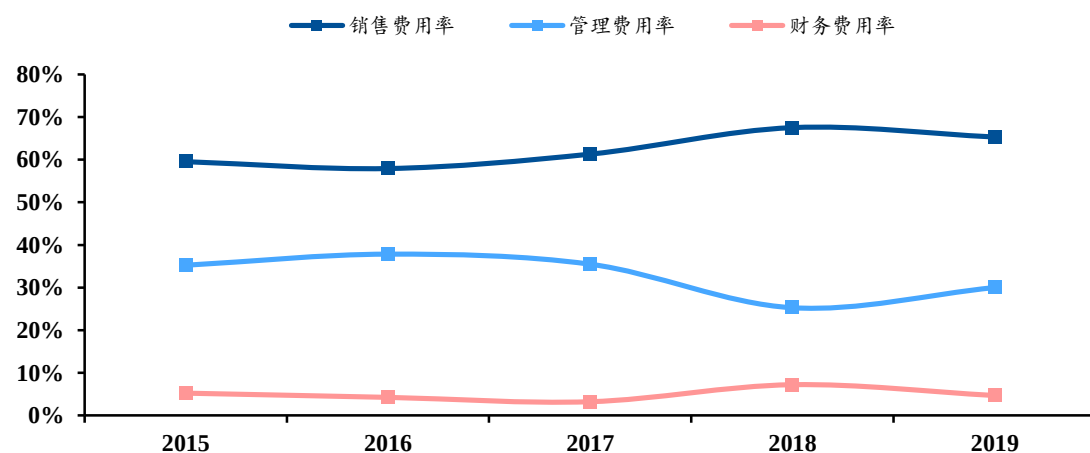
图 9：2019 年公司客户销售额占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务费用率表现良好，销售费用率较高。受 2018 年业绩不佳影响，公司 2018 年的销售费用率和财务费用率有所抬高，2019 年略有下降，2019 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 65%、30%和 5%。公司的财务费用率近年来始终不超过 7%，保持低位，但销售费用率一直在 60%上下徘徊。

图 10：2015-2019 年公司三项费用率占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(三) 公司车用尿素产能扩张

截止 2019 年末，公司已经具备 15 万吨柴油发动机尾气处理液年产能，此外 8.3 万吨的润滑油产能和 10 万吨的发动机冷却液的产能预计在 2021 年 4 月投产。

表 6：公司主要产品产能及未来规划

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能及投资情况	在建产能预计完工时间
润滑油	8.3 万吨	64.27	天津厂区产能在建设过程中，部分完工	2021 年 4 月
柴油发动机尾气处理液	15 万吨	129.25	全部投产	
发动机冷却液	10 万吨	79.46	天津厂区产能在建设过程中，已部分完工	2021 年 4 月

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司加快布局 18 万吨柴油发动机尾气处理液产能。公司可转债募集资金已到账，可转债募集资金两个募投项目，为“年产 18 万吨可兰素项目”和“新能源车用冷却液生产基地建设项目”。若“年产 18 万吨可兰素项目”项目投产，则公司在柴油发动机尾气处理液行业的地位无疑会进一步提升。

(四) 公司车用尿素毛利率高于竞争对手

同行业公司主要有龙蟠科技和四川美丰。现对比两家公司在车用尿素产品上的盈利能力。

表 7：上市以来龙蟠科技车用尿素单位吨毛利及毛利率

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	销量 (万吨)	单位吨收入 (元/吨)	单位吨成本 (元/吨)	单位吨毛利 (元/吨)	毛利率
2017	2.4	1.52	12.12	1980	1254	726	37%
2018	3.34	2.28	16.94	1972	1346	626	32%
2019	4.57	2.68	24.29	1881	1103	778	41%
平均值				1944	1234	710	37%

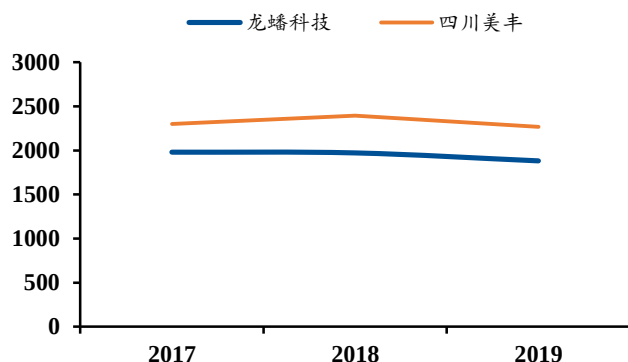
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 8：2015-2019 年四川美丰车用尿素单位吨毛利及毛利率

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	销量 (万吨)	单位吨收入 (元/吨)	单位吨成本 (元/吨)	单位吨毛利 (元/吨)	毛利率
2015	0.52	0.39	4.31	1206	905	302	25%
2016	0.72	0.62	4.31	1671	1439	232	14%
2017	1.33	1.02	5.78	2301	1765	536	23%
2018	1.96	1.47	8.19	2393	1795	598	25%
2019	2.54	1.97	11.2	2268	1759	509	22%
平均值				1968	1532	435	22%

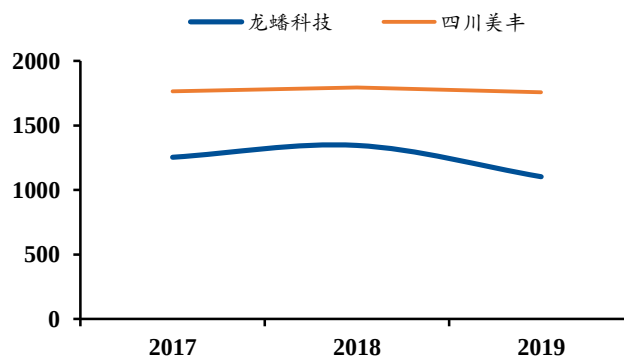
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11: 2017-2019 年可比公司单位吨收入 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 12: 2017-2019 年可比公司单位吨成本 (元/吨)

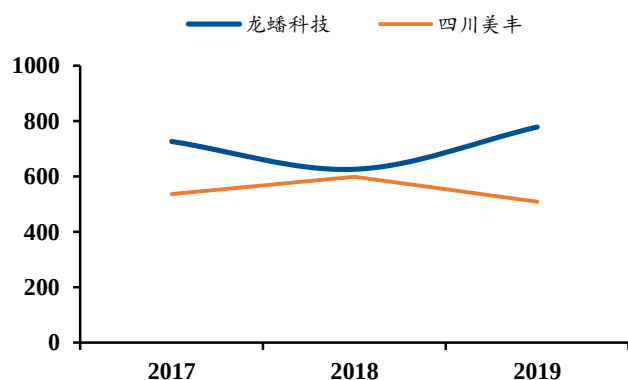


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司车用尿素平均毛利率为 37%，高于竞争对手。通过比较可以发现，公司每年的车用尿素的毛利率均高于四川美丰。以 2019 年为例，公司的毛利率为 41%，而四川美丰只有 22%。2017-2019 年，公司的车用尿素平均毛利率为 37%，高于四川美丰的平均值 22%，盈利能力领先于竞争对手。

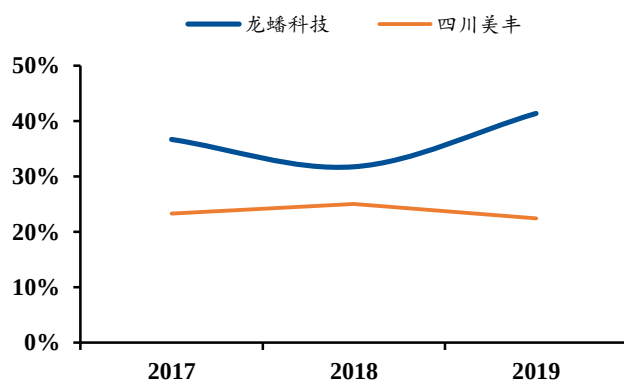
此外，尽管龙蟠科技的吨收入低于四川美丰，但其吨成本也低于四川美丰。整体来看，龙蟠科技的吨毛利平均值为 710 元/吨，四川美丰的吨毛利平均值为 435 元/吨，龙蟠科技的盈利能力领先同行 275 元/吨。

图 13: 2017-2019 年可比公司单位吨毛利 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 14: 2017-2019 年可比公司单位毛利率



四、盈利预测及投资建议

结合市场行情，我们做出如下假设：

(1) 由于国六政策助力，车用尿素需求飙升，且公司 18 万吨可兰素产能已经投建，因此假设 2020-2022 年公司柴油发动机尾气处理液的销售数量相较上一年的增长率分别为 95%、80%和 60%。

(2) 假设 2020-2022 年公司柴油发动机尾气处理液的毛利率会稍有下滑，分别为 42%、40%和 38%。

(3) 假设未来三年润滑油销售数量增长率分别为 1%、1%和 1%。

则公司主要指标的预测值如下。

表 9：2020-2022 年公司产品销售主要指标预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
产品 I 润滑油				
平均售价 (元/吨)	14,315.95	13,600.15	13,872.16	14,149.60
销售数量 (吨)	53,251.09	53,783.60	54,321.44	54,864.65
销售收入 (百万元)	762.34	731.47	753.56	776.31
毛利率	34.43%	32.00%	32.00%	32.00%
产品 II 柴油发动机尾气处理液				
平均售价 (元/吨)	1,880.14	1,786.13	1,821.85	1,858.29
销售数量 (吨)	242,929.14	473,711.82	900,052.46	1,440,083.94
销售收入 (百万元)	456.74	846.11	1,639.76	2,676.09
毛利率	41.22%	42.00%	40.00%	38.00%
产品 III 其他				
销售收入 (百万元)	493.88	508.70	523.96	539.68
毛利率	28.65%	28.00%	28.00%	28.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

基于公司核心业务板块的分析，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.56、0.82 和 1.09 元，对应 PE 分别为 25.1 倍，17.3 倍，13.1 倍，考虑到公司未来三年业绩高增速，PEG<1，给予“推荐”评级。

五、风险提示

产品价格下跌风险、产能投放进度拖后。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,713	2,086	2,917	3,992
营业成本	1,121	1,354	1,874	2,576
营业税金及附加	24	29	41	56
销售费用	209	255	356	487
管理费用	96	116	163	223
研发费用	67	82	114	156
EBIT	197	250	370	494
财务费用	15	0	0	0
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	3	3	3	3
营业利润	185	261	380	504
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	188	264	383	507
所得税	25	36	52	68
净利润	163	228	331	439
归属于母公司净利润	127	171	248	329
EBITDA	252	298	421	547

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	530	625	461	951
应收账款及票据	255	451	609	764
预付款项	30	43	67	81
存货	277	371	532	706
其他流动资产	4	4	4	4
流动资产合计	1265	1438	1910	2567
长期股权投资	0	3	6	9
固定资产	402	416	429	436
无形资产	146	158	159	161
非流动资产合计	904	904	934	902
资产合计	2170	2342	2844	3469
短期借款	188	0	0	0
应付账款及票据	108	151	190	266
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	522	385	557	743
长期借款	97	97	97	97
其他长期负债	30	30	30	30
非流动负债合计	127	127	127	127
负债合计	649	513	684	870
股本	303	303	303	303
少数股东权益	166	224	307	417
股东权益合计	1521	1829	2160	2599
负债和股东权益合计	2170	2342	2844	3469

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.4%	21.8%	39.8%	36.8%
EBIT 增长率	71.0%	27.2%	48.0%	33.6%
净利润增长率	55.7%	34.1%	45.1%	32.6%
盈利能力				
毛利率	34.6%	35.1%	35.8%	35.5%
净利率	7.4%	8.2%	8.5%	8.2%
总资产收益率 ROA	5.9%	7.3%	8.7%	9.5%
净资产收益率 ROE	9.4%	10.6%	13.4%	15.1%
偿债能力				
流动比率	2.4	3.7	3.4	3.5
速动比率	1.9	2.8	2.5	2.5
现金比率	1.0	1.6	0.8	1.3
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	45.2	44.6	45.0	44.9
存货周转天数	86.6	86.1	86.8	86.5
总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.6	0.8	1.1
每股净资产	4.5	5.3	6.1	7.2
每股经营现金流	0.8	0.8	(0.3)	1.7
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	33.8	25.1	17.3	13.1
PB	3.2	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	12.7	9.9	7.4	4.9
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	163	228	331	439
折旧和摊销	57	48	51	52
营运资金变动	10	(26)	(465)	18
经营活动现金流	243	244	(89)	504
资本开支	78	(38)	75	14
投资	(87)	0	0	0
投资活动现金流	60	38	(75)	(14)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	3	0	0	0
筹资活动现金流	(80)	(188)	0	0
现金净流量	222	94	(163)	489

插图目录

图 1: 我国汽车尾气排放标准实施时间表	5
图 2: 柴油表观消费量及同比	7
图 3: 车用尿素市场空间预测	7
图 4: 公司股权结构图	9
图 5: 2015-2019 年公司营收及同比增速	10
图 6: 2015-2019 年公司归母净利润及同比增速	10
图 7: 2015-2019 年公司营收构成 (亿元)	11
图 8: 2015-2019 年公司毛利构成 (亿元)	11
图 9: 2019 年公司客户销售额占比	12
图 10: 2015-2019 年公司三项费用率占比	12
图 11: 2017-2019 年可比公司单位吨收入 (元/吨)	14
图 12: 2017-2019 年可比公司单位吨成本 (元/吨)	14
图 13: 2017-2019 年可比公司单位吨毛利 (元/吨)	14
图 14: 2017-2019 年可比公司单位毛利率	14

表格目录

表 1: 柴油车国四到国六标准对比	5
表 2: 汽油车国四到国六标准对比	5
表 3: 国四到国六柴油机尾气处理技术路线	6
表 4: 公司主营产品	9
表 5: 公司主要子公司	9
表 6: 公司主要产品产能及未来规划	13
表 7: 上市以来龙蟠科技车用尿素单位吨毛利及毛利率	13
表 8: 2015-2019 年四川美丰车用尿素单位吨毛利及毛利率	13
表 9: 2020-2022 年公司产品销售主要指标预测	15

分析师简介

杨 侃，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。