

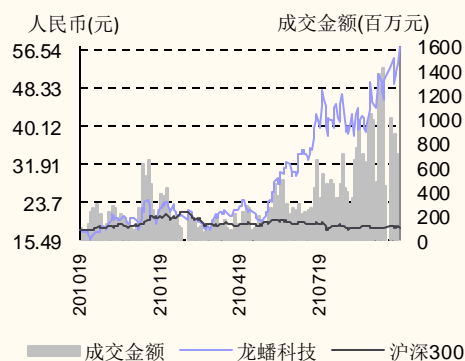
龙蟠科技 (603906.SH) 增持 (维持评级)

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

- 1.《同上游磷化工企业合作,加深锂电产业链布局-【国金化工】龙蟠科技...》, 2021.8.18
- 2.《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
- 3.《员工持股平台增资常州锂源,调动员工积极性-【国金化工】龙蟠科技...》, 2021.7.21
- 4.《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
- 5.《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

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
yangyiyong@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)

| | 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% |
| 主营业务成本 | -1,046 | -1,121 | -1,190 | -2,603 | -5,892 | -7,960 |
| %销售收入 | 69.9% | 65.4% | 62.2% | 68.8% | 73.5% | 75.5% |
| 毛利 | 451 | 592 | 724 | 1,179 | 2,122 | 2,583 |
| %销售收入 | 30.1% | 34.6% | 37.8% | 31.2% | 26.5% | 24.5% |
| 营业税金及附加 | -26 | -24 | -20 | -42 | -80 | -105 |
| %销售收入 | 1.7% | 1.4% | 1.0% | 1.1% | 1.0% | 1.0% |
| 销售费用 | -187 | -209 | -264 | -340 | -561 | -654 |
| %销售收入 | 12.5% | 12.2% | 13.8% | 9.0% | 7.0% | 6.2% |
| 管理费用 | -70 | -96 | -103 | -166 | -280 | -369 |
| %销售收入 | 4.7% | 5.6% | 5.4% | 4.4% | 3.5% | 3.5% |
| 研发费用 | -54 | -67 | -72 | -144 | -280 | -316 |
| %销售收入 | 3.6% | 3.9% | 3.8% | 3.8% | 3.5% | 3.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 115 | 197 | 265 | 487 | 920 | 1,139 |
| %销售收入 | 7.7% | 11.5% | 13.8% | 12.9% | 11.5% | 10.8% |
| 财务费用 | -20 | -15 | -8 | -27 | -64 | -86 |
| %销售收入 | 1.3% | 0.9% | 0.4% | 0.7% | 0.8% | 0.8% |
| 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% | 1.0% | 0.6% | 0.5% |
| 营业利润 | 109 | 185 | 272 | 477 | 876 | 1,071 |
| 营业利润率 | 7.3% | 10.8% | 14.2% | 12.6% | 10.9% | 10.2% |
| 营业外收支 | 3 | 3 | 1 | 2 | 1 | 2 |
| 税前利润 | 112 | 188 | 273 | 479 | 877 | 1,073 |
| 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 |
| 归属于母公司的净利润 | 82 | 127 | 203 | 353 | 610 | 743 |
| 净利率 | 5.5% | 7.4% | 10.6% | 9.3% | 7.6% | 7.0% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|------|------|------|-------|--------|-------|
| 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 |

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 | 653 | 920 | 1,219 |
| 应收账款 | 408 | 425 | 449 | 841 | 1,772 | 2,331 |
| 存货 | 262 | 277 | 321 | 606 | 1,372 | 1,854 |
| 其他流动资产 | 218 | 33 | 148 | 187 | 306 | 381 |
| 流动资产 | 1,250 | 1,265 | 1,828 | 2,288 | 4,370 | 5,784 |
| %总资产 | 61.0% | 58.3% | 61.8% | 55.9% | 69.6% | 74.8% |
| 长期投资 | 0 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 固定资产 | 428 | 432 | 553 | 1,269 | 1,369 | 1,411 |
| %总资产 | 20.9% | 19.9% | 18.7% | 31.0% | 21.8% | 18.2% |
| 无形资产 | 358 | 363 | 451 | 453 | 456 | 460 |
| 非流动资产 | 800 | 904 | 1,128 | 1,802 | 1,905 | 1,951 |
| %总资产 | 39.0% | 41.7% | 38.2% | 44.1% | 30.4% | 25.2% |
| 资产总计 | 2,050 | 2,170 | 2,956 | 4,090 | 6,274 | 7,735 |
| 短期借款 | 185 | 203 | 427 | 852 | 1,300 | 1,633 |
| 应付款项 | 262 | 269 | 297 | 484 | 1,077 | 1,446 |
| 其他流动负债 | 52 | 50 | 72 | 130 | 260 | 333 |
| 长期借款 | 126 | 97 | 1 | 101 | 401 | 201 |
| 其他长期负债 | 32 | 30 | 44 | 45 | 46 | 49 |
| 负债 | 658 | 649 | 841 | 1,611 | 3,084 | 3,662 |
| 普通股股东权益 | 1,251 | 1,355 | 1,924 | 2,225 | 2,783 | 3,474 |
| 其中：股本 | 254 | 303 | 344 | 344 | 344 | 344 |
| 未分配利润 | 361 | 432 | 589 | 890 | 1,448 | 2,139 |
| 少数股东权益 | 141 | 166 | 191 | 255 | 408 | 599 |
| 负债股东权益合计 | 2,050 | 2,170 | 2,956 | 4,090 | 6,274 | 7,735 |

比率分析

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.322 | 0.421 | 0.589 | 1.025 | 1.771 | 2.157 |
| 每股净资产 | 4.922 | 4.476 | 5.587 | 6.461 | 8.081 | 10.088 |
| 每股经营现金净流 | 0.670 | 0.804 | 0.870 | 0.221 | -0.355 | 1.532 |
| 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% | 15.86% | 21.91% | 21.38% |
| 总资产收益率 | 3.99% | 5.87% | 6.86% | 8.63% | 9.72% | 9.60% |
| 投入资本收益率 | 5.98% | 9.33% | 9.12% | 12.34% | 16.36% | 16.77% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 15.44% | 14.37% | 11.77% | 97.51% | 111.92% | 31.55% |
| EBIT增长率 | 12.98% | 70.98% | 34.61% | 83.97% | 88.94% | 23.76% |
| 净利润增长率 | -11.41% | 55.69% | 59.20% | 74.00% | 72.77% | 21.80% |
| 总资产增长率 | 23.21% | 5.86% | 36.24% | 38.38% | 53.40% | 23.28% |
| 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 | 92.2 | 46.9 | 44.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 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% |

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

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 | 2020-12-28 | 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



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