

黎明院新材料项目再加码，持续看好公司未来成长

买入（维持）

2022年1月1日

证券分析师 柳强
执业证号：S0600521050001

liuq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,422	6,270	7,784	9,258
同比 (%)	10.1%	15.6%	24.1%	18.9%
归母净利润 (百万元)	648	857	1,101	1,322
同比 (%)	18.9%	32.3%	28.4%	20.1%
每股收益 (元/股)	0.70	0.93	1.20	1.44
P/E (倍)	68.39	51.69	40.25	33.51

事件：

12月30日，公司发布公告：其全资子公司黎明化工研究设计院（以下简称“黎明院”）拟投资4.88亿元，在河南省洛阳市吉利华阳产业集聚区投资建设46600吨/年专用新材料项目。同时，黎明院拟投资4.94亿元，建设XX原材料产业化能力建设项目。

投资要点

- **技术领先，黎明院新材料项目再加码：**为推进公司产品升级、促进产业结构调整，公司子公司黎明院借退城入园的契机规划建设46600吨/年专用新材料项目：1) 600吨/年钯催化剂装置、500吨/年二异丁基甲醇和500吨/年四丁基脲装置。2) 20000吨/年过氧化氢(27.5%)装置。3) 25000吨/年专用聚氨酯新材料生产装置。项目计划建设期36个月，总投资4.88亿元，总投资收益率21.08%，财务内部收益率18.02%（所得税后）。公司预计该项目正常年份营收9.35亿元，税后利润1.02亿元。同时，黎明院规划投建XX原材料产业化能力建设项目：6509吨/年的XX原材料。该项目计划建设期30个月，总投资4.94亿元，总投资收益率为14.22%，财务内部收益率13.50%（所得税后）。公司预计该项目正常年份营收2.88亿元，税后利润0.72亿元。值得一提的是，以上项目均采用公司具有自主产权的工艺技术。我们认为项目投产后，公司的综合实力及盈利能力进一步提升。
- **在建多个项目促成长。**2021年前三季度，公司在建工程达到9.46亿元，固定资产为27.16亿元，在建工程/固定资产实现34.82%。公司在建昊华气体4600吨/年特种含氟电子气体建设项目和晨光院2500吨/年聚偏氟乙烯树脂项目(PVDF)，我们预计在2022年H1陆续释放产能。西南院清洁能源催化材料产业化基地项目尚在进行工程设计，晨光院2.6万吨/年高性能有机氟材料项目已于2021年9月开工。同时，为规范及消除同业竞争，中国中化正在研究相关企业的整合方案，以解决同业竞争问题。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持对公司的盈利预测，预计2021-2023年归母净利润分别为8.57亿元、11.01亿元、13.22亿元，EPS分别为0.93元、1.20元和1.44元，对应PE分别为52X、40X、34X。考虑公司为科技型企业，在高端氟材料、电子化学品和航空化工材料特定领域具有领先优势，在建多个项目促成长，成长逻辑持续兑现，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品价格波动，新项目进展及盈利不及预期，需求下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.20
一年最低/最高价	18.92/48.43
市净率(倍)	6.42
流通A股市值(百万元)	17189.66

基础数据

每股净资产(元)	7.51
资产负债率(%)	37.62
总股本(百万股)	919.23
流通A股(百万股)	356.63

相关研究

- 1、《昊华科技(600378)：收购黎明大成少数股权，中昊晨光2.6万吨高性能有机氟材料项目开工》2021-09-21
- 2、《昊华科技(600378)：2021H1中报点评：科技型企业，三大主业齐发展，业绩高增长》2021-08-28
- 3、《昊华科技(600378)：2020年报点评：业绩符合我们预期，发展战略明晰，业务协同值得期待》2021-04-19

昊华科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
	流动资产	5,417	6,090	6,906		营业收入	5,422	6,270	7,784
现金	1,988	2,675	2,818	3,544	减:营业成本	3,886	4,374	5,299	6,211
应收账款	1,564	1,460	1,812	2,156	营业税金及附加	56	65	80	95
存货	701	754	1,009	1,058	营业费用	134	154	192	228
其他流动资产	1,163	1,201	1,268	1,333	管理费用	514	594	738	877
非流动资产	4,590	4,840	5,336	5,653	研发费用	423	489	607	723
长期股权投资	133	139	146	149	财务费用	-10	-9	-8	-7
固定资产	2,825	3,106	3,534	3,879	资产减值损失	12	10	8	6
在建工程	602	626	751	783	加:投资净收益	9	4	5	2
无形资产	852	790	728	666	其他收益	221	221	221	221
其他非流动资产	179	178	177	176	资产处置收益	32	32	32	32
资产总计	10,007	10,930	12,242	13,743	营业利润	629	870	1,143	1,393
流动负债	2,099	2,453	2,845	3,227	加:营业外净收支	98	97	97	97
短期借款	105	105	105	105	利润总额	727	967	1,240	1,490
应付账款	754	942	1,169	1,391	减:所得税费用	73	102	129	156
其他流动负债	1,240	1,406	1,571	1,731	少数股东损益	6	8	10	12
非流动负债	1,383	1,311	1,244	1,172	归属母公司净利润	648	857	1,101	1,322
长期借款	389	317	251	178	EBIT	699	915	1,173	1,408
其他非流动负债	994	994	994	994	EBITDA	1,007	1,278	1,602	1,912
负债合计	3,482	3,764	4,090	4,399	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	98	105	116	128	每股收益(元)	0.70	0.93	1.20	1.44
归属母公司股东权益	6,428	7,061	8,037	9,217	每股净资产(元)	6.99	7.68	8.74	10.02
负债和股东权益	10,007	10,930	12,242	13,743	发行在外股份(百万股)	917	919	919	919
					ROIC(%)	11.2%	14.7%	16.6%	18.8%
					ROE(%)	10.0%	12.1%	13.6%	14.3%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	28.3%	30.2%	31.9%	32.9%
经营活动现金流	395	1,473	1,207	1,716	销售净利率(%)	11.9%	13.7%	14.1%	14.3%
投资活动现金流	-328	-574	-886	-786	资产负债率(%)	34.8%	34.4%	33.4%	32.0%
筹资活动现金流	107	-212	-179	-204	收入增长率(%)	10.1%	15.6%	24.1%	18.9%
现金净增加额	173	687	142	726	净利润增长率(%)	18.9%	32.3%	28.4%	20.1%
折旧和摊销	308	362	428	504	P/E	68.39	51.69	40.25	33.51
资本开支	396	243	489	314	P/B	6.89	6.28	5.51	4.81
营运资本变动	-648	292	-285	-79	EV/EBITDA	41.33	32.06	25.45	20.91

数据来源: wind, 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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>