



2020-04-30

公司点评报告

买入/维持

昊华科技(600378)

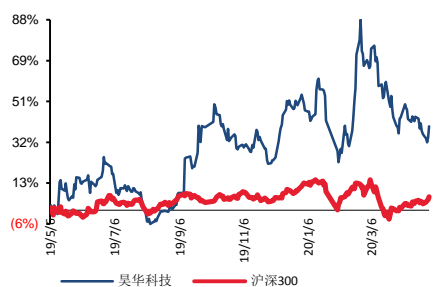
目标价: 21.4

昨收盘: 17.46

材料 材料II

技术驱动型新材料科技企业，市场化改革促成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	897/297
总市值/流通(百万元)	15,655/5,189
12个月最高/最低(元)	23.68/11.77

相关研究报告:

昊华科技(600378)《【太平洋化工】昊华科技:被忽视的技术驱动型新材料科技企业》--2019/09/07

证券分析师:柳强

电话:010-88321949

E-MAIL:liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码:S1190518060003

事件: 1、公司发布2020年一季报,报告期实现营业收入10.23亿元,同比-2.97%;归母净利润0.96亿元,同比+2.73%。2、公司入选“科改示范行动”名单。

主要观点:

1. 经营稳定,业绩平稳符合预期

2018年底,公司完成重大资产重组,形成以先进材料、特种化学和创新服务三大核心业务,具体包括氟材料、特种气体、特种橡塑制品、精细化学品及技术服务五大板块,产品服务于多个国家军、民品核心产业。总体而言,2020年一季度,公司氟材料板块以量补价,实现增长;特种气体、催化剂、特种轮胎表现增长;橡胶密封制品、聚氨酯新材料、特种涂料表现下滑。由于部分原料价格下滑弥补了产品价格下跌,公司综合毛利率28.38%,同比下滑0.05个百分点,基本稳定。

氟材料: 主要由子公司晨光院负责生产销售,聚四氟乙烯树脂产能2.5万吨/年,国内第二;氟橡胶产能7000吨/年,国内第一。2019年,公司聚四氟乙烯树脂产量22314吨(同比+16.43%)、销量22784吨(同比+27.41%)。2019年由于产品价格下滑,公司氟材料板块实现营收10.38亿元,同比-5.36%,毛利率同比下滑9.54个百分点至19.54%。2020年一季度,公司聚四氟乙烯树脂产量5764.57吨(同比+51.72%)、销量5631.66吨(同比+31.78%)、均价39380元/吨(同比-17.22%),以量补价,营收2.22亿元,同比+9.08%。公司新增5000吨/年高品质改性聚四氟乙烯项目即将投产,将有利于提高板块毛利率。晨光院从事有机氟开发和生产已达五十多年,其中自主研发的国内独家中高压缩比聚四氟乙烯分散树脂产品,成功配套5G线缆生产,实现进口替代,供不应求。

特种气体: 公司子公司黎明院目前具有六氟化硫产能2800吨/年,在国内工业级六氟化硫市场占有率约30%,在国内电子级六氟化硫市场占有率约70%。黎明院还具有三氟化氮产能2000吨/年,国内市场占有率约30%,与京东方等下游领先企业建立了稳固合作关系。公司子公司光明院是国内唯一具有4N高纯硒化氢产品研制及批量生产能力的企业。高纯硒化氢产品填补了国内空白,指标达到国外先进水平。此外,公司特种气体产品还包括绿色四氧化二氮、高纯硫化氢、二氧

化碳-环氧乙烷混合气（熏蒸剂）、标准混合气体等。2019年，公司特种气体板块实现营业收入3.87亿元，同比增长28.4%，其中三氟化氮产量2424吨（同比+21.33%）、销量2486吨（同比+30.98%）。2020年一季度，公司特种气体板块实现销量1129.12吨，营收1.1亿元，表现良好。同时，公司黎明院在原有产能基础上计划新建电子气体产能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。

特种橡塑制品：主要包括非轮胎橡胶制品、航空轮胎橡胶制品、航空有机玻璃及聚氨酯新材料等。非轮胎橡胶制品主要由公司子公司西北院、曙光院、沈阳院、株洲院生产销售。在军用航空轮胎领域，公司子公司曙光院在国内市场占有率第一，承接多项核心项目，技术实力雄厚。在航空有机玻璃领域，公司子公司锦西院是国内唯一研制和生产的企业，产品光学、力学与耐老化等性能突出，产品广泛应用于多型号军用飞机。2020年一季度，公司橡胶密封制品销量同比下滑25.65%，特种轮胎销量同比增长179%，聚氨酯新材料销量同比下滑51.65%，营收小计1.09亿元，同比下滑16.89%。

精细化学品：主要包括特种涂料、催化剂、化学推进剂及原材料等。公司是国内仅有的具有整船配套涂料研制能力的企业，拥有两个国内仅有的国家级重点实验室及工程研究中心，海洋涂料国家重点实验室和海洋涂料及功能材料国家地方联合工程研究中心。同时，公司在催化剂领域具有领先优势。2020年一季度，公司催化剂实现营收0.94亿元，同比增长176%；特种涂料营收0.43亿元，同比-22.57%。

技术服务：公司拥有世界领先的PSA技术，是全球三大PSA技术服务供应商之一，可应用于燃料电池制氢环节。

研发：公司2019年申请专利303件，其中国内发明专利227件，国内其他专利76件；授权专利177件，其中国内发明专利123件，国内其他专利54件。2019年荣获省部级以上科技奖励共计57项，其中国家级科技奖励2项，省部级奖励55项。2019年研发费用3.53亿元，营收占比7.51%。

2. 新增产能促成长

晨光院5000吨/年高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程、光明院研发产业基地项目（特种气体项目）、黎明院4600吨/年电子特气项目等新项目将有利于公司未来成长。

3. 股权激励增强企业凝聚力，入选“科改示范行动”促市场化改革

2020年4月，公司限制性股票激励计划获得国务院国资委批复。根据《限制性股票激励计划草案》，公司计划对董事、高管、核心员工授予限制性股权激励合计2280万股，授予价格11.44元/股。第一至第

三个解除限售期考核目标分别为，2020-2022 年营业收入以 2018 年为基数，复合增长率分别不低于 10%、12.3%、13.4%；净资产收益率分别不低于 9.1%、9.2%、9.4%，且上述两个指标不低于对标企业的 75 分位值；研发投入营收占比均不得低于 7%。

2020 年 4 月 27 日，公司纳入“百户科技型企业深化市场化改革提升自主创新能力专项行动”（简称“科改示范行动”）获得国务院国有企业改革领导小组办公室备案。该行动将按照高质量发展要求，在部分科技型企业进一步深化市场化改革，重点在完善公司治理、市场化选人用人、强化激励约束机制等方面探索创新、取得突破，打造一批国有科技型企业改革样板和自主创新尖兵，推动国有资本布局优化和结构调整，在此基础上复制推广成功经验。

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 5.98 亿元、6.65 亿元和 7.25 亿元，对应 EPS 0.67 元、0.74 元和 0.81 元，PE 26.2X、23.5X 和 21.6X。考虑公司为技术驱动型新材料科技企业，研发实力雄厚，新增产能及市场化改革促成长，维持“买入”评级。

风险提示：经济下滑、产品价格大幅波动、在建项目投产不及预期、市场化改革不及预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4701	5164	5856	6679
(+/-%)	10.55%	9.86%	13.38%	14.07%
净利润(百万元)	525	598	665	725
(+/-%)	-0.75%	13.90%	11.23%	9.01%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.67	0.74	0.81
市盈率(PE)	33.0	26.2	23.5	21.6

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

附表：盈利预测表
利润表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
营业收入	4701	5164	5856	6679
营业成本	3356	3688	4148	4723
毛利	1344	1476	1707	1956
%营业收入	29%	29%	29%	29%
税金及附加	58	58	66	75
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	196	207	234	267
%营业收入	4%	4%	4%	4%
管理费用	437	465	527	601
%营业收入	9%	9%	9%	9%
研发费用	353	388	440	502
%营业收入	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%
财务费用	6	14	15	16
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	1	0	0	0
信用减值损失	8	-15	-12	-12
其他收益	215	223	223	223
投资收益	-9	4	4	4
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0
资产处置收益	14	10	10	10
营业利润	512	597	674	744
%营业收入	11%	12%	12%	11%
营业外收支	95	95	95	95
利润总额	607	692	769	839
%营业收入	13%	13%	13%	13%
所得税费用	70	80	89	97
净利润	537	611	680	741
归属于母公司的净利润	525	598	665	725
少数股东损益	12	13	15	16
EPS（元/股）	0.59	0.67	0.74	0.81

现金流量表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流净额	847	101	425	460
投资	0	0	0	0
资本性支出	-227	-227	-227	-227
其他	-572	4	4	4
投资活动现金流净额	-799	-223	-223	-223
债权融资	0	0	0	0
股权融资	707	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-437	-138	0	0
筹资成本	-159	-7	-3	-3
其他	-3	0	0	0
筹资活动现金流净额	108	-145	-3	-3
现金净流量	156	-267	199	234

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
货币资金	1711	1444	1643	1877
交易性金融资产	8	8	8	8
应收账款及应收票据	1222	1577	1788	2040
存货	592	673	757	862
预付账款	152	167	188	214
其他流动资产	116	141	151	163
流动资产合计	3801	4010	4535	5163
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	130	130	130	130
投资性房地产	54	54	54	54
固定资产合计	2609	2609	2609	2609
无形资产	814	814	814	814
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	25	25	25	25
其他非流动资产	773	1105	1437	1770
资产总计	8207	8748	9605	10565
短期借款	138	0	0	0
应付票据及应付账款	640	640	720	820
预收账款	182	200	226	258
应付职工薪酬	214	236	265	302
应交税费	55	61	69	79
其他流动负债	290	314	346	386
流动负债合计	1520	1450	1626	1845
长期借款	101	101	101	101
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	7	7	7	7
其他非流动负债	1036	1036	1036	1036
负债合计	2664	2594	2771	2989
归属于母公司的所有者权益	5951	6549	7214	7939
少数股东权益	129	143	158	174
股东权益	6080	6691	7371	8113
负债及股东权益	8744	9286	10142	11102

基本指标

	2019	2020	2021	2022
EPS	0.59	0.67	0.74	0.81
BVPS	6.64	7.30	8.05	8.85
PE	32.97	26.18	23.53	21.59
PEG	—	1.88	2.09	2.40
PB	2.91	2.39	2.17	1.97
EV/EBITDA	26.74	40.08	32.17	27.29
ROE	8.82%	9.13%	9.22%	9.13%

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。