

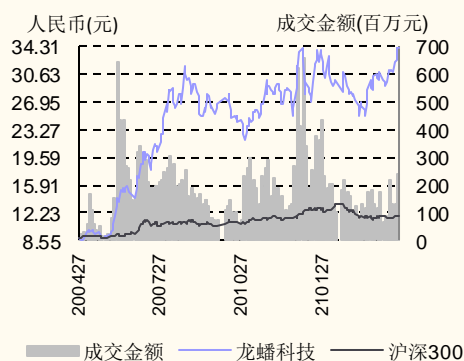
龙蟠科技 (603906.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 34.05 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.44
已上市流通 A 股(亿股)	3.44
总市值(亿元)	117.25
年内股价最高最低(元)	34.31/8.55
沪深 300 指数	5135
上证指数	3474



相关报告

- 1.《国六车用尿素加速布局，润滑油业务提升-【国金化工】龙蟠科技公...》，2021.4.18
- 2.《全国布局加速推进，把握机遇拓展市场-【国金化工】龙蟠科技公司...》，2021.3.28
- 3.《车用尿素领域有序推进，把握机遇长期发展-【国金化工】龙蟠科技...》，2021.1.15
- 4.《拟收购磷酸铁锂资产，加强新能源领域布局-【国金化工】龙蟠科技...》，2020.12.28
- 5.《股权激励出台，激励公司把握国六发展机遇-【国金化工】龙蟠科技...》，2020.11.23

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

方正证券 分析师 执业编号: S1130520090002
yangyiyang@gjzq.com.cn

贝特瑞收购加速，破除长期发展瓶颈

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,713	1,915	2,580	3,231	3,834
营业收入增长率	14.37%	11.77%	34.77%	25.21%	18.66%
归母净利润(百万元)	127	203	280	385	472
归母净利润增长率	55.69%	59.20%	38.04%	37.44%	22.56%
摊薄每股收益(元)	0.421	0.589	0.813	1.118	1.370
每股经营性现金流净额	0.80	0.87	0.70	1.11	1.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.41%	10.54%	13.01%	15.49%	16.24%
P/E	25.03	57.13	41.88	30.47	24.86
P/B	2.35	6.02	5.45	4.72	4.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 4月24日公司发布公告，拟出资2.31亿元设立合资子公司常州锂源，持有股份73.33%；常州锂源拟以现金3.29亿元、5.16亿元收购贝特瑞天津、江苏贝特瑞纳米；公司拟向子公司及孙公司提供合计不超过5亿元的借款。

分析

- **贝特瑞并购加速推动，破除公司长期发展瓶颈。**公司此次拟通过合资子公司常州锂源收购贝特瑞天津以及江苏磷酸铁锂资产。天津及江苏磷酸铁锂业务2020分别实现营收3.01、2.50亿元，净资产分别为2.61亿元、2.57亿元，交易价格对应的PB分别为1.26、2.01倍。贝特瑞磷酸铁锂产品具有高压实、高容量、长循环、耐低温的特点，拥有32项相关专利，产品已经进入CATL、力神、国轩高科、中行锂电等客户供应中，成为国内磷酸铁锂电池用前三大供应商之一，具有良好的技术、客户和渠道基础。通过加速推进事项落地，公司有望打破新能源车带来的发展限制，为长期发展提供基础。
- **方案彰显公司信心，有望在新能源领域持续发力。**公司此次收购方案，联合贝特瑞新材料集团以及公司两个高管持股平台，公司出资占比73.33%，贝特瑞新材料占比10%，通过多方合资设立，一方面彰显公司的对于新业务布局的信心，同时也对公司高管形成激励，而贝特瑞10%持股仍然保持同贝特瑞的合作，助力公司有序布局新能源业务。而针对收购，公司向子公司及孙公司进行借款，降低风险的同时，推动未来产能有序布局和建设。
- **车用尿素销售持续推进，有望持续带动公司中期维度成长。**今年以来，虽然国六标准尚未完全执行，但公司一季度仍然实现车用尿素产品销售11.1万吨，同比增长106%。公司在持续加大车用尿素领域的产品销售，通过经销和直销途径加速市场布局，针对性推出国六产品，为国六阶段柴油车放量使用打下基础。公司的天津基地投入生产，为北方产品供应提供了基础，同时公司四川基地开工，山东基地有序推进，并进一步布局湖北基地，公司在持续大力推进公司产品生产的全国化布局，一方面有效把控产品质量，节约成本，同时通过多基地布局有望加深区域销售，形成有效的销售网络。

投资建议

- 中短期维度看，公司借助车用尿素业务快速提升盈利基础，长期破除发展瓶颈，进入新能源领域，预测公司2021-2023年，归母净利润分别为2.80、3.85、4.72亿元，对应PE分别为42、30、25倍，维持“增持”评级。

风险提示

- 资产收购不成功风险；产品销量不达预期；国六政策执行力度不达预期风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,498	1,713	1,915	2,580	3,231	3,834
增长率		14.4%	11.8%	34.8%	25.2%	18.7%
主营业务成本	-1,046	-1,121	-1,190	-1,640	-2,018	-2,377
%销售收入	69.9%	65.4%	62.2%	63.6%	62.5%	62.0%
毛利	451	592	724	940	1,213	1,457
%销售收入	30.1%	34.6%	37.8%	36.4%	37.5%	38.0%
营业税金及附加	-26	-24	-20	-28	-36	-42
%销售收入	1.7%	1.4%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-187	-209	-264	-335	-420	-498
%销售收入	12.5%	12.2%	13.8%	13.0%	13.0%	13.0%
管理费用	-70	-96	-103	-142	-174	-207
%销售收入	4.7%	5.6%	5.4%	5.5%	5.4%	5.4%
研发费用	-54	-67	-72	-98	-123	-146
%销售收入	3.6%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	115	197	265	337	460	564
%销售收入	7.7%	11.5%	13.8%	13.0%	14.2%	14.7%
财务费用	-20	-15	-8	-6	-5	-6
%销售收入	1.3%	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-2	-6	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	3	5	5	5	5
%税前利润	8.7%	1.6%	1.8%	1.4%	1.1%	0.9%
营业利润	109	185	272	347	475	577
%营业收入	7.3%	10.8%	14.2%	13.5%	14.7%	15.1%
营业外收支	3	3	1	2	1	2
税前利润	112	188	273	349	476	579
利润率	7.5%	11.0%	14.3%	13.5%	14.7%	15.1%
所得税	-13	-25	-34	-45	-62	-75
所得税率	11.4%	13.5%	12.3%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	100	163	240	304	414	504
少数股东损益	18	35	37	24	29	32
归属于母公司的净利润	82	127	203	280	385	472
净利率	5.5%	7.4%	10.6%	10.9%	11.9%	12.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	100	163	240	304	414	504
少数股东损益	18	35	37	24	29	32
非现金支出	52	57	57	74	99	126
非经营收益	9	13	1	20	15	17
营运资金变动	10	10	2	-156	-144	-138
经营活动现金净流	170	243	300	243	383	509
资本开支	-51	-78	-248	-270	-233	-335
投资	-123	-87	-34	0	0	0
其他	97	225	-112	5	5	5
投资活动现金净流	-77	60	-393	-265	-228	-330
股权募资	29	0	395	0	0	0
债权募资	12	3	238	-148	72	42
其他	-36	-83	-176	-75	-72	-76
筹资活动现金净流	6	-80	457	-223	0	-34
现金净流量	99	223	364	-245	156	146

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	361	530	909	665	820	966
应收款项	408	425	449	574	714	848
存货	262	277	321	382	470	553
其他流动资产	218	33	148	153	169	182
流动资产	1,250	1,265	1,828	1,774	2,173	2,549
%总资产	61.0%	58.3%	61.8%	57.4%	59.9%	60.5%
长期投资	0	80	80	80	80	80
固定资产	428	432	553	786	918	1,125
%总资产	20.9%	19.9%	18.7%	25.4%	25.3%	26.7%
无形资产	358	363	451	453	456	460
非流动资产	800	904	1,128	1,319	1,454	1,665
%总资产	39.0%	41.7%	38.2%	42.6%	40.1%	39.5%
资产总计	2,050	2,170	2,956	3,092	3,627	4,214
短期借款	185	203	427	275	347	386
应付款项	262	269	297	313	386	454
其他流动负债	52	50	72	91	118	142
流动负债	499	522	796	679	850	982
长期贷款	126	97	1	1	1	1
其他长期负债	32	30	44	45	46	49
负债	658	649	841	725	897	1,032
普通股股东权益	1,251	1,355	1,924	2,152	2,485	2,905
其中：股本	254	303	344	344	344	344
未分配利润	361	432	589	817	1,150	1,570
少数股东权益	141	166	191	215	245	277
负债股东权益合计	2,050	2,170	2,956	3,092	3,627	4,214

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.322	0.421	0.589	0.813	1.118	1.370
每股净资产	4.922	4.476	5.587	6.249	7.216	8.436
每股经营现金净流	0.670	0.804	0.870	0.705	1.113	1.479
每股股利	0.130	0.130	0.000	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	6.54%	9.41%	10.54%	13.01%	15.49%	16.24%
总资产收益率	3.99%	5.87%	6.86%	9.05%	10.61%	11.19%
投入资本收益率	5.98%	9.33%	9.12%	11.08%	13.01%	13.75%
增长率						
主营业务收入增长率	15.44%	14.37%	11.77%	34.77%	25.21%	18.66%
EBIT增长率	12.98%	70.98%	34.61%	27.16%	36.74%	22.54%
净利润增长率	-11.41%	55.69%	59.20%	38.04%	37.44%	22.56%
总资产增长率	23.21%	5.86%	36.24%	4.62%	17.29%	16.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.6	45.9	44.6	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	88.9	87.8	91.7	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	39.2	34.1	46.0	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	99.4	85.6	93.3	95.0	88.0	91.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.62%	-15.13%	-26.55%	-19.77%	-20.23%	-20.70%
EBIT利息保障倍数	5.8	13.2	34.4	54.4	89.4	99.7
资产负债率	32.08%	29.91%	28.44%	23.46%	24.74%	24.49%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	3	3	11
增持	2	5	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.63	1.63	1.70	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

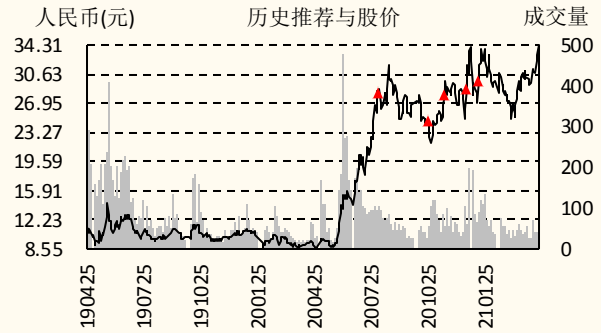
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-07	增持	28.40	N/A
2	2020-10-11	增持	27.35	N/A
3	2020-10-27	增持	24.63	N/A
4	2020-11-23	增持	26.66	N/A
5	2020-12-28	增持	26.15	N/A
6	2021-01-15	增持	27.00	N/A
7	2021-03-28	增持	30.38	N/A
8	2021-04-18	增持	30.85	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402