

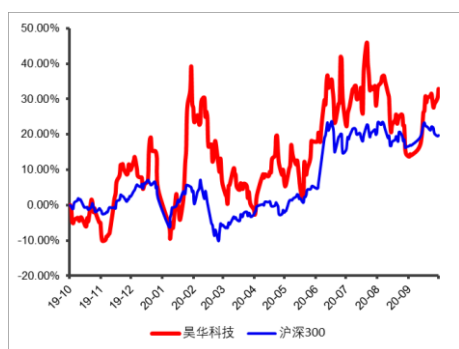
细分领域快速增长，带动盈利能力显著提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-10-29

近 12 个月最高/最低 (元)	25.72/14.41
总股本 (百万股)	917
流通股本 (百万股)	357
流通股比例 (%)	38.9
总市值 (亿元)	206
流通市值 (亿元)	80

公司与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：古武

执业证书号：S0010120070003

电话：15828604590

邮箱：guwu@hazq.com

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18

《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29

《龙鳞佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

➢ 10月29日，公司发布三季度报。

公告显示，2020年前三季度公司实现营收35.69亿元，同比增长5.66%；实现归母净利润4.45亿元，同比增长33.76%；扣非后归母净利润4.14亿元，同比增长30.91%；前三季度净利润率达到了12.64%，同比提升2.36个百分点。

第三季度，公司实现营收11.96亿元，同比增长11.46%；实现归母净利润1.33亿元，同比增长78.89%；扣非归母净利润1.35亿元，同比增长97.06%。

➢ 公司整体业绩逐步走出疫情影响，三季度同比增速大幅提高

前三季度，公司业绩实现了稳步增长，净利润同比增速达到了33.76%，一至三季度，公司分别实现营收10.2、13.5、12.0亿元，营收同比增速分别为-2.97%、7.96%、11.46%；实现归母净利润0.96、2.16、1.33亿元，归母净利润增速分别为2.73%、31.03%、78.89%。公司营收及净利润同比增速逐步提高，业绩呈现加速增长趋势，表明公司整体业务经营已经走出疫情阴影，重回快速增长轨道。

➢ 营收结构调整带来盈利能力的同比快速增长

公司前三季度营收同比增长5.66%，净利润增速却达到了33.76%，主要与公司主营业务营收的结构性变化相关：公司核心民品氟材料及电子特气销量持续提高，但受累于价格下跌，导致民品领域营收增幅较小；公司航空轮胎、特种涂料、特种橡塑产品等细分领域部分产品营收出现爆发式增长，占公司营收比例有所提升，细分领域产品优异的盈利能力带动公司整体盈利能力提升。

➢ 含氟材料及电子特气领域：销量持续攀升，但同时价格持续走低，导致整体营收增速处于低位

根据统计，前三季度，公司含氟材料领域的主要产品聚四氟乙烯树脂实现销售1.8万吨，同比上升29.27%，但同时1-9月聚四氟乙烯均价为3.69万元/吨，同比下降24.94%，导致公司该产品实现营收6.67亿元，同比下降2.67%。同样的情况也出现在公司特种气体板块主要产品三氟化氮中，前三季度，公司三氟化氮实现销售3522吨，同比大幅上升87.27%，但同时三氟化氮前三季度均价9.19万元/吨，同比大幅下降36.15%，该产品公司前三季度营收为3.24亿元，同比上升19.57%。我们认为，公司在含氟材料及电子特气领域拥有国内领先的技术水平和良好的竞争格局，短期来看公司该两项业务营收受到产品价格波动的影响，但销量的大幅增长足以证明公司产品的竞争力。未来产品价格将有望从外围疫情及贸易摩擦扰动中逐步恢复，由此带来的业绩增长值得期待。

图表 1 昊华科技含氟材料及电子特气主要产品业务情况

		2019			2020			2019Q1-	2020Q1-
		Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q3	Q3
聚四氟乙烯树脂	销量 (万吨)	0.43	0.44	0.53	0.56	0.52	0.72	1.4	1.8
	平均价格 (万元/吨)	4.76	5.52	4.54	3.94	3.74	3.46	4.92	4.92
	营收 (亿元)	2.03	2.44	2.40	2.22	1.95	2.51	6.88	6.67
三氟化氮	销量 (万吨)	0.06	0.07	0.05	0.11	0.12	0.12	0.19	0.35
	平均价格 (万元/吨)	14.48	14.47	14.17	9.79	9.06	8.76	14.39	9.19
	营收 (亿元)	0.87	1.07	0.78	1.10	1.05	1.08	2.71	3.24

资料来源：公司公告，华安证券研究所

➤ 特种橡塑制品领域：橡胶密封制件价格稳步提升，特种轮胎产品快速放量

公司橡胶密封制件的下游需求较为广泛，涉及石油、化工、机械等众多领域，今年总体销量受到疫情影响而小幅下降：2019年前三季度销售总量为1127万件，2020年前三季度销售总量1020件，同比小幅下降8.6%。同时，橡胶密封制件2020年均价达到17.31元/件，同比上涨17.84%，使得该产品总体营收达到1.78亿元，上涨7.23%。

公司是国内仅有的同时具备开发、生产、检测飞机轮胎能力的企业，于2008年研发成功我国首条子午线航空轮胎，打破国外垄断，目前已有3个规格实现批量生产，配套国产多代战机和大型运输机。今年前三季度，公司特种轮胎产品销量出现大幅增长，前三季度共实现销量3.51万条，同比增长58.8%，实现营收1.15亿元，同比增长79.69%。昊华科技子公司曙光院为国内航空轮胎核心供应商，充分受益于我国航空产业的快速发展，将有望实现持续的业绩增长。

图表 2 昊华科技橡胶密封制件、特种轮胎

		2019			2020			2019Q1-	2020Q1-
		Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q3	Q3
橡胶密封制件	销量 (万件)	414	362	350	308	369	352	1127	1030
	平均价格 (元/件)	9.87	20.12	14.77	12.10	18.61	20.51	14.69	17.31
	营收 (亿元)	0.41	0.73	0.52	0.37	0.69	0.72	1.66	1.78
特种轮胎	销量 (万条)	0.37	0.91	0.84	1.04	1.67	0.81	2.12	3.51
	平均价格 (元/条)	3196	2891	3026	3089	3348	3299	2998	3260
	营收 (亿元)	0.12	0.38	0.64	0.32	0.56	0.27	0.64	1.15

资料来源：公司公告，华安证券研究所

➤ 精细化学品板块：催化剂销量提升，产品结构调整导致营收大幅增长；特种涂料处于放量周期

公司在转化催化剂领域研究时间属业内最长，主要产品包括适用于各类能源气体等为原料的转化装置的天然气转化(镍系)催化剂和燃料电池催化剂，以及用于合成甲醇的装置的甲醇合成(铜系)催化剂，相关技术始终处于国内领先的地位。此外，公司子公司黎明院是国内蒽醌法制过氧化氢技术的创始企业，相关高效钨催化剂及配套工作液体系受到市场追捧。

前三季度，公司催化剂平均价格大幅增长，达到 21.9 万元/吨，主要由于催化剂产品结构调整，钨催化剂上游原料氯化钨价格由去年的 14.5 万元/kg 上涨至 30.8 万元/kg，其价格也快速增长，并带动催化剂板块平均价格的上涨。在价格上涨的同时催化剂总体销量也有较大涨幅，使得总体营收大幅增长。前三季度催化剂合计实现营收 3.31 亿元，同比大幅增长 248%。

公司主营特种涂料产品包括海洋涂料、航空航天用特种功能涂料、工业重防腐涂料等，客户覆盖军、民品多个领域。公司作为国内仅有的具有整船配套涂料研制能力的企业，产品应用众多军民用船舶领域。公司研制的航空航天用特种功能涂料定制化特征明显，品种较多，包括水基耐高温防腐涂料、空气干燥修补漆、示温涂料、新型飞机油箱用保护涂料、飞机内外蒙皮及结构件保护涂料、透波涂料等。前三季度，公司特种涂料实现销量 0.77 万吨，同比大幅提高 114%；实现营收 2.21 亿元，同比上升 61.3%。公司特种涂料产品与航空、航海军工领域应用密切相关，未来有望持续受益于军品订单的快速增长。

图表 3 昊华科技催化剂及特种涂料

		2019			2020			2019Q1-Q3	2020Q1-Q3
		Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3		
催化剂	销量 (吨)	319	387	312	164	714	635	1018	1512
	平均价格 (万元/吨)	10.6	9.7	7.6	57	19	15	9.3	21.9
	营收 (亿元)	0.33	0.37	0.22	0.94	1.39	0.99	0.95	3.31
特种涂料	销量 (万吨)	0.15	0.09	0.11	0.1	0.24	0.3	0.36	0.77
	平均价格 (万元/吨)	3.6	4.36	3.75	4.4	3.3	3.2	3.8	3.4
	营收 (亿元)	0.55	0.41	0.41	0.43	0.8	0.97	1.37	2.21

资料来源：公司公告，华安证券研究所

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.42、7.26、8.13 亿元，同比增速为 22.3%、13.1%、12.0%。对应 PE 分别为 32.29、28.55 和 25.49 倍。维持“买入”评级。

风险提示

上游原材料价格波动的风险；疫情影响公司主营产品下游需求的风险；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。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4701	5637	6515	7489
收入同比 (%)	10.6%	19.9%	15.6%	15.0%
归属母公司净利润	525	642	726	813
净利润同比 (%)	-0.7%	22.3%	13.1%	12.0%
毛利率 (%)	28.6%	28.9%	28.6%	29.0%
ROE (%)	8.8%	9.7%	9.9%	10.0%
每股收益 (元)	0.57	0.70	0.79	0.89
P/E	33.73	32.29	28.55	25.49
P/B	2.98	3.14	2.83	2.55
EV/EBITDA	26.74	16.10	15.73	16.19

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4339	4323	4000	4288	营业总收入	4701	5637	6515	7489
现金	1711	816	146	0	营业成本	3356	4005	4651	5318
应收账款	1013	1196	1392	1599	营业税金及附加	58	76	87	98
其他应收款	48	119	113	131	营业费用	196	248	278	320
预付账款	152	159	187	217	管理费用	437	479	541	652
存货	592	802	907	1029	财务费用	6	-45	-15	9
其他	822	1231	1255	1311	资产减值损失	1	-3	-3	-2
非流动资产	4405	5710	6990	8104	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	130	130	130	130	投资净收益	-9	16	13	8
固定资产	2609	3422	4207	4857	营业利润	512	707	790	879
无形资产	814	1088	1362	1592	营业外收入	308	223	251	300
其他	852	1071	1291	1524	营业外支出	212	187	210	241
资产总计	8744	10034	10990	12391	利润总额	607	743	831	938
流动负债	1520	2150	2363	2932	所得税	70	83	89	105
短期借款	138	0	0	278	净利润	537	660	743	833
应付账款	597	714	826	946	少数股东损益	12	18	17	20
其他	785	1436	1537	1708	归属母公司净利润	525	642	726	813
非流动负债	1144	1144	1144	1144	EBITDA	595	1218	1289	1278
长期借款	101	101	101	101	EPS(元)	0.57	0.70	0.79	0.89
其他	1044	1044	1044	1044					
负债合计	2664	3294	3507	4076					
少数股东权益	129	147	164	183	主要财务比率				
股本	897	897	897	897	成长能力				
资本公积	2335	2335	2335	2335	营业收入	10.6%	19.9%	15.6%	15.0%
留存收益	2719	3361	4087	4900	营业利润	2.6%	38.2%	11.8%	11.2%
归属母公司股东权	5951	6593	7318	8132	归属母公司净利润	-0.7%	22.3%	13.1%	12.0%
负债和股东权益	8744	10034	10990	12391	获利能力				
					毛利率	28.6%	28.9%	28.6%	29.0%
					净利率	11.2%	11.4%	11.1%	10.9%
					ROE	8.8%	9.7%	9.9%	10.0%
					ROIC	4.2%	5.2%	5.4%	5.5%
					偿债能力				
					资产负债率	30.5%	32.8%	31.9%	32.9%
					净负债比率	43.8%	48.9%	46.9%	49.0%
					流动比率	2.85	2.01	1.69	1.46
					速动比率	2.37	1.56	1.23	1.04
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.56	0.59	0.60
					应收账款周转率	4.64	4.71	4.68	4.68
					应付账款周转率	5.62	5.61	5.63	5.62
					每股指标(元)				
					每股收益	0.57	0.70	0.79	0.89
					每股经营现金	0.92	1.43	1.50	1.49
					每股净资产	6.49	7.19	7.98	8.87
					估值比率				
					P/E	33.73	32.29	28.55	25.49
					P/B	2.98	3.14	2.83	2.55
					EV/EBITDA	26.74	16.10	15.73	16.19
现金流量表									
经营活动现金流	847	1310	1378	1362					
净利润	525	642	726	813					
折旧摊销	294	811	828	741					
财务费用	33	9	6	13					
投资损失	9	-16	-13	-8					
营运资金变动	-29	-112	-133	-143					
其他	570	729	825	902					
投资活动现金流	-799	-2058	-2042	-1774					
资本支出	-252	-2074	-2056	-1781					
长期投资	-560	0	0	0					
其他	13	16	13	8					
筹资活动现金流	108	-147	-6	265					
短期借款	-277	-138	0	278					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	59	0	0	0					
资本公积增加	486	0	0	0					
其他	-160	-9	-6	-13					
现金净增加额	156	-895	-670	-146					

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

古武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4年中航工业成飞航空材料产业经历，2年新材料行业研究经历。

曾祥钊：研究助理，中国科学院化工硕士、清华大学化工学士，通过CFA二级考试。

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，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沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300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沪深300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。市场基准指数为沪深300指数。