昊华科技（600378）

归母净利快速增长，化工科技股蓄势待发

买入（维持）

2020 年 08 月 27 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,701	5,333	6,182	7,066
同比（%）	10.55%	13.45%	15.93%	14.29%
归母净利润（百万元）	525	632	761	908
同比（%）	-0.75%	20.38%	20.43%	19.33%
每股收益（元/股）	0.57	0.69	0.83	0.99
P/E（倍）	38.48	31.97	26.55	22.24

事件：

公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业总收入 23.72 亿元，同比增长 2.96%；归属于上市公司股东的净利润为 3.12 亿元，同比增长 20.78%；归属于上市公司股东的扣非净利润为 2.79 亿元，同比增长 12.63%。

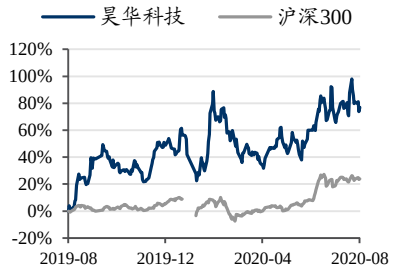
投资要点

- **下属院所全面开花，氟材料板块有望复苏：**公司主营业务板块包括氟材料、特种气体、特种橡塑产品、精细化学品、工程技术服务等，下属 12 个科研院所中黎明院、海化院、沈阳院、北方院、光明院、大连院的归母净利润均实现了 20%以上增长。其中，作为晨光院主营业务的氟材料产品，尽管上半年受到下游需求的影响，聚四氟乙烯树脂价格同比下滑 25.30%，但原材料成本的下降及产销量的增加仍使得晨光院的归母净利润同比增加 12%，随着国内疫情得到控制以及新增产能的投产，氟材料板块有望全面复苏。
- **新增 PTFE 产能即将投产，竞争优势有望进一步扩大：**晨光院的氟树脂产能居全国第二，研发能力强、产品结构优，研发费用率和毛利率均高于同行。今年晨光院将在 2.5 万吨/年氟树脂产能的基础上，新增 5000 吨/年高品质改性聚四氟乙烯产品，可用于 5G 基站中的 PCB 覆铜板及半导体等领域，新产能将进一步增强晨光院在国内外含氟聚合物行业的领军地位。
- **军工配套优势突出，军民品有望协同发展：**公司旗下拥有 11 家科技型军工配套企业，长征系列火箭、中远程导弹推进剂，以及嫦娥卫星、全球组网卫星、天宫飞船、国产航母、核潜艇、国产大飞机及各型现役军用飞机使用的特种密封件、隐身涂料、特种轮胎及航空有机玻璃等均为公司的代表产品。军品领域的领先地位和高技术水平有望促进公司形成军民品协同发展的产业结构。
- **长期成长逻辑不改，电子特气业务或将提速：**黎明院和光明院均为原化工部直属科研院所，也是国内知名的电子特气生产企业。其中，黎明院计划新建产能 4600 吨/年，光明院的新型国家军民两用型研发产业基地项目也正在顺利推进中。随着新增项目的建成及投产，电子特气业务有望成为公司发展的新引擎。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 53.33 亿元、61.82 亿元和 70.66 亿元，归母净利润分别为 6.32 亿元、7.61 亿元和 9.08 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.83 元和 0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 32X、27X、22X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**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。

证券分析师 陈元君
执业证号：S0600520020001
021-60199793
chenyj@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎
执业证号：S0600517110006
021-60199793
chaiqh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.03
一年最低/最高价	12.36/25.72
市净率(倍)	3.30
流通 A 股市值(百万元)	6547.17

基础数据

每股净资产(元)	6.67
资产负债率(%)	35.47
总股本(百万股)	917.23
流通 A 股(百万股)	297.19

相关研究

1、《昊华科技（600378）：拟设立全资子公司，聚焦电子特气业务》2020-07-17
2、《昊华科技（600378）：一季报净利正增长，公司成长未来可期》2020-04-30
3、《昊华科技（600378）：产品降价拖累业绩，不改长期成长趋势》2020-04-16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

昊华科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4,339**	**4,250**	**5,038**	**5,194**
现金	1,711	763	1,655	915
应收账款	1,013	1,143	1,357	1,500
存货	592	762	785	970
其他流动资产	1,022	1,582	1,241	1,809
非流动资产	**4,405**	**4,674**	**5,064**	**5,422**
长期股权投资	130	110	87	65
固定资产	2,609	2,896	3,257	3,559
在建工程	647	579	549	526
无形资产	832	903	987	1,088
其他非流动资产	187	186	185	183
资产总计	**8,744**	**8,923**	**10,102**	**10,616**
流动负债	**1,520**	**1,204**	**1,746**	**1,484**
短期借款	138	138	138	138
应付账款	597	616	770	802
其他流动负债	785	450	838	544
非流动负债	**1,144**	**1,127**	**1,110**	**1,092**
长期借款	101	83	66	49
其他非流动负债	1,044	1,044	1,044	1,044
负债合计	**2,664**	**2,331**	**2,856**	**2,577**
少数股东权益	129	143	161	181
归属母公司股东权益	5,951	6,449	7,086	7,858
负债和股东权益	**8,744**	**8,923**	**10,102**	**10,616**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	847	-142	1,854	282
投资活动现金流	-799	-599	-792	-835
筹资活动现金流	108	-207	-170	-187
现金净增加额	156	-948	891	-740
折旧和摊销	295	335	403	479
资本开支	321	288	414	380
营运资本变动	-29	-1,141	644	-1,159

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4,701**	**5,333**	**6,182**	**7,066**
减:营业成本	3,356	3,715	4,245	4,815
营业税金及附加	58	66	76	87
营业费用	196	222	258	294
管理费用	790	896	1,001	1,095
财务费用	6	22	30	35
资产减值损失	7	3	5	4
加:投资净收益	-9	2	-2	-1
其他收益	215	226	220	223
营业利润	**512**	**639**	**789**	**960**
加:营业外净收支	95	95	95	95
利润总额	**607**	**734**	**884**	**1,055**
减:所得税费用	70	88	106	127
少数股东损益	12	14	17	20
归属母公司净利润	**525**	**632**	**761**	**908**
EBIT	571	709	859	1,027
EBITDA	866	1,043	1,262	1,506

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.57	0.69	0.83	0.99
每股净资产(元)	6.49	7.03	7.73	8.57
发行在外股份(百万股)	897	917	917	917
ROIC(%)	6.9%	8.1%	9.1%	9.9%
ROE(%)	8.8%	9.8%	10.7%	11.6%
毛利率(%)	28.6%	30.3%	31.3%	31.8%
销售净利率(%)	11.2%	11.9%	12.3%	12.9%
资产负债率(%)	30.5%	26.1%	28.3%	24.3%
收入增长率(%)	10.6%	13.4%	15.9%	14.3%
净利润增长率(%)	0.4%	20.4%	20.4%	19.3%
P/E	38.48	31.97	26.55	22.24
P/B	3.40	3.13	2.85	2.57
EV/EBITDA	23.03	19.99	15.83	13.75

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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、意见及推测不一致的报告。

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，并注明出处为东吴证券研究所，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