

## 产品降价拖累业绩，不改长期成长趋势

买入（维持）

2020年04月15日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,701	5,333	6,182	7,066
同比（%）	10.55%	13.45%	15.93%	14.29%
归母净利润（百万元）	525	589	661	744
同比（%）	-0.75%	12.26%	12.10%	12.67%
每股收益（元/股）	0.59	0.66	0.74	0.83
P/E（倍）	30.52	27.18	24.25	21.52

### 事件：

公司发布 2019 年年报，报告期内实现营业总收入 47.01 亿元，同比增长 10.55%；归属于上市公司股东的净利润为 5.25 亿元，同比略降 0.75%。同时，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.76 元（含税），共计派发股利 157,805,939.63 元（含税）。

### 投资要点

- **板块景气度出现分化，价格下降拖累业绩：**公司主营业务板块包括氟材料、特种气体、特种橡塑产品、精细化学品、工程技术服务等，其中特种气体板块、工程技术服务板块、特种橡塑产品及精细化学品板块的营业收入分别取得了 28.40%、61.74%、2.80%、2.05% 的同比增幅。但受到中美贸易摩擦及行业竞争加剧的影响，主要产品价格出现下滑，其中氟材料、特种气体、工程技术服务毛利率分别同比下滑 9.54 pct、1.38 pct 和 8.27 pct，这也是导致公司的净利润略有下降的主要原因。
- **产销量达到预期，新增 PTFE 产能即将投产：**报告期内，公司主要产品聚四氟乙烯树脂、三氟化氮和轮胎产品销量分别同比增长 27.41%、30.98%、16.98%，产销量水平达到预期。下属晨光院将在 2.5 万吨/年氟树脂产能的基础上，发挥自身技术优势发展 5000 吨/年高品质改性聚四氟乙烯产品，可用于 5G 基站中的 PCB 覆铜板及半导体等领域，新产能将进一步增强晨光院在国内外含氟聚合物行业的领军地位。
- **长期成长逻辑不改，电子特气业务有望提速：**黎明院和光明院均为原化工部直属科研院所，也是国内知名的电子特气生产企业。其中，黎明院在原有产能基础上计划新建产能为 4600 吨/年，主要产品包括三氟化氮 3000 吨/年、六氟化钨 600 吨/年及四氟化碳 1000 吨/年。同时，光明院的新型国家军民两用型研发产业基地项目也正在顺利推进中，随着新增项目的建成及投产，电子特气业务有望成为公司发展的新引擎。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 53.33 亿元、61.82 亿元和 70.66 亿元，归母净利润分别为 5.89 亿元、6.61 亿元和 7.44 亿元，EPS 分别为 0.66 元、0.74 元和 0.83 元，当前股价对应 PE 分别为 27X、24X、22X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**军品依赖的风险，子公司整合管理过程中存在不确定性，行业竞争加剧导致产品价格下跌。

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001  
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.87
一年最低/最高价	11.55/24.51
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	5310.84

### 基础数据

每股净资产(元)	6.64
资产负债率(%)	30.47
总股本(百万股)	896.62
流通 A 股(百万股)	297.19

### 相关研究

- 1、《昊华科技 (600378)：电子特气行业领军者，国产化迎发展新机遇》2020-04-01
- 2、《昊华科技 (600378)：黎明院拟建新项目，电子特气业务发展提速》2020-03-13
- 3、《昊华科技 (600378)：推出股权激励计划，激发央企内在活力》2020-01-01

昊华科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>4,339</b>	<b>4,610</b>	<b>4,619</b>	<b>5,739</b>	<b>营业收入</b>	<b>4,701</b>	<b>5,333</b>	<b>6,182</b>	<b>7,066</b>
现金	1,711	1,067	1,236	1,413	减:营业成本	3,356	3,760	4,313	4,878
应收账款	1,013	1,143	1,357	1,500	营业税金及附加	58	66	76	87
存货	592	778	793	985	营业费用	196	222	258	294
其他流动资产	1,022	1,622	1,233	1,841	管理费用	790	896	1,038	1,187
<b>非流动资产</b>	<b>4,405</b>	<b>4,913</b>	<b>5,591</b>	<b>6,290</b>	财务费用	6	26	42	71
长期股权投资	130	110	87	65	资产减值损失	7	3	5	4
固定资产	2,609	3,135	3,783	4,427	加:投资净收益	-9	2	-2	-1
在建工程	647	579	549	526	其他收益	215	226	220	223
无形资产	832	903	987	1,088	<b>营业利润</b>	<b>512</b>	<b>590</b>	<b>672</b>	<b>770</b>
其他非流动资产	187	186	185	183	加:营业外净收支	95	95	95	95
<b>资产总计</b>	<b>8,744</b>	<b>9,523</b>	<b>10,210</b>	<b>12,029</b>	<b>利润总额</b>	<b>607</b>	<b>685</b>	<b>768</b>	<b>865</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,520</b>	<b>1,712</b>	<b>1,757</b>	<b>2,842</b>	减:所得税费用	70	82	92	104
短期借款	138	425	174	1,314	少数股东损益	12	13	15	17
应付账款	597	631	777	816	<b>归属母公司净利润</b>	<b>525</b>	<b>589</b>	<b>661</b>	<b>744</b>
其他流动负债	785	656	806	712	EBIT	571	663	754	872
<b>非流动负债</b>	<b>1,144</b>	<b>1,128</b>	<b>1,114</b>	<b>1,099</b>	EBITDA	612	759	869	1,010
长期借款	101	85	70	56					
其他非流动负债	1,044	1,044	1,044	1,044	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,664</b>	<b>2,840</b>	<b>2,871</b>	<b>3,941</b>	每股收益(元)	0.59	0.66	0.74	0.83
少数股东权益	129	143	157	174	每股净资产(元)	6.64	7.29	8.01	8.83
					发行在外股份(百万股)	897	897	897	897
归属母公司股东权益	5,951	6,540	7,182	7,914	ROIC(%)	6.9%	7.2%	7.8%	7.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,744</b>	<b>9,523</b>	<b>10,210</b>	<b>12,029</b>	ROE(%)	8.8%	9.0%	9.2%	9.4%
					毛利率(%)	28.6%	29.5%	30.2%	31.0%
					销售净利率(%)	11.2%	11.1%	10.7%	10.5%
					资产负债率(%)	30.5%	29.8%	28.1%	32.8%
					收入增长率(%)	10.6%	13.4%	15.9%	14.3%
					净利润增长率(%)	-0.7%	12.3%	12.1%	12.7%
					P/E	30.52	27.18	24.25	21.52
					P/B	2.69	2.45	2.23	2.02
					EV/EBITDA	25.73	21.94	18.69	17.04

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

