

## 一季报大幅增长，成长性再度凸显



### 核心观点

- **一季报大幅增长:** 公司披露 21 年一季报, 实现营业收入 5.13 亿元, 同比增长 47.1%; 实现归母净利润 0.82 亿元, 同比增长 39%。收入大幅增长主要由于公司产品销量 Q1 同比增长 33%, 同时产品价格有所提升。利润增长略低于收入增长的主要原因是, 公司原料价格上涨幅度超过了产品价格, 主要是环氧丙烷 21Q1 相比去年同期上涨超过 100%。
- **主要产品增长明显:** 公司成长主要依靠小品种产品, 21Q1 小品种销量同比增长 43%, 即使考虑去年同期有疫情影响基数较低, 这也是较好的增速。展望 21 年全年, 公司目前在建工程超过 6 亿元, 皇马新材料搬迁项目和二期都有望在今年陆续投产, 公司产能将持续进一步增长, 驱动小产品销量继续高速增长。
- **关注环氧丙烷高位回落:** 公司部分产品售价为结合原料价格进行公式定价, 去年下半年环氧丙烷价格连续大幅上涨, 而公司产品定价滞后于原料上涨, 导致利润受损。目前环氧丙烷价格还处于历史高位, 但今年新增产能很多, 按照周期规律, 我们预计今年价格将出现明显回落。这将使公司产品毛利率阶段性扩大, 推动业绩超预期增长。

### 财务预测与投资建议

- 根据近期化工品价格与公司经营情况, 我们调整公司 2021-2022 年归母净利润预测为 4.27、5.57 亿元 (原预测 3.81、4.84 亿元), 并添加 2023 年预测为 6.50 亿元。可比公司 2021 年估值为 17 倍市盈率, 考虑到皇马科技投资回报率与成长性确定性均明显好于可比公司, 给予 30% 溢价, 调整目标价为 23.24 元, 维持买入评级。

### 风险提示

- 新项目投产进度低于预期; 原材料价格大幅波动; 大客户订单流失; 老厂搬迁影响。

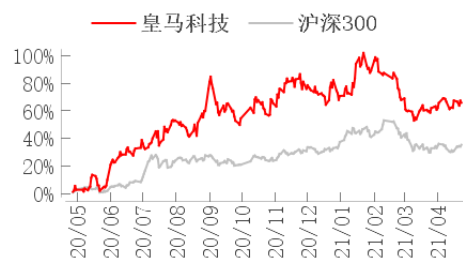
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,894	1,946	2,528	2,965	3,428
同比增长(%)	10.2%	2.7%	29.9%	17.3%	15.6%
营业利润(百万元)	294	367	488	637	743
同比增长(%)	31.4%	24.7%	33.1%	30.5%	16.7%
归属母公司净利润(百万元)	256	320	427	557	650
同比增长(%)	30.0%	25.0%	33.3%	30.5%	16.7%
每股收益(元)	0.63	0.79	1.05	1.37	1.60
毛利率(%)	22.2%	22.3%	24.4%	26.9%	27.3%
净利率(%)	13.5%	16.5%	16.9%	18.8%	19.0%
净资产收益率(%)	16.9%	18.6%	20.7%	22.3%	22.1%
市盈率	29.8	23.8	17.9	13.7	11.7
市净率	4.8	4.1	3.4	2.8	2.4

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月23日)	18.72元
目标价格	23.24元
52周最高价/最低价	23.31/11.23元
总股本/流通A股(万股)	40,600/40,600
A股市值(百万元)	7,600
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年04月25日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-9.5	3.82	-17.89	65.76
相对表现	-1.33	-3.4	-16.64	43.74
沪深300	.38	4.16	-1.25	22.02



资料来源: WIND、东方证券研究所

### 证券分析师

倪吉

021-63325888\*7504

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517120003

### 相关报告

中报逆势增长, 核心产品表现较好

2020-08-21

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值**

公司	每股收益 (元)				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
奥克股份	0.59	0.78	0.96	1.12	16.32	12.35	10.03	8.60
利安隆	1.43	1.95	2.47	3.06	26.36	19.33	15.26	12.32
国光股份	0.40	0.68	0.82	-	27.65	16.26	13.49	-
中旗股份	1.42	2.13	2.77	3.42	27.47	18.31	14.08	11.41
坤彩科技	-	1.14	2.52	-	-	35.73	16.16	-
红宝丽	0.20	0.37	0.43	0.42	25.35	13.70	11.79	12.07
调整后平均						17.00	14.00	

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 2：投入资本回报率比较**

投入资本回报率 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
皇马科技	9.61	10.81	13.6	14.35	16.87	17.78
奥克股份	-3.84	2.09	5.89	8.67	9.33	11.06
利安隆	17.21	16.74	14.38	15.67	13.63	11.25
国光股份	20.99	15.29	20.71	25.13	18.82	
中旗股份	16.91	9.47	10.22	14.47	9.04	10.72
坤彩科技	22.02	17.7	12.7	14.52	10.18	
红宝丽	8.94	8.88	2.93	2.31	4.71	5.26

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 3：历史归母净利比较（万元，利安隆 20 年业绩中约 50%来自 19 年增发收购的凯亚化工）**

归母净利	2015	2016	2017	2018	2019	2020	复合增速
皇马科技	6,470	9,013	14,776	19,703	25,616	32,026	38%
奥克股份	-21,017	7,634	20,945	32,569	34,669	40,273	
利安隆	7,368	9,058	13,050	19,307	26,231	29,299	32%
国光股份	13,381	13,925	18,530	23,459	20,113	16,927	5%
中旗股份	9,481	7,716	11,733	20,916	14,976	19,619	16%
坤彩科技	9,669	10,556	11,604	18,003	14,899		11%
红宝丽	10,260	12,679	4,090	2,908	8,928	12,019	3%

资料来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	181	97	126	148	415	营业收入	1,894	1,946	2,528	2,965	3,428
应收票据、账款及款项融资	325	337	445	522	604	营业成本	1,473	1,513	1,912	2,168	2,491
预付账款	18	37	47	56	64	营业税金及附加	9	9	11	13	15
存货	137	163	206	234	269	营业费用	39	39	51	59	69
其他	419	588	536	538	541	管理费用及研发费用	106	114	145	170	196
<b>流动资产合计</b>	<b>1,079</b>	<b>1,221</b>	<b>1,362</b>	<b>1,498</b>	<b>1,893</b>	财务费用	(1)	3	13	14	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	3	5	3	4
固定资产	845	834	1,622	1,897	1,908	公允价值变动收益	18	30	24	27	25
在建工程	237	540	248	132	232	投资净收益	4	3	4	4	4
无形资产	120	117	115	113	111	其他	7	69	69	69	69
其他	35	36	35	34	34	<b>营业利润</b>	<b>294</b>	<b>367</b>	<b>488</b>	<b>637</b>	<b>743</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,237</b>	<b>1,528</b>	<b>2,021</b>	<b>2,176</b>	<b>2,284</b>	营业外收入	0	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>2,316</b>	<b>2,749</b>	<b>3,382</b>	<b>3,674</b>	<b>4,177</b>	营业外支出	1	2	1	1	2
短期借款	0	40	207	51	40	<b>利润总额</b>	<b>293</b>	<b>365</b>	<b>487</b>	<b>636</b>	<b>742</b>
应付票据及应付账款	222	255	322	365	420	所得税	37	45	60	79	92
其他	50	54	54	54	54	<b>净利润</b>	<b>256</b>	<b>320</b>	<b>427</b>	<b>557</b>	<b>650</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>272</b>	<b>349</b>	<b>583</b>	<b>471</b>	<b>514</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	100	100	100	100	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>256</b>	<b>320</b>	<b>427</b>	<b>557</b>	<b>650</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.63	0.79	1.05	1.37	1.60
其他	449	445	421	397	372						
<b>非流动负债合计</b>	<b>449</b>	<b>545</b>	<b>521</b>	<b>497</b>	<b>472</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>721</b>	<b>895</b>	<b>1,104</b>	<b>967</b>	<b>987</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	280	406	406	406	406	营业收入	10.2%	2.7%	29.9%	17.3%	15.6%
资本公积	493	392	392	392	392	营业利润	31.4%	24.7%	33.1%	30.5%	16.7%
留存收益	816	1,053	1,480	1,909	2,392	归属于母公司净利润	30.0%	25.0%	33.3%	30.5%	16.7%
其他	5	3	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,595</b>	<b>1,855</b>	<b>2,278</b>	<b>2,707</b>	<b>3,190</b>	毛利率	22.2%	22.3%	24.4%	26.9%	27.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,316</b>	<b>2,749</b>	<b>3,382</b>	<b>3,674</b>	<b>4,177</b>	净利率	13.5%	16.5%	16.9%	18.8%	19.0%
						ROE	16.9%	18.6%	20.7%	22.3%	22.1%
						ROIC	16.9%	18.0%	19.1%	20.9%	21.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	256	320	427	557	650	净负债率	0.0%	2.6%	8.1%	0.3%	0.0%
折旧摊销	77	79	120	182	212	流动比率	3.96	3.50	2.33	3.18	3.68
财务费用	(1)	3	13	14	7	速动比率	3.46	3.03	1.98	2.68	3.15
投资损失	(4)	(3)	(4)	(4)	(4)	营运能力					
营运资金变动	372	(33)	(102)	(75)	(77)	应收账款周转率	8.3	7.8	8.5	8.1	8.1
其它	(603)	(333)	(47)	(48)	(46)	存货周转率	10.9	10.0	10.3	9.8	9.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>98</b>	<b>34</b>	<b>407</b>	<b>626</b>	<b>743</b>	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
资本支出	(319)	(371)	(613)	(337)	(320)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.63	0.79	1.05	1.37	1.60
其他	357	184	82	30	29	每股经营现金流	0.35	0.08	1.00	1.54	1.83
<b>投资活动现金流</b>	<b>38</b>	<b>(187)</b>	<b>(531)</b>	<b>(307)</b>	<b>(291)</b>	每股净资产	3.93	4.57	5.61	6.67	7.86
债权融资	0	105	0	0	0	估值比率					
股权融资	(36)	25	0	0	0	市盈率	29.8	23.8	17.9	13.7	11.7
其他	(60)	(52)	153	(297)	(185)	市净率	4.8	4.1	3.4	2.8	2.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(96)</b>	<b>78</b>	<b>153</b>	<b>(297)</b>	<b>(185)</b>	EV/EBITDA	19.2	15.9	11.5	8.6	7.4
汇率变动影响	0	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.3	19.3	14.2	11.0	9.5
<b>现金净增加额</b>	<b>41</b>	<b>(79)</b>	<b>30</b>	<b>22</b>	<b>267</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)