

皇马科技 (603181.SH) / 化工 特种表面活性剂龙头企业, 产能释放助力公司发展
评级: 买入 (首次)

市场价格: 16.19

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

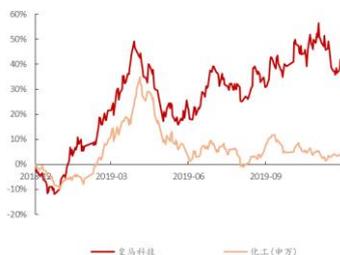
研究助理: 张波

执业证书编号: S0740119110067

Email: zhangbo@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	280
流通股本(百万股)	139
市价(元)	16.08
市值(百万元)	4502
流通市值(百万元)	2229

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1683	1719	1906	2411	2945
增长率 yoy%	12.11%	2.15%	10.92%	26.44%	22.16%
净利润	148	197	256	323	426
增长率 yoy%	63.94%	33.34%	29.99%	26.31%	31.68%
每股收益(元)	0.53	0.70	0.91	1.16	1.52
净资产收益率	11.54%	13.73%	15.00%	16.55%	18.61%
P/E	30.47	22.85	17.58	13.92	10.57
P/B	3.51	3.14	2.64	2.30	1.97

投资要点

- 特种表面活性剂龙头企业。**公司深耕表面活性剂领域, 产品包括减水剂聚醚单体、有机硅改性用高性能聚醚、高端润滑油及金属加工液用高性能合成酯及特种聚醚、节能环保涂料用高端功能性表面活性剂, 产品品类达 1300 多种, 是国内生产规模较大、品种较全、科技含量较高的特种表面活性剂龙头企业。
- 表面活性剂前景向好。**据 IHS, 2018 年全球表面活性剂消费量超过 1680 万吨, 市场价值 392 亿美元。预计未来 5 年, 全球表面活性剂消费量将以年均 2.6% 的速度增长, 2023 年将达到 1910 万吨。2018 年国内表面活性剂产品合计产出 243.22 万吨, 销量合计 242.11 万吨, 平稳增长。其中, 非离子表面活性剂增速较快。公司深耕非离子表面活性剂领域, 不断拓宽品类, 充分受益行业发展。
- 大品种调结构, 功能型小品种创盈利。**公司秉承“大品种调结构、功能性小品种创盈利”的经营策略, 一方面维持大品种减水剂聚醚单体的正常运营, 从而保障原料端环氧乙烷的稳定性, 一方面不断丰富小品种产品品类, 并优化其产品结构, 提高小品种产品质量, 同时积极开拓下游客户, 提高公司盈利能力。
- 研发能力突出, 客户结构优异。**公司研发能力突出, 目前已开发研制出了千余种产品。截至 2018 年, 公司累计持有授权发明专利 83 项, 实用新型专利 1 项, 累计参与制修订国家、行业、团体标准 56 项, 累计拥有国家级重点新产品 10 只, 累计科技成果 84 项, 累计荣获省、市各级科学技术进步奖 29 项。公司客户结构优异, 目前已经和包括迈图、赢创、道康宁、科之杰系、西卡系、亚士兰、欧莱雅在内的不同领域的精细化工巨头建立了良好的业务关系, 并进行深层次的业务合作, 共同研发新产品, 开发下游市场, 伴随客户共同成长。
- 产能投放助力公司长远发展。**公司现有表面活性剂产能 16.88 万吨, 目前在建产能 18.5 万吨。其中“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”、“年产 0.8 万吨高端功能性表面活性剂(聚醚胺)技改项目”预计分别于 2019 年 12 月和 2020 年 3 月投产。“10 万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目”为母公司基地搬迁项目, 预计 2020 年 12 月投产。公司产能持续增长, 品类不断丰富, 拓宽下游需求, 保障公司持续增长。
- “买入”投资评级。**预测 2019-2021 年公司净利润分别为 2.56 亿、3.23 亿和 4.26 亿元, EPS 分别为 0.91 元、1.16 元和 1.52 元, 对应 PE 为 18/14/11 倍, 看好公司受益于产能持续投放, 业绩有望持续高增长, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 产能投放低于预期, 客户拓展低于预期、原材料价格波动的风险。

内容目录

1 公司基本情况	- 5 -
1.1 特种表面活性剂龙头企业	- 5 -
1.2 业绩持续向好	- 6 -
1.3 研发能力突出，客户结构优异	- 7 -
2 表面活性剂前景向好	- 9 -
2.1 表面活性剂概况	- 9 -
2.2 表面活性剂平稳发展	- 9 -
2.3 表面活性剂竞争格局	- 12 -
3 大品种调结构、功能性小品种创盈利	- 13 -
3.1 减水剂为公司核心大品种板块	- 14 -
3.2 小品种板块种类较多	- 15 -
3.2.1 有机硅应用板块	- 15 -
3.2.2 印染助剂应用板块	- 17 -
3.2.3 涂料应用板块	- 17 -
3.2.4 润滑油及金属加工液应用板块	- 18 -
3.2.5 农化助剂应用板块	- 18 -
4 产能投放在即，保障公司发展	- 20 -
5 盈利预测及估值	- 21 -
6 风险提示	- 22 -

图表目录

图 1: 公司主营业务	- 5 -
图 2: 公司股权结构	- 5 -
图 3: 公司营业收入及增速	- 6 -
图 4: 公司归母净利润及增速	- 6 -
图 5: 公司毛利率及净利率	- 6 -
图 6: 公司期间费用率	- 6 -
图 7: 公司营收结构(按产品)	- 7 -
图 8: 公司毛利结构(按产品)	- 7 -
图 9: 公司分产品毛利率	- 7 -
图 10: 公司 ROE	- 7 -
图 11: 公司研发费用率较高	- 8 -
图 12: 公司客户结构优异	- 8 -
图 13: 表面活性剂上下游	- 9 -
图 14: 表面活性剂分类	- 10 -
图 15: 全球表面活性剂销量及增速	- 10 -
图 16: 全球表面活性剂分类占比	- 10 -
图 17: 全球表面活性剂下游分类	- 10 -
图 18: 国内规模以上表面活性剂产量(万吨)及增速	- 11 -
图 19: 国内规模以上表面活性剂销量(万吨)及增速	- 11 -
图 20: 国内表面活性剂进口量(万吨)及增速	- 11 -
图 21: 国内表面活性剂出口量(万吨)及增速	- 11 -
图 22: 国内表面活性剂进出口均价(美元/吨)	- 12 -
图 23: 2018 年国内表面活性剂占比	- 12 -
图 24: 表面活性剂主要企业	- 12 -
图 25: 公司主要产品及产业链上下游	- 13 -
图 26: 公司产品季度销量及均价	- 13 -
图 27: 高性能聚羧酸系减水剂占比逐渐提高	- 14 -
图 28: 固定资产投资完成额累计同比	- 14 -
图 29: 房屋新开工面积及同比	- 14 -
图 30: 聚羧酸减水剂单体产能产量及产能利用率	- 15 -
图 31: 聚羧酸减水剂单体格局	- 15 -
图 32: 聚氨酯硬泡主要下游	- 16 -
图 33: 我国聚氨酯硬泡产量及增速	- 16 -

图 34: 聚氨酯软泡主要下游.....	- 16 -
图 35: 我国聚氨酯软泡产量及增速.....	- 16 -
图 36: 我国布和纱产量同比增速	- 17 -
图 37: 我国化学纤维产量及增速	- 17 -
图 38: 我国涂料产量及增速.....	- 18 -
图 39: 我国 UV 涂料产量及增速	- 18 -
图 40: 国内润滑油产量及增速.....	- 18 -
图 41: 全球农用助剂市场规模及增速.....	- 19 -
图 42: 公司在建项目情况	- 20 -
图 43: 盈利预测业务拆分	- 21 -
图 44: 可比公司估值.....	- 21 -

1 公司基本情况

1.1 特种表面活性剂龙头企业

浙江皇马科技股份有限公司成立于2003年，2017年8月于上交所上市。公司是目前国内生产规模较大、品种较全、科技含量较高的特种表面活性剂生产企业之一。公司形成了有机硅新材料改性用高性能聚醚、高端润滑油及金属加工液用高性能合成酯及特种聚醚、节能环保涂料用高端功能性表面活性剂等多个产品，致力于打造成为产品种类丰富、应用广泛、品质过硬的世界性的特种表面活性剂研发、生产和销售平台。公司现有表面活性剂产能16.88万吨，有18.5万吨产能在建，预计分别于2019.12、2020.3和2020.12月投放，助力公司持续发展。

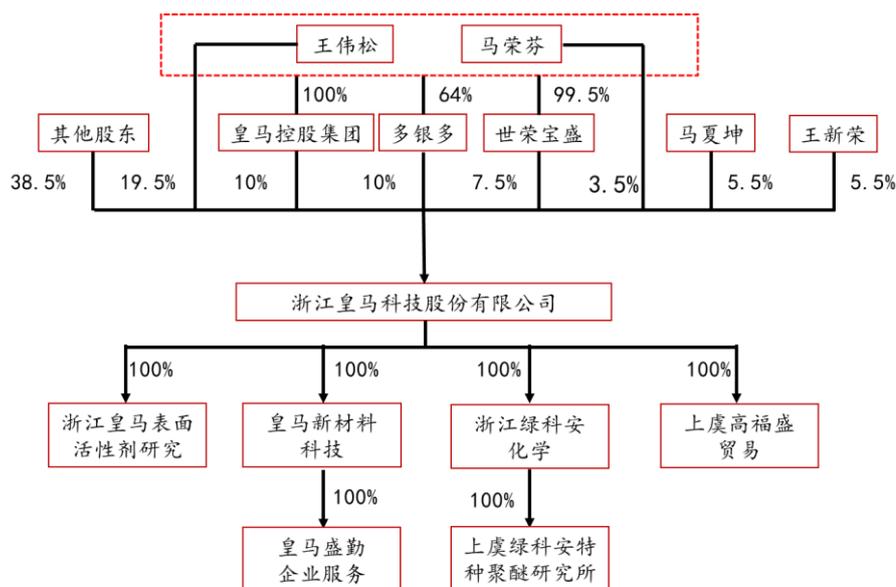
图1：公司主营业务

实施主体	现有产能(万吨/年)	所在园区	在建产能(万吨/年)	在建产能具体品种	备注
绿科安化学	9.7	杭州湾上虞经济技术开发区	8.5	7.7万吨：特种聚醚、 高端合成酯 0.8万吨：聚醚胺	7.7万吨预计2019.12完工 0.8万吨预计2020.3完工
母公司	7.18	绍兴市上虞区章镇工业新区	/		/
皇马新材料	/	杭州湾上虞经济技术开发区	10	新材料树脂及特种工业表面活性剂	母公司基地搬迁项目 预计2020.12完工
合计	16.88		18.5		

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

公司控股股东和实际控制人为王伟松、马荣芬夫妇，直接及间接合计持有上市公司46.9%的股份。公司下设公司包括浙江绿科安化学有限公司、浙江皇马新材料科技有限公司、浙江皇马表面活性剂研究有限公司和绍兴市上虞区高福盛贸易有限公司。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

1.2 业绩持续向好

2014年以来,公司营业收入从13.63亿稳步增长到2018年的17.19亿,复合增速5.97%,归母净利润从0.80亿元快速增长到2018年的1.97亿元,复合增速25.10%。2019年Q1-3,公司实现营业收入13.82亿元,同比+10.08%,实现归母净利润1.84亿元,同比+35.22%,主要是公司产品销量增加和产品结构优化。2019年前三季度公司实现销量12.35万吨,同比+26.55%,其中大品种销量6.61万吨,小品种销量5.74万吨,小品种销量占比由2018年前三季度的43.05%提高至目前的46.45%,产品结构不断优化。

图3: 公司营业收入及增速



资料来源: wind、中泰证券研究所

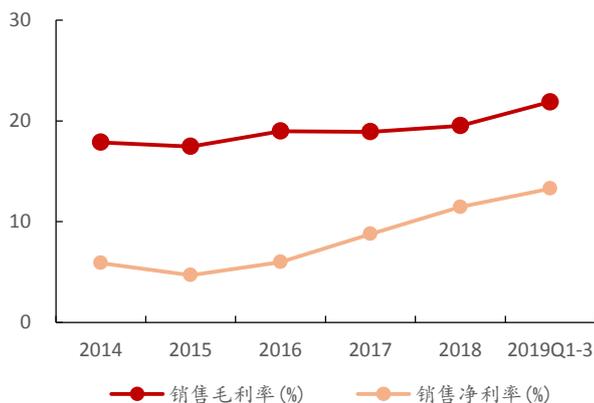
图4: 公司归母净利润及增速



资料来源: wind、中泰证券研究所

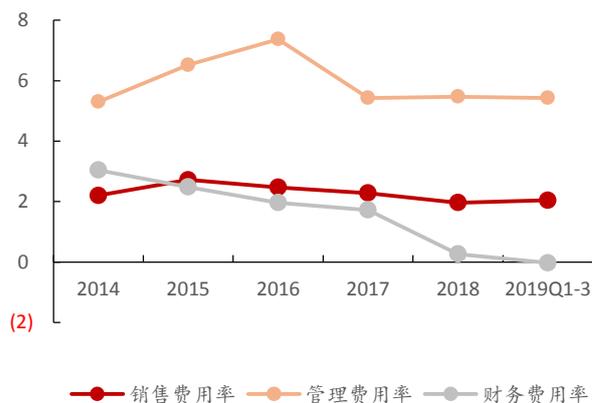
受益于公司产品结构不断优化,高毛利的小品种板块营收占比不断提升,此外成本端环氧乙烷价格在2019年有所降低,公司毛利率稳步抬升。公司2017年上市以后,公司费用率得到有效控制,财务费用率降低至0%左右,管理费用率降低至5%,销售费用率维持在2%的较低水平,公司销售净利率持续上行。

图5: 公司毛利率及净利率



资料来源: wind、中泰证券研究所

图6: 公司期间费用率

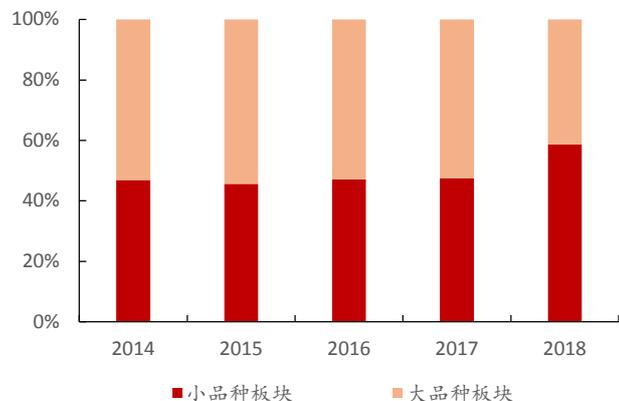


资料来源: wind、中泰证券研究所

营收来看,公司主要分类大品种和小品种两个板块,各占50%。在公司“大品种调结构、功能性小品种创盈利”的经营策略下,大品种稳定原材料的供应,小品种板块放量提高盈利水平。2018年小品种板块已超越大品种板块,成为公司目前占比最大的板块。由于

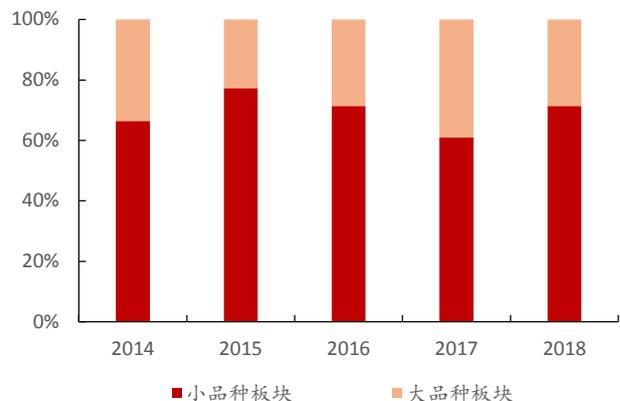
小品种产品毛利率较高，小品种板块毛利一直占比较高，在 70%左右。公司 ROE 稳定在 10%-15%。

图 7：公司营收结构(按产品)



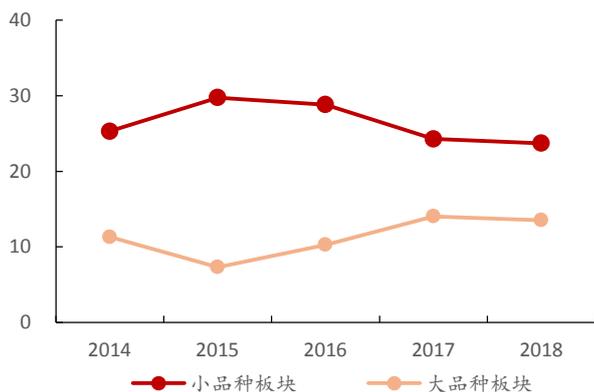
资料来源：wind、中泰证券研究所

图 8：公司毛利结构(按产品)



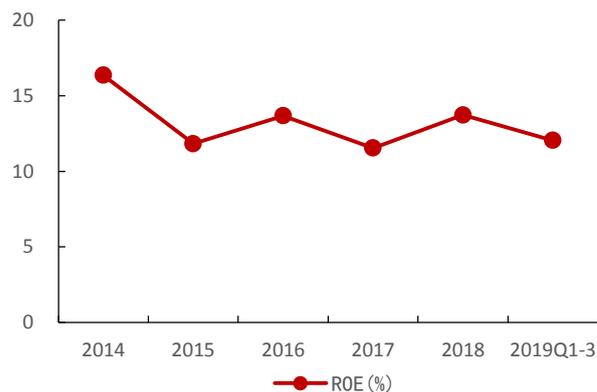
资料来源：wind、中泰证券研究所

图 9：公司分产品毛利率



资料来源：wind、中泰证券研究所

图 10：公司 ROE



资料来源：wind、中泰证券研究所

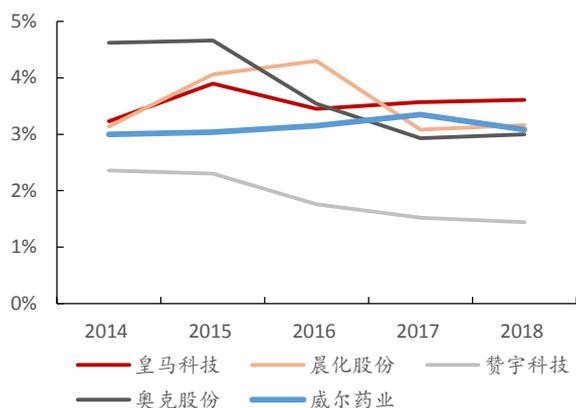
1.3 研发能力突出，客户结构优异

研发能力突出。考虑到表面活性剂下游应用广泛，不同客户对于产品的需求千差万别，特种表面活性剂企业需要持续大的研发开拓，从而满足客户日新月异的需求。公司以“引领行业、标准领先”的创新理念，以研发中心为主导建立了完善的研发体系，公司立足于新材料树脂、有机硅、润滑油及金属加工液、涂料等十二大板块产品，着力解决行业关键技术问题，积极研制各板块中的重点产品，开发具有自主知识产权的特种表面活性剂。目前已开发研制出了千余种产品，获得了多项科研成果，2018 年度新增授权发明专利 11 项，累计 83 项，累计实用新型专利 1 项。新增参与制修订国家、行业、团体标准 7 项，累计 56 项。累计拥有国家级重点新产品 10 只，新增省级新产品 11 只，累计 156 只。新增科技成

果鉴定 6 项，累计 84 项，累计荣获省、市各级科学技术进步奖 29 项。此外，公司与浙江大学等全国知名高等院校及研究所建立了紧密的产学研合作，促进公司研发。

客户结构优异。经过多年的培育，公司已经和包括迈图、赢创、道康宁、科之杰系、西卡系、苏博系、阿科玛系、亚士兰、欧莱雅等不同领域的精细化工巨头建立了良好的业务关系，并进行深层次的业务合作，共同研发新产品，开发下游市场，伴随客户共同成长。

图 11：公司研发费用率较高



资料来源：wind、中泰证券研究所

图 12：公司客户结构优异

板块	代表客户
减水剂	科之杰系、西卡系、苏博系
有机硅	迈图、赢创、道康宁
印染助剂	德美系
润滑油及金属加工液	中石化、福斯等
涂料	阿科玛系、艾仕得
水处理	GE、亚士兰
个人护理	欧莱雅

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

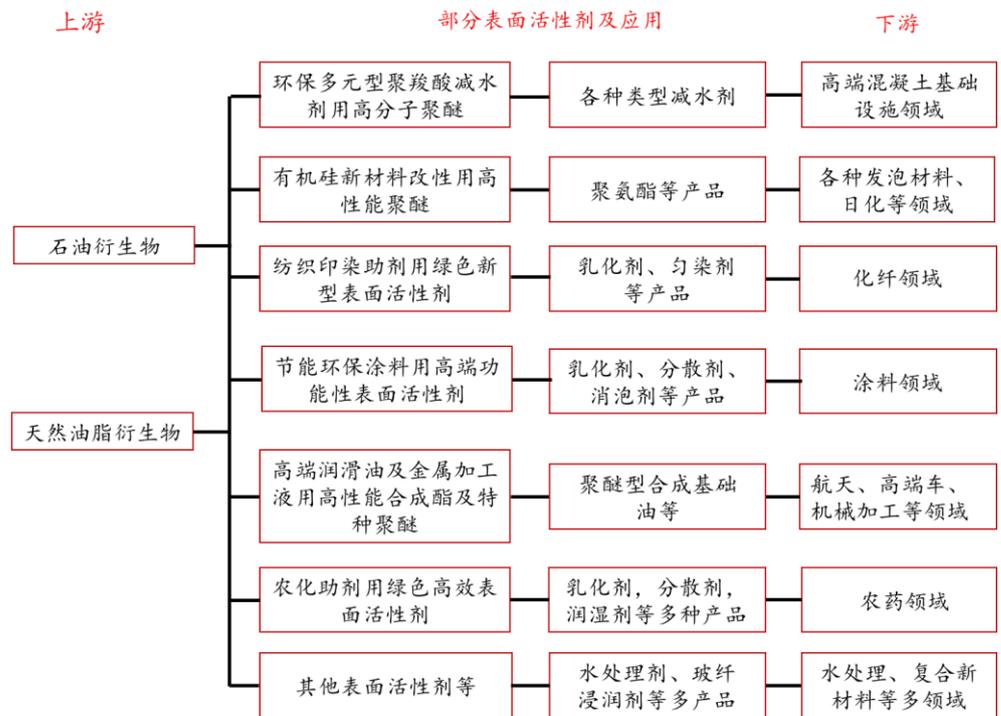
2 表面活性剂前景向好

2.1 表面活性剂概况

表面活性剂是指分子结构为两亲性结构（亲水基亲水、疏水基亲油）的一类化合物，加入少量能使其溶液体系的界面状态发生明显变化。表面活性剂上游主要为石油衍生物和天然油脂衍生物，由于表面活性剂成本构成中原材料占比较高，因此表面活性剂价格的波动与原材料价格的波动关系密切。表面活性剂行业下游应用非常广泛，被誉为“工业味精”，品种多达数千种，涉及国民经济的各个领域，如水处理、玻纤、涂料、建筑、油漆、日化、油墨、电子、农药、纺织、印染、化纤、皮革、汽车工业、航天航空等。

按照化学结构进行分类，表面活性剂一般分为离子型表面活性剂和非离子型表面活性剂。离子型表面活性剂可以进一步分为阴离子型、阳离子型和两性离子型表面活性剂。

图 13：表面活性剂上下游

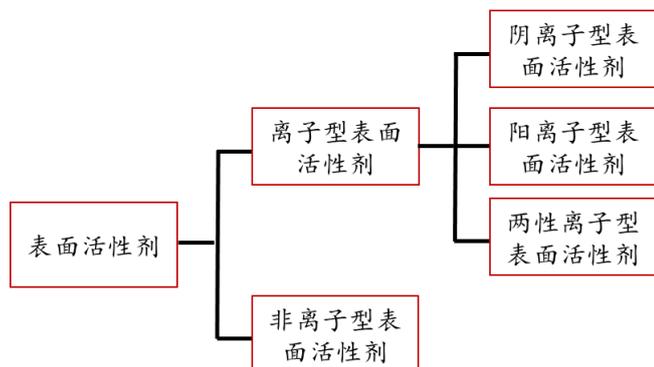


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

2.2 表面活性剂平稳发展

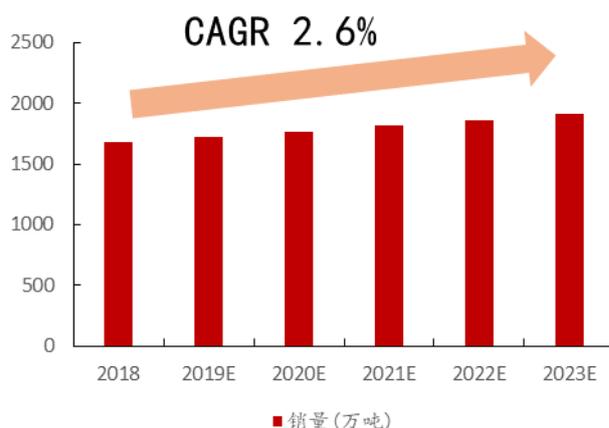
全球表面活性剂平稳发展。据 IHS Markit，2018 年全球表面活性剂消费量超过 1680 万吨，市场价值 392 亿美元。预计未来 5 年，全球表面活性剂市场将以年均 2.6% 的速度增长，到 2023 年将达到 1910 万吨。增长将主要由亚洲市场推动，中国将继续保持每年 4.1% 的增长率，印度和越南等新兴市场增速较快。美国、西欧和日本等市场的年增长率将在 1.2%-1.6% 之间。

图 14：表面活性剂分类



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

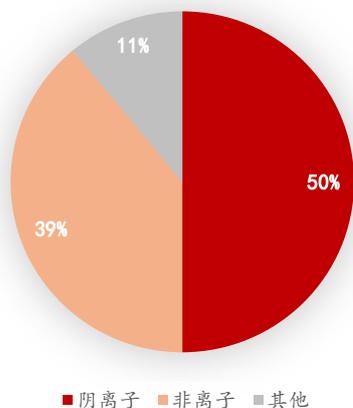
图 15：全球表面活性剂销量及增速



资料来源：IHS、中泰证券研究所

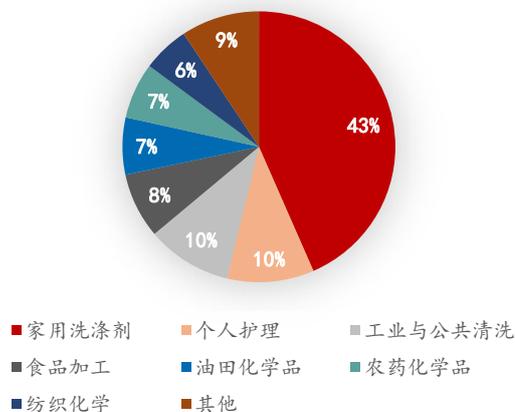
阴离子和非离子表面活性剂为主要品种。2018年，阴离子表面活性剂的消耗量占比约50%，在家用洗涤剂领域应用较广。非离子表面活性剂的消耗量占比约39%，发展态势良好，未来增速有望超越行业。据《中国洗涤用品工业》，家用洗涤剂仍然是表面活性剂最重要的应用领域，约占全球主要消费区域的43%，在未来五年内平均每年增长2%。个人护理应用仍然是表面活性剂消费的一个越来越重要的部门，占全球总消费量的10%，但预计在预测期内增长率将高于平均3.1%。其他主要下游还包括工业与公共清洗、食品加工等领域。

图 16：全球表面活性剂分类占比



资料来源：IHS、中泰证券研究所

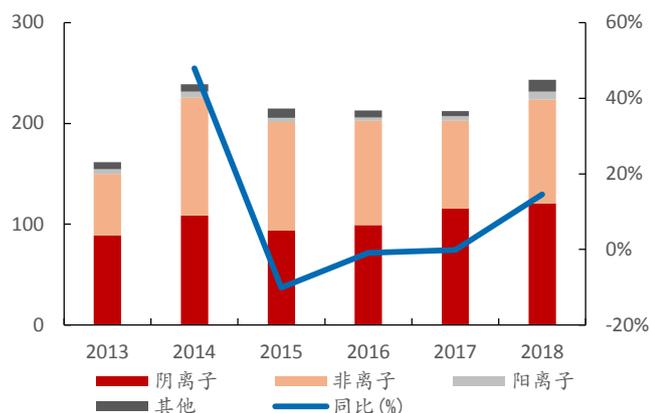
图 17：全球表面活性剂下游分类



资料来源：《中国洗涤用品工业》、中泰证券研究所

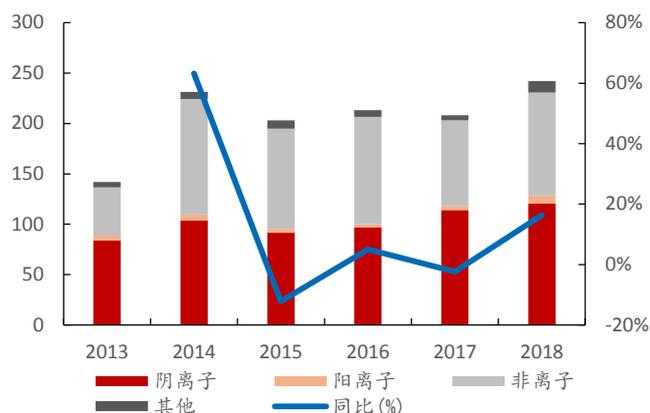
据中国洗涤用品工业协会规模生产企业数据统计，不含聚醚大单体，2018年国内表面活性剂产品合计产出243.22万吨，销量合计242.11万吨，2013年以来平稳增长。国内表面活性剂分类与国际结构类似。其中阴离子产销量为120.31万吨和120.71万吨，非离子（含聚醚及减水剂大单体）产销量分别为210.23万吨和207.67万吨，阳离子产品产销量分别为7.91万吨和7.98万吨，其他及两性离子产品产销量分别为11.73万吨和11.32万吨。非离子表面活性剂中，聚醚及大单体产销量为106.97万吨和105.57万吨，传统意义上的非离子产销量分别为103.27万吨和102.10万吨。

图 18: 国内规模以上表面活性剂产量(万吨)及增速



资料来源: 中国洗涤用品工业协会、中泰证券研究所

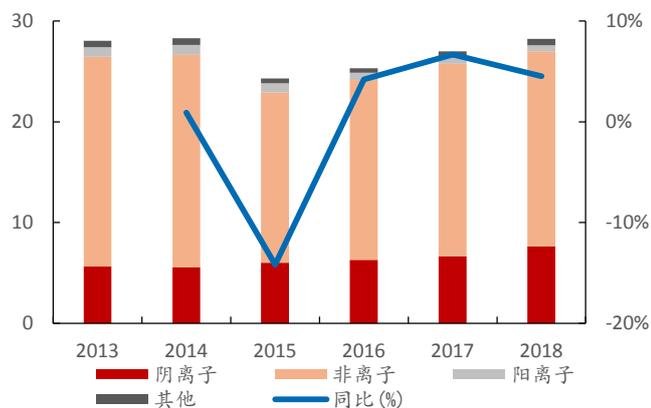
图 19: 国内规模以上表面活性剂销量(万吨)及增速



资料来源: 中国洗涤用品工业协会、中泰证券研究所

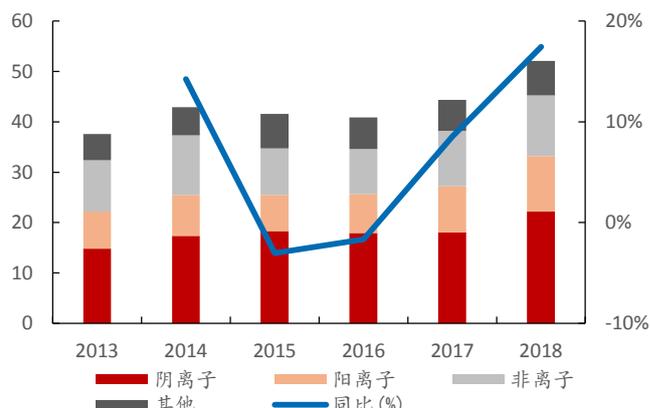
2018 年, 国内表面活性剂进口 28.23 万吨, 进口均价 2547 美元/吨, 出口 52.12 万吨, 出口均价 1699 美元/吨。表面活性剂进口量较为平稳, 非离子表面活性剂进口占比较高。表面活性剂出口逐步增长, 各类型表面活性剂出口较为均衡。进口均价显著高于出口均价, 主要由于进口产品技术含量较高。

图 20: 国内表面活性剂进口量(万吨)及增速



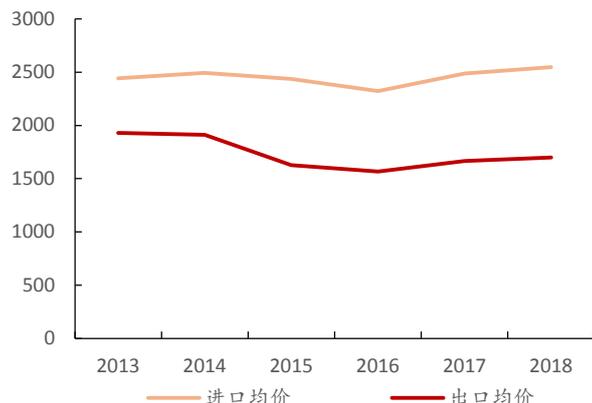
资料来源: 海关总署、中泰证券研究所

图 21: 国内表面活性剂出口量(万吨)及增速



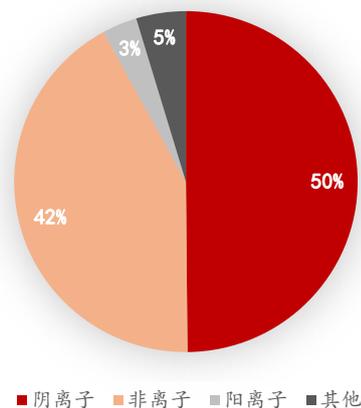
资料来源: 海关总署、中泰证券研究所

图 22: 国内表面活性剂进出口均价(美元/吨)



资料来源: 海关总署、中泰证券研究所

图 23: 2018 年国内表面活性剂占比



资料来源: 中国洗涤用品工业协会、中泰证券研究所

2.3 表面活性剂竞争格局

表面活性剂种类繁多, 多达 6000 余种, 目前业内厂家主要包括两大阵营。一类主要是以陶氏化学、巴斯夫、英国禾大为代表的海外精细化工巨头, 该类企业产品种类齐全, 研发能力强, 涉及产品包括表面活性剂上下游在内的多个领域。另一类是国内特种表面活性剂生产商。主要包括钟山化工、威尔化工、科隆精化、奥克股份等企业, 产品种类相对较少, 主要专注于其中一个领域。

图 24: 表面活性剂主要企业

公司名称	国家	竞争领域	公司介绍
巴斯夫	德国	印染助剂	世界最大的化工企业之一, 在欧洲、亚洲、南北美洲的 41 个国家拥有超过 160 家全资子公司或者合资公司。向客户提供一系列的高性能产品, 涵盖化学品、塑料、特性产品、作物保护产品以及原油和天然气多元化学公司, 全球拥有约 50000 名员工, 在 35 个国家运营 188 个生产基地, 产品达 5000 多种。为各消费市场包括纯水、食品、药品、油漆、包装, 以及个人护理产品、建筑、家居和汽车等产品
陶氏化学	美国	有机硅	全球性化学品公司, 年销售额逾 10 亿英镑, 4000 员工, 24 个工厂, 主要业务覆盖个人护理品、健康护理品、家具护理品等行业, 全球个人护理品原料的首要生产供应商。
英国禾大	英国	润滑油及金属加工液	国内最大的高性能混凝土减水剂聚醚和太阳能电池硅切割液的制造商
奥克化学	中国	减水剂	以聚羧酸减水剂为主导, 太阳能切削液、苯醚系列产品、等为补充的完善的产品线体系
科隆股份	中国	减水剂	特种表面活性剂、聚醚多元醇为主, 我国大型农用乳化剂生产企业之一
钟山化工	中国	有机硅	拥有万吨烷基糖苷、万吨阻燃剂、万吨有机硅、万吨硅橡胶的产能
晨化股份	中国	有机硅	主要生产各种特种表面活性剂, 具有 8 万吨工业助剂的年产能
海安石油	中国	印染助剂	主营药用辅料、高级合成润滑油基础油、特种表面活性剂及聚醚, 年综合产能逾 40000 吨
威尔化工	中国	润滑油及金属加工液	主营天然动植物油脂化工衍生物产品, 产能 3 万吨
海盐精细化工	中国	润滑油及金属加工液	

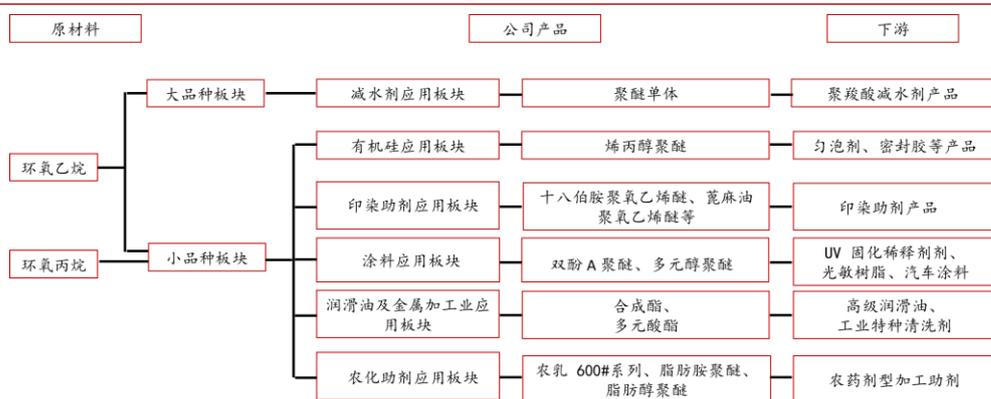
资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

3 大品种调结构、功能性小品种创盈利

环氧乙烷和环氧丙烷为公司核心原材料。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。环氧乙烷的特点是无法库存、连续生产，供应商主要为中国石油、中国石化等大型国企，呈现出寡头垄断的市场格局。这些供应商对下游客户的采购规模和计划性要求较高，同时受装置检修等因素的影响，环氧乙烷的产量会出现短期的波动，因此青睐下游稳定采购、迅速付款的长期大客户。

公司产品主要包括大品种和小品种两个板块。大品种板块主要为减水剂板块，产品为聚醚单体，对于环氧乙烷使用量较大。小品种板块下游应用较广，主要包括有机硅、印染助剂、涂料、润滑油和农化助剂等板块，产品种类较多，但单一下游环氧乙烷用量不大。

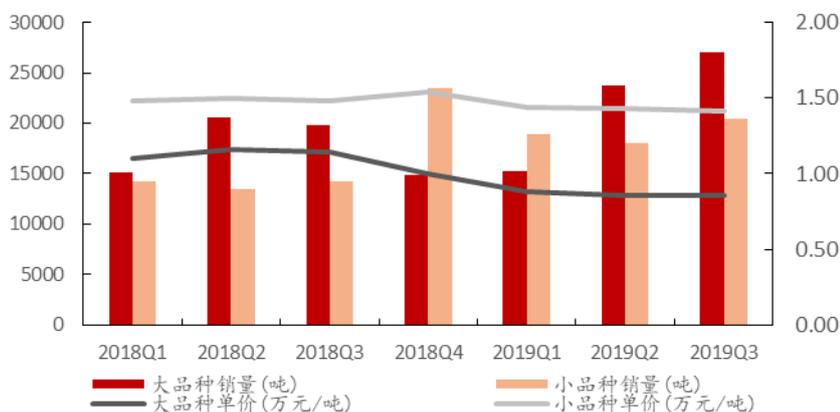
图 25：公司主要产品及产业链上下游



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

大品种调结构，功能型小品种创盈利。为了保证公司环氧乙烷的长期稳定供应，公司在实践中遵循“大品种调结构、功能性小品种创盈利”的经营策略。一方面，维持大品种产品的生产和销售，减水剂应用板块虽然毛利率相对较低，但对环氧乙烷的使用量较大，从而有效保证公司在供应商中的优势地位。此外，在环氧乙烷供应紧张时，公司可根据生产经营需要，通过大小品种产品生产结构的调整，优先保证毛利率较高的小品种产品的生产，提升公司整体盈利能力；另一方面，公司通过推进板块营销战略，深入挖掘下游客户需求，通过“定制化”开发的方式重点发展进入壁垒高、盈利能力较强的小品种产品市场。

图 26：公司产品季度销量及均价

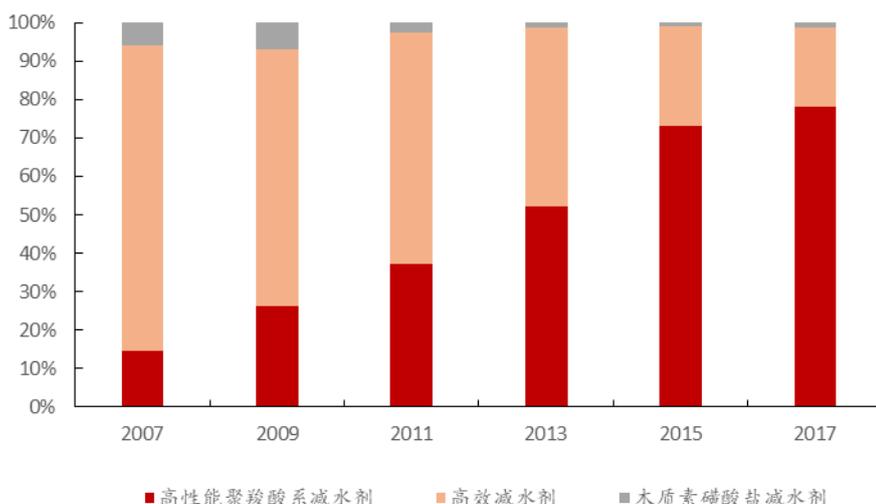


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

3.1 减水剂为公司核心大品种板块

公司产品主要用于聚羧酸减水剂。减水剂是一种在维持混凝土坍落度不变的条件下，能减少拌合用水量的混凝土外加剂。近年来，减水剂的研究与生产朝着高性能、无污染方向发展，其中，聚羧酸减水剂因其减水率高、保坍性能好、掺量低、无污染、缓凝时间少等优异性能成为混凝土减水剂的主要发展方向。公司减水剂应用板块产品主要为聚醚单体，下游主要为高性能的聚羧酸减水剂产品，最终端应用到混凝土中用于大型基建、高层建筑等混凝土基础设施领域。

图 27：高性能聚羧酸系减水剂占比逐渐提高



资料来源：《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和市场动态》、中泰证券研究所

减水剂下游需求主要来源于基建和房地产等领域。2019年1-10月，全国固定资产投资完成额同比增长5.2%，延续企稳回升的态势。房屋新开工面积18.56亿平方米，同比增长10%，有望带动减水剂行业整体需求向好。

图 28：固定资产投资完成额累计同比



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

图 29：房屋新开工面积及同比



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

2018年，国内聚羧酸减水剂单体产能293万吨，产量120万吨，行业产能利用率较低。目前产能最大的是奥克股份，单体产能54万吨，占比18.43%。行业前五家合计产能90万吨，占比30.72%，行业集中度不高，存在整合空间。

图 30：聚羧酸减水剂单体产能产量及产能利用率

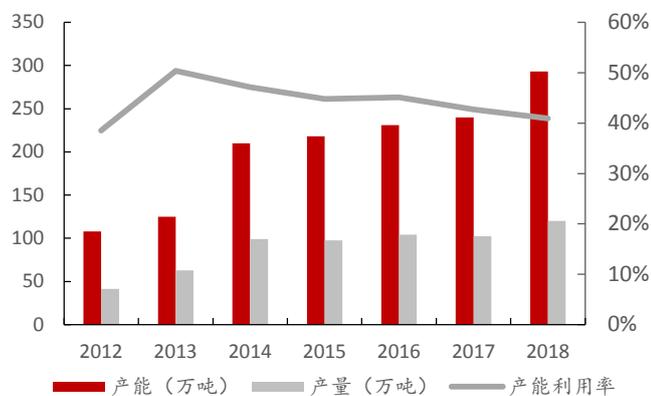
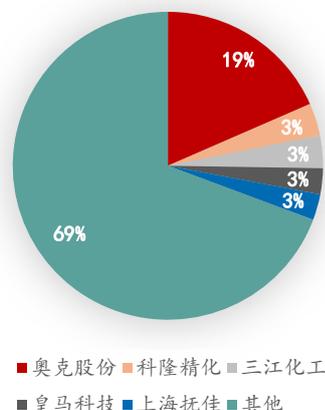


图 31：聚羧酸减水剂单体格局



资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

3.2 小品种板块种类较多

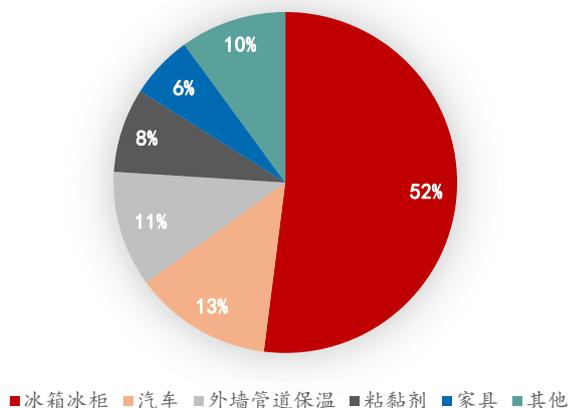
公司小品种板块产品众多，品类多大1300多种，主要下游包括有机硅应用板块、印染助剂应用板块、涂料应用板块、润滑油及金属加工液应用板块、农化助剂应用板块等。整体而言，小品种板块下游较为分散，客户要求差异较大，定制化需求及壁垒较高，产品议价能力较强，利润率较高，小品种板块为公司盈利的重要来源。

3.2.1 有机硅应用板块

公司有机硅用聚醚主要应用到聚氨酯泡沫材料以及建筑密封胶等领域。公司有机硅板块产品主要为各类烯丙醇聚醚，主要用于生产匀泡剂、密封胶等有机硅产品，该产品的最终端应用广泛，主要包括家居沙发、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等多个领域。目前公司生产的有机硅用聚醚主要应用到聚氨酯泡沫材料以及建筑密封胶等领域。

聚氨酯泡沫塑料包括硬质聚氨酯泡沫塑料（简称“硬泡”）和软质聚氨酯泡沫塑料（简称“软泡”），生产聚氨酯泡沫塑料中均需要采用稳泡剂作为关键助剂。聚氨酯硬泡主要应用于冰箱冰柜、汽车、外墙管道保温、粘黏剂、家具等领域，其中冰箱冰柜占比较高。聚氨酯软泡主要应用于家具、汽车、服装、鞋材、体育类等领域，其中家具占比较高。据前瞻产业研究院，2018年我国聚氨酯硬泡和软泡产量分别为272和215万吨，合计487万吨，同比+4.28%，增速较为平稳。

图 32：聚氨酯硬泡主要下游



资料来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

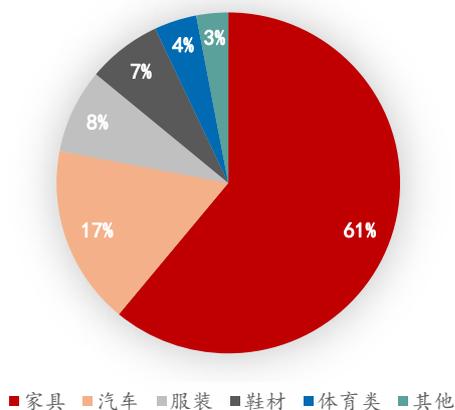
按照目前的生产工艺聚氨酯泡沫生产中稳泡剂的使用比例基本为 1%-2%之间，取其平均值 1.5%。生产稳泡剂的需要消耗聚醚的比例因产品相差较大，平均约为 50%左右。按照 2018 年我国聚氨酯泡沫合计用量 487 万吨测算，所需稳定剂 7.3 万吨，对应聚醚需求量 3.7 万吨。

图 33：我国聚氨酯硬泡产量及增速



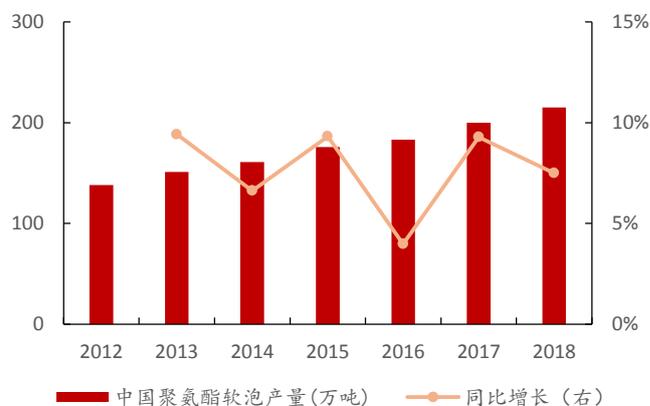
资料来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

图 34：聚氨酯软泡主要下游



资料来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

图 35：我国聚氨酯软泡产量及增速



资料来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

目前高性能建筑密封胶主要包括聚硫密封胶、聚氨酯密封胶、硅酮密封胶和有机硅改性聚醚密封胶。其中聚硫密封胶低温固化速度慢、易老化变硬、缺乏耐久性，而且带有强烈刺激性的臭味，正逐渐退出建筑应用领域；聚氨酯密封胶固化时释放出二氧化碳使胶层产生气孔，固化速度较慢且耐湿热和耐老化性较差，长期储存稳定性欠佳；硅酮密封胶可施工性差，撕裂强度低，不耐穿刺，胶层易产生油状渗析物污染混凝土、石材及其他装饰材料。

有机硅改性聚醚密封胶在结构上继承了端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，是国内外新型密封胶发展的一个重要方向。作为高性能的弹性密封胶，有机硅改性聚醚密封胶拥有良好的施工性、可涂性和无污染性，产品能满足市场要求。有机硅改性聚醚密封胶因其优异性能在日本和欧美等国已经陆续占

据主导地位，我国木器虽然尚处于起始阶段，不过随着目前国内的环保意识的逐渐增强，国内对于高性能环保的密封胶将会逐渐替代原有密封胶市场份额，需求也会逐渐增加，国内有机硅改性聚醚密封胶的需求也将逐渐和国外同步。

3.2.2 印染助剂应用板块

印染助剂是在织物印花和染色的过程中所使用的助剂，能够提高印花和染色的效果，包括印花助剂和染色助剂，其中印花助剂有增稠剂、粘合剂、交链剂、乳化剂、分散剂和其他印花助剂等。公司印染助剂板块相关产品主要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。

印染行业下游主要看布、纱以及化学纤维产量。2019年1-10月我国化学纤维产量4957万吨，同比增长19.94%，增速较快。但2019年1-10月我国布和纱累计产量分别同比下滑2%和0.3%，布和纱行业需求增速较缓。据《印染助剂行业分析研究报告》，纺织工业发达国家的纺织印染助剂产量与纤维量之比达到15:100，世界平均水平为7:100。我国目前仅为4:100，品种不到日本的1/4，提升空间较大。虽然国产纺织印染助剂的自给率已经达到90%左右，但只适应中、低档纺织品的需要，行业结构不合理，在制造技术和品种开发都与国际水平存在较大差距。新型绿色的印染助剂将在未来逐渐替代现有市场，打开市场空间。

图 36：我国布和纱产量同比增速



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

图 37：我国化学纤维产量及增速



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

3.2.3 涂料应用板块

公司涂料应用板块产品主要为双酚A聚醚、多元醇聚醚等，用于生产UV固化稀释剂、光敏树脂、汽车涂料等，该板块产品最终端是可应用于各种特种涂料及高端工业涂料油漆。

截至2018年11月份，我国涂料行业产量1601.71万吨，同比-12.74%，行业需求虽然有所下滑，但整体仍维持在较高水平。UV涂料近年来发展较为迅速，2016年国内UV涂料产量8.5万吨，在涂料行业占比较低，考虑到UV涂料相比传统涂料具备绿色环保等性能，未来占比有望进一步提高，进而拉动公司涂料板块产品需求。

图 38：我国涂料产量及增速



资料来源：国家统计局、中泰证券研究所

图 39：我国 UV 涂料产量及增速

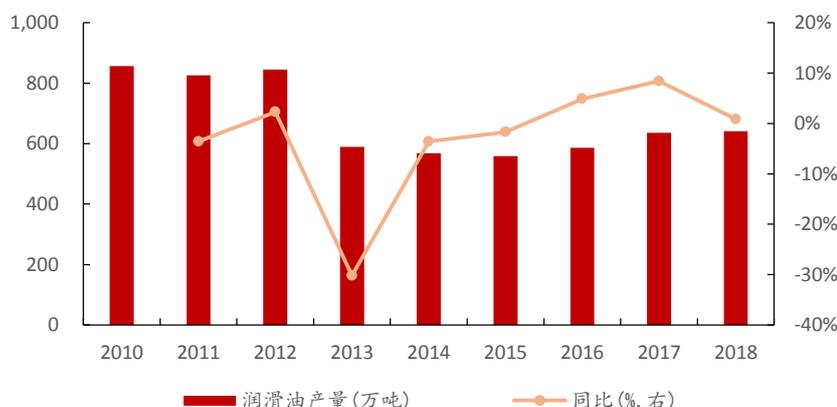


资料来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

3.2.4 润滑油及金属加工液应用板块

润滑油的构成主要有车用润滑油、工业润滑油、工艺用油、金属加工液和防锈剂等。2016 年国内润滑油产量 641 万吨，近年来需求较为稳定。公司润滑油及金属加工液应用板块产品主要为合成酯、多元酸酯等，用于高级润滑油、工业特种清洗剂等，该板块产品最终端是可应用于航空航天、高端汽车、船舶发动机油、抗燃和生物可降解的液压油等多个领域。

图 40：国内润滑油产量及增速



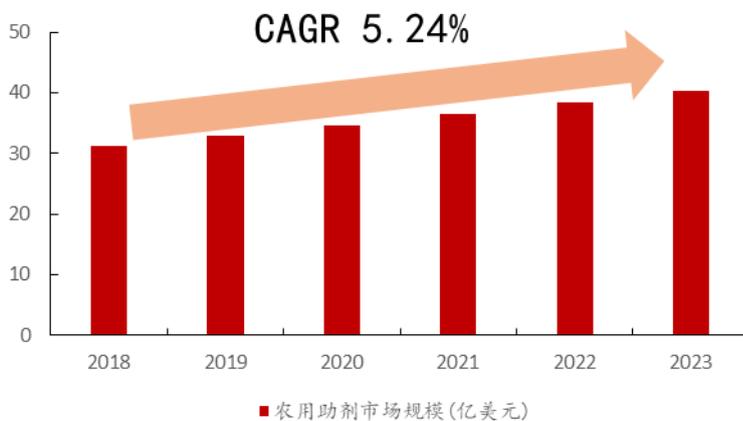
资料来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

3.2.5 农化助剂应用板块

农药制剂是由农药原药和农药助剂配制而成。农药助剂主体是表面活性剂，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。公司产品主要为农乳 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。

据 Marketsand Markets 的报告，到 2023 年全球农用助剂市场将从 2018 年的 31.3 亿美元增长到 40.4 亿美元，复合年增长率达到 5.24%。公司农药助剂板块业务空间广阔。

图 41：全球农用助剂市场规模及增速



资料来源：Marketsand Markets、中泰证券研究所

4 产能投放在即，保障公司发展

产能持续投放，保障公司发展。公司目前在建项目主要包括“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”、“年产 0.8 万吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）技改项目”和“10 万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目”。其中“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”、“年产 0.8 万吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）技改项目”投资额分别为 2.19 和 1.20 亿元，预计营收分别为 11.06 和 1.57 亿元，预计净利润分比为 5961 和 2372 万元，合计 8333 万元。公司“10 万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目”为母公司基地搬迁项目，有望进一步优化公司产品结构，提高公司的盈利能力。

图 42：公司在建项目情况

实施主体	在建产能 (万吨/年)	具体品种	投资额 (亿元)	预计营收 (亿元)	预计净利润 (万元)	预计投产 时间
绿科安 化学	7.7	特种聚醚、高 端合成酯	2.19	11.06	5961	2019.12
	0.8	聚醚胺	1.20	1.57	2372	2020.3
皇马 新材料	10	新材料树脂及 特种工业表面 活性剂	9.70	\	\	2020.12
合计	18.5					

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

5 盈利预测及估值

假设：

- (1) 假设公司在建项目按时投放。
- (2) 假设公司新投产产品有序销售。

图 43：盈利预测业务拆分

产品	项目	2018A	2019E	2020E	2021E
大品种	销售收入（百万元）	709.0	774.4	930.0	1127.0
	yoy (%)	-20%	9%	20%	21%
	经营成本（百万元）	613.0	654.4	781.2	941.0
小品种	销售收入（百万元）	1009.5	1131.6	1480.0	1817.0
	yoy (%)	26%	12%	31%	23%
	经营成本（百万元）	770.2	826.1	1065.6	1290.1
其他	销售收入（百万元）	0.3	0.4	0.5	0.6
	yoy (%)	-71%	20%	20%	20%
	经营成本（百万元）	0.1	0.1	0.2	0.2
合计	销售收入（百万元）	1718.8	1906.4	2410.5	2944.6
	yoy (%)	2%	11%	26%	22%
	经营成本（百万元）	1383.4	1480.6	1847.0	2231.3

资料来源：wind，中泰证券研究所

预测 2019-2021 年公司净利润分别为 2.56 亿、3.23 亿和 4.26 亿元，EPS 分别为 0.91 元、1.16 元和 1.52 元，对应 PE 为 18/14/11 倍。

我们选取三家表面活性剂公司进行估值对比，2020 年平均估值 PE 为 12 倍（对应 2019 年 12 月 5 日收盘价），皇马科技 2020 年 PE 为 14 倍。我们认为公司作为表面活性剂龙头企业，叠加新增产能陆续投放，业绩有望持续增长，给予公司“买入”评级。

图 44：可比公司估值

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 (2019-12-5)	EPS				PE			
					18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002637.SZ	赞宇科技	39.01	4.23	9.23	0.43	0.87	0.96	1.15	21	11	10	8
300082.SZ	奥克股份	36.76	6.81	5.40	0.48	0.55	0.75	0.83	11	10	7	6
603351.SH	威尔药业	29.15	0.93	31.23	2.24	1.40	1.53	1.89	14	22	20	17
	平均								16	14	12	10
603181.SH	皇马科技	45.02	2.80	16.08	0.7	0.91	1.16	1.52	23	18	14	11

资料来源：wind，中泰证券研究所

6 风险提示

产能投放低于预期。公司在建“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”、“年产 0.8 万吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）技改项目”和“10 万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目”未能及时投产。

客户拓展低于预期。公司客户拓展低于预期，产品无法满产满销。

原材料价格波动的风险。原材料环氧乙烷及环氧丙烷价格大幅波动，侵蚀公司毛利率。

损益表 (人民币百万元)

	2018E	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,719	1,906	2,411	2,945
增长率	2.1%	10.9%	26.4%	22.2%
营业成本	-1,383	-1,481	-1,847	-2,231
%销售收入	80.5%	77.7%	76.6%	75.8%
毛利	335	426	564	713
%销售收入	19.5%	22.3%	23.4%	24.2%
营业税金及附加	-7	-8	-10	-13
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-34	-38	-46	-53
%销售收入	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
管理费用	-32	-103	-125	-147
%销售收入	1.9%	5.4%	5.2%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	263	277	382	500
%销售收入	15.3%	14.5%	15.8%	17.0%
财务费用	-4	10	0	0
%销售收入	0.3%	-0.5%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	4	5	6	6
%税前利润	1.7%	1.7%	1.5%	1.2%
营业利润	261	293	389	508
营业利润率	15.2%	15.4%	16.2%	17.2%
营业外收支	1	2	2	1
税前利润	262	295	391	509
利润率	15.2%	15.5%	16.2%	17.3%
所得税	-28	-36	-48	-62
所得税率	10.6%	12.2%	12.3%	12.3%
净利润	197	256	341	444
少数股东损益	0	0	17	18
归属于母公司的净利润	197	256	323	426
净利率	11.5%	13.4%	13.4%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018E	2019E	2020E	2021E
净利润	197	256	341	444
加:折旧和摊销	58	59	65	70
资产减值准备	-2	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-10	0	0
投资收益	-4	-5	-6	-6
少数股东损益	0	0	17	18
营运资金的变动	62	-288	52	-321
经营活动现金净流	205	12	452	187
固定资本投资	-206	-70	-70	-70
投资活动现金净流	6	-65	-64	-64
股利分配	-45	-45	-77	-91
其他	-120	113	-41	0
筹资活动现金净流	-165	67	-118	-91
现金净流量	46	14	270	32

资产负债表 (人民币百万元)

	2018E	2019E	2020E	2021E
货币资金	132	146	416	448
应收款项	333	556	568	805
存货	133	133	199	202
其他流动资产	317	319	328	331
流动资产	915	1,155	1,511	1,786
%总资产	48.4%	54.0%	60.4%	64.4%
长期投资	0	0	0	0
固定资产	740	758	770	775
%总资产	39.2%	35.4%	30.8%	27.9%
无形资产	123	120	116	113
非流动资产	975	986	990	990
%总资产	51.6%	46.0%	39.6%	35.6%
资产总计	1,889	2,140	2,501	2,776
短期借款	0	41	0	0
应付款项	157	94	233	155
其他流动负债	17	17	17	17
流动负债	174	152	250	172
长期贷款	0	0	0	0
其他长期负债	280	280	280	280
负债	454	433	530	452
普通股股东权益	1,435	1,708	1,955	2,289
少数股东权益	0	0	17	35
负债股东权益合计	1,889	2,140	2,501	2,776

比率分析

	2018E	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益(元)	0.70	0.91	1.16	1.52
每股净资产(元)	5.13	6.10	6.98	8.18
每股经营现金净流(元)	0.73	0.04	1.61	0.67
每股股利(元)	0.16	0.16	0.27	0.33
回报率				
净资产收益率	13.73%	15.00%	16.55%	18.61%
总资产收益率	10.43%	11.97%	13.61%	15.98%
投入资本收益率	15.28%	18.93%	21.22%	28.55%
增长率				
营业总收入增长率	2.15%	10.92%	26.44%	22.16%
EBIT增长率	48.93%	4.17%	37.99%	30.61%
净利润增长率	33.34%	29.99%	26.31%	31.68%
总资产增长率	23.73%	13.28%	16.87%	10.98%
资产管理能力				
应收账款周转天数	49.1	49.1	49.1	49.1
存货周转天数	26.0	25.1	24.8	24.5
应付账款周转天数	29.4	25.8	27.6	26.7
固定资产周转天数	141.2	141.5	114.1	94.4
偿债能力				
净负债/股东权益	-10.19%	-21.98%	-22.73%	-35.07%
EBIT利息保障倍数	59.8	-28.0		
资产负债率	24.03%	20.21%	21.18%	16.28%

资料来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。