

Q2 归母净利大增，车用尿素持续高增长

——龙蟠科技半年报点评

买入|维持

事件：

8 月 6 日龙蟠科技发布半年报，公司 2020H1 营业收入 8.2 亿元，同比下滑 0.69%；归母净利润 9088 万元，同比增长 50.73%，相对去年同期增加 3059 万元；扣非归母净利润 8127 万元，同比增长 44%；毛利率 37.21%，相对去年增加 3.92pct。

公司 2020Q1 归母净利润 2500 万，同比下滑 31%，毛利率 35%；2020Q2 归母净利润 6600 万，同比增长 172%，毛利率 38%。

● 2020H1 车用尿素净利同比增加 118%，驱动公司净利润大增

车用尿素营收 2.89 亿元，同比上涨 42.6%；2020H1 负责车用尿素的子公司可兰素净利润 5507 万元，同比增加 118%，较同期增加 2978 万元，与公司本期归母净利增量相当；车用尿素净利率达到 19%，相对于去年同期增加 6.5pct。车用尿素营收&净利率提升是公司净利润增长的主要来源。

车用尿素快速增长主要原因一方面是国家监管趋严，《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》规划到 2020 年全国车用尿素抽检合格率达到 95%，重点区域达到 98% 以上；另一方面是国六卡车形成批量销售，上半年国六柴油重卡销量达到 3.01 万辆。

● 原材料价格下降+车用尿素营收占比提升驱动毛利率上涨

2020H1 基础油采购均价较上年同期下降 708.50 元/吨，降幅为 11.19%；乙二醇采购均价较上年同期下降 1005.31 元/吨，降幅为 20.68%；尿素采购均价较上年同期下降 222.62 元/吨，降幅 11.57%。原材料降价叠加车用尿素营收占比提升至 35.30%，驱动公司毛利率增加 3.92pct。

● 设立江苏锂源材料，新能源布局稳步推进

公司在新能源领域布局全面：1) 冷却液对蔚来等新能源车企形成供货；2) 氢能领域，间接持有燃料电池公司明天氢能 9.5% 股权，设立子公司江苏铂碳布局燃料电池催化剂，增资子公司南京精工布局 IV 型储氢瓶；3) 设立子公司锂源科技，注册资本 1 亿元，或标志公司未来将进入锂电材料领域。

● 投资建议与盈利预测

考虑上半年车用尿素业绩增长超预期，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.07/2.79/3.44 亿，同比增长 62%/35%/23%，对应 EPS 为 0.68/0.92/1.14 元，维持买入评级。

中长期来看，2025/2030 年车用尿素利润分别 4.4/6.3 亿，给予 2025 年利润 30 倍，长期来看车用尿素业务市值可达到 132 亿。

● 风险提示

车用尿素推广不及预期；产品价格下降过快；产能扩张不达预期。

当前价/目标价：28.40 元/33 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：28.4 / 8.66

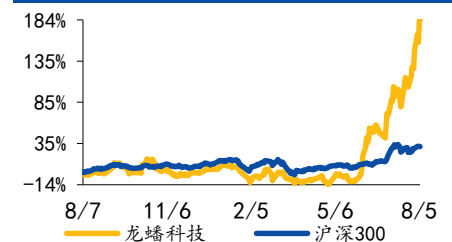
A 股流通股（百万股）：300.99

A 股总股本（百万股）：302.60

流通市值（百万元）：8548.08

总市值（百万元）：8593.72

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-龙蟠科技（603906）系列二：公司车用尿素长期空间讨论》2020.08.03

《国元证券公司深度报告：龙蟠科技（603906）国六驱动车用尿素高成长，中长期市值可达百亿》2020.06.23

报告作者

分析师 彭聪

执业证书编号 S0020520040002

电话 02151097188

邮箱 pengcong@gyzq.com.cn

联系人 黄浦

电话 02151097188

邮箱 huangpu@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1497.79	1712.96	1824.44	2404.87	3111.62
收入同比 (%)	15.44	14.37	6.51	31.81	29.39
归母净利润(百万元)	81.83	127.41	206.59	278.54	343.91
归母净利润同比 (%)	-11.41	55.69	62.15	34.82	23.47
ROE (%)	6.54	9.41	13.43	15.88	17.08
每股收益 (元)	0.27	0.42	0.68	0.92	1.14
市盈率(P/E)	105.02	67.46	41.60	30.85	24.99

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1249.51	1265.39	1618.28	2001.99	2456.49
现金	361.38	530.14	843.02	999.62	1186.83
应收账款	201.28	229.26	244.51	322.21	416.95
其他应收款	17.65	20.38	21.32	27.92	35.86
预付账款	50.44	29.71	29.57	38.81	50.63
存货	262.39	276.75	276.42	362.60	474.46
其他流动资产	356.38	179.15	203.45	250.82	291.76
非流动资产	800.11	904.30	812.53	783.17	755.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	408.00	401.58	379.41	348.59	313.44
无形资产	146.27	145.55	144.25	143.05	141.55
其他非流动资产	245.83	357.17	288.87	291.53	300.57
资产总计	2049.62	2169.69	2430.81	2785.16	3212.05
流动负债	499.37	521.52	520.16	562.17	615.03
短期借款	185.00	188.00	191.00	193.00	195.00
应付账款	101.59	108.02	107.86	141.43	185.00
其他流动负债	212.78	225.50	221.29	227.74	235.03
非流动负债	158.22	127.33	148.76	168.29	188.11
长期借款	126.00	97.00	117.00	137.00	157.00
其他非流动负债	32.22	30.33	31.76	31.29	31.11
负债合计	657.59	648.85	668.92	730.46	803.14
少数股东权益	141.43	166.31	223.39	300.33	395.28
股本	254.06	302.61	302.61	302.61	302.61
资本公积	638.16	585.76	585.76	585.76	585.76
留存收益	386.69	481.60	649.45	865.19	1124.42
归属母公司股东权益	1250.59	1354.52	1538.51	1754.37	2013.63
负债和股东权益	2049.62	2169.69	2430.81	2785.16	3212.05

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	170.22	247.47	327.19	194.23	241.33
净利润	99.53	162.77	263.67	355.48	438.87
折旧摊销	50.06	55.03	47.90	49.06	49.80
财务费用	19.69	14.90	-1.52	-9.48	-14.88
投资损失	-9.71	-3.03	-3.00	-3.00	-3.00
营运资金变动	10.91	2.09	-36.11	-194.40	-224.93
其他经营现金流	-0.25	15.71	56.25	-3.43	-4.53
投资活动现金流	-76.69	59.56	-6.21	-6.43	-6.35
资本支出	52.56	78.96	0.00	0.00	0.00
长期投资	2.24	86.97	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-21.89	225.49	-6.21	-6.43	-6.35
筹资活动现金流	5.66	-80.44	-8.10	-31.20	-47.77
短期借款	0.78	3.00	3.00	2.00	2.00
长期借款	64.80	-29.00	20.00	20.00	20.00
普通股增加	46.06	48.55	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-16.68	-52.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-89.30	-50.59	-31.10	-53.20	-69.77
现金净增加额	99.16	226.77	312.88	156.60	187.21

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1497.79	1712.96	1824.44	2404.87	3111.62
营业成本	1046.39	1120.71	1120.07	1470.18	1925.10
营业税金及附加	26.09	24.00	25.54	33.67	43.56
营业费用	187.01	208.97	223.31	293.88	379.62
管理费用	69.76	95.64	101.80	133.95	173.01
研发费用	53.53	66.98	71.52	94.27	121.98
财务费用	19.69	14.90	-1.52	-9.48	-14.88
资产减值损失	-2.12	-1.76	-1.88	-1.84	-1.85
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.71	3.03	3.00	3.00	3.00
营业利润	109.15	185.08	300.59	406.24	502.09
营业外收入	4.84	4.53	4.50	4.50	4.50
营业外支出	1.71	1.47	1.50	1.49	1.51
利润总额	112.29	188.14	303.59	409.25	505.08
所得税	12.76	25.37	39.92	53.78	66.22
净利润	99.53	162.77	263.67	355.48	438.87
少数股东损益	17.69	35.37	57.07	76.94	94.96
归属母公司净利润	81.83	127.41	206.59	278.54	343.91
EBITDA	178.90	255.01	346.97	445.82	537.02
EPS (元)	0.32	0.42	0.68	0.92	1.14

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	15.44	14.37	6.51	31.81	29.39
营业利润 (%)	2.22	69.56	62.41	35.15	23.59
归属母公司净利润 (%)	-11.41	55.69	62.15	34.82	23.47
获利能力					
毛利率 (%)	30.14	34.57	38.61	38.87	38.13
净利率 (%)	5.46	7.44	11.32	11.58	11.05
ROE (%)	6.54	9.41	13.43	15.88	17.08
ROIC (%)	8.37	14.15	21.28	25.15	27.34
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.08	29.91	27.52	26.23	25.00
净负债比率 (%)	47.29	46.24	46.79	45.86	44.45
流动比率	2.50	2.43	3.11	3.56	3.99
速动比率	1.98	1.89	2.58	2.91	3.22
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.81	0.79	0.92	1.04
应收账款周转率	7.52	7.41	7.15	7.89	7.83
应付账款周转率	9.32	10.69	10.38	11.79	11.79
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.42	0.68	0.92	1.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.56	0.82	1.08	0.64	0.80
每股净资产 (最新摊薄)	4.13	4.48	5.08	5.80	6.65
估值比率					
P/E	105.02	67.46	41.60	30.85	24.99
P/B	6.87	6.34	5.59	4.90	4.27
EV/EBITDA	47.54	33.35	24.51	19.08	15.84

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188