

公司研究/首次覆盖

2019年01月15日

基础化工/化学原料 II

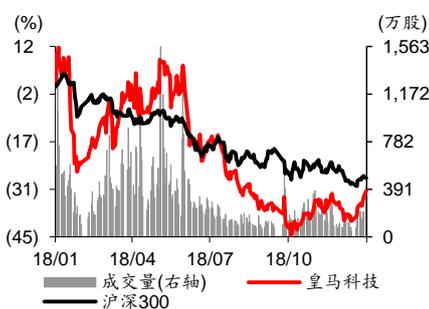
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 16.37  
合理价格区间(元): 19.04~22.61

刘曦 执业证书编号: S0570515030003  
研究员 025-83387130  
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793939  
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

优质表面活性剂龙头，业务优化驱动增长

皇马科技(603181)

国内特种表面活性剂龙头企业

皇马科技是我国特种表面活性剂领域龙头企业，目前具备 18 万吨产能，产品种类超过 1300 种，下游涵盖减水剂、有机硅材料、涂料、日化等十大应用板块。2015 年以来，公司贯彻“大品种调结构，功能性小品种创盈利”的方针，2015-2017 年公司营收 CAGR 为 5.1%，净利 CAGR 为 22.9%，2017 年/2018 前三季度分别实现营收 16.8/12.6 亿元，同比增 12.1%/4.5%，实现净利 1.48/1.36 亿元，同比增 64%/38%。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.97/1.19/1.42 元，首次覆盖给予“增持”评级。

顺应行业发展趋势，非离子表面活性剂前景向好

2017 年表面活性剂全球市场需求约 1400 万吨，国内需求超过 200 万吨，其中非离子表面活性剂需求占比约 40%，相比传统的阴离子表面活性剂，非离子产品改性空间大，应用领域更广泛，且符合产品升级的方向。伴随环保化等趋势延续，下游涂料、农化助剂、有机硅材料、润滑油等领域的产品升级，特种非离子表面活性剂市场有望持续扩大。

直面巨头竞争，综合优势凸显

表面活性剂海外领先企业包括巴斯夫、陶氏化学等全球化工综合性龙头企业，也包括宝洁、阿克苏诺贝尔等在下游产品领域具备领导地位的行业龙头，亦有斯泰潘、禾大等专精型小企业。海外企业近年来因管理及生产成本等因素订单逐步向国内转移。在特种表面活性剂领域，公司在国内竞争对手相对较少，且公司产品品类多，技术先进，客户丰富且质地好，具备较强综合竞争优势。

募投项目产能释放助力成长

公司 IPO 募投项目“8.5 万吨高端功能性表面活性剂项目（包含 7.7 万吨特种聚醚、高端合成酯及 0.8 万吨聚醚胺）”自 2017 年逐步开始建设以来持续推进，伴随公司小品种订单增长，原有产能逐步饱和，2019 年募投项目将逐步释放产能，项目聚焦于涂料、有机硅新材料、润滑油及个人护理等领域，盈利前景良好。

首次覆盖给予“增持”评级

皇马科技是国内特种表面活性剂龙头企业，伴随国内下游产品升级及海外客户订单转移，公司业务规模有望持续扩大，2019 年 IPO 募投项目逐步释放缓解产能瓶颈，公司有望进入快速发展期。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.97/1.19/1.42 元，结合可比公司估值水平（2019 年 18 倍 PE），我们给予公司 2019 年 16-19 倍 PE，对应目标价 19.04-22.61 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，产品推广不达预期风险，订单获取不达预期风险，核心技术失密风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	200.00
流通 A 股 (百万股)	99.00
52 周内股价区间 (元)	13.20-26.88
总市值 (百万元)	3,274
总资产 (百万元)	1,570
每股净资产 (元)	6.86

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,501	1,683	1,790	2,209	2,583
+/-%	8.76	12.11	6.40	23.39	16.92
归属母公司净利润 (百万元)	90.13	147.76	194.91	237.63	284.10
+/-%	39.29	63.94	31.91	21.92	19.55
EPS (元, 最新摊薄)	0.45	0.74	0.97	1.19	1.42
PE (倍)	35.37	21.58	16.36	13.42	11.22

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

国内特种表面活性剂龙头企业.....	4
顺应行业发展趋势，非离子表面活性剂前景向好.....	7
应用领域广泛的“工业味精” .....	7
下游产品升级，环保化等趋势带动需求增长 .....	8
直面巨头竞争，综合优势凸显.....	10
募投项目产能释放助力成长 .....	13
首次覆盖给予“增持”评级 .....	14
风险提示 .....	16
PE/PB - Bands .....	16

## 图表目录

图表 1： 公司主要业务情况 .....	4
图表 2： 公司各业务收入构成及增长情况.....	4
图表 3： 公司各业务毛利构成及增长情况.....	4
图表 4： 公司净利润自 2016 年恢复增长.....	5
图表 5： 公司小品种板块产品销量平稳增长.....	5
图表 6： 公司经营净现金流整体稳健 .....	5
图表 7： 公司期间费用率自 2016 年以来整体下降 .....	5
图表 8： 皇马科技股权结构 .....	5
图表 9： 皇马科技及主要子公司经营情况.....	6
图表 10： 我国表面活性剂产量变化 .....	7
图表 11： 2015 年我国表面活性剂终端需求分布.....	7
图表 12： 非离子表面活性剂下游 2014-2017 年的产量年化增速.....	8
图表 13： 2016 年不同下游非离子表面活性剂的单价对比 .....	8
图表 14： 我国聚羧酸减水剂市场占比逐年上升 .....	8
图表 15： 2016 年我国室内装修用胶类型分布 .....	8
图表 16： 2016 年全球 MS 胶用量在密封胶中的占比 .....	9
图表 17： 2017 年国内溶剂型和环保涂料产量占比.....	9
图表 18： 2017 年我国已登记农药剂型与新增剂型的占比 .....	9
图表 19： 我国合成润滑油（不含半合成）占比持续提升.....	9
图表 20： 海外主要特种表面活性剂生产企业.....	10
图表 21： 斯泰潘公司表面活性剂业务营收及营业利润变化 .....	10
图表 22： 皇马科技来自阿科玛的订单快速增长 .....	10
图表 23： 国内非离子表面活性剂领域的生产企业.....	11
图表 24： 公司大品种板块毛利率波动较大.....	11
图表 25： 公司小品种板块毛利率整体平稳.....	11

图表 26: 公司现有主要产品技术状况.....	11
图表 27: 公司客户结构多元化, 优质客户较多 .....	12
图表 28: 环氧乙烷价格对公司业务的毛利率影响.....	12
图表 29: 国内环氧乙烷价格走低.....	12
图表 30: 公司 IPO 募集资金拟用途.....	13
图表 31: 高端功能性表面活性剂项目产品方案概况 .....	13
图表 32: 皇马科技盈利预测假设 .....	14
图表 33: 可比公司估值情况 .....	15
图表 34: 皇马科技历史 PE-Bands .....	16
图表 35: 皇马科技历史 PB-Bands .....	16

## 国内特种表面活性剂龙头企业

浙江皇马科技股份有限公司（以下简称“皇马科技”或“公司”）是国内特种表面活性剂行业龙头企业，涵盖 1300 种特种表面活性剂细分产品，应用于减水剂、有机硅等诸多板块的。公司目前具备 10.99 万吨大品种板块产品产能及 6.84 万吨小品种板块产能，其中大品种板块产品主要应用于减水剂领域，小品种板块产品则广泛应用于有机硅、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、水处理、个人护理等领域。2017 年公司大品种板块、小品种板块销量分别为 8.71/5.69 万吨，营收占比分别为 52%/48%，毛利占比分别为 39%/61%。

图表1：公司主要业务情况

产品	产能	2017年产量	2017年销量	应用领域
大品种板块	10.99	8.83	8.71	减水剂
小品种板块	6.84	5.70	5.69	有机硅、纺织印染、涂料、农化、润滑油等
小品种板块	7.7 (在建)			
聚醚胺	0.8 (在建)			
新材料树脂	10 (在建)			
<b>合计</b>	<b>17.84</b>	<b>14.53</b>	<b>14.40</b>	
<b>主要厂区</b>				
母公司	7.18	6.68		
绿科安	10.66	7.85		
	8.5 (在建)			
皇马新材料	10 (在建)			涂料、电子化学品、粘合剂等

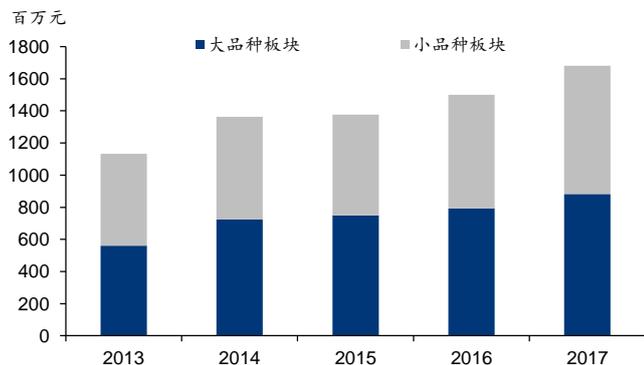
单位：万吨

注：合计产能不含在建产能

资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

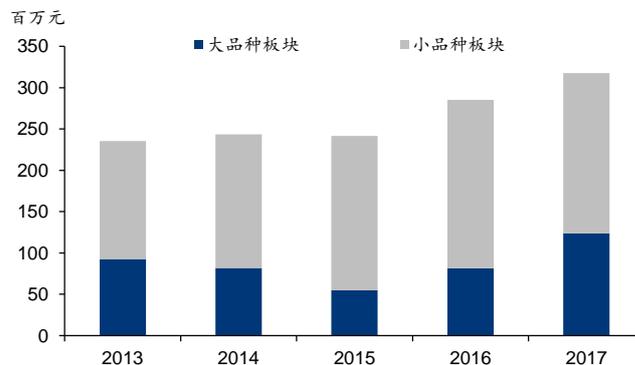
近年来，公司依托技术研发优势，贯彻“大品种调结构，功能性小品种创盈利”的方针，实现业绩稳步增长。2015-2017 年公司营收 CAGR 为 5.1%，净利 CAGR 为 22.9%，2015 年至 2018 年前三季度，公司小品种板块销量占比从 35% 提升至 43%。2017 年公司实现营业收入 16.8 亿元，同比增长 12.1%，净利润 1.48 亿元，同比增长 63.9%。2018 年前三季度公司实现营业收入 12.6 亿元，同比增长 4.5%，净利润 1.36 亿元，同比增长 38.3%。

图表2：公司各业务收入构成及增长情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

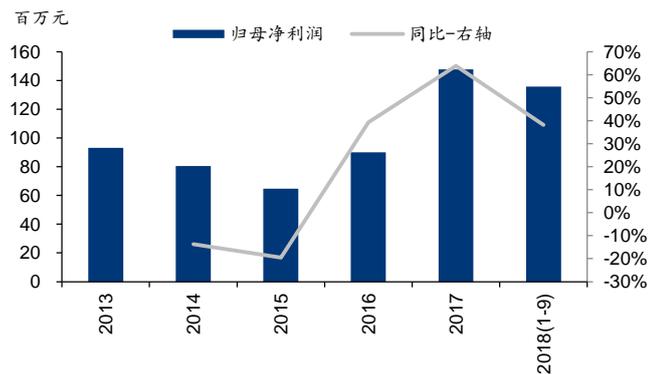
图表3：公司各业务毛利构成及增长情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

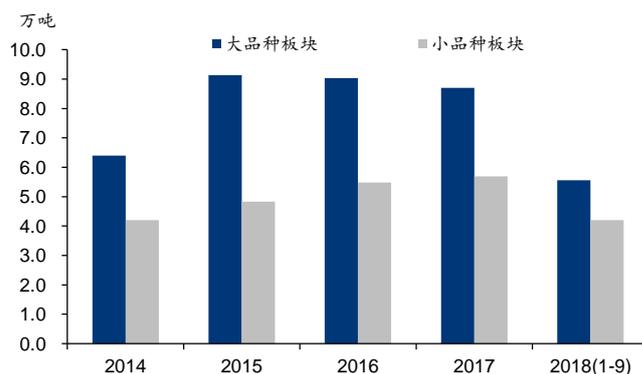
公司经营性净现金流整体稳健，2018 年前三季度为 1.65 亿元，同比基本持平。2018 年前三季度，公司管理/销售/财务费用率分别为 5.6%/1.9%/0.3%，管理费用中研发费用占比超 60%，财务费用率较 2016/2017 年的 2.0%/1.7% 显著下降，主要是 IPO 募集资金到位后整体债务减轻，2016 年公司因做股权激励管理费用曾有阶段性上升。

**图表4：公司净利润自2016年恢复增长**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表5：公司小品种板块产品销量平稳增长**



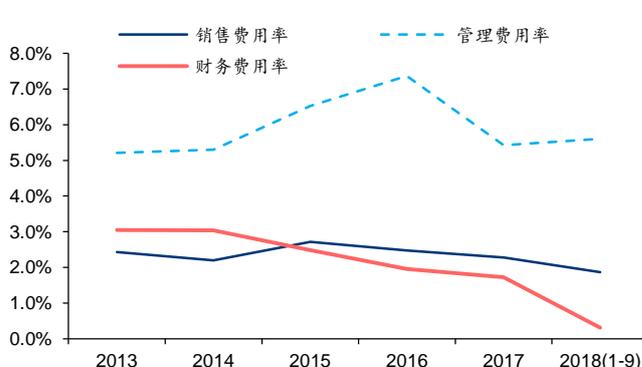
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表6：公司经营净现金流整体稳健**



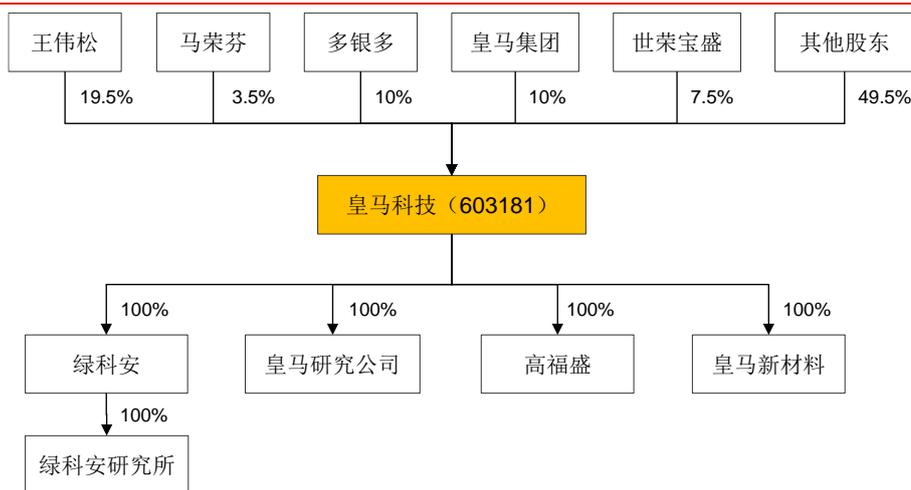
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表7：公司期间费用率自2016年以来整体下降**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表8：皇马科技股权结构**



注：截至2018年9月30日

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司实际控制人为王伟松、马荣芬夫妇，并通过皇马集团、世荣宝盛、多银多直接和间接合计控制公司50.5%股份。公司主要高管通过多银多持有公司部分股权。

公司目前控股5家子公司，共有2个厂区：

1) 表面活性剂生产主要集中在母公司和绿科安厂区。目前绿科安厂区在建7.7万吨特种聚醚、高端合成酯技改项目和0.8万吨聚醚胺技改项目，预计2019上半年开始逐步投产。

- 2) 2017 年母公司实现营收 8.92 亿元, 同比增长 5.4%, 实现净利 0.86 亿元, 同比增长 6.8%, 绿科安化学实现营收 8.16 亿元, 同比增长 15.0%, 净利 0.61 亿元, 同比增长 566%。
- 3) 特种聚醚及表面活性剂系列产品的研发主要集中在绿科安研究所(三级全资子公司)和皇马表面活性剂研究公司。
- 4) 高福盛贸易公司负责危险化学品不带储存设施经营, 以及化工产品、化学试剂批发。
- 5) 2018 年 7 月, 公司以自有资金 6000 万元设立全资子公司浙江皇马新材料科技有限公司, 主要负责粘合剂、半导体及电子化学品、UV 光固化涂料等方面的新材料树脂及特种表面活性剂的研发、销售。有助于公司拓展产品应用领域, 延伸产业链。根据上虞日报报道, 2018 年 12 月, 皇马新材料 10 万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目已开工。

**图表9: 皇马科技及主要子公司经营情况**

公司名称	主要产品或服务	持股比例	净资产	2018H1 收入	2018H1 净利润	2017 年收入	2017 净利润
母公司	特种表面活性剂生产、销售	-	1224.8	441.6	50.0	892.1	86.4
绿科安	特种表面活性剂生产、销售	100%	166.8	384.1	32.0	814.6	61.1
活性剂研究公司	表面活性剂系列产品的研发	100%	8.36	0.36	-0.0	1.16	0.12
高福盛贸易公司	危险化学品不带储存设施经营; 批发	100%	1.00	0.84	-0.0		
绿科安研究所	特种聚醚系列产品的研发	100%	1.07				
皇马新材料	粘合剂、UV 涂料、电子化学品等树脂	100%	60.0				

单位: 百万元

注: 净资产截至 2018 年 6 月 30 日

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 顺应行业发展趋势，非离子表面活性剂前景向好 应用领域广泛的“工业味精”

表面活性剂是指分子结构为两亲性结构（亲水基、疏水基）的一类化合物，其应用领域广泛，全球品类超过 6000 种，被誉为“工业味精”。根据 CPCIA 测算，2017 年全球需求量超 1400 万吨，亚洲市场占比近 40%，根据 Allied Market Research (AMR) 测算，2017 年全球市场规模约 435.55 亿美元。根据中国洗涤用品工业协会统计，2017 年国内产量 213 万吨，其中阴离子表面活性剂为 115.8 万吨，净出口 11.4 万吨，表观消费量 104.4 万吨，同比增长 19%，非离子表面活性剂产量 87.1 万吨，净进口 8.2 万吨，表观消费量 95.3 万吨，同比下降 15%，主要受环保高压下中小企业关停导致计入统计的聚醚类产品产量下滑影响，除聚醚大单体外，其他非离子表面活性剂表观需求超过 50 万吨，

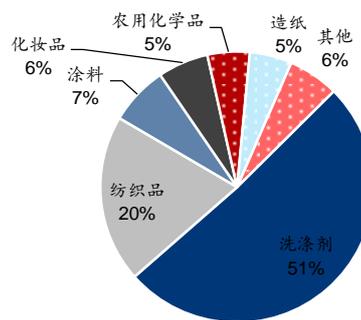
图表10：我国表面活性剂产量变化



注：非离子型中仅统计部分减水剂用聚醚产量

资料来源：中国洗协表活专业委员会，华泰证券研究所

图表11：2015年我国表面活性剂终端需求分布



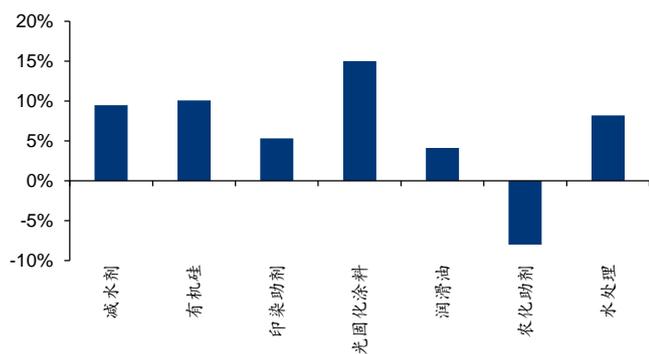
资料来源：《精细与专用化学品》，华泰证券研究所

根据性质分类，表面活性剂包括阴离子、非离子、阳离子及两性表面活性剂四大类：其中阴离子表面活性剂是发展最早的品类，主要为 LAS（烷基苯磺酸）及 AES（脂肪醇醚硫酸盐）等，二者 2017 年国内产量在阴离子型中占比超 90%，其原料包括烷基苯、脂肪醇、脂肪酸等，主要用于洗衣粉、洗涤灵、洗浴产品等；

非离子表面活性剂主要原料为环氧乙烷及环氧丙烷等，其中 2017 年我国用于减水剂的聚醚大单体产量约占 50%、其他包括低 EO 聚合数脂肪醇醚（AEO2-3）、高 EO 聚合数脂肪醇醚（AEO7-9）、烷基醇氨等小品种表面活性剂，另外一些体量较小的特种表面活性剂由于性能可调节空间大，性质温和可与其他表面活性剂配合使用，因此应用范围逐步扩大（尤其在工业领域），销量增长较快。

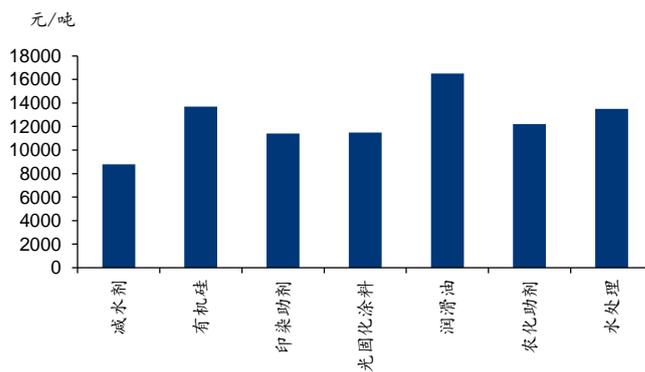
根据需求分类，表面活性剂主要用于日化及工业领域，其中国内 2015 年洗涤剂占比 51%（主要用于日化方面），其他日化领域需求包括个人护理及衣物柔软剂等，工业领域需求相对广泛，包括减水剂、聚氨酯、有机硅、润滑油、水处理剂、纺织助剂、农药、玻纤浸润剂、涂料等直接产品，应用于建筑、汽车、电子、纺织、农化、皮革、印染、日化等诸多行业。由于上述主要下游行业近年来整体变化相对平稳，我们认为表面活性剂的终端需求结构基本变化不大。

图表12: 非离子表面活性剂下游2014-2017年的产量年化增速



资料来源: 国家统计局, 卓创资讯, 智研咨询, 辐射与光固化协会, 华泰证券研究所

图表13: 2016年不同下游非离子表面活性剂的单价对比



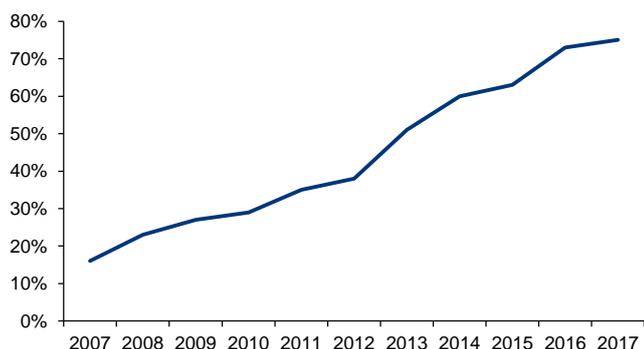
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

根据国家统计局等机构数据, 2014-2017年非离子表面活性剂的主要下游应用领域产量增速差异较大, 如光固化涂料、有机硅等下游的产量保持年化10%以上增长, 而润滑油、印染助剂等下游产量不足5%, 农化助剂产量甚至年均下滑8%, 但对于非离子表面活性剂而言, 其需求增长则多来自于下游细分品类的增长或渗透率提升, 如涂料领域的UV涂料、硅橡胶领域的MS胶、润滑油领域的合成润滑油、农化助剂领域药效提升带来的助剂需求等。从价格来看, 用于细分品类的表面活性剂也整体高于聚羧酸减水剂单体, 体现了特种非离子表面活性剂“定制化、细分化、高端化”的特征。

### 下游产品升级, 环保化等趋势带动需求增长

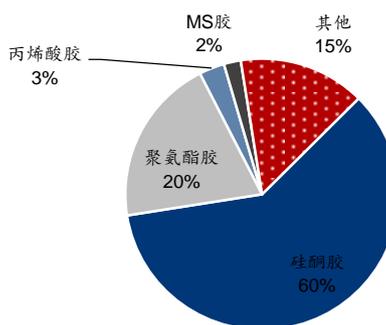
减水剂方面, 以聚羧酸系为代表的第三代高性能减水剂在混凝土减水、保坍、增强、收缩及环保等方面具有优良性能, 能提高混凝土的和易性和泵送性, 可配置出高强、超高强、高耐久性和超流态混凝土。自2007年以来, 国内聚羧酸减水剂的市场占比也持续提升, 根据中国外加剂网数据, 2017年市场占比已达75%, 对以萘系为主的第二代减水剂形成持续替代。

图表14: 我国聚羧酸减水剂市场占比逐年上升



资料来源: 中国外加剂网, 华泰证券研究所

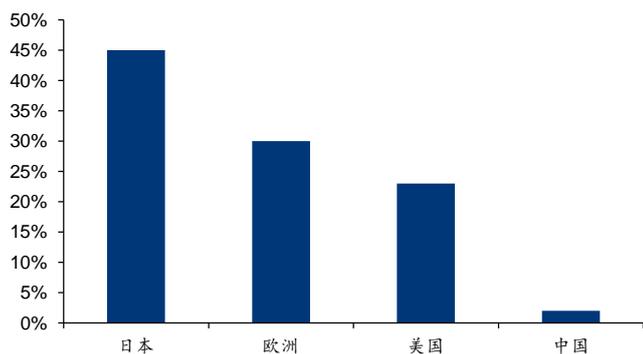
图表15: 2016年我国室内装修用胶类型分布



资料来源: 有机硅, 华泰证券研究所

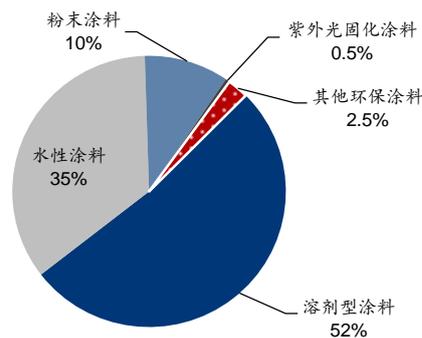
有机硅方面, 由于在基材粘结广泛性, 耐候性, 环保性, 可涂饰性方面的突出优势, 硅烷改性聚醚胶 (MS胶) 近年来自国内外发展迅速, 成为继硅酮胶、聚氨酯胶之后的新一代建筑密封胶, 主要应用于建筑工程和装饰装修, 且在冷藏车、集装箱等工业领域应用亦不断扩展。根据有机硅网站统计, 2016年国内MS胶在室内装修用量占比仅2%, 与欧洲、美国、日本等发达国家仍有不小发展空间。

图表16: 2016年全球MS胶用量在密封胶中的占比



资料来源: 有机硅, 华泰证券研究所

图表17: 2017年国内溶剂型和环保涂料产量占比

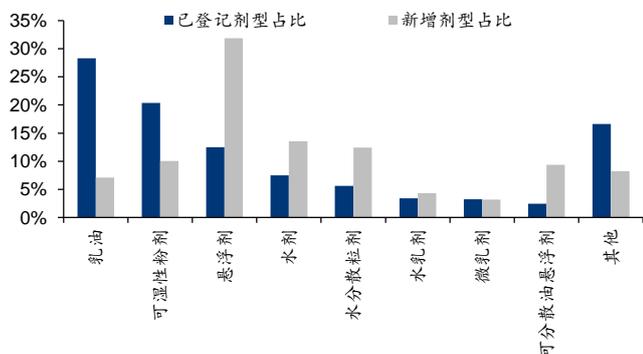


资料来源: 涂界, 华泰证券研究所

在涂料方面, 根据涂界数据, 2017年我国水性涂料、紫外光固化涂料等低VOC产品占比分别为35%、0.5%, 受环保要求提高影响, 未来这类产品具备广阔发展空间。在工业、家具等高端水性涂料领域, 消泡剂、润湿剂、流平剂这类传统涂料所需的助剂均需要添加特种表面活性剂。在UV固化领域, 涂料、油墨、胶粘剂均需要添加活性稀释剂(聚醚型特种非离子表面活性剂), 单吨添加量约30%。

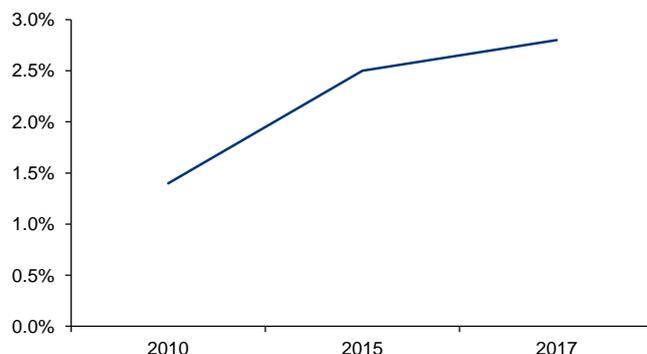
农药制剂方面, 由于传统的油性制剂(乳油、可湿粉剂)残留高, 助剂毒性大, 水基化剂型(悬浮剂、水剂、水分散粒剂、水乳剂、微乳剂等)占比持续提升。根据农药市场信息统计, 2017年国内新增登记的农药剂型中水基化剂型数量占比达75%。据公司公告, 2014年我国农药特种表面活性剂市场在10-15万吨, 其中特种非离子表面活性剂占27.3%, 而水基化剂型中, 特种非离子型表面活性剂是助剂的主要成分, 伴随农药制剂绿色化趋势, 未来市场有望逐步扩大。

图表18: 2017年我国已登记农药剂型与新增剂型的占比



资料来源: 农药市场信息, 华泰证券研究所

图表19: 我国合成润滑油(不含半合成)占比持续提升



资料来源: ILMA, 华泰证券研究所

在润滑油方面, 由于合成润滑油在耐高温、抗氧化、低温流动性、节能降本等方面具备优势, 可改善设备清洁性, 延长使用寿命, 减少设备故障发生和换油频率而受到认可。我国自2010年以来合成润滑油占比持续提升, 根据ILMA统计, 2017年合成润滑油占比2.8%, 约18.5万吨, 但相比于全球平均的3.2%和欧、美国家8%的用量占比仍有差距。国内合成润滑油发展缓慢主要是由于用油企业注重价格甚于品质, PAO(聚α烯烃)等核心原料受外企垄断及润滑油企业缺乏合成油配方及应用技术。公司特种表面活性剂是合成润滑油除PAO之外的关键组分, 一般占比1/4, 伴随国内工业、汽车领域需求升级, 公司产品市场需求有望持续扩大。

除此之外, 在小品种领域, 印染、纺织、水处理、玻纤、个人护理领域受产品升级效应影响, 特种表面活性剂需求亦有望持续增长。长期而言, 表面活性剂行业经历快速的市场扩容后, 将逐步向温和、安全、高效的方向发展, 特种表面活性剂具备长期发展空间。

## 直面巨头竞争，综合优势凸显

表面活性剂品类较多，从业内厂商而言，主要包括海外精细化工巨头及国内特种表面活性剂生产商。海外方面，主要为巴斯夫、陶氏化学、克莱恩、壳牌、阿克苏诺贝尔、宝洁等大型化工企业，在发展自身下游产品过程中研发并配套生产特种表面活性剂，另外也包括禾大、斯泰潘、欧荔安等特色小企业，专注于特种表面活性剂的研发生产。

图表20：海外主要特种表面活性剂生产企业

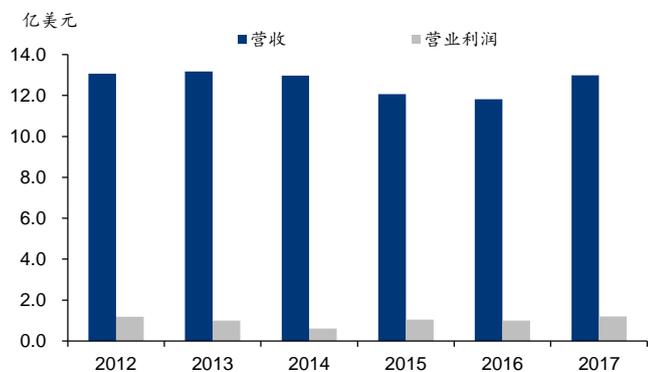
企业	总部所在地	2017年营收	优势领域
陶氏化学 (DOW)	美国	201	有机硅、涂料、个人护理等
巴斯夫 (BASF)	德国	771	印染助剂等
禾大 (Croda)	英国	18	润滑油、个人护理等
宝洁 (P&G)	美国	651	个人护理
科莱恩 (Clariant)	瑞士	66	涂料、润滑油等
壳牌 (Shell)	荷兰/英国	3052	润滑油
斯泰潘 (STEPAN)	美国	19	个人护理、农化、油田等
欧荔安 (Oleon)	比利时	8	个人护理、食品等
阿克苏诺贝尔 (Akzo Nobel)	荷兰	174	涂料

单位：亿美元

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰证券研究所

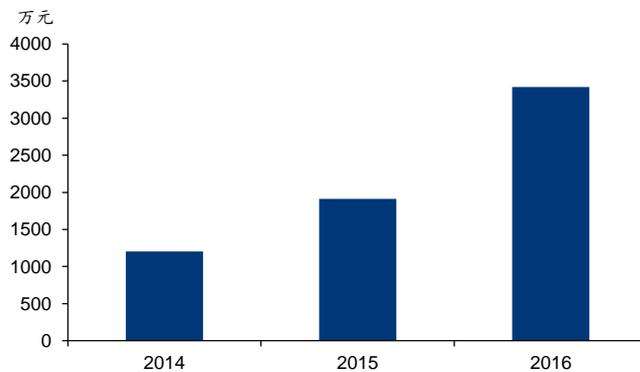
以斯泰潘公司为例，该公司2017年表面活性剂业务实现营收12.98亿美元，约占总营收70%，实现营业利润1.2亿美元，对应营业利润率9.2%，公司另一块业务是基于表面活性剂产品而延伸的聚醚多元醇产品。公司超过80%营收来自于欧洲及美国市场，在这类相对饱和市场，公司表面活性剂营业收入自2012年以来保持相对平稳，截至2019年1月7日，公司市值约17亿美元。

图表21：斯泰潘公司表面活性剂业务营收及营业利润变化



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表22：皇马科技来自阿科玛的订单快速增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

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。以公司为例，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3421万元，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。对于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，我们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23：国内非离子表面活性剂领域的生产企业**

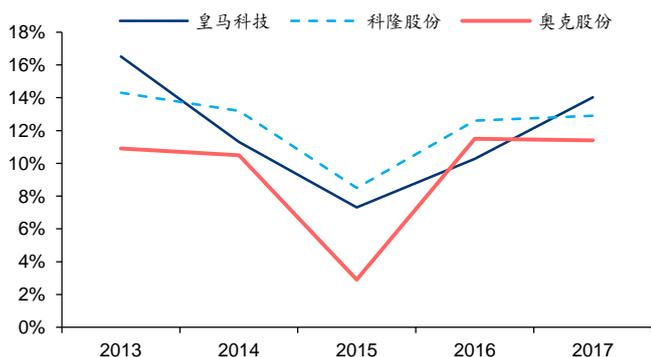
企业	所在地	产能	2017年相关业务营收	优势领域
皇马科技	浙江	17.84	16.8	减水剂、有机硅、涂料、润滑油等
奥克股份	辽宁	46	40.5	减水剂
科隆股份	辽宁	12	11.1	减水剂
钟山化工	江苏		-	有机硅/农药
晨化股份	江苏	3.42	4.1	有机硅
海安石化	江苏		-	印染助剂
威尔化工	江苏		-	润滑油
海盐县精细化工	浙江		-	润滑油、日化

单位：亿元，万吨/年

资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

国内方面，尽管表面活性剂厂家众多，但在非离子型领域数量有限，聚焦于小品种领域（减水剂除外）的更是屈指可数。在大品种领域，2013-2017年公司平均毛利率11.9%，整体较低，且存在周期性波动，主要是由于产品同质化且需求集中于减水剂领域，受混凝土产量影响较大。在小品种领域，主要竞争对手包括晨化股份、威尔化工等，2013-2017年公司平均毛利率26.6%，相对平稳，主要是由于产品门类多，同质化程度低，部分产品存在定制化开发，且面对的下游领域广泛。相比于竞争对手在特定领域的专精，公司特种表面活性剂品种齐全、技术含量较高、客户丰富度高且质地优秀。

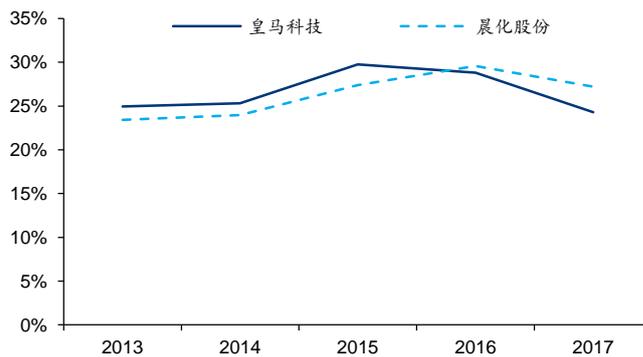
**图表24：公司大品种板块毛利率波动较大**



注：科隆股份、奥克股份选用聚醚单体板块毛利率

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表25：公司小品种板块毛利率整体平稳**



注：晨化股份选用表面活性剂板块毛利率

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

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）界面活性剂分技术委员会秘书处单位，截至2017年底，公司拥有授权专利72，参与制定国家、行业标准49项，拥有国家级重点新产品10只。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26：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：公司公告，华泰证券研究所

主要客户方面，根据公司公告，大品种板块客户涵盖国内减水剂主要企业，包括科之杰、苏博特、红墙股份等，并在建筑粘接、加固和保护等领域的行业领导者瑞士西卡方面拥有稳定订单。小品种领域，公司客户结构较为多元，且整体质地优秀，如有机硅全球龙头迈图、道康宁、赢创等，印染助剂领域国内龙头德美化工、传化股份等，涂料领域全球龙头阿科玛、艾仕得等，润滑油领域的福斯、中石化等，水处理领域的GE、亚什兰等。

**图表27： 公司客户结构多元化，优质客户较多**

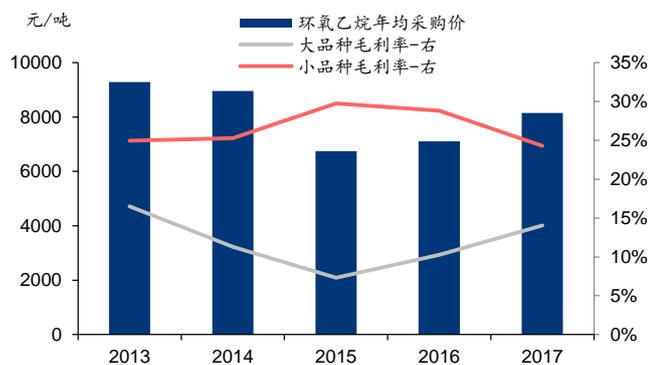
板块	客户名称	2016年对其销售额	备注
大品种板块	科之杰系	16985	国内减水剂第二大企业
	博众建材	3629	-
	西卡系	2925	瑞士企业，建筑粘接、加固和保护等领域的行业领导者
	苏博系	2882	国内减水剂第一大企业
小品种板块	迈图系	18101	有机硅领域
	德美系	6956	印染助剂领域
	阿科玛系	3422	涂料领域
	赢创	1508	有机硅领域
	传化系	1304	印染助剂领域
	道康宁系	1007	有机硅领域
	汉高系	949	有机硅、个人护理领域

单位：万元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

管理方面，由于表面活性剂下游细分市场众多，产品品类达上千种，原料超过200种，公司从2005年开始实施板块营销模式，以定制化的研发为出发点，通过各个环节的整体联动，持续推进公司发展，形成培育、发展、增长相结合的合理结构。公司2013-2017年平均销售费用率2.4%，显著低于化工行业加权平均水平（约5.0%），亦低于助剂类行业加权平均水平（约4.5%）。

**图表28： 环氧乙烷价格对公司业务的毛利率影响**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表29： 国内环氧乙烷价格走低**



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

环氧乙烷约占公司原材料成本的65%-70%，从历史上来看，公司大品种业务毛利率与环氧乙烷价格相关性强，一般环氧乙烷价格上升毛利率扩大，考虑到环氧乙烷难以储存，而下游聚醚大单体为大宗品，属于库存式生产，我们认为这种波动与行业本身的供给格局及经济整体运行情况相关，而小品种业务毛利率相对稳定，与原料波动关系不大。

近期伴随2018Q4以来油价持续下跌，辽阳石化环氧乙烷报价已跌至7900元/吨，较9月底阶段性高点下跌28%。但考虑到2019年国内基建在需求补短板领域仍将占据重要地位，我们认为聚醚大单体需求相对稳健，而行业本身经过2015年的低谷后，集中度显著提升（2017年CR5约80%，包括中石化、中石油、三江化工、斯尔邦及辽宁北方），产品价格中枢将趋于稳定。

## 募投项目产能释放助力成长

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，其中前两个项目总投资3.39亿元，实施主体为子公司绿科安化学，拟使用募集资金3.39亿元，公司预计项目将于建设期第二年（2019年）逐步释放产能。

图表30：公司IPO募集资金拟用途

项目名称	项目总投资	募集资金投资额
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）	21943	21943
年产0.8万吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）	11983	11983
年产10万吨特种表面活性剂新型智能化综合技改项目	7500	7500
研发中心建设项目	5100	5100

单位：万元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

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的领域。另外公司拟建设8000吨聚醚胺产能，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，行业龙头企业为亨斯迈及巴斯夫（2017年占全球市场85%），其他生产企业包括国内的阿科力、烟台民生及晨化股份等，尽管目前全球市场仍较小，但根据亨斯迈预计，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31：高端功能性表面活性剂项目产品方案概况

板块	产能	主要产品
节能环保涂料	12500	双酚A聚氧丙烯醚等
有机硅新材料	34000	烯丙醇聚醚及其封端聚醚等
高端润滑油及金属加工液	12500	各类多元酸酯
环保水处理	7000	嵌段聚醚、脂肪酸酯等
个人护理	4000	-
其他	-	各类聚醚
聚醚胺	8000	-

单位：吨/年

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 首次覆盖给予“增持”评级

皇马科技是国内特种表面活性剂领域龙头企业，公司贯彻“大品种调结构，功能性小品种创盈利”的方针，在有机硅新材料、涂料、印染助剂、农化助剂、水处理、润滑油等细分领域持续拓宽市场。伴随环保化等趋势带动下国内下游产品升级，海外企业订单逐步转移，特种表面活性剂应用市场有望逐步扩大，公司产品品类多样、技术先进、客户结构丰富且质量高，直面海外巨头竞争的同时在国内具备突出综合优势，伴随 IPO 募投项目产能自 2019 年逐步释放，公司业绩有望进入快速增长期。

图表32：皇马科技盈利预测假设

产品	指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
大品种板块	收入（百万元）	794	883	828	945	1050
	同比增长	6%	11%	-6%	14%	11%
	销量（万吨）	9.0	8.7	7.6	9.0	10.5
	均价（元/吨）	0.88	1.01	1.09	1.05	1.00
	毛利率	10%	14%	16%	16%	16%
小品种板块	收入（百万元）	707	798	962	1264	1533
	同比增长	13%	13%	20%	31%	21%
	销量（万吨）	5.5	5.7	6.5	8.6	10.5
	均价（元/吨）	1.29	1.40	1.48	1.47	1.46
	毛利率	29%	24%	27%	26%	26%
总计	收入（百万元）	1501	1683	1790	2209	2583
	同比增长	9%	12%	6%	23%	17%
	毛利率	19%	19%	22%	22%	22%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 假设 1（2018 年业绩）：

2018 年前三季度，根据公司公告，大品种板块销量 5.56 万吨，销售均价 1.14 万元/吨，小品种板块销量 4.20 万吨，销售均价 1.48 万元/吨，四季度一般为小品种板块的需求旺季，我们预计 2018 年大/小品种销量分别为 7.6/6.5 万吨，结合四季度环氧乙烷价格走势，我们预计全年大品种板块销售均价 1.09 万元/吨，由于全年价格整体上行，预计毛利率较 2017 年上升 2.0pct 至 16%。小品种板块产品属于订单式生产，部分产品存在定制化，价格波动有延迟性，我们预计 2018 年小品种板块销售均价 1.48 万元/吨，2017 年受环氧乙烷趋势性抬价影响，毛利率阶段性走低，2018 年公司改进原料定价体系（季度定价），且全年价格稳中有降，有助于毛利率回升，我们预计相比 2017 年提升 3pct 至 27%。

### 假设 2（大品种板块）：

这块主要产品为聚醚大单体，相对通用且规格少，该业务对公司而言主要为了稳定环氧乙烷的消化渠道，根据已有产能，在小品种板块订单增长时大品种板块产销量会降低（如 2018 年）。考虑到 2019 年新项目产能释放，而小品种业务新订单增长过程相对平缓，因此我们预计 2019-2020 年销量分别为 9.0/10.5 万吨，考虑到国内基建需求稳健，聚醚单体行业格局改善，我们预计 2019-2020 年大品种板块毛利率稳定在 16%，环氧乙烷价格近期下跌，且国内乙烯及衍生品产能进入投放期，我们预计环氧乙烷价格偏弱，大品种板块产品均价分别为 1.05/1.00 万元/吨。

### 假设 3（小品种板块）：

小品种板块业务比较繁杂，品类众多且下游分布广泛，结合公司预计的新产能释放进度，我们假设 2019-2020 年销量分别为 8.6/10.5 万吨，由于产品应用领域广泛，客户多元化，我们认为该业务毛利率将整体稳定，预计 2019-2020 年分别为 26%/26%，考虑国内环氧乙烷/环氧丙烷整体价格趋弱，销售均价分别为 1.47/1.46 万元/吨。

### 假设 4（费用率）：

公司销售、管理（含研发）情况整体稳定，且业务结构变化不大，我们假设 2019-2020 年整体销售费用率维持在 2%、管理费用率维持在 6%。公司 2019-2021 年资本开支不大，且自身业务经营性现金流良好，预计 2019-2020 年公司财务费用率为 0.5%/0.6%。

我们预计公司 2018-2020 年净利分别为 1.95、2.38、2.84 亿元，对应 EPS 为 0.97、1.19、1.42 元，结合可比公司估值水平（2019 年 18 倍 PE），考虑公司过往业绩增长趋势及后续发展规划，我们给予公司 2019 年 16-19 倍 PE，对应目标价 19.04-22.61 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**图表33：可比公司估值情况**

上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2018E	2019E	2018E	2019E		
利安隆	26.83	1.06	1.42	25	19	5.7	4.7
奥克股份	6.26	0.48	0.64	13	10	4.5	1.4
坤彩科技	14.89	0.41	0.60	36	25	2.7	5.6
平均				25	18		3.9

备注：股价为 1 月 14 日收盘价，BPS 截至 2018 年 9 月 30 日，EPS 采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 风险提示

### 原材料价格波动风险：

公司主要原材料为环氧乙烷和环氧丙烷，分别约占原材料采购金额的 70%和 10%，若短期内原材料价格大幅波动，对公司大品种业务可能产生阶段性毛利率波动风险，小品种业务影响稍小。

### 产品推广不达预期风险：

公司发展路径不同于传统减水剂聚醚单体企业，未来着眼于小品种特种非离子表面活性剂的研发，生产。公司募投新项目主要应用于涂料、润滑油、有机硅及个人护理等领域，但新型表面活性剂的需求增长依赖于下游产品生产企业的升级，公司可能面临产品推广不达预期风险。

### 订单获取不达预期风险：

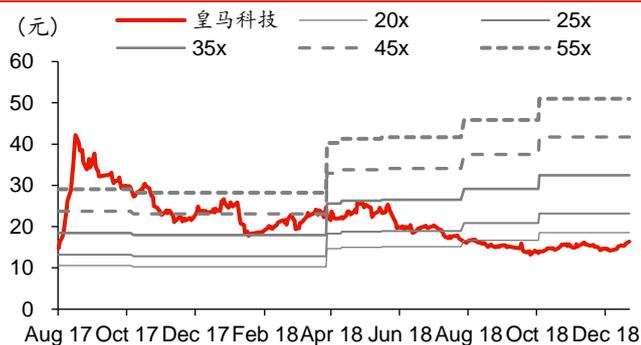
公司特种表面活性剂产品大量订单来自海外企业，若海外企业给予订单（无论是转移或者给予其他竞争对手）进度不达预期，公司营业收入增长可能低于预期。

### 核心技术失密风险：

公司在特种表面活性剂领域技术领先，部分小品类全球优势，毛利率水平较高。但因此亦存在核心技术失密风险，导致行业竞争加剧，整体毛利率走低。

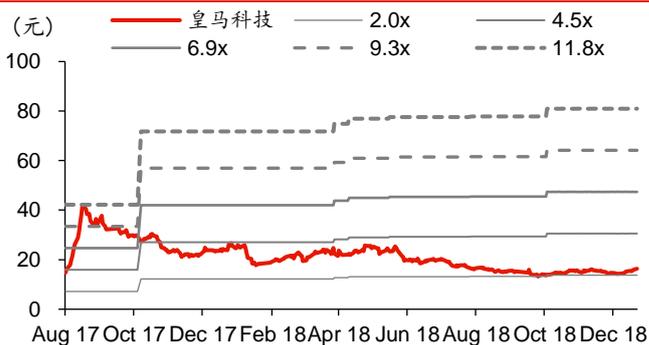
## PE/PB - Bands

图表34： 皇马科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表35： 皇马科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	574.62	818.89	819.45	1,009	1,182
现金	73.44	82.84	80.00	100.00	120.00
应收账款	240.96	261.52	306.16	377.77	441.69
其他应收账款	2.02	0.71	0.00	0.00	0.00
预付账款	27.39	20.69	28.05	34.64	40.33
存货	107.32	115.44	126.20	155.89	181.48
其他流动资产	123.49	337.70	279.04	340.92	398.30
非流动资产	698.08	708.11	903.61	1,002	1,231
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	614.86	608.43	728.81	829.43	1,010
无形资产	64.19	62.28	62.28	62.28	62.28
其他非流动资产	19.02	37.40	112.53	110.20	159.03
资产总计	1,273	1,527	1,723	2,011	2,413
流动负债	544.39	228.74	280.38	330.00	446.14
短期借款	372.50	76.30	156.27	178.70	271.08
应付账款	83.89	84.31	98.16	121.25	141.15
其他流动负债	88.00	68.13	25.95	30.05	33.92
非流动负债	68.79	17.30	11.81	12.63	13.91
长期借款	60.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8.79	17.30	11.81	12.63	13.91
负债合计	613.18	246.04	292.19	342.63	460.05
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	150.00	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	186.84	609.86	609.86	609.86	609.86
留存公积	320.30	468.06	621.01	858.64	1,143
归属母公司股东权益	659.52	1,281	1,431	1,668	1,953
负债和股东权益	1,273	1,527	1,723	2,011	2,413

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	147.30	87.59	241.07	149.49	223.00
净利润	90.13	147.76	194.91	237.63	284.10
折旧摊销	49.29	54.40	34.29	41.71	51.05
财务费用	29.36	28.98	8.45	11.92	15.38
投资损失	0.00	(0.69)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(38.74)	(134.00)	7.56	(146.37)	(132.17)
其他经营现金	17.26	(8.85)	(4.13)	4.59	4.65
投资活动现金	(85.99)	(157.00)	(230.00)	(140.00)	(280.00)
资本支出	86.03	36.93	230.00	140.00	280.00
长期投资	0.00	130.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.04	9.93	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(62.92)	125.58	(13.90)	10.51	77.00
短期借款	(11.60)	(296.20)	79.97	22.43	92.37
长期借款	(63.40)	(60.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	23.17	423.02	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(11.09)	8.76	(93.88)	(11.92)	(15.38)
现金净增加额	2.34	53.72	(2.84)	20.00	20.00

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,501	1,683	1,790	2,209	2,583
营业成本	1,216	1,364	1,402	1,732	2,016
营业税金及附加	4.89	7.61	7.16	8.84	10.33
营业费用	37.11	38.37	35.81	44.18	51.66
管理费用	110.57	91.31	107.42	132.55	154.98
财务费用	29.36	28.98	8.45	11.92	15.38
资产减值损失	2.89	1.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.69	0.00	0.00	0.00
营业利润	100.04	159.30	229.30	279.57	334.23
营业外收入	5.68	1.50	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.74	0.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	103.98	160.04	229.30	279.57	334.23
所得税	13.85	12.28	34.40	41.94	50.13
净利润	90.13	147.76	194.91	237.63	284.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	90.13	147.76	194.91	237.63	284.10
EBITDA	178.69	242.69	272.04	333.20	400.66
EPS (元, 基本)	0.60	0.74	0.97	1.19	1.42

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	8.76	12.11	6.40	23.39	16.92
营业利润	33.22	59.25	43.94	21.92	19.55
归属母公司净利润	39.29	63.94	31.91	21.92	19.55
获利能力 (%)					
毛利率	18.98	18.93	21.68	21.59	21.93
净利率	6.00	8.78	10.89	10.76	11.00
ROE	13.67	11.54	13.62	14.24	14.55
ROIC	10.50	13.07	13.32	14.10	14.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.18	16.11	16.96	17.04	19.07
净负债比率 (%)	77.06	47.27	53.48	52.16	58.92
流动比率	1.06	3.58	2.92	3.06	2.65
速动比率	0.86	3.07	2.47	2.59	2.24
营运能力					
总资产周转率	1.21	1.20	1.10	1.18	1.17
应收账款周转率	6.57	6.51	5.99	6.14	5.99
应付账款周转率	14.68	16.22	15.37	15.79	15.37
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.74	0.97	1.19	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.44	1.21	0.75	1.12
每股净资产(最新摊薄)	3.30	6.40	7.15	8.34	9.76
估值比率					
PE (倍)	35.37	21.58	16.36	13.42	11.22
PB (倍)	4.83	2.49	2.23	1.91	1.63
EV_EBITDA (倍)	18.03	13.27	11.84	9.67	8.04

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com