

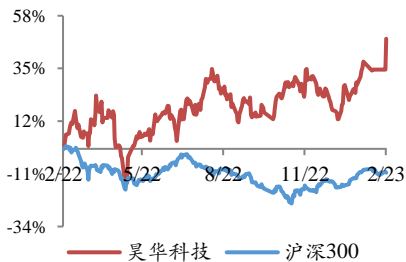
拟收购中化蓝天 100% 股权，氟化工龙头强强联合

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-02-15

收盘价（元）	49.64
近 12 个月最高/最低（元）	49.64/28.6
总股本（百万股）	911
流通股本（百万股）	904
流通股比例（%）	99.17
总市值（亿元）	452
流通市值（亿元）	449

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

- 三季度盈利稳健增长，产品结构持续优化 2022-10-30
- 季度周期性渐平滑，产品高端化显成效 2022-10-21
- 科研院所底蕴深厚，高端布局盈利加速 2022-09-13

主要观点：

● 事件描述

2月14日，昊华科技发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，昊华科技拟发行股份向中化蓝天集团和中化资产管理有限公司分别收购中化蓝天集团 52.81% 和 47.19% 股权并配套募资，最终合计持股达到 100%。根据预案披露，上市公司发行股份定价 37.71 元/股，外贸信托和中化资本认购募集配套资金分别不超过 4 亿元和 1 亿元。标的最终对价及募资情况待确定。

● 两家企业研产销良好协同，重组后昊华利润将明显提升

中化蓝天集团是中国中化集团下属氟化工企业，拥有从萤石资源到 HF 到氟碳化学品/氟聚合物/氟精细的全产业链条，拥有 CTFE、PVDF、PVF、三氟乙酸、R123 等拳头产品，后续电解液、PVDF、四代制冷剂等扩产规划较大，而昊华科技专注于 PTFE 高端氟聚合物和氟树脂，中化蓝天与昊华科技的氟化工板块能够形成良好产业链互补和协同。根据预案披露，标的资产中化蓝天 2022Q1-Q3 实现收入 80.34 亿元，实现净利润 9.805 亿元，2022 年前三季度净利润已较 2021 年全年利润大幅提升。昊华科技归属于中国化工旗下中国昊华，此次重组落地后，两化下两家氟化工企业融合加深，昊华科技收入利润水平将上新台阶。

● 产品结构持续优化，公司进入高速成长期

我们认为公司研发底蕴深厚，已成为明显的研发创新驱动的平台型材料公司，选择赛道持续高增长，同时聚焦高端化、差异化，各项业务亮点十足。公司研产销一体化优势显著，产品结构持续优化，周期性减弱。“十四五”期间公司资本开支加快，公司进入高速成长期。新增重点项目有 2.6 万吨/年高性能有机氟材料项目（其中 1.85 万吨高端 PTFE 树脂）、黎明院 46600 吨/年专用新材料项目、西北院有机硅密封型材生产项目、西南院清洁能源催化材料产业化基地项目以及 10 万条/年高性能民用航空轮胎项目等。密集的资本开支增加持续驱动公司盈利增长。

● 投资建议

我们假设公司在建项目能够如期投产，预计昊华科技 2022-2024 年归母净利润 11.59/13.38/15.63 亿元（暂未考虑收购中化蓝天对业绩带来的影响），对应 PE 为 39.04X/33.81X/28.96X（暂未考虑发行股份并配套募资对股本的影响），维持买入评级。

● 风险提示

重大资产重组相关募资交易价格未获得审批；

项目投产进度不及预期；
 原材料及主要产品波动引起的各项风险；
 装置不可抗力的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7424	8465	10132	11896
收入同比 (%)	36.9%	14.0%	19.7%	17.4%
归属母公司净利润	891	1159	1338	1563
净利润同比 (%)	37.6%	30.0%	15.5%	16.8%
毛利率 (%)	27.2%	28.9%	29.3%	28.6%
ROE (%)	12.4%	13.9%	13.8%	13.9%
每股收益 (元)	0.99	1.27	1.47	1.71
P/E	49.28	39.04	33.81	28.96
P/B	6.10	5.41	4.67	4.02
EV/EBITDA	43.59	22.27	28.07	23.64

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6264	6049	7397	8436	营业收入	7424	8465	10132	11896
现金	2555	1709	2303	2720	营业成本	5406	6017	7167	8492
应收账款	1229	1710	2028	2251	营业税金及附加	69	81	98	113
其他应收款	43	73	82	89	销售费用	147	152	211	232
预付账款	333	306	383	470	管理费用	610	573	826	917
存货	946	1051	1266	1490	财务费用	1	-25	-19	-37
其他流动资产	1158	1200	1335	1417	资产减值损失	-23	-4	-1	-3
非流动资产	5394	6978	7777	8771	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	141	146	151	157	投资净收益	14	33	25	33
固定资产	3060	4080	4570	5151	营业利润	934	1321	1510	1764
无形资产	884	1178	1300	1456	营业外收入	286	0	0	0
其他非流动资产	1310	1574	1756	2007	营业外支出	222	0	0	0
资产总计	11658	13027	15173	17207	利润总额	998	1321	1510	1764
流动负债	3093	3144	3820	4338	所得税	95	147	155	182
短期借款	272	0	0	0	净利润	903	1174	1355	1583
应付账款	897	1035	1235	1444	少数股东损益	12	15	17	20
其他流动负债	1924	2109	2584	2894	归属母公司净利润	891	1159	1338	1563
非流动负债	1323	1476	1592	1525	EBITDA	983	1997	1568	1841
长期借款	407	560	675	608	EPS (元)	0.99	1.27	1.47	1.71
其他非流动负债	916	916	916	916					
负债合计	4417	4620	5411	5863					
少数股东权益	34	50	66	86					
股本	919	911	911	911					
资本公积	2639	2647	2647	2647					
留存收益	3648	4799	6137	7700					
归属母公司股东权益	7207	8357	9696	11258					
负债和股东权益	11658	13027	15173	17207					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1146	1802	1737	2009
净利润	891	1159	1338	1563
折旧摊销	333	946	484	559
财务费用	27	39	42	39
投资损失	-14	-33	-25	-33
营运资金变动	-121	-313	-82	-106
其他经营现金流	1043	1477	1401	1657
投资活动现金流	-843	-2482	-1217	-1486
资本支出	-803	-2515	-1241	-1516
长期投资	-48	-1	-1	-4
其他投资现金流	8	34	26	33
筹资活动现金流	209	-166	73	-106
短期借款	167	-272	0	0
长期借款	18	153	115	-67
普通股增加	2	-8	0	0
资本公积增加	118	8	0	0
其他筹资现金流	-96	-47	-42	-39
现金净增加额	511	-846	594	417

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	36.9%	14.0%	19.7%	17.4%
营业利润	48.4%	41.5%	14.2%	16.9%
归属于母公司净利润	37.6%	30.0%	15.5%	16.8%
获利能力				
毛利率 (%)	27.2%	28.9%	29.3%	28.6%
净利率 (%)	12.0%	13.7%	13.2%	13.1%
ROE (%)	12.4%	13.9%	13.8%	13.9%
ROIC (%)	7.1%	10.0%	9.0%	9.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	37.9%	35.5%	35.7%	34.1%
净负债比率 (%)	61.0%	55.0%	55.4%	51.7%
流动比率	2.02	1.92	1.94	1.94
速动比率	1.58	1.47	1.47	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.65	0.67	0.69
应收账款周转率	6.04	4.95	5.00	5.29
应付账款周转率	6.03	5.81	5.80	5.88
每股指标 (元)				
每股收益	0.99	1.27	1.47	1.71
每股经营现金流	1.26	1.98	1.91	2.20
每股净资产	7.91	9.17	10.64	12.35
估值比率				
P/E	49.28	39.04	33.81	28.96
P/B	6.10	5.41	4.67	4.02
EV/EBITDA	43.59	22.27	28.07	23.64

资料来源:公司公告,华安证券研究所

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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。