

资源与环境研究中心

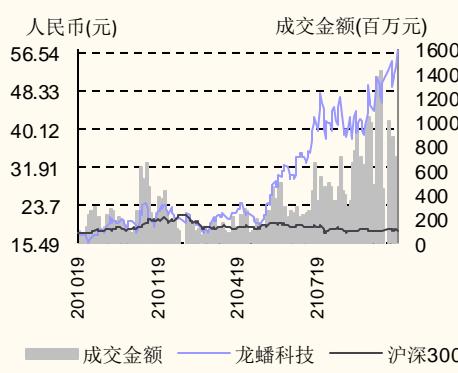
龙蟠科技(603906.SH) 增持(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 57.45元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.82
已上市流通A股(亿股)	4.82
总市值(亿元)	276.96
年内股价最高最低(元)	57.45/15.49
沪深300指数	4875
上证指数	3568

**相关报告**

- 《同上游磷化工企业合作，加深锂电产业链布局 - 【国金化工】龙蟠科...》，2021.8.18
- 《车用尿素正极材料双轮驱动，业绩快速提升 - 【国金化工】龙蟠科技...》，2021.7.30
- 《员工持股平台增资常州锂源，调动员工积极性 - 【国金化工】龙蟠科...》，2021.7.21
- 《贝特瑞收购加速，破除长期发展瓶颈 - 【国金化工】龙蟠科技公司点...》，2021.4.25
- 《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...》，2021.1.18

陈屹

分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiliing@gjzq.com.cn**宁德时代深度合作，为发展正极业务夯实基础****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	3,782	8,014	10,543
营业收入增长率	14.37%	11.77%	97.51%	111.92%	31.55%
归母净利润(百万元)	127	203	353	610	743
归母净利润增长率	55.69%	59.20%	74.00%	72.77%	21.80%
摊薄每股收益(元)	0.421	0.589	1.025	1.771	2.157
每股经营性现金流净额	0.80	0.87	0.22	-0.36	1.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.41%	10.54%	15.86%	21.91%	21.38%
P/E	25.03	57.13	56.05	32.44	26.64
P/B	2.35	6.02	8.89	7.11	5.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10.19 日公司发布公告，龙蟠科技、问鼎投资和时代闽东拟分别向子公司常州锂源增资 1.00、1.65、1.80 亿元，增资后持有常州锂源 53.81%、9.57% 和 10.43% 股权。同时常州锂源以现金 1 亿元收购原孙公司四川锂源合并完成后常州锂源将成为公司体内唯一从事磷酸铁锂正极材料业务主体。

分析

- 同宁德时代深度合作，为公司长远发展提供坚实基础。此次增资的两大股东中，宁德时代持有问鼎投资 100% 股权，持有时代闽东 21.92% 的股权。此次合作公司将同下游核心客户宁德时代深度合作，在股权合作的基础上，进一步按照约定的协议价格和数量为宁德时代提供磷酸铁锂正极材料业务；通过此次合作，公司将与下游客户在磷酸铁锂正极业务领域深度合作，为公司未来进行产能扩充提供有效的应用市场，从而保证公司未来的行业市占率，保证公司在磷酸铁锂正极业务领域的有序发展。同时时代闽东第一大股东为青岛上汽创新升级产业股权投资基金，占比 40%，主要合伙人为上汽集团金控，上汽的作为终端应用客户参与公司持股有望为公司在磷酸铁锂产业链上的项目研发、市场拓展，产能建设，产品量产等方面皆提供良好支持。
- 公司业务深度整合，车用尿素、磷酸铁锂正极双线拉动，带动公司长期成长。通过对四川锂源孙公司的整合，公司在各项业务领域的布局相对清晰，旗下拥有车用尿素业务、润滑油等化学品业务，同时控股常州锂源布局正极材料业务。今年是国六全面实施的 1 年，虽然整体受到汽车芯片等趋势影响，但整体车用尿素需求量仍在持续增长，公司同步加强渠道布局，持续提升自身的产品市占率；另一方面，公司不断进行磷酸铁锂正极产能建设，为公司未来长期的正极业务发展提供空间，借助上下游的深度合作，为公司产业链布局打好基础，预期未来车用尿素、正极材料将为公司长期发展提供良好支撑。

投资建议

- 公司将充分享受国六标准升级带动车用尿素市场需求放量的机遇，形成良好的业绩增长；同时公司布局的磷酸铁锂正极材料产品盈利支撑良好，未来需求空间大，公司持续进行产能和上游原材料布局，预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.03、1.77、2.16 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 国六政策执行不达预期风险，产品销量不达预期，磷酸铁锂产能过剩风险，公司产品原材料价格剧烈波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,498	1,713	1,915	3,782	8,014	10,543							
增长率	14.4%	11.8%	97.5%	111.9%	31.6%		货币资金	361	530	909	653	920	1,219
主营业务成本	-1,046	-1,121	-1,190	-2,603	-5,892	-7,960	应收款项	408	425	449	841	1,772	2,331
%销售收入	69.9%	65.4%	62.2%	68.8%	73.5%	75.5%	存货	262	277	321	606	1,372	1,854
毛利	451	592	724	1,179	2,122	2,583	其他流动资产	218	33	148	187	306	381
%销售收入	30.1%	34.6%	37.8%	31.2%	26.5%	24.5%	流动资产	1,250	1,265	1,828	2,288	4,370	5,784
营业税金及附加	-26	-24	-20	-42	-80	-105	%总资产	61.0%	58.3%	61.8%	55.9%	69.6%	74.8%
%销售收入	1.7%	1.4%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	长期投资	0	80	80	80	80	80
销售费用	-187	-209	-264	-340	-561	-654	固定资产	428	432	553	1,269	1,369	1,411
%销售收入	12.5%	12.2%	13.8%	9.0%	7.0%	6.2%	%总资产	20.9%	19.9%	18.7%	31.0%	21.8%	18.2%
管理费用	-70	-96	-103	-166	-280	-369	无形资产	358	363	451	453	456	460
%销售收入	4.7%	5.6%	5.4%	4.4%	3.5%	3.5%	非流动资产	800	904	1,128	1,802	1,905	1,951
研发费用	-54	-67	-72	-144	-280	-316	%总资产	39.0%	41.7%	38.2%	44.1%	30.4%	25.2%
%销售收入	3.6%	3.9%	3.8%	3.8%	3.5%	3.0%	资产总计	2,050	2,170	2,956	4,090	6,274	7,735
息税前利润 (EBIT)	115	197	265	487	920	1,139	短期借款	185	203	427	852	1,300	1,633
%销售收入	7.7%	11.5%	13.8%	12.9%	11.5%	10.8%	应付款项	262	269	297	484	1,077	1,446
财务费用	-20	-15	-8	-27	-64	-86	其他流动负债	52	50	72	130	260	333
%销售收入	1.3%	0.9%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	流动负债	499	522	796	1,465	2,637	3,412
资产减值损失	-2	-6	3	0	0	0	长期贷款	126	97	1	101	401	201
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	32	30	44	45	46	49
投资收益	10	3	5	5	5	5	负债	658	649	841	1,611	3,084	3,662
%税前利润	8.7%	1.6%	1.8%	1.0%	0.6%	0.5%	普通股股东权益	1,251	1,355	1,924	2,225	2,783	3,474
营业利润	109	185	272	477	876	1,071	其中：股本	254	303	344	344	344	344
营业利润率	7.3%	10.8%	14.2%	12.6%	10.9%	10.2%	未分配利润	361	432	589	890	1,448	2,139
营业外收支	3	3	1	2	1	2	少数股东权益	141	166	191	255	408	599
税前利润	112	188	273	479	877	1,073	负债股东权益合计	2,050	2,170	2,956	4,090	6,274	7,735
利润率	7.5%	11.0%	14.3%	12.7%	10.9%	10.2%							
所得税	-13	-25	-34	-62	-114	-140							
所得税率	11.4%	13.5%	12.3%	13.0%	13.0%	13.0%							
净利润	100	163	240	417	763	934							
少数股东损益	18	35	37	64	153	191							
非现金支出	52	57	57	91	132	165							
非经营收益	9	13	1	41	75	101							
营运资金变动	10	10	2	-472	-1,092	-672							
经营活动现金净流	170	243	300	76	-122	528							
资本开支	-51	-78	-248	-770	-233	-209							
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	-765	-228	-204							
股权募资	29	0	395	0	0	0							
债权募资	12	3	238	528	749	136							
其他	-36	-83	-176	-96	-132	-160							
筹资活动现金净流	6	-80	457	432	617	-24							
现金净流量	99	223	364	-256	267	299	净负债/股东权益	-3.62%	-15.13%	-26.55%	8.85%	21.98%	13.13%
							EBIT利息保障倍数	5.8	13.2	34.4	17.9	14.3	13.2
							资产负债率	32.08%	29.91%	28.44%	39.38%	49.15%	47.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	1	5	9
增持	0	0	1	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.58	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-12-28	增持	26.15	N/A
2	2021-01-15	增持	27.00	N/A
3	2021-03-28	增持	30.38	N/A
4	2021-04-18	增持	30.85	N/A
5	2021-04-25	增持	34.05	N/A
6	2021-07-21	增持	40.35	N/A
7	2021-07-30	增持	41.79	N/A
8	2021-08-18	增持	40.00	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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，不作为或被视为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