

拟收购贝特瑞铁锂资产，新能源布局加速

——龙蟠科技公司点评

事件：

12 月 25 日，公司与贝特瑞共同签署《关于收购贝特瑞新材料集团股份有限公司名下磷酸铁锂相关资产和业务之框架协议》，龙蟠科技拟通过自身或其下属公司收购贝特瑞合并报表范围内的磷酸铁锂相关资产和业务。

● 铁锂电池市占率持续上升，铁锂正极材料迎来景气阶段

磷酸铁锂能量密度提升及 CTP/刀片等无模组技术使用，驱动乘用车铁锂电池回暖。由于特斯拉 Model 3 铁锂版本、比亚迪汉和宏光 mini EV 等铁锂乘用车热卖，乘用车铁锂装机率大幅提升，2020Q3 乘用车铁锂装机量占比达到 12%，环比提升 7 个百分点，总体渗透率达到 32.98%，达到 2019 年全年水平。此外，铁锂电池还广泛应用于商用车、储能、两轮车等领域，铁锂电池市占率将持续上升，相应的铁锂正极材料也随之迎来高速发展阶段，根据测算：2020-2025 年铁锂正极材料需求分别为 14/21.5/29.9/41/57/78 万吨，期间复合增速达到 41%。

● 拟收购贝特瑞铁锂资产，符合公司战略布局

贝特瑞是磷酸铁锂正极材料领先企业，产能约为 3 万吨/年，2019 年销量 1.2 万吨，市占率 19%，国内前三；在技术方面，贝特瑞改进了磷酸铁锂固相法的生产工艺，在生产效率、制备成本、批次稳定性、倍率性能等方面表现优异；。公司主营车用化学品，主要产品包括润滑油、尿素和冷却液，大部分都为燃油车用产品，当前乘用车走向电动化时代，商用车显现燃料电池路线，公司在商用车市场布局燃料电池路线，投资明天氢能；在电动车领域长期研发正极材料，10 月在蓬溪经济开发区签订高性能锂电池材料项目，此次计划收购贝特瑞铁锂资产，将加快公司新能源业务发展步伐

● 车用尿素扩产有序进行，份额将持续提升

公司车用尿素产能基地主要在溧水和天津，当前溧水基地设计产能 15 万吨/年（单班），天津厂区设计产能 18 万吨/年（单班），已于 12 月投产下线。车用尿素高增长时代到来，公司一方面对溧水基地升级改造；另一方面有序扩产，10 月计划在蓬溪新建车用尿素等项目，未来将持续提升份额。

● 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.1/3.2/4.5 亿，同比增长 67%/49%/41%，对应 EPS 为 0.7/1.05/1.48 元。公司是车用尿素龙头，品牌和渠道优势明显，预计份额持续提升，维持买入评级。

● 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。

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	1863.31	2492.64	3298.90
收入同比 (%)	15.44	14.37	8.78	33.77	32.35
归母净利润(百万元)	81.83	127.41	213.12	317.58	449.35
归母净利润同比 (%)	-11.41	55.69	67.27	49.02	41.49
ROE (%)	6.54	9.41	13.79	17.66	20.89
每股收益 (元)	0.27	0.42	0.70	1.05	1.48
市盈率(P/E)	96.70	62.11	37.13	24.92	17.61

资料来源：Wind, 国元证券研究所

买入|维持

当前价/目标价：26.15 元/33 元

目标期限：12 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：31.69 / 8.66

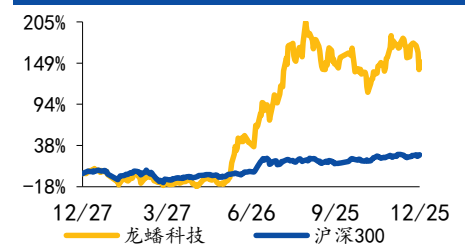
A 股流通股 (百万股)：342.93

A 股总股本 (百万股)：344.37

流通市值 (百万元)：8967.61

总市值 (百万元)：9005.23

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）2020 三季度报点评：业绩符合预期，Q3 淡季不淡》2020.10.28

《国元证券公司研究-龙蟠科技（603906）2020 半年报点评：Q2 归母净利润大增，车用尿素持续高增长》2020.08.07

报告作者

分析师 彭聪

执业证书编号 S0020520040002

电话 02151097188

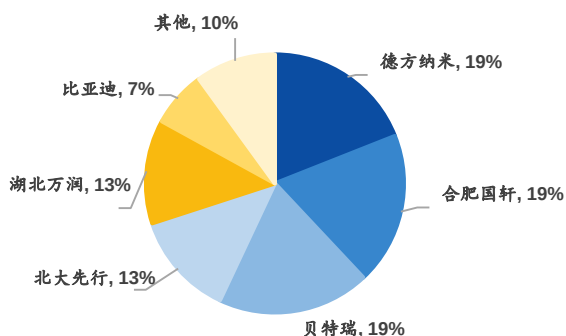
邮箱 pengcong@gyzq.com.cn

联系人 黄浦

电话 02151097188

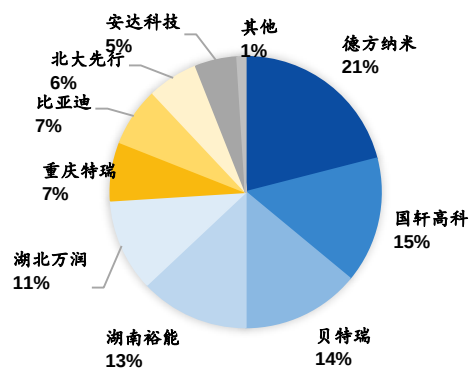
邮箱 huangpu@gyzq.com.cn

图 1：2019 年磷酸铁锂正极市场份额情况



资料来源：GGII，国元证券研究所

图 2：2020 年前三季度磷酸铁锂正极市场份额情况



资料来源：GGII，国元证券研究所

表 1：铁锂正极材料需求测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
铁锂动力电池	20.0	22.2	20.8	27.4	42.1	60.8	84.9	119.6	169.7
储能电池出货量 (GWh)	11.0	13.5	18.8	30.0	43.0	59.0	81.0	112.0	154.0
两轮车锂电池电量 (GWh)	3.4	6.3	9.1	13.8	25.0	28.4	33.0	37.1	40.5
两轮车铁锂占比	30%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%
铁锂正极 (万吨)	7.2	8.4	9.5	14.0	21.5	29.9	41.1	56.7	78.1

资料来源：国元证券研究所

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	1628.89	2059.94	2636.21
现金	361.38	530.14	839.26	1035.27	1329.25
应收账款	201.28	229.26	249.72	333.97	442.05
其他应收款	17.65	20.38	21.77	28.94	38.01
预付账款	50.44	29.71	30.10	39.10	50.44
存货	262.39	276.75	281.40	365.26	472.71
其他流动资产	356.38	179.15	206.64	257.41	303.74
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	2441.42	2843.11	3391.77
流动负债	499.37	521.52	522.44	563.95	615.90
短期借款	185.00	188.00	191.00	193.00	195.00
应付账款	101.59	108.02	109.81	142.47	184.32
其他流动负债	212.78	225.50	221.63	228.48	236.58
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	671.20	732.24	804.01
少数股东权益	141.43	166.31	225.19	312.91	436.98
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	655.98	908.77	1261.57
归属母公司股东权益	1250.59	1354.52	1545.03	1797.95	2150.78
负债和股东权益	2049.62	2169.69	2441.42	2843.11	3391.77

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	323.51	234.96	356.29
净利润	99.53	162.77	271.99	405.30	573.42
折旧摊销	50.06	55.03	47.90	49.06	49.80
财务费用	19.69	14.90	-1.44	-10.14	-18.57
投资损失	-9.71	-3.03	-3.00	-3.00	-3.00
营运资金变动	10.91	2.09	-48.62	-203.32	-241.83
其他经营现金流	-0.25	15.71	56.67	-2.94	-3.54
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	-8.18	-32.52	-55.95
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	-31.18	-54.52	-77.95
现金净增加额	99.16	226.77	309.12	196.01	293.98

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	1863.31	2492.64	3298.90
营业成本	1046.39	1120.71	1140.28	1480.96	1917.99
营业税金及附加	26.09	24.00	26.09	34.90	46.18
营业费用	187.01	208.97	228.07	304.60	402.47
管理费用	69.76	95.64	103.97	138.84	183.42
研发费用	53.53	66.98	73.04	97.71	129.32
财务费用	19.69	14.90	-1.44	-10.14	-18.57
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	310.17	463.61	656.95
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	313.17	466.62	659.94
所得税	12.76	25.37	41.18	61.31	86.52
净利润	99.53	162.77	271.99	405.30	573.42
少数股东损益	17.69	35.37	58.88	87.72	124.07
归属母公司净利润	81.83	127.41	213.12	317.58	449.35
EBITDA	178.90	255.01	356.64	502.53	688.18
EPS (元)	0.32	0.42	0.70	1.05	1.48

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	8.78	33.77	32.35
营业利润 (%)	2.22	69.56	67.59	49.47	41.70
归属母公司净利润 (%)	-11.41	55.69	67.27	49.02	41.49
获利能力					
毛利率 (%)	30.14	34.57	38.80	40.59	41.86
净利率 (%)	5.46	7.44	11.44	12.74	13.62
ROE (%)	6.54	9.41	13.79	17.66	20.89
ROIC (%)	8.37	14.15	21.75	28.32	35.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.08	29.91	27.49	25.76	23.70
净负债比率 (%)	47.29	46.24	46.63	45.75	44.40
流动比率	2.50	2.43	3.12	3.65	4.28
速动比率	1.98	1.89	2.58	3.00	3.51
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.81	0.81	0.94	1.06
应收账款周转率	7.52	7.41	7.23	7.94	7.91
应付账款周转率	9.32	10.69	10.47	11.74	11.74
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.42	0.70	1.05	1.48
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.56	0.82	1.07	0.78	1.18
每股净资产 (最新摊薄)	4.13	4.48	5.11	5.94	7.11
估值比率					
P/E	96.70	62.11	37.13	24.92	17.61
P/B	6.33	5.84	5.12	4.40	3.68
EV/EBITDA	49.84	34.96	25.00	17.74	12.96

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