

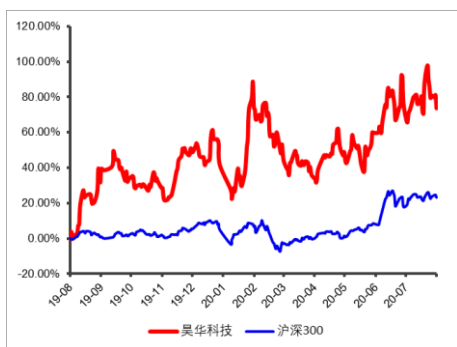
上半年营收稳健，下半年氟材料/电子特气或成业绩增长点

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-08-28

近 12 个月最高/最低 (元)	25.72/12.36
总股本 (百万股)	917.23
流通股本 (百万股)	297.19
流通股比例 (%)	32.4
总市值 (亿元)	202.07
流通市值 (亿元)	202.07

公司与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuw@hazq.com

研究助理：古武

执业证书号：S0010120070003

电话：15828604590

邮箱：guwu@hazq.com

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18

《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29

《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

8月28日，公司公告2020年半年报。据公告，2020H1公司实现营收23.72亿元，同比上升2.96%；归母净利润3.12亿元，同比上升20.78%；扣非后归母净利润2.79亿元，同比上升12.63%；加权平均ROE为5.13%，同比上升0.02个百分点；经营活动现金流净额为-0.07亿元，同比减少104.4%。公司上半年经营活动现金流量净额大幅减少，主要由于受到疫情影响，部分生产装置推迟检修，装置连续运行使外购原料同比增加，导致经营活动现金流量净额同比降低。

2020Q2，公司实现营收13.49亿元，环比增加31.87%，同比增长7.96%；归母净利润2.16亿元，环比增长125%，同比增长31.03%；扣非后归母净利润1.82亿元，环比增长87.63%，同比增长5.98%；整体销售毛利率为30.16%，环比增加1.88个百分点，同比下降0.45个百分点。公司二季度逐步实现复工复产，经营业绩环比大幅提高。

氟材料及含氟精细化学品：疫情影响导致PTFE价格下滑，新产能建设、新项目研发将带来新的利润增长点

晨光院为公司氟材料及含氟精细化学品经营子公司，据我们推测，2020H1晨光院实现营收6.21亿元，同比下降8%，营收占比26.19%；实现归母净利润6001.9万元，同比上升11.68%。公司氟材料及含氟精细化学品板块以PTFE树脂为主，下游应用包括5G基站、汽车/飞机密封件等。上半年，PTFE下游企业正常经营受到疫情冲击，导致PTFE需求减弱，全国平均开工率为57%，同比下滑13.9个百分点，PTFE树脂上半年均价为38422元/吨，同比下跌25.3%。我们认为，疫情带来的短期影响并不改变公司氟材料及含氟精细化学品的国内龙头地位。晨光院拥有PTFE产能2.5万吨/年，位于全国第二位，其生产的高压缩比聚四氟乙烯分散树脂已批量应用于5G通讯材料，并可替代进口产品。报告期内，公司高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程项目工程进度达到93%，下半年有望建成投产，贡献新的利润增长点。

电子气体、聚氨酯及化学推进剂板块：静待需求回升，产能建设、国家重大专项、昊华气体成立，助力电子特气业务再上新台阶

黎明院为公司高纯含氟电子特种气体主要经营子公司，除电子特气外，其业务范围还包括聚氨酯泡沫/橡胶、航天/导弹用液体推进剂、固体推进剂等产品的生产制造。黎明院为公司高纯电子碘化氢/硫化氢气体主要经营子公司。据我们推测，2020H1黎明院/光明院合计实现营收7.11亿元，同比增长25.62%，营收占比29.99%；实现归母净利润9456.54万元，同比上升23.14%。

3月14日，黎明院拟以自有资金和银行贷款，投资建设4600吨/年特种含氟电子气体项目，截至报告期末，该项目工程进展达到62%，建成后将进一步完善特种含氟电子气体产业链；

6月24日，黎明院承担的国家科技重大专项“极大规模集成电路制造装备与成套工艺”中的“高纯四氟化碳和六氟化硫研发与中试”子项目，通过了国家重大专项项目组的现场测试与评审；

7月17日，公司公告拟成立昊华气体有限公司，将有望实现现有特种

气体板块资源的高效整合；

报告期内，公司与韩国大成产业气体株式会社 (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，成为国内领先三氟化氮供应商。产能扩张、国家科技重大专项顺利评审、气体子公司的成立，将促使公司电子特种气体业务板块迈上新台阶。我们看好公司该业务板块的长期增长。

➤ 特种橡塑制品板块：下半年军民品业务有望快速恢复

公司特种橡塑板块的经营主体为西北院/沈阳院/曙光院/株洲院四家子公司，分别从事橡胶密封制件、胶布胶管、航空轮胎、气象气球等橡胶产品的生产制造。据我们推测，2020H1 特种橡塑制品板块实现营收 5.06 亿元，同比下降 1.75%，营收占比 21.31%；实现归母净利润 8119.99 万元，同比上升 2.88%。据公告，公司橡胶密封制品主要为国防军工、大产业配套产品，产品质量可靠，市场认知度较高，尤其在航空领域地位突出，军民领域兼用的航空橡胶密封型材在业内具有核心技术优势。疫情期间，公司充分发挥自身专业优势，积极参与抗疫物资生产，2 月 10 日，子公司沈阳院和曙光院取得医用防护服生产经营资质，日均产能可达 2500 套。下半年，公司特种橡塑板块受到影响的业务有望快速恢复生产交付，民品业务下游需求也有望得到恢复，我们看好公司该业务板块的全年业绩表现。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.41、7.24、8.1 亿元，同比增速为 22.1%、12.9%、11.9%。对应 PE 分别为 31.51、27.92 和 24.95 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

上游原材料价格波动的风险；疫情影响公司主营产品下游需求的；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。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4701	5637	6515	7489
(+/-) (%)	10.6%	19.9%	15.6%	15.0%
归母净利润	525	641	724	810
(+/-) (%)	-0.7%	22.1%	12.9%	11.9%
EPS (元)	0.57	0.70	0.79	0.88
P/E	33.73	31.51	27.92	24.95

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 公司分业务经营状况及重大事件	5
2. 风险提示	9

图表目录

图表 1 公司分业务盈利拆分.....	5
图表 2 公司主营产品价格.....	6
图表 3 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件.....	8

1. 公司分业务经营状况及重大事件

晨光院为公司氟材料及含氟精细化学品经营子公司, 据我们推测, 2020H1 晨光院实现营收 6.21 亿元, 同比下降 8%, 营收占比 26.19%; 实现归母净利润 6001.9 万元, 同比上升 11.68%。公司氟材料及含氟精细化学品板块以 PTFE 树脂为主, 下游应用包括 5G 基站、汽车/飞机密封件等。上半年, PTFE 下游企业正常经营受到疫情冲击, 导致 PTFE 需求减弱, 全国平均开工率为 57%, 同比下滑 13.9 个百分点, PTFE 树脂上半年均价为 38422 元/吨, 同比下跌 25.3%。我们认为, 疫情带来的短期影响并不改变公司氟材料及含氟精细化学品的国内龙头地位。晨光院拥有 PTFE 产能 2.5 万吨/年, 位于全国第二位, 其生产的高压缩比聚四氟乙烯分散树脂已批量应用于 5G 通讯材料, 并可替代进口产品。报告期内, 公司高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程项目工程进度达到 93%, 下半年有望建成投产, 贡献新的利润增长点。

黎明院为公司高纯含氟电子特种气体主要经营子公司, 除电子特气外, 其业务范围还包括聚氨酯泡沫/橡胶、航天/导弹用液体推进剂、固体推进剂等产品的生产制造。光明院为公司高纯电子硫化氢/硫化氢气体主要经营子公司。据我们推测, 2020H1 黎明院/光明院合计实现营收 7.11 亿元, 同比增长 25.62%, 营收占比 29.99%; 实现归母净利润 9456.54 万元, 同比上升 23.14%。

3月14日, 黎明院拟以自有资金和银行贷款, 投资建设 4600 吨/年特种含氟电子气体项目, 截至报告期末, 该项目工程进度达到 62%, 建成后将进一步完善特种含氟电子气体产业链;

6月24日, 黎明院承担的国家科技重大专项“极大规模集成电路制造装备与成套工艺”中的“高纯四氟化碳和六氟化硫研发与中试”子项目, 通过了国家重大专项项目组的现场测试与评审;

7月17日, 公司公告拟成立昊华气体有限公司, 将有望实现现有特种气体板块资源的高效整合;

报告期内, 公司与韩国大成产业气体株式会社 (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, 成为国内领先三氟化氮供应商。产能扩张、国家科技重大专项顺利评审、气体子公司的成立, 将促使公司电子特种气体业务板块迈上新台阶。我们看好公司该业务板块的长期增长。

公司特种橡塑板块的经营主体为西北院/沈阳院/曙光院/株洲院四家子公司, 分别从事橡胶密封制件、胶布胶管、航空轮胎、气象气球等橡胶产品的生产制造。据我们推测, 2020H1 特种橡塑制品板块实现营收 5.06 亿元, 同比下降 1.75%, 营收占比 21.31%; 实现归母净利润 8119.99 万元, 同比上升 2.88%。据公告, 公司橡胶密封制品主要为国防军工、大产业配套产品, 产品质量可靠, 市场认知度较高, 尤其在航空领域地位突出, 军民领域兼用的航空橡胶密封型材在业内具有核心技术优势。疫情期间, 公司充分发挥自身专业优势, 积极参与抗疫物资生产, 2月10日, 子公司沈阳院和曙光院取得医用防护服生产经营资质, 日均产能可达 2500 套。下半年, 公司特种橡塑板块受到影响的业务有望快速恢复生产交付, 民品业务下游需求也有望得到恢复, 我们看好公司该业务板块的全年业绩表现。

图表 1 公司分业务盈利拆分

氟材料				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
19H1	6.75	5.43	1.32	19.52
20H1	6.21	5.51	0.7	11.28
18FY	10.97	7.78	3.19	29.08
19FY	10.38	8.35	2.03	19.56
电子气体				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
19H1	5.66	3.72	1.94	34.34
20H1	7.11	6.07	1.04	14.62
18FY	3.01	1.99	1.02	33.89
19FY	3.87	2.61	1.26	14.20
特种橡塑制品				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
19H1	5.15	3.1	2.05	39.74
20H1	5.06	4.08	0.97	19.27
18FY	8.03	5.08	2.95	36.74
19FY	8.26	5.00	3.26	39.47

注：公司在年报和中报分业务盈利状况披露的口径有所不同，中报包括氟材料、电子气体聚氨酯及化学推进剂业务、特种橡塑制品、变压吸附及相关工程设备业务、涂料业务及其他五项；年报包括氟材料、特种气体、特种橡塑制品、精细化学品、工程咨询及技术服务五项。另外，公司在2019年和2020年中报中关于氟材料业务的披露口径也有所不同，2019年包括氟材料及含氟精细化学品，2020年仅包括氟材料

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 2 公司主营产品价格

	含税价 (元/吨)	氟材料	特种气体	特种橡塑制品			精细化学品		
		聚四氟乙烯树脂	三氟化氮/含氟气体	橡胶密封制品 (元/万件)	特种轮胎 (元/条)	聚氨酯新材料	钌催化剂	铜系及镍系催化剂	特种涂料
半年度均价	18H1	74255.87	152574	126777	2758.9	23086	406440.87	65855.16	30849.15
	19H1	51437.79	144723	146473	2979.73	18564.47	369265.73	71419.09	38914.2
	20H1	38422.35	94171.96	156481.44	3249.07	19188.79	264966.32		36123.75
	20H1同比	-25.3%	-6.38%	6.83%	9.04%	3.36%	120.22%		-7.17%
季度均价	18Q1	59157.88	153688.13	101498.02	3914.74	20217.47	633984.58	61189	28199.32
	18Q2	89353.86	151459.87	152055.98	1603.06	25954.53	178897.16	70521.32	33498.98
	18Q3	42863.03	152517	129075	3713.98	20659	740778.63	65827.14	31284.81
	19Q1	47574.31	144792.58	98673.72	3195.88	18627.43	903432.69	72550.69	36038.5
	19Q2	55301.27	144653.42	194272.28	2763.58	18501.51	-	70287.49	41789.9
	19Q3	44581.5	142122	147610	3034.87	18299.06	142943.84	65609.17	37573.32

	20Q1	39380.39	97851.42	120988.57	3089.25	19453	573086.52	43811.22
	20Q2	37464.31	90492.5	191974.31	3408.89	18924.58	-	28436.28
	20Q1同比	-17.22%	-2.78%	22.61%	-3.34%	4.43%	534.44%	21.57%
	20Q2同比	-32.25%	-37.44%	-1.18%	23.35%	2.29%	-	-31.95%
	20Q2环比	-4.87%	-7.52%	58.67%	10.35%	-2.72%	-	-35.09%

备注：2020年之前的特种气体指三氟化氮，2020年特种气体为含氟气体

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
重点项目进展		
8月28日	重要在建工程项目进展	高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程项目、XX项目、4600吨/年特种含氟电子气体建设项目本期增加额分别为2572.10、1381.42、5181.17万元，工程进度达到93%、94%、62%。
8月28日	2000吨/年三氟化氮项目全面达产且维持高利用水平	公司与韩国大成产业气体株式会社(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，成为国内领先三氟化氮供应商。
重大事件		
7月17日	设立全资子公司	为做强做优做大电子气体业务，拟成立昊华气体有限公司，从事电子化学品的研发、生产和销售。
7月1日	2019年年度权益分派	每股派发现金红利0.17205元，共计派发现金红利157,809,362.49元。
6月20日	变更注册资本	公司注册资本人民币由896,624,657元修订为917,229,657元。
5月19日	股权激励	激励计划拟授予限制性股票2,263万股，占公司股本总额2.54%。其中首次授予2,060.5万股，占授予总量的91.23%，授予价格为11.44元/股。
行业重大事件		
6月24日	电子气体项目通过国家重大专项项目组现场测试，储备项目丰富保障长期成长	昊华科技子公司黎明院承担的国家科技重大专项“极大规模集成电路制造装备与成套工艺”中的“高纯四氟化碳和六氟化硫研发与中试”子项目，通过了国家重大专项项目组的现场测试与评审。
3月14日	黎明院拟建新项目，电子特气业务发展提速	黎明院拟以自有资金和银行贷款，投资建设4600吨/年特种含氟电子气体项目，进一步完善特种含氟电子气体产业链，满足国内市场需求。
2月27日	旗下聚四氟乙烯分散树脂已批量应用于5G通讯材料	晨光院生产的高压缩比聚四氟乙烯分散树脂已批量应用于5G通讯材料，并可替代进口产品。
2月10日	两子公司取得医用防护服生产经营资质，日均产能可达2500套	新冠病毒肺炎疫情发生后，沈阳院和曙光院新增研发和生产医用防护服，沈阳院于2月3日取得相关生产经营资质，产能为日产1000套，已开始生产；曙光院于2月10日取得相应生产经营资质，产能为1500套，还未正式生产。

资料来源：wind，华安证券研究所

2. 风险提示

上游原材料价格波动的风险；疫情影响公司主营产品下游需求的风险；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。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	利润表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4339	4323	3997	4438	营业收入	4701	5637	6515	7489
现金	1711	816	143	151	营业成本	3356	4005	4651	5318
应收账款	1013	1196	1392	1599	营业税金及附加	58	76	87	98
其他应收款	48	119	113	131	销售费用	196	248	278	320
预付账款	152	159	187	217	管理费用	437	479	541	652
存货	592	802	907	1029	财务费用	6	-44	-12	13
其他流动资产	822	1231	1255	1311	资产减值损失	1	-3	-3	-2
非流动资产	4405	5710	6990	8104	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	130	130	130	130	投资净收益	-9	16	13	8
固定资产	2609	3422	4207	4857	营业利润	512	706	788	875
无形资产	814	1088	1362	1592	营业外收入	308	223	251	300
其他非流动资产	852	1071	1291	1524	营业外支出	212	187	210	241
资产总计	8744	10033	10987	12542	利润总额	607	742	829	934
流动负债	1520	2150	2363	3088	所得税	70	83	88	104
短期借款	138	0	0	435	净利润	537	659	740	830
应付账款	597	714	826	946	少数股东损益	12	18	17	20
其他流动负债	785	1436	1537	1708	归属母公司净利润	525	641	724	810
非流动负债	1144	1144	1144	1144	EBITDA	595	1218	1289	1278
长期借款	101	101	101	101	EPS (元)	0.57	0.70	0.79	0.88
其他非流动负债	1044	1044	1044	1044					
负债合计	2664	3294	3507	4233	主要财务比率				
少数股东权益	129	147	164	183	成长能力				
股本	897	897	897	897	营业收入	10.6%	19.9%	15.6%	15.0%
资本公积	2335	2335	2335	2335	营业利润	2.6%	38.0%	11.5%	11.1%
留存收益	2719	3360	4084	4894	归属于母公司净利润	-0.7%	22.1%	12.9%	11.9%
归属母公司股东权益	5951	6592	7316	8126	获利能力				
负债和股东权益	8744	10033	10987	12542	毛利率 (%)	28.6%	28.9%	28.6%	29.0%
					净利率 (%)	11.2%	11.4%	11.1%	10.8%
					ROE (%)	8.8%	9.7%	9.9%	10.0%
					ROIC (%)	4.2%	5.2%	5.4%	5.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	30.5%	32.8%	31.9%	33.7%
					净负债比率 (%)	43.8%	48.9%	46.9%	50.9%
					流动比率	2.85	2.01	1.69	1.44
					速动比率	2.37	1.56	1.23	1.03
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.56	0.59	0.60
					应收账款周转率	4.64	4.71	4.68	4.68
					应付账款周转率	5.62	5.61	5.63	5.62
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.57	0.70	0.79	0.88
					每股经营现金流	0.92	1.43	1.50	1.49
					每股净资产	6.49	7.19	7.98	8.86
					估值比率				
					P/E	33.73	31.51	27.92	24.95
					P/B	2.98	3.07	2.76	2.49
					EV/EBITDA	26.74	15.68	15.33	15.80
现金流量表									
经营活动现金流	847	1309	1376	1363					
净利润	525	641	724	810					
折旧摊销	294	811	828	741					
财务费用	33	9	6	16					
投资损失	9	-16	-13	-8					
营运资金变动	-29	-112	-133	-143					
其他经营现金流	570	728	822	899					
投资活动现金流	-799	-2058	-2042	-1774					
资本支出	-252	-2074	-2056	-1781					
长期投资	-560	0	0	0					
其他投资现金流	13	16	13	8					
筹资活动现金流	108	-147	-6	419					
短期借款	-277	-138	0	435					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	59	0	0	0					
资本公积增加	486	0	0	0					
其他筹资现金流	-160	-9	-6	-16					
现金净增加额	156	-896	-672	8					

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

古武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4年中航工业成飞航空材料产业经历，2年新材料行业研究经历。

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，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沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300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沪深300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。市场基准指数为沪深300指数。