



2020-10-15

公司点评报告

买入/维持

皇马科技(603181)

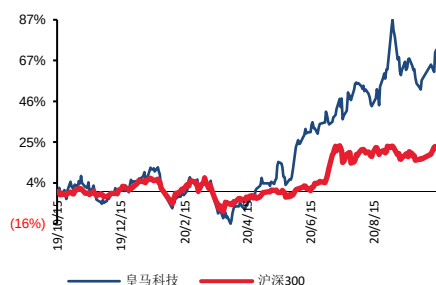
目标价: 23.4

昨收盘: 19.16

材料 材料 II

特种表面活性剂龙头，产能释放逻辑持续兑现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	406/406
总市值/流通(百万元)	7,779/7,779
12 个月最高/最低(元)	30.23/13.73

相关研究报告:

皇马科技(603181)《【太平洋化工】皇马科技:特种表面活性剂+MS树脂,产能释放期,业绩稳增长》--2020/08/23

证券分析师:柳强

电话:010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

分析师助理:贺顺利

电话:15117964218

E-MAIL: hesl@tpyzq.com

事件:公司发布2020年三季报,报告期实现营业收入13.61亿元,同比-1.51%;归母净利润2.37亿元,同比+28.97%。其中第三季度营业收入5.55亿元,同比+7.52%,环比+21.32%;归母净利润9283万元,同比+41.98%,环比+8.79%;扣非后归母净利润6043万元,同比-5.47%,环比-0.35%。

主要观点:

1. 销量提升,产品结构优化,毛利率受成本提升略下降

公司专注于特种表面活性剂的研发、生产和销售,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,年产能20万吨以上。公司开发研制出1600多种产品,其下游应用广泛,形成十四大板块,具体包括粘合剂新材料树脂板块、有机硅应用板块、润滑油及金属加工液应用板块、环保涂料应用板块、水处理应用板块、减水剂应用板块、印染助剂应用板块、纤维油剂应用板块、复合新材料应用板块、个人护理应用板块、农化助剂应用板块、碳四衍生物板块、油田化学品应用板块、造纸化学品应用板块。公司主要客户包括迈图系(有机硅)、德美系(有机硅及印染)、垒知集团(减水剂)等。

2020年前三季度,公司新增产能持续释放,销量提升,单季度营业收入创历史新高。同时产品结构持续优化,高技术含量及高毛利率的“小品种”板块销量持续提升。2020年前三季度,公司产品销量13.1万吨,同比+6.03%,其中“小品种”板块销量6.57万吨,同比+14.28%;“大品种”板块销量6.54万吨,同比-1.13%。“小品种”板块营收8.41亿元,同比+3.7%;“大品种”板块营收5.08亿元,同比-10.99%。由于主要原料环氧乙烷和环氧丙烷占据公司生产成本的80%左右,受原材料环氧丙烷三季度大幅提价影响(从7月初不足1万元/吨上涨至目前1.88万元/吨),公司第三季度毛利率环比下滑3.48个百分点至20.71%,拖累第三季度净利润,预计未来回归合理水平。第三季度,公司“大品种”板块产品销售均价1.28万元/吨,环比+2.98%,有所顺价提升。

2. 产能释放逻辑持续兑现

公司募投项目“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”已于 2019 年底建成，其中除了 3 万吨的“大品种”，还包含 4.7 万吨特种聚醚及合成酯和 0.8 万吨聚醚胺“小品种”板块产品，小计 5.5 万吨，处于产能释放期。同时，公司“10 万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目”基地搬迁项目有序推进，土建工程已完工，内外部装饰工程以及设备安装等进行中。其中包括 5 万吨 MS 树脂，MS 树脂用于生产 MS 胶，而 MS 胶应用广泛，包括装配式建筑。截至 2020 年 9 月 30 日，该项目正按照既定计划有序推进，将力争在 2020 年底至 2021 年初建成并在一季度实现试生产。公司位于绍兴市上虞区章镇工业新区的皇马科技厂区生产经营情况正常，尚未开始搬迁工作。

3. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.19 亿元、4.33 亿元、4.82 亿元，对应 EPS 0.78 元、1.07 元、1.19 元，PE 23.9、17.6、15.8 倍。考虑公司为特种表面活性剂龙头，新增高毛利小品种产能释放，同时在建 MS 树脂新品种，产品结构优化，盈利能力提升，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，原料及产品价格大幅波动，在建项目投产进度及盈利不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1894	1912	2690	3227
(+/-%)	10.2%	0.96%	40.65%	19.98%
净利润(百万元)	256	319	433	482
(+/-%)	30.01%	24.40%	35.79%	11.36%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.78	1.07	1.19
市盈率(PE)	27.4	23.9	17.6	15.8

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

表：盈利预测和财务指标

利润表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1894	1912	2690	3227
营业成本	1473	1469	2037	2439
毛利	421	443	653	788
%营业收入	22%	23%	24%	24%
税金及附加	9	9	12	15
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	39	40	56	67
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	35	35	50	60
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	71	71	100	120
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	-1	1	-2	-1
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	1	0	0	0
信用减值损失	2	-2	-2	-2
其他收益	7	73	55	20
投资收益	4	3	3	3
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	18	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	294	366	496	552
%营业收入	16%	19%	18%	17%
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	293	364	495	551
%营业收入	15%	19%	18%	17%
所得税费用	37	46	62	69
净利润	256	319	433	482
归属于母公司的净利润	256	319	433	482
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.63	0.78	1.07	1.19

现金流量表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	98	228	347	422
投资	0	0	0	0
资本性支出	-144	-144	-144	-144
其他	182	3	3	3
投资活动现金流净额	38	-141	-141	-141
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-60	0	0	0
其他	-36	0	0	0
筹资活动现金流净额	-96	0	0	0
现金净流量	40	87	206	281

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

资产负债表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	181	268	474	755
交易性金融资产	391	391	391	391
应收账款及应收票据	229	281	395	474
存货	137	134	186	223
预付账款	18	18	25	30
其他流动资产	28	29	31	32
流动资产合计	984	1121	1502	1905
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	845	845	845	845
无形资产	120	120	120	120
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	4	4	4	4
其他非流动资产	268	411	553	696
资产总计	2221	2501	3025	3571
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	222	183	254	304
预收账款	12	12	17	20
应付职工薪酬	14	14	19	23
应交税费	19	19	27	33
其他流动负债	6	6	8	9
流动负债合计	272	234	325	389
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	20	20	20	20
其他非流动负债	429	429	429	429
负债合计	721	683	774	838
归属于母公司的所有者权益	1595	1914	2346	2828
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1595	1914	2346	2828
负债及股东权益	2316	2597	3120	3666

基本指标

EPS	0.63	0.78	1.07	1.19
BVPS	3.93	4.71	5.78	6.97
PE	27.42	23.94	17.63	15.83
PEG	0.91	0.98	0.49	1.39
PB	4.40	3.99	3.25	2.70
EV/EBITDA	13.52	17.32	11.02	8.57
ROE	16%	17%	18%	17%

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。