

## 三季度业绩符合预期，国六时代已经到来 买入（维持）

2020年10月27日

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001  
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 1,713 | 2,263 | 2,938 | 3,633 |
| 同比（%）      | 14.4% | 32.1% | 29.8% | 23.7% |
| 归母净利润（百万元） | 127   | 186   | 255   | 322   |
| 同比（%）      | 55.7% | 46.2% | 36.9% | 26.3% |
| 每股收益（元/股）  | 0.42  | 0.62  | 0.84  | 1.06  |
| P/E（倍）     | 58.50 | 40.01 | 29.22 | 23.15 |

**事件：**公司发布2020年三季报，报告期内实现营业收入13.70亿元，同比增长12.63%；实现归母净利润1.44亿元，同比增长52.10%。单三季度实现营收5.51亿元，同比增长40.72%；实现归母净利润0.53亿元，同比增长54.51%。

### 投资要点

■ **销量大幅增长，毛利率历史高位：**公司主营车用化学品，主要产品分别为润滑油、车用尿素和防冻液，前三季度累计实现销量分别为4.07/26.13/4.92万吨，单三季度销量分别为1.56/10.17/2.27万吨，其中润换油和尾气处理液销量同比分别大幅增长47%和59%，防冻液销量环比大增39%，前三季度销售均价分别为1.38/0.18/0.50万元/吨，同比分别下滑2.91%/6.44%/3.51%。主要原材料基础油、乙二醇和尿素前三季度采购均价分别为972/1520/197元/吨，同比分别下滑15.6%/32.9%/10.4%，得益于原材料的大幅下降，公司前三季度毛利率高达36.9%，居历史第二高位。

■ **国六时代已经到来，车用尿素需求显著上升。**2020年7月起，轻型车开始实施国六标准，自此，汽车尾气处理完全进入国六标准时代。相比国五标准，国六标准下尾气排放限值大幅收紧，尾气处理技术也要求进一步升级。由于车用尿素是柴油车满足国六排放标准的必备产品，随着国六标准的实施，车用尿素市场需求将有较大的提升空间。公司作为国内车用尿素领头羊，随着18万吨可兰素项目的建设和投产，在市场扩容过程中有望进一步凸显龙头优势。

■ **氢燃料电池+锂电，新能源汽车产业链布局逐步明晰：**2019年10月，公司完成了对明天科技的增资，开始涉足氢能燃料电池领域；2020年4月与大连化物所签约合作研究质子交换膜燃料电池催化剂。2020年8月7日，设立江苏锂源材料科技有限公司，10月10日通过锂源材料设立孙公司四川锂源电池材料有限公司，以孙公司作为主体，在四川蓬溪经济开发区金桥片区建设高性能磷酸铁锂电池材料和发动机尾气处理液等项目。锂电和氢燃料电池分别是当前和未来新能源车的发展路径，公司在新能源车的布局初步显现。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为1.86亿元、2.55亿元和3.22亿元，EPS分别为0.62元、0.84元和1.06元，当前股价对应PE分别为40X、29X和23X。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新增产能进度低于预期，市场需求下降，原材料价格大幅波动

### 股价走势



### 市场数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 24.58      |
| 一年最低/最高价    | 8.29/32.23 |
| 市净率(倍)      | 5.06       |
| 流通A股市值(百万元) | 7398.30    |

### 基础数据

|           |        |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元)  | 4.86   |
| 资产负债率(%)  | 35.32  |
| 总股本(百万股)  | 302.60 |
| 流通A股(百万股) | 300.99 |

### 相关研究

1、《龙蟠科技（603906）：车用尿素龙头，国六升级开启成长新周期》2020-08-05

龙蟠科技三大财务预测表

| 资产负债表 (百万<br>元)         |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                         | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |                  | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| <b>流动资产</b>             | <b>1,265</b> | <b>1,367</b> | <b>1,546</b> | <b>1,860</b> | <b>营业收入</b>      | <b>1,713</b> | <b>2,263</b> | <b>2,938</b> | <b>3,633</b> |
| 现金                      | 530          | 428          | 519          | 618          | 减:营业成本           | 1,121        | 1,425        | 1,855        | 2,294        |
| 应收账款                    | 255          | 281          | 309          | 340          | 营业税金及附加          | 24           | 32           | 41           | 51           |
| 存货                      | 277          | 409          | 484          | 620          | 营业费用             | 209          | 290          | 370          | 460          |
| 其他流动资产                  | 203          | 250          | 235          | 282          | 管理费用             | 163          | 246          | 306          | 384          |
| <b>非流动资产</b>            | <b>904</b>   | <b>1,106</b> | <b>1,237</b> | <b>1,366</b> | 财务费用             | 15           | 10           | 14           | 15           |
| 长期股权投资                  | 0            | 80           | 80           | 80           | 资产减值损失           | -2           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产                    | 402          | 487          | 590          | 690          | 加:投资净收益          | 3            | 5            | 6            | 6            |
| 在建工程                    | 30           | 49           | 68           | 85           | 其他收益             | 6            | 6            | 6            | 6            |
| 无形资产                    | 146          | 168          | 179          | 192          | <b>营业利润</b>      | <b>185</b>   | <b>273</b>   | <b>364</b>   | <b>441</b>   |
| 其他非流动资产                 | 327          | 323          | 319          | 320          | 加:营业外净收支         | 3            | 3            | 3            | 3            |
| <b>资产总计</b>             | <b>2,170</b> | <b>2,473</b> | <b>2,783</b> | <b>3,226</b> | <b>利润总额</b>      | <b>188</b>   | <b>276</b>   | <b>367</b>   | <b>444</b>   |
| <b>流动负债</b>             | <b>522</b>   | <b>632</b>   | <b>670</b>   | <b>779</b>   | 减:所得税费用          | 25           | 38           | 49           | 58           |
| 短期借款                    | 188          | 188          | 188          | 188          | 少数股东损益           | 35           | 52           | 63           | 65           |
| 应付账款                    | 108          | 108          | 108          | 108          | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>127</b>   | <b>186</b>   | <b>255</b>   | <b>322</b>   |
| 其他流动负债                  | 225          | 336          | 374          | 483          | EBIT             | 190          | 276          | 367          | 441          |
| <b>非流动负债</b>            | <b>127</b>   | <b>122</b>   | <b>113</b>   | <b>101</b>   | EBITDA           | 245          | 323          | 427          | 510          |
| 长期借款                    | 97           | 91           | 83           | 70           | <b>重要财务与估值指标</b> |              |              |              |              |
| 其他非流动负债                 | 30           | 30           | 30           | 30           |                  | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>             | <b>649</b>   | <b>753</b>   | <b>783</b>   | <b>879</b>   | 每股收益(元)          | 0.42         | 0.62         | 0.84         | 1.06         |
| 少数股东权益                  | 166          | 218          | 281          | 345          | 每股净资产(元)         | 4.48         | 4.96         | 5.68         | 6.61         |
| 归属母公司股东权益               | 1,355        | 1,502        | 1,718        | 2,002        | 发行在外股份(百万<br>股)  | 303          | 303          | 303          | 303          |
| <b>负债和股东权益</b>          | <b>2,170</b> | <b>2,473</b> | <b>2,783</b> | <b>3,226</b> | ROIC(%)          | 15.7%        | 19.5%        | 23.7%        | 25.4%        |
|                         |              |              |              |              | ROE(%)           | 10.7%        | 13.8%        | 15.9%        | 16.5%        |
| <b>现金流量表 (百万<br/>元)</b> |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 34.6%        | 37.0%        | 36.9%        | 36.9%        |
|                         | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 销售净利率(%)         | 9.5%         | 10.5%        | 10.8%        | 10.6%        |
| 经营活动现金流                 | 247          | 189          | 333          | 355          | 资产负债率(%)         | 29.9%        | 30.5%        | 28.2%        | 27.3%        |
| 投资活动现金流                 | 60           | -245         | -184         | -192         | 收入增长率(%)         | 14.4%        | 32.1%        | 29.8%        | 23.7%        |
| 筹资活动现金流                 | -80          | -46          | -58          | -64          | 净利润增长率(%)        | 55.7%        | 46.2%        | 36.9%        | 26.3%        |
| 现金净增加额                  | 227          | -102         | 91           | 100          | P/E              | 58.50        | 40.01        | 29.22        | 23.15        |
| 折旧和摊销                   | 55           | 48           | 60           | 69           | P/B              | 5.50         | 4.96         | 4.34         | 3.72         |
| 资本开支                    | 79           | 122          | 130          | 129          | EV/EBITDA        | 30.27        | 23.43        | 17.65        | 14.70        |
| 营运资本变动                  | 2            | -102         | -53          | -110         |                  |              |              |              |              |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>