

产能释放在即，估值较为合宜

买入（首次）

2019年11月10日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,719	1,962	2,452	2,942
同比（%）	2.1%	14.1%	25.0%	20.0%
归母净利润（百万元）	197	259	353	442
同比（%）	33.3%	31.5%	36.4%	25.1%
每股收益（元/股）	0.70	0.93	1.26	1.58
P/E（倍）	24.36	18.53	13.58	10.85

投资要点

- **公司是一家特种非离子表面活性剂的企业：**非离子表面活性剂约占表面活性的四成，并且占比还在稳步扩张，具有一定的产业发展前景。品种较多、单品规模较小，国内和国际巨头差距较大是这个产业的一个特点。下游客户认证较为繁复，并且要求表活企业能够根据下游终端市场的变化不断调整产品结构，快速响应客户需求，公司和跨国公司有较长的磨合和较强的默契，这是公司的壁垒所在。
- **“大品种调结构、功能性小品种创盈利”是公司的经营战略：**环氧乙烷和环氧丙烷是公司的重要原料，由于历史原因，公司难以涉足上游石化产业，无法实现纵向一体化。环氧乙烷和环丙易燃易爆，多为点对点供应，原料的供应容易因为各种不可抗力发生波动。公司利用减水剂用聚醚作为蓄水池，优先保证盈利能力强的小品种产品产销，最大限度保持了生产的灵活性和盈利的稳定性。
- **中间体自我配套是大品种表面活性剂的核心竞争力所在：**大品种表活主要作用是平抑原料波动，和竞争对手相比，公司甲基烯丙醇自我配套，甲基烯丙醇的生产过程需要消耗液氯，并且三废处理难度较大，公司是国内不多的能够解决甲基烯丙醇三废问题的企业，在目前环保趋严的背景下，优势较为明显。
- **功能性小品种创盈利，有机硅改性聚醚是公司小品种核心业务：**功能性小品种板块主要是有机硅、印染助剂、涂料、润滑油、加工液、农化、纺丝油剂、玻璃纤维、水处理等领域。公司小品种业务板块中，我们认为有机硅改性聚醚类产品的市场前景最为广阔；润滑油、农化、水处理等也都具有较大的产业空间，但是合理确定、动态调整自己的产业边界对公司的业务发展就显得至关重要。
- **产能释放在即，有望打开业绩成长空间。**公司的在建项目主要是绿科安的7.7万吨高端功能性表面活性剂（特种聚醚、高端合成酯）技改项目和年产0.8万吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）技改项目，两个项目分别预计在2019年12月和2020年3月完工。公司远期还规划了皇马新材料的10万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目，未来的业绩增长基础较为牢靠。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019~2021年营业收入分别为19.62亿元、24.52亿元、29.42亿元，归母净利润分别为2.59亿元、3.53亿元、4.42亿元，EPS分别为0.93元、1.26元、1.58元，当前股价对应PE分别为19X、14X、11X。考虑到公司在建产能释放在即，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**在建产能投产进度不及预期的风险；小品种市场开拓进度不及预期；原材料价格大幅波动的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.14
一年最低/最高价	9.84/18.07
市净率(倍)	3.15
流通A股市值(百万元)	2375.60

基础数据

每股净资产(元)	5.44
资产负债率(%)	24.52
总股本(百万股)	280.00
流通A股(百万股)	138.60

相关研究

内容目录

1. 公司是特种非离子表面活性剂企业	4
1.1. 公司的股权结构相对简单	4
1.2. 大品种调结构、功能性小品种创盈利	5
1.3. 财务数据较为稳健	5
2. 公司专注于特种非离子表面活性剂	5
2.1. 公司的产品主要是特种非离子表面活性剂	6
2.2. 特种非离子表面活性剂有较高的壁垒	7
2.3. 弹性专精是公司的业务特点	9
3. 合理把握产品边界是公司业务成功的关键所在	9
3.1. 关键中间体自我配套是聚羧酸减水剂用聚醚的竞争力所在	9
3.2. 小品种创盈利，有机硅改性聚醚类产品是核心业务	10
3.2.1. 有机硅改性用聚醚是公司未来的最核心业务之一	10
3.2.2. 印染助剂板块的产业边界以印染助剂用聚醚为宜	11
3.2.3. 涂料板块主要用作环氧树脂稀释剂	12
3.2.4. 润滑油板块的产业前景或将高于金属加工液	12
3.2.5. 农药制剂领域稳步发展	12
4. 8.5 万吨小品种产能在建，奠定未来增长动能	13
4.1. 绿科安的项目主要是特种表面活性剂	13
4.2. 皇马新材料项目尚在环评阶段	13
5. 盈利预测与估值	13
6. 风险提示	14

图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2019 年 9 月 30 日)	4
图 2: 公司主营业务收入 (百万元, %)	5
图 3: 公司主要板块的毛利占比和毛利率 (%)	5
图 4: 全球软泡聚醚产品的容量及中国占比 (万吨, %)	10
图 5: 软泡聚醚产品的下游市场格局	10
表 1: 公司主要生产基地及产能情况	4
表 2: 四类表面活性剂的特点	6
表 3: 公司和众多精细化工企业合作的情况	7
表 4: 公司主要业务板块及其用途	8
表 5: 常见的建筑密封胶的缺点和不足	11
表 6: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	14
表 7: 可比公司估值表 (参考 2019 年 11 月 08 日收盘价)	14

1. 公司是特种非离子表面活性剂企业

皇马科技（603181）总部位于浙江绍兴，是一家专业从事特种非离子表面活性剂的研发、生产和销售的企业。公司成立于2003年，2017年8月在上交所上市。公司拥有年产20万吨以上特种表面活性剂生产能力，是目前国内生产规模最大、品种最全、科技含量较高的特种表面活性剂生产企业之一。同时，公司现为全国化学标准化技术委员会（特种）界面活性剂分技术委员会秘书处单位，综合实力位居全国同行前列。

公司目前有章镇和上虞两个生产基地，章镇基地系公司创业的生产基地，现有产能7万吨。另外，公司在上虞生产基地拥有两家子公司，其中绿科安公司现有产能9.7万吨，在建产能8.5万吨，预计2020年一季度全部完工；而皇马新材料规划产能10万吨，目前处于环评阶段。

表1：公司主要生产基地及产能情况

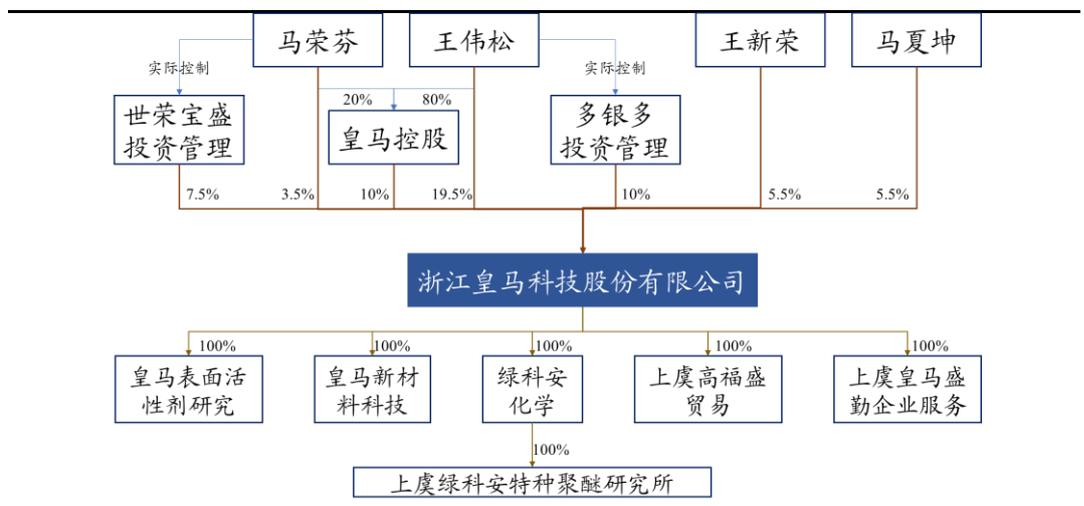
生产基地	产能	在建产能	备注
上虞经开区绿科安	9.7万吨	8.5万吨	7.7万吨预计2019年12月完工，0.8万吨预计2020年3月完工
章镇工业新区章镇基地	7.18万吨		
上虞经开区皇马新材料		10万吨	2020年12月完工

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.1. 公司的股权结构相对简单

公司实际控制人为董事长王伟松、马荣芬夫妇，两人直接持有公司23%股权。此外，王伟松、马荣芬夫妇还通过皇马控股、多银多、世荣宝盛等间接持有公司27.5%股权，故两人合计持股比例50.5%，为公司第一大股东。

图1：公司股权结构（截至2019年9月30日）



数据来源：wind、东吴证券研究所

1.2. 大品种调结构、功能性小品种创盈利

公司大品种板块主要产品为减水剂用聚醚单体，环氧乙烷和甲基烯丙醇是其重要原材料。

小品种板块对应的下游领域主要是有机硅、印染助剂、涂料、润滑油、加工液、农化、纺丝油剂、玻璃纤维、水处理等产业，环氧乙烷、环氧丙烷、烯丙醇是比较重要的原材料。

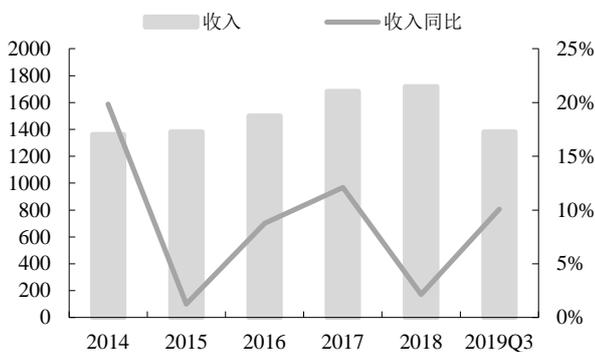
非离子表面活性剂的原料多为石化产品，由于特定的历史原因，国内有很多企业能够涉足上游石化产业，针对这个问题，公司采取了“大品种调结构、功能性小品种创盈利”的经营战略，较好地实现了扬长避短。

1.3. 财务数据较为稳健

公司的主营收入历年来稳健增长，2019 年上半年实现营业收入 8.66 亿元，比上年同期增长 6.6%，实现归属母公司股东净利润为 1.18 亿元，同比增长 44.48%；2018 年度公司实现总收入 17.19 亿元，同比增长 2.15%，实现归属母公司股东净利润为 1.97 亿元，同比增长 33.34%。收入构成中，小品种的占比稳步增加，目前小品种的收入占比约为 60%。

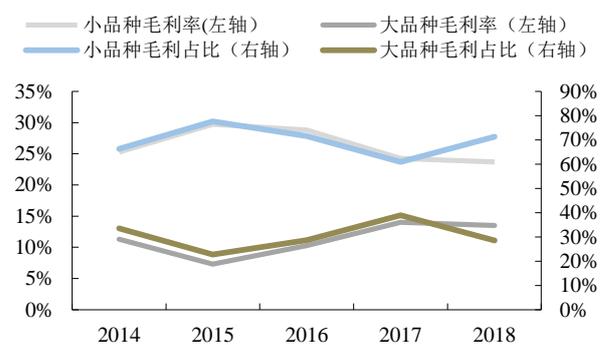
毛利率方面，小品种的毛利率基本稳定在 25% 左右，由于大品种主要实行薄利多销的营销模式，产品毛利率维持在 15% 左右。

图 2：公司主营业务收入（百万元，%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图 3：公司主要板块的毛利占比和毛利率 (%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

公司属于研发驱动型企业，截至 2018 年底公司的研发人员 165 人，研发人员占比 22.95%，研发费用的营收占比 3.61%。目前公司能够生产的品种约 1300 种，并且能够保持每年新增 200-300 个品种。对于重点客户，公司能够在 1-2 周内回应客户的需求，并提供免费小试样品，相比较而言，跨国表面活性剂企业基本不提供类似的免费服务。

2. 公司专注于特种非离子表面活性剂

表面活性剂是指在其分子中至少含有一个对极性表面具有亲和性的基团（以保证它在大多数情况下的水溶性）和一个对水几乎没有亲和性的非极性基团的化合物。

表面活性可简化工艺、加速生产、降低成本，还可提高产品性能，日常应用中表面活性剂主要作为助剂使用，少量加入就能改变材料的界面性质，起到润湿或抗粘、乳化或破乳、起泡或消泡以及增溶、分散、洗涤、防腐、抗静电等一系列的作用。总的来说，表面活性剂是一类灵活多样、用途广泛的精细化工产品，所以在多个行业领域都有广泛的应用，被称为“工业味精”。

2.1. 公司的产品主要是特种非离子表面活性剂

表面活性剂分类方法较多，最常见的分类法是根据表面活性剂在水溶液中的电离特性，可以分为阴离子、阳离子、两性离子以及非离子四大类产品。

表 2：四类表面活性剂的特点

品种	主要品种	特点
阴离子	LAS、AES、AESA、LSA、AOS、K12、SPS、SAS、SS、MES、MAP等	具有原材料易得，成本较低，泡沫丰富及去污性能好等特点，是乳化剂、分散剂、润湿剂、洗涤剂、发泡剂的重要组成部分。
非离子	6501、CMEA、SME、NP、AEO、SPAM、TWEEM等	具有低泡沫、去污和脱脂能力强等特点，但原材料难得和成本较高等缺点。是低泡洗涤剂、匀染剂、胶体保护剂等的组成部分。
阳离子	1227、1631、1831	具有柔软、抗静电、杀菌等特性，是柔软剂、抗静电剂、杀菌剂的重要组成部分。
两性离子	CAB-30、BS-12等	具有去污、乳化、同时具备杀菌、抗静电、耐盐、耐酸碱、低刺激性的特点，但因成本高等缺点，主要应用于化妆品、个人护理用品等领域。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

阴离子和非离子表面活性剂主导全球市场：按照中国表面活性剂网的数据，2019 年全球表面活性的市场容量大约在 2300 万吨，其中，阴离子表面活性剂的占比约在 50%，非离子表面活性剂的占比约在 40%，从全球范围来看，非离子表面活性剂的需求增速略高于阴离子表面活性剂的需求增速。

国内市场产品结构与全球基本保持一致：国内阴离子表面活性剂体量最大，非离子表面活性剂紧随其后。据中国日用化学工业研究院的统计，2015 年主要表面活性剂产量合计为 394.5 万吨，其中：阴离子表面活性剂产量约合 180 万吨，产品主要集中在 AES、LAS、AS、AOS 等；非离子表面活性剂产量约合 175.5 万吨，产品主要集中在脂肪醇醚、聚醚大单体、烷醇酰胺、烷基酚醚、脂肪胺醚、多元醇酯等；阳离子表面活性剂产量约合 13.6 万吨，产品主要以出口为主，生产和市场集中度较高；两性及其他离子产品产量为 25.5 万吨，产品以甜菜碱、咪唑啉、氨基酸和氧化胺型为主。

国内阴离子表面活性剂产能过剩，非离子表面活性剂加速追赶：从细分的产业格局看，阴离子表面活性剂产能过剩较为严重，导致产业竞争激烈。阳离子表面活性产业目

前基本形成了寡头垄断的格局，产业格局基本稳定。非离子表面活性剂海外巨头主要是巴斯夫、科宁，国内的企业，比如皇马和东大化工等企业目前还处在追赶阶段。非离子表面活性剂中，脂肪醇聚氧乙烯醚系列产品产量最大，占比 50% 左右。其他的非离子表面活性剂主要品种包括聚乙二醇、烷基酚聚氧乙烯醚、脂肪胺聚氧乙烯醚、脂肪酸聚氧乙烯酯、聚羧酸系减水剂聚醚单体等。

公司主要生产特种非离子表面活性剂，产品以烯丙醇聚醚、甲基烯丙醇聚醚为主，同时也生产脂肪醇聚醚、脂肪胺聚醚及脂肪酸聚酯。

2.2. 特种非离子表面活性剂有较高的壁垒

非离子表面活性剂的应用较为广泛：由于非离子表面活性剂很多性能优于离子型表面活性剂，应用领域不仅非常广泛，而且还在不断扩大，在表面活性剂总量中所占的比重越来越大。

非离子表面活性剂品种繁多：不同的嵌段，不同的起始剂，不同的封端都形成了不同的产品组合。目前，我国能够生产包括阳离子、阴离子、非离子、两性离子在内的 4 大类、45 个分类、130 个小类的 4,700 多个表面活性剂品种，已建立了相当的产业规模，部分产品，尤其是大品种表面活性剂，供求达到了基本的平衡。但是，仍有 60% 的表面活性剂，尤其是一些小品种、技术含量高、产品质量高以及具有特殊功能的特种表面活性剂不能生产，无法满足国内的需求。

非离子表面活性剂单品规模不大。大部分非离子表面活性剂在化工产品的加工生产中使用量较少，除了减水剂用聚醚外，大部分非离子表面活性剂的市场容量都相对有限。

特种表面活性剂产品偏定制，需要上下游之间保持足够的默契和较长的磨合期。很多表面活性剂产品以定制开发为主，产品服务周期较长。下游客户，尤其是一些跨国公司，对产品的质量要求很高，对供应商的选择也非常挑剔，产品认证流程也非常繁杂。通过认证后，公司还需要根据客户的信息反馈不断调整自己的产品以满足下游出现的新需求。不仅如此，公司还需要和客户就产品的使用进行专业沟通，快速响应客户的反馈。从公司的发展历程也可以看出，公司在有机硅改性聚醚领域的取得行业地位和迈图的合作有很大的关系，可以说是合作共赢的成果。因此，对于未来公司和其他巨头的合作取得突破持乐观态度。

表 3：公司和众多精细化工企业合作的情况

合作领域	合作企业	合作领域	合作企业
有机硅应用板块	迈图、赢创、道康宁等	水处理应用板块	GE、亚士兰等
润滑油及金属加工液应用板块	中石化、福斯等	减水剂应用板块	西卡、科之杰等
涂料应用板块	阿科马、艾仕得等	个人护理应用板块	欧莱雅等

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

表 4：公司主要业务板块及其用途

板块	主要产品	性能举例	应用领域
减水剂应用板块	异戊烯基聚醚、甲基烯丙基聚醚等	烯基聚醚—>聚羧酸母液—>高性能聚羧酸减水剂 高分子聚醚—>硅氧烷封端树脂—>密封胶； 烯丙醇聚醚/烯丙醇封端聚醚—>聚醚有机硅—>高档涂料/油墨；	可应用到大型基建、高层建筑等混凝土基础设施领域。
有机硅应用板块	烯丙醇聚醚、烷基封端烯丙醇聚醚、丁醇聚醚等	烯丙醇聚醚/烯丙醇封端聚醚—>匀泡剂—>聚氨酯泡沫； 烯丙醇聚醚/烯丙醇封端聚醚—>有机硅增效剂有机硅增效剂—>农药 烯丙醇聚醚/烯丙醇封端聚醚—>亲水性硅油—>个人护理/化妆品	可应用于家居沙发、汽车内饰；家电、建筑、冷链物流保温发泡聚氨酯材料；高层建筑玻璃幕墙密封胶；太阳能电池板密封胶；日化护理产品等多个领域。
印染助剂应用板块	蓖麻油聚氧乙烯醚、脂肪酸聚氧乙烯酯、烯丙基聚氧乙烯醚等	表面活性剂表面活性剂表面活性剂表面活性剂—>染整助剂染整助剂染整助剂染整助剂—>功能性织物功能性织物功能性织物	可应用于各类纤维的前处剂；纤维、纱线和织物的染色；以及用于染色印花后的后整理剂。
涂料应用板块	烯丙醇聚醚、多元醇聚醚等	多元醇聚醚/多芳基酚聚醚—>UV 固化稀释剂/光敏树脂—>特种油墨/涂层/粘结材料； 表面活性剂/多芳基酚聚醚—>工业汽车涂料/建筑涂料	可应用于特种 UV 固化油墨、涂料和粘合剂； 可应用于水性建筑、汽车、机床设备等工业涂料，设备防腐等特种涂料、低 VOC（零 VOC）水性木器漆、油墨等各种涂料油漆。
润滑油及金属加工液应用板块	合成酯、烷氧基聚氧乙烯聚氧丙烯醚、山梨醇聚氧乙烯油酸酯、脂肪胺聚氧乙烯醚等	合成酯/PAGs 聚醚—>高级合成润滑油；	可应用于航空航天、高端汽车、船舶发动机油；抗燃和生物可降解的液压油等领域；
农化助剂应用板块	烯丙醇聚醚、脂肪胺聚醚、脂肪醇聚醚等	表面活性剂—>农药剂型加工助剂—>农药	可应用于杀虫剂，除草剂，杀菌剂，种子处理剂，植物生长调节剂等多种环保型剂
纺丝油剂应用板块	锦纶帘子线油剂、涤纶单丝油剂等	表面活性剂—>功能性纺丝油剂—>特种纤维	可应用于锦纶工业帘子线、异型涤纶单丝、工业粘胶纤维，涤纶长丝，不同规格的丙纶复丝、变形丝等纤维。
复合新材料应用板块	油酸聚乙二醇酯、双酚 A 聚醚	多芳基酚聚醚/表面活性剂—>浸润剂—>高性能复合材料	可应用于各类玻纤浸润剂。
水处理应用板块	脂肪酸聚氧乙烯酯、硬脂酸聚氧乙烯酯等	表面活性剂/聚醚—>水处理剂	可应用于各类污水及湖泊的净化处理，也可用于膜法水处理用膜清洗剂等。
个人护理应用板块	油醇聚氧乙烯醚、脂肪醇聚氧乙烯醚	表面活性剂—>个人护理/化妆品/高级香水	可应用于洗发护发、洗浴护肤、面部、口腔、彩妆类个人护理品，美容美发高端化妆品和高级香精香料。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 弹性专精是公司的业务特点

海外的非离子表面活性剂巨头各具特色，和巴斯夫、科宁等企业相比，公司还是有一定的短板，但是公司通过“大品种调结构、功能性小品种创盈利”的经营战略，较好地实现了扬长避短。

公司的主要原材料是环氧乙烷和环氧丙烷，其中环氧乙烷、环氧丙烷占原材料采购总量的 80% 左右。在特种非离子表面活性剂品种中，盈利能力较高的小品种聚醚产品大多同时消耗环氧乙烷、环氧丙烷，相应的，盈利能力也显著高于大品种聚醚产品。公司利用减水剂用聚醚作为蓄水池，以优先保证盈利能力强的小品种产品产销。

3. 合理把握产品边界是公司业务成功的关键所在

公司目前涉足的表面活性剂产品就有 1300 多种，并且每年还会增加 200-300 多种新品种，产品角度分类比较复杂。

如前所述，采用大品种和小品种非离子表面活性剂进行分类可能是一个更为投资者接受的分类模式。

对于大品种表面活性剂，公司采用薄利多销的形式，因此成本管控可能更为关键，而公司的优势在于关键中间体完全自我配套。

对于小品种表面活性剂，开发出适销对路的产品是核心所在。

3.1. 关键中间体自我配套是聚羧酸减水剂用聚醚的竞争力所在

聚羧酸减水剂是混凝土的一种外加剂，下游主要是基础设施建设领域，广泛应用于高速公路、高速铁路、码头、桥梁等各种大型工程。生产过程中，聚羧酸减水剂一般是由不同分子量的聚醚单体和各类不饱和羧酸、磺酸以及酰胺单体共聚而成的一类具有梳状结构的新型水溶性高分子材料。

区别于其它传统产品，这类混凝土具有良好的流动性和触变性而使复杂的混凝土施工过程变得简单易行。因其减水率高、保坍性能好、掺量低、无污染、缓凝时间少等原因，聚羧酸减水剂成为混凝土减水剂的主要发展方向，在减水剂应用中的比例快速提升。

聚羧酸减水剂的上游原料主要是环氧乙烷，一般由甲基烯丙醇与环氧乙烷按照质量比 3:97 的比例聚合制得。

据中国产业信息网的数据，2017 年中国聚羧酸减水剂单体总产能 240 万吨，产量 130 万吨，2018 年产能达到近 300 万吨，产能超 150 万吨，产能过剩的态势较为明显。

和竞争对手相比，公司甲基烯丙醇自我配套，环氧乙烷也有一定的环保和成本优势。甲基烯丙醇的生产过程需要消耗液氯，并且三废处理难度较大，公司是国内不多的能够解决甲基烯丙醇三废问题的企业，在目前环保趋严的背景下，公司优势较为明显。

3.2. 小品种创盈利，有机硅改性聚醚类产品是核心业务

公司研发能力较强，目前已可生产 1300 多种产品，这些产品主要聚焦于新高端新兴领域的需求，并且每年还会新增 200-300 个新品种，不论是产品的产能规模还是种类齐全方面都在国内处于领先地位。

在功能性小品种板块中，有机硅、印染助剂和涂料是公司的特色板块，贡献了小板块 80% 的盈利，润滑油、农化、水处理等其他小品种板块也都具有较大的产业空间。

3.2.1. 有机硅改性用聚醚是公司未来的最核心业务之一

有机硅改性聚醚板块是公司的特色板块，充分体现了特种非离子表面活性剂的行业特点，公司的弹性专精的管理能力。

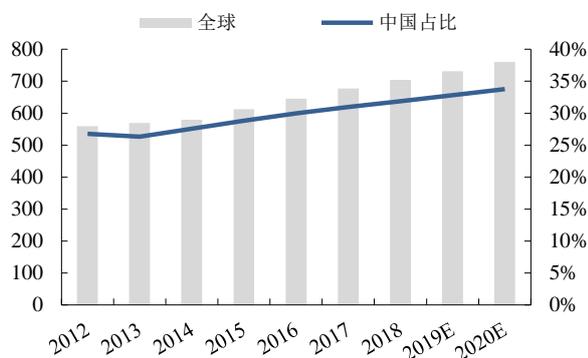
公司有机硅板块的产品主要是有机硅改性聚醚，比如烯丙醇聚醚、烯丙醇封端聚醚以及丁醇聚醚等，主要下游应用领域为聚氨酯泡沫材料以及建筑密封胶等领域。

在聚氨酯泡沫材料领域，有机硅改性聚醚主要用于生产稳泡剂、匀泡剂，这是生产聚氨酯泡沫塑料的关键助剂。

聚氨酯泡沫塑料包括硬质聚氨酯泡沫塑料和软质聚氨酯泡沫塑料。硬泡的最大的下游应用领域主要是冰箱、冰柜，软泡最大的下游消费领域主要是软体家具。由于硬泡聚醚壁垒较低，竞争激烈，公司的产品主要应用于软泡领域。在这个领域，迈图的技术水平远远领先其他企业，公司的产业优势，尤其是匀泡剂的产业优势，短期难以撼动。

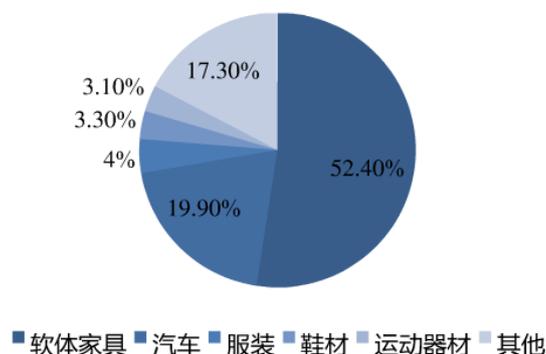
按照中国聚氨酯工业协会秘书长朱长春的估计，2017 年全球和中国的软泡产量分别为 678 万吨和 210 万吨，对应匀泡剂的需求分别为 10 万吨和 3 万吨，对应的聚醚的需求分别为 5 万吨和 1.5 万吨。

图 4：全球软泡聚醚产品的容量及中国占比（万吨，%）



数据来源：Business Insight、东吴证券研究所

图 5：软泡聚醚产品的下游市场格局



数据来源：寰球聚氨酯网、东吴证券研究所

有机硅改性聚醚也可以用于建筑密封领域，生产硅氧烷封端树脂，进而制备密封胶，其中，硅酮、聚氨酯和聚硫密封胶是较为常见的三种高层建筑用密封胶。

表 5：常见的建筑密封胶的缺点和不足

种类	优点	缺点
聚硫密封胶	适用范围广	低温固化速度慢，易老化变硬、缺乏耐久性，带有强烈刺激性的臭味，逐步退出建筑应用领域。
聚氨酯密封胶	强度高、抗撕裂、柔软耐磨、耐穿刺、耐油、耐介质腐蚀	固化速度慢，释放出二氧化碳使得胶层产生气孔，耐湿热、耐老化性较差，长期存储稳定性差。
硅酮密封胶	固化快，不起泡，能够和无孔材料表面牢固粘接，耐湿热、耐老化性能优异，储存稳定性好。	可施工性差，撕裂强度低，不耐穿刺、胶层容易产生油状渗析污染混凝土和其他装饰材料。

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

有机硅改性聚醚密封胶在结构上继承了端链硅烷基结构和主链聚醚键结构的特点，性能上综合了聚氨酯密封胶与硅酮密封胶的优点，具有良好的施工性、可涂性和无污染性，是国内外新型密封胶发展的一个重要方向。

据《塑料工业》刊载数据，有机硅改性聚醚密封胶已在日本建筑密封胶市场占有绝对主导地位，占到市场份额的 55%；在欧美等国也占有相当比例的市场份额，目前在市场的市场份额达到了 25% 左右；国内的相关产业才刚刚起步。

有机硅改性聚醚密封胶海外对标企业主要有钟渊、瓦克、迈图、旭硝子等，国内企业主要有瑞洋安泰、皇马科技和山东东大等。由于端硅烷基聚醚，主要是分子量以及分子量分布，质量无法保证，国内的 MS 胶质量良莠不齐，这对公司而言既是机遇，也是挑战。

根据第二十届全国铝门窗幕墙行业年会工作报告，2013 年我国仅建筑硅酮类密封胶的产量在 60-70 万吨，且每年的增长率为 20%。以此推断，目前国内 MS 胶用聚醚的潜在市场容量约在 20 万吨左右。

除此之外，有机硅改性聚醚还可应用到水性建筑涂料、汽车工业涂料、太阳能电池板密封胶、日化等多个细分领域，而这些市场大多在国内都属于新兴市场，具有很高的成长性。

3.2.2. 印染助剂板块的产业边界以印染助剂用聚醚为宜

印染助剂用聚醚产品的主要原材料为环氧乙烷、天然油脂等，公司的主导产品为十八伯胺聚氧乙烯醚、蓖麻油聚氧乙烯醚、脂肪酸聚氧乙烯酯等。

这类产品主要用于生产印染助剂，提高印花和染色的效果，主要包括印花助剂和染色助剂和后整理剂。其中印花助剂有增稠剂、粘合剂、乳化剂、分散剂和其他印花助剂

等。

纺织印染助剂用聚醚产品自给率较高，竞争较为激烈，目前主要是一些个别的高端、差异化品种还需要依赖进口以满足市场需求。

海外主要是巴斯夫、亨斯迈等企业，国内同行主要是晨化、钟山等企业，下游主要是传化、德美、润禾等企业。

未来，我们认为一体化的企业，或者深刻了解下游市场需求的企业会有更有明显的优势，比如巴斯夫、盛虹等。

3.2.3. 涂料板块主要用作环氧树脂稀释剂

公司涂料应用板块用聚醚产品主要有双酚 A 聚醚、烯丙醇聚醚以及多元醇聚醚等，产品主要用于生产 UV 固化稀释剂、光敏树脂、汽车涂料等，对应的下游领域主要是各种特种涂料，高端工业涂料等领域。

目前公司的业务主要集中在 UV 固化稀释剂领域，这类产品需要提高芳环端基乙氧基化、丙氧基化低加成度聚醚的含量等，以实现产品色泽和分子量分布的可控。由于产品壁垒较高，因此国内对手也较少，而阿科玛、PPG 是公司重要的下游客户。

3.2.4. 润滑油板块的产业前景或将高于金属加工液

润滑油及金属加工液应用板块的主要原材料为环氧乙烷、油脂等，公司的主要产品为合成酯、烷氧基聚氧乙烯聚氧丙烯醚、山梨醇聚氧乙烯油酸酯、脂肪胺聚氧乙烯醚等等。

合成酯燃点高于矿物油，所以合成酯润滑油可以用于工业油方面作为高温、抗燃场合使用，比如抗燃液压油、抗燃齿轮油、刹车液以及金属加工清洗液等。合成酯的极性较强，可以保证润滑油的体系稳定，可以在一些高档润滑油中和其它基础油混合使用。

整体而言，合成酯的应用重点还是在于工业油领域，对于车用润滑油领域而言，更多可能只是作为合成机油的少量补充，用于提高加氢油、PAO 四类油等对其它添加剂、油泥的溶解性。但是，随着节能要求提升以及低粘度的机油需求增加，因此这一板块也有潜在的发展机会。

从竞争格局来看，国外对标企业主要是英国禾大，国内对手主要有南京威尔、海盐精细化工、杭州优米以及英国禾大。

3.2.5. 农药制剂领域稳步发展

农药制剂板块的主要原材料为环氧乙烷、油脂等，公司的主要产品有农乳 600# 系列、脂肪胺聚醚、脂肪醇聚醚等，用于农药剂型加工助剂等。

在农药制剂中，农药原药被称为活性成分，农药助剂被称为非活性成分。农药助剂

可分为表面活性剂和非表面活性剂两大类，农药助剂的主体是表面活性剂，作为乳化剂、分散剂、润湿剂、渗透剂、增效剂和增溶剂等广泛应用于加工乳油、微乳剂、水乳剂、悬浮剂、悬浮种衣剂、微囊悬浮剂、悬乳剂、水剂、可溶液剂、可分散油悬浮剂、可湿性粉剂、水分散粒剂等制剂中。

据国家统计局数据显示，2018 年我国农药原药销量为 189 万吨，对应制剂年加工量约 1100 万吨，消耗特种表面活性剂 45 万吨左右，按照招股书中披露的非离子特种表面活性剂占比 27% 的比例，非离子特种表面活性剂消耗量约为 12 万吨。

总体市场来看，农化助剂领域国内还不存在强大的对手，但监管可能是产业发展的核心问题。

4. 8.5 万吨小品种产能在建，奠定未来增长动能

公司的在建项目主要是绿科安的 8.5 万吨高端功能性表面活性剂项目和皇马新材料的 10 万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目。其中，绿科安的项目处于实施阶段，皇马新材料的项目处于报批阶段。

4.1. 绿科安的项目主要是特种表面活性剂

2018 年 4 月，公司披露将原先的募投项目“年产 8.5 万吨高端功能性表面活性剂项目”变更为“年产 7.7 万吨高端功能性表面活性剂（特种聚醚、高端合成酯）技改项目”和“年产 0.8 万吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）技改项目”。

从环评内容看，7.7 万吨高端功能性表面活性剂产品中有 3 万吨大品种，4.7 万吨的小品种。相关的小品种产品主要满足跨国公司的业务需求，有机硅改性聚醚是业务重点，涂料、水处理以及润滑油用聚醚产品也是重要的业务方向。

聚醚胺产品规划了 8000 吨产品，油品升级聚醚胺的重要契机。

根据变更部分募投项目实施内容的公告数据，变更后的项目的总投资由原来的 5.9 亿元减少至约 3.4 亿元，投产后的收入从原先的 12.8 亿元变更为 12.6 亿元，税后净利润从原先的 8295 万元变化到 8333 万元。项目预计 2019 年 12 月建成投产。

4.2. 皇马新材料项目尚在环评阶段

皇马新材料的 10 万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目目前处于环评阶段。根据项目环评报告的数据，项目计划投资 9.7 亿元，待项目达产后，预计年新增销售收入 22 亿元，年新增利润 3.3 亿元。

5. 盈利预测与估值

核心假设：

一：绿科安的年产 7.7 万吨高端功能性表面活性剂（特种聚醚、高端合成酯）技改项目预计 2019 年 12 月份完工、年产 8 千吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）技改项目预计 2020 年 3 月份完工，年中达产。

二：预计 19-21 年小品种表面活性剂的销量分别为 8.3、8.7 和 9.1 万吨；减水剂单体随着下游基建需求回升，预计 19-21 年的销量为 8.4、8.8 和 9.1 万吨左右，由于原材料供求偏松，毛利率小幅增长。

盈利预测：我们预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 2019~2021 年营业收入分别为 19.62 亿元、24.52 亿元、29.42 亿元，归母净利润分别为 2.59 亿元、3.53 亿元、4.42 亿元，EPS 分别为 0.93 元、1.26 元、1.58 元，当前股价对应 PE 分别为 19X、14X、11X。考虑到公司在建产能释放在即，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2018	2019E	2020E	2021E
大品种板块	营业收入	708.96	714.00	743.75	773.50
	毛利	95.92	74.97	81.81	88.95
小品种板块	营业收入	1,009.49	1,248.00	1,708.00	2,168.00
	毛利	239.25	299.52	420.46	542.00
其他主营业务	营业收入	62.50	128.21	128.21	128.21
	毛利	31.25	64.10	64.10	64.10

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

表 7：可比公司估值表（参考 2019 年 11 月 08 日收盘价）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
皇马科技	47.99	17.14	0.70	0.93	1.26	24.36	18.53	13.58	3.34
利安隆	73.25	35.73	0.94	1.50	1.91	38.01	23.82	18.71	6.84
赞宇科技	33.14	7.84	0.43	0.87	0.97	18.23	9.00	8.11	1.46
联化科技	129.90	14.06	0.04	0.47	0.69	351.50	29.91	20.38	2.28

资料来源：wind（赞宇科技估值为 wind 一致预期），东吴证券研究所

6. 风险提示

在建产能投产进度不及预期的风险：预计公司年产 7.7 万吨高端功能性表面活性剂（特种聚醚、高端合成酯）技改项目预计 2019 年 12 月份完工、年产 8 千吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）技改项目预计 2020 年 3 月份完工，新投建产能是公司未来重要的业绩增量，存在完工进度不及预期的风险。

小品种市场开拓进度不及预期：由于小品种板块新品多、市场小，公司新投产的产品多为特种表面活性剂，下游客户认证时间较长，存在市场需求和开拓进度不及预期的风险。

原材料价格大幅波动的风险：环氧乙烷和环丙是公司的重要的原材料，其价格与油价关联性较大，随油价大幅波动将会对公司产品盈利能力造成一定威胁。

皇马科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	915	1,442	1,577	1,942	营业收入	1,719	1,962	2,452	2,942
现金	132	392	490	588	减:营业成本	1,383	1,523	1,885	2,246
应收账款	202	327	334	459	营业税金及附加	7	9	11	13
存货	133	141	198	205	营业费用	34	40	50	60
其他流动资产	448	582	555	689	管理费用	32	78	86	100
非流动资产	975	1,036	1,203	1,354	财务费用	4	22	28	33
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-1	-2	-2
固定资产	740	804	959	1,097	加:投资净收益	4	3	4	3
在建工程	106	94	96	97	其他收益	0	0	0	0
无形资产	123	132	143	155	营业利润	224	294	398	495
其他非流动资产	6	6	5	5	加:营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	1,889	2,478	2,780	3,295	利润总额	225	296	399	497
流动负债	174	558	575	725	减:所得税费用	28	36	46	54
短期借款	0	413	332	510	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	141	107	200	166	归属母公司净利润	197	259	353	442
其他流动负债	33	39	42	49	EBIT	221	300	409	506
非流动负债	280	285	294	297	EBITDA	279	360	480	594
长期借款	0	5	14	16					
其他非流动负债	280	280	280	280	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	454	844	869	1,021	每股收益(元)	0.70	0.93	1.26	1.58
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	5.13	5.84	6.82	8.12
					发行在外股份(百万股)	200	280	280	280
归属母公司股东权益	1,435	1,634	1,911	2,274	ROIC(%)	11.3%	11.3%	14.2%	14.6%
负债和股东权益	1,889	2,478	2,780	3,295	ROE(%)	13.7%	15.8%	18.5%	19.4%
					毛利率(%)	19.5%	22.4%	23.1%	23.6%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	11.5%	13.2%	14.4%	15.0%
经营活动现金流	205	40	507	262	资产负债率(%)	24.0%	34.0%	31.3%	31.0%
投资活动现金流	6	-117	-235	-235	收入增长率(%)	2.1%	14.1%	25.0%	20.0%
筹资活动现金流	-165	337	-174	70	净利润增长率(%)	33.3%	31.5%	36.4%	25.1%
现金净增加额	49	261	98	98	P/E	24.36	18.53	13.58	10.85
折旧和摊销	58	59	72	87	P/B	3.34	2.94	2.51	2.11
资本开支	108	61	167	151	EV/EBITDA	17.75	14.19	10.28	8.46
营运资本变动	-38	-296	58	-296					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

