

皇马科技 (603181)

公司研究/点评报告

业绩持续稳步增长，MS 树脂未来发展可期

—皇马科技 (603181) 2020 年三季度报点评

点评报告/基础化工

2020 年 10 月 15 日

一、事件概述

10 月 14 日，公司发布 2020 年三季度报告，公司 2020 年前三季度实现营业收入 13.61 亿元，同比减少 1.51%，实现归母净利润 2.37 亿元，同比增长 28.97%。其中 2020Q3 实现营业收入 5.55 亿元，同比增长 7.52%，实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 41.98%。

二、分析与判断

➤ 小品种板块持续发力，助力公司业绩稳步增长

2020 前三季度公司实现归母净利润 2.37 亿元，同增 28.97%。分板块来看，2020 前三季度大品种板块实现销量 6.5 万吨，同降 1.13%，均价 0.78 万元/吨，同降 10.0%，对应收入 5.08 亿元，同降 11.0%；小品种板块实现销量 6.6 万吨，同增 14.3%，均价 1.28 万元/吨，同降 9.25%，对应收入 8.41 亿元，同增 3.70%。成本端来看，主要原材料环氧乙烷和环氧丙烷平均采购价分别为 0.61、0.94 万元/吨，分别同降 8.79%、同增 4.86%，原材料价格整体下降使得公司毛利率同比提升 0.69pct 至 22.58%，盈利能力不断增强。

➤ 表面活性剂下游应用广泛，特种及定制化市场逐步扩大

表面活性剂下游应用涉及水处理、涂料、建筑、油漆、日化、农药等行业，并正向高新技术与工业领域拓展，市场空间广阔。据 Allied Market Research，2020 年全球表面活性剂销售额将达到 446 亿美元，其中 75% 来自阴离子型表面活性剂和非离子型表面活性剂。此外，随着下游客户需求的日益多样化，特种、定制的表面活性剂市场将逐步扩大。

➤ 新建项目产能合理释放，MS 树脂未来发展可期

绿科安 7.7 万吨特种聚醚、高端合成酯和 0.8 万吨聚醚胺已投产，产能合理释放将为全年贡献业绩。皇马新材料 10 万吨项目有序推进中，预计 2020 年底至 2021 年初建成并在一季度实现试生产。该项目主要为 MS 树脂，MS 树脂是 MS 胶的重要原材料，MS 胶应用于装配式建筑。2018 年国内装配式建筑面积占新建建筑面积不到 4%，预计未来 10 年占比有望提升至 30%。目前国内装配式建筑正处于推广和发展阶段，市场空间巨大，处于上游的 MS 树脂前景广阔，有望成为公司新的盈利增长点。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.77、1.00 和 1.21 元，对应 PE 分别为 25、19 和 16 倍。参考 SW 其他化学制品板块当前平均 44 倍 PE 水平，考虑公司募投产能逐步释放将进一步增厚业绩，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新建项目产能释放不及预期；原材料价格波动风险；安全生产风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,894	2,231	2,628	2,996
增长率（%）	10.2%	17.8%	17.8%	14.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	256	314	407	492
增长率（%）	30.0%	22.5%	29.7%	20.8%
每股收益（元）	0.63	0.77	1.00	1.21
PE（现价）	30.37	24.79	19.12	15.82
PB	4.40	3.82	3.19	2.65

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格： 19.16 元

交易数据

2020-10-14

近 12 个月最高/最低(元)	30.23/13.73
总股本（百万股）	406
流通股本（百万股）	406
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	78
流通市值（亿元）	78

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：李骥

执业证号： S0100519100001

电话： 021-60876731

邮箱： lij@mszq.com

研究助理：任杰

执业证号： S0100120070029

电话： 021-60876731

邮箱： renjie@mszq.com

相关研究

1. 皇马科技(603181):业绩稳步增长，MS 树脂打开未来成长空间

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,894	2,231	2,628	2,996
营业成本	1,473	1,705	1,968	2,209
营业税金及附加	9	10	12	13
销售费用	39	47	54	62
管理费用	35	41	49	56
研发费用	71	83	98	112
EBIT	268	344	448	544
财务费用	-1	-2	-3	-2
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	4	4	5	6
营业利润	294	358	465	562
营业外收支	-1	0	0	-0
利润总额	293	358	465	562
所得税	37	45	58	70
净利润	256	314	407	492
归属于母公司净利润	256	314	407	492
EBITDA	345	412	521	614

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	181	228	451	737
应收账款及票据	229	429	507	577
预付款项	18	24	28	30
存货	137	161	184	208
其他流动资产	514	516	517	518
流动资产合计	1,079	1,359	1,687	2,070
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	845	964	1,075	1,190
无形资产	120	163	196	221
非流动资产合计	1,237	1,399	1,544	1,683
资产合计	2,316	2,757	3,231	3,753
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	222	218	274	295
其他流动负债	50	55	66	75
流动负债合计	272	273	340	370
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	449	449	449	449
非流动负债合计	449	449	449	449
负债合计	721	722	789	819
股本	280	406	406	406
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,595	2,035	2,442	2,933
负债和股东权益合计	2,316	2,757	3,231	3,753

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	10.2%	17.8%	17.8%	14.0%
EBIT 增长率	33.4%	28.6%	30.2%	21.4%
净利润增长率	30.0%	22.5%	29.7%	20.8%
盈利能力				
毛利率	22.2%	23.6%	25.1%	26.3%
净利润率	13.5%	14.1%	15.5%	16.4%
总资产收益率 ROA	11.1%	11.4%	12.6%	13.1%
净资产收益率 ROE	16.1%	15.4%	16.7%	16.8%
偿债能力				
流动比率	3.96	4.97	4.97	5.59
速动比率	3.40	4.29	4.34	4.95
现金比率	0.67	0.83	1.33	1.99
资产负债率	31.1%	26.2%	24.4%	21.8%
经营效率				
应收账款周转天数	44.13	43.48	43.80	43.64
存货周转天数	33.86	34.47	34.17	34.32
总资产周转率	0.82	0.81	0.81	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.77	1.00	1.21
每股净资产	3.93	5.01	6.01	7.23
每股经营现金流	0.24	0.36	1.07	1.21
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	30.37	24.79	19.12	15.82
PB	4.40	3.82	3.19	2.65
EV/EBITDA	13.52	18.34	14.07	11.47
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	256	314	407	492
折旧和摊销	77	68	73	70
营运资金变动	-234	-231	-39	-66
经营活动现金流	98	146	436	490
资本开支	-31	-229	-218	-210
投资	-100	0	0	0
投资活动现金流	38	-225	-213	-204
股权募资	0	126	0	0
债务募资	17	0	0	0
筹资活动现金流	-96	126	0	0
现金净流量	41	47	223	286

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

任杰，民生证券基础化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，2020年7月加入民生证券。

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。