

# 车用尿素和磷酸铁锂业务双发力，公司业绩同比增长 61%

## 龙蟠科技 (603906)

### 事件

公司发布 2021 年中报，2021 上半年实现营收 12.8 亿元，同比上涨 55.7%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比上涨 60.9%。实现基本每股收益 0.30 元。2021Q2 实现营收 6.8 亿元，环比增长 14.5%，同比上涨 34.9%；实现归母净利润 0.86 亿元，环比增长 41.7%，同比增长 29.8%。

### 简评

**受益尾气处理液销量提升和新增磷酸铁锂业务，上半年净利润同比增长 60.9%：**公司 2021 年上半年度主要原材料基础油、乙二醇和尿素价格均有不同幅度的上涨，基础油、乙二醇、尿素采购均价分别较上年同期上涨 1416 元/吨、197 元/吨、364 元/吨，涨幅分别为 25.2%、20.7%、21.4%。润滑油、柴油发动机尾气处理液、防冻液平均销售价格分别较上年同期上涨 1.17%、下降 5.52%、6.59%。而柴油发动机尾气处理液、润滑油和防冻液产品销售收入比同期分别增加 1.35 亿元、1.04 亿元和 0.40 亿元，同比增长 46.8%、29.9%和 29.2%，这主要是各产品销量增长所导致的。润滑油、柴油发动机尾气处理液、防冻液销量分别较上年同期增长 28.4%、55.4%和 38.3%。其中尾气处理液新增 18 万吨产能，共计产能 33 万吨，加上国六标准的严格执行，车用尿素需求大幅上升，产量的提升可以得到消化。另外公司收购了贝特瑞磷酸铁锂正极材料业务，虽然从 6 月份才开始并表，但是其营收已达到 1.3 亿元，占比 10%。车用尿素业绩的大幅增长和磷酸铁锂新业务使得归属于上市公司股东的净利润同比上升 60.9%。

**新增 18 万吨车用尿素投产，国六标准执行引导需求上涨。**公司自 2009 年开始生产车用尿素，是国内第一家从事车用尿素业务的企业，行业市占率第一。2019 年 1 月，生态环境部等 11 个部门联合发布《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》，到 2020 年，全国车用尿素抽检合格率达到 95%，重点区域达到 98% 以上。为满足国六标准，车用尿素的添加比例将由国四的 3% 和国五的 5% 上升到 8%。同时，21 年 7 月 1 日起，国家将正式全面实施重型柴油车国六排放标准，同时加入了 OBD 在线实时监测、限制车机性能等强力监管措施来保证国六标准的严格实施，避免了屏蔽 SCR 的现象，因此预计国六阶段车用尿素使用渗透率将比国五阶段的 30% 大幅提升。20 年国内车用尿素市场规模在 200 万吨左右，

**维持**
**买入**
**邓胜**

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

**郑勇**

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执证编号：S1440518100005

发布日期：2021 年 08 月 01 日

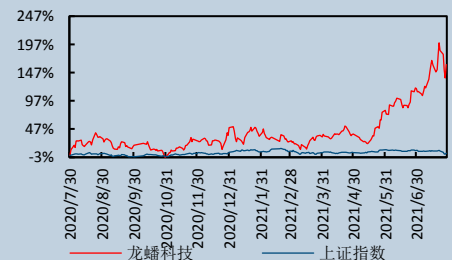
当前股价：41.44 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

|                 | 1 个月        | 3 个月       | 12 个月         |
|-----------------|-------------|------------|---------------|
|                 | 18.82/23.34 | 89.8/91.62 | 158.23/154.67 |
| 12 月最高/最低价 (元)  |             |            | 48.0/18.99    |
| 总股本 (万股)        |             |            | 48,209.14     |
| 流通 A 股 (万股)     |             |            | 48,209.14     |
| 总市值 (亿元)        |             |            | 201.47        |
| 流通市值 (亿元)       |             |            | 201.47        |
| 近 3 月日均成交量 (万股) |             |            | 813.45        |
| 主要股东            |             |            |               |
| 石俊峰             |             |            | 44.11%        |

### 股价表现



### 相关研究报告

- 21.03.29 【中信建投石油化工】龙蟠科技 (603906): 车用尿素业务持续高增长，2020 年业绩同比增长 59%
- 20.11.01 【中信建投石油化工】龙蟠科技 (603906): 车用尿素销量同比增加 52%，公司业绩同比增长 51%

随着国六标准推进车用尿素需求量将猛增，未来市场规模将达到千万吨以上。公司原拥有车用尿素产能 15 万吨，新增投产产能 18 万吨，共计 33 万吨。公司 2016-2020 年车用尿素业务年均复合增长率达 46.5%，2021 年上半年，车用尿素产品实现收入 4.25 亿元，同比增长 46.8%；上半年实现销量 24.8 万吨，同比增长 55%。预计未来公司车用尿素市占率可达 20-30%，长远来看公司未来车用尿素销售量将达 200 万吨以上，增长空间巨大。随着疫情逐渐受到控制，国内经济恢复，21 年上半年新能源汽车的销量也在逐步上涨，21 年 H1 新能源汽车产销分别完成 121.5 万辆和 120.6 万辆，均同比增长 2 倍，创历史新高。与传统汽车相比，新能源汽车的冷却液需求量是传统燃油车的 10 倍。在新能源汽车的带动下，冷却液的需求也在水涨船高。公司自 2018 年并购张家港迪克化学以来，并表后在国内冷却液行业产销量排名第一，公司拥有冷却液产能 10 万吨，21 年 H1 产销量分别为 3.9 万吨和 3.7 万吨，营收 1.8 亿元，分别同比增长 37.0%、38.3%和 29.2%。预计未来随着公司产品技术和品牌影响提升，冷却液业务将保持 30%以上增速。

**收购贝特瑞磷酸铁锂业务，磷酸铁锂正极材料预计成为公司发展未来增长点。**公司 5 月份出资成立常州锂源子公司，并于 6 月份以 8.5 亿元的价格通过常州锂源收购贝特瑞（天津）纳米材料制造有限公司及江苏贝特瑞纳米科技有限公司，成功收购了贝特瑞磷酸铁锂正极材料的相关业务。随后 7 月份公司的两个员工持股平台金坛泓远和南京超利拟对常州锂源增资，进一步员工持股锁定利益。磷酸铁锂作为一种锂离子电池正极材料，和三元电池相比有着稳定性好、循环寿命长、成本低的优势。随着 CTP、刀片等电池结构发展创新，磷酸铁锂电池在一定程度上弥补了能量密度低的缺陷，包括特斯拉 Model3、比亚迪“汉”在内的多款搭载磷酸铁锂电池的新能源电动汽车相继推出，磷酸铁锂的渗透率逐渐上升。自 2020 年下半年触底反弹，磷酸铁锂的价格从 2021 年初的 37000 元/吨一直上涨，截至 7 月，磷酸铁锂的价格已经达到了 52500 元/吨，涨幅高达 40%，磷酸铁锂行业未来发展迅猛。贝特瑞作为磷酸铁锂行业的老牌企业，目前磷酸铁锂产能 4 万吨，市场占比约 10%，为行业前三，同时与宁德时代等主流下游厂商保持良好的合作关系，是宁德时代的主要供应商之一。6 月常州锂源营收 1.3 亿元，净利润 0.2 亿元，预计磷酸铁锂业务将成为公司未来的有力支撑点。除此之外，孙公司四川锂源投资主要经营磷酸铁锂前驱体的四川盈达锂电，公司股份占比 19.1%，进一步扩展了公司磷酸铁锂产业链，为未来的磷酸铁锂业务发展打下了良好的基础。

**多基地布局，公司产业快速发展。**公司 21 年 3 月与襄阳市政府签订投资协议，计划投资 5 亿元建设 20 万吨车用环保处理液、3 万吨挡风玻璃清洁剂、5000 吨燃油添加剂、5000 万只吹塑包装、1 万吨发动机冷却液项目。20 年 10 月份与蓬溪县政府签订投资协议，预计投资 8 亿元在蓬溪经济开发区新建高性能锂电池材料及发动机尾气处理液等项目，并出资 1 亿元设立孙公司四川锂源电池材料有限公司。20 年 8 月份出资 1 亿元设立全资子公司江苏锂源材料科技有限公司，其主要业务是电子专用材料研发、制造、销售，此次新业务基于新能源汽车产业的发展，通过拓展新的客户渠道，为公司的可持续发展进行布局。此外公司于 20 年 4 月份对主要生产储氢瓶的子公司南京精工新材料公司增资 3000 万元，于 19 年 10 月投资 8000 万取得燃料电池龙头企业安徽明天氢能 10% 股份。公司在不断的拓展新能源汽车领域的业务，完善行业布局，未来有望受益新能源汽车的高速增长。

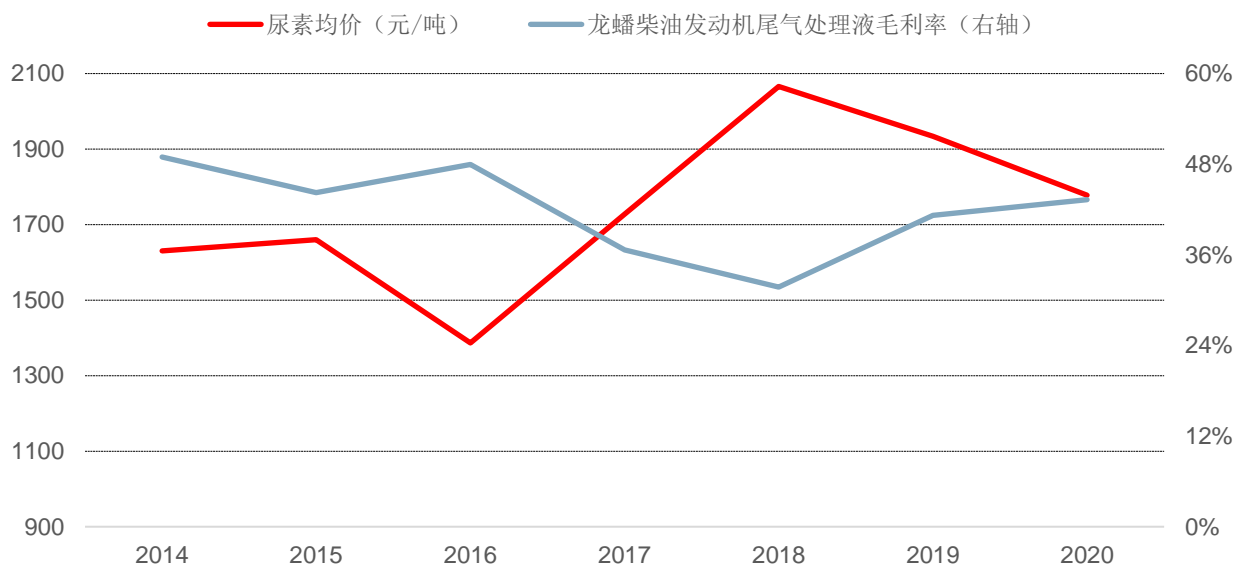
**盈利预测与估值：**预计公司 2021 年、2022 年和 2023 年归母净利润分别为 3.80 亿元、6.25 亿元和 9.42 亿元，EPS 分别为 1.25 元、2.07 元和 3.11 元，PE 分别为 33.0X、20.1X 和 13.3X。

**风险分析：**国 VI 推行不达预期，公司产能投放不达预期。

**图表1： 预测和比率**

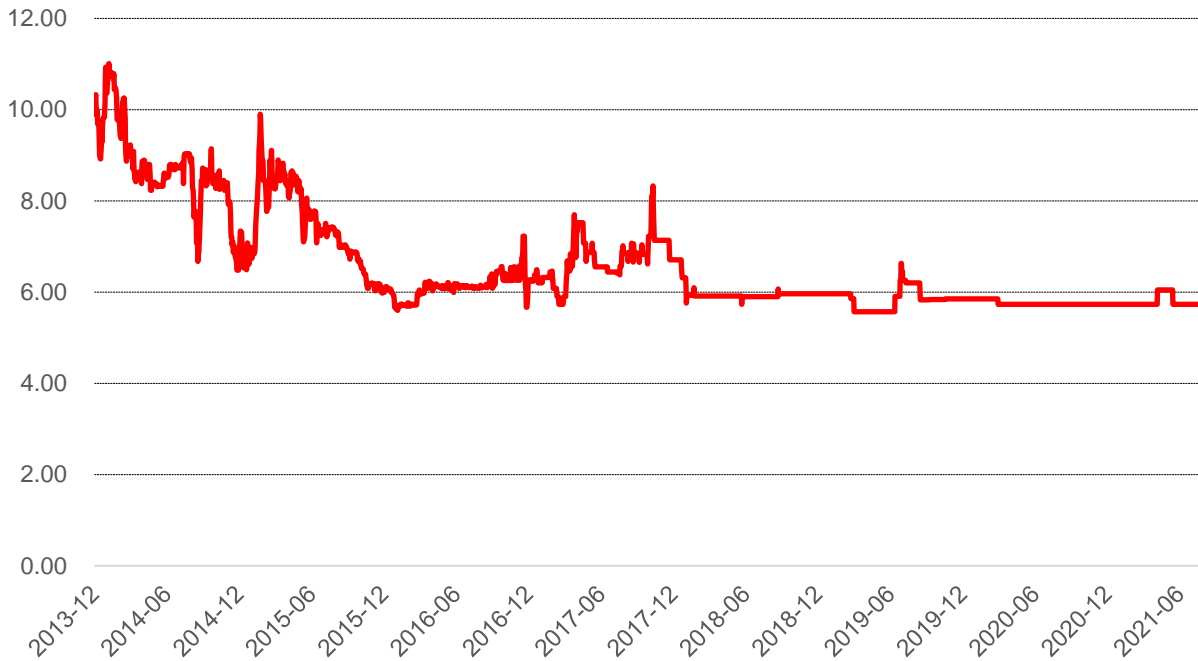
|             | 2019A    | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入（百万元）   | 1,712.96 | 1,914.60 | 3,416.90 | 6,304.75 | 8,702.39 |
| 主营收入增长率     | 14.37%   | 11.77%   | 78.47%   | 84.52%   | 38.03%   |
| EBITDA（百万元） | 250.32   | 335.11   | 551.55   | 863.62   | 1,252.17 |
| EBITDA 增长率  | 42.78%   | 33.87%   | 64.59%   | 56.58%   | 44.99%   |
| 净利润（百万元）    | 162.77   | 202.83   | 379.84   | 625.29   | 942.13   |
| 净利润增长率      | 98.91%   | 24.61%   | 87.27%   | 64.62%   | 50.67%   |
| ROE         | 12.02%   | 10.54%   | 13.42%   | 16.66%   | 19.50%   |
| EPS（元）      | 0.420    | 0.670    | 1.255    | 2.066    | 3.113    |
| P/E         | 138.13   | 86.59    | 33.01    | 20.05    | 13.31    |
| P/B         | 9.26     | 7.42     | 5.04     | 3.80     | 2.95     |
| EV/EBITDA   | 49.18    | 41.15    | 23.82    | 13.60    | 8.69     |

资料来源：Wind，中信建投

**图表2： 尿素价格与公司车用尿素业务毛利率的关系**


资料来源：Wind，中信建投

图表3: 基础油价格 (元/公斤)



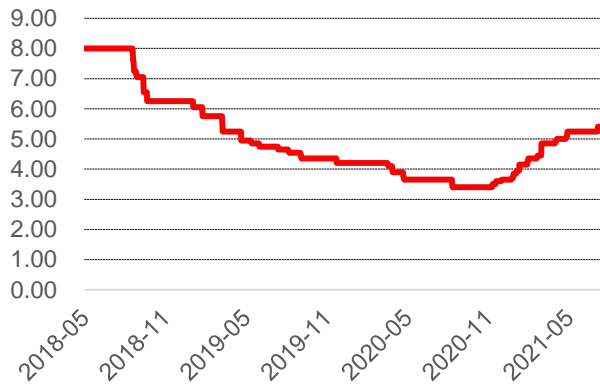
资料来源: Wind, 中信建投

图表4: 乙二醇价格 (元/吨)



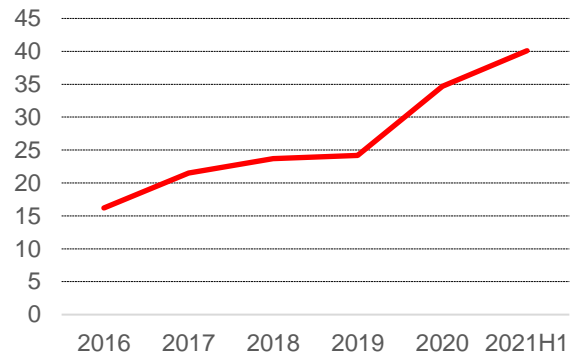
资料来源: Wind, 中信建投

图表5: 正极材料磷酸铁锂价格(万元/吨)



资料来源: Wind, 中信建投

图表6: 磷酸铁锂产能情况(万吨/年)



资料来源: 公司公告, 中信建投

## 分析师介绍

**邓胜：**化工行业分析师，材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余，6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名核心成员。

**郑勇：**石化&化工行业首席。北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，5 年基础化工研究经验。2018-2019 年万得金牌分析师第一名、2017-2019 中国证券分析师金翼奖第一名团队成员；2017 年新财富入围。

## 评级说明

| 投资评级标准   |      | 评级   | 说明            |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|  |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|  |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|  |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|  |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk