

龙马环卫 (603686.SH) 城市环境解决方案龙头，管理增效盈利提升

2021 年 03 月 01 日

——公司首次覆盖报告

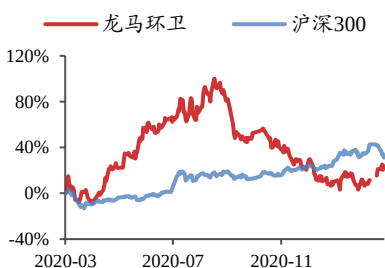
投资评级：买入（首次）
王珂（分析师）

wangkel@kysec.cn

证书编号：S0790520110002

日期	2021/2/26
当前股价(元)	18.10
一年最高最低(元)	29.80/12.85
总市值(亿元)	75.23
流通市值(亿元)	75.23
总股本(亿股)	4.16
流通股本(亿股)	4.16
近 3 个月换手率(%)	180.81

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 管理增效，盈利提升

龙马环卫 2019 年、2020 年前三季度经营性现金流和盈利水平均出现明显改善，设备业务不断夯实财务质量，服务业务项目数量持续增加。公司加强一线管理，推广标杆项目的管理经验，财务管理与激励机制初见成效，由此促进了环卫运营业务盈利提升。在城市环境治理加码和“碳中和”背景下，公司新能源环卫设备和城市服务业务均有望持续增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.42 / 5.36 / 6.34 亿元，EPS 分别为 1.06/1.29/1.53 元/股，当前股价对应市盈率分别为 17.0/14.0/11.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 2020 年前三季度现金流与利润率明显改善

根据龙马环卫 2020 年三季报，2020Q1-Q3 公司服务和设备业务毛利率分别同比提升 5.26pct、0.03pct，达到 2017 年以来高位。从 2019 年起公司财务管理取得显著成效，2019 年、2020Q1-Q3 经营性净现金流分别实现 3.23、3.69 亿元。2019 年开始的员工持股计划尤其是激励基金已经发挥作用，长效激励机制平稳运行。

● 环卫设备：夯实财务质量

在“后疫情”时代全国各地持续开展环境保洁工作，“碳中和”背景下地方政府加码新能源车辆采购，环卫车辆采购规模有望继续增加。2020Q3 期末公司存货与应收账款均出现下降，经营性净现金流与净利润匹配度高，财务质量不断夯实反映出公司追求财务质量的战略方向。

● 环卫服务：盈利弹性可期

2015-2019 年服务业务收入年复合增速达到 165%。通过我们的测算，公司服务业务收入 2020-2022 年均复合增速有望保持在约 40% 的水平。2020Q1-Q3 公司服务毛利率达到 25.34%，是 2017 年以来最高水平，子公司盈利水平仍有提升空间。公司服务收入保持中高速增长、叠加盈利水平逐步提升的趋势正在加强。

● **风险提示：**行业竞争加剧；环卫市场化低于预期；政府投资低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,444	4,228	5,559	6,773	8,163
YOY(%)	11.6	22.8	31.5	21.8	20.5
归母净利润(百万元)	236.3	270.4	442.4	536.3	634.1
YOY(%)	-9.1	14.4	63.6	21.2	18.2
毛利率(%)	24.7	25.7	27.2	26.7	26.5
净利率(%)	6.9	6.4	8.0	7.9	7.8
ROE(%)	10.5	11.2	15.9	16.6	16.8
EPS(摊薄/元)	0.57	0.65	1.06	1.29	1.53
P/E(倍)	31.8	27.8	17.0	14.0	11.9
P/B(倍)	3.3	3.0	2.6	2.3	2.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 龙马环卫：管理增效，盈利提升	3
1.1、 盈利水平持续改善	3
1.2、 现金流量继续好转	3
1.3、 长效激励机制建立	4
2、 环卫设备：夯实财务质量	5
2.1、 环卫设备行业：保持增长，容量扩张	5
2.2、 公司设备业务：重视盈利，严控回款	5
3、 环卫服务：盈利弹性可期	7
3.1、 环卫服务行业：市场加速释放，份额空间尚大	7
3.2、 公司服务业务：收入高速增长，盈利开始爬坡	8
3.3、 主要项目公司：相互存在差异，盈利提升是大方向	9
3.4、 行业竞争格局：规模位居头部阵营，盈利水平缩小差距	9
4、 盈利预测与投资建议	10
4.1、 核心假设	10
4.2、 可比估值与盈利预测	11
5、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1： 公司环卫装备及服务业务毛利率达到 2017 年以来高位	3
图 2： 龙马环卫经营性现金流得到明显改善（单位：百万元）	4
图 3： 国内环卫设备总销量增速略有放缓（单位：台）	5
图 4： 国内两类环卫设备销量增速略有放缓（单位：台）	5
图 5： 公司环卫装备业务毛利率处于 2017 年以来高位	6
图 6： 公司应收账款管理取得明显成效	6
图 7： 公司存货周转率持续抬升	7
图 8： 公司存货增速略有放缓	7
图 9： 国内环卫新签合同首年金额持续增长	7
图 10： 龙马环卫服务营业收入稳定增长、毛利率水平改善明显	8
图 11： 公司环卫服务业务期末订单增长明显	8
图 12： 公司环卫服务业务当年收入/期初订单稳定在 105-125%	8
图 13： 预计 2020-2022 年公司环卫服务业务收入复合增速约 40%	9
图 14： 龙马环卫主要子公司营收稳步提升（百万元）	9
图 15： 龙马环卫主要子公司净利率存在差异	9
图 16： 龙马环卫营收规模位居行业头部阵营（百万元）	10
图 17： 龙马环卫服务毛利率水平出现抬升	10
表 1： 龙马环卫业绩激励基金分段计提	4
表 2： 龙马环卫营收预测拆分（单位：百万元）	11
表 3： 龙马环卫可比公司 PE 估值情况（股价统计截止 20210226 收盘）	11

1、龙马环卫：管理增效，盈利提升

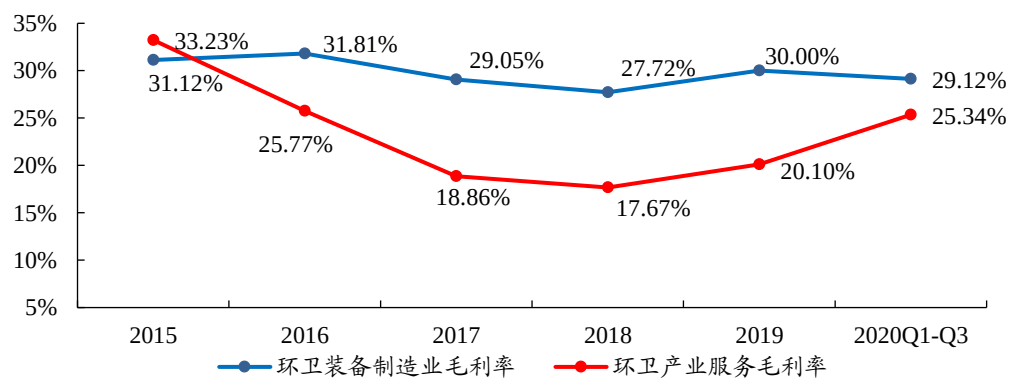
1.1、盈利水平持续改善

龙马环卫以环卫设备起家，2015 年依托环卫产业优势正式进军环卫服务产业。早期项目数量较少(2015 年仅 1 个在运营项目)，盈利水平尚不具代表性。一般来说，环卫服务项目运营初期往往盈利水平较低，随着运营时间延长，项目管理经验、成本管控能力等不断积累后盈利水平一般会呈现提升趋势。因此 2016-2018 年龙马环卫的服务业务毛利率出现一定回落。

2019 年开始公司充分发挥品牌优势，抢抓市场机遇，通过优化项目投资评估体系、提升项目运营效率、提高资产使用率、紧跟回款、保持应收账款合理水平等全方位的努力，在营业收入、净利润均创历史新高的同时，毛利率得到显著改善。2020 前三季度公司实现营业收入 38.95 亿元，同比增长 28.82%，实现归属于母公司股东的净利润 3.31 亿元，同比上升 66.04%。其中，2020 Q1-Q3 公司环卫服务业务营业收入 22.18 亿元，毛利率达到 25.34%，同比增加 5.26 pct；环卫装备制造业营业收入 16.47 亿元，受公司制造成本管控加强和行业竞争格局改善的影响，设备业务毛利率 29.12%，同比上升 0.03pct。两项业务毛利率水平均达到 2017 年以来高位。

公司发布 2020 年业绩预告，2020 年实现归母净利润 4.3-4.6 亿元，同比增长 60-70%。公司主营业务稳定增长，环卫服务业务项目运营数量增加，营业收入增加；同时公司加强一线管理，推广标杆项目的管理经验，利用智慧环卫云平台，提高了项目公司管理水平与资源配置效率，促进环卫运营业务盈利提升。

图1：公司环卫装备及服务业务毛利率达到 2017 年以来高位

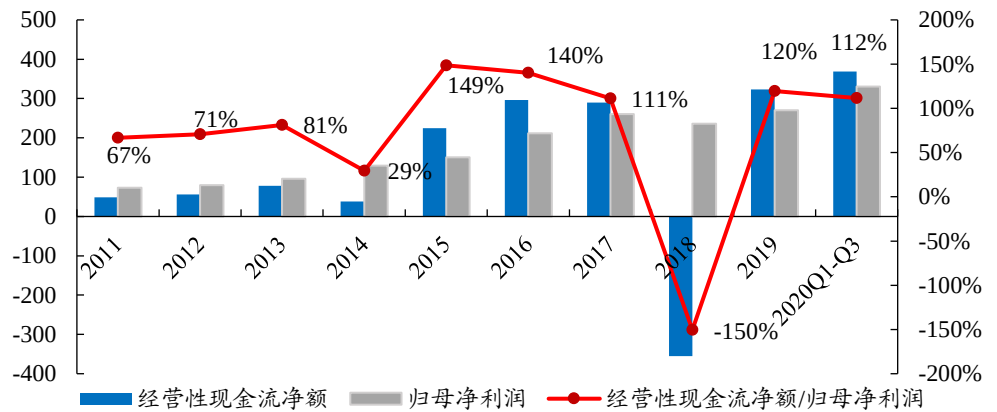


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.2、现金流量继续好转

2019 年起公司财务管理方面也取得显著成效，一方面通过加强应收账款的管理和考核，多种方式促进账款回笼；另一方面加强资金预算和统筹，提高公司资金管理效率，公司经营性现金流量净额创历史新高。2019 年、2020 年 Q1-Q3 公司经营性净现金流分别为 3.23、3.69 亿元，2018 年与 2019 年 Q1-Q3 同期是-3.56、-3.27 亿元，公司现金流得到明显改善。

图2：龙马环卫经营性现金流得到明显改善（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年与 2020 Q1-Q3 公司经营性现金流与净利润重新匹配，经营性现金流净额/归母净利润重新回到 112% 以上，表现优于行业平均水平。

1.3、长效激励机制建立

2019 年 9 月，公司公告推出新一届董事、监事和核心管理人员的薪酬方案和员工持股计划《2019 年至 2022 年员工持股计划（草案）》，薪酬与考核方案及员工持股计划将董监高的固定薪酬、奖励与公司营业收入、净利润实现情况、净利润增长率以及个人的绩效考核情况结合在一起，并将加权平均净资产收益率、较大安全事故作为调整机制，实现个人利益与公司长期健康发展的相统一。努力实现个人成长与公司长期稳定发展相协调，为股东创造长期稳定的效益。

表1：龙马环卫业绩激励基金分段计提

计提条件		净利润区间（亿元）	计提比例	计提公式
业绩激励基金 固定部分	净利润>0 且(当年净利润-上一年度净利润)<0	-	0.5%	业绩激励基金固定部分=净利润*固定计提比例
		N<=2.6	1.0%	
		2.6	3.0%	
		3.5	5.0%	
		4.6	7.0%	
		N>6.0	9.0%	
计提条件		净利润增长率区间	计提比例	计提公式
业绩激励基金 浮动部分	(当年净利润-上一年度净利润)>0	0%	5%	分段计提，业绩激励基金浮动部分=Σ各段净利润增加额*分段计提比例
		10%	10%	
		20%	20%	
		30%	35%	
		R>35%	45%	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

根据公司公告，员工持股计划分四期实施，即 2019 年至 2022 年的四年内，滚动设立四期各自独立存续的员工持股计划，员工持股计划的资金来源包括公司激励基金、员工合法薪酬、持有人自由资金等。其中业绩激励基金分段提取，包括固定

部分与浮动部分，公司当年度提取的上一年度业绩激励基金的总额不超过上一年度扣非归母净利润的 15%。

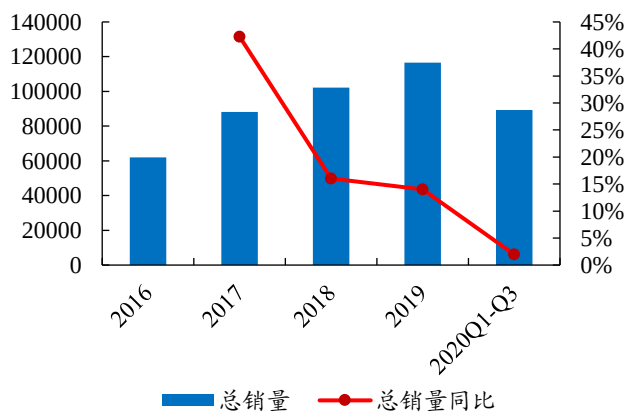
2019 年度公司计提当期业绩奖励基金 590 万元，根据 2020 年公司业绩预告和员工持股计划，计算得到公司 2020 年提取业绩激励基金约 0.7 亿元。员工持股计划的实施是公司提升治理结构，健全激励机制和约束机制的重要举措，也显示出管理层对公司中长期发展的信心。

2、环卫设备：夯实财务质量

2.1、环卫设备行业：保持增长，容量扩张

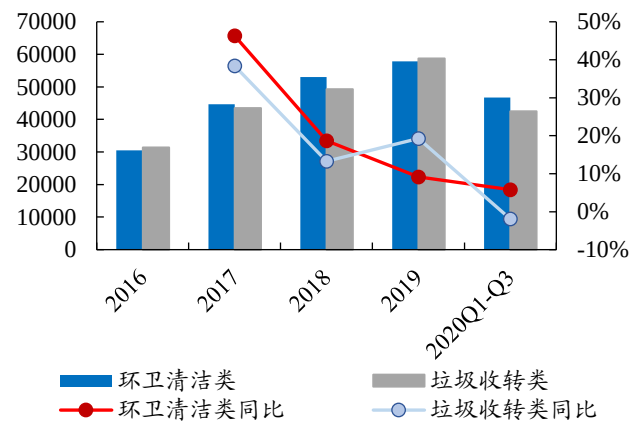
近年来，环卫行业逐渐受到国家重视，随着垃圾分类、乡村振兴、农村环境整治改革等政策的推出和落实，环卫装备市场需求持续释放，整体呈现增长态势。中机中心的数据显示，2019 年全国环卫车总销量达到 11.66 万辆，同比增长 14.01%，2016-2019 年复合增长率达到 23.48%。受到新冠肺炎短暂冲击、国五车辆延长销售过渡期半年、新能源加快出台等多方面因素影响，2020 年前三季度我国环卫车总销量为 8.92 万辆，同比增长 1.97%。分品类来看，2020Q1-Q3 环卫清洁类装备销量为 4.67 万辆，同比增长 5.79%，主要增量来自于低端产品绿化喷洒车和中高端产品抑尘车。2020 年前三季度，我国垃圾收运车销量为 4.25 万辆，同比下降 1.93%，主要系自装卸式垃圾车、桶装垃圾运输车、餐厨垃圾车等减少所致。

图3：国内环卫设备总销量增速略有放缓（单位：台）



数据来源：中机中心、开源证券研究所

图4：国内两类环卫设备销量增速略有放缓（单位：台）



数据来源：中机中心、开源证券研究所

2.2、公司设备业务：重视盈利，严控回款

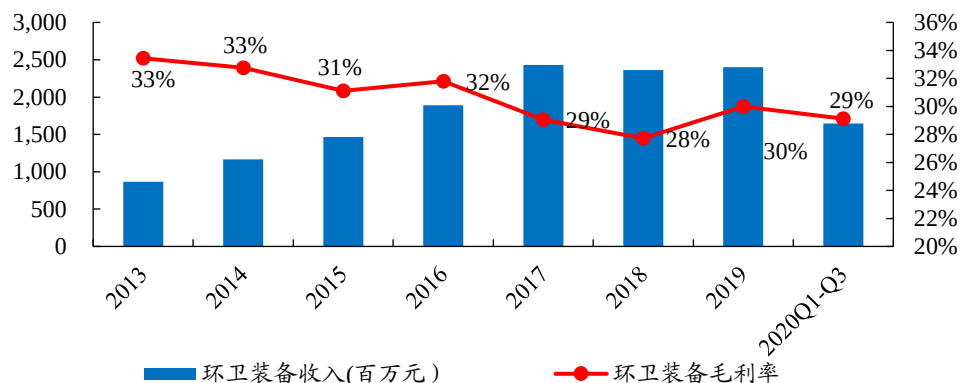
在环卫装备领域，龙马环卫行业领先地位依然稳固。公司 2019 年、2020Q1-Q3 环卫设备市场占有率分别为 6.18%、5.16%，环卫创新产品和中高端作业车型占有率分别为 12.57%、10.98%，均保持行业前三水平。

2019 年，公司环卫装备总销量和订单均同比增长。公司环卫装备总产量为 8,142 台/套，同比下降 3.13%；销量为 8,206 台/套，同比增长 1.81%；库存量为 1,172 台/套，同比下降 5.18%。2020 年公司受到疫情冲击影响明显，但随着疫情稳定、经济

复苏，公司设备业务总销量和订单数逐步回升。

从经营情况来看，公司环卫装备业务营收规模继续保持，2019 年环卫装备营业收入为 24.02 亿元，同比增长 1.61%。2019 年环卫装备业务毛利率达到 30%，同比增加 2.28 个百分点，处于 2017 年以来高位。

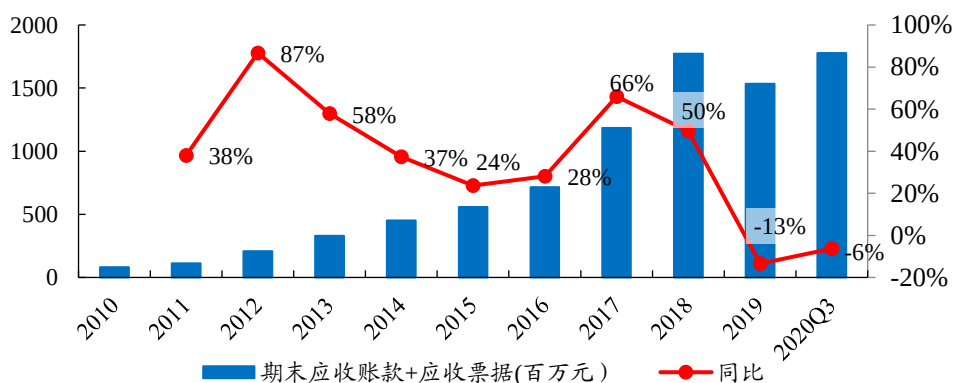
图5：公司环卫装备业务毛利率处于 2017 年以来高位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2019 年公司着力加强应收账款管理，成立清账专项小组，加强应收账款考核，采取多种手段促进账款回笼，取得明显成效。2019 年、2020 年 Q3 公司期末应收账款与应收票据共计分别为 15.34、17.77 亿元，同比下降 13%、6%，公司应收账款规模出现减少。

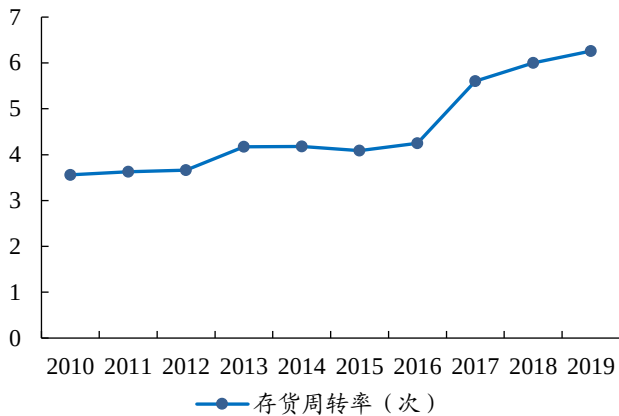
图6：公司应收账款管理取得明显成效



数据来源：公司公告、开源证券研究所

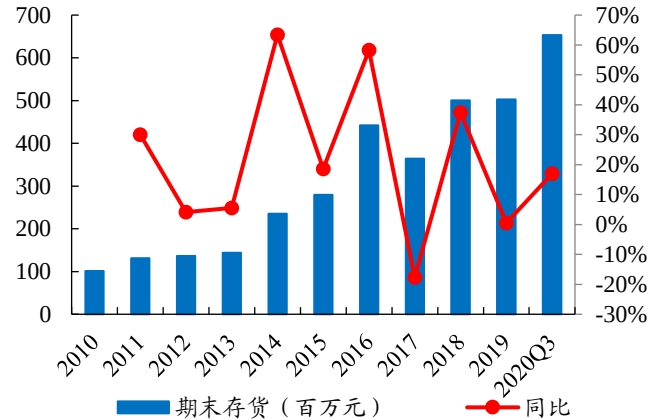
从公司期末存货来看，2019 年年末龙马环卫存货为 5.03 亿元，同比增长 0.48%，存货增速大幅降低，存货周转率呈现逐年上升趋势，反映出企业近年来设备业务经营效率的不断提升。

图7: 公司存货周转率持续抬升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 公司存货增速略有放缓



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

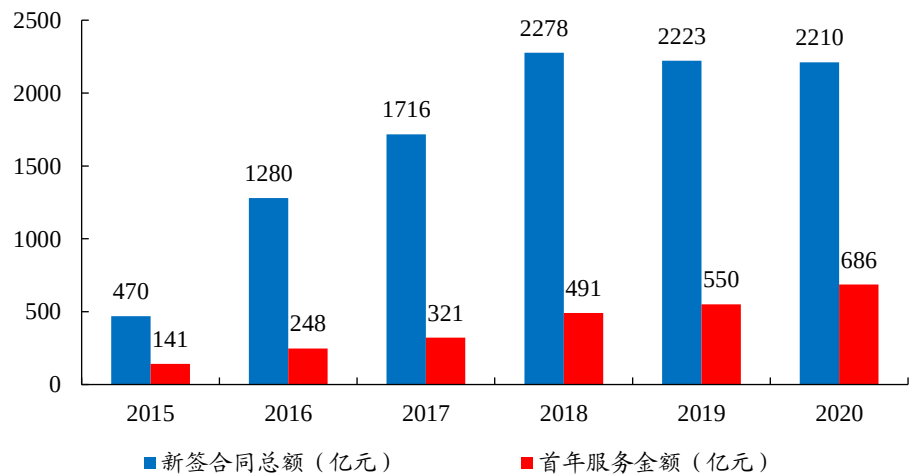
3、环卫服务: 盈利弹性可期

3.1、环卫服务行业: 市场加速释放, 份额空间尚大

根据公司公告、环境司南及玉龙环保对环卫服务项目的统计, 2020 年环卫服务新签合同总金额为 2210 亿元, 同比略降 0.6%, 首年服务金额为 686 亿元, 同比增长 24.7%。

2018 年后整体环卫市场订单增速出现放缓, 但首年服务订单维持高速增长态势。2017 年末至 2018 年, 多条 PPP 模式监管政策出台, PPP 模式进入“严监管”时代, 2018 年后国内环卫订单年限缩短。我们认为随着环卫合同订单陆续到期, 在环卫行业向高质量发展的背景下, 行业龙头公司或将受益。

图9: 国内环卫新签合同首年金额持续增长



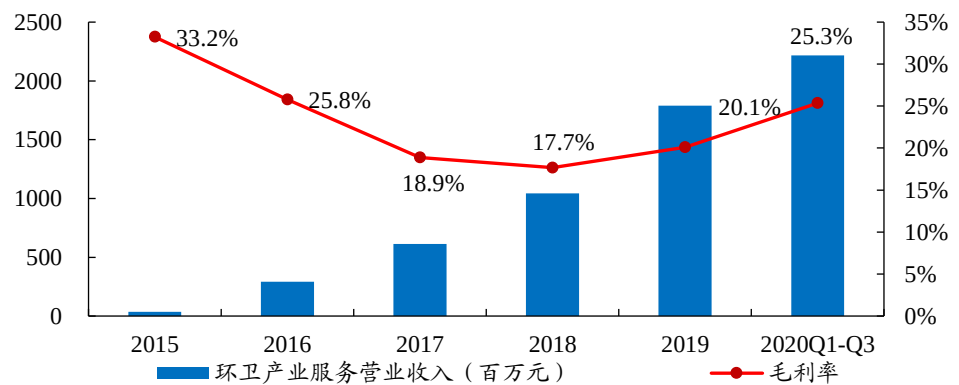
数据来源: 公司公告、环境司南、玉龙环保、开源证券研究所

3.2、公司服务业务：收入高速增长，盈利开始爬坡

根据公司公告，公司 2019 年新增中标的环卫服务项目 60 个，同比翻番，新签合同年化合同金额 12.27 亿元，同比增长 91.12%，新签合同总金额 111.30 亿元，同比增长 173.87%。2020 年前三季度公司环卫服务业务继续深化市场开拓，新增中标的环卫服务项目 30 个，年化合同金额 6.32 亿元，合同总金额 23.51 亿元。

从营收规模来看，公司自 2015 年以来环卫产业服务收入持续高速增长，2019 年公司环卫产业服务营业收入达到 17.89 亿元，2015-2019 年服务业务年复合增速达到 165%。2020Q1-Q3 公司环卫产业服务毛利率水平明显改善，达到 25.3%，是 2017 年以来最高水平。

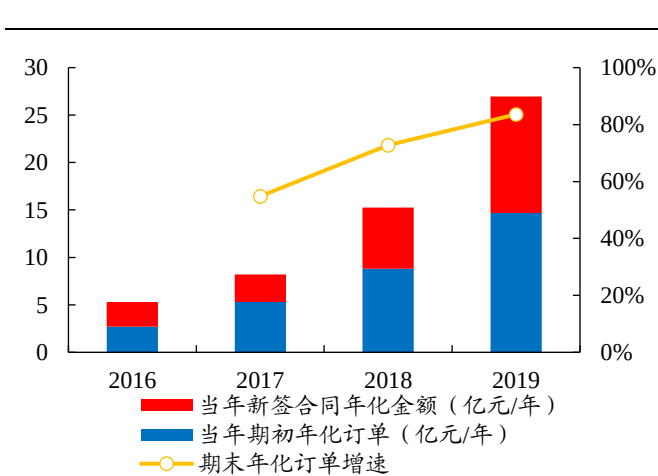
图10：龙马环卫服务营业收入稳定增长、毛利率水平改善明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

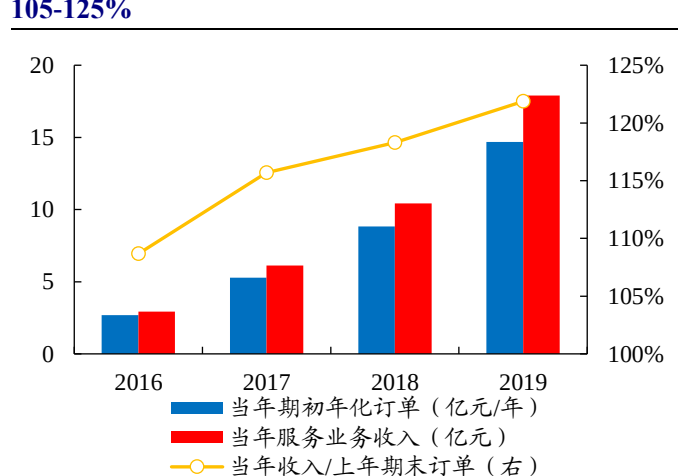
一般情况下，市政环卫服务合同是多年持续性运营订单（龙马环卫在手项目平均运行年限为 8 年），因此对公司而言，年初的在手年化订单与当年新签订单，都会在下一年运行形成滚动收入，同时下一年新签订单在其当年也会形成少量收入（合同签订到入场运营形成收入一般 1-2 个季度）。通过比较当年服务收入与当年期初在手年化订单，我们可以看到龙马环卫 2016-2019 年当年收入/期初订单这一比值稳定在 105-125%。

图11：公司环卫服务业务期末订单增长明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：公司环卫服务业务当年收入/期初订单稳定在 105-125%

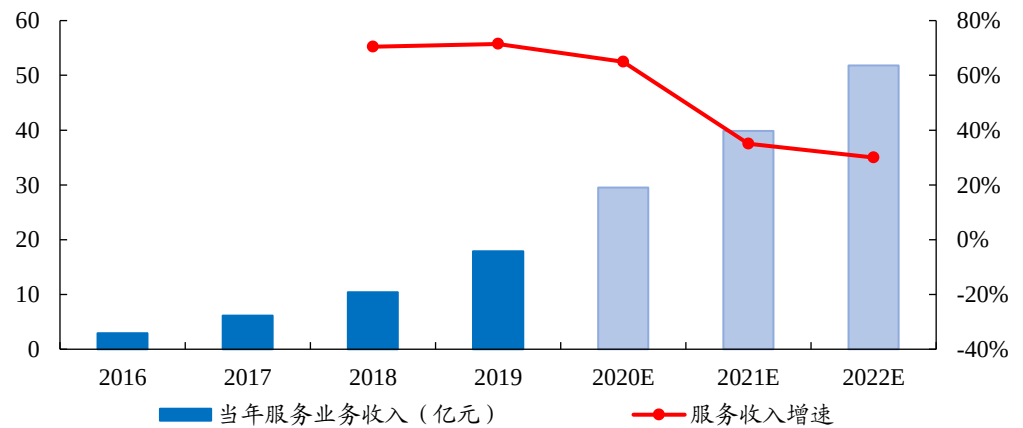


数据来源：公司公告、开源证券研究所

考虑到环卫行业市场化招标趋势和龙马环卫拿单能力，我们预计 2020 年龙马环

环卫服务业务收入有望达到近 30 亿元量级，预计 2020-2022 年公司环卫服务业务收入年均复合增速在 40% 的水平。

图13: 预计 2020-2022 年公司环卫服务业务收入复合增速约 40%

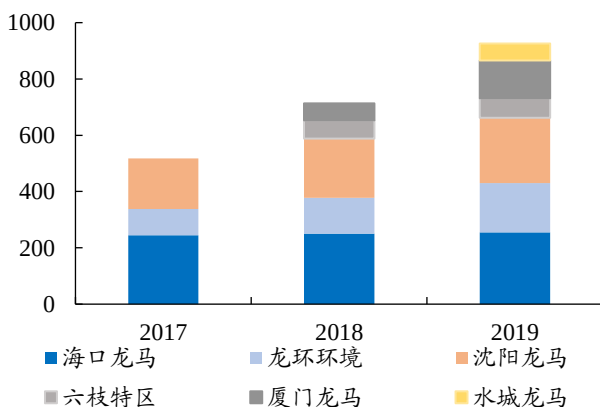


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、主要项目公司：相互存在差异，盈利提升是大方向

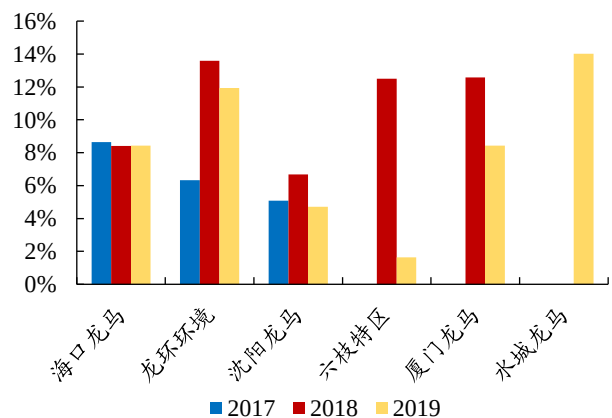
龙马环卫主要服务业务子公司营收规模保持了持续增长趋势，2019 年前五大子公司（海口龙马、沈阳龙马、龙环环境、六枝特区、厦门龙马）营收合计达到 8.66 亿元，同比增长 21.46%，占环卫产业服务总营收比重 48.41%。从各个子公司净利率水平来看，子公司间受各地差异原因盈利水平有所差异，但是净利率提升依然是大方向。比如龙环环境 2019 年净利率达到 12%（2017 年仅为 6%）；2019 年公司新增水城龙马项目，该项目 2019 年净利率水平达到 14%，超过其他项目净利率水平，显示了新签项目盈利水平的潜力。

图14: 龙马环卫主要子公司营收稳步提升（百万元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15: 龙马环卫主要子公司净利率存在差异



数据来源：公司公告、开源证券研究所

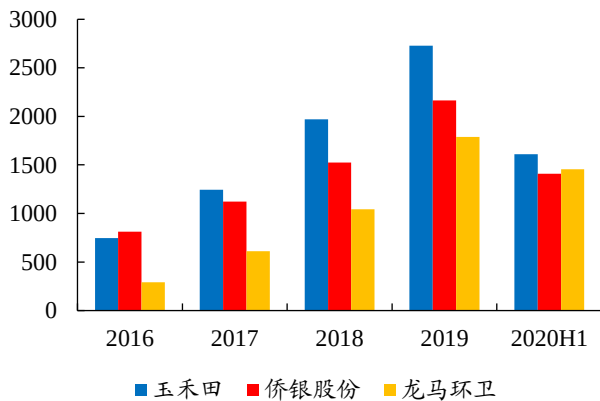
3.4、行业竞争格局：规模位居头部阵营，盈利水平缩小差距

龙马环卫自进入环卫服务领域以来，环卫产业服务营收规模保持快速扩张，同时仅服务业务而言与纯服务型企玉禾田、侨银股份相比，营收规模仍有一定差距，经历 2019 年的快速增长后，预计龙马环卫与同行头部公司规模差距进一步缩小。2019

年龙马环卫的服务营收达到 17.89 亿元，同比增速高达 71.46%。未来如果保持较快增长，将进一步巩固公司头部环卫服务公司地位。

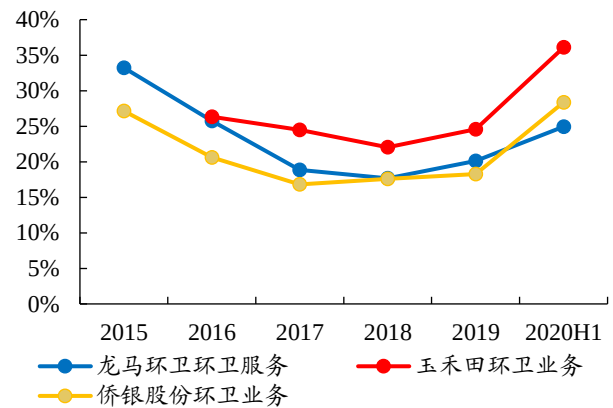
从毛利率水平来看，龙马环卫虽然在环卫服务领域起步晚，但毛利率水平逐渐向玉禾田、侨银股份靠近，2019 年龙马环卫服务毛利率与侨银股份环卫服务业务基本持平，均达到 18% 以上。

图16: 龙马环卫营收规模位居行业头部阵营（百万元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17: 龙马环卫服务毛利率水平出现抬升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

公司主要业务包括环卫设备和环卫服务。

1. 环卫装备：公司以环卫装备起家，连续多年维持行业前三地位，公司 2019 年在加强设备业务应收账款管理，提升设备盈利水平，取得明显成效。我们预测该业务 2020-2022 年收入增速维持在 7%。而随着下游需求的回暖以及原材料成本的管控，产品盈利有望回升，我们预测该业务 2020-2022 年毛利率保持在 30%。

2. 环卫服务：公司 2015 年正式启动服务业务，过去 4 年收入保持了较高增长。基于公司服务业务发展趋势和我们对公司未来 3 年新签订单规模预测，我们预测该业务 2020-2022 年收入增速分别为 65%、35%、30%。随着未来项目运营时间增加，管理经验积累和规模效应显现，毛利率有望保持在 25%。

表2: 龙马环卫营收预测拆分 (单位: 百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
环卫装备业务				
收入	2,346.6	2,510.0	2,686.1	2,876.1
增长率	0%	7%	7%	7%
成本	1,635.4	1,751.7	1,873.7	2,005.3
毛利	711.3	758.3	812.4	870.8
毛利率(%)	30%	30%	30%	30%
环卫服务业务				
收入	1,789.0	2,951.8	3,985.0	5,180.4
增长率	71%	65%	35%	30%
成本	1,429.4	2,213.9	3,008.6	3,911.2
毛利	359.6	738.0	976.3	1,269.2
毛利率(%)	20%	25%	25%	25%
其他业务				
收入	92.3	96.9	101.8	106.9
增长率	51%	5%	5%	5%
成本	75.1	79.5	83.5	87.6
毛利	17.2	17.4	18.3	19.2
毛利率(%)	19%	18%	18%	18%
合计				
收入	4,227.9	5,558.7	6,772.8	8,163.4
增长率	23%	31%	22%	21%
成本	3,139.9	4,045.1	4,965.8	6,004.1
毛利	1,088.1	1,513.7	1,807.0	2,159.3
毛利率	26%	27%	27%	26%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、可比估值与盈利预测

在市政环卫领域,相关上市公司包括玉禾田和侨银股份。截止 2021 年 2 月 26 日收盘,2 家可比公司 2020 年 PE 估值分别为 17.94、26.44 倍,考虑到可比公司业务增速和盈利水平,估值水平与龙马环卫存在一定差异。

表3: 龙马环卫可比公司 PE 估值情况 (股价统计截止 20210226 收盘)

公司名称	公司代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE 估值水平		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
玉禾田	300815.SZ	85.44	4.76	4.93	6.36	17.94	17.35	13.42
侨银股份	002973.SZ	22.81	0.86	0.90	1.20	26.44	25.22	18.95
可比公司平均						22.19	21.28	16.19
龙马环卫	603686.SH	18.10	1.06	1.29	1.53	17.0	14.0	11.9

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 玉禾田、侨银股份盈利预测来自 Wind 一致预测。

龙马环卫 2019 年、2020 年前三季度经营性现金流和盈利水平均出现明显改善,设备业务不断夯实财务质量,服务业务项目数量持续增加。公司加强一线管理,推

广标杆项目的管理经验，财务管理与激励机制初见成效，由此促进了环卫运营业务盈利提升。在城市环境治理加码和“碳中和”背景下，公司新能源环卫设备和城市服务业务均有望持续增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.42 /5.36 / 6.34 亿元, EPS 分别为 1.06/1.29/1.53 元/股, 当前股价对应市盈率分别为 17.0/14.0/11.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

行业竞争加剧。环卫装备行业竞争格局相对分散，存在大量体量较小的市场参与者，行业面临竞争加剧的可能性。

环卫服务市场化低于预期。国内处于环卫服务不断市场化的阶段，同时受到环保行业政策和地方政府财政状况影响，存在整体推进不及预期的可能性。

政府投资规模低于预期。政府投资规模受到地方财政收入、宏观经济、财政政策等多方面因素影响，存在投资规模不及预期的可能性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3431	3303	4697	5037	6482
现金	977	536	834	1016	1225
应收票据及应收账款	1772	1534	2172	2343	3099
其他应收款	95	154	217	235	309
预付账款	15	10	23	17	31
存货	500	503	846	810	1192
其他流动资产	72	566	606	616	626
非流动资产	702	1237	1354	1463	1591
长期投资	14	23	34	44	55
固定资产	597	741	848	945	1062
无形资产	24	67	74	82	92
其他非流动资产	67	406	398	392	382
资产总计	4133	4540	6051	6500	8072
流动负债	1655	1857	2967	2928	3907
短期借款	0	190	395	409	366
应付票据及应付账款	1342	1220	2081	1971	2928
其他流动负债	313	447	491	548	612
非流动负债	42	35	34	32	30
长期借款	0	16	14	12	10
其他非流动负债	42	20	20	20	20
负债合计	1697	1892	3000	2960	3937
少数股东权益	124	148	192	245	307
股本	299	416	416	416	416
资本公积	1028	883	883	883	883
留存收益	998	1190	1530	1943	2431
归属母公司股东权益	2311	2500	2859	3295	3829
负债和股东权益	4133	4540	6051	6500	8072

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-356	323	443	516	638
净利润	257	297	486	589	697
折旧摊销	82	109	89	109	132
财务费用	-28	1	20	25	22
投资损失	-2	-7	-6	-6	-6
营运资金变动	-719	-145	-146	-200	-206
其他经营现金流	55	67	-1	-1	-1
投资活动现金流	529	-524	-240	-221	-262
资本支出	225	412	107	99	117
长期投资	-40	-4	-11	-10	-11
其他投资现金流	715	-116	-143	-133	-156
筹资活动现金流	-103	64	-101	-127	-125
短期借款	0	190	10	0	0
长期借款	-19	16	-1	-2	-2
普通股增加	-0	117	0	0	0
资本公积增加	-9	-145	0	0	0
其他筹资现金流	-74	-113	-109	-125	-123
现金净增加额	71	-136	102	168	251

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3444	4228	5559	6773	8163
营业成本	2594	3140	4045	4966	6004
营业税金及附加	15	22	28	34	41
营业费用	322	398	528	643	776
管理费用	139	215	306	325	392
研发费用	49	52	72	88	106
财务费用	-28	1	20	25	22
资产减值损失	60	-2	-2	1	2
其他收益	10	23	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	7	6	6	6
资产处置收益	-1	-3	1	1	1
营业利润	303	365	589	717	848
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	301	362	586	714	845
所得税	44	65	100	125	148
净利润	257	297	486	589	697
少数股东损益	20	27	44	53	63
归母净利润	236	270	442	536	634
EBITDA	354	471	679	829	974
EPS(元)	0.57	0.65	1.06	1.29	1.53

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.6	22.8	31.5	21.8	20.5
营业利润(%)	-6.9	20.2	61.5	21.8	18.2
归属于母公司净利润(%)	-9.1	14.4	63.6	21.2	18.2
获利能力					
毛利率(%)	24.7	25.7	27.2	26.7	26.5
净利率(%)	6.9	6.4	8.0	7.9	7.8
ROE(%)	10.5	11.2	15.9	16.6	16.8
ROIC(%)	9.8	10.9	14.9	15.9	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	41.1	41.7	49.6	45.5	48.8
净负债比率(%)	-38.3	-12.1	-13.8	-16.7	-20.4
流动比率	2.1	1.8	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.7	1.3	1.2	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	2.3	2.6	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.65	1.06	1.29	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.86	0.78	1.07	1.24	1.54
每股净资产(最新摊薄)	5.56	6.01	6.88	7.93	9.21
估值比率					
P/E	31.8	27.8	17.0	14.0	11.9
P/B	3.3	3.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	19.0	15.1	10.3	8.3	6.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn