

公司研究/年报点评

2020年04月01日

基础化工/化学原料II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 14.03
合理价格区间(元): 15.96~18.24

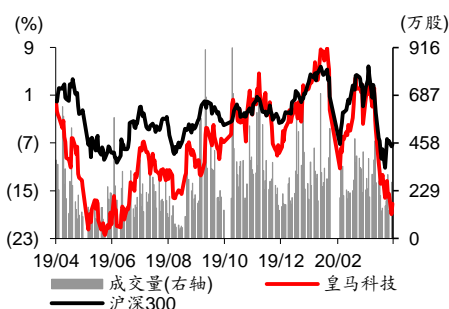
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 执业证书编号: S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《**皇马科技(603181 SH,增持): 三季报符合预期, 产品结构持续优化**》2019.10
- 2 《**皇马科技(603181 SH,增持): 中报符合预期, 小品种板块持续高增长**》2019.08
- 3 《**皇马科技(603181,增持): 一季报大超预期, 原料跌价助益增长**》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

年报符合预期, 原料跌价助益净利增长 皇马科技(603181)

2019年净利增30%, 业绩符合预期

皇马科技于2020年3月31日披露2019年年报, 全年实现营收18.9亿元, 同比增10.2%, 实现归母净利2.56亿元, 同比增30.0%, EPS为0.91元, 业绩符合预期。对应Q4实现营收5.1亿元, 同比增10.5%, 净利润0.73亿元, 同比增18.5%。公司拟每股派现0.30元(含税)。公司公告计划2020年实现净利20%-40%增长。我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.14/1.42/1.69元, 维持“增持”评级。

募投项目贡献增量, 产品毛利率扩大助益业绩

2019年公司受益于募投项目部分车间投产, 大品种/小品种分别实现销量9.10/7.92万吨, 分别同比增长29.3%/20.9%。但受原料下跌影响, 大品种/小品种销售均价分别下跌14.3%/9.5%至0.86/1.40万元/吨, 两个板块分别实现营收7.86/11.05亿元, 同比增长10.8%/9.5%。报告期内主要原材料环氧乙烷/环氧丙烷价格下降明显, 公司平均采购价分别降23.27%/14.43%。受益于产品结构调整及阶段性原材料降价, 公司综合毛利率提升2.7pct至22.2%, 全年财务费用-76万元, 去年同期450万元, 其他费用率基本持平。

2020Q1原材料价格持续下行

受下游需求低迷影响, 近期环氧丙烷/环氧乙烷价格持续下行。据百川资讯, 环氧乙烷(辽阳石化)/环氧丙烷(华东)最新报价分别为6600/8000元/吨, 2020Q1均价同比分别下降6.4%/11.9%, 环比下降3.2%/9.1%。预计将对公司毛利率形成正面影响。

募投项目产能释放及10万吨新项目助力成长

据公司公告, 7.7万吨/年特种聚醚、高端合成酯技改项目及0.8万吨/年聚醚胺技改项目已于2019年12月完成投产, 预计2020年将贡献增量。投资8.6亿元的10万吨/年新材料树脂及特种工业表面活性项目部分土建工程完成, 已累计投入27.6%, 新材料树脂主要是用于MS胶的硅氧烷封端聚醚, 应用前景广阔, 有望为公司打开新的增长极。

维持“增持”评级

皇马科技是国内特种表面活性剂领域领先企业, 未来仍有精细化新产品陆续投放, 我们认为业绩有望稳步提升, 基于上半年疫情对于需求的影响, 我们下调公司2020年EPS预期至1.14元(原值1.18元), 预计公司2021-2022年EPS分别为1.42/1.69元, 结合可比公司估值水平(2020年平均22倍PE), 考虑到公司资本开支相对平缓, 阶段性增长趋缓给予公司2020年14-16倍PE, 对应目标价15.96-18.24元(原值17.64-19.60元)维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求不达预期风险、核心技术失密风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	280.00
流通A股(百万股)	138.60
52周内股价区间(元)	13.36-24.09
总市值(百万元)	3,928
总资产(百万元)	1,115
每股净资产(元)	5.70

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,719	1,894	2,211	2,609	2,982
+/-%	2.15	10.20	16.72	18.00	14.31
归属母公司净利润(百万元)	197.03	256.16	318.58	397.46	473.16
+/-%	33.34	30.01	24.37	24.76	19.04
EPS(元, 最新摊薄)	0.70	0.91	1.14	1.42	1.69
PE(倍)	19.94	15.34	12.33	9.88	8.30

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

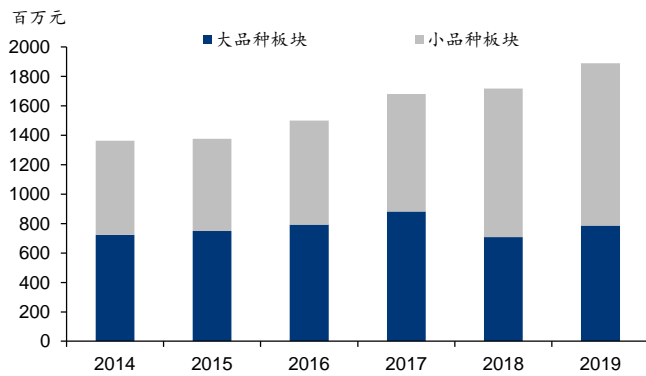
图表1：可比公司估值

上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2020E	2021E	2020E	2021E		
利安隆	30.14	2.03	2.59	15	12	9.1	3.3
奥克股份	6.25	0.65	0.76	10	8	4.6	1.4
坤彩科技	22.83	0.57	0.89	40	26	3.6	6.3
平均				22	15		3.9

注：股价均为3月31日收盘价；所有公司EPS来自Wind一致预期；坤彩科技BPS截至2019年12月31日，其余公司BPS截至2019年9月30日；

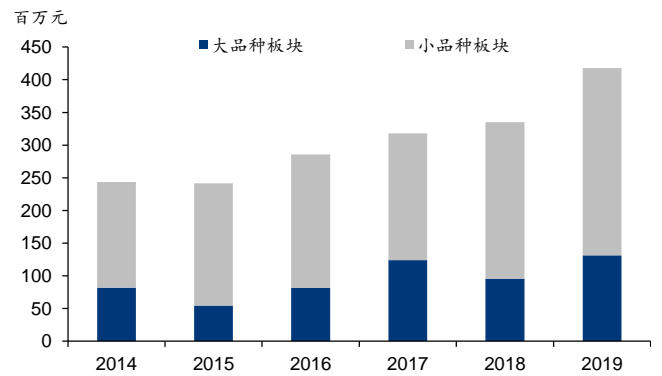
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司分业务营收变化情况



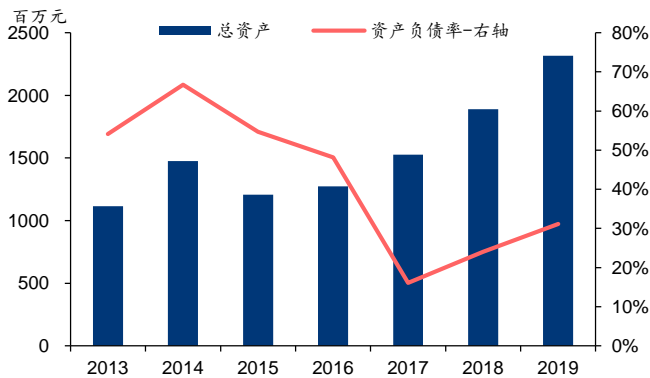
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司分业务毛利变化情况



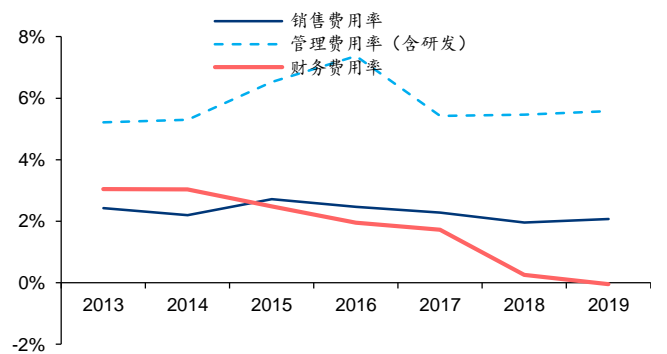
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

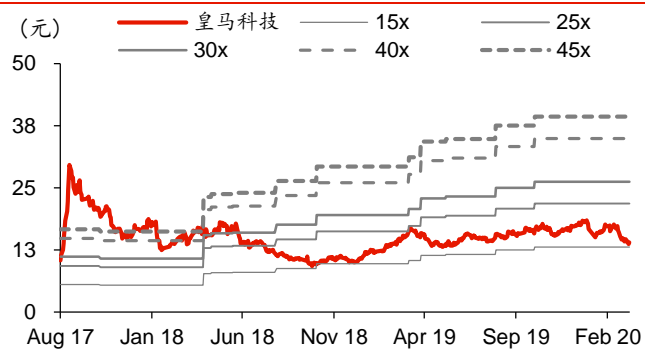
图表5：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

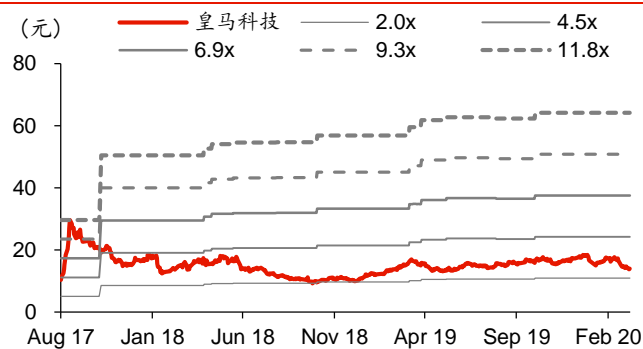
PE/PB - Bands

图表6: 皇马科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	914.51	1,079	993.91	1,183	1,460
现金	131.82	181.17	80.00	100.00	212.19
应收账款	201.70	228.99	378.06	446.11	509.93
其他应收账款	5.37	3.49	0.00	0.00	0.00
预付账款	21.38	18.03	33.26	38.87	44.27
存货	132.97	136.63	149.65	174.94	199.22
其他流动资产	421.26	510.94	352.94	423.36	494.84
非流动资产	974.89	1,237	1,369	1,410	1,572
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	739.97	845.16	1,029	1,127	1,268
无形资产	123.25	119.88	119.88	119.88	119.88
其他非流动资产	111.67	272.03	219.75	162.54	183.93
资产总计	1,889	2,316	2,363	2,593	3,032
流动负债	173.88	272.20	392.96	224.84	190.80
短期借款	0.00	0.00	248.65	56.79	0.00
应付账款	141.28	191.76	116.40	136.06	154.95
其他流动负债	32.59	80.44	27.91	32.00	35.85
非流动负债	280.10	449.05	19.89	20.76	20.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	280.10	449.05	19.89	20.76	20.98
负债合计	453.98	721.25	412.85	245.60	211.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	200.00	280.00	280.00	280.00	280.00
资本公积	609.86	529.86	529.86	529.86	529.86
留存公积	620.09	816.25	1,140	1,538	2,011
归属母公司股东权益	1,435	1,595	1,950	2,348	2,821
负债和股东权益	1,889	2,316	2,363	2,593	3,032

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	205.12	98.46	(545.76)	353.67	437.14
净利润	197.03	256.16	318.58	397.46	473.16
折旧摊销	57.99	77.36	80.20	99.15	117.85
财务费用	4.50	(0.76)	1.45	3.31	(10.83)
投资损失	(4.45)	(3.64)	0.00	(1.50)	(1.00)
营运资金变动	(38.05)	(233.44)	(540.94)	(149.19)	(145.61)
其他经营现金	(11.89)	2.77	(405.06)	4.45	3.58
投资活动现金	5.96	38.12	160.97	(138.50)	(279.00)
资本支出	108.40	30.65	230.00	140.00	280.00
长期投资	160.00	100.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	274.36	168.77	390.97	1.50	1.00
筹资活动现金	(165.42)	(96.50)	283.62	(195.17)	(45.95)
短期借款	(76.30)	0.00	248.65	(191.86)	(56.79)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(80.00)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(89.12)	(96.50)	34.97	(3.31)	10.83
现金净增加额	48.53	40.51	(101.17)	20.00	112.19

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,719	1,894	2,211	2,609	2,982
营业成本	1,383	1,473	1,663	1,944	2,214
营业税金及附加	7.36	8.58	11.05	13.04	14.91
营业费用	33.61	39.37	44.22	52.18	59.64
管理费用	31.94	35.03	110.54	130.44	149.10
财务费用	4.50	(0.76)	1.45	3.31	(10.83)
资产减值损失	1.98	(0.88)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	18.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.45	3.64	0.00	1.50	1.00
营业利润	223.63	293.94	380.80	467.61	556.66
营业外收入	1.93	0.18	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.79	1.27	6.00	0.00	0.00
利润总额	224.77	292.86	374.80	467.61	556.66
所得税	27.74	36.70	56.22	70.14	83.50
净利润	197.03	256.16	318.58	397.46	473.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	197.03	256.16	318.58	397.46	473.16
EBITDA	286.11	370.55	462.46	570.06	663.67
EPS (元, 基本)	0.99	0.91	1.14	1.42	1.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	2.15	10.20	16.72	18.00	14.31
营业利润	40.38	31.45	29.55	22.79	19.04
归属母公司净利润	33.34	30.01	24.37	24.76	19.04
获利能力 (%)					
毛利率	19.52	22.24	24.79	25.49	25.77
净利率	11.46	13.52	14.41	15.24	15.87
ROE	13.73	16.06	16.34	16.93	16.77
ROIC	12.65	17.67	15.21	17.24	17.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.03	31.14	17.47	9.47	6.98
净负债比率 (%)	0	0	60.23	23.12	0
流动比率	5.26	3.96	2.53	5.26	7.65
速动比率	4.49	3.46	2.15	4.48	6.61
营运能力					
总资产周转率	1.01	0.90	0.95	1.05	1.06
应收账款周转率	7.03	8.34	6.92	6.01	5.93
应付账款周转率	12.26	8.85	10.79	15.40	15.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.91	1.14	1.42	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.35	(1.95)	1.26	1.56
每股净资产(最新摊薄)	5.13	5.70	6.96	8.38	10.07
估值比率					
PE (倍)	19.94	15.34	12.33	9.88	8.30
PB (倍)	2.74	2.46	2.01	1.67	1.39
EV_EBITDA (倍)	11.67	9.01	7.22	5.86	5.03

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，刘曦、庄汀洲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师刘曦、庄汀洲本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司