

龙蟠科技系列二：公司车用尿素长期空间讨论

买入|维持

——龙蟠科技公司点评

报告要点：

本期报告我们主要讨论公司车用尿素空间未来有多大，价值几何？我们认为长期来看，公司车用尿素销量有10倍增长空间，该业务长期市值132亿。

国六驱动车用尿素加速增长，需求量有5倍成长空间

国四、国五和国六柴油车尿素用量占燃油消耗比例分别为3%/5%/8%，自国四实施以来，车用尿素进入高速成长期，2014年全国车用尿素用量20万吨，2019年全国车用尿素用量达到197.7万吨，2014-2019CAGR达到58%，2019年市场规模37亿元。2020年7月1日，全国轻型车开始实施国六a，2023年7月1日全国所有汽车实施国六b，可以预见车用尿素市场规模将加速增长。经测算，2025年车用尿素需求可达948万吨，2030年车用尿素需求达到1280万吨；考虑价格下降2025年市场规模达158亿元，2030年市场规模达到193亿元。

公司是车用尿素龙头企业，品牌和渠道优势明显，市占率有望持续提升

车用尿素一梯队企业为龙蟠科技、中石化旗下悦泰、中石油旗下昆仑之星，一梯队企业销量远高于其他企业，我们认为伴随行业发展，行业集中度将持续提升。龙蟠科技是行业龙头企业，1) 2019年车用尿素销量24万吨，市占率12%；2) 旗下可兰素品牌是国内一梯队，2010年及2011年公司车用尿素产品先后通过美国石油学会API柴油机排放处理液认证及德国五DA-QMC对车用尿素产品的AdBlue商标认证，是国内最早达标国际标准的尿素产品；3) 公司在渠道铺设全面，涵盖车厂配套、经销商、加油站和高速公路，并且创新推出加注站持续布局。综合以上，我们认为公司市占率未来有望持续提升。

公司车用尿素业务长期或能增长10倍以上

考虑龙蟠科技品牌和渠道优势明显，我们按照公司车用尿素市占率每年提升1.5pct情况，预计2025/2030年车用尿素销量分别为201/320万吨。

投资建议与盈利预测

预测2020-2022年公司营收分别为20/25/28亿元，同比增长18%/22%/15%，归母净利润分别为1.8/2.3/2.7亿，同比增长44%/23%/18%，对应EPS为0.61/0.75/0.88元，维持买入评级。

中长期来看，2025/2030年车用尿素利润分别4.4/6.3亿，给予2025年利润30倍，长期来看车用尿素业务市值可达到132亿。

风险提示

车用尿素推广不及预期；产品价格下降过快；产能扩张不达预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1497.79	1712.96	2013.54	2456.17	2836.09
收入同比(%)	15.44	14.37	17.55	21.98	15.47
归母净利润(百万元)	81.83	127.41	183.11	225.69	265.30
归母净利润同比(%)	-11.41	55.69	43.72	23.26	17.55
ROE(%)	6.54	9.41	12.09	13.39	14.10
每股收益(元)	0.27	0.42	0.61	0.75	0.88
市盈率(P/E)	91.78	58.95	41.02	33.28	28.31

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：24.82元/33元

目标期限：12个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：24.82 / 8.66

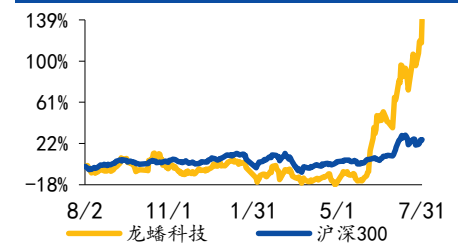
A股流通股(百万股)：300.99

A股总股本(百万股)：302.60

流通市值(百万元)：7470.54

总市值(百万元)：7510.43

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司深度报告：龙蟠科技(603906)国六驱动车用尿素高成长，中长期市值可达百亿》2020.06.23

报告作者

分析师 彭聪

执业证书编号 S0020520040002

电话 02151097188

邮箱 pengcong@gyzq.com.cn

联系人 黄浦

电话 02151097188

邮箱 huangpu@gyzq.com.cn

目 录

1.环保升级，车用尿素需求量有 5 倍成长空间.....	3
1.1 SCR+车用尿素是柴油车减排主流方案.....	3
1.2 国六驱动车用尿素加速增长，长期需求量预计增加 5 倍.....	3
2.公司是行业龙头，品牌与渠道优势明显.....	6
2.1 车用尿素类似消费品，公司品牌和渠道优势明显.....	6
2.2 扩产迎接国六，公司车用尿素确定性高增长.....	8
3.盈利预测与投资建议.....	8
3.1 盈利预测.....	8
3.2 长期来看，车用尿素市值或能达到 132 亿.....	8
4. 风险提示.....	9

图表目录

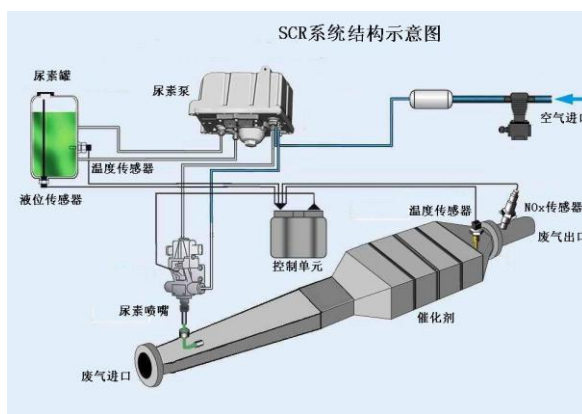
图 1：SCR 系统结构示意图.....	3
图 2：2011-2019 年国内车用尿素销量（万吨）.....	4
图 3：国六排放标准执行时间.....	4
图 4：2018-2025 年车用尿素市场空间测算.....	5
图 5：车用尿素主要企业.....	7
图 6：龙蟠科技车用尿素产销量（万吨）.....	8
图 7：龙蟠科技产能（万吨）.....	8
图 8：车用尿素中长期利润预测.....	9

1. 环保升级，车用尿素需求量有 5 倍成长空间

1.1 SCR+车用尿素是柴油车减排主流方案

SCR 系统+车用尿素是柴油机在国四及以上排放标准的必配减排方案。降低柴油车 NOx 排量主要措施包括两大技术路线：1) 废气再循环 (EGR) +电控喷射+增压中冷。废气再循环可降低发动机最高燃烧温度，从而减少 NOx 排放，但高 EGR 率削弱发动机输出动力，影响燃烧效率，目前康明斯等厂商已放弃 EGR 路线；2) 选择性催化还原 (SCR) +高压共轨+电控喷射+增压中冷。SCR 系统主要由催化剂、尿素供给系统(Urea Dosing System, 简称 UDS)、控制系统 (ECU、传感器、线束等) 以及相应的连接管路组成。SCR 系统通过 UDS 把尿素从尿素罐喷入发动机尾气中，由喷嘴喷出的尿素在催化剂表面和尾气中的 NOx 发生化学反应，将 NOx 还原为无污染的 N₂，并且通过控制尿素泵上的电磁阀实现对尿素喷射开始和终止的控制。得益于 SCR 系统具备高 NOx 转化率、宽广的温度窗口、抗硫中毒和良好热稳定性等优点，SCR+车用尿素已经成为国四及以上排放标准的必配方案。

图 1：SCR 系统结构示意图



资料来源：《上柴电控国四 SC9DFQ4 系列柴油机 SCR 系统说明》 国元证券研究中心

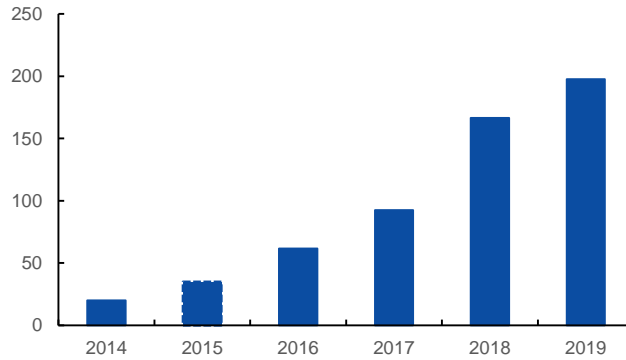
监管力度加大，车用尿素普及率将持续提升。整车加装 SCR 系统需要额外增加 1~2 万成本费用，同时车用尿素为消耗品，假设重卡百公里燃油消耗 35L，同期国四国五车型需要加注尿素 1~1.75L (3%~5%)，增加运营费用 20~30 元。基于上述原因，在实际政策落实过程中，存在将国三车型改牌国四、运营过程屏蔽 SCR 系统等情况。对此，交通监管部门逐步加大监管力度，加快尾气遥感检测设备普及，从年检判定转向全周期监测，同时严厉查处违规排放车厂、用户，有效加快了车用尿素的推广普及。

1.2 国六驱动车用尿素加速增长，长期需求量预计增加 5 倍

排放标准升级驱动车用尿素高增长，2014-2015 车用尿素复合增速达到 58%。2014 年 4 月工信部公告明确自 2015 年起国三标准柴油车产品不得销售，推动柴油车逐步进入国四阶段，2015 年底国四及以上排放标准车型占比达到 31.9%。2016 年 1 月，国家环保部、工信部联合发布《关于实施第五阶段机动车排放标准的公告》，宣布自

2016年4月起东部11省开始实施国五标准，2017年7月1日起全国地区实施。国四标准以上车型必须使用SCR系统，自国四实施以来，车用尿素一直处于高速增长时代，2014年全国车用尿素用量仅为20万吨，2019年全国车用尿素用量达到197.7万吨，同比增长27.3%，2014-2019CAGR达到58%。

图2：2011-2019年国内车用尿素销量（万吨）



资料来源：《中国石油和化工》、公司公告 国元证券研究中心 注：2015年市场规模以70%增速测算，2018-2019年来自英特杰调研报告

国六排放标准即将实施。2018年7月，生态环境部与国家市场监督管理总局联合发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，并且明确规定：自2019年7月1日起，燃气汽车应符合本标准要求；自2020年7月1日起，城市车辆应符合本标准要求；自2021年7月1日起，重型柴油车应符合本标准要求。2020年5月，生态环境部、工信部等四部门联合发布《关于调整轻型汽车国六排放标准实施有关要求的公告》，其中提出自2020年7月1日起，全国范围实施轻型汽车国六排放标准，禁止生产国五排放标准轻型汽车，进口轻型汽车应符合国六排放标准。

图3：国六排放标准执行时间

车辆类型	执行标准	执行时间	执行范围
轻型车	国六	2019年7月1日	十余省市
燃气车	国六a	2019年7月1日	全国
轻型车	国六a	2020年7月1日	全国
重型柴油车	国六a	2021年7月1日	全国
燃气车	国六b	2021年7月1日	全国
所有销售和注册登记车辆	国六b	2023年7月1日	全国

资料来源：《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》 国元证券研究中心

国六车型尿素使用量大幅提升，车用尿素迎来加速增长时代，预计2025年车用尿素市场需求达948万吨，市场规模158亿元；2030年车用尿素市场需求将达到1280

万吨，市场规模 193 亿元。国六排放标准大幅收严，国五 NOx 排放限值 180g/km，国六 a 限值下降到 60g/km，国六 b 限值下降到 35g/km，伴随排放标准收严，单车车用尿素需求也大幅提升，国四、国五和国六柴油车尿素用量占燃油消耗比例分别为 3%/5%/8%。国六标准即将实施，可以预见柴油车国六车型占比将持续提升，车用尿素需求将加速增长，经测算，2025 年车用尿素市场需求可达到 948 万吨，2030 年车用尿素市场需求达到 1280 万吨；2025 年市场规模达到 158 亿元；2030 年市场规模达到 193 亿元。核心假设如下：

(1) 假设柴油车保有量维持 2000 万辆左右，柴油车 2020 年开始每年淘汰国三及以前车型 140 万辆，淘汰国四车型 40 万辆，同期新增等量国六车型；至 2025 年国四及以上车型占比将逐步提升至 90%以上，预计 2025 年国六车型达到 1110 万辆，国五车型 308 万辆，国四车型 478 万辆，国三车型 104 万辆。

(2) 到 2030 年，最后一批国五车型寿命到期，所有车型全部替换为国六车型

(3) 柴油车年均油耗保持 8 吨左右；国四、国五、国六柴油车尿素用量占燃油消耗比例分别为 3%、5%、8%。

(4) 随着监管趋严，车用尿素普及率逐步提升，2018-2022 普及率分别为 56%/63%/75%/85%/90%，2023 年开始车用尿素普及率 100%。

(5) 车用尿素价格自 2020 年每年下滑 2%。

图 4：2018-2025 年车用尿素市场空间测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
各级别柴油车保有量 (万辆)									
国 III 及以下	964	944	804	664	524	384	244	104	0
国 IV	728	718	678	638	598	558	518	478	0
国 V	308	308	308	308	308	308	308	308	0
国 VI 及以上	0	30	210	390	570	750	930	1110	2000
合计	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
单车年平均油耗 (吨)	8	8	8	8	8	8	8	8	8
国 III 车型单车年尿素平均用量 (吨)	0	0	0	0	0	0	0	0	0

国 IV 车型单车年尿素平均用量 (吨)	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0
国 V 车型单车年尿素平均用量 (吨)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0
国 VI 车型单车年尿素平均用量 (吨)	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64
车用尿素普及率	55.5%	63.0%	75.0%	85.0%	90.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
车用尿素需求量 (万吨)	165	198	315	447	568	737	843	948	1280
yoy		19.91%	58.99%	41.81%	27.14%	29.69%	14.33%	12.53%	
车用尿素单价 (元/吨)	1968	1880	1842	1806	1769	1734	1699	1665	1505
车用尿素市场规模 (亿元)	33	37	58	81	101	128	143	158	193

资料来源：国元证券研究中心

2. 公司是行业龙头，品牌与渠道优势明显

龙蟠科技是国内车用尿素龙头企业，品牌和渠道优势明显，市占率将持续提升。车用尿素一梯队企业为龙蟠科技、中石化旗下悦泰、中石油旗下昆仑之星，一梯队企业销量远高于其他企业，我们认为伴随行业发展，行业格局集中度将持续提升。龙蟠科技旗下可兰素品牌已经是国内一梯队，2019 年车用尿素市占率 12%，公司在渠道铺设方面更加创新灵活，渠道影响力持续加码，未来市占率有望持续提升。

2.1 车用尿素类似消费品，公司品牌和渠道优势明显

车用尿素不能单纯以化工品视角去看，可以以消费品视角辅助看待，前期比拼产品质量，后期比拼品牌和渠道，类似插排行业，大品牌产品市占率将持续提升。车用尿素作为卡车的必需消耗品，中高端尿素年花费 4000-5000 元，对于卡车司机来说成本不是太高，如果采用低价低质的产品，年花费可下降 30%-50%，但是低质产品可能会堵塞尿素喷口，影响卡车动力和 SCR 寿命，所以卡车司机优选大品牌产品。另外，卡车司机开车走南闯北，为保障车用尿素一致性，会优选渠道铺设最广的品牌，渠道覆盖全面的品牌将成为首选。

公司旗下可兰素为国内车用尿素龙头企业，产品品类齐全，品质领先。可兰素成立于 2009 年，2010 年及 2011 年公司车用尿素产品先后通过美国石油学会 API 柴油机排放处理液认证及德国五 DA-QMC 对车用尿素产品的 AdBlue 商标认证，成为国内最早达标国际标准的尿素产品；2015 年中国内燃机工业协会建立绿色环保认证制度，

共计三批 22 家企业获得 CGT 认证，可兰素则于 2015 年首批入选。经历十余年时间，可兰素已经发展成为国内车用尿素龙头企业，2019 年设计产能 15 万吨，销量 24 万吨，估算市占率 12% 左右。可兰素具备质量优良、品牌知名和品类齐全等优势。

1) 质量优良，车用尿素产品技术工艺难度在于尿素浓度及杂质含量控制，尿素溶液浓度需要接近 32.5%，过滤精度在 0.22u，醛类物质需在 5ppm 以下，低质量尿素产品 NOx 还原效率低下，且易结晶堵塞尿素喷口，影响车辆动力及 SCR 系统寿命。可兰素是我国《车用尿素溶液技术规范》行业标准起草单位之一，产品立足高标准，具备高转换率、抑制沉积、减少结晶、适应低温场景等多种优点。2) 品牌知名度高，可兰素常年位列国内十大车用尿素品牌，2013、2014 连续两年排名英国咨询机构 INTEGER 车用尿素市场份额调研报告榜首。3) 品类齐全，根据可兰素官网，公司车用尿素产品包括 8 大系列，具备高转换率、抑制沉积、品质纯净、减少结晶等特点。

龙蟠科技是国内最早进入车用尿素的公司，产品质量过硬，公司品牌属于行业第一梯队，另外龙蟠多种创新方式扩大渠道影响力：1) 车厂配套，前装与售后服务站；2) 通过经销商拓展终端网点，覆盖全国县级区域；3) 入驻民营加油站，民营加油站 4.6 万座，公司是第三方供应商，入驻相对容易；4) 铺设加注站渠道，选择物流园区、洗车点和高速出入口等车辆聚集区铺设加注站；5) 与高速公司合作，入驻高速公路出入口加油站。

图 5：车用尿素主要企业

	公司简介	渠道	备注
可兰素	龙蟠科技旗下子公司，公司主营车用 AdBlue、生物降解型防冻液等，并自主研发生产车用 AdBlue 及其加注设备。2010 年及 2011 年公司车用尿素产品先后通过美国石油学会 API 柴油机排放处理液认证及德国五 DA-QMC 对车用尿素产品的 AdBlue 商标认证	1) 车厂配套，前装、售后服务站行业前列； 2) 携手经销商，网点覆盖至全国县级城市； 3) 民营加油站 4.6 万座，公司是第三方供应商，入驻相对容易；4) 铺设加注站渠道，选择物流园区、洗车点和高速出入口等车辆聚集区铺设加注站；5) 与高速公司合作，入驻高速公路出入口加油站。	2019 年销量 24 万吨，一梯队品牌
悦泰石化	中国石化集团下属的全资子公司，产品是悦泰海龙品牌柴油车用尿素，借助中石化加油站进行推广，	中石化加油站为主	一梯队品牌
昆仑之星	中石油旗下车用尿素，借助中石油加油站推广	中石油加油站为主	一梯队品牌
美丰加蓝	四川美丰加蓝环保科技有限公司是四川美丰化工股份有限公司的全资子公司，致力于“美丰加蓝”、“美丰 TopBlue”和“净畅”牌氮氧化物还原剂（尿素水溶液，AUS32）的生产与推广，为重型柴油车提供高效的氮氧化物减排方案	加油站、物流园、汽配店等渠道	2019 年销量 11 万吨
辽宁润迪	公司主营润滑油、机动车制动液、发动机冷却液和车用尿素溶液等产品，目前为一汽股份、东风股份、重庆长安、长安福特、华晨汽车、长城汽车、河北中兴、广汽三菱、昌河铃木、北汽集团、东风小康、江铃汽车等四十余家整车主机厂	整车配套直销，售后维修经销	-

配套，车用尿素溶液产品获得中国内燃机协会首批 CGT 标识认证

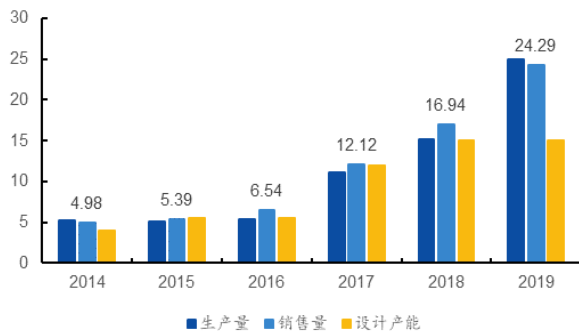
资料来源：公司公告、公司官网 国元证券研究中心

2.2 扩产迎接国六，公司车用尿素确定性高增长

公司车用尿素业务伴随减排升级一路成长，2013年7月1日起国四逐步实施，带动公司车用尿素产销暴涨，2013年销量首次破万吨，市占率全国第一，2014年销量同比增长390%达到4.98万吨，市占率达到25%，营收达到1.44亿元，同比增长361%；2015-2016年由于竞争激烈，车用尿素产品价格下滑明显，2015-2016年营收分别为1.35/1.39亿元，增速分别为-5.99%/2.96%；2017年起国五逐步实施，公司车用尿素业务再度迎来加速增长期，2019年销量24万吨，营收达到4.57亿，2016-2019CAGR达到48.5%；净利润6002万元。

2020年7月1日起国六逐步实施，车用尿素市场规模又将迎来加速向上时期，此外公司4月成功发行可转债募集资金4亿元，计划投资2亿于用于设计产能18万吨/年可兰素项目，公司产能将进一步扩大，预计公司车用尿素产销将迎来持续高速增长时期。

图6：龙蟠科技车用尿素产销量（万吨）



资料来源：公司公告,国元证券研究中心

图7：龙蟠科技产能（万吨）

	设计产能(每天1班)	
	设计产能(每天1班)	产能(每天2班)
江苏溧水	15万吨	30万吨
天津项目(2021投产)	18万吨	35万吨
外协产能	可以调整	

资料来源：公司公告,国元证券研究中心

3.盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

预测2020-2022年公司营业收入分别为20/25/28亿元，同比增长18%/22%/15%，归母净利润分别达到1.8/2.3/2.7亿，同比增长44%/23%/18%，对应EPS为0.61/0.75/0.88元。

3.2 长期来看，车用尿素市值或能达到 132 亿

车用尿素目前三大多小格局，长期来看，我们认为三大（龙蟠、悦泰、昆仑）将占据主要份额，考虑公司具备品牌和渠道优势，公司市占率有望持续提升，长期市占率有望达到 25%，车用尿素利润可达 6.3 亿，以下为车用尿素中长期业绩敏感性分析。

核心假设：1) 公司后续净利率与 2019 年持平，为 13% 保持不变；2) 情景 1，市占率维持 12% 不变；3) 情景 2，市占率每年提升 1.5pct。

考虑龙蟠科技品牌和渠道优势明显，我们按照情景 2 假设，预计 2025/2030 年车用尿素销量分别为 201/320 万吨，净利润分别 4.4/6.3 亿，给予 2025 年净利润 30 倍，车用尿素业务对应市值 132 亿。

图 8：车用尿素中长期利润预测

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
车用尿素需求量 (万吨)		198	315	447	568	737	843	948	1280
车用尿素市场规模 (亿元)		37	58	81	101	128	143	158	193
情景 1	市占率	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
	公司销量(万吨)	24.2	38.5	54.6	69.5	90.1	103	115.9	156.4
	营业收入(亿元)	4.6	7.1	9.9	12.3	15.6	17.5	19.3	23.5
	净利率	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
	净利润(亿元)	0.6	0.9	1.3	1.6	2	2.3	2.5	3.1
情景 2	市占率	12%	14%	15%	17%	18%	20%	21%	25%
	公司销量(万吨)	24.2	43.2	67.9	94.9	134.1	166.1	201	320
	营业收入(亿元)	4.6	7.9	12.3	16.9	23.3	28.2	33.5	48.3
	净利率	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
	净利润(亿元)	0.6	1	1.6	2.2	3	3.7	4.4	6.3

资料来源：国元证券研究中心

4. 风险提示

车用尿素销量不及预期：车用尿素为国四标准下氮氧化物减排的必要消耗品，但一方面用户认知尚需时日，监管手段、监管力度尚需健全，一方面低端劣质甚至假冒产品价格低廉，或将导致可兰素产销不及预期；

润滑油、冷却液销量不达预期：整车市场进入存量阶段，工业增速趋缓，润滑油、冷却液市场承压。若公司未能有效维系客户关系，拓展潜在客户可能导致传统油、液板块产销量不及预期；

原材料价格波动风险：公司主要产品原材料来自石化、天然气行业，上游原材料价格波动或将影响公司产品盈利；

市场竞争风险：车用化学品行业竞争对手包括美孚、壳牌、中石油、中石化等巨头大厂，公司若未能有效拓展下游市场存在替代风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1249.51	1265.39	1607.07	1922.96	2269.95
现金	361.38	530.14	740.19	878.57	1085.60
应收账款	201.28	229.26	269.86	329.09	380.03
其他应收款	17.65	20.38	23.53	28.52	32.68
预付账款	50.44	29.71	34.26	41.78	47.97
存货	262.39	276.75	320.28	390.34	449.55
其他流动资产	356.38	179.15	218.96	254.67	274.12
非流动资产	800.11	904.30	812.53	783.17	755.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	408.00	401.58	379.41	348.59	313.44
无形资产	146.27	145.55	144.25	143.05	141.55
其他非流动资产	245.83	357.17	288.87	291.53	300.57
资产总计	2049.62	2169.69	2419.60	2706.13	3025.51
流动负债	499.37	521.52	538.92	573.42	603.03
短期借款	185.00	188.00	191.00	193.00	195.00
应付账款	101.59	108.02	124.98	152.25	175.29
其他流动负债	212.78	225.50	222.94	228.17	232.74
非流动负债	158.22	127.33	148.76	168.29	188.11
长期借款	126.00	97.00	117.00	137.00	157.00
其他非流动负债	32.22	30.33	31.76	31.29	31.11
负债合计	657.59	648.85	687.68	741.72	791.14
少数股东权益	141.43	166.31	216.90	279.24	352.49
股本	254.06	302.61	302.61	302.61	302.61
资本公积	638.16	585.76	585.76	585.76	585.76
留存收益	386.69	481.60	625.97	795.99	992.68
归属母公司股东权益	1250.59	1354.52	1515.02	1685.17	1881.89
负债和股东权益	2049.62	2169.69	2419.60	2706.13	3025.51

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	170.22	247.47	226.49	173.50	249.69
净利润	99.53	162.77	233.69	288.03	338.55
折旧摊销	50.06	55.03	47.90	49.06	49.80
财务费用	19.69	14.90	0.61	-4.85	-10.28
投资损失	-9.71	-3.03	-3.00	-3.00	-3.00
营运资金变动	10.91	2.09	-111.11	-150.82	-117.29
其他经营现金流	-0.25	15.71	58.40	-4.93	-8.09
投资活动现金流	-76.69	59.56	-6.21	-6.43	-6.35
资本支出	52.56	78.96	0.00	0.00	0.00
长期投资	2.24	86.97	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-21.89	225.49	-6.21	-6.43	-6.35
筹资活动现金流	5.66	-80.44	-10.23	-28.69	-36.31
短期借款	0.78	3.00	3.00	2.00	2.00
长期借款	64.80	-29.00	20.00	20.00	20.00
普通股增加	46.06	48.55	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-16.68	-52.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-89.30	-50.59	-33.23	-50.69	-58.31
现金净增加额	99.16	226.77	210.05	138.38	207.03

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1497.79	1712.96	2013.54	2456.17	2836.09
营业成本	1046.39	1120.71	1297.80	1582.64	1824.00
营业税金及附加	26.09	24.00	28.19	34.39	39.71
营业费用	187.01	208.97	246.46	300.14	346.00
管理费用	69.76	95.64	112.36	136.81	157.69
研发费用	53.53	66.98	78.93	96.28	111.17
财务费用	19.69	14.90	0.61	-4.85	-10.28
资产减值损失	-2.12	-1.76	-1.88	-1.84	-1.85
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.71	3.03	3.00	3.00	3.00
营业利润	109.15	185.08	266.07	328.59	386.65
营业外收入	4.84	4.53	4.50	4.50	4.50
营业外支出	1.71	1.47	1.50	1.49	1.51
利润总额	112.29	188.14	269.07	331.60	389.64
所得税	12.76	25.37	35.38	43.57	51.08
净利润	99.53	162.77	233.69	288.03	338.55
少数股东损益	17.69	35.37	50.59	62.34	73.25
归属母公司净利润	81.83	127.41	183.11	225.69	265.30
EBITDA	178.90	255.01	314.59	372.81	426.17
EPS (元)	0.32	0.42	0.61	0.75	0.88

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	15.44	14.37	17.55	21.98	15.47
营业利润 (%)	2.22	69.56	43.76	23.50	17.67
归属母公司净利润 (%)	-11.41	55.69	43.72	23.26	17.55
获利能力					
毛利率 (%)	30.14	34.57	35.55	35.56	35.69
净利率 (%)	5.46	7.44	9.09	9.19	9.35
ROE (%)	6.54	9.41	12.09	13.39	14.10
ROIC (%)	8.37	14.15	17.91	20.07	22.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.08	29.91	28.42	27.41	26.15
净负债比率 (%)	47.29	46.24	45.52	45.17	45.13
流动比率	2.50	2.43	2.98	3.35	3.76
速动比率	1.98	1.89	2.38	2.67	3.02
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.81	0.88	0.96	0.99
应收账款周转率	7.52	7.41	7.49	7.63	7.44
应付账款周转率	9.32	10.69	11.14	11.42	11.14
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.42	0.61	0.75	0.88
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.56	0.82	0.75	0.57	0.83
每股净资产 (最新摊薄)	4.13	4.48	5.01	5.57	6.22
估值比率					
P/E	91.78	58.95	41.02	33.28	28.31
P/B	6.01	5.55	4.96	4.46	3.99
EV/EBITDA	41.48	29.10	23.59	19.91	17.41

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188