

皇马科技（603181）

公司研究/调研简报

特种表面活性剂龙头，产品布局优势逐步凸显

调研简报/基础化工

2019年06月27日

一、分析与判断

➤ 大小品种优势互补，研发创新驱动发展

公司自成立以来一直专注于特种表面活性剂的研产销，目前年产能达20万吨以上，产品种类超过1300种，是国内生产规模最大、品种最全、科技含量较高的特种表面活性剂生产企业之一，综合实力位居全国同行前列。为解决上下游稳定供应间的矛盾，公司实行“大品种调结构，功能性小品种创盈利”的经营策略，小品种板块持续放量，销售占比稳步提升，盈利能力不断增强。此外，公司以研发中心为主导建立了完善的研发体系，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，开发研制出千余种产品，2018年度新增授权发明专利11项，累计83项，具有持续的技术创新和产品开发优势。

➤ 特种表面活性剂下游应用广泛，市场逐步扩大

我国表面活性剂产业虽起步较晚但发展迅速，其下游应用非常广泛，涉及水处理、涂料、建筑、油漆、日化、电子、农药、化纤等行业，并正扩展到各高新技术领域，为新材料、生物、能源、信息等提供了有力支撑。据统计，2015-2017年我国非离子表面活性剂总产量环比平均增速约为8.3%，预计到2020年，全球表面活性剂市场将达到427亿美元，市场总量约2280万吨。目前行业市场全球市场由跨国企业主导，处于国内企业快速扩张的阶段。

➤ 募投产能逐步释放，新项目奠定未来高增长

公司新建项目立足于高端产品、小品种产品的开拓，现有“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”，预计将于2019年12月完工；“年产0.8万吨聚醚胺”将于2020年3月投产。此外，公司计划投资9.7亿元新建的“年产10万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目”，也将于2020年12月完工。新项目的投入生产，将为公司未来增长打下坚实的基础。

二、投资建议

预计公司2019-2021年EPS为1.32元、1.68元、2.08元，对应PE分别为11倍、8.9倍、7.1倍。参考SW其他化学制品板块当前平均26倍PE水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示：

新项目推进不达预期；下游需求不及预期；原材料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,719	2,104	2,440	2,784
增长率（%）	2.1%	22.4%	16.0%	14.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	197	265	336	416
增长率（%）	33.3%	34.3%	26.8%	24.1%
每股收益（元）	0.99	1.32	1.68	2.08
PE（现价）	15.0	11.2	8.9	7.1
PB	2.1	1.8	1.5	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

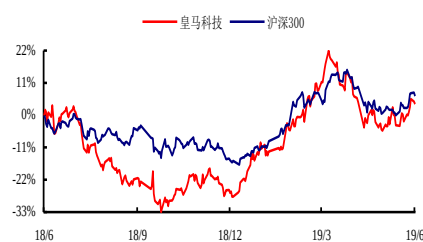
当前价格：14.88元

交易数据

2019-6-26

近12个月最高/最低(元)	24.09/13.2
总股本（百万股）	280
流通股本（百万股）	139
流通股比例（%）	49.50
总市值（亿元）	40
流通市值（亿元）	20

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009
电话：010-85127892
邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：李骥

执业证号：S0100119010009
电话：021-60876731
邮箱：liji@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号：S0100118070030
电话：010-85127892
邮箱：wangjingshu@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,719	2,104	2,440	2,784
营业成本	1,383	1,683	1,916	2,151
营业税金及附加	7	9	10	12
销售费用	34	42	49	56
管理费用	32	53	56	56
研发费用	62	38	51	63
EBIT	200	279	357	447
财务费用	4	(1)	(1)	(2)
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	4	2	3	3
营业利润	224	296	375	467
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	225	297	377	469
所得税	28	33	41	52
净利润	197	265	336	416
归属于母公司净利润	197	265	336	416
EBITDA	258	343	426	523
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	132	174	388	678
应收账款及票据	327	477	545	609
预付款项	21	28	31	35
存货	133	161	173	204
其他流动资产	296	296	296	296
流动资产合计	915	1135	1439	1823
长期股权投资	0	2	5	8
固定资产	740	810	887	971
无形资产	123	123	123	123
非流动资产合计	975	1027	1088	1151
资产合计	1889	2163	2527	2974
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	146	147	171	196
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	174	183	211	242
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	280	280	280	280
非流动负债合计	280	280	280	280
负债合计	454	463	491	522
股本	200	200	200	200
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1435	1700	2036	2452
负债和股东权益合计	1889	2163	2527	2974

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	2.1%	22.4%	16.0%	14.1%
EBIT 增长率	10.7%	39.4%	27.6%	25.3%
净利润增长率	33.3%	34.3%	26.8%	24.1%
盈利能力				
毛利率	19.5%	20.0%	21.5%	22.7%
净利润率	11.5%	12.6%	13.8%	15.0%
总资产收益率 ROA	10.4%	12.2%	13.3%	14.0%
净资产收益率 ROE	13.7%	15.6%	16.5%	17.0%
偿债能力				
流动比率	5.3	6.2	6.8	7.5
速动比率	4.5	5.3	6.0	6.7
现金比率	0.8	1.0	1.8	2.8
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	48.5	51.3	50.8	50.6
存货周转天数	32.3	31.4	31.4	31.5
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.3	1.7	2.1
每股净资产	7.2	8.5	10.2	12.3
每股经营现金流	1.0	0.8	1.7	2.1
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	15.0	11.2	8.9	7.1
PB	2.1	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	12.6	10.5	7.9	6.0
股息收益率	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	197	265	336	416
折旧和摊销	56	63	70	76
营运资金变动	(36)	(170)	(61)	(63)
经营活动现金流	205	154	341	425
资本开支	98	112	126	135
投资	(160)	0	0	0
投资活动现金流	6	(112)	(126)	(135)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(116)	0	0	0
筹资活动现金流	(165)	0	0	0
现金净流量	46	42	214	290

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

李骥，北京大学材料学博士，2017年新财富有色金属行业第三名团队成员，2018年12月加入民生证券化工团队。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。