

化工

表面活性剂：千亿市场，龙头崛起

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖表面活性剂行业的皇马科技和奥克股份，均给予跑赢行业评级，目标价分别为人民币 33.6 和 10.8 元，对应 30 倍和 18 倍 2020 年市盈率以及 28% 和 21% 的股价上涨空间。

财务预测

表面活性剂是一种用量小但不可或缺的“工业味精”，其下游几乎覆盖所有精细化工领域。按品种来分，非离子表面活性剂（代表企业皇马科技、奥克股份）和阴离子表面活性剂（代表企业赞宇科技）是主流品种。

千亿元市场空间，可能孕育大体量公司。行业体量大小直接决定企业发展的天花板。我们判断 2020 年全球表面活性剂的消费量将超过 1700 万吨，市场规模超 540 亿美元（约合 3800 亿人民币）。其中中国已经是全球第一大消费市场（~300 万吨），然而与发达国家相比我国人均消费水平较低，我们认为国内市场仍有 2 倍以上成长空间，我们判断未来三年需求增速有望维持在 6% 以上。

中国表面活性剂行业集中度有待提升，龙头企业做大做强是必然趋势。海外市场表面活性剂生产企业主要是陶氏、巴斯夫等化工巨头，此外也有斯泰潘这样的小而美精细化工品公司。国内表面活性剂生产企业多达 4000 余家，产销量过万吨的不足 20 家，小企业数量众多，其中非离子表活 CR4 仅为 39.8%，阴离子表活 CR4 为 41.0%。在国内环保安全政策背景下，我们判断龙头企业做大做强是必然趋势。

结构性过剩，高端领域进口替代空间大。我国表面活性剂出口量高于进口量，且净出口持续增加。然而从价格来看，进口价格均高于平均出口价格，我们认为主要是国内低端产品输出，高端产品依赖进口，结构性过剩。国内表面活性剂企业在研发上投入整体偏低，更多专注于盈利能力差的大宗品种。相反，跨国巨头在国内通过提供解决方案与客户深度绑定，赚取高额利润，我们认为国内在高端领域进口替代空间广阔。

估值与建议

大赛道孕育大公司，我们首推稳健成长皇马科技，同时推荐周期复苏奥克股份。从表面活性剂行业来看，我们认为这是一个千万吨级、超千亿元的市场；行业目前处于分散程度高、小企业众多的状态，我们认为在环保趋严的大背景下，龙头企业做大做强是必然趋势。我们重点推荐稳健成长皇马科技，同时推荐周期复苏的奥克股份。

皇马科技是典型的精细化工品公司，盈利能力强且稳定性高，因而对标新材料公司给予较高估值；奥克股份的表面活性剂为大宗产品周期特征较为明显，因而按周期股给予估值。我们预测皇马科技和奥克股份 2020/2021 年归母净利润分别为 3.1/4.0 亿元和 4.0/5.0 亿元。综合考虑各公司现有业务情况及长期成长性，均给予跑赢行业评级，目标价人民币 33.6 元和 10.8 元，对应 30 倍和 18 倍 2020 年市盈率以及 28% 和 21% 的股价上涨空间。

风险

宏观经济下行，表面活性剂需求产生负面影响；环保及安全等潜在经营风险；原油等原材料价格波动。

吴頔

分析师

SAC 执证编号：S0080519040001

SFC CE Ref: BPK521

di7.wu@cicc.com.cn

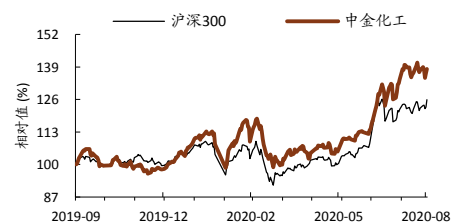
李璇

分析师

SAC 执证编号：S0080515080008

SFC CE Ref: BGG514

xuan.li@cicc.com.cn



股票名称	评级	目标 P/E (x)		
		价格	2020E	2021E
皇马科技-A	* 跑赢行业	33.60	23.4	18.2
奥克股份-A	* 跑赢行业	10.80	15.0	12.2
中金一级行业			基础材料	

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部



目录

表面活性剂行业：市场空间广阔的精细化工产业	4
需求：表面活性剂市场体量大	4
供给：国外集中于化工龙头，国内集中度有待提升	6
进出口：出口以中低端产品为主，高端依赖进口	9
上游原料价格低位，行业毛利率有望继续扩张	10
行业比较：优质成长选皇马，周期复苏看奥克	14
主营业务：均为表面活性剂，深耕不同细分市场	15
盈利能力：大宗品与小品种差异明显	16
成长性：奥克、赞宇重规模，皇马重质量	17
研发：皇马研发投入大幅领先于同行	18
投资建议：优选成长，次选周期复苏	19
风险分析	19

图表

图表 1: 表面活性剂行业产业链	4
图表 2: 全球表面活性剂市场规模	5
图表 3: 全球表面活性剂消费量	5
图表 4: 表面活性剂供需平衡表	5
图表 5: 2016 年全球主要地区表面活性剂市场比重统计	5
图表 6: 2016 年全球主要地区表面活性剂市场消耗比重统计	5
图表 7: 2019 年表面活性剂终端需求占比	6
图表 8: 表面活性剂需求增速预估	6
图表 9: 2019 年表面活性剂各产品销量占比	6
图表 10: 2019 年非离子表面活性剂下游需求占比	6
图表 11: 国外表面活性剂主要生产企业	7
图表 12: 中国表面活性剂历史产销量数据	7
图表 13: 2019 年表面活性剂产品产量占比	7
图表 14: 2019 年国内主要非离子表面活性剂产量占比	8
图表 15: 国内非离子表面活性剂主要生产企业	8
图表 16: 2019 年国内主要阴离子表面活性剂产量占比	8
图表 17: 2019 年阴离子表面活性剂下游需求占比	8
图表 18: 2019 年国内阴离子表面活性剂主要生产企业	9
图表 19: 国内阴离子表面活性剂产能产量开工率情况	9
图表 20: 我国表面活性剂进出口情况	9
图表 21: 我国非离子型表面活性剂进出口情况	9
图表 22: 我国阴离子型表面活性剂进出口情况	9
图表 23: 阴离子型有机表面活性剂进出口单价对比	10
图表 24: 非离子型有机表面活性剂进出口单价对比	10
图表 25: 2019 年聚醚型特种与普通表活进口总量占比	10
图表 26: 2019 年聚醚型特种与普通表活进口总额占比	10
图表 27: 表面活性剂成本分析（选取皇马科技 2019 年数据）	11
图表 28: 行业毛利率与环氧乙烷价格负相关	11
图表 29: 行业单吨产品加工费用变化	11



图表 30: 2019 年环氧乙烷终端需求占比	12
图表 31: 环氧乙烷产能产量开工率情况	12
图表 32: 环氧乙烷主要生产企业及规划新增产能	12
图表 33: 2019 年环氧丙烷终端需求占比	13
图表 34: 环氧丙烷产能产量开工率情况	13
图表 35: 环氧丙烷主要生产企业及规划新增产能（截至 2020 年 7 月统计数据）	13
图表 36: 上市公司主要指标比较（2019 年）	14
图表 37: 可比公司估值表	14
图表 38: 可比公司估值表	15
图表 39: 2019 年相关上市公司营收构成	16
图表 40: 毛利率用对比	16
图表 41: 期间费用率对比	16
图表 42: 净利率对比	17
图表 43: ROE 对比	17
图表 44: 资产负债率对比	17
图表 45: 应收账款周转天数对比	17
图表 46: 相关上市公司收入增长	18
图表 47: 相关上市公司净利润增长	18
图表 48: 2019 年研发费用对比	18
图表 49: 2019 年发明专利数量对比	18
图表 50: 研发人员占比	18
图表 51: 业绩弹性测算	19

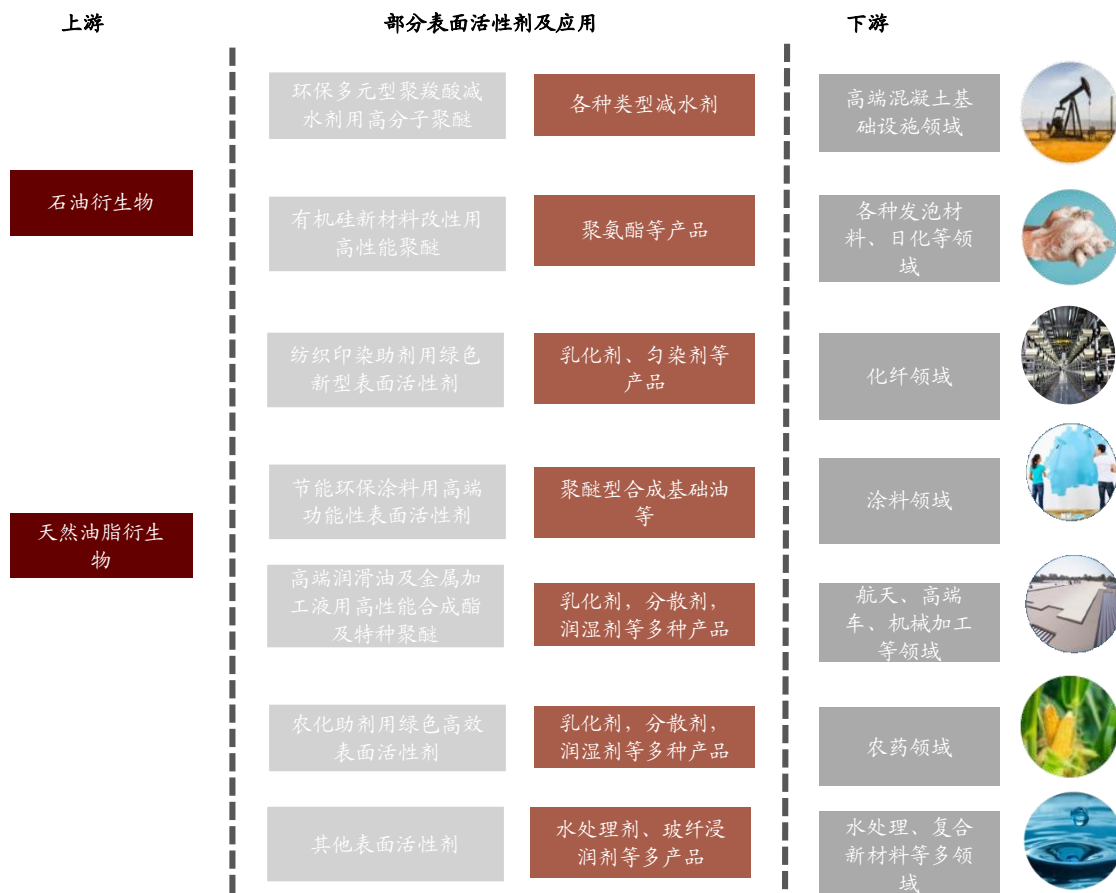


表面活性剂行业：市场空间广阔的精细化工产业

表面活性剂俗称“工业味精”，少量使用即可明显降低液体表面张力。表面活性剂属于精细化工行业，位于化工产业链中末端，上游是以石油衍生物和天然油脂衍生物为原料，下游几乎可以覆盖所有的精细化工领域。

根据 CNKI 资料，按极性基团的解离性质可将表面活性剂分为阴离子表面活性剂、阳离子表面活性剂、非离子表面活性剂、两性离子表面活性剂，其中阴离子和非离子表面活性剂占据主流市场。非离子表面活性剂性能优越，具有良好的洗涤、增溶、匀染、防腐蚀等特点。相比阴离子表面活性剂，其具有更高的乳化能力和耐硬水能力，且与人体和环境相容性好，迎合未来绿色化发展趋势。

图表 1：表面活性剂行业产业链



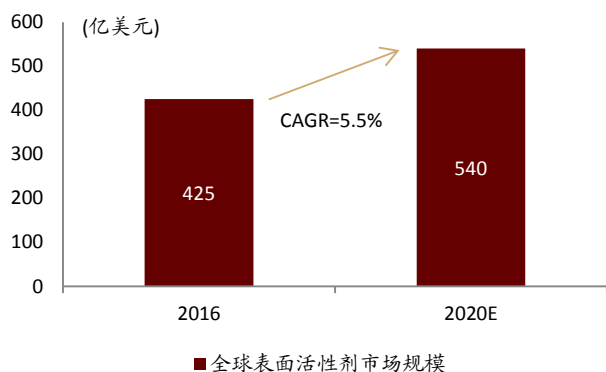
资料来源：皇马科技招股说明书，中金公司研究部

需求：表面活性剂市场体量大

2020 年全球表面活性剂市场规模有望达到 540 亿美元，消费量超 1700 万吨。据 CNKI 数据，2016 年全球表面活性剂市场规模约为 425 亿美元，预计 2020 年增长至 540 亿美元，复合增速约为 5.5%。据 IHS Markit 统计，2018 年全球表面活性剂消费量为 1680 万吨；未来五年行业整体的年平均复合增速预计达到 2.6%，2023 年总需求预计达到 1900 万吨。我们据此测算，2020 年全球表面活性剂消费量约为 1768 万吨。

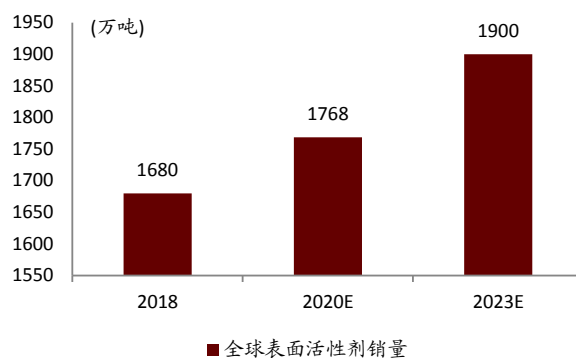


图表 2: 全球表面活性剂市场规模



资料来源: CNKI, 中金公司研究部

图表 3: 全球表面活性剂消费量



资料来源: IHS Markit, 中金公司研究部

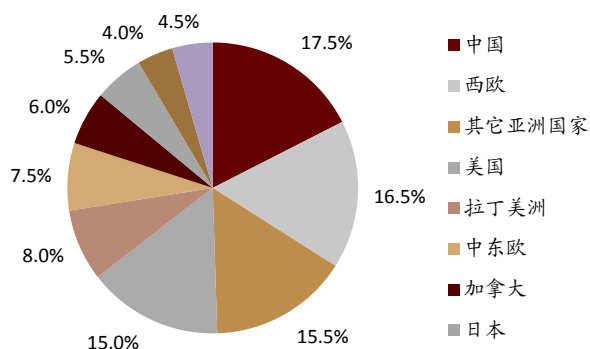
中国已是表面活性剂全球第一大消费市场 (2020 年约 324 万吨), 乐观预计仍有 2 倍以上成长空间。根据 CNKI 数据, 2016 年中国在全球消费占比已经达到 17.5%, 位列全球第一, 我们预计 2020 年国内市场消费量约为 324 万吨 (不含出口)。然而与美欧日等发达国家及地区相比, 中国人均消费量较低仅为 3.04kg/人·年, 随着中国经济发展人民消费水平提高, 国内市场规模有望实现 2 倍以上增长。考虑到中国经济仍处于中高速增长期, 我们判断需求未来三年增速有望维持在 6% 以上。

图表 4: 中国表面活性剂供需平衡表

	产量 (万吨)	销量 (万吨)	进口 (万吨)	出口 (万吨)	表观消费量 (万吨)
2015	225.0	220.6	23.8	34.7	209.7
2016	229.0	224.5	24.9	34.6	214.8
2017	222.8	218.4	26.4	38.2	206.6
2018	350.2	347.7	27.6	45.3	330.0
2019	340.8	336.7	28.8	55.6	309.9
2020E	355.0	350.0	30.0	56.0	324.0

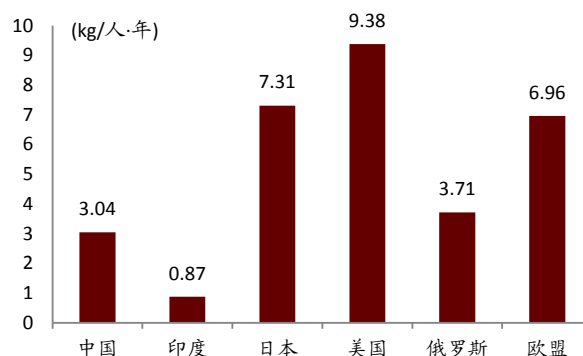
资料来源: 中国洗协表委会, 中金公司研究部 (2018 年数据口径调整导致数据变化较大)

图表 5: 2016 年全球主要地区表面活性剂市场比重统计



资料来源: CNKI, 中金公司研究部

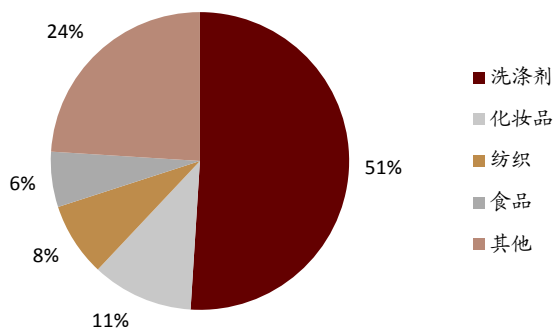
图表 6: 2016 年全球主要地区表面活性剂市场消耗比重统计



资料来源: CNKI, 中金公司研究部



图表 7: 2019 年中国表面活性剂终端需求占比



资料来源：智研咨询，中金公司研究部

图表 8: 中国表面活性剂需求增速预估

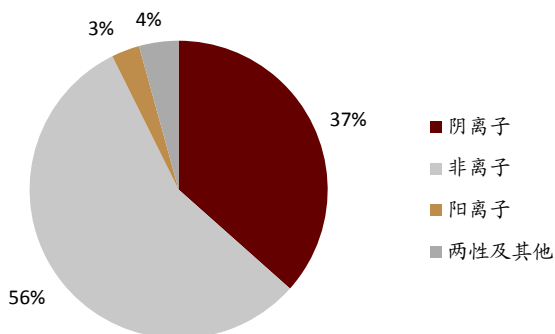
序号	终端	占比	未来三年预计需求增速
1	洗涤剂	51%	8%
2	化妆品	11%	10%
3	纺织	8%	3%
4	食品	6%	3%
5	其它	24%	2%
合计		100%	6.1%

资料来源：智研咨询，中金公司研究部

表面活性剂第一大品种为非离子表面活性剂。与全球市场相比，我国表面活性剂的消费中非离子占比更高，据中国洗协表委会统计 2019 年非离子消费占比约为 56%，其次是阴离子表面活性剂，占比约为 37%。我们预计 2020 年国内非离子表面活性剂消费量约为 170 万吨，阴离子表面活性剂消费量约为 110 万吨。

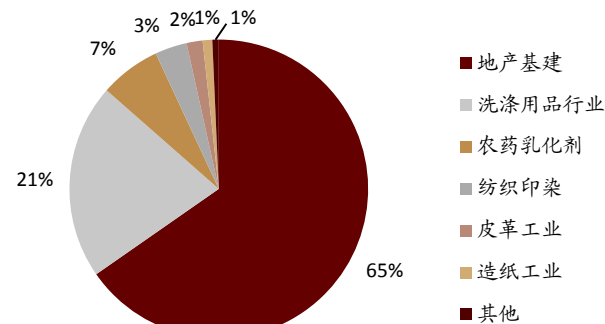
终端覆盖面广，与宏观经济有较高关联性。表面活性剂终端应用广泛，下游涵盖洗涤剂（51%）、化妆品（11%）、纺织（8%）、食品（6%）等。据智研资讯，非离子表面活性剂下游需求涵盖地产基建（65%）、洗涤用品行业（21%）、农药乳化剂（7%）、纺织印染（3%）、皮革工业（2%）、造纸工业（1%）、其他（1%）等。

图表 9: 2019 年表面活性剂各产品销量占比



资料来源：CNKI，中国洗协表委会，中金公司研究部

图表 10: 2019 年非离子表面活性剂下游需求占比



资料来源：智研资讯，中金公司研究部

供给：国外集中于化工龙头，国内集中度有待提升

海外表面活性剂的生产企业主要是化工巨头。国外主流表面活性剂生产企业有陶氏、巴斯夫、宝洁、英国禾大、斯泰潘和兰凯等。巴斯夫和陶氏作为全球布局的化工巨头，表面活性剂销售体量最大。其中巴斯夫上游布局了乙烯和环氧乙烷，具备一体化产业链优势。斯泰潘专注非离子表面活性剂领域，2019 年在全球非离子表面活性剂业务市占率达到 11%。



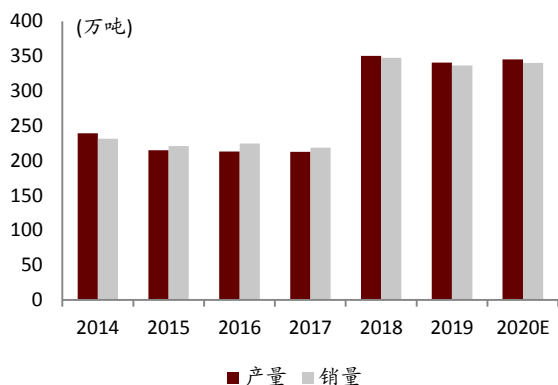
图表 11: 国外表面活性剂主要生产企业

所属国家	国外表活企业	2019年营业收入 (亿美元)	简介
美国	宝洁(P&G)	677.00	在全球70多个国家和地区设有分公司, 专注个人护理
美国	陶氏化学(DOW)	430.00	业务涉及31个国家, 拥有109个生产基地, 产品涉及农药、有机硅、涂料、个人护理、医疗保健等领域
美国	斯泰潘(Stapan)	18.41	在全球非离子表活市占率11%; 公司业务占比: 表面活性剂68%, 28%聚合物, 4%特殊产品; 其表活产品主要用作农业、个人护理、油田、家用清洁等
德国	巴斯夫(BASF)	593.16	业务涉及90个国家和地区, 拥有361个生产基地, 涉及化学品、新材料、染料、催化剂、保健、农化等78个领域
瑞士	科莱恩(Clariant)	68.66	涉及农业、个人护理、涂料、纺织等领域
英国	禾大(Croda)	17.55	涉及胶粘剂、农用化学品、油脂化学、涂料等多个领域
英国	兰凯(Lankem)	n.a.	表活类型涉及阴离子、阳离子、非离子和两性表活, 应用领域包括涂料、农药、油田、乳液聚合、纺织和润滑油等

资料来源: 中国洗协表委会, Bloomberg, 中金公司研究部

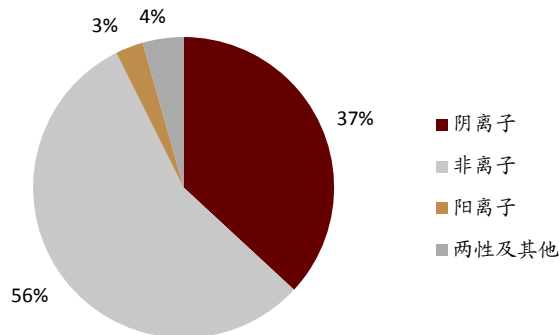
国内生产企业众多, 集中度有待提升。我国 4000 家企业从事表面活性剂生产, 小企业众多, 规模以上表面活性剂生产企业 40 余家, 产销量过万吨的企业不足 20 家, 单一企业对行业影响力较小。根据中国洗协表委会对行业 40 余家规模以上表面活性剂产品生产企业的统计, 行业 2019 年实现总产量 340.8 万吨, 其中阴离子表面活性剂产量 125.7 万吨, 非离子表面活性剂(含聚醚及减水剂大单体)产量 189.9 万吨, 阳离子表面活性剂产量 10.2 万吨, 两性及其他类表面活性剂产品产量为 14.9 万吨。

图表 12: 中国表面活性剂历史产销量数据



资料来源: 中国洗协表委会, 中金公司研究部

图表 13: 2019 年表面活性剂产品产量占比



资料来源: 中国洗协表委会, 中金公司研究部

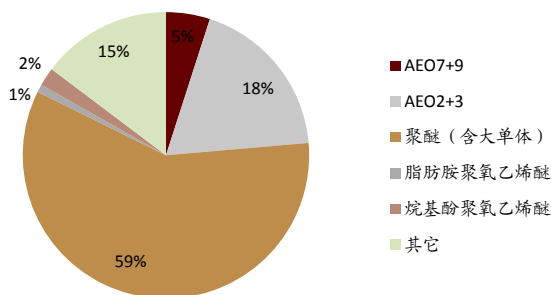
非离子表面活性剂

表面活性剂第一大品种为非离子表面活性剂。目前, 我国在减水剂应用板块等大品种表面活性剂产品领域技术成熟、供应稳定, 但是在有机硅应用板块、高端润滑油板块、节能环保涂料应用板块等小品种产品及特种表面活性剂领域新品种不足, 缺乏创新能力, 依赖技术进口。

非离子表面活性剂行业规模以上生产企业 30 家, 行业集中度较低。据卓创资讯, 浙江皇马以 28.7 万吨产能居首, 行业占比 13.0%, 其次是三江化工、圣德华星、佳化化学等, 2019 年 CR4 产能占比 39.8%。

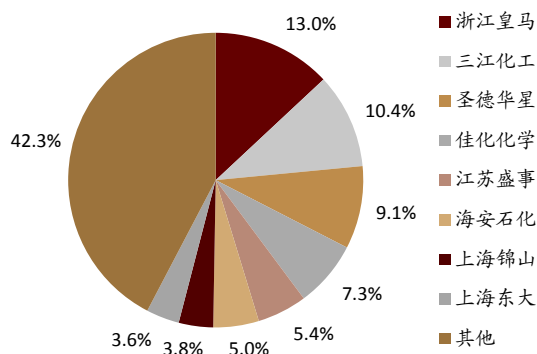


图表 14: 2019 年国内主要非离子表面活性剂产量占比



资料来源：中国洗协表委会，中金公司研究部

图表 15: 2019 年国内非离子表面活性剂主要生产企业



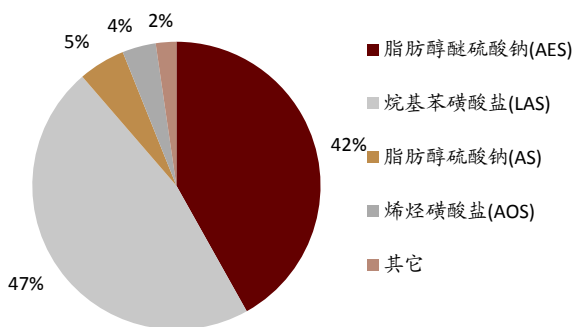
资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

阴离子表面活性剂

表面活性剂的第二大品种为阴离子表面活性剂，在日化领域应用最多。2019 年，阴离子表面活性剂行业规模以上生产企业 19 家，集中度较高，其中 AES 和 LAS CR5 产量占比达到 92.8% 和 89.3%。

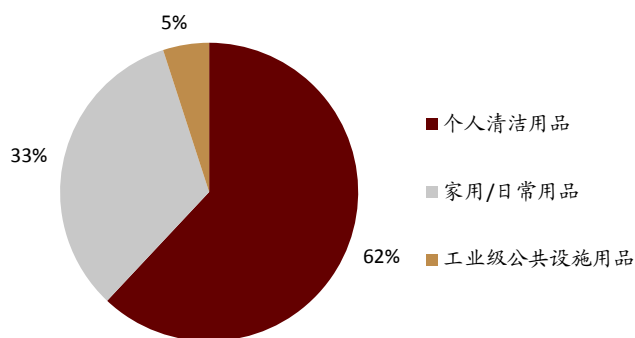
供给方面，国内阴离子表面活性剂近几年产能稳定，2019 年产能 171.5 万吨，2015-2019 CAGR +1.8%。产量 2019 年达到历史新高，为 100.6 万吨，YoY+17.4%，2015-2019 CAGR +10.6%。然而阴离子表活行业开工率偏低，在 2015 年达到历史低位 42%后开始逐渐反弹，2019 年开工率 58.7%。需求方面，阴离子表面活性剂性能优异，用途广泛，主要用作发泡剂、乳化剂、洗涤剂 and 湿润剂。下游需求领域涵盖个人清洁用品（62%）、家用/日常用品（33%）和工业级公共设施用品（5%）。

图表 16: 2019 年国内主要阴离子表面活性剂产量占比



资料来源：中国洗协表委会，中金公司研究部

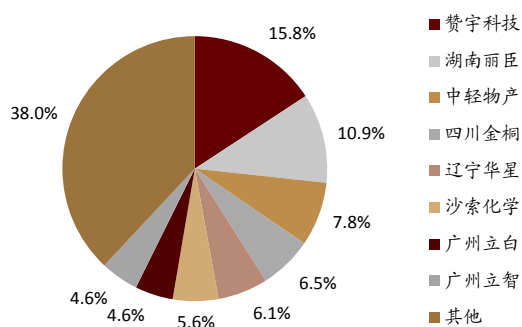
图表 17: 2019 年阴离子表面活性剂下游需求占比



资料来源：中国洗协表委会，中金公司研究部

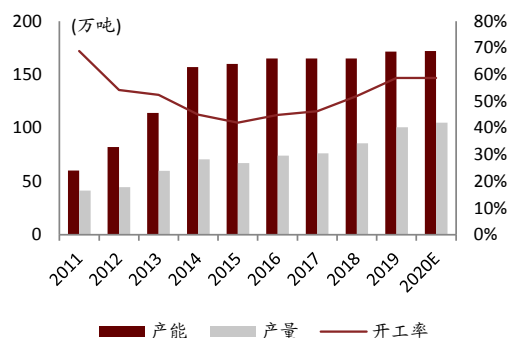


图表 18: 2019 年国内阴离子表面活性剂主要生产企业



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 19: 国内阴离子表面活性剂产能产量开工率情况



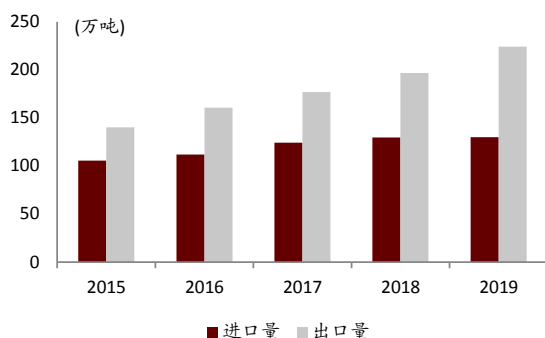
资料来源：中国洗协表委会，中金公司研究部

进出口：出口以中低端产品为主，高端依赖进口

我国表面活性剂出口增速高于进口量增速。我国表面活性剂出口量高于进口量，且差距逐渐加大。2019 年出口量 224.2 万吨，YoY+11.2%，2015-2019 年 CAGR+12.4%；进口量增长速度相对较低，2019 年为 129.9 万吨，YoY+0.2%，2015-2019 CAGR+5.3%。

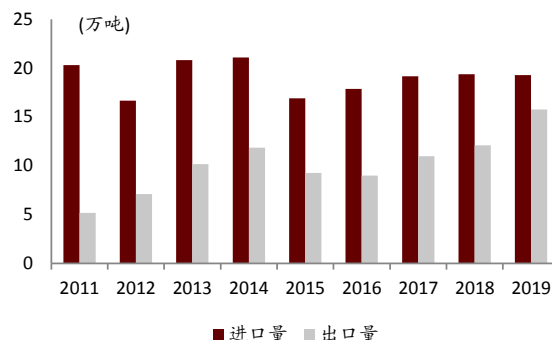
在非离子表活方面，进口量高于出口量，但出口增速明显。2019 年出口量 15.8 万吨，YoY+30.3%，2015-2019 CAGR+14.2%；2019 年进口量 19.3 万吨，YoY-0.4%，2015-2019 CAGR+3.4%。在阴离子表活方面，我国出口增长明显。2019 年出口 28.6 万吨，YoY+28.9%，2015-2019 年 CAGR+11.8%；进口量同样保持增长态势，但增速相对缓慢，2019 年进口量为 8.9 万吨，YoY+16.4%，2015-2019 年 CAGR+10.1%。

图表 20: 我国表面活性剂进出口情况



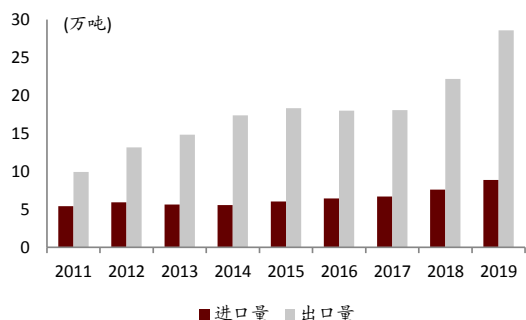
资料来源：智研咨询，中金公司研究部

图表 21: 我国非离子型表面活性剂进出口情况



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 22: 我国阴离子表面活性剂进出口情况

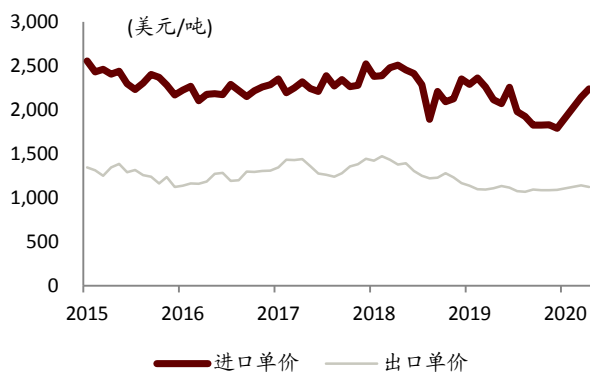


资料来源：卓创资讯，中金公司研究部



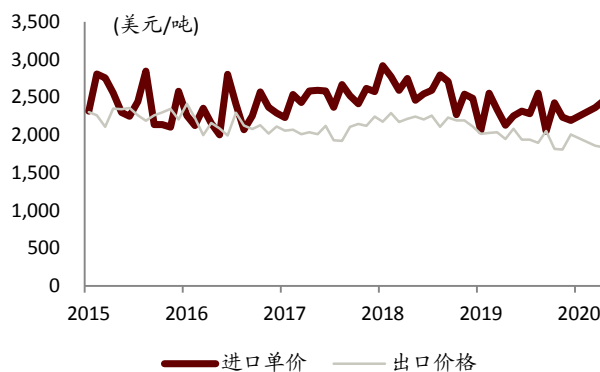
我国表面活性剂出口主要由低端产品构成，高端产品则更依赖进口。从价格来看，阴离子和非离子表活平均进口价格均高于平均出口价格。阴离子表活进口单价约高于出口单价1000美元/吨左右，非离子表活进出口单价价差在500美元/吨左右波动。以非离子表活为例，聚醚型表活是非离子类主流表活主要品种，其中高端产品（特种品类）主要依赖进口。2019年聚醚型表活进口总量为22.2万吨，其中特种与普通占比为13%/87%；进口总额33.2亿元人民币，特种与普通占比分别为31%/69%，特种产品价格远高于普通产品。主要原因系我国传统非离子表活NP系列、私盘系列、吐温系列等常规产品产能过剩，但高端特种表活产能不足，在核心技术、行业规模上与国际水平存在差距。

图表 23：阴离子型有机表面活性剂进出口单价对比



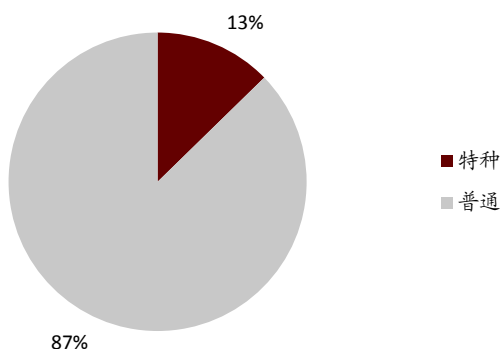
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 24：非离子型有机表面活性剂进出口单价对比



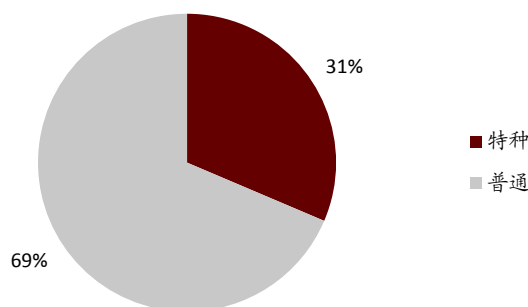
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 25：2019 年聚醚型特种与普通表活进口总量占比



资料来源：表面活性剂行业协会，中金公司研究部

图表 26：2019 年聚醚型特种与普通表活进口总额占比



资料来源：表面活性剂行业协会，中金公司研究部

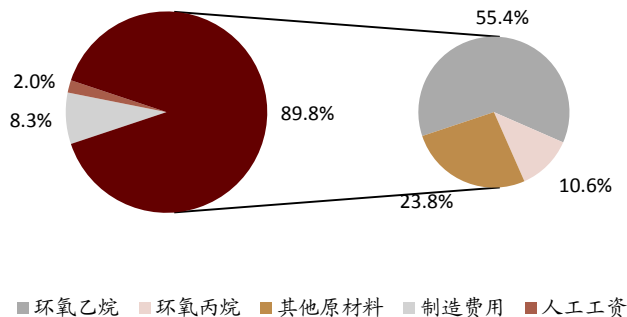
上游原料价格低位，行业毛利率有望继续扩张

石油基表面活性剂的主要原材料是石油及其衍生品，而天然油脂基表面活性剂的主要原材料是天然油脂及其衍生物（引自 CNKI）。由于特种表面活性剂成本构成中原材料占比较高，因此特种表面活性剂价格的波动与原材料价格的波动关系密切。以皇马科技的非离子表面活性剂产品为例，原材料占总成本比例 89.8%，其中环氧乙烷(EO)、环氧丙烷(PO)占比分别为 55.4%/10.6%。由于环氧乙烷、环氧丙烷具有沸点较低、爆炸极限较宽的特点，对环氧乙烷、环氧丙烷的储存及生产操作都提出了很高的要求，往往需要相关的操作经验以及高标准的安全自控系统投入以及相关的操作经验。同时，现在国家对化工行业的安全程度要求越来越高，这就进一步提高了企业使用环氧乙烷、环氧丙烷生产非离子表面活性剂的准入门槛，小企业进入该行业的难度越来越大。



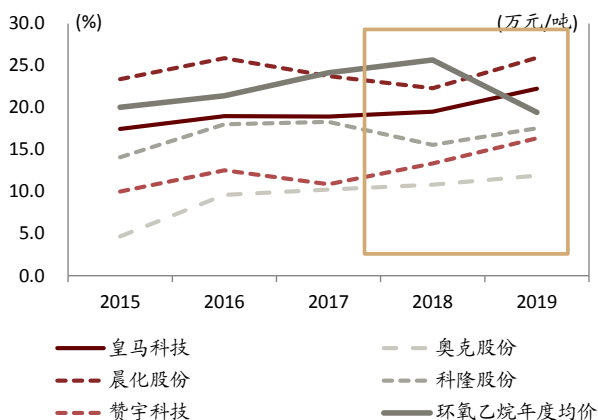
成本加成定价模式，原料低位、毛利率上行。受油价下行及原材料行业扩产（环氧乙烷和环氧丙烷等）影响，我们判断 2020 年行业主要原料价格中枢同比下行。由于表面活性剂行业定价模式主要采用成本加成，加工费相对平稳，我们预计行业毛利率将继续上行。

图表 27: 表面活性剂成本分析（选取皇马科技 2019 年数据）



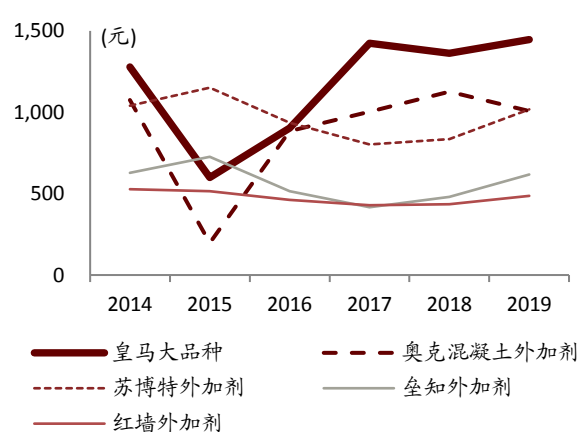
资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 28: 行业毛利率与环氧乙烷价格负相关



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 29: 行业单吨产品加工费用变化



资料来源: 卓创资讯, 中金公司研究部

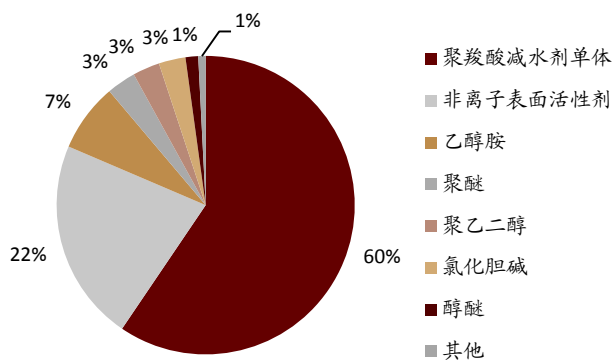
环氧乙烷

环氧乙烷(EO)是非离子表面活性剂的主要原材料,是乙烯第二大下游产品,处于产业链中游,价格与石油价格及行业竞争格局高度关联。目前主流工艺路线是乙烯直接氧化法(油头工艺)和煤制甲醇法(煤头工艺),生产技术以陶氏、壳牌等公司进口技术为主。因其易燃、易爆且具有腐蚀性,运输及存储环节成本高,下游工厂一般围绕EO工厂建厂,形成地域性特点。目前我国环氧乙烷有陆运(近七成)和管道(近三成)两种运输方式,陆运成本高于管道运输,平均运费在每公里1元/吨,供货半径一般在500km以内。

供给方面,国内生产厂家数量少,主要是中石化、中石油及其下属子公司以及少数大型民营企业,议价能力强,对下游客户的计划性和采购规模要求高。EO整体产能过剩,2019年EO产能479万吨,YoY+10.2%,2015-2019 CAGR 8.6%。近5年新增产能累计216万吨,80%为在产企业产能扩张,20%为新装置投产。根据卓创资讯,未来3年行业拟新增产能133万吨。近五年EO行业开工率一直维持在65%-80%之间。需求方面,EO下游消费结构较为集中。聚羧酸减水剂单体占比60%,主要用于大型基建等混凝土设施领域;其次是非离子表活占比22%,其应用领域广泛。

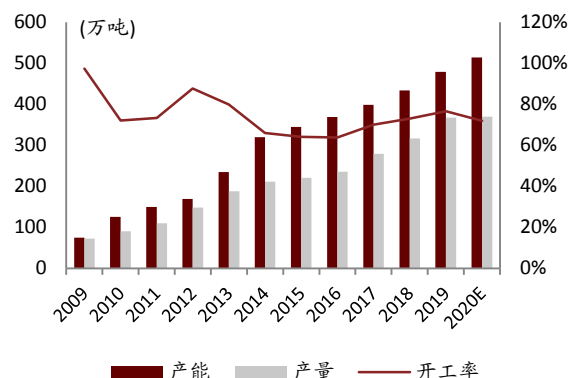


图表 30: 2019 年环氧乙烷终端需求占比



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 31: 环氧乙烷产能产量开工率情况



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 32: 2019 年环氧乙烷主要生产企业及规划新增产能

企业	在产产能 (万吨)	所在省份	企业	在产产能 (万吨)	所在省份	企业	投产时间	拟建产能 (万吨)	所在省份
三江化工	50	浙江省	辽宁北化	17	辽宁省	吉林石化	2022-12	30	吉林省
茂名石化	32	广东省	远东联化学	16	江苏省	古雷石化	2020-09	27	福建省
上海石化	29	上海市	南京德纳	16	江苏省	中科炼化	2020-07	21	广东省
中海壳牌	27	广东省	中沙石化	12	天津市	中化泉州	2020-12	20	福建省
泰兴金燕	26	江苏省	吉林众鑫	12	吉林省	卫星石化	2021-09	15	浙江省
辽阳石化	24	辽宁省	联泓	12	山东省	烟台万华	2020-12	15	山东省
中韩(武)	21	湖北省	扬巴石化	10	江苏省	浙江石化	2022-01	5	浙江省
扬州奥克	20	江苏省	阿克苏诺贝尔	7.5	浙江省				
斯尔邦石化	20	江苏省	吉林博海生化	6	吉林省				
扬子石化	18	江苏省	抚顺石化	5	辽宁省				
福建联合	18	福建省	富德能源	5	浙江省				
四川石化	18	四川省	天津石化	4	天津市				
吉林石化	17	吉林省	永安药业	4	湖北省				
镇海炼化	17	浙江省	燕山石化	2	北京市				

资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

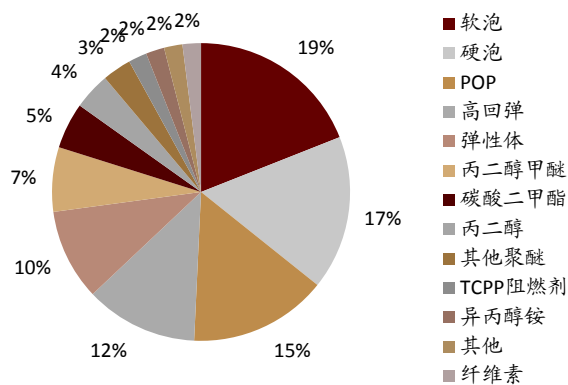
环氧丙烷

环氧丙烷(PO)是非离子表面活性剂的第二大原材料，上游原料主要是丙烯、氯气和乙苯。目前主流生产路线有氯醇法、乙苯共氧化法、异丁烷共氧化法和直接氧化法。其中氯醇法应用最广泛，占到全球环氧丙烷总产量 45%左右，其次是乙苯共氧化法，占比 34%左右。PO 同 EO 一样易燃易爆，难以长途运输，因而形成地域性特征。

供给方面，EO 和 PO 厂家高度重合，随着我国对化工安全和环保要求趋严，行业壁垒提高。2019 年 PO 产能 331.5 万吨，YoY+3.3%，2015-2019 年 CAGR+2.3%。产能经历前期大幅扩张后近几年处于稳定阶段，近 5 年行业开工率在 75%-90%之间。然而我们预计未来 PO 产能将迎来快速扩张期，根据卓创资讯，未来 4 年行业拟新增产能 524.5 万吨。需求方面，PO 下游需求主要是聚氨酯用多元醇和用于不饱和聚酯用丙二醇。聚醚合计占比 72.9%，其中软泡和硬泡聚醚占比为 19%/17%，POP 占比 15%，高回弹和弹性体占比 12.2%/9.9%。

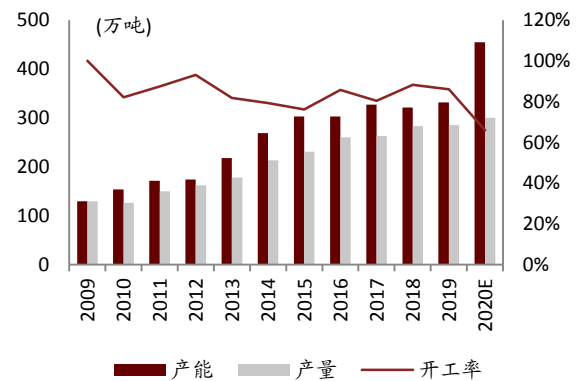


图表 33: 2019 年环氧丙烷终端需求占比



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 34: 环氧丙烷产能产量开工率情况



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 35: 环氧丙烷主要生产企业及规划新增产能 (截至 2020 年 7 月统计数据)

企业	在产产能 (万吨)	所在省份	企业	投产时间	拟建产能 (万吨)	所在省份
无棣鑫岳	35.0	山东省	江苏蓝色星	2021-12	40.0	江苏省
吉林神华	30.0	吉林省	江苏瑞恒	2024-01	40.0	江苏省
中海壳牌	29.0	广东省	万华化学	2021-12	30.0	山东省
镇海炼化	28.5	浙江省	中海壳牌	2020-12	30.0	广东省
山东滨化	28.0	山东省	金诚石化	2024-12	30.0	山东省
烟台万华	24.0	山东省	齐翔腾达	2022-01	30.0	山东省
江苏三木	24.0	江苏省	南京金浦	2024-04	30.0	江苏省
金陵亨斯曼	24.0	江苏省	京博石化	2024-01	30.0	山东省
山东金岭	16.0	山东省	山东滨化	2023-01	30.0	山东省
天津大沽	15.0	天津市	镇海炼化	2023-12	28.5	浙江省
南京红宝丽	12.0	江苏省	东营振华	2024-12	28.0	山东省
航锦科技	12.0	辽宁省	怡达化工	2021-09	20.0	江苏省
大泽化工	10.0	山东省	天津大沽	2020-10	20.0	天津市
长岭炼化	10.0	湖南省	斯尔邦石化	2024-01	20.0	江苏省
南京金浦	8.0	江苏省	古雷石化	2021-12	20.0	福建省
华泰化工	8.0	山东省	中化泉州	2020-12	20.0	福建省
中海精化	6.2	山东省	卫星石化	2023-01	20.0	浙江省
福建湄洲湾	5.0	福建省	江苏富强	2020-09	20.0	江苏省
石大胜华	4.0	山东省	民祥化工	2024-01	15.0	山东省
			天津三石化	2020-12	15.0	天津市
			中信国安	2020-12	8.0	北京市

资料来源：卓创资讯，中金公司研究部



行业比较：优质成长选皇马，周期复苏看奥克

我们重点比较了五家表面活性剂上市公司情况，从主营业务来看，奥克股份和科隆股份相似性较高，侧重聚醚等大宗品种；皇马科技和晨化股份更专注盈利能力强的小品种；赞宇科技则是阴离子表面活性剂和油脂化工双轮驱动。由于业务侧重点不同，皇马和晨化的盈利能力（毛利率、净利率等）更强。资产负债方面，科隆股份和赞宇科技资产负债水平较高，在50%左右。此外科隆股份应收账款天数明显高于同行。

投资建议：优质成长选皇马，周期复苏看奥克。皇马科技是典型的技术驱动的精细化工品公司，盈利能力强且盈利稳定性高，因而对标新材料公司给予较高估值。我们首次覆盖皇马科技，给予目标价33.6元，28%上涨空间，对应2020年30倍P/E，给予“跑赢行业”评级。奥克股份主要产品为聚醚单体，受益于下游减水剂行业景气复苏，盈利改善较为明显；此外公司电解液级DMC投产在即，我们认为，公司有望切入新材料领域。我们首次覆盖奥克股份，给予目标价10.8元，21%上涨空间，对应2020年18倍P/E，给予“跑赢行业”评级。

图表 36：上市公司主要指标比较（2019 年）

企业名称	皇马科技	奥克股份	晨化股份	科隆股份	赞宇科技
主要产品	聚醚单体 非离子表活 各类小品种 MS胶	聚醚单体 非离子表活 多晶硅切割 液 高端新材料	聚醚 表面活性剂 阻燃剂 硅橡胶	聚醚 表面活性剂	表面活性剂 油脂化学品
成长能力					
营收（百万元，2019）	1,894.10	6,288.42	804.90	943.75	6,579.79
净利润（百万元，2019）	256.16	346.69	95.32	10.78	354.20
营收复合增速（2015-2019）	8.2%	20.7%	9.8%	4.2%	23.6%
净利润复合增速（2015-2019）	41.1%	n.a.	19.4%	n.a.	118.0%
盈利能力					
毛利率（%，2019）	22.2	11.9	25.9	17.5	16.3
净利率（%，2019）	13.5	5.5	11.8	1.1	5.4
ROE（%）	16.9	11.0	12.0	1.3	14.3
ROIC（%）	16.9	9.3	11.3	3.0	10.1
其它					
净利润现金含量	0.4	3.6	1.1	12.8	0.9
资产负债率（%）	31.1	29.9	14.2	49.8	51.9
存货周转天数（天）	32.9	18.0	60.5	75.3	62.9

资料来源：Wind，中金公司研究部（毛利率=1-营业成本/营业收入）

图表 37：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 08-28	2019A	市盈率 2020E	2021E	市净率 2020E	净资产收益率（%） 2019A	2020E	2021E
603181.SH	皇马科技*	CNY	26.15	28.6	23.4	18.2	3.6	16.9	17.3	17.7
300082.SZ	奥克股份*	CNY	8.91	17.5	15.0	12.2	1.8	11.0	12.2	14.3
002637.SZ	赞宇科技	CNY	13.00	15.1	n.a.	n.a.	n.a.	13.5	n.a.	n.a.
300610.SZ	晨化股份	CNY	19.80	26.2	n.a.	n.a.	n.a.	12.2	n.a.	n.a.
603916.SH	苏博特*	CNY	33.91	29.7	22.6	17.8	3.8	15.8	18.1	19.8
002398.SZ	垒知集团*	CNY	11.24	19.3	17.4	12.9	2.4	15.2	14.8	17.2

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部



图表 38：可比公司估值表

股票代码	财报货币	公司名称	收盘价 08-28	市值(百 万元)	评级	每股收益 (财报货币)			市盈率			净资产收益率(%)		
						2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300236.SZ	CNY	上海新阳*	59.34	17,247	中性	0.72	0.29	0.36	82.0	203.5	165.3	15.1	5.5	6.6
002643.SZ	CNY	万润股份*	19.80	18,001	跑赢行业	0.56	0.62	0.83	35.5	31.7	24.0	11.0	11.3	13.7
300398.SZ	CNY	飞凯材料*	22.29	11,538	跑赢行业	0.49	0.52	0.66	45.2	42.7	33.8	11.1	10.6	12.0
002409.SZ	CNY	雅克科技	56.92	26,338	n.a.	0.63	0.88	1.12	65.3	64.5	50.7	9.2	8.4	9.7
300666.SZ	CNY	江丰电子	61.51	13,736	n.a.	0.29	0.37	0.47	145.3	166.2	130.0	11.8	10.7	12.0
688019.SH	CNY	安集科技	324.50	17,235	n.a.	1.45	1.69	2.49	223.8	191.6	130.3	10.7	9.3	11.5
688126.SH	CNY	沪硅产业-U	42.98	106,606	n.a.	-0.05	-0.03	0.01	n.a.	n.a.	3907.3	-2.1	-0.6	0.6
688138.SH	CNY	清溢光电	29.37	7,836	n.a.	0.34	n.a.	n.a.	86.4	n.a.	n.a.	8.5	n.a.	n.a.
603078.SH	CNY	江化微	45.60	6,474	n.a.	0.24	0.51	0.71	168.0	89.4	64.2	4.9	7.3	9.9
300655.SZ	CNY	晶瑞股份	38.40	7,226	n.a.	0.21	0.42	0.62	168.1	90.8	62.1	4.2	9.2	12.1
300706.SZ	CNY	阿石创	29.95	4,228	n.a.	0.10	n.a.	n.a.	1330.0	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.
600206.SH	CNY	有研新材	14.90	12,616	n.a.	0.13	0.19	0.28	95.0	78.4	53.2	4.3	4.9	6.8
300054.SZ	CNY	鼎龙股份	18.58	17,340	n.a.	0.04	0.34	0.46	192.2	55.3	40.6	2.4	7.6	9.4
300346.SZ	CNY	南大光电	40.13	16,330	n.a.	0.14	0.20	0.23	137.9	200.7	174.5	6.1	6.3	6.8
688268.SH	CNY	华特气体	73.80	8,856	n.a.	0.81	0.80	1.05	91.1	92.0	70.6	8.3	7.7	9.1

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

主营业务：均为表面活性剂，深耕不同细分市场

皇马科技业务主要是表面活性剂，2019 年收入占比达到 99.8%。公司将产品分为大品种（41.5%）和小品种（58.3%），其中大品种主要竞争对手包括奥克股份和科隆股份，行业整体收入及销量规模较大；小品种个别品种和晨化股份有竞争，目前国内成规模的企业较少，竞争程度低未来市场空间大。

奥克股份主要业务包括聚醚单体，环氧乙烷等，2019 年公司聚醚单体业务收入占比达到 80.7%，国内主要竞争对手是皇马科技（大品种）、科隆股份等。奥克是国内最大的高性能混凝土减水剂聚醚制造商（2019 年销量达到 67.8 万吨），拥有 20 万吨/年环氧乙烷产能，是国内唯一一家具有环氧乙烷产能的聚醚单体企业。

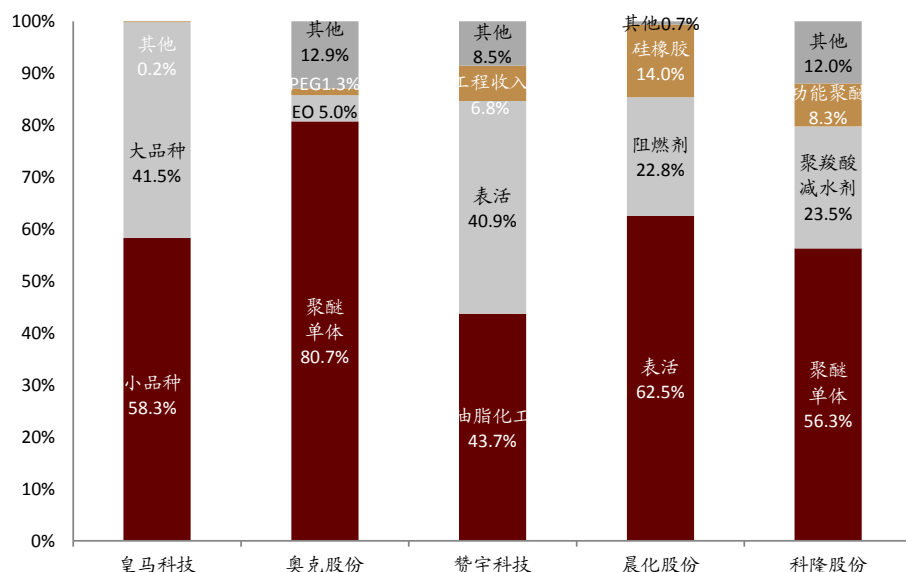
赞宇科技主要业务包括油脂化工产品、表面活性剂等，其中表面活性剂业务 2019 年收入占比达到 40.9%。公司表面活性剂产能 65 万吨/年，是国内规模最大的表面活性剂企业，主要产品是阴离子表活，客户包括宝洁、联合利华等日化巨头。

晨化股份业务主要包括表面活性剂，阻燃剂，硅橡胶等，2019 年公司表面活性剂业务收入占比达到 62.5%，公司表面活性剂产品主要包括烷基糖苷、端氨基聚醚及烯丙基聚醚。烯丙基聚醚主要用作纺织印染助剂，竞争对手包括皇马、江苏钟山等。公司使用的原材料主要包括环氧乙烷、环氧丙烷、脂肪醇、三氯氧磷和生胶。

科隆股份主要业务包括聚醚单体，聚羧酸减水剂等，2019 年收入占比分别为 56.3%、23.5%。公司业务与奥克相似度较高，但是目前环氧乙烷原料暂未自给。此外公司在太阳能晶硅切割液领域布局较早，目前在国内市场占有率位于第二位。



图表 39：2019 年相关上市公司营收构成



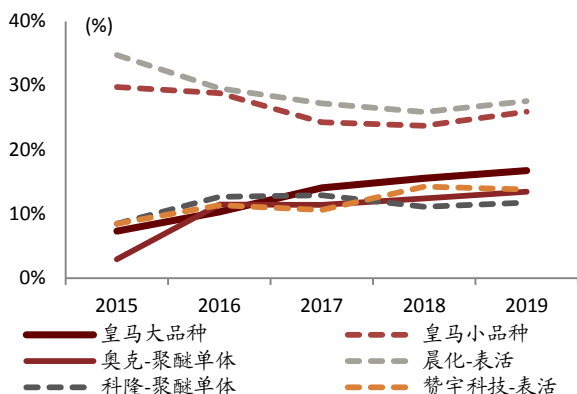
资料来源：Wind，中金公司研究部

盈利能力：大宗品与小品种差异明显

大宗品盈利能力较差，小品种表现更优。我们对上市公司表面活性剂业务毛利率对比发现，皇马小品种、晨化大幅高于其它同行，我们认为大宗产品技术含量低，竞争激烈，由供需定价，难以获取超额利润；小品种附加值高，毛利率大幅高于大品种。另一方面，大宗品毛利率水平近年来稳步提升。净利率方面，皇马和晨化表现较好，均在 10% 以上；奥克、科隆、赞宇周期特征更为明显。ROE 方面，皇马 2019 年以 16.9% 居首，赞宇次之为 15.7%。

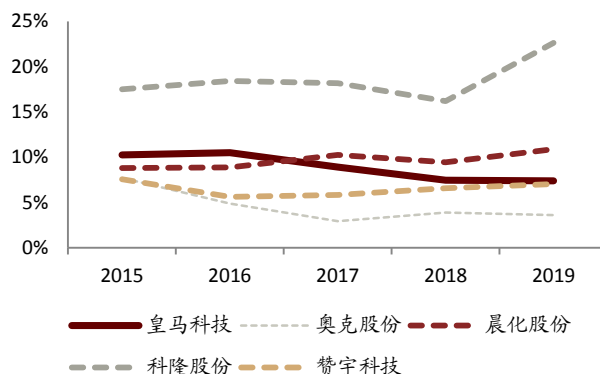
资产负债方面，赞宇和科隆资产负债率水平相对较高，2019 年分别为 51.9%/49.8%，而皇马、奥克、晨化相对较低，晨化 2019 年资产负债率仅为 14.2%。皇马近三年上升较快，原因系因公司搬迁入园，政府给予的搬迁补偿款计入其他非流动负债科目（累计 4.1 亿元），搬迁完成后可转为资产，届时资产负债率将大幅降低。应收账款周转天数方面，科隆应收账款周转天数持续高位，2019 年为 180 天。皇马、奥克、晨化近五年应收周转天数持续下降。

图表 40：毛利率对比



资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

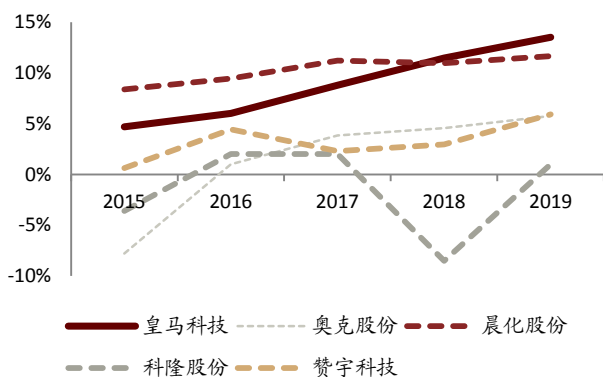
图表 41：期间费用率对比



资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

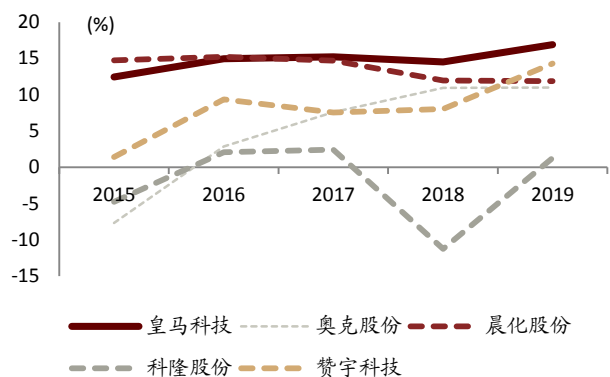


图表 42: 净利率对比



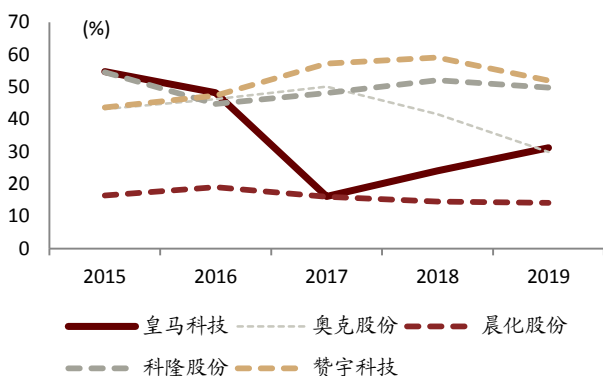
资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部

图表 43: ROE 对比



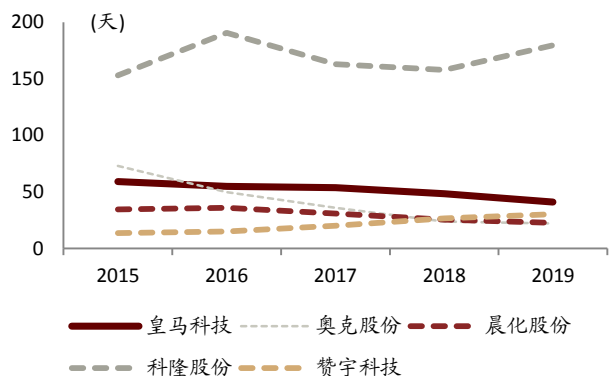
资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部

图表 44: 资产负债率对比



资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部

图表 45: 应收账款周转天数对比



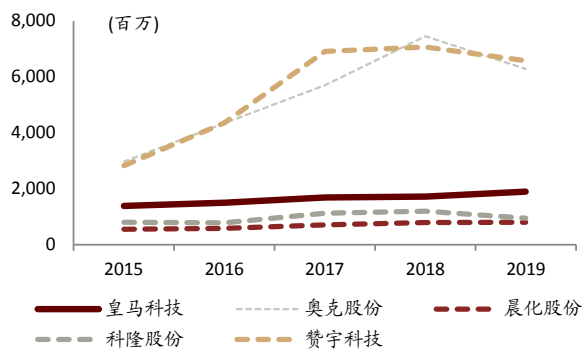
资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部

成长性: 奥克、赞宇重规模, 皇马重质量

近五年, 皇马科技、奥克股份、赞宇科技、晨化股份、科隆股份收入复合增速分别为 8.2%/20.7%/23.6%/9.8%/4.2%, 净利润复合增速为 41.1%/n.a./118.0%/19.4%/n.a.。从规模来看, 奥克股份和赞宇科技大幅领先于同行, 其中奥克产品主要是做 EO、聚醚等偏大宗产品, 赞宇科技则是油脂化工+表面活性剂双主业。从增速来看, 奥克股份和赞宇科技的收入增速较快, 而皇马科技和赞宇科技的净利润增速较快。

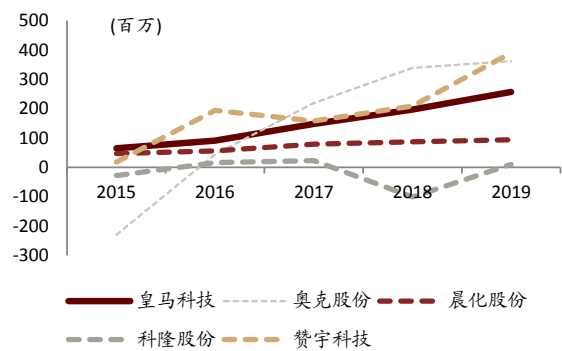


图表 46: 相关上市公司收入增长



资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部

图表 47: 相关上市公司净利润增长

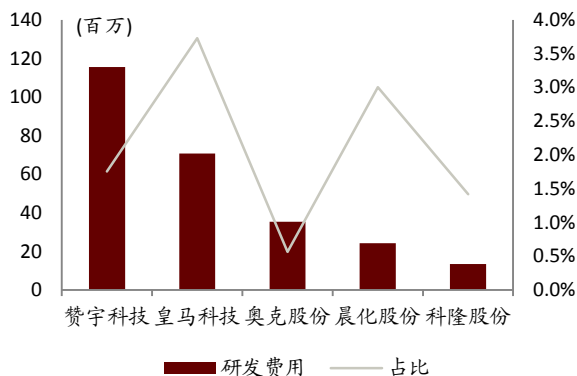


资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部

研发: 皇马研发投入大幅领先于同行

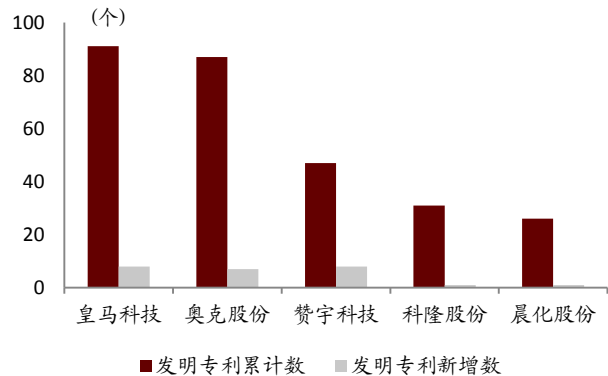
赞宇科技研发费用居首, 2018-2019 年分别为 1.0/1.2 亿元, 皇马次之, 2018-2019 年分别为 0.6/0.7 亿元。研发费用占营收比例皇马占比最高, 2018-2019 年分别为 3.6%/3.7%, 晨化紧随其后, 分别为 3.2%/3.0%, 其他三家公司均低于 2%, 奥克仅为 0.4%/0.6%。专利方面, 2019 年皇马累计授权专利发明 91 项, 新增 8 项, 数量优势明显。同时公司具有强大的科研人员配备, 研发人员 180 人, 占公司总人数 24%, 相比奥克(12.7%)、科隆(10.2%)及晨化(12.8%)高出近一倍。

图表 48: 2019 年研发费用对比



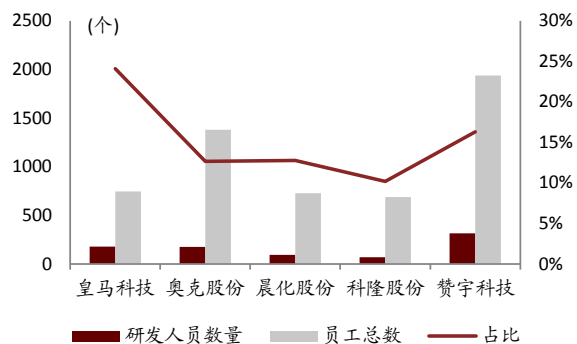
资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部

图表 49: 2019 年发明专利数量对比



资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部

图表 50: 研发人员占比



资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部



投资建议：优选成长，次选周期复苏

大赛道孕育大公司，我们首推稳健成长皇马科技，同时推荐周期复苏奥克股份，建议关注赞宇科技。从表面活性剂行业来看，我们认为这是一个千万吨级、超千亿元的广阔市场，市场体量足够孕育出大体量的企业。从竞争格局来看，行业是目前处于分散程度高、小企业众多的状态，我们认为在环保趋严的大背景下，龙头企业做大做强是必然趋势。从产品布局来看，低端产品结构性过剩，高端产品依旧稀缺，皇马科技有望在高端产品方面实现进口替代。我们重点推荐稳健成长皇马科技，同时推荐周期复苏的奥克股份，建议关注阴离子表面活性剂龙头赞宇科技。

图表 51：业绩弹性测算

公司	皇马科技	奥克股份	赞宇科技	
产品	大品种	聚醚单体	表面活性剂	油脂化工
增值税税率	13%	13%	13%	13%
所得税税率	15%	15%	15%	15%
价格上涨1000元/吨吨净利增厚（元）	752.2	752.2	752.2	752.2
2020年预计销量(万吨)	10.0	74.5	43.0	77.0
归母净利润增厚(亿元)	0.8	5.6	3.2	5.8
股本(亿股)	2.8	6.8	4.2	4.2
EPS增厚(元/股)	0.27	0.82	0.76	1.37

资料来源：Wind，中金公司研究部

首次覆盖皇马科技，给予“跑赢行业”评级。皇马科技是一家盈利能力相对稳定的优质成长股，我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 3.1/4.0/5.3 亿元，CAGR 为 27%，当前股价对应 2020/2021 年 23/18 倍 P/E。参考新材料上市公司，我们认为公司成长性高、盈利能力稳定性更强，给予目标价 33.6 元，28%上涨空间，对应 2020 年 30 倍 P/E，首次覆盖给予“跑赢行业”评级。

首次覆盖奥克股份，给予“跑赢行业”评级。奥克股份近年来主要的成长来自于存量产能挖潜以及聚醚业务景气下盈利修复；此外，我们认为，如果国家发力基建，则公司将直接受益。公司 DMC 即将投产，未来将布局新材料产业。我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 4.0/5.0/5.6 亿元，CAGR 为 17%，当前股价对应 2020/2021 年 15/12 倍 P/E。参考行业可比上市公司，给予目标价 10.8 元，21%上涨空间，对应 2020 年 21 倍 P/E，首次覆盖给予“跑赢行业”评级。

风险分析

- 1 宏观经济下行，表面活性剂需求产生负面影响。表面活性剂下游主要为洗涤剂、化妆品等，经济下行可能导致需求下。
- 2 环保及安全等因素带来的潜在经营风险。企业可能会因为环保及安全等因素无法连续生产。
- 3 原材料价格波动。原油等原材料价格的波动可能会给相关企业带来存货损失等负面影响。



皇马科技

稳健成长的非离子表面活性剂龙头

投资亮点

首次覆盖皇马科技（603181）给予跑赢行业评级，目标价 33.60 元，对应 2020 年估值倍数 30X。理由如下：

- ▶ 皇马科技是目前国内产能最大、品种最全、技术含量较高的特种表面活性剂生产企业。公司是一家总部位于绍兴上虞的民营企业，现有产能 25.4 万吨，其中大品种、小品种各 12.7 万吨。产品种类包括 1600 余种，广泛用于十四大工业板块。
- ▶ 大品种调结构，小品种创盈利。公司将业务简单分为聚羧酸减水剂为主的大品种和小体量高盈利的小品种。通过大品种，公司实现规模效应，保证原料采购优势，同时降低生产成本。小品种是公司盈利的主要来源（2019 年毛利占比 68%），多元化终端让皇马不具有明显化工周期性；由于小品种技术壁垒高，其盈利能力大幅强于大品种。
- ▶ 着眼未来，布局新材料。与同行相比，皇马更加专注对聚醚产业链下游高附加值产品的布局，目前规划有 8000 吨聚醚氨以及 5 万吨 MS 树脂。参考 MS 胶在欧美等发达市场的发展，我们认为中国市场有十倍以上增长空间，皇马则有望成为国内第一家生产 MS 树脂企业。

我们与市场的最大不同？市场很多时候把皇马科技与部分表面活性剂上市公司作类比，把其理解为周期属性企业。然而从公司业务布局来看，公司侧重盈利能力强且稳定的小品种，同时专注于新材料等高附加值领域。从研发角度来看，公司研发投入大幅高于同行，同时与跨国化工巨头保持竞合关系。从盈利角度来看，公司增长稳健，盈利（净利率、ROE）质量高。我们认为公司是典型的优质成长精细化工业品企业。

潜在催化剂：绿科安达产后、小品种加速放量；基建发力，减水剂需求快速提高；MS 树脂项目投产。

盈利预测与估值

我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.12/1.44/1.90 元，CAGR 为 27%，当前股价对应 2020/2021 年 23/18 倍 P/E。参考精细化工品上市公司，我们认为公司成长性更高，盈利能力稳定性更强，给予目标价 33.6 元，28% 上涨空间，对应 2020 年 30 倍 P/E，首次覆盖给予“跑赢行业”评级。

风险

宏观经济下行，对公司大品种需求产生负面影响；皇马新材料项目进展低于预期；环保及安全等潜在经营风险。

吴頔

分析员

di7.wu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080519040001

SFC CE Ref: BPK521

李璇

分析员

xuan.li@cicc.com.cn

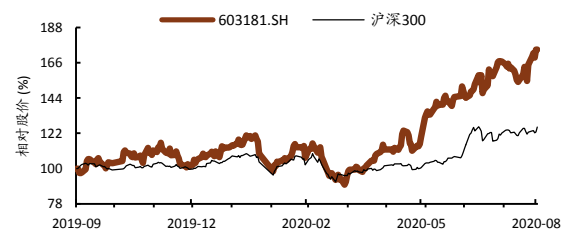
SAC 执证编号：S0080515080008

SFC CE Ref: BGG514

首次覆盖跑赢行业

股票代码	603181.SH
评级	* 跑赢行业
最新收盘价	人民币 26.15
目标价	人民币 33.60

52 周最高价/最低价	人民币 26.58~13.28
总市值(亿)	人民币 73
30 日日均成交额(百万)	人民币 72.00
发行股数(百万)	280
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	2.92
主营行业	基础材料



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	1,719	1,894	2,251	2,781
增速	2.1%	10.2%	18.8%	23.6%
归属母公司净利润	197	256	313	402
增速	33.3%	30.0%	22.2%	28.3%
每股净利润	0.70	0.91	1.12	1.44
每股净资产	5.13	5.70	7.23	9.02
每股股利	0.30	0.30	0.35	0.45
每股经营现金流	0.73	0.35	1.11	1.52
市盈率	37.2	28.6	23.4	18.2
市净率	5.1	4.6	3.6	2.9
EV/EBITDA	25.0	19.3	15.5	11.8
股息收益率	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%
平均总资产收益率	11.5%	12.2%	12.3%	13.2%
平均净资产收益率	14.5%	16.9%	17.3%	17.7%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
营业收入	1,719	1,894	2,251	2,781	营业收入	2.1%	10.2%	18.8%	23.6%
营业成本	1,383	1,473	1,716	2,096	营业利润	40.4%	31.4%	21.7%	28.3%
税金及附加	-7	-9	-10	-13	EBITDA	18.0%	28.6%	20.9%	25.1%
营业费用	-34	-39	-47	-58	净利润	33.3%	30.0%	22.2%	28.3%
管理费用	-32	-35	-42	-51	盈利能力				
财务费用	-4	1	1	3	毛利率	19.9%	22.7%	24.2%	25.1%
其他	-41	-48	-81	-108	营业利润率	13.0%	15.5%	15.9%	16.5%
营业利润	224	294	358	459	EBITDA 利润率	16.7%	19.5%	19.8%	20.1%
营业外收支	1	-1	0	0	净利率	11.5%	13.5%	13.9%	14.5%
利润总额	225	293	358	459	偿债能力				
所得税	-28	-37	-44	-57	流动比率	5.26	3.96	4.98	5.45
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	4.49	3.46	4.42	4.89
归属母公司净利润	197	256	313	402	现金比率	0.76	0.67	1.44	2.14
EBITDA	287	369	447	559	资产负债率	24.0%	31.1%	26.6%	23.9%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	132	181	407	735	回报率分析				
应收账款及票据	333	232	272	336	总资产收益率	11.5%	12.2%	12.3%	13.2%
预付款项	21	18	21	26	净资产收益率	14.5%	16.9%	17.3%	17.7%
存货	133	137	159	194	每股指标				
其他流动资产	296	511	549	581	每股净利润 (元)	0.70	0.91	1.12	1.44
流动资产合计	915	1,079	1,408	1,872	每股净资产 (元)	5.13	5.70	7.23	9.02
固定资产及在建工程	846	1,094	1,208	1,309	每股股利 (元)	0.30	0.30	0.35	0.45
无形资产及其他长期资产	129	143	139	135	每股经营现金流 (元)	0.73	0.35	1.11	1.52
非流动资产合计	975	1,237	1,347	1,445	估值分析				
资产合计	1,889	2,316	2,755	3,317	市盈率	37.2	28.6	23.4	18.2
短期借款	0	0	0	0	市净率	5.1	4.6	3.6	2.9
应付账款及票据	215	320	347	430	EV/EBITDA	25.0	19.3	15.5	11.8
其他流动负债	-41	-48	-64	-87	股息收益率	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%
流动负债合计	174	272	283	343					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	280	449	449	449					
非流动负债合计	280	449	449	449					
负债合计	454	721	732	792					
归母所有者权益	1,435	1,595	2,023	2,524					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	1,889	2,316	2,755	3,317					
现金流量表									
净利润	197	256	313	402					
折旧和摊销	58	77	90	102					
营运资本变动	182	101	-95	-79					
其他	-232	-336	1	1					
经营活动现金流	205	98	309	427					
资本开支	-108	-31	-200	-200					
其他	114	69	0	0					
投资活动现金流	6	38	-200	-200					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-116	0	0	0					
其他	-49	-96	116	102					
筹资活动现金流	-165	-96	116	102					
汇率变动对现金的影响	3	0	0	0					
现金净增加额	49	41	226	328					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

皇马科技于 2003 年成立，2017 年首次公开发行股票，公司实际控制人是王伟松和马荣芬夫妇。公司从事特种表面活性剂研发、生产和销售，所生产的特种表面活性剂属于非离子表面活性剂，可以广泛应用于有机硅、润滑油、复合新材料、农化助剂、减水剂等多个下游领域。至 2020 年公司拥有年产 20 万吨以上特种表面活性剂生产能力，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。



奥克股份-A

基建发力需求复苏，环氧乙烷深加工龙头迎来盈利修复

投资亮点

首次覆盖奥克股份-A (300082) 给予跑赢行业评级，目标价 10.80 元，对应 2020 年估值倍数 18X。理由如下：

- ▶ **奥克股份是国内环氧乙烷精深加工行业的龙头企业。**公司是一家乙烯-环氧乙烷-减水剂聚醚产业链一体化布局的企业，公司现有 20 万吨环氧乙烷年产能及 130 万吨环氧乙烷精深加工能力。2019 年，公司主导产品高性能聚羧酸减水剂聚醚产品在国内市占率达到 40%。
- ▶ **基建发力，地产复苏，需求快速修复。**减水剂主要用于基建、地产等相关产业，一季度基建受疫情影响处于停滞状态，二季度伴随疫情好转基建需求复苏；另一方面，地产二季度开始快速复苏。我们判断减水剂需求 3Q20 同比实现 10% 以上增长。
- ▶ **全产业链布局，规模效应突出。**公司是国内为数不多的从乙烯到聚醚单体一体化布局的企业，产业链优势突出。公司环氧乙烷加工能力国内第一，规模优势突出，同时由于环氧乙烷及聚醚单体存在运输半径，公司国内多点布局能更加高效的服务减水剂客户。

我们与市场的最大不同？市场担忧聚羧酸减水剂单体市场过剩，行业盈利难以恢复。根据卓创资讯，行业开工率 2019 年提升 13.6ppt 至 54.4%，看似偏低。然而我们认为随着环保安全政策推进，行业存在大量无效产能，行业实际开工率可能被低估。考虑到目前奥克作为行业龙头，体量远超竞争对手，我们认为公司拥有定价话语权。此外减水剂需求向好，我们认为公司盈利能力将继续修复。

潜在催化剂：基建发力，减水剂需求快速提高；DMC 进入放量阶段。

盈利预测与估值

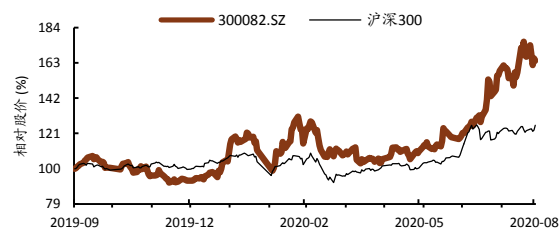
我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.59/0.73/0.82 元，CAGR 为 17%。当前股价对应 2020/2021 年 15/12 倍 P/E。参考行业可比上市公司，给予目标价 10.8 元，21% 上涨空间，对应 2020 年 18 倍 P/E，首次覆盖给予“跑赢行业”评级。

风险

宏观经济下行，对公司聚醚需求产生负面影响；公司中长期成长性的不确定性；环保及安全等潜在经营风险。

首次覆盖跑赢行业

股票代码	300082.SZ
评级	* 跑赢行业
最新收盘价	人民币 8.91
目标价	人民币 10.80
52 周最高价/最低价	人民币 9.81~4.93
总市值(亿)	人民币 61
30 日日均成交额(百万)	人民币 103.34
发行股数(百万)	680
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	11.73
主营行业	基础材料



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	7,449	6,288	6,431	7,368
增速	30.7%	-15.6%	2.3%	14.6%
归属母公司净利润	326	347	404	498
增速	55.5%	6.4%	16.4%	23.5%
每股净利润	0.48	0.51	0.59	0.73
每股净资产	4.53	4.74	4.97	5.29
每股股利	0.34	0.36	0.42	0.51
每股经营现金流	1.06	1.84	1.09	1.11
市盈率	18.6	17.5	15.0	12.2
市净率	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	9.0	8.8	8.0	6.9
股息收益率	3.8%	4.0%	4.7%	5.8%
平均总资产收益率	5.5%	6.6%	8.3%	9.2%
平均净资产收益率	11.0%	11.0%	12.2%	14.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

吴頔

分析师

di7.wu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080519040001

SFC CE Ref: BPK521

李璇

分析师

xuan.li@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080515080008

SFC CE Ref: BGG514



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
营业收入	7,449	6,288	6,431	7,368	营业收入	30.7%	-15.6%	2.3%	14.6%
营业成本	6,643	5,540	5,640	6,446	营业利润	57.0%	2.9%	16.0%	22.9%
税金及附加	25	27	28	32	EBITDA	44.8%	-3.6%	3.7%	16.3%
营业费用	88	113	116	132	净利润	55.5%	6.4%	16.4%	23.5%
管理费用	125	111	114	131	盈利能力				
财务费用	111	55	24	34	毛利率	10.5%	11.5%	11.9%	12.1%
其他	9	-15	-26	4	营业利润率	5.6%	6.8%	7.7%	8.2%
营业利润	414	425	493	606	EBITDA 利润率	10.2%	11.6%	11.8%	11.9%
营业外收支	-7	6	0	0	净利率	4.4%	5.5%	6.3%	6.8%
利润总额	406	432	493	606	偿债能力				
所得税	67	70	74	91	流动比率	1.20	1.47	1.86	1.96
少数股东损益	13	15	16	17	速动比率	1.06	1.28	1.64	1.77
归属母公司净利润	326	347	404	498	现金比率	0.34	0.32	0.52	0.83
EBITDA	756	729	756	880	资产负债率	41.6%	29.9%	26.0%	36.0%
资产负债表					净债务资本比率	5.5%	2.6%	净现金	净现金
货币资金	722	446	623	1,324	回报率分析				
应收账款及票据	1,388	359	381	437	总资产收益率	5.5%	6.6%	8.3%	9.2%
预付款项	64	64	65	74	净资产收益率	11.0%	11.0%	12.2%	14.3%
存货	296	257	262	299	每股指标				
其他流动资产	56	930	911	980	每股净利润 (元)	0.48	0.51	0.59	0.73
流动资产合计	2,527	2,055	2,241	3,114	每股净资产 (元)	4.53	4.74	4.97	5.29
固定资产及在建工程	2,024	1,930	1,769	2,052	每股股利 (元)	0.34	0.36	0.42	0.51
无形资产及其他长期资产	1,053	897	853	814	每股经营现金流 (元)	1.06	1.84	1.09	1.11
非流动资产合计	3,077	2,827	2,623	2,866	估值分析				
资产合计	5,604	4,882	4,864	5,981	市盈率	18.6	17.5	15.0	12.2
短期借款	1,067	617	367	628	市净率	2.0	1.9	1.8	1.7
应付账款及票据	892	673	723	826	EV/EBITDA	9.0	8.8	8.0	6.9
其他流动负债	140	112	117	136	股息收益率	3.8%	4.0%	4.7%	5.8%
流动负债合计	2,098	1,402	1,207	1,591					
长期借款和应付债券	184	0	0	500					
其他非流动负债	50	59	59	59					
非流动负债合计	234	59	59	559					
负债合计	2,332	1,461	1,266	2,150					
归母所有者权益	3,083	3,223	3,383	3,599					
少数股东权益	189	199	215	232					
负债及股东权益合计	5,604	4,882	4,864	5,981					
现金流量表									
净利润	326	347	404	498					
折旧和摊销	252	258	254	256					
营运资本变动	-213	167	52	-9					
其他	356	477	34	11					
经营活动现金流	720	1,249	744	756					
资本开支	0	0	0	0					
其他	-113	-329	-50	-500					
投资活动现金流	-113	-329	-50	-500					
股权融资	3	0	0	0					
银行借款	-344	-634	-250	761					
其他	-326	-279	-267	-317					
筹资活动现金流	-667	-913	-517	445					
汇率变动对现金的影响	0	2	0	0					
现金净增加额	-60	10	177	701					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

奥克股份成立于 2000 年，2010 年上市。公司主要从事环氧乙烷、乙烯衍生精细化工高端新材料的研发、生产和销售，主导产品聚醚单体在国内市占率达到 40%。至 2020 年公司拥有全国最大单套年产 20 万吨环氧乙烷及深加工装置，在全国战略布局 130 万吨乙氧基化装置，拥有从乙烯到环氧、聚醚单体、母液和非离子表面活性剂及衍生专用化学品的一体化产业链。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及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。中金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。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

