

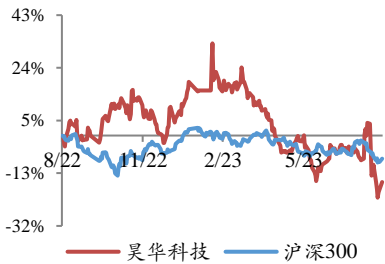
# 盈利逆势大幅增长，提质增效经营质量持续提升

**投资评级：买入（维持）**

报告日期： 2023-08-28

收盘价(元)	31.98
近12个月最高/最低(元)	50.75/29.85
总股本(百万股)	911
流通股本(百万股)	904
流通股比例(%)	99.17
总市值(亿元)	291
流通市值(亿元)	289

## 公司价格与沪深300走势比较


**分析师：王强峰**

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

**联系人：潘宁馨**

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

## 相关报告

- 业绩稳健增长，氟材料加速拓展 2023-04-27
- 拟收购中化蓝天100%股权，氟化工龙头强强联合 2023-02-16
- 三季度盈利稳健增长，产品结构持续优化 2022-10-30

## 主要观点：

### ● 事件描述

8月25日晚，昊华科技发布2023年半年报，公司2023年上半年实现营收43.04亿元，同比增长6.50%；实现归母净利润5.03亿元，同比增加1.94%；实现扣非归母净利润4.99亿元，同比增加2.46%。其中，公司第二季度实现营收22.46亿元，同比增加2.67%，环比增加9.16%；归母净利2.75亿元，同比增加1.58%，环比增加20.65%；扣非净利润2.74亿元，同比增加2.97%，环比增加21.88%。

### ● 盈利逆势大幅增长，提质增效经营质量持续提升

二季度，公司保持稳健经营，利润环比逆势实现增长。整体来看，各业务板块表现分化。

上半年，高端制造化工材料板块量利齐升，毛利同比增长8.7pct，同时聚氨酯类产品、特种涂料、三氟化氮、橡胶密封型材、有机透明材料等多种产品销量同比增长10%以上，对应子公司盈利均有大幅提升。此外，碳减排业务板块毛利同比增长32.2%，盈利实现大幅增长，西南院归母净利润同比增长61%。

高端氟材料PTFE及PVDF等需求疲软，供给充足，价差环比收窄。根据我们对公司主要业务板块高端氟材料产品价格的跟踪，二季度华东PTFE分散树脂/华东PVDF（锂电池粘结剂）市场均价为4.8/12万元/吨，环比分别-7.72%/-41.29%。特种气体板块，昊华气体4600吨/年电子气体项目完全达产后积极拓展市场，但由于行业产能释放较多，价格有所下滑，单季度同比/环比-10.55%/-7.90%。从子公司口径来看，昊华气体归母净利润同比-11%。

图表1 2023年上半年主要参股公司归母净利润（万元）及同比情况

公司	2023H1	2022H1	同比
西南院	3,722.00	2307.05	61%
中昊晨光	10,778.94	16879.54	-36%
西北院	7,000.29	6216.61	13%
海化院	4,736.43	2,602.31	82%
黎明院	12,584.87	9538.93	32%
曙光院	2,933.03	2345.79	25%
株洲院	445.86	637.87	-30%
大连院	587.10	446.84	31%
锦西院	2,001.16	1590.14	26%
北方院	49.81	416.58	-88%
沈阳院	2,150.28	1,857.11	16%

昊华气体	5,012.79	5663.74	-11%
中昊贸易	899.5	1009.79	-11%

资料来源: wind, 华安证券研究所

费用端,销售费用/管理费用同比减少 12.51%/16.31%,报告期公司开展提质增效、减费增利行动取得成效。财务费用同比增加 140.86%,主要原因是上年同期汇兑净收益高基数所致。研发费用同比增加 9.62%,持续增加研发投入,保持核心竞争力。

#### ● 拟发行股份购买中化蓝天 100%股权,氟化工板块形成产业链互补

2023 年 8 月 15 日,昊华科技拟向中化集团和中化资产发行股份收购中化蓝天并配套募资用于扩产氟化工产品,总金额约 145 亿元,中化蓝天原属中国中化集团下属氟化工企业,拥有从萤石资源到 HF 到氟碳化学品/氟聚合物/氟精细的全产业链条,拥有 R134a、R125、CTFE、PVDF、PVF、三氟乙酸等拳头产品,后续电解液、PVDF、四代制冷剂等扩产规划较大,而昊华科技专注于 PTFE 高端氟聚合物和氟树脂,中化蓝天与昊华科技的氟化工板块能够形成良好产业链互补和协同。此次重组落地后,两化下两家氟化工企业融合加深,昊华科技收入利润水平将上新台阶。

#### ● 投资建议

我们认为公司研发底蕴深厚,已成为明显的研发创新驱动的平台型材料公司,选择赛道持续高增长,同时聚焦高端化、差异化,产品结构持续优化,周期性减弱。“十四五”期间公司资本开支加快,公司进入高速成长期。曙光院 10 万条/年民航轮胎项目、西南院清洁能源催化材料产业化基地项目、西北院有机硅密封型材项目等产业化项目正在抓紧施工建设,计划年底前建成投产。其余新增重点项目有 2.6 万吨/年高性能有机氟材料项目(其中 1.85 万吨高端 PTFE 树脂)、黎明院 46600 吨/年专用新材料项目以及 10 万条/年高性能民用航空轮胎项目等。密集的资本开支增加持续驱动公司盈利增长。

我们预计昊华科技 2023-2025 年归母净利润 11.98、13.37、17.51 亿元(基于审慎性原则,暂未考虑中化蓝天并入报表,暂未考虑定增等融资事项),EPS 1.31/1.47/1.92 元,对应 PE 为 24.34X/21.80X/16.65X。维持买入评级。

#### ● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险;
- (2) 安全生产风险;
- (3) 环境保护风险;
- (4) 项目投产进度不及预期;
- (5) 股权激励不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9068	10487	11986	14776
收入同比 (%)	22.1%	15.7%	14.3%	23.3%

归属母公司净利润	1165	1198	1337	1751
净利润同比 (%)	30.7%	2.8%	11.6%	31.0%
毛利率 (%)	24.3%	26.8%	25.8%	26.4%
ROE (%)	14.2%	13.6%	13.2%	14.7%
每股收益 (元)	1.29	1.31	1.47	1.92
P/E	33.34	24.34	21.80	16.65
P/B	4.77	3.31	2.87	2.45
EV/EBITDA	27.62	16.31	15.12	11.48

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8551	9127	11114	13233
现金	2689	4097	3843	5363
应收账款	1735	2054	2036	3034
其他应收款	384	52	355	250
预付账款	419	437	532	644
存货	1006	1358	1300	1930
其他流动资产	2317	1130	3048	2012
<b>非流动资产</b>	6874	7398	8055	8731
长期投资	171	185	202	223
固定资产	3883	4177	4514	4892
无形资产	1027	1097	1186	1287
其他非流动资产	1793	1938	2154	2329
<b>资产总计</b>	15425	16525	19170	21964
<b>流动负债</b>	5047	5522	6818	7848
短期借款	878	1264	1650	2110
应付账款	1190	1201	1497	1834
其他流动负债	2979	3057	3671	3904
<b>非流动负债</b>	2155	2155	2155	2155
长期借款	1177	1177	1177	1177
其他非流动负债	978	978	978	978
<b>负债合计</b>	7202	7677	8973	10003
少数股东权益	23	34	45	58
股本	911	911	911	911
资本公积	2558	2558	2558	2558
留存收益	4731	5345	6683	8434
归属母公司股东权益	8200	8814	10152	11903
<b>负债和股东权益</b>	15425	16525	19170	21964

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	994	2471	374	2117
净利润	1170	1208	1349	1764
折旧摊销	414	431	460	516
财务费用	50	0	0	0
投资损失	-43	-29	-38	-53
营运资金变动	-428	920	-1331	-28
其他经营现金流	1430	228	2614	1710
<b>投资活动现金流</b>	-1568	-866	-1015	-1056
资本支出	-1614	-848	-993	-1051
长期投资	21	-47	-59	-58
其他投资现金流	25	29	38	53
<b>筹资活动现金流</b>	711	-197	386	459
短期借款	605	386	386	459
长期借款	771	0	0	0
普通股增加	-8	0	0	0
资本公积增加	-82	0	0	0
其他筹资现金流	-575	-583	0	0
<b>现金净增加额</b>	146	1408	-254	1520

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9068	10487	11986	14776
营业成本	6865	7680	8893	10876
营业税金及附加	79	99	109	134
销售费用	158	216	231	283
管理费用	597	849	914	1099
财务费用	0	0	0	0
资产减值损失	-13	-3	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	43	29	38	53
<b>营业利润</b>	1279	1352	1513	1989
营业外收入	266	0	0	0
营业外支出	210	0	0	0
<b>利润总额</b>	1335	1352	1513	1989
所得税	165	144	164	225
<b>净利润</b>	1170	1208	1349	1764
少数股东损益	5	11	12	13
<b>归属母公司净利润</b>	1165	1198	1337	1751
EBITDA	1398	1694	1870	2369
EPS (元)	1.29	1.31	1.47	1.92

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.1%	15.7%	14.3%	23.3%
营业利润	36.9%	5.7%	11.9%	31.4%
归属于母公司净利润	30.7%	2.8%	11.6%	31.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	24.3%	26.8%	25.8%	26.4%
净利率 (%)	12.8%	11.4%	11.2%	11.9%
ROE (%)	14.2%	13.6%	13.2%	14.7%
ROIC (%)	8.3%	9.9%	9.5%	10.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	46.7%	46.5%	46.8%	45.5%
净负债比率 (%)	87.6%	86.8%	88.0%	83.6%
流动比率	1.69	1.65	1.63	1.69
速动比率	1.36	1.28	1.32	1.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.67	0.66	0.67	0.72
应收账款周转率	6.12	5.54	5.86	5.83
应付账款周转率	6.58	6.42	6.59	6.53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.29	1.31	1.47	1.92
每股经营现金流(薄)	1.09	2.71	0.41	2.32
每股净资产	9.00	9.67	11.14	13.06
<b>估值比率</b>				
P/E	33.34	24.34	21.80	16.65
P/B	4.77	3.31	2.87	2.45
EV/EBITDA	27.62	16.31	15.12	11.48

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。