

龙蟠科技(603906)

公司研究/点评报告

车用尿素销量大增，净利同比增 51%

点评报告/石化行业

2020 年 8 月 7 日

一、事件概述

公司发布 2020 年半年报，营收 8.2 亿元，同比下滑 0.7%，归母净利 0.9 亿元，同比增长 51%。

二、分析与判断

➤ 车用尿素销量大增及综合毛利率提升，净利同比增 51%

据公司公告，2020 年半年报营收 8.2 亿元，同比下滑 0.7%，归母净利 0.9 亿元，同比增长 51%。主要销售产品中，车用尿素销售同比增加 8644 万，营收占比 35%，同比提升 11 个百分点。上半年主要原材料价格均有不同程度下降，其中基础油采购价同比下降 709 元/吨，乙二醇下降 1005 元/吨，尿素下降 223 元/吨。收入权重中车用尿素比重提升以及主要原材料价格的下跌使得公司综合毛利率同比增加 3.9 个百分点，因此公司净利提升 51%。

➤ 标准升级带动柴油发动机尾气处理液需求确定放量。

国六标准升级带动柴油发动机尾气处理液（车用尿素）需求。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 NOX 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。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.56 元、0.82 元、1.09 元，对应 PE 分别为 50.3 倍、34.7 倍、26.1 倍。考虑到公司未来三年业绩高增速，PEG<1，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

化工产品价格下滑；新项目投产速度放缓。

推荐

维持评级

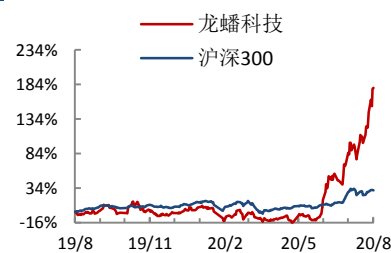
当前价格：28.40

交易数据

2020-8-6

近 12 个月最高/最低(元)	28.4/8.79
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)	85.94
流通市值(亿元)	85.48

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

1 《龙蟠科技(603906)深度报告：国六标准落地，车用尿素确定放量》20200630

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	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）	67.6	50.3	34.7	26.1
PB	6.3	5.4	4.6	3.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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

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%
净利润率	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	67.6	50.3	34.7	26.1
PB	6.3	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA	26.2	21.3	15.4	11.0
股息收益率	0.5%	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

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。