

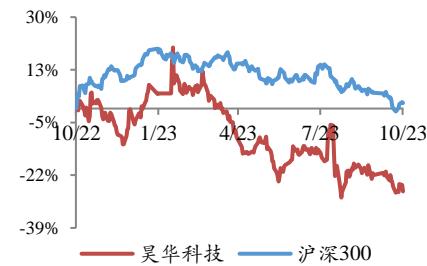
三季度盈利韧性强，新材料项目储备丰富

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-01

收盘价（元）	30.39
近12个月最高/最低（元）	50.75/29.85
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）	277
流通市值（亿元）	275

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

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

10月30日晚，昊华科技发布2023年三季报，公司2023年前三季度实现营收62.74亿元，同比-3.01%；实现归母净利润6.87亿元，同比-9.23%；实现扣非归母净利润6.77亿元，同比-9.75%。其中，公司第三季度实现营收19.70亿元，同比-18.83%，环比-12.30%；归母净利1.84亿元，同比-30.14%，环比-33.10%；扣非净利润1.78亿元，同比-32.31%，环比-34.88%。

● 氟材料环比承压，其他板块稳步增长，抵御周期波动能力强

三季度单季度毛利率26.06%，同比+1.94pct，环比+0.31pct；净利率9.35%，同比-1.86pct，环比-2.9pct。毛利率实现环比提升，净利率有所下滑。受氟化工行业周期性下行的影响，报告期内公司高端氟材料业务板块主要产品价格环比下降，同时子公司中昊晨光三季度主要生产装置停车检修，产能利用率下降，对公司三季度整体业绩带来一定影响。但高端制造化工材料板块抵御行业周期波动能力较强，保持稳定增长，前三季度净利润同比增长18.9%，毛利率同比提高3.6pct。碳减排业务前三季度营业收入同比增长21.9%、净利润同比增长64.5%，毛利率提升1.5个百分点。电子化学品板块基本保持稳定，市场占有率稳步提升。

价格方面，根据公司经营数据，第三季度聚四氟乙烯树脂/氟橡胶/含氟气体/橡胶密封制品/特种轮胎/聚氨酯新材料/特种涂料价格环比-4.09%/-11.48%/-1.36%/-18.08%/+14.22%/+0.51%/+5.36%。

产销量方面，各产品产销量变化分化。晨光院停车检修影响下产销量有所下降，聚四氟乙烯树脂销量同比/环比分别-3%/-12%；氟橡胶销量同比/环比+24%/+8%；橡胶密封型材销量同比/环比-28%/+9%；特种轮胎销量同比/环比+103%/+5%；特种涂料销量同比/环比+10%/-17%。

费用端，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率环比+0.29pct/+2.15pct/-0.61pct/+0.49pct。

● **拟发行股份购买中化蓝天100%股权，氟化工板块形成产业链互补**
2023年8月15日，昊华科技拟向中化集团和中化资产发行股份收购中化蓝天并配套募资用于扩产氟化工产品，总金额约145亿元，中化蓝天原属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R134a、R125、CTFE、PVDF、PVF、三氟乙酸等拳头产品，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高端氟聚物

相关报告

- 盈利逆势大幅增长，提质增效经营质量持续提升 2023-08-28
- 业绩稳健增长，氟材料加速拓展 2023-04-27
- 拟收购中化蓝天100%股权，氟化工龙头强强联合 2023-02-16

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。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。

● 投资建议

我们认为公司研发底蕴深厚，已成为明显的研发投入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，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。报告期内，西北院有机硅密封型材项目已进入试生产阶段；中昊晨光 2.6 万吨/年高性能有机氟材料项目、西南院清洁能源催化材料产业化基地项目、曙光院 10 万条/年高性能民用航空轮胎项目建设顺利推进；黎明院 46600 吨/年专用新材料项目和相关原材料产业化能力建设项目已开工建设。

由于氟化工板块价格下跌超预期，我们下调 2023 业绩预测，预计昊华科技 2023-2025 年归母净利润 9.35、12.73、16.74 亿元（原值为 11.98、13.37、17.51 亿元，基于审慎性原则，暂未考虑中化蓝天并入报表，暂未考虑定增等融资事项），EPS 1.03/1.40/1.84 元，对应 PE 为 29.61X/21.75X/16.55X。维持买入评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 股权激励不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9068	9849	11718	14527
收入同比 (%)	22.1%	8.6%	19.0%	24.0%
归属母公司净利润	1165	935	1273	1674
净利润同比 (%)	30.7%	-19.7%	36.1%	31.4%
毛利率 (%)	24.3%	24.6%	25.5%	26.0%
ROE (%)	14.2%	10.9%	13.0%	14.6%
每股收益 (元)	1.29	1.03	1.40	1.84
P/E	33.34	29.61	21.75	16.55
P/B	4.77	3.24	2.82	2.41
EV/EBITDA	27.62	18.60	15.20	11.32

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				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8551	8700	10778	12711	营业收入	9068	9849	11718	14527
现金	2689	4169	3312	5275	营业成本	6865	7427	8732	10746
应收账款	1735	1823	2175	2809	营业税金及附加	79	93	107	132
其他应收款	384	25	372	222	销售费用	158	203	226	278
预付账款	419	422	523	637	管理费用	597	797	894	1080
存货	1006	1280	1330	1862	财务费用	0	0	0	0
其他流动资产	2317	979	3066	1906	资产减值损失	-13	-3	-6	-6
非流动资产	6874	7398	8055	8731	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	171	185	202	223	投资净收益	43	27	37	52
固定资产	3883	4177	4514	4892	营业利润	1279	1056	1441	1901
无形资产	1027	1097	1186	1287	营业外收入	266	0	0	0
其他非流动资产	1793	1938	2154	2329	营业外支出	210	0	0	0
资产总计	15425	16098	18834	21442	利润总额	1335	1056	1441	1901
流动负债	5047	5360	6811	7734	所得税	165	113	156	215
短期借款	878	1264	1650	2110	净利润	1170	944	1284	1686
应付账款	1190	1122	1527	1765	少数股东损益	5	8	11	12
其他流动负债	2979	2973	3634	3859	归属母公司净利润	1165	935	1273	1674
非流动负债	2155	2155	2155	2155	EBITDA	1398	1404	1800	2284
长期借款	1177	1177	1177	1177	EPS (元)	1.29	1.03	1.40	1.84
其他非流动负债	978	978	978	978					
负债合计	7202	7515	8966	9889					
少数股东权益	23	31	42	55					
股本	911	911	911	911					
资本公积	2558	2558	2558	2558					
留存收益	4731	5083	6357	8030					
归属母公司股东权益	8200	8552	9826	11499					
负债和股东权益	15425	16098	18834	21442					
现金流量表					单位:百万元	主要财务比率			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	994	2549	-226	2562	成长能力				
净利润	1170	944	1284	1686	营业收入	22.1%	8.6%	19.0%	24.0%
折旧摊销	414	431	460	516	营业利润	36.9%	-17.4%	36.4%	31.9%
财务费用	50	0	0	0	归属于母公司净利润	30.7%	-19.7%	36.1%	31.4%
投资损失	-43	-27	-37	-52	获利能力				
营运资金变动	-428	1258	-1870	493	毛利率 (%)	24.3%	24.6%	25.5%	26.0%
其他经营现金流	1430	-370	3090	1112	净利率 (%)	12.8%	9.5%	10.9%	11.5%
投资活动现金流	-1568	-872	-1017	-1059	ROE (%)	14.2%	10.9%	13.0%	14.6%
资本支出	-1614	-852	-995	-1053	ROIC (%)	8.3%	7.8%	9.3%	10.5%
长期投资	21	-47	-59	-58	偿债能力				
其他投资现金流	25	27	37	52	资产负债率 (%)	46.7%	46.7%	47.6%	46.1%
筹资活动现金流	711	-197	386	459	净负债比率 (%)	87.6%	87.5%	90.9%	85.6%
短期借款	605	386	386	459	流动比率	1.69	1.62	1.58	1.64
长期借款	771	0	0	0	速动比率	1.36	1.25	1.27	1.28
普通股增加	-8	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-82	0	0	0	总资产周转率	0.67	0.62	0.67	0.72
其他筹资现金流	-575	-583	0	0	应收账款周转率	6.12	5.54	5.86	5.83
现金净增加额	146	1480	-857	1962	应付账款周转率	6.58	6.42	6.59	6.53
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.29	1.03	1.40	1.84
					每股经营现金流	1.09	2.80	-0.25	2.81
					每股净资产	9.00	9.38	10.78	12.62
					估值比率				
					P/E	33.34	29.61	21.75	16.55
					P/B	4.77	3.24	2.82	2.41
					EV/EBITDA	27.62	18.60	15.20	11.32

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形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。