

昊华科技（600378）：电子气体等核心业务增长前景良好

2020年08月28日

强烈推荐/维持

昊华科技 公司报告

昊华科技公布 2020 年上半年业绩：营业收入为 23.72 亿元，YoY+2.96%（调整后），归母净利润为 3.12 亿元，YoY+20.78%（调整后），对应 EPS 为 0.34 元，扣非归母净利润为 2.79 亿元，YoY+12.63%（调整后）。

公司是中国化工集团旗下新材料科技型平台企业，持续完善啊、多层次、军民品协同发展的产业布局。公司主营业务包括氟材料、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，持续在各个业务领域进行自主创新和全球范围的合作创新。

公司电子特气业务具有行业领先优势，未来有望继续做大做强。①在含氟电子特气领域，公司下属黎明院拥有六氟化硫、三氟化氮（与韩国大成合作）、六氟化钨等产品，并计划新建 4600 吨/年特种含氟气体建设项目；②在其他高纯电子气体领域，公司正在研发乙硼烷、三氟化硼、电子混合气等电子气体，目前处于中试阶段；③在其他特种气体领域，公司自主研发生产的四氯化二氮、高纯硒化氢、高纯硫化氢等，已成功实现进口替代，在细分军品领域内，具有领先优势。此外，公司位于大连的新研发产业基地项目已开始试生产，未来公司将在技术转化能力显著提升的情况下，形成系列化、通用化、标准化、高端化、规模化的特种气体产品体系，多年积累的技术领先优势将被充分发挥、效益将充分释放。

高端氟树脂产品竞争优势有望进一步增强。公司下属晨光院具有氟树脂产能 2.5 万吨/年，位居全国第二，其中公司自主研发的中高压压缩比 PTFE 分散树脂已实现进口替代，成功配套 5G 线缆生产。公司目前在建高品质 PTFE 悬浮树脂及配套工程项目，截至 6 月 30 日工程进度已达到 93%，未来投产后将进一步提升公司高端 PTFE 产品的综合竞争力。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 6.25、7.50 和 8.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.68、0.82 和 0.94 元，目前股价对应 P/E 分别为 32 倍、27 倍和 23 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：技术路线竞争加剧；下游客户订单减少；下游需求增速不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,182	4,701	5,176	5,818	6,558
增长率（%）	693.73%	12.41%	10.10%	12.41%	12.73%
归母净利润（百万元）	525	525	625	750	864
增长率（%）	791.31%	0.05%	19.13%	19.87%	15.28%
净资产收益率（%）	10.79%	8.82%	9.74%	10.73%	11.33%
每股收益（元）	0.57	0.57	0.68	0.82	0.94
PE	39	38	32	27	23
PB	4.15	3.40	3.15	2.89	2.65

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

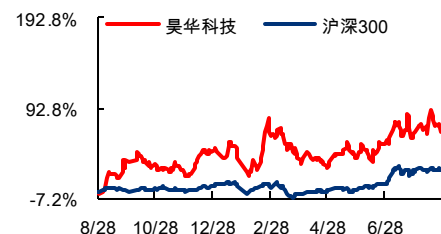
公司简介：

2018 年至 2019 年公司资产重组完成后，公司的资产规模和盈利规模显著提升，形成了多领域的“高技术产品+技术服务”多维协同的业务模式，打造以氟化工为核心业务，同时发展特种气体、特种橡塑制品等成长产业的立体化产业结构。公司主要业务包括五大板块，即氟材料、特种气体、特种橡塑制品、精细化学品、技术服务，产品服务于多个国家军、民核心产业。

交易数据

52 周股价区间（元）	24.64-12.53
总市值（亿元）	202.07
流通市值（亿元）	65.47
总股本/流通 A 股（万股）	91,723/29,719
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.11

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030 liuyuzhuo@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480516110002

分析师：罗四维

010-66554047 luosw@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480519080002

分析师：张明烨

0755-82832017 zhang_my@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480517120002

图 1：公司资产重组及后续收购的 12 家子公司

业务板块	子公司	主要产品	交易价格 (亿元)	2019年总资产 (亿元)	2019年净资产 (亿元)	2017年营收 (万元)	2017年 毛利率	2018年净利 润(万元)	2019年净利 润(万元)
氟材料	晨光院	PTFE（聚四氟乙烯）树脂、氟橡胶、含氟精细化学品、有机硅、工程塑料	22.47	28.62	19.92	121,984	27.71%	18,594	12,709
特种气体	黎明院	化学推进剂及原材料、聚氨酯新材料、含氟气体、过氧化氢及配套原材料	17.43	17.19	13.36	85,968	28.94%	9,879	12,546
	光明院	特种气体、提供服务	2.21	2.98	1.98	5,692	55.41%	902	761
特种橡塑制品	西北院	橡胶密封制品、混炼胶料、橡胶密封型材、工程橡胶	6.41	6.87	4.59	29,035	40.57%	5,339	6,841
	曙光院	航空轮胎、地面特种轮胎、防护制品、航空轮胎的鉴定试验服务	2.86	5.18	2.77	10,837	32.38%	4,398	4,608
	沈阳院	特种橡胶胶管、胶布及制品、橡胶模压制品	2.04			10,983	47.50%	1,938	
	锦西院	航空有机透明材料、聚硫橡胶、聚硫密封材料	3.23	3.59	2.57	6,899	20.73%	1,204	1,237
	株洲院	气象气球、高分子材料、特种橡胶制品	1.94	1.65	1.50	13,045	23.54%	972	700
精细化学品	海化院	整船配套涂料体系、工业重防腐涂料、环保型涂料、特种功能材料	3.99	5.18	3.69	10,215	47.03%	3,125	3,649
	大连院	橡胶助剂（紫外线吸收剂）、地铁盾构化学品、纯碱助剂（氯化铵防堵剂）、工程设计服务	1.52	1.41	1.07	4,449	31.80%	292	342
	北方院	特种功能性涂料、工业重防腐涂料、水性涂料	0.74	1.86	0.60	1,280	31.04%	528	1,019
技术服务	西南院	变压吸附气体分离技术及成套装置、催化剂产品、碳一化学及工程设计与配套服务业务	1.61	1.28	0.54	n.a	n.a	420	245
合计			66.44	75.80	52.59	300,388	31.11%	47,589	44,656

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司资产重组及后续收购的 12 家子公司中军品业务情况

业务板块	子公司	涉及军品的业务	2017年军品收入（万元）	2017年军品收入占比	2017年军品毛利（万元）	2017年军品毛利占比	2017年军品毛利率
氟材料	晨光院	聚四氟乙烯树脂、氟橡胶、有机硅、工程塑料	1,183	0.97%	571	1.69%	48.42%
特种气体	黎明院	化学推进剂及原材料	12,027	13.99%	4,799	19.29%	39.92%
	光明院	特种气体	936	16.44%	317	10.05%	33.87%
特种橡塑制品	西北院	橡胶密封制品、橡胶密封型材、混炼胶料	13,048	44.94%	6,324	53.69%	48.47%
	曙光院	航空轮胎、地面特种轮胎、防护制品	7,657	70.66%	2,411	68.70%	31.49%
	沈阳院	特种橡胶胶管、胶布及制品、橡胶模压制品	9,660	87.95%	4,746	90.97%	49.13%
	锦西院	航空有机透明材料、聚硫橡胶	6,140	88.99%	1,322	92.43%	21.53%
	株洲院	气象气球	无	无	无	无	无
精细化学品	海化院	整船配套涂料体系	3,014	29.50%	1,325	27.59%	43.98%
	大连院	无	无	无	无	无	
	北方院	特种功能性涂料	728	56.89%	368	92.53%	50.49%
技术服务	西南院	无	无	无	无	无	
合计			54,393	18.11%	22,184	23.74%	40.78%

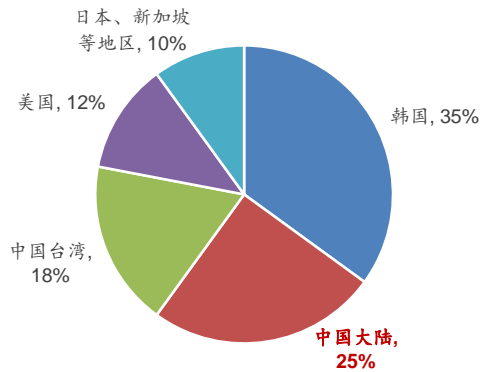
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司下属黎明院的电子特气产品

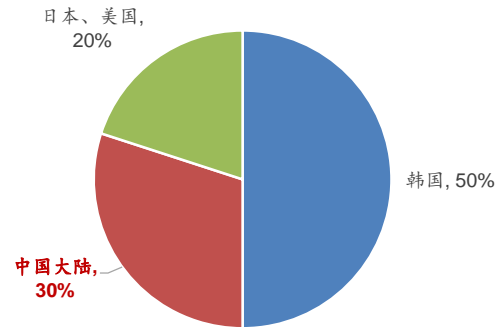
产品名称	技术特点	应用领域	产能（吨/年）	电子级产品所处阶段
六氟化硫	工业级产品纯度 $\geq 5N$ ； 电子级产品纯度 $\geq 5N5$	工业级：高压开关等电力设备行业； 电子级：薄膜晶体管液晶显示器、 半导体、太阳能面板等	2800	大批量生产
三氟化氮	电子级产品纯度 $\geq 4N$	电子元件的等离子蚀刻及清洗	1000	大批量生产
四氟化碳	电子级产品纯度 $\geq 5N8$	薄膜晶体管、半导体行业主要的等 离子体蚀刻、低温制冷、电子器件表面 清洗等	n.a	小批量生产
六氟化钨	电子级产品纯度 $\geq 5N$	大规模集成电路中的配线材料等	30	试生产

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：全球三氟化氮市场需求格局
图 5：全球三氟化氮市场生产格局



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：全球主要三氟化氮生产企业

地区	生产企业	2018年产能（吨）	未来新增产能（吨）
韩国	韩国SK	10000	
日本	日本KDK	3000	
中国大陆	派瑞特气（中船重工718所）	6500	
	黎明大成（昊华科技）	1000	1000
	飞源气体（南大光电）	1000	2000

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：全球主要六氟化硫生产企业

生产企业	2018年产能（吨）	应用领域
成都科美特（雅克科技）	8500	电力行业
黎明院（昊华科技）	2800	电子行业
飞源气体（南大光电）	2000	电子行业

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：公司下属黎明院的特种气体产品

产品名称	应用领域	所处状态
绿色四氧化二氮	航天卫星推进剂	大批量生产
高纯硒化氢	红外光学材料、半导体集成电路、光电子材料、新能源制造等领域	大批量生产
高纯硫化氢	光电子材料制备、半导体制造中的N型半导体掺杂剂、等离子体工艺	大批量生产
——电子级高纯硫化氢（纯度达到5N）		研制阶段
二氧化碳-环氧乙烷混合气（熏蒸剂）	医院和精密仪器的消毒，化妆用具、皮毛皮革、中草药及粮食等的灭菌消毒工艺	大批量生产
标准混合气体	化工生产过程控制、环境质量监测评价、仪器校正等	大批量生产
高纯电子气体研发与中试（乙硼烷、三氟化硼、磷烷电子混合气、乙硼烷电子混合气）	国内高端集成电路、半导体照明、光伏太阳能、平板显示等	测试阶段
食品气体（二氧化碳）	食品加工	研究阶段

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	4118	4339	5037	6085	7219	营业收入	4182	4701	5176	5818	6558
货币资金	1534	1711	2251	3048	3892	营业成本	2883	3356	3552	3987	4489
应收账款	887	1013	1116	1254	1414	营业税金及附加	59	58	64	71	81
其他应收款	795	257	269	286	305	营业费用	177	196	216	242	273
预付款项	85	152	161	180	203	管理费用	445	437	481	541	610
存货	631	592	626	703	792	财务费用	15	6	-24	-76	-135
其他流动资产	186	614	614	614	614	资产减值损失	-1	-1	12	17	19
非流动资产合计	4157	4405	4305	4101	3841	公允价值变动收益	-1	4	4	4	4
长期股权投资	148	130	130	130	130	投资净收益	21	-9	2	2	2
固定资产	2999	3256	3199	3037	2819	营业利润	503	512	626	768	899
无形资产	801	814	773	732	691	营业外收入	262	308	308	308	308
其他非流动资产	209	205	203	202	201	营业外支出	176	212	212	212	212
资产总计	8276	8744	9342	10186	11060	利润总额	589	607	721	863	994
流动负债合计	2234	1520	1634	1899	2114	所得税	55	70	84	100	115
短期借款	289	138	138	138	138	净利润	535	537	638	763	879
应付账款	499	597	632	742	835	少数股东损益	10	12	12	14	15
预收款项	78	182	200	225	254	归属母公司净利润	525	525	625	750	864
一年内到期的非流	208	54	54	54	54	EBITDA	873	643	985	1078	1154
非流动负债合计	1059	1144	1144	1144	1144	EPS (元)	0.57	0.57	0.68	0.82	0.94
长期借款	101	101	101	101	101	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3293	2664	2779	3043	3258	成长能力					
少数股东权益	117	129	142	155	170	营业收入增长	694%	12%	10%	12%	13%
实收资本(或股本)	837	897	917	917	917	营业利润增长	684%	2%	22%	23%	17%
资本公积	1849	2335	2315	2315	2315	归属于母公司净利	791%	0%	19%	20%	15%
未分配利润	1969	2480	2889	3380	3938	获利能力					
归属母公司股东权	4866	5951	6422	6988	7632	毛利率(%)	31%	29%	31%	31%	32%
负债和所有者权益	8276	8744	9342	10186	11060	净利率(%)	13%	11%	12%	13%	13%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		6%	6%	7%	7%	8%
经营活动现金流	536	847	871	1004	979	偿债能力					
净利润	525	525	625	750	864	资产负债率(%)	40%	30%	30%	30%	29%
折旧摊销	278	42	300	305	310	流动比率	1.84	2.85	3.08	3.21	3.42
财务费用	15	6	-24	-76	-135	速动比率	1.56	2.47	2.70	2.83	3.04
应付账款的变化	-743	-126	-102	-138	-160	营运能力					
预收账款的变化	66	104	18	25	29	总资产周转率	0.90	0.55	0.57	0.60	0.62
投资活动现金流	-292	-799	-200	-100	-50	应收账款周转率	8.11	4.95	4.86	4.91	4.92
公允价值变动收益	-1	4	4	4	4	应付账款周转率	12.76	8.58	8.42	8.47	8.32
长期股权投资减少	-148	18	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	21	-9	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.57	0.68	0.82	0.94
筹资活动现金流	-284	108	-130	-107	-85	每股净现金流(最新)	-0.05	0.17	0.59	0.87	0.92
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.30	6.49	7.00	7.62	8.32
长期借款增加	101	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	540	59	21	0	0	P/E	38.50	38.48	32.30	26.95	23.38
资本公积增加	1696	486	-21	0	0	P/B	4.15	3.40	3.15	2.89	2.65
现金净增加额	-39	156	540	796	844	EV/EBITDA	20.07	28.52	18.52	16.19	14.39

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	昊华科技(600378)：含氟电子特气产品国内领先	2020-01-13
行业深度报告	电子特气：有望最早实现全面国产化替代的电子化工材料	2020-05-13
行业深度报告	电子化工材料(ECM)进口替代实质性突破系列专题报告之一：电子特气——市场空间大，行业增速高，部分内资产品已实现进口替代	2020-01-14
行业深度报告	工业气体行业深度报告：渗入高精尖，老树发新芽	2020-03-25

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

化工行业资深分析师。新加坡管理大学硕士，北京航空航天大学学士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，6 年化工行业研究经验。从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

张明烨

化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所，从业以来获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名（团队平均收益率 38.65%）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526