

603181.SH

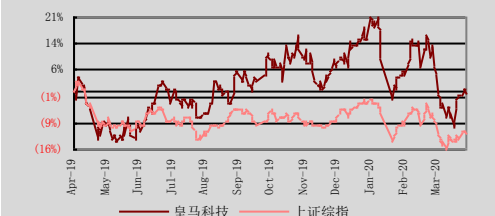
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 15.15

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(13.4)	(11.6)	(13.7)	(4.8)
相对上证指数	(4.1)	(4.9)	(4.1)	9.0

发行股数(百万)	280
流通股(%)	50
总市值(人民币 百万)	4,242
3 个月日均交易额(人民币 百万)	47
净负债比率(%) (2020E)	2
主要股东(%)	
王伟松	20

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 4 月 10 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

余嫄嫄

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

鞠龙

(8621)20328513

long.ju@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519060002

皇马科技

特种表面活性剂龙头, 产能释放成长加速

皇马科技是目前国内生产规模最大、品类齐全、科技含量较高的特种表面活性剂企业之一, 产品类别超过 1,600 种。随着公司特种表面活性剂产能扩张, 并不断拓宽下游需求, 公司业绩有望保持快速增长。

支撑评级的要点

- **受益海外订单转移, 特种表面活性剂行业迎来快速成长期。**根据 PCSD 2017 报告数据, 2016 年全球表面活性剂市场规模超过 425 亿美元, 2020 年将达到 540 亿美元, CAGR 为 5.5%。从人均消费量来看, 中国人均消费约合 3.0kg/年, 远低于北美约为 9.5kg/年。亚洲地区市场的复合年增长率预计将达到 6.5%, 高于全球平均水平。伴随国内企业技术提升、产品质量逐步受到下游客户认可, 同时基于市场拓展及生产成本角度考虑, 海外综合性化工企业逐步将生产订单转移至国内。公司作为表面活性剂龙头, 品种齐全, 在海外订单转移过程中将优先受益。
- **大品种调结构, 行业受益基建提振。**公司秉承“大品种调结构、功能性小品种创盈利”的经营策略, 维持大品种的正常运营, 保持环氧乙烷的稳定性, 保障小品种生产。当前, 基建补短板成为经济增速托底的有效手段, 相关领域投资进度有望提速。聚羧酸减水剂以其高减水率、绿色环保等高性能优势, 迅速抢占减水剂市场, 对应其上游聚醚单体需求快速增长。公司大品种产品受益减水剂需求增长。
- **以研发促销售模式, 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, 产品差异化程度较高。截至 2019 年, 公司累计持有授权发明专利 91 项。公司主要客户包括迈图、赢创、道康宁、科之杰系、西卡系、亚士兰、欧莱雅等精细化工巨头, 客户结构稳定。
- **产能扩张打开小品种业绩增长瓶颈。**公司现有表面活性剂产能 16.88 万吨。“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) 项目”已经技改投产, 2020 年有望贡献销量。“10 万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目”基地搬迁项目预计 2020 年 12 月投产。项目建成后将打开此前小品种产品产能瓶颈, 迎来新一轮快速增长。

估值

- 公司客户结构多元, 渠道布局日臻完善, 特种表面活性剂产能陆续投放, 业绩将稳定增长。预计 2020-2022 年每股收益分别为 1.14 元、1.51 元、1.90 元, 对应 PE 分别为 13.3 倍、10.0 倍、8.0 倍。首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 项目投产进度风险; 原材料价格波动风险; 市场竞争的风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	1,719	1,894	2,091	2,691	3,199
变动(%)	2	10	10	29	19
净利润(人民币 百万)	197	256	318	424	532
全面摊薄每股收益(人民币)	0.704	0.915	1.136	1.514	1.900
变动(%)	33.3	30.0	24.2	33.3	25.5
全面摊薄市盈率(倍)	21.5	16.6	13.3	10.0	8.0
价格/每股现金流量(倍)	20.7	43.1	(6.9)	5.4	46.3
每股现金流量(人民币)	0.73	0.35	(2.20)	2.78	0.33
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.8	11.8	9.7	6.5	5.5
每股股息(人民币)	0.214	0.214	0.284	0.378	0.475
股息率(%)	1.4	1.4	1.9	2.5	3.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

公司概况：领先的表面活性剂企业.....	6
股权结构：董事长王伟松、马荣芬夫妇为实际控制人	7
公司财务分析：步步为营，稳扎稳打	8
特种表面活性剂：受益海外订单转移，行业迎来快速成长期	11
表面活性剂被誉为“工业味精”，下游应用广泛	11
需求端：下游市场巨大，亚洲地区市场空间潜力大	12
供给端：国内表面活性剂摆脱进口依赖，海外订单逐步转移到国内	13
小品种板块产品结构丰富，是公司主要盈利来源	16
有机硅板块：行业稳步增长，主要需求是稳泡剂和密封胶	17
印染助剂板块：行业提升空间较大	18
涂料应用板块：受益环保监管趋严，行业稳步增长	18
农化助剂板块：受益“绿色植保”理念，行业迎来快速增长	19
聚羧酸减水剂单体：大品种调结构，行业受益基建提振	20
大品种稳定原料供应，提高产业链韧性	20
需求端：下游是减水剂，受益基建投资回暖	20
供给端：行业集中度不高，有一定整合空间	22
成本端：受到环氧乙烷影响较大	22
公司优势：经营管理好、研发高效、产品齐全	24
客户多元，快速响应，经营周转顺畅	24
产品品种齐全，抗风险能力更强	25
技术更成熟，研发转换效率更高	25
产品价格滞后原料变动，原油跌价利好毛利率提升	26
募投项目产能在建，奠定未来发展动力	27
盈利预测与投资评级	29
主要假设	29
投资建议	29
风险提示	30

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司产品板块及上下游产业链.....	6
图表 2.公司主要业务情况.....	7
图表 3.公司在建工程情况.....	7
图表 4.公司主要项目情况.....	7
图表 5.公司股权结构图.....	8
图表 6.公司营业收入及同比增速.....	8
图表 7.公司归母净利润及同比增速.....	8
图表 8.分业务营业收入构成.....	9
图表 9.分项业务毛利构成.....	9
图表 10.公司各项业务毛利率.....	9
图表 11.公司期间费用率变化情况.....	9
图表 12.研发费用/营业收入占比较高.....	10
图表 13.研发费用/营业收入高于行业水平.....	10
图表 14.公司近年存货及周转率.....	10
图表 15.公司近年应收账款及周转率.....	10
图表 16.表面活性剂产业链.....	11
图表 17.表面活性剂分类.....	12
图表 18.全球表面活性剂市场规模占比.....	12
图表 19.全球主要地区表面活性剂市场消耗量占比.....	12
图表 20.印度和中国表面活性剂人均消费量低于发达国家.....	13
图表 21.我国表面活性剂销量.....	13
图表 22.全球表面活性剂产量占比.....	14
图表 23.国内表面活性剂产量占比.....	14
图表 24.海外主要特种表面活性剂生产企业.....	14
图表 25.斯泰潘公司表面活性剂业务营业收入.....	14
图表 26.斯泰潘公司表面活性剂业务营业利润.....	14
图表 27.国内表面活性剂逐步摆脱进口依赖.....	15
图表 28.皇马科技来自阿科玛的订单快速增长.....	15
图表 29.国内表面活性剂产量（不含聚醚大单体）.....	15
图表 30.公司小品种产品销量.....	15

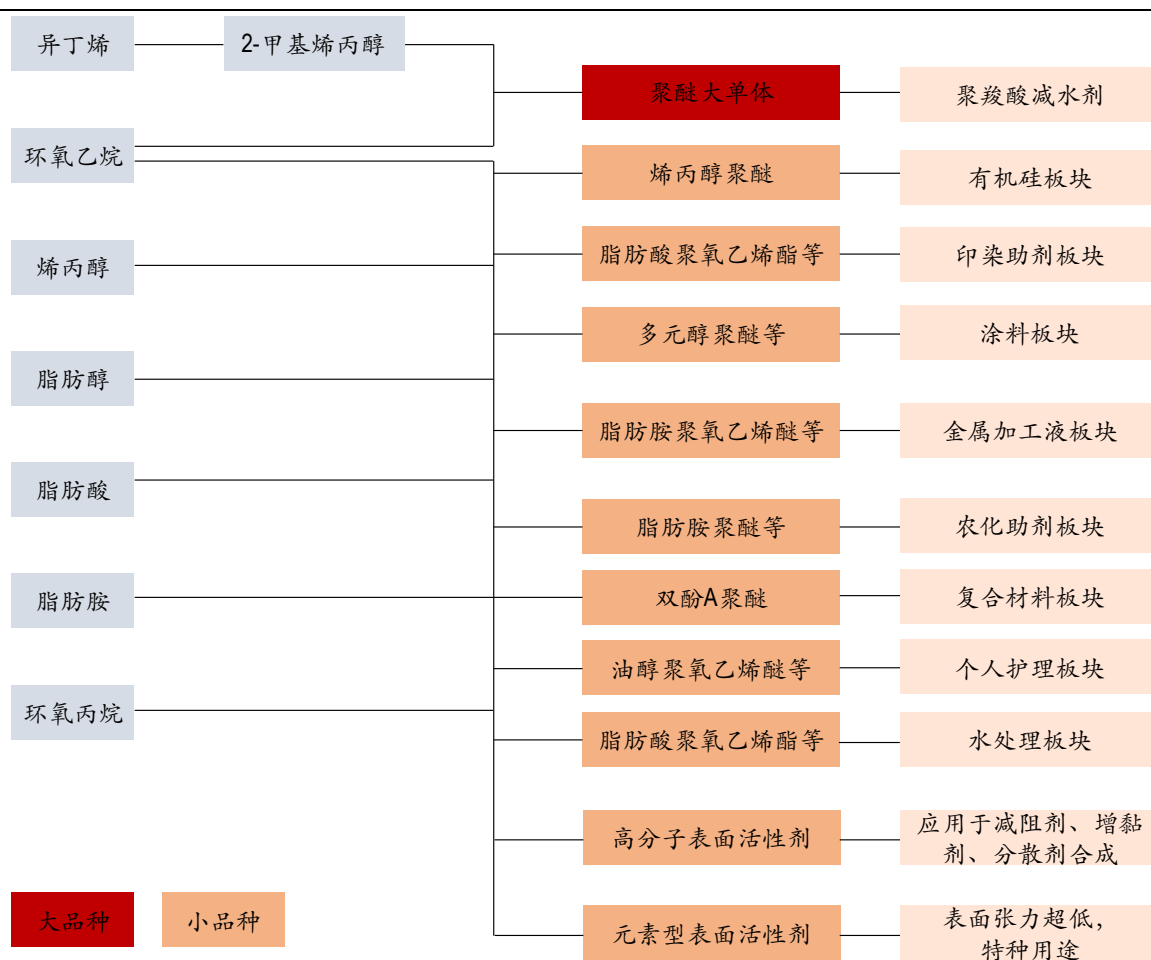
图表 31.公司部分小品种产品分类.....	16
图表 32.公司小品种板块分产品营收	16
图表 33.公司小品种各板块毛利	16
图表 34.公司有机硅下游应用.....	17
图表 35.硬泡聚醚下游消费	17
图表 36.软泡聚醚下游消费	17
图表 37.家用电冰箱产量累计同比.....	18
图表 38.软体家具产量累计同比	18
图表 39.我国布匹和纱累计产量同比增速.....	18
图表 40.我国化学纤维产量及增速.....	18
图表 41.国内溶剂型和环保涂料产量占比.....	19
图表 42.我国 UV 油墨产量及增速	19
图表 43.全球作物农药销售额.....	19
图表 44.公司大品种调结构、功能性小品种创盈利策略.....	20
图表 45.聚羧酸减水剂在建材行业产业链上的应用	20
图表 46.历年我国建筑业总产值	21
图表 47.我国预拌混凝土的产量恢复增长.....	21
图表 48.萘系减水剂及聚羧酸系减水剂占比高	21
图表 49.混凝土减水剂表观需求量.....	21
图表 50.固定资产投资完成额:基础设施建设投资(不含电力)累计同比	21
图表 51.我国聚羧酸减水剂单体产能及产量	22
图表 52.聚羧酸单体主要产能.....	22
图表 53.公司聚醚大单体成本构成.....	23
图表 54.历年环氧乙烷产能和产量情况	23
图表 55.环氧乙烷拟建项目	23
图表 56.TPEG（华东）价格和价差走势	23
图表 57.HPEG（华东）价格和价差走势.....	23
图表 58.公司 2016 年前十名客户销售情况.....	24
图表 59.公司和国际精细化工巨头合作情况	24
图表 60.公司原材料周转水平较高.....	25
图表 61.公司成品周转水平较高	25
图表 62.公司规避行业波动能力高于同行（季度营业收入同比）	25
图表 63.公司现有主要产品技术状况	26
图表 64.奥克股份研发投入规模最大	26
图表 65.近年来公司专利申请数高于其他同行	26

图表 66.公司小品种毛利率与原材料价格走势对比	27
图表 67.公司小品种毛利率与油价同比变化成反比	27
图表 68.公司 IPO 募集资金拟用途.....	27
图表 69.高端功能性表面活性剂项目产品方案概况	27
图表 70.销售收入和毛利率预测	29

公司概况：领先的表面活性剂企业

浙江皇马科技股份有限公司成立于 2003 年，于 2017 年 8 月在上交所主板上市，是国内特种表面活性剂行业龙头企业。依托强大的科研力量和技术储备，以客户需求为导向，公司培育出超过 1,600 多种特种表面活性剂产品。公司产品主要分为大品种板块和小品种板块两大类。大品种板块主要产品为聚醚单体，下游用于生产聚羧酸减水剂，终端为混凝土生产企业及建筑企业；小品种板块产品广泛应用于有机硅、印染助剂、涂料、润滑油及金属加工液、农化助剂、纺丝油剂、复合新材料、油田化学品、造纸化学品等领域。

图表1.公司产品板块及上下游产业链



资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司总部位于浙江省绍兴市上虞区，目前拥有上虞经济技术开发区绿科安厂区及工业新区厂区两个厂区。公司于 2018 年 9 月收到绍兴市上虞区人民政府《关于要求搬迁入园的函》，按照政府的总体部署，公司被要求启动整体搬迁入园工作。根据公司总体规划，子公司皇马新材料在杭州湾上虞经济技术开发区新建生产厂区，待新厂区可以正常投产后再将位于上虞区章镇的老厂区产能逐步过渡至新厂区。

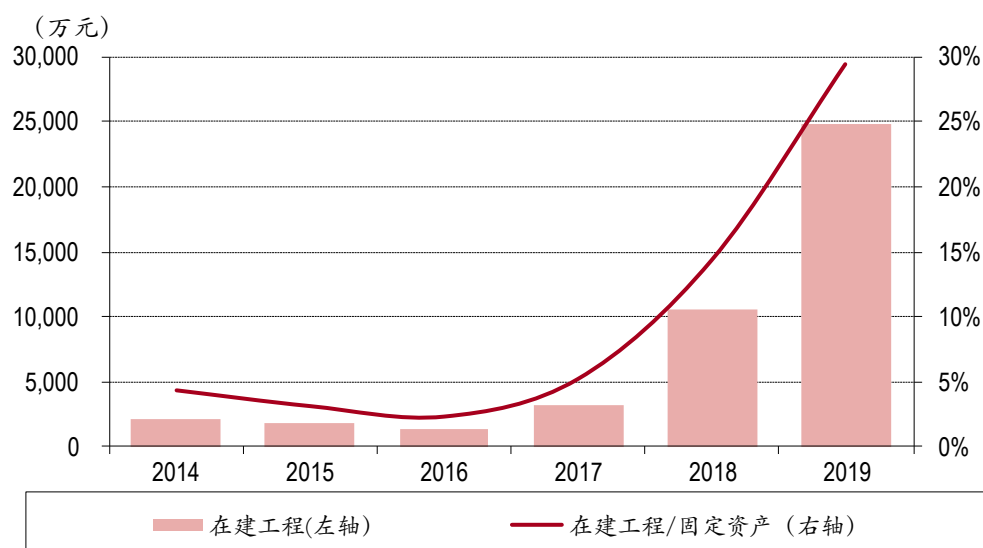
图表2.公司主要业务情况

厂区	产能 (万吨/年)	产能利用率	备注
绍兴市上虞区章镇工业新区厂区	7.18	91.24%	未来将逐步搬迁至杭州湾上虞经济技术开发区
杭州湾上虞经济技术开发区绿科安厂区	13.00	81.46%	小品种和聚醚胺产能合计新增 8.5 万吨/年

资料来源：公司公告，中银证券

在建工程持续增加，为业绩增长蓄力。公司 2018 年在建工程为 1.06 亿元，在建工程固定资产比值为 14.32%；2019 年在建工程为 2.49 亿元，在建工程固定资产比值为 29.45%。公司募投项目主要集中在毛利率较高的小品种板块及新材料领域。

图表3.公司在建工程情况



资料来源：万得，中银证券

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”。此外，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，有望优化产品结构，提高公司的盈利能力。

图表4.公司主要项目情况

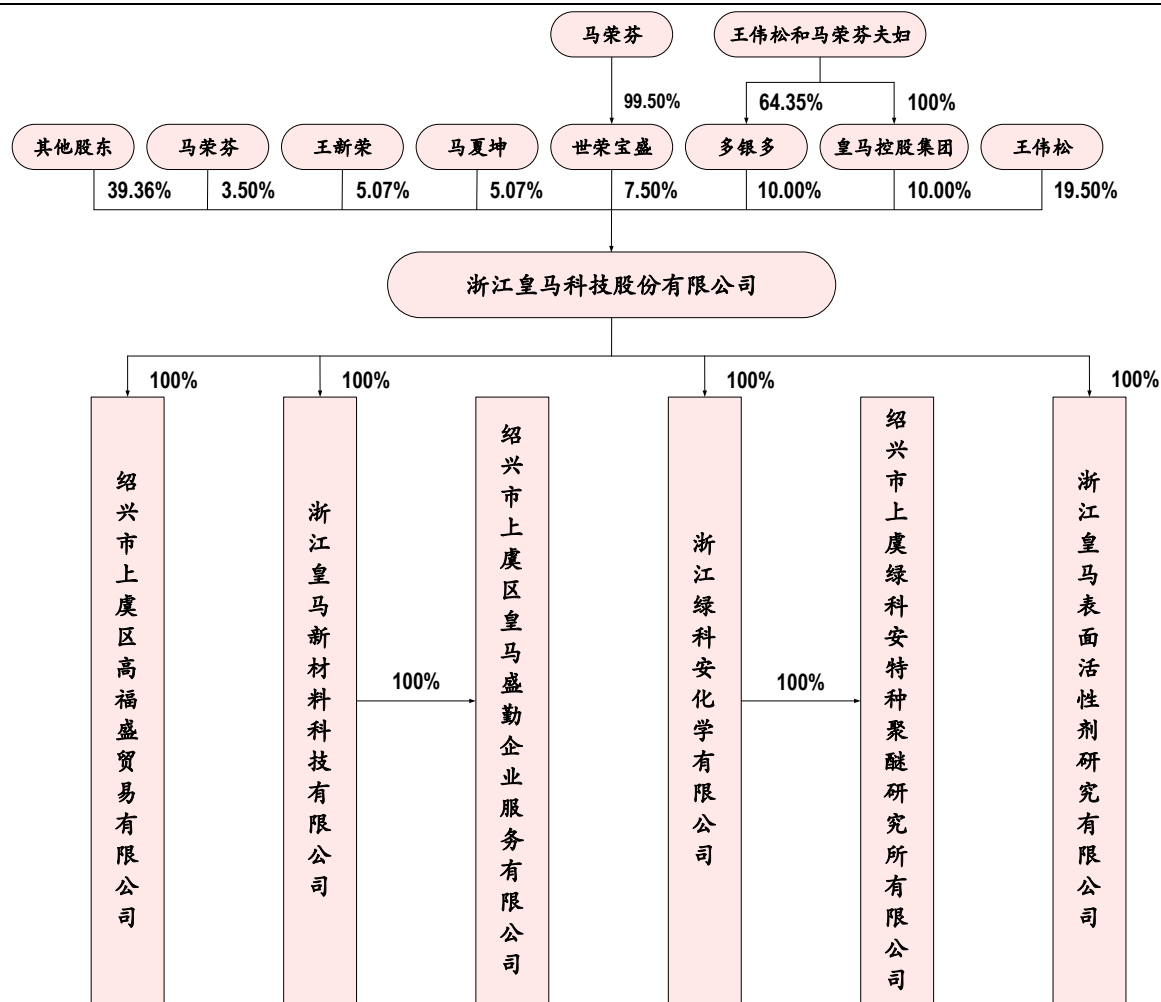
项目名称	项目总投资 (亿元)	预计税后净利润 (万元)	投产时间
年产 7.7 万吨高端功能性表面活性剂技改项目	2.19	5,961.1	2019 年底投产完毕
年产 0.8 万吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）	1.20	2,371.8	2020 年 6 月
年产 10 万吨特种表面活性剂新型智能化综合项目	9.7		2020 年四季度

资料来源：公司公告，中银证券

股权结构：董事长王伟松、马荣芬夫妇为实际控制人

公司前 10 大股东累计持股 1.32 亿股，占总股本比例 65.96%。公司实际控制人王伟松和马荣芬夫妇通过皇马控股集团、多银多、世荣宝盛直接或间接持有公司股份，股权结构较集中。公司有五个下属子公司：绿科安化学有限公司及绿科安特种聚醚研究所有限公司、皇马表面活性剂研究有限公司、高福盛贸易有限公司和皇马新材料科技有限公司。

图表5.公司股权结构图

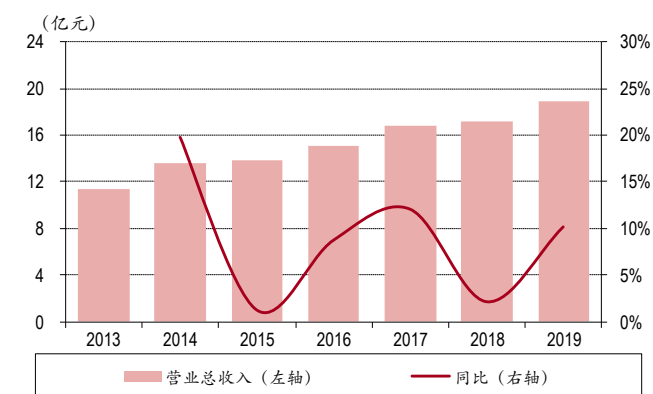


资料来源：公司年报，中银证券

公司财务分析：步步为营，稳扎稳打

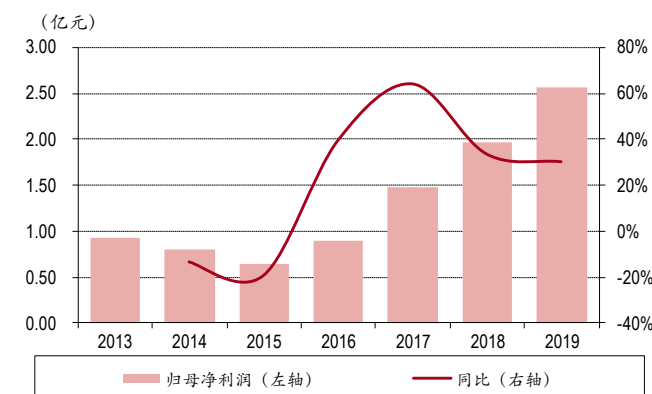
公司实现营业收入稳步增长。2018 年公司营业收入 17.19 亿元，归母净利润 1.97 亿元，分别同比增长 2.15%、33.34%；2019 年公司业务继续维持高增长，营收和归母净利润分别为 18.94 亿元、2.56 亿元，同比分别增长 10.20%、30.01%。公司毛利的增长主要来源于营收产品结构的变化，归母净利的大幅增长来源于财务费用大幅降低以及小品种板块毛利增加。

图表6.公司营业收入及同比增速



资料来源：万得，中银证券

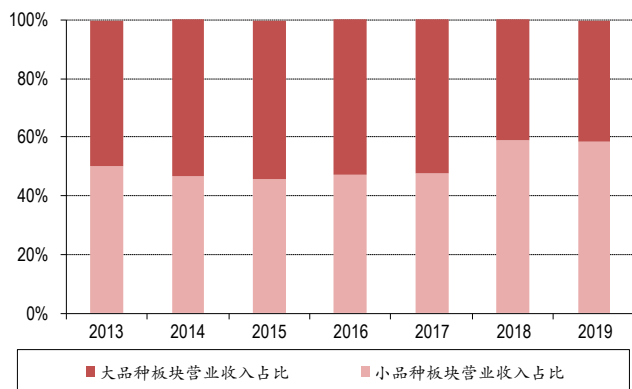
图表7.公司归母净利润及同比增速



资料来源：万得，中银证券

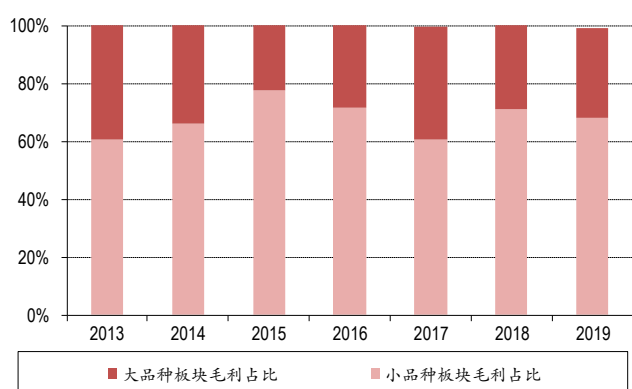
公司大、小品种板块产品营业收入比例较为稳定，小品种板块为主要利润来源。公司推动“大品种调结构、功能性小品种创盈利”的经营策略。从收入结构来看，2019 年公司小品种板块和大品种板块营业收入分别占 58.34%、41.47%，小品种的收入占比有所下降。从毛利构成来看，2019 年公司小品种板块和大品种板块毛利分别占 67.98%、31.26%，小品种产品具备更高的毛利率。未来小品种板块是公司重点发展方向，并会在优势产品上进一步向下游延伸。

图表8.分业务营业收入构成



资料来源：万得，中银证券

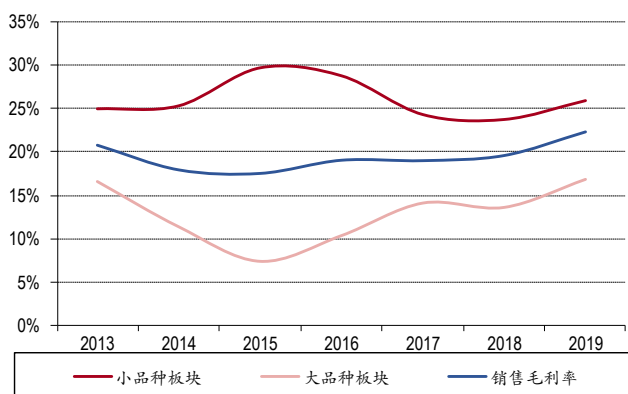
图表9.分项业务毛利构成



资料来源：万得，中银证券

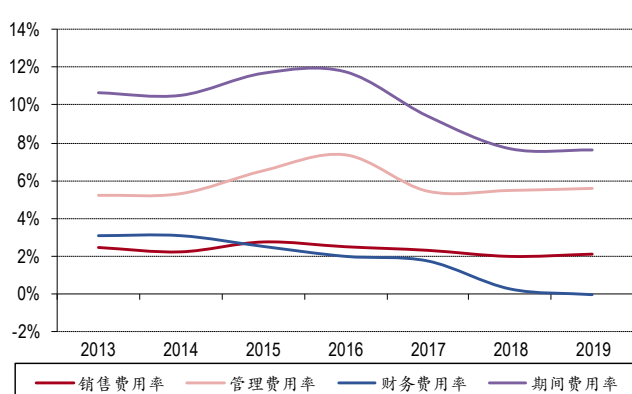
销售毛利率较为稳定，期间费用率下降。2015 年开始，由于环氧乙烷价格下滑，公司大品种产品毛利率有所回升。而在小品种产品中，2016 年有机硅应用板块产品收入占比 24.73%，由于 2016-2018 年有机硅原料价格大幅上涨，产品毛利有所下降，这就不难理解小品种产品毛利下滑。从期间费用率角度来看，2016 年后公司期间费用率下滑，源于公司销售费用和财务费用支出减少。

图表10.公司各项业务毛利率



资料来源：万得，中银证券

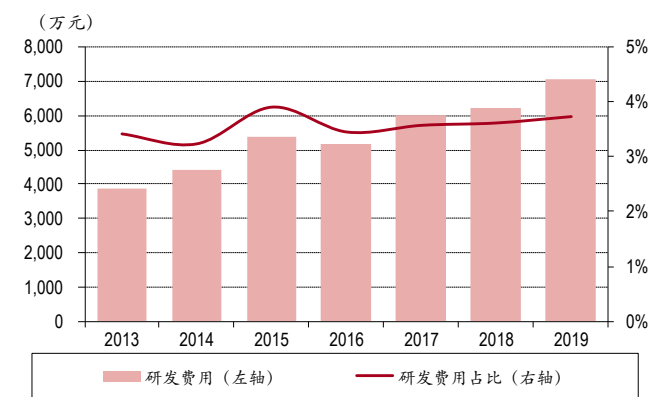
图表11.公司期间费用率变化情况



资料来源：万得，中银证券

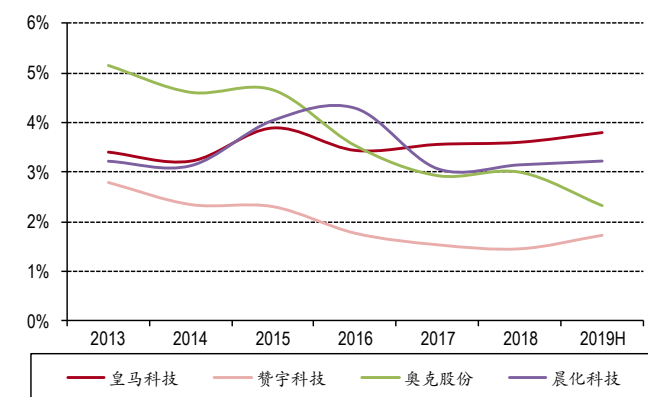
研发费用占高于行业水平。公司小品种的特殊定制产品均需要定制研发，相应研发费用金额及占营业收入比例较高。随着市场开拓、客户需求多样化等因素影响，公司一直保持着较高的研发费支出，费用率高于同行业公司。

图表12.研发费用/营业收入占比较高



资料来源：万得，中银证券

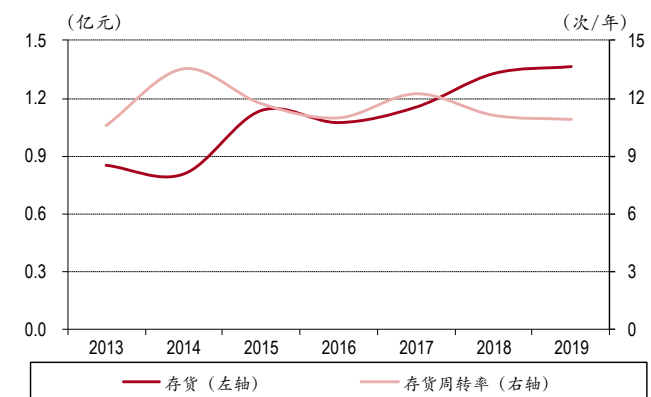
图表13.研发费用/营业收入高于行业水平



资料来源：万得，中银证券

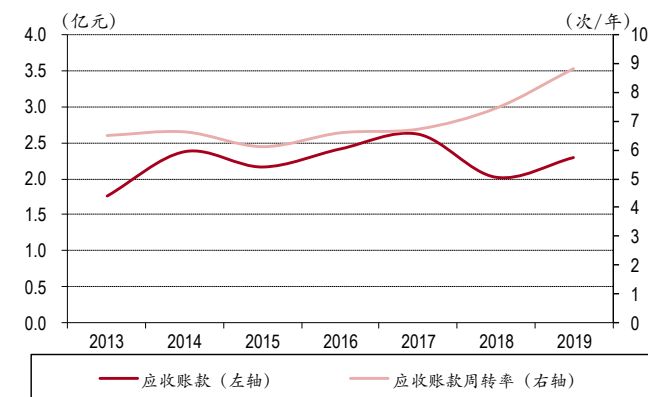
从存货及应收账款周转率来看，公司存货和应收账款规模控制均较好。存货周转率基本维持在 12 次/年，具有较高的流动性；公司应收账款规模较持续下降，说明企业的应收账款收回速度较快，企业资金周转良好。

图表14.公司近年存货及周转率



资料来源：万得，中银证券

图表15.公司近年应收账款及周转率



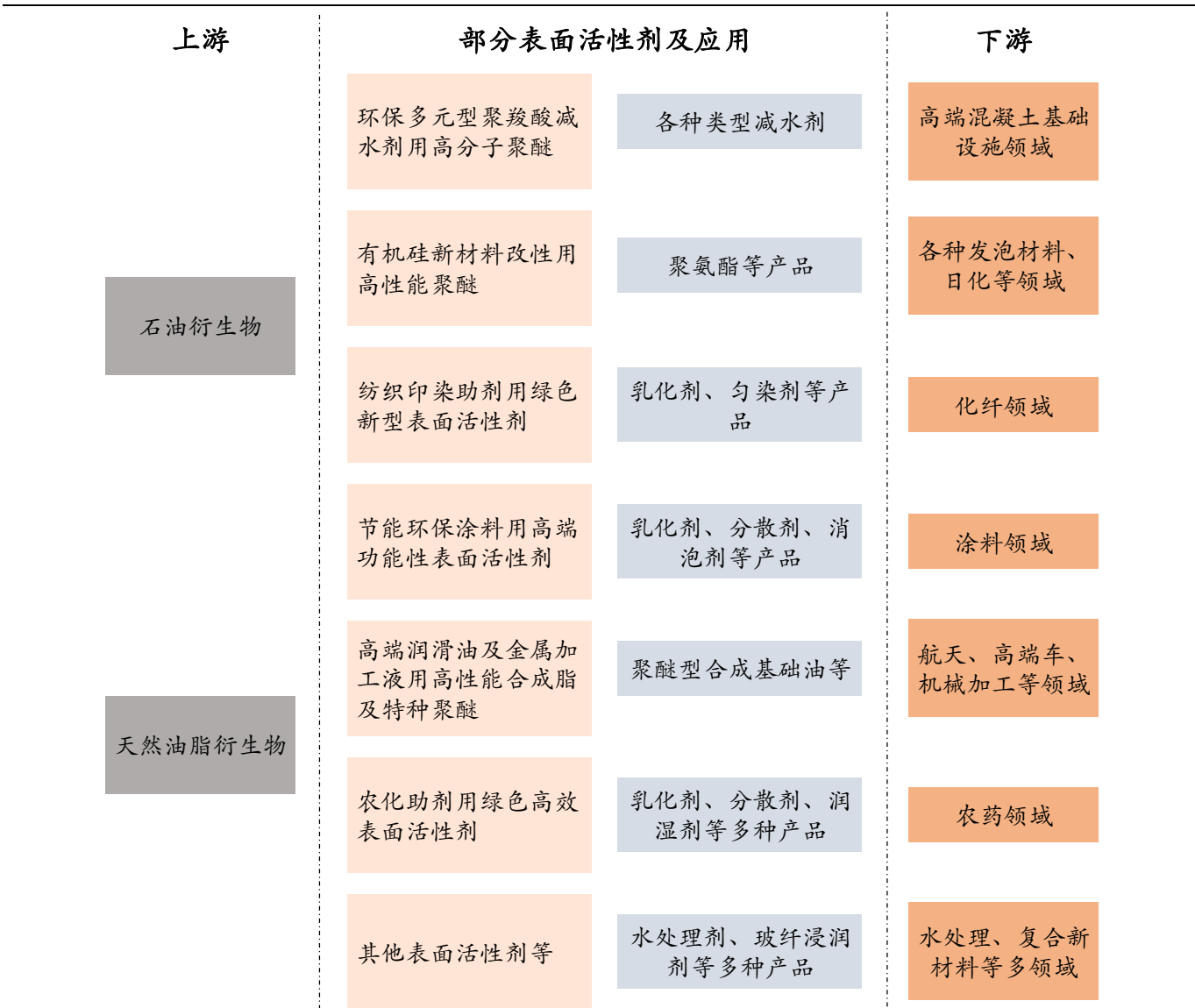
资料来源：万得，中银证券

特种表面活性剂：受益海外订单转移，行业迎来快速成长期

表面活性剂被誉为“工业味精”，下游应用广泛

表面活性剂被誉为“工业味精”，位于化工产业链中端。特种表面活性剂行业属于精细化工产业，上游为以石油为基础原料和以天然油脂为原材料的生产行业，下游应用涉及到水处理、玻纤、涂料、建筑、油漆、日化、油墨、电子、农药、纺织、印染等多种工业品生产行业。

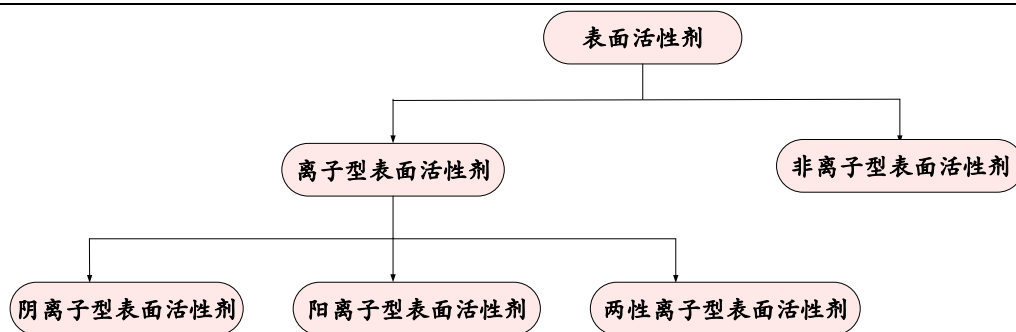
图表16.表面活性剂产业链



资料来源：公司招股说明书，中银证券

表面活性剂广泛用于洗涤用品等领域，非离子表面活性剂作为新产品成长空间大。表面活性剂是指分子结构为两亲性结构的一类化合物，在溶液的表面能定向排列，并能使表面张力显著下降的物质。表面活性剂可以按离子类型分为四类：非离子、阴离子、阳离子以及两性表面活性剂。非离子表面活性剂性可调节空间大，性质温和可与其他表面活性剂配合使用，应用范围广泛，属于新型表面活性剂。

图表17.表面活性剂分类

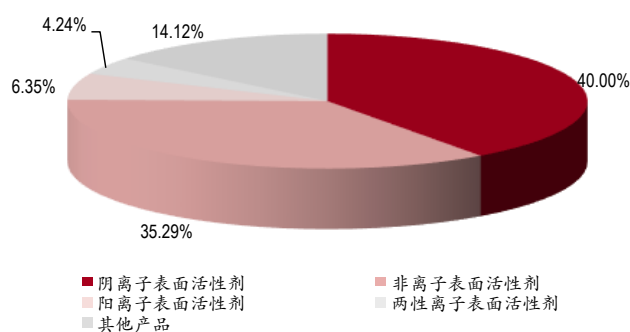


资料来源：公司招股说明书，中银证券

需求端：下游市场巨大，亚洲地区市场空间潜力大

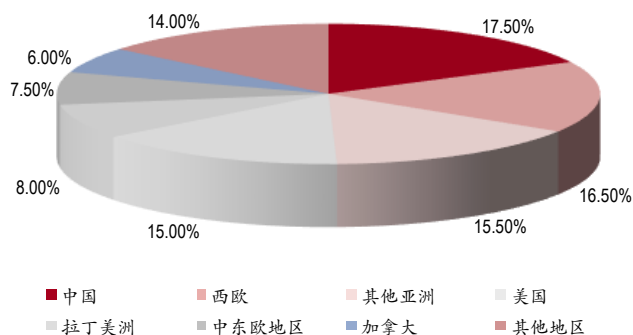
根据 PCSD2017 报告数据，2016 年全球表面活性剂市场规模超过 425 亿美元，2020 年将达到 540 亿美元，CAGR 为 5.5%。其中，2016 年阴离子表面活性剂市场份额占比约 40%，规模接近 170 亿美元。从需求市场方面来看，2016 年全球表面活性剂市场消费 2,125 万吨，主要集中在美国、中国和欧洲发达地区。其中，中国消费约合 371.86 万吨，占比 17.50%。

图表18.全球表面活性剂市场规模占比



资料来源：CNKI，中银证券

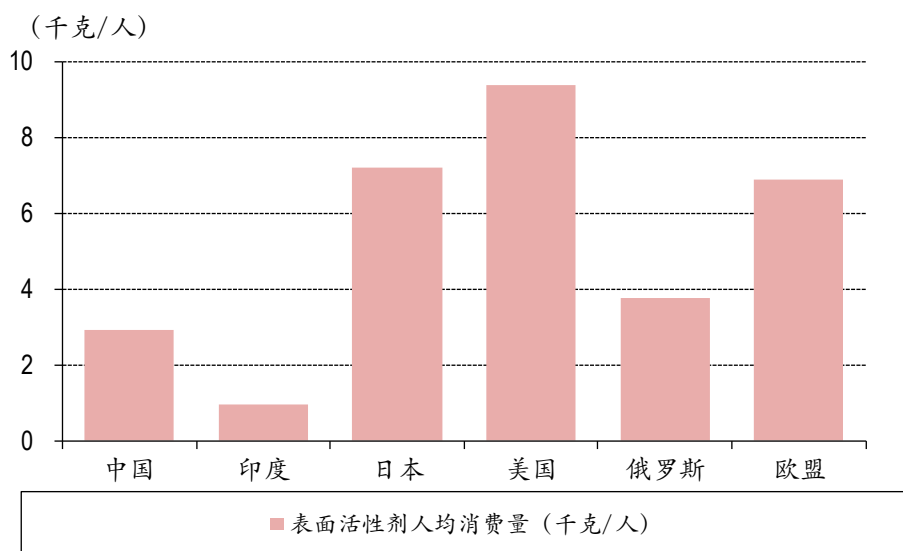
图表19.全球主要地区表面活性剂市场消耗量占比



资料来源：CNKI，中银证券

印度和中国人均消费量低于发达国家，未来增长潜力较大。根据 PCSD 最新研究数据统计，2016 年全球主要地区人均表面活性剂产品消费情况：北美约为 9.5kg/年，中国人均消费约合 3.0kg/年，印度人均消费量仅为 0.87kg/年。根据 Allied Market Research 预测，亚洲地区市场的复合年增长率预计将达到 6.5%，高于全球平均水平，源于洗涤剂和家居清洁产品需求的增长。

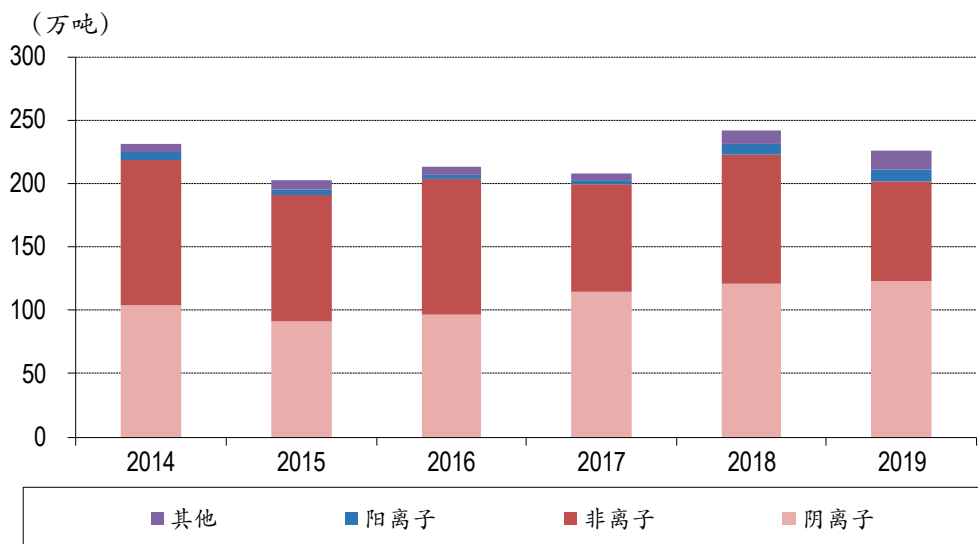
图表20.印度和中国表面活性剂人均消费量低于发达国家



资料来源: CNKI, 中银证券

据中国洗涤用品工业协会数据统计, 除去聚醚大单体的销量, 2018 年国内表面活性剂产品合计销量合计 242.11 万吨, 同比增长 16.28%。其中阴离子和非离子表面活性剂销量分别为 120.71 万吨、102.10 万吨。2019 年国内表面活性剂产品合计销量合计 225.80 万吨。

图表21.我国表面活性剂销量

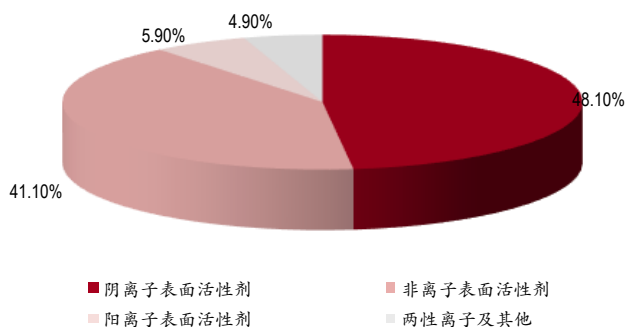


资料来源: CNKI, 中银证券

供给端: 国内表面活性剂摆脱进口依赖, 海外订单逐步转移到国内

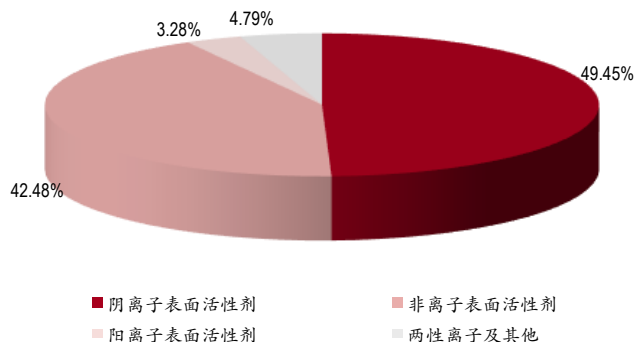
根据 ICIS 不完全统计数据, 2016 年全球表面活性剂产量为 2,300 万吨, 其中阴离子表面活性剂产量为 1,100 万吨, 占比 48.1%; 阳离子表面活性剂产量 135 万吨, 占比 5.9%; 非离子表面活性剂产量为 940 万吨, 占比 41.1%。对比国内, 我国 2018 年表面活性剂产量 (不含聚醚大单体) 为 243.21 万吨, 阴离子和非离子表面活性剂分别占比为 49.47%、42.46%。

图表22.全球表面活性剂产量占比



资料来源: CNKI, 中银证券

图表23.国内表面活性剂产量占比



资料来源: CNKI, 中银证券

表面活性剂生产企业分为两大类: 海外精细化工巨头及特种表面活性剂生产商。海外方面, 主要为巴斯夫、陶氏化学、宝洁等大型化工企业; 其次还包括禾大、斯泰潘等特色小企业, 专注于特种表面活性剂的研发生产。国内特种表面活性剂生产商, 主要包括钟山化工、科隆精化、奥克股份、晨化股份等企业。

图表24.海外主要特种表面活性剂生产企业

企业	总部所在地	2018 年营业收入 (亿美元)	优势领域
陶氏化学 (DOW)	美国	496.04	有机硅、涂料、个人护理等
巴斯夫 (BASF)	德国	652.18	印染助剂等
禾大 (Croda)	英国	18.52	润滑油、个人护理等
宝洁 (P&G)	美国	668.32	个人护理
科莱恩 (Clariant)	瑞士	67.72	涂料、润滑油等
斯泰潘 (STEPAN)	美国	19.94	个人护理、农化、油田等

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银证券

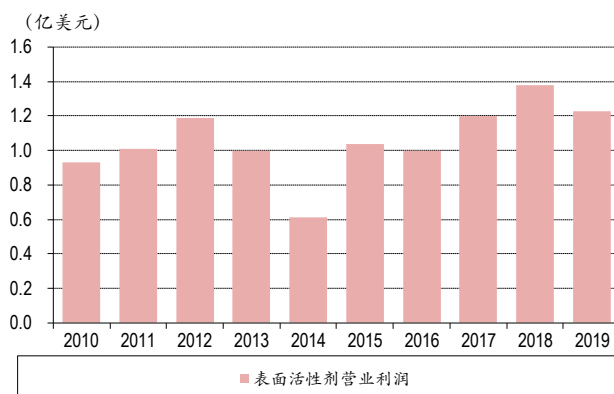
海外格局较稳定, 巨头业绩平稳, 成长能力较弱。以斯泰潘公司为例, 该公司 2019 年表面活性剂业务实现营业收入 12.73 亿美元, 同比下滑 8.15%; 实现营业利润为 1.23 亿美元, 同比下滑 10.87%。公司超过 80% 营收来自于欧洲及美国市场, 在这类相对饱和市场, 公司表面活性剂营业收入自 2011 年以来营业收入相对比较平稳。

图表25.斯泰潘公司表面活性剂业务营业收入



资料来源: 彭博, 中银证券

图表26.斯泰潘公司表面活性剂业务营业利润

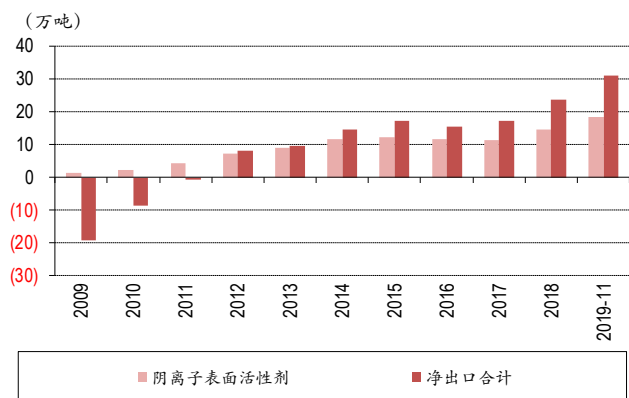


资料来源: 彭博, 中银证券

国内表面活性剂摆脱进口依赖，海外订单逐步转移到国内。伴随国内企业技术提升、产品质量逐步受到下游客户认可，同时基于管理及生产成本角度考虑，海外综合性化工企业逐步将生产订单转移至国内。根据海关总署数据，2012 年之前我国是表面活性剂净进口国，而后逐步成为表面活性剂重要出口国，2019 年前 11 个月净出口达到 31.22 万吨，其中阴离子净出口达到 18.52 万吨。**2018 年国内表面活性剂行业规模小，目前处于快速成长阶段。**其中非离子表面活性剂为 103.26 万吨，公司小品种销售为 65,476.08 吨，市占率仅为 6.34%。

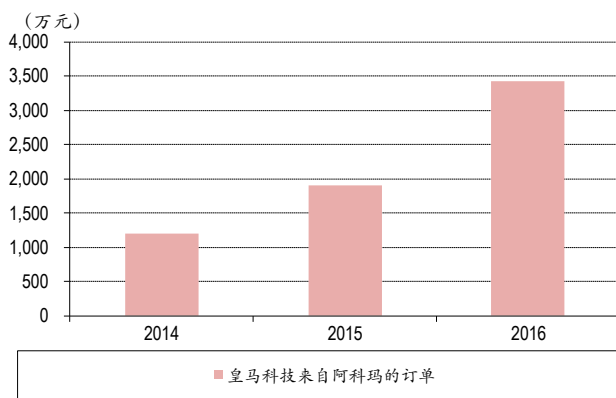
以皇马科技为例，在涂料领域，公司自 2014 年起来自阿科玛公司（全球高端涂料领先企业）的订单快速增长，根据公司公告，2016 年达 3,421 万元，较 2014 年增长 184%，而类似的过程亦在有机硅（赢创、道康宁）、水处理（GE、亚什兰）、个人护理（欧莱雅）等板块发生。**对表面活性剂这类产品分类多，单产品用量小，管理成本高的业务，预计海外综合性精细化工企业存在加速转移订单趋势。**

图表27.国内表面活性剂逐步摆脱进口依赖



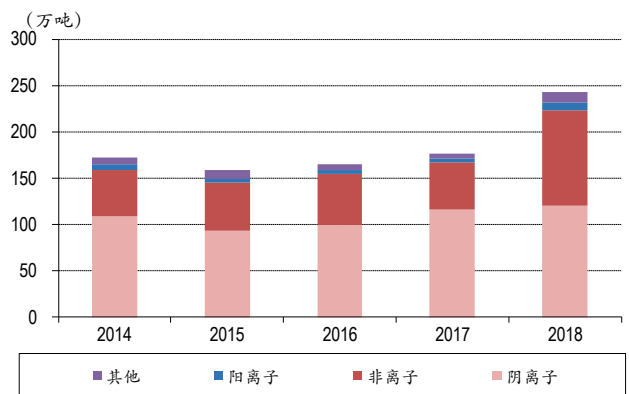
资料来源：万得，中银证券

图表28.皇马科技来自阿科玛的订单快速增长



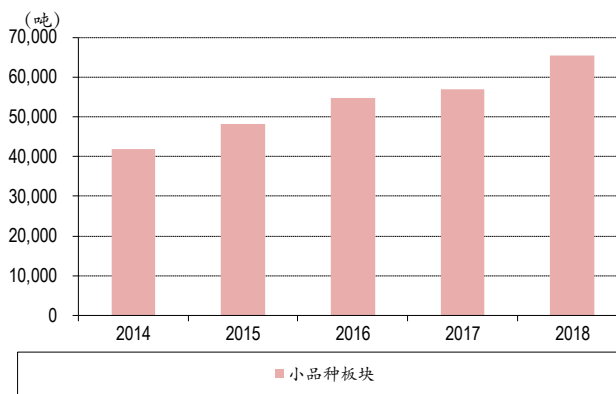
资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表29.国内表面活性剂产量（不含聚醚大单体）



资料来源：万得，中银证券

图表30.公司小品种产品销量



资料来源：公司招股说明书，中银证券

行业集中度较低，节能降耗、系统优化等方面仍有提升空间。公司作为表面活性剂龙头，品种齐全，是行业内为数不多的上市公司。当前，表面活性剂行业较为分散，行业仍处于激烈竞争阶段。过去几十年，国内表面活性剂行业通过引进、消化、吸收海外制备技术，逐步实现规模化生产，装备国产化，并承接部分海外订单。未来一段时间，行业技术在节能降耗、系统优化、产品品质稳定性等方面仍有较大提升空间。

小品种板块产品结构丰富，是公司主要盈利来源

小品种板块产品类型丰富。从公司本身来看，按下游应用领域划分，小品种产品可分为有机硅、印染助剂、涂料、润滑油及金属加工液、农化助剂等。由于特种表面活性剂下游应用领域较为分散，定制化需求要求高，因此单品毛利较高。小品种板块成为公司主要的盈利来源。

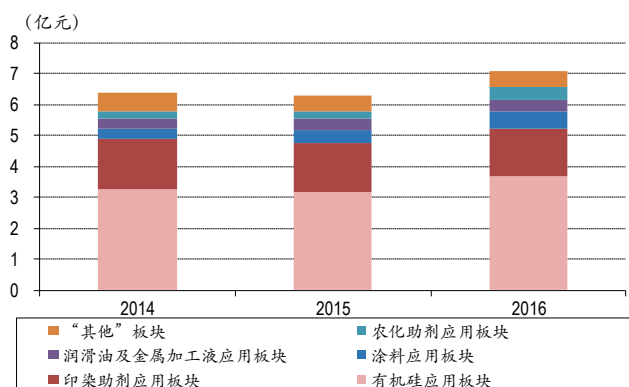
图表31.公司部分小品种产品分类

板块	主要产品	产业链上下游举例	应用领域
有机硅板块	烯丙醇聚醚、烷基封端烯丙醇聚醚、丁醇聚醚等	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→聚酯有机硅→高档涂料/油墨 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→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、烯丙基聚氧乙烯醚表面活性剂→染整助剂→功能性织物等		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 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合成酯/PAGs 聚醚→高级合成润滑油 丙烯醚、山梨醇聚氧乙烯油酸合成酯聚醚低泡表面活性剂→工业特种清洗剂、脂肪胺聚氧乙烯醚等	洗剂半导体脆性材料和合金材料加工液	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；可应用于电子材料、半导体材料、航空航天器、高铁等交通工具、各类金属清洗剂等
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

资料来源：公司招股说明书，中银证券

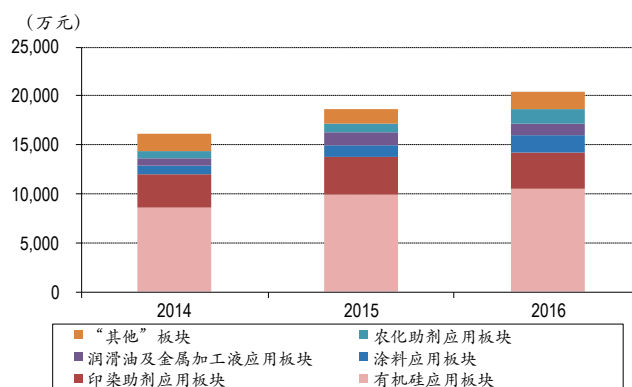
有机硅应用板块和印染助剂板块产品占小品种大类的比例较高。2016 年有机硅应用板块和印染助剂板块产品营业收入分别为 3.71 亿元、1.53 亿元，分别占营业收入的 24.73%、10.22%。从毛利来看，这两个板块分别为 10,487.06 万元、3,812.48 万元，分别占 36.81%、13.38%。

图表32.公司小品种板块分产品营收



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表33.公司小品种各板块毛利

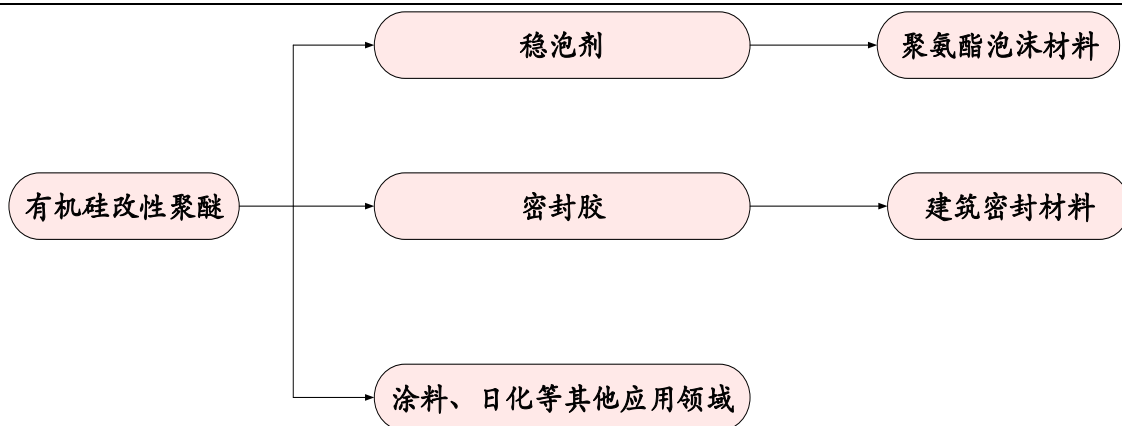


资料来源：公司招股说明书，中银证券

有机硅板块：行业稳步增长，主要需求是稳泡剂和密封胶

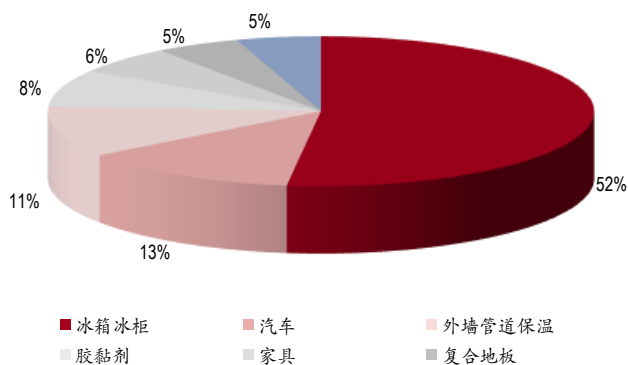
有机硅表面活性剂行业稳步增长，主要需求是稳泡剂和密封胶。有机硅用聚醚主要用于生产稳泡剂，而稳泡剂是生产聚氨酯泡沫塑料的关键助剂，其下游主要用于汽车工业、建筑、冷藏保温、家具等行业。根据 MarketsandMarkets 数据，全球有机硅表面活性剂市场规模为 42 亿美元，预计年均增速为 6.5%。总体来看，随着下游需求稳定增长，有望提升有机硅表面活性剂需求。

图表34.公司有机硅下游应用



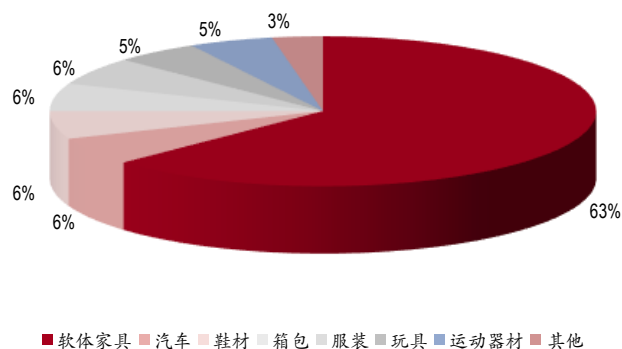
资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表35.硬泡聚醚下游消费



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表36.软泡聚醚下游消费



资料来源：卓创资讯，中银证券

聚氨酯泡沫需求有较大增长空间。聚氨酯泡沫塑料分“硬泡”和“软泡”，下游需求主要是冰箱和软体家具，占比分别为 52%和 63%。2018 年底家用电冰箱和软体家具累计产量同比开始回升，未来对聚氨酯泡沫材料需求有望逐步回暖。

图表37.家用电冰箱产量累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表38.软体家具产量累计同比

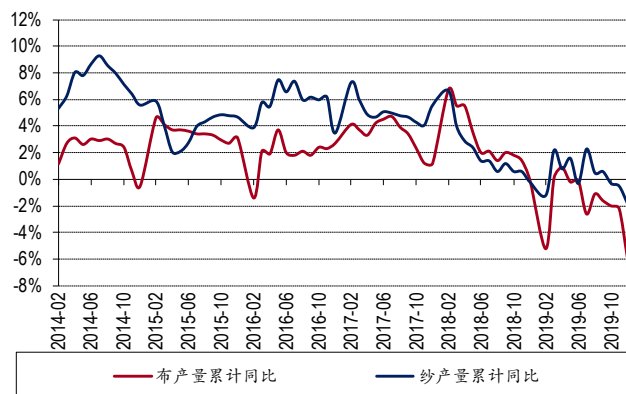


资料来源：万得，中银证券

印染助剂板块：行业提升空间较大

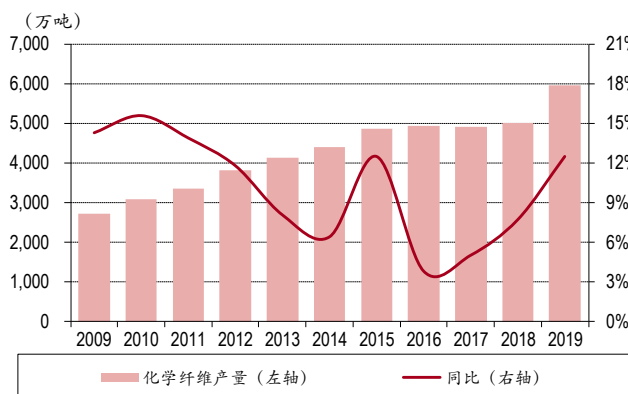
印染助剂需求提升空间较大。印染助剂是在织物印花和染色的过程中所使用的助剂，能够提高印花和染色的效果。印染助剂与纺织行业密切相关，根据《印染助剂行业分析报告》，纺织工业发达国家对纺织印染助剂产量与纤维量之比达到 15:100，而我国纺织助剂产量与纤维产量之比只有 4:100。2019 年我国化学纤维产量 5,952.80 万吨，同比增长 12.50%，但布匹和纱累计产量分别同比有所下滑。总体上，纺织行业的发展对上游印染助剂行业有明显促进作用。

图表39.我国布匹和纱累计产量同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表40.我国化学纤维产量及增速

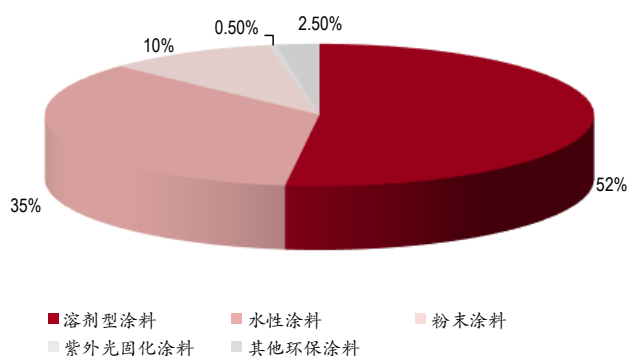


资料来源：万得，中银证券

涂料应用板块：受益环保监管趋严，行业稳步增长

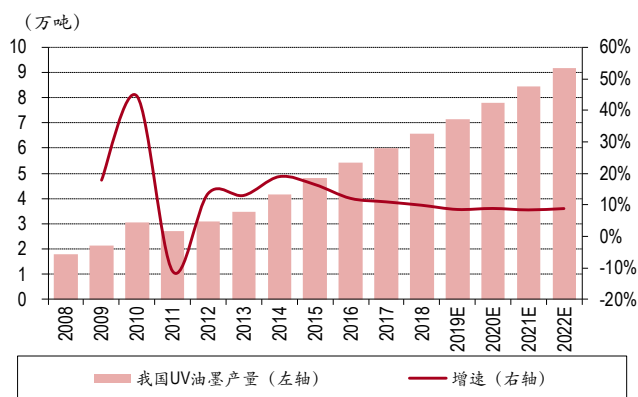
随着环保趋严带来的 VOCs 排放监管趋严，传统溶剂型油墨势必被新型环保油墨所取代。目前国内溶剂型涂料占比达 52%，环保型涂料份额提升空间较大。分产品来看，溶剂型涂料达到 52%，水性涂料占比为 35%。当前我国 UV 油墨量只占油墨总量的 10%左右，未来替代空间巨大。

图表41.国内溶剂型和环保涂料产量占比



资料来源：涂界，中银证券

图表42.我国 UV 油墨产量及增速

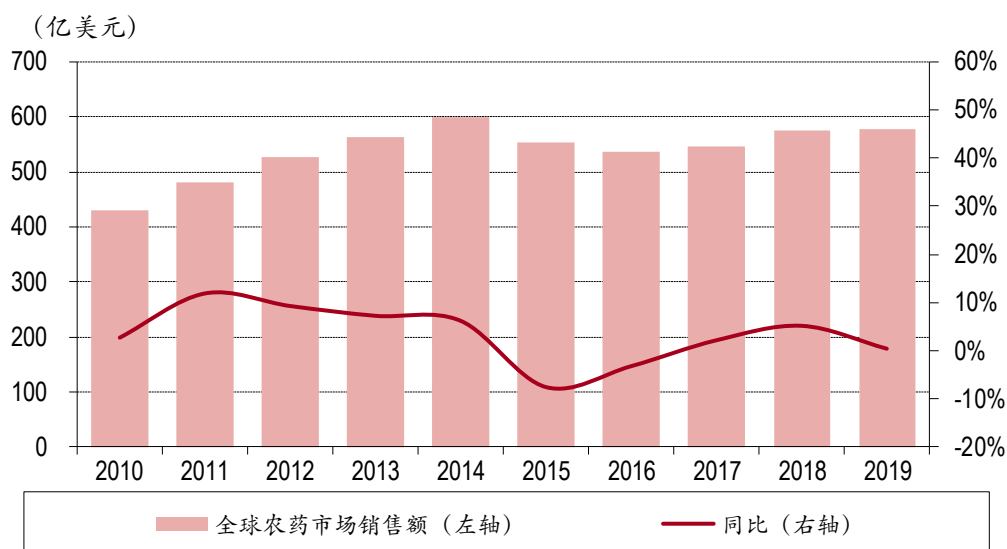


资料来源：智研咨询，中银证券

农化助剂板块：受益“绿色植保”理念，行业迎来快速增长

伴随“绿色植保”理念传播，特种表面活性剂需求有望扩大。特种表面活性剂可将无法直接使用的农药原药制成农药制剂，提高使用效果并减少用量，是农药生产中不可或缺的重要成分。农药表面活性剂可分为增溶剂、分散剂等。特种非离子型表面活性剂是助剂的主要成分，伴随农药制剂绿色化趋势，未来市场有望逐步扩大。根据 MarketsandMarkets 预测，到 2023 年全球农用助剂市场将达到 40.4 亿美元，复合年增长率将达到 5.24%。

图表43.全球作物农药销售额



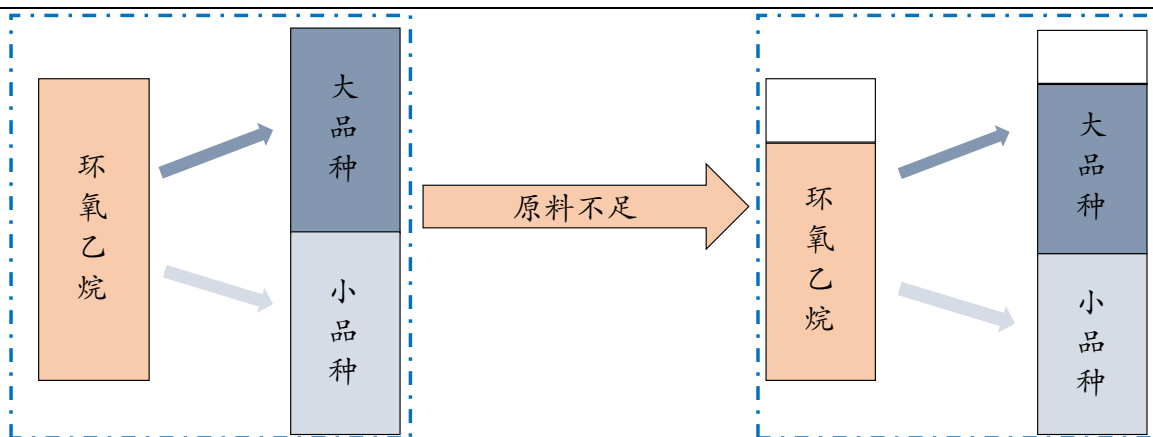
资料来源：Cropnosis，中银证券

聚羧酸减水剂单体：大品种调结构，行业受益基建提振

大品种稳定原料供应，提高产业链韧性

公司实行“大品种调结构、功能性小品种创盈利”的策略。由于环氧乙烷属危化品，有毒易燃易爆不耐储存，这就要求下游厂商稳定采购，而上游石化企业开工率存在一定波动，这就造成公司原材料的供给存在波动。公司维持大品种产品的生产和销售，虽然毛利率相对较低，但对环氧乙烷的使用量较大，从而使得公司环氧乙烷的采购可以达到一定的规模，保证公司在供应商中的优势地位。当上游环氧乙烷供给充足时，公司大品种和小品种产品产能开工率均较高；而当原材料供应不足时，公司优先供给小品种产品的生产。公司目前已与中国石化华东销售公司、三江化工、镇海炼化利安德等公司建立了多年的稳定合作关系，这些公司的生产装置较多，能够保证公司原材料供应的稳定和充足。

图表44.公司大品种调结构、功能性小品种创盈利策略

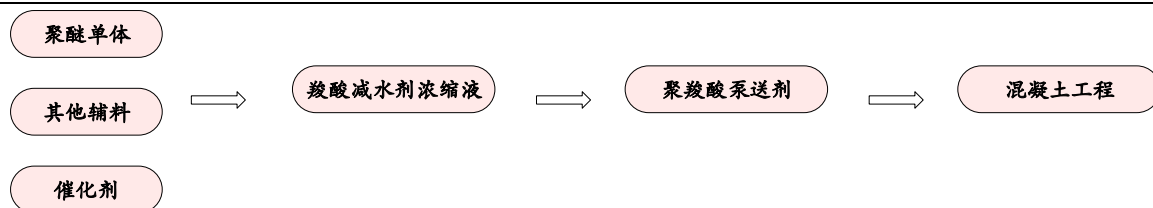


资料来源：CNKI，中银证券

需求端：下游是减水剂，受益基建投资回暖

聚羧酸减水剂广泛应用于混凝土添加剂。聚羧酸减水剂是由不同分子量的聚醚单体和各类不饱和羧酸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，可以减少水泥的使用量、增加混凝土的流动度、调整混凝土的凝结时间。聚醚单体是减水剂生产的最重要的中间体，公司主要客户包括科之杰系、博众建材等。

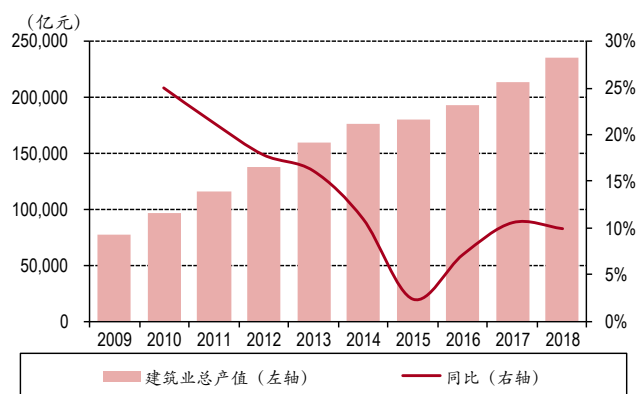
图表45.聚羧酸减水剂在建材行业产业链上的应用



资料来源：CNKI，中银证券

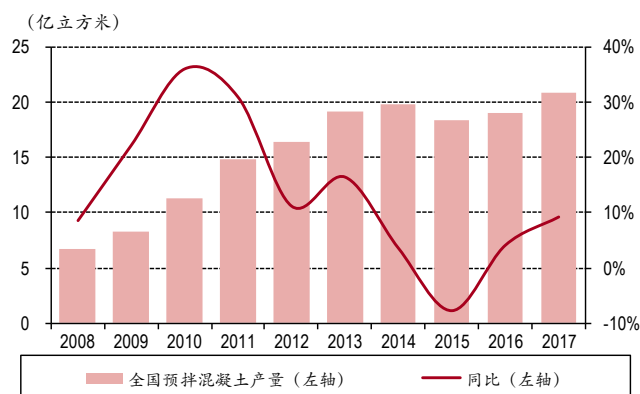
建筑行业趋势向好，基建补短板对减水剂及其单体形成更多需求。根据国家统计局数据，2018 年我国建筑业总产值达到 23.51 万亿元，同比增长 9.88%，增速有所放缓，但趋势仍向好。2018 年以来，基建刺激政策频频出台用于扩大内需提振投资，对混凝土产业链包括上游聚羧酸减水剂及其单体提出了更多的需求。2020 年一季度受到疫情影响，基础设施投资增速下滑较大。随着后期基建托底经济预期增强，基础设施投资增速有望实现快速增长。

图表46.历年我国建筑业总产值



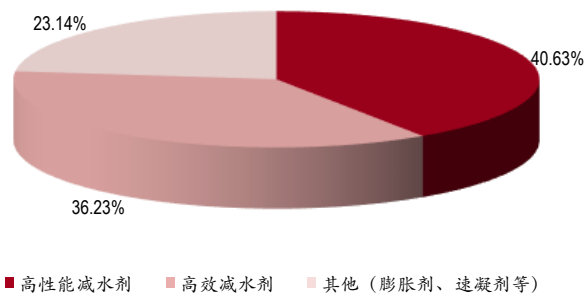
资料来源：万得，中银证券

图表47.我国预拌混凝土的产量恢复增长



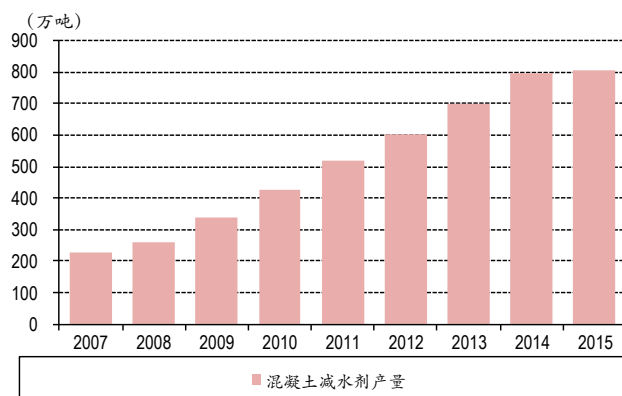
资料来源：万得，CNKI，中银证券

图表48.萘系减水剂及聚羧酸系减水剂占比高



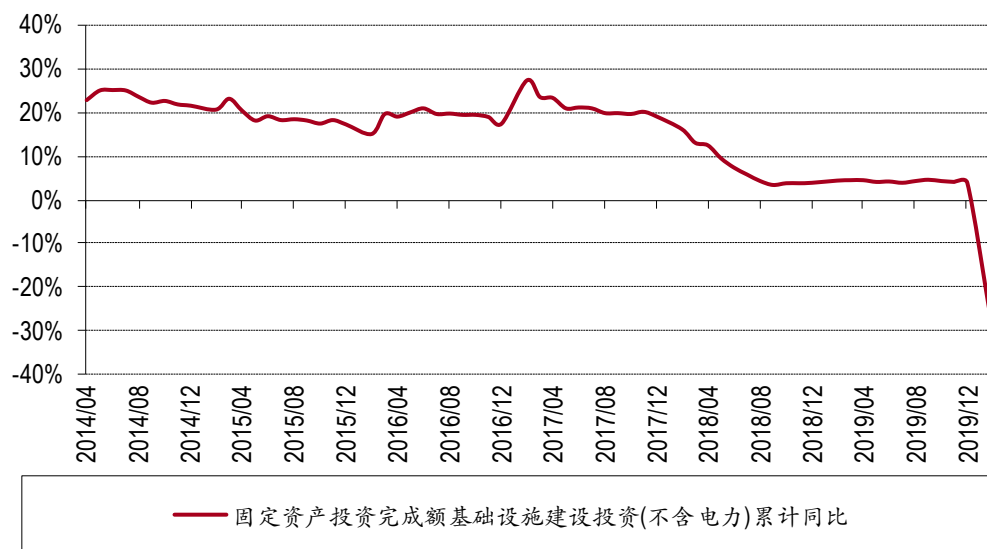
资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表49.混凝土减水剂表观需求量



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表50.固定资产投资完成额:基础设施建设投资(不含电力)累计同比



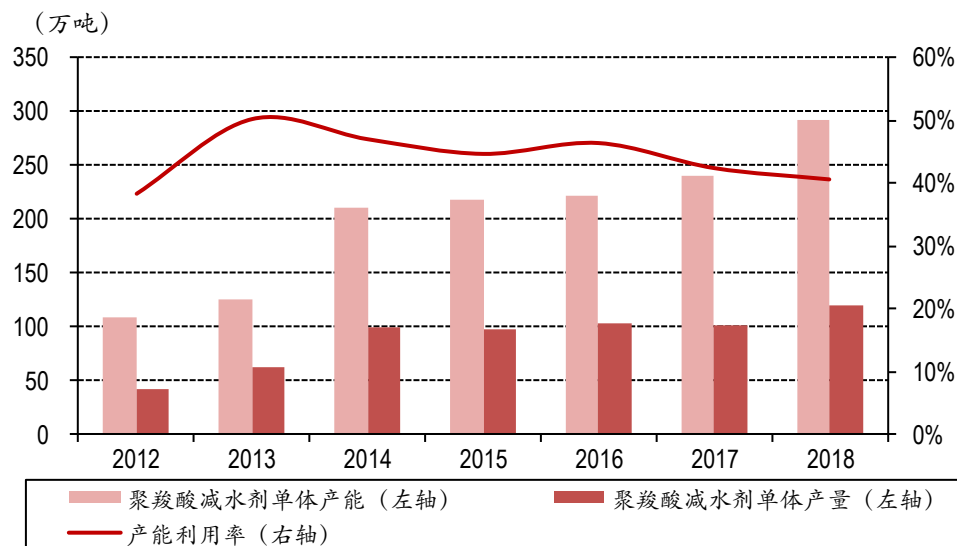
资料来源：万得，中银证券

减水剂快速普及以及聚羧酸减水剂渗透率提升对聚醚单体形成巨大需求。从2007年至2015年，我国减水剂表观消费量由228万吨快速增加到804万吨，CAGR达到17.06%。随着国内聚羧酸减水剂的迅速发展，其在减水剂应用中的比例快速提升，聚羧酸减水剂以其高减水率、绿色环保等高性能优势，迅速抢占减水剂市场，对应其上游聚醚单体需求快速增长。

供给端：行业集中度不高，有一定整合空间

行业产能供给过剩，集中度不高，有一定整合空间。2018 年我国聚羧酸减水剂单体产能 293 万吨/年，未来无新增产能，产量 119.5 万吨，开工率为 40.78%。国内聚羧酸单体产能最大的是奥克股份，拥有单体产能 54 万吨/年，行业前五家公司产能合计占比 30.72%，行业集中度不高，未来有一定整合空间。皇马科技具备聚羧酸减水剂单体产能 8 万吨/年。

图表51.我国聚羧酸减水剂单体产能及产量



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表52.聚羧酸单体主要产能

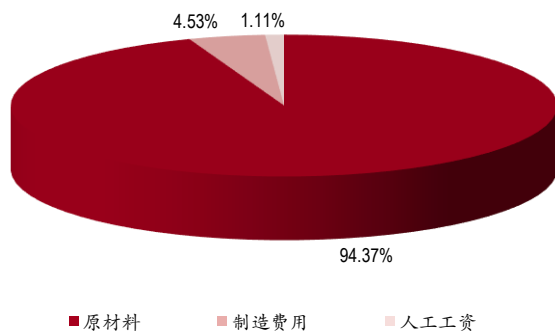
企业	产能 (万吨)	企业	产能 (万吨)
奥克股份	54	上海台界	5
科隆精华	10	上海东大	5
三江化工	10	抚顺浩源化学	5
皇马科技	10	科莱恩	5
上海抚佳	8	乐天化学	5
东科精细	6	上海台界	5
卓星化工	5		

资料来源：卓创资讯，中银证券

成本端：受到环氧乙烷影响较大

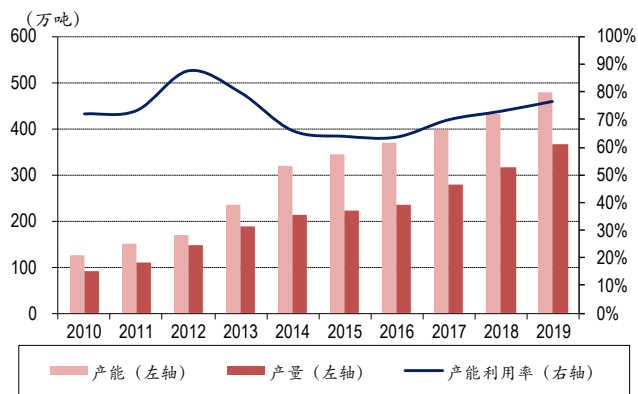
环氧乙烷是成本主要构成，判断后续价格继续震荡下行。聚羧酸减水剂单体成本主要为环氧乙烷，单耗为 0.96-0.97 吨/吨，因此产品价格随环氧乙烷价格波动。以往国内两大石化企业垄断了国内环氧乙烷的供应，近年来随着奥克股份等民企涉足环氧乙烷的生产，产能得到了很大释放，竞争格局逐渐形成。根据卓创资讯的数据，2020 年中科（广东）炼化公司、古雷石化、万华化学等公司将有环氧乙烷产能投放。此外，近期石油价格的持续下降，环氧乙烷的价格也维持在较低水平，后续判断价格有望震荡下行。

图表53.公司聚醚大单体成本构成



资料来源：公司年报，中银证券

图表54.历年环氧乙烷产能和产量情况



资料来源：卓创资讯，中银证券

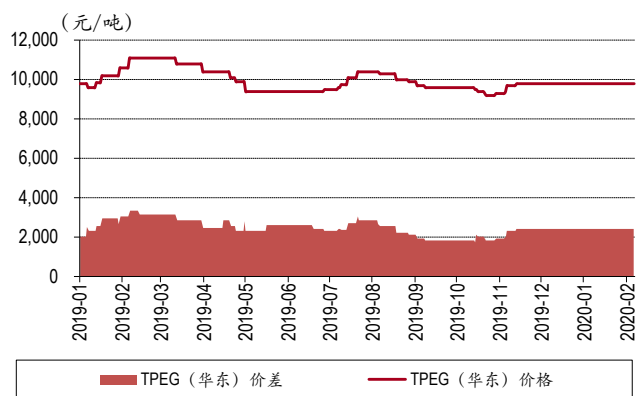
图表55.环氧乙烷拟建项目

企业名称	产能 (万吨/年)	计划投产时间
中科 (广东) 炼化公司	21	2020Q1
古雷石化	27	2020Q3
吉林石化	30	
烟台万华	15	2020Q4
中石化泉州	20	2020Q4
卫星石化	15	
浙江石化	5	

资料来源：卓创资讯，中银证券

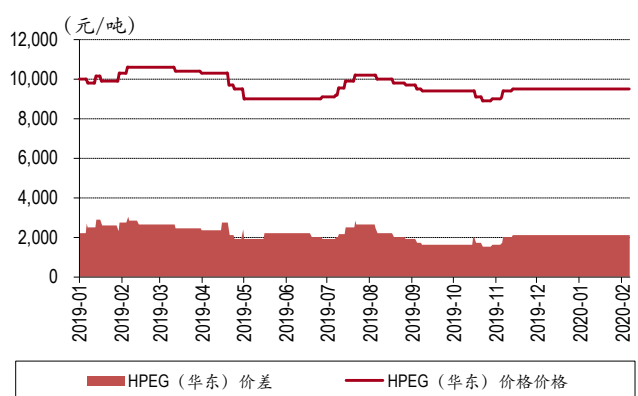
从价格走势上看，两种常见的聚羧酸减水剂单体 TPEG 和 HPEG 价格和环氧乙烷走势一致。从公司该大类产品毛利来看，2017 年后毛利率维持在 14% 左右。

图表56.TPEG (华东) 价格和价差走势



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表57.HPEG (华东) 价格和价差走势



资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司优势：经营管理好、研发高效、产品齐全

客户多元，快速响应，经营周转顺畅

客户来源广泛，原材料周转率高，经营管理能力较高。公司有机硅、农药助剂等 5 个品类以上的小品种表面活性剂产品。在产成品周转率方面，公司相比同行常年处于中上水平，略低于晨化股份；在原材料周转率方面，公司明显高于同行。产品线更多而公司库存周转率却更高，表明公司生产经营管理能力高于同行。

图表58.公司 2016 年前十名客户销售情况

板块	客户名称	备注	销售产品类型	销售额（万元）	占比(%)
大品种板块	科之杰系	国内减水剂龙头	减水剂应用板块	16,985.36	11.32
	博众建材	20 万吨聚羧酸减水剂产能	减水剂应用板块	3,629.26	2.42
	西卡系	瑞士企业，建筑粘接、加固和保护等	减水剂应用板块	2,924.68	1.95
	苏博系	国内减水剂第一大企业	减水剂应用板块	2,881.90	1.92
	吉盛化学建材	浙江龙盛子公司	减水剂应用板块	1,660.48	1.11
	中铁十一局集团	中国铁建股份有限公司独资企业	减水剂应用板块	1,633.47	1.09
小品种板块	迈图系	有机硅产品全球排名第二	有机硅应用板块	18,100.62	12.06
	德美系	上市公司德美化工、美思德	有机硅、印染助剂	6,955.93	4.63
	阿科玛系	年销售额 77 亿欧元，涂料业务占 34%	涂料应用板块	3,421.54	2.28
	章琴化工	主营化工原料、塑料助剂、表面活性剂	有机硅应用板块	2,758.47	1.84

资料来源：公司招股说明书，中银证券

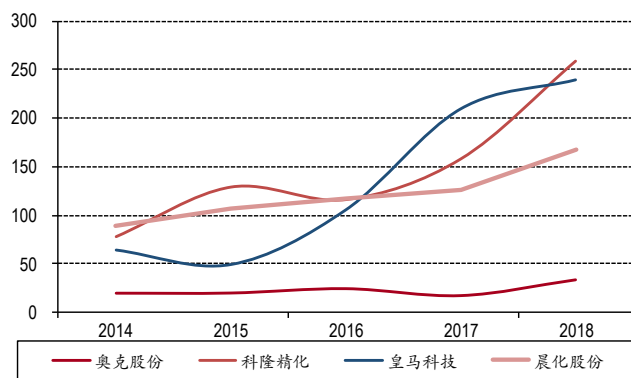
龙头合作形成良性循环。公司小品种产品下游应用极为分散，因此客户分散程度也很高。近年来，公司与越来越多化工巨头建立业务联系，并开展合作。而与化工巨头的合作又反过来促进了公司研发能力的提升，进一步加深与海外巨头的合作程度，形成良性循环。特别地，公司被赢创等化工采购巨头推荐进入国际知名企业的采购系统，进入化工巨头共享的全球的采购平台，把公司的产品推向全球工厂，进一步提高公司的海外知名度。

图表59.公司和国际精细化工巨头合作情况

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

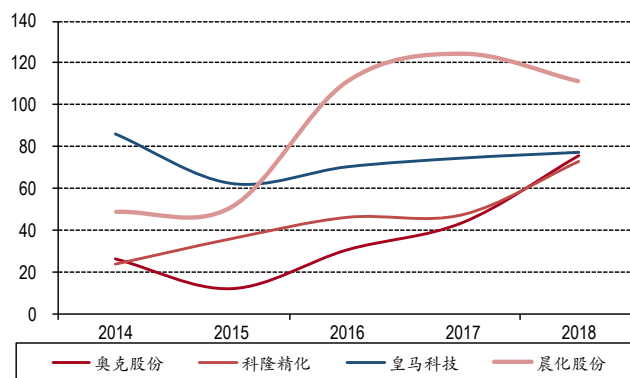
资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表60.公司原材料周转水平较高



资料来源：万得，中银证券

图表61.公司成品周转水平较高

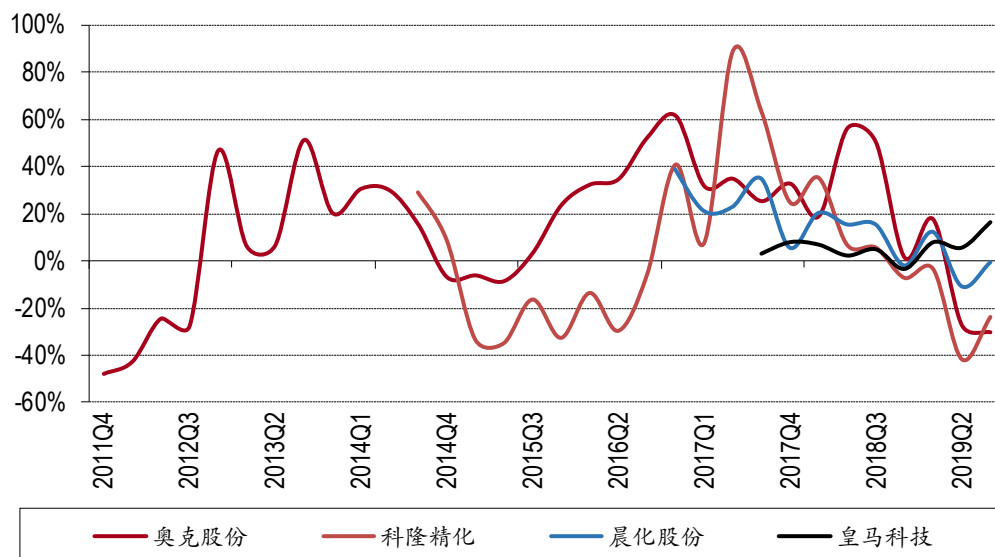


资料来源：万得，中银证券

产品品种齐全，抗风险能力更强

公司产品结构更为完善，有较强的抗风险能力。目前公司已可生产 1,300 多种产品，并且主要聚焦于新兴、高端领域的需求，每年新增 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。同行奥克股份和科隆精化产品以减水剂用聚醚为主，晨化股份有表面活性剂产能，但品种相比皇马科技更少。皇马科技在表面活性剂涉及有机硅、印染助剂、农药助剂、涂料、润滑油等多个领域，能有效规避各个行业波动，抗风险能力比同行更强。

图表62.公司规避行业波动能力高于同行（季度营业收入同比）



资料来源：万得，中银证券

技术更成熟，研发转换效率更高

公司经过自主研发已掌握特种非离子表面活性剂生产的关键技术，如乙氧基化技术、丙氧基化技术、聚醚封端技术等，并大批量应用到现有产品。公司现为全国化学标准化技术委员会（特种）表面活性剂分技术委员会秘书处单位。根据 2019 年财务报告，公司拥有授权专利 91 项，参与制定国家、行业标准 60 项，拥有国家级重点新产品 10 只。更新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，与世界知名企业迈图、道康宁等建立了良好的业务技术合作关系。

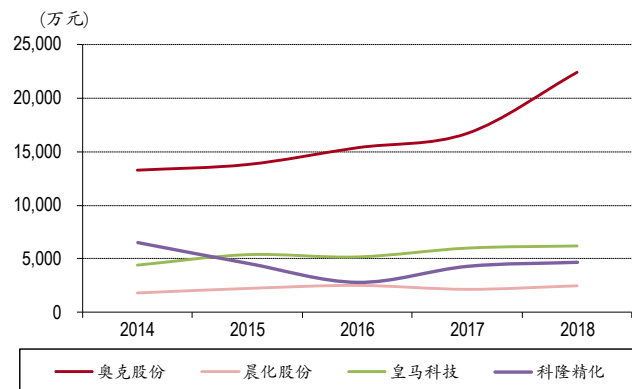
图表63.公司现有主要产品技术状况

技术种类	来源	技术水平	成熟度
乙氧基化技术	自主研发	大批量生产	成熟
丙氧基化技术	自主研发	大批量生产	成熟
乙氧基化丙氧基化技术	自主研发	大批量生产	成熟
聚醚封端技术	自主研发	大批量生产	成熟
精制后处理技术	自主研发	大批量生产	成熟
酯化合成技术	自主研发	大批量生产	成熟
精馏技术	自主研发	大批量生产	成熟
磷酸化技术	自主研发	大批量生产	成熟

资料来源：公司招股说明书，中银证券

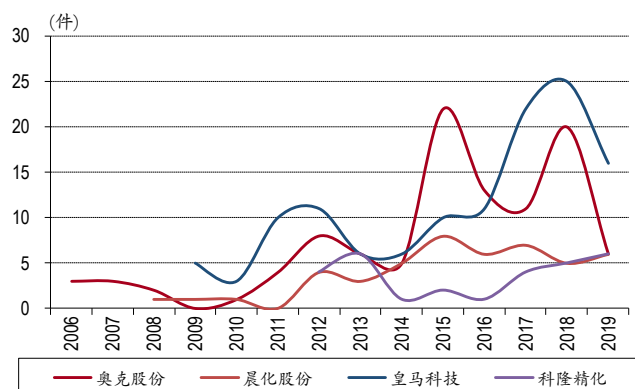
公司研发产出高。公司在研发投入上相比同行并不具备明显优势。2018 年，同行上市公司奥克股份研发投入共计 2.24 亿元，领先行业其他公司。公司研发投入 0.62 亿元，科隆精化和晨化股份研发投入分别为 0.47 和 0.25 亿元。按照研发收入比来算，公司研发收入比为 3.61%，在同行中处于中上游水平；按研发人员数量来看，公司研发人员共计 165 人，与奥克股份相近。从研发产出来看，公司效率明显高于同行，2018-2019 年公司合计申请各项技术专利共计 41 项，同期奥克股份仅 26 项，科隆精化和晨化股份分别为 11 项。

图表64.奥克股份研发投入规模最大



资料来源：万得，中银证券

图表65.近年来公司专利申请数高于其他同行

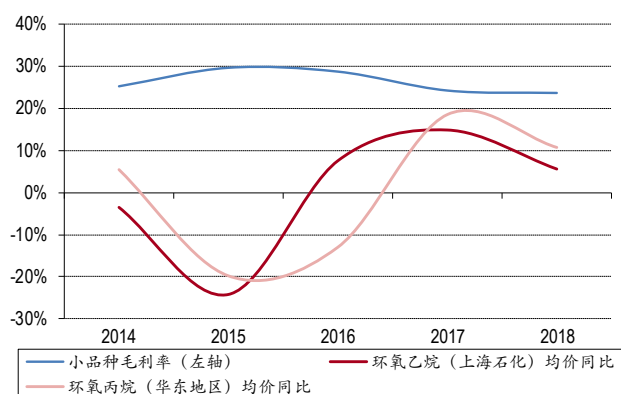


资料来源：万得，中银证券

产品价格滞后原料变动，原油跌价利好毛利率提升

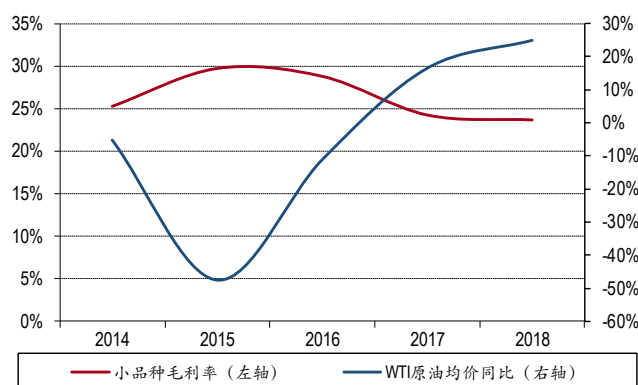
由于公司主要盈利来源是小品种产品，重点分析小品种毛利情况。从环氧乙烷和环氧丙烷的均价同比数据来看，2016-2018 年由于油价上涨，两种原材料价格同比上涨，对应的是公司小品种毛利率有所下滑。从国际油价均价同比来看，数据同样表现出较好的负相关性。进入 2020 年，国际油价大幅下跌，3 月 9 日单日跌幅甚至超过 20%。前期油价下跌主要是疫情扩散，导致原油需求缩减；中长期看，沙特和俄罗斯分别表示将进一步扩大产量争夺市场份额，支撑油价的减产逻辑瓦解。原油供需失衡的预期加剧，国际油价有望持续稳定在较低水平，利好公司毛利率提升。

图表66.公司小品种毛利率与原材料价格走势对比



资料来源：万得，中银证券

图表67.公司小品种毛利率与油价同比变化成反比



资料来源：万得，中银证券

募投项目产能在建，奠定未来发展动力

公司于2017年8月上市，募集4.7亿元用于“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）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”、“年产10万吨特种表面活性剂新型智能化综合技改项目”等。公司7.7万吨特种聚醚、高端合成酯项目已于2019年12月投产，0.8万吨聚醚胺预计将于2020年投产，预计项目营业收入12.8亿元，净利润（以15%税率计）0.94亿元。此外公司投资9.7亿元建设的10万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目已启动，预计将于2020年12月投产。

图表68.公司 IPO 募集资金拟用途

项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金投资额 (万元)
年产7.7万吨高端功能性表面活性剂项目（特种聚醚、高端合成酯）	21,943	21,943
年产0.8万吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）	11,983	11,983
年产10万吨特种表面活性剂新型智能化综合技改项目	7,500	7,500
研发中心建设项目	5,100	5,100

资料来源：公司公告，中银证券

根据项目公告，7.7万吨高端功能性表面活性剂主要应用于节能环保涂料、有机硅新材料、高端润滑油及金属加工液、环保水处理及个人护理板块，均是小品种板块中具备持续发展空间领域的领域。另外公司拟建设8,000吨/年聚醚胺产能，该产品主要用于风电叶片、页岩气开采、环氧地坪涂料等诸多领域。随着复合材料、聚脲材料、环氧树脂等行业的需求增长，未来10年聚醚胺市场有望保持10%以上增速。

图表69.高端功能性表面活性剂项目产品方案概况

板块	产能 (吨/年)	主要产品
节能环保涂料	6,500	双酚A聚氧丙烯醚等
有机硅新材料	25,500	烯丙醇聚醚及其封端聚醚等
高端润滑油及金属加工液	7,000	各类多元酸酯
环保水处理	8,000	嵌段聚醚、脂肪酸酯等
多元型聚羧酸减水剂	30,000	-
聚醚胺	8,000	-

资料来源：公司公告，中银证券

产能扩张打开小品种业绩增长瓶颈。公司小品种板块产品销量经历近年来的连续增长后增速逐步乏力，我们认为主要是受限于小品种板块的产能瓶颈：公司小品种产品种类极多，生产不同产品时设计到装置的清洗等，因此开工率无法达到 100%，已经接近极限。实际上公司海外业务的增速近年来也逐步回落。随着新增产能的逐步投放，公司产能瓶颈将重新打开，开启新阶段的高增长进程。

盈利预测与投资评级

主要假设

- 1.公司高端功能性表面活性剂项目（特种聚醚、高端合成酯）项目投产顺利，销量有较大幅提升；
- 2.原材料价格不会大幅波动。

预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 20.91 亿元、26.91 亿元、31.99 亿元；同比增速分别为 10.39%、28.69%、18.87%。2020-2022 年归母净利润为 3.18 亿元、4.24 亿元、5.32 亿元；同比增速分别为 24.16%、33.26%、25.49%。

图表70.销售收入和毛利率预测

(人民币, 百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,894.10	2,090.94	2,690.86	3,198.68
大品种板块	785.50	800.03	979.24	1,069.33
小品种板块	1,104.94	1,286.15	1,705.44	2,122.24
其他	3.66	4.75	6.18	7.11
营业总收入增长率(%)	10.20	10.39	28.69	18.87
大品种板块	10.80	1.85	22.40	9.20
小品种板块	9.45	16.40	32.60	24.44
其他	848.26	30.00	30.00	15.00
综合毛利率(%)	22.23	25.09	25.51	26.43
大品种板块	16.76	20.73	20.09	20.34
小品种板块	25.91	27.80	28.62	29.50
其他	87.71	75.00	75.00	75.00

资料来源：公司公告，中银证券

投资建议

公司客户结构多元化，渠道布局日臻完善，特种表面活性剂产能陆续投放，业绩将稳定增长。预计 2020-2022 年每股收益分别为 1.14 元、1.51 元、1.90 元，对应 PE 分别为 13.3 倍、10.0 倍、8.0 倍。首次覆盖给予 **买入** 评级。

风险提示

- 1、**项目投产延期风险：**项目投产进度存在不确定性。
- 2、**原材料价格波动风险：**公司部分原材料在过去几年中有一定幅度的价格波动，该部分原材料价格的稳定性在一定程度上影响公司盈利水平的稳定性。
- 3、**市场竞争的风险：**公司研发能力无法持续快速提升，未能抵挡来自国内企业与国外精细化工巨头带来的竞争，则公司盈利能力将出现下降。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	1,719	1,894	2,091	2,691	3,199
销售成本	(1,391)	(1,482)	(1,575)	(2,016)	(2,367)
经营费用	(68)	(67)	(76)	(108)	(136)
息税折旧前利润	260	345	439	567	696
折旧及摊销	(58)	(77)	(82)	(92)	(100)
经营利润(息税前利润)	202	268	357	475	596
净利息收入/(费用)	(4)	1	(1)	(0)	1
其他收益/(损失)	6	21	6	7	7
税前利润	204	290	361	482	604
所得税	(28)	(37)	(43)	(58)	(73)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	197	256	318	424	532
核心净利润	197	256	318	424	532
每股收益(人民币)	0.704	0.915	1.136	1.514	1.900
核心每股收益(人民币)	0.629	0.903	1.136	1.514	1.900
每股股息(人民币)	0.214	0.214	0.284	0.378	0.475
收入增长(%)	2	10	10	29	19
息税前利润增长(%)	13	33	33	33	25
息税折旧前利润增长(%)	11	33	27	29	23
每股收益增长(%)	33	30	24	33	25
核心每股收益增长(%)	26	44	26	33	26

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	204	290	361	482	604
折旧与摊销	58	77	82	92	100
净利息费用	4	(1)	1	0	(1)
运营资本变动	4	(227)	(638)	390	(602)
税金	(7)	(34)	(43)	(58)	(73)
其他经营现金流	(58)	(7)	(379)	(127)	63
经营活动产生的现金流	205	98	(616)	779	92
购买固定资产净值	61	(3)	101	92	73
投资减少/增加	4	4	6	7	7
其他投资现金流	(59)	38	189	(184)	(146)
投资活动产生的现金流	6	38	296	(85)	(66)
净增权益	(60)	(60)	(80)	(106)	(133)
净增债务	(116)	0	200	(200)	0
支付股息	60	60	80	106	133
其他融资现金流	(49)	(96)	101	(106)	(132)
融资活动产生的现金流	(165)	(96)	301	(306)	(132)
现金变动	46	40	(19)	388	(106)
期初现金	83	132	181	162	550
公司自由现金流	211	137	(320)	694	26
权益自由现金流	99	136	(119)	494	24

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	132	181	162	550	444
应收帐款	333	232	697	514	961
库存	133	137	133	201	191
其他流动资产	21	18	24	30	33
流动资产总计	619	568	1,016	1,295	1,630
固定资产	846	1,094	1,114	1,114	1,086
无形资产	123	120	119	119	119
其他长期资产	4	22	8	10	10
长期资产总计	974	1,236	1,241	1,243	1,216
总资产	1,889	2,316	2,584	2,918	3,165
应付帐款	146	222	58	259	114
短期债务	0	0	185	0	0
其他流动负债	28	50	31	46	40
流动负债总计	174	272	274	305	153
长期借款	0	0	15	0	0
其他长期负债	280	449	280	280	280
股本	280	280	280	280	280
储备	1,230	1,346	1,735	2,053	2,452
股东权益	1,510	1,626	2,015	2,333	2,732
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,889	2,316	2,584	2,918	3,165
每股帐面价值(人民币)	5.39	5.81	7.20	8.33	9.76
每股有形资产(人民币)	4.95	5.38	6.77	7.91	9.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.47)	(0.65)	0.14	(1.97)	(1.59)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.1	18.2	21.0	21.1	21.8
息税前利润率(%)	11.8	14.2	17.1	17.7	18.6
税前利润率(%)	11.8	15.3	17.3	17.9	18.9
净利率(%)	10.2	13.4	15.2	15.8	16.6
流动性					
流动比率(倍)	3.6	2.1	3.7	4.3	10.6
利息覆盖率(倍)	45.0	n.a.	339.8	2,125.7	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	1.9	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	1.6	3.2	3.6	9.4
估值					
市盈率(倍)	21.5	16.6	13.3	10.0	8.0
核心业务市盈率(倍)	24.1	16.8	13.3	10.0	8.0
市净率(倍)	2.8	2.6	2.1	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	20.7	43.1	(6.9)	5.4	46.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.8	11.8	9.7	6.5	5.5
周转率					
存货周转天数	32.6	33.2	31.3	30.2	30.2
应收帐款周转天数	85.1	54.4	81.1	82.1	84.2
应付帐款周转天数	24.4	35.4	24.5	21.5	21.3
回报率					
股息支付率(%)	34.1	23.7	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	12.3	16.1	17.5	19.5	21.0
资产收益率(%)	10.2	11.1	12.8	15.2	17.2
已运用资本收益率(%)	3.3	4.1	4.1	4.7	5.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371