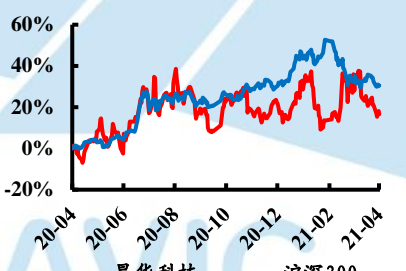


各版块业务稳步发展, 航空新材料业务快速增长

 中航证券研究所
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 电话: 010-59562516
 邮箱: liangc@avicsec.com

行业分类: 军工

2021 年 4 月 16 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.16)	20.71 元
目标价格	27.20 元
基础数据 (2021.4.16)	
上证指数	3426.62
总市值 (亿元)	190.37
总股本 (亿股)	9.19
流通 A 股 (亿股)	3.57
资产负债率 (2020)	34.79%
ROE (平均) (2020)	10.47%
PE (TTM)	29.39
PB (LF)	2.95
近一年公司与沪深 300 走势对比图	
	
资料来源: wind, 中航证券研究所	

➤ **事件:** 公司 4 月 16 日公告, 2020 营收 54.22 亿元 (+10.10%), 归母净利润 6.48 亿元 (+18.92%), 毛利率 28.33% (-0.27pcts), 净利率 12.06% (+0.64pcts)。

➤ **投资要点:**

- **发挥军工配套优势, 促进军民品协同发展:** 公司原名天科股份, 通过收购大股东中国昊华下属 13 家优质企业, 转型为先进材料、特种化学品及创新服务提供商。公司产品服务于多个国家军、民品核心产业, 旗下有 11 家科技型军工配套企业, 产品主要应用在航空、航天、船舶、兵器等重要国防领域。
- **业绩平稳增长, 各版块业务稳步发展:** 公司 2020 年营收、归母净利润同比增长 10.10% 和 18.92%, 实现平稳增长, 主要系公司氟化工业务和催化剂业务销售增加, 以及航空新材料业务快速增长带动所致。2020 年公司加大成本费用优化控制, 实施降本增效等行动, 公司三费占比进一步下降 (11.76%, -1.83pcts), 净利率 (12.06%) 同比增长 0.64pcts, 从具体业务来看:

1. **氟材料:** 实现收入 11.31 亿元 (+8.94%), 毛利率为 21.84% (+2.29pcts)。业务主体为晨光院 (贡献利润 1.49 亿元), 具体业务涉及氟聚合物、含氟精细化学品。

PTFE 市场回暖, 推动氟材料业务转暖。 公司氟材料主要产品为聚四氟乙烯 (PTFE) 树脂 (销售收入 9.82 亿元), 占氟聚合物产销量一半以上, 2020 上半年受疫情影响 PTFE 市场供大于求, 价格难以支撑, 公司以量补价, 总体维持平稳, 8 月底开始, 受北美极端天气影响, 全球厂家开工负荷降低, 市场供应不足, PTFE 行情得以小幅推涨, 进入四季度, 下游厂家逐步进入开工旺季, 成交价格不断攀升, 市场行情开始回暖, 推动公司全年氟材料业务总体增长。公司氟材料产品还包括新型氟橡胶 (生胶) 及氟混炼胶、四氟丙醇、全氟丙烯、四氟乙烯单体等。公司部分氟材料产品下游客户涉及军品配套企业或总装企业, 在国防工业领域享有较高知名度。

晨光院技术底蕴深厚, 科研能力领先地位突出。 晨光院拥有 2.5 万吨/年氟树脂产能 (产能利用率为 102%), 国内第二, 部分氟材料产能居国内前茅, 公司 5000 吨/年高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程项目工程已完成工程进度, 全部转固, 打开产能上限, 贡献增长点。晨光院凭借业内技术优势, 实现多方面成就: ①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;** ②开发出第二代低蠕变聚四氟乙烯悬浮树脂等高端含氟高分子材料, **填补国内空白;** ③首创环保型分散液产品, 有效缓解了海外贸易壁垒对国内分散液市场的影响, 且产品在玻璃漆布浸渍、水性涂料等市场已取得了良好的应用效果。

2. **特种气体:** 实现收入 4.15 亿元 (+7.40%), 毛利率为 26.61% (-5.94pcts)。业务主体为黎明院 (贡献利润 1.49 亿元)、光明院 (贡献利润 0.10 亿元), 具体业务涉及

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

 联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航资本大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

含氟电子气体 (黎明院)、其他特种气体 (光明院)。

国内领先含氟特种气体企业, 新项目贡献产能增量。黎明院系最早从事六氟化硫研发的企业, 亦是国内仅有的高纯度六氟化硫研制企业。公司积极与国际领先企业合作, 与韩国大成 (DIG) 合作开展的 2000 吨/年三氟化氮项目全面达产且维持高利用水平, 已成为国内领先三氟化氮供应商, 与京东方等下游领先企业建立了稳固合作关系。此外公司积极推动六氟化钨等新产品的研制开发, 促进产品结构得到持续优化。2020 年公司在洛阳投资建设 4600 吨/年特种含氟电子气体项目 (3000 吨/年三氟化氮、1000 吨/年四氟化碳和 600 吨/年六氟化钨), 预计 2021 年底完成建设, 进一步提升含氟气体产能上限。

部分产品已实现进口替代, 持续配套国防航空航天事业。光明院产品包括绿色四氧化二氮、高纯硒化氢、高纯硫化氢等, 其中绿色四氧化二氮可用作航天卫星推进剂。公司部分产品已实现进口替代, 并持续作为配套产品服务于我国国防航空航天事业。目前公司在其他特种气体领域产业化规模有待进一步提高, 故多采用“多品种、小批量、定制化”模式对技术成果加以推广。目前, 位于大连市松木岛化工园区的新研发产业基地项目正在建设中, 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。

做强做优做大电子气体业务, 成立昊华气体。2020 年 7 月 29 日, 公司已成立昊华气体有限公司, 整合黎明院、光明院、西南院电子气体业务, 主要从事电子化学品及特种气体的研发、生产和销售。我们认为昊华气体的设立, 有望实现现有特种气体板块资源的高效整合。

3. **特种橡塑制品:** 实现收入 10.02 亿元 (+21.40%), 毛利率为 40.75% (+1.29pcts)。业务主体为西北院 (贡献利润 0.84 亿元)、沈阳院 (贡献利润 0.31 亿元)、曙光院 (贡献利润 0.60 亿元)、株洲院 (贡献利润 0.09 亿元)、锦西院 (贡献利润 0.24 亿元) 等。具体业务主要涉及非轮胎橡胶制品 (西北院、曙光院、株洲院)、航空轮胎橡胶制品 (曙光院), 此外还有航空有机玻璃 (锦西院) 及聚氨酯新材料 (黎明院) 等。

产品主要配套航空航天、国防军工行业。沈阳院曾参与“神州五号载人飞行任务”重要研制配套工作、“我国首次出舱活动任务暨神舟七号载人航天飞行任务”等国家重点项目; 西北院承担了 C919、ARJ21、CRJ929 等飞机密封型材的配套研发、生产任务; 曙光院系空军、海航、陆航的航空轮胎定点研制企业, 研发的航空子午线轮胎技术, 打破国外垄断; 锦西院是国内重要的航空有机玻璃研制企业, 产品广泛应用于军用航空领域; 株洲院是国内市场占有率领先的探空气球研制企业。

非轮胎橡胶制品市场整体需求稳中有升。目前大飞机、高铁等新兴产业领域的需求增长迅速, 产业化需求迫切。而行业内低端产品产能相对过剩, 迫于环保及盈利方面的压力, 缺乏核心技术的企业生存难度逐年加大, 随着下游行业的转型升级, 市场需求的性能及品质逐渐提升, 市场对高端橡胶零部件制品的需求呈现增长的态势, 公司作为特种橡胶制品的领先企业, 有望在需求增长中充分受益。

军机建设将显著拉动航空轮胎需求。2020 年空军、海军等部队对航空轮胎的订货需求呈稳定增长趋势, 2020 年公司轮胎销售量 (58190 条) 同比大幅增加 65.32%。供给方面, 由于受技术、人才、行业特殊性等因素影响, 目前进入军用航空轮胎细分领

域的企业数量有限,包括曙光院主要有三家,随着军机建设及训练消耗的增加,有望增加公司相关订单。

4. **精细化学品:** 实现收入 13.81 亿元 (+17.79%), 毛利率为 32.02% (-2.00pcts)。业务主体为北方院 (贡献利润 0.16 亿元)、海化院 (贡献利润 0.53 亿元)、大连院 (贡献利润 0.04 亿元) 等,具体业务主要涉及特种涂料 (北方院、海化院)、催化剂 (母公司、黎明院)、化学推进剂及原材料 (黎明院) 等。

高端领域涂料供不应求。我国中小型涂料企业数量占据了整个行业数量的 95% 以上,其中,大部分企业集中于低端领域,而船舶涂料、汽车涂料、防腐涂料、风电涂料等高端领域所用优质涂料却供不应求。公司北方院、海化院产品包括海洋涂料、航空航天用特种功能涂料、工业重防腐涂料等,覆盖军、民品多个领域,在特种涂料方面具有显著研发优势。2020 年公司特种涂料销量 (9410 吨) 同比上升 31.21%,尤其是库存量 (3140 吨) 同比上升 201.92%,系年底备货,一定程度为下一年销售提供业绩弹性。

海化院万吨先进涂料生产基地项目助力涂料产能上新台阶。海化院涂料生产基地产能为 8000 吨,目前年产 1 万吨先进涂料生产基地项目正在加快推进,预计 2021 年 6 月可以完工,届时可以满足舰船及飞机高性能涂料的生产需求。

催化剂价格上涨较大,新研制项目进入推广阶段。2020 年公司催化剂平均售价 (16.71 万元/吨) 同比增长 54.98%。公司催化剂产品主要包括铜、镍系催化剂,以及钨催化剂。其中钨催化剂为黎明院生产,综合技术处于国际先进水平,相关高效钨催化剂及配套工作液体体系受到市场青睐,目前黎明院新型加氢钨催化剂研制项目已进入市场推广阶段。

5. **工程咨询及技术服务:** 实现收入 7.72 亿元 (-10.61%), 毛利率为 28.18% (+5.14pcts)。业务主体为母公司及西南院 (贡献利润 0.73 亿元) 等,具体业务主要为依托变压吸附气体分离技术为客户提供变压吸附 (PSA) 工艺技术工程设计、技术转让、相关变压吸附成套装置 (包括专有配套的阀门等) 和工程总承包。

全球三大 PSA 技术服务供应商之一。公司及子公司拥有多个甲级工程设计和工程咨询资质,掌握天然气化工、煤化工、碳一化工、工业排放气净化与综合利用、节能环保及其他化工多个领域的技术开发和工程设计能力,系全球三大 PSA 技术服务供应商之一。

- **研发投入进一步提升,科研实力雄厚:** 公司 2020 年研发费用为 4.23 亿元 (+19.80%), 研发占营业收入比例 (8.08%, +1.26pcts) 进一步提升。公司坚持“科技引领、创新驱动、追求卓越”理念,为增强核心竞争优势,持续加大研发投入导致。公司下属 12 家子公司为高新技术企业,拥有各类科研资质,百余项技术成果荣获国家及省部级奖励。我们认为公司雄厚的科研实力为公司建立了较强的竞争力与技术壁垒。
- **收购中昊贸易,打造采购、销售渠道统一管理:** 2020 年 12 月 26 日,公司公告拟以 9,626.54 万元向中国昊华收购中昊贸易 100% 股权,中昊贸易主要从事化工产品中的监控化学品进出口业务。收购后可提升公司原材料采购和市场拓展能力,打造采购、销售渠道统一管理,以降低采购成本、提升市场竞争能力、提高经济效益。
- **实施股权激励计划,激活创新动能:** 2020 年 1 月 2 日,公司公告进行股权激励,2020 年 5 月 18 日,首次授予公司董事、高管及核心骨干员工等 766 人共 2,060.5

万股，授予价格 11.44 元/股，2020 年 12 月 25 日，授予核心骨干 49 人预留的 200 万股，授予价格为 12.59 元/股。至此，公司本次股权激励全部授予完毕。业绩考核解锁目标为以 2018 年营业收入为基数，2020-2022 年营业收入复合增长率不低于 10%、12.3%和 13.4%，净资产收益率不低于 9.1%、9.2%和 9.4%。此次激励计划可进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司管理人员及核心骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起。

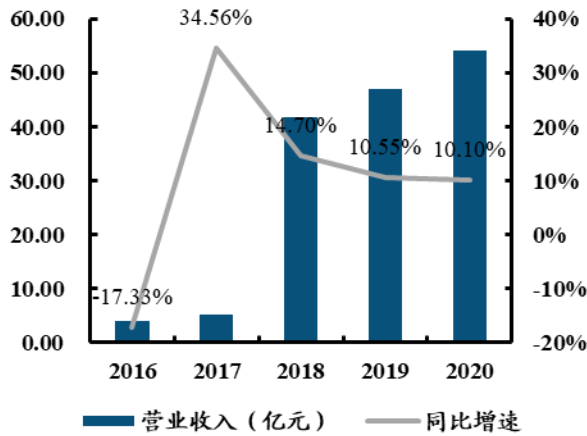
- **投资建议：**①背靠中国昊华集团，资产重组打造高科技化工材料平台，整合优质业务与资产，充分发挥协同效应；②航天航空、国防军工高景气，带动公司军品配套业务快速增长；③ 子公司均为原核心院所，科研实力雄厚，市场知名度高；④发挥军工配套优势，促进军民品协同发展。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 60.56 亿元、70.56 亿元和 82.49 亿元，归母净利润分别为 7.08 亿元、8.24 亿元和 10.17 亿元，EPS 分别为 0.77 元、0.90 元和 1.11 元。我们给予“买入”评级，目标价 27.20 元，对应 2021-2023 年预测 EPS 的 35 倍、30 倍及 25 倍 PE。
- **风险提示：**原材料价格上涨、产品价格下跌、军品订单不及预期等。
- **盈利预测：**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4700.69	5422.26	6056.37	7056.43	8249.38
增长率 (%)	10.55%	10.10%	11.69%	16.51%	16.91%
归属母公司股东净利润	525.06	647.83	708.42	824.24	1017.00
增长率 (%)	-0.75%	18.92%	9.35%	16.35%	23.39%
销售毛利率	28.60%	28.33%	28.93%	29.12%	29.41%
每股收益 (EPS)	0.57	0.70	0.77	0.90	1.11

数据来源: WIND, 中航证券研究所

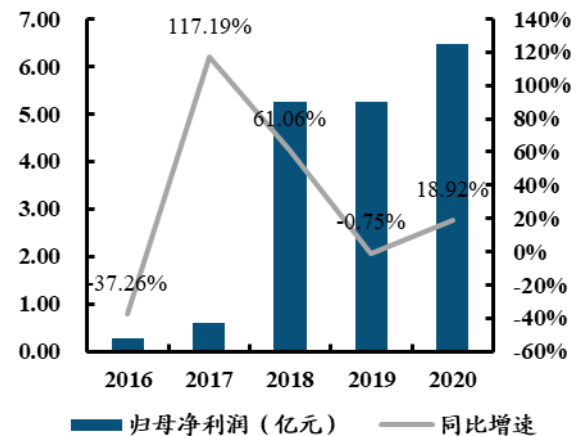
◆ 公司主要财务数据 (同比增速计算时, 前一年数据计入并购资产情况)

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



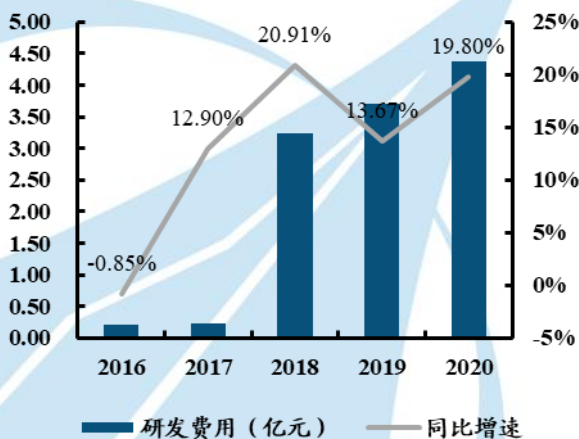
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



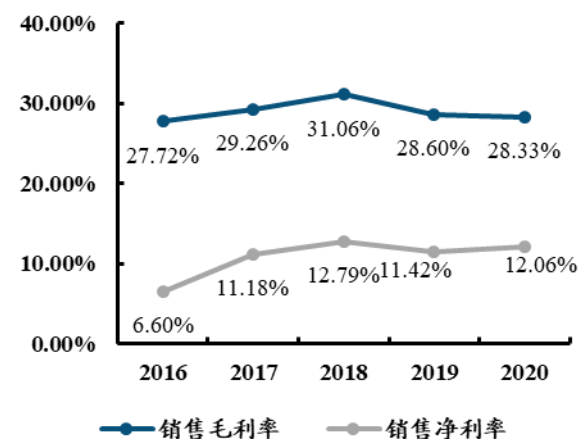
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年研发费用情况



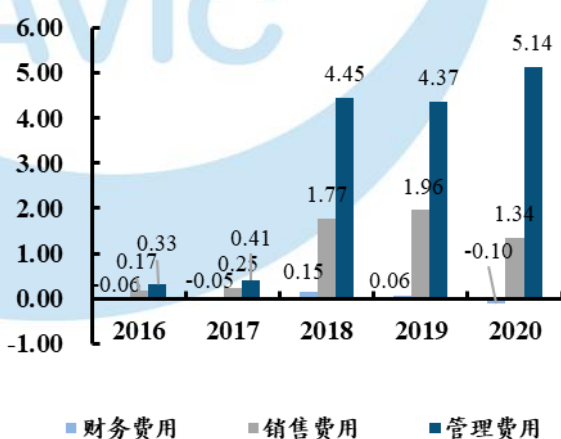
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年毛利率及净利率情况



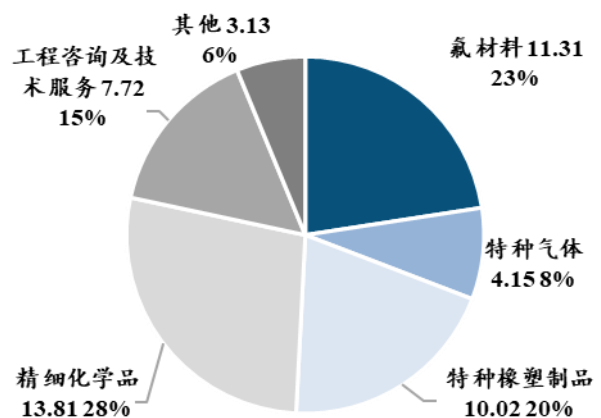
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司 2020 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

报表预测 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						
营业收入	4181.83	4700.69	5422.26	6056.37	7056.43	8249.38
减: 营业成本	2882.93	3356.25	3886.17	4303.99	5001.56	5823.37
营业税金及附加	59.02	57.74	55.91	62.45	72.76	85.06
营业费用	177.46	195.90	133.59	149.22	173.86	203.25
管理费用	445.48	437.29	513.94	574.04	668.83	781.91
财务费用	15.10	5.84	-9.62	2.57	-4.66	-4.61
资产减值损失	-0.83	-0.83	12.20	12.20	12.20	12.20
营业利润	503.15	511.81	629.36	701.91	831.88	1048.20
加: 其他非经营损益	86.32	95.33	97.66	93.10	93.10	93.10
利润总额	589.47	607.14	727.01	795.01	924.99	1141.31
减: 所得税	54.62	70.30	73.23	80.08	93.17	114.96
净利润	534.85	536.84	653.78	714.93	831.81	1026.35
减: 少数股东损益	10.03	11.78	5.95	6.51	7.58	9.35
归属母公司股东净利润	524.82	525.06	647.83	708.42	824.24	1017.00
资产负债表						
货币资金	1533.51	1711.15	1988.21	2240.86	2610.88	3052.27
应收和预付款项	1765.35	1420.77	1804.54	2165.45	2276.97	2394.40
存货	631.14	591.93	701.14	841.37	925.51	1018.06
其他流动资产	188.35	615.08	922.74	950.31	968.31	973.31
长期股权投资	148.22	129.99	132.76	132.76	132.76	132.76
投资性房地产	44.44	54.11	41.72	41.72	41.72	41.72
固定资产和在建工程	2999.21	3255.98	3426.43	3705.63	3983.08	4258.75
无形资产和开发支出	823.44	832.34	852.30	851.28	850.26	849.24
其他非流动资产	142.09	132.92	137.25	88.41	86.62	86.62
资产总计	8275.76	8744.26	10007.09	11017.79	11876.10	12807.13
短期借款	289.40	137.80	104.92	82.71	59.48	86.40
应付和预收款项	1399.59	1046.50	1241.65	1326.66	1419.61	1520.85
长期借款	100.90	100.90	389.11	209.11	209.11	209.11
其他负债	1502.99	1379.21	1745.90	1632.79	1932.79	2132.79
负债合计	3292.88	2664.40	3481.59	3251.26	3620.99	3949.16
股本	837.19	896.62	917.23	917.23	917.23	917.23
资本公积	1849.17	2335.13	2288.71	2288.71	2288.71	2288.71
留存收益	2179.32	2718.82	3221.98	3635.40	4116.42	4709.93
归属母公司股东权益	4865.67	5950.57	6427.91	6841.34	7322.36	7915.87
少数股东权益	117.22	129.28	97.59	104.10	111.67	121.02
股东权益合计	4982.88	6079.85	6525.50	6945.44	7434.03	8036.89
负债和股东权益合计	8275.76	8744.26	10007.09	10196.70	11055.02	11986.05
现金流量表						
经营性现金净流量	536.11	847.36	395.21	-631.30	643.08	839.63
投资性现金净流量	-291.97	-799.34	-327.60	1383.72	83.72	-16.28
筹资性现金净流量	-284.18	107.90	106.96	-499.78	-356.78	-381.96
现金流量净额	-39.47	155.96	173.16	252.65	370.02	441.39

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
- 持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
- 中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
- 减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

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, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。