

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

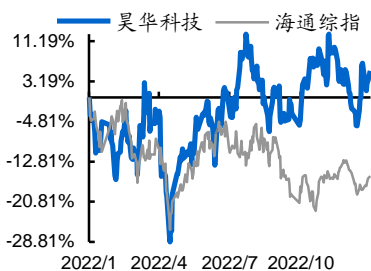
科研型化工材料企业，布局高端产品实现进口替代

股票数据

01月10日收盘价(元)	42.33
52周股价波动(元)	28.44-46.00
总股本/流通A股(百万股)	911/903
总市值/流通市值(百万元)	38583/38236

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	0.2	0.8	11.6
相对涨幅 (%)	-0.2	-8.2	3.6

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 公司是国内领先科研型化工材料公司。**公司所从事的主要业务为高端氟材料、电子化学品和航空化工材料的研发与生产，服务于国家多个核心产业，同时在工程技术服务与创新等领域也有较大发展。氟材料中的含氟聚合物主要包括PTFE（聚四氟乙烯）、FEP（全氟乙烯丙烯共聚物）及FKM（氟橡胶）等，其中PTFE系列是最重要的氟聚合物，产销额占据全部含氟聚合物的一半以上；电子气体主要包括三氟化氮、四氟化碳和六氟化钨等产品；公司航空化工材料主要包括特种橡塑制品、特种涂料、化学高性能燃料及原料等。
- 公司的营业收入和净利润稳健增长。**2020-2022Q1-3 公司实现营业收入 54.22、74.24、63.93 亿元，同比增长 10.10%、36.92%、23.37%，归母净利润 6.48、8.91、7.56 亿元，同比增长 18.92%、37.61%、18.13%；扣非后归母净利润 6.16、8.84、7.51 亿元，同比增长 24.39%、43.49%、18.14%。
- 重点项目按计划稳步推进，产能持续释放。**中昊晨光在氟材料领域有较强的技术转化能力，氟树脂产能达3万吨/年，居国内第二。新增产能方面，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已开工建设。昊华气体4600吨/年特种含氟电子气体建设项目三氟化氮一期、四氟化碳和六氟化钨已投入试生产，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有序推进。
- 盈利预测与投资评级。**我们预测公司2022-2024年归母净利润为10.84亿元、14.04亿元、18.53亿元，EPS为1.19元、1.54元、2.03元。参考同行业公司，我们认为合理估值区间为2023年PE 30-35倍，合理价值区间为46.2-53.9元，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**下游需求不及预期风险；扩产项目进度不及预期风险。

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:张翠翠

Tel:(021)23214397

Email:zcc11726@haitong.com

证书:S0850517110003

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5422	7424	8937	10807	13123
(+/-)YoY(%)	10.1%	36.9%	20.4%	20.9%	21.4%
净利润(百万元)	648	891	1084	1404	1853
(+/-)YoY(%)	18.9%	37.6%	21.6%	29.5%	32.0%
全面摊薄EPS(元)	0.71	0.98	1.19	1.54	2.03
毛利率(%)	28.3%	27.2%	27.8%	28.2%	28.7%
净资产收益率(%)	10.1%	12.4%	13.7%	15.0%	16.5%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

- 1) 氟材料方面: 我们认为公司进一步优化产业结构, 以高端氟材料为拳头产品, 保障公司未来稳步增长。预计 2022-2024 年氟材料销售收入同比增长均为 25%, 毛利率与 2021 年基本持平, 预计为 29%。
- 2) 电子化学品方面: 电子化学品产业主要集中在昊华气体, 截至 2022 年上半年, 昊华气体 4600 吨/年特种含氟电子气体建设项目三氟化氮一期、四氟化碳和六氟化钨已投入试生产, 三氟化氮二期正在进行安装施工。我们认为随着新产能投产, 预计 2022-2024 年营业收入稳定增长, 销售收入同比增长均为 25%。
- 3) 航空化工材料方面: 航空化工材料主要包括特种橡塑制品、特种涂料、化学高性能燃料及原料等, 相关产品如橡胶密封制品及型材、橡胶软管、飞机轮胎、有机玻璃、涂料等都可以用于民用飞机项目。我们预计随着下游需求增长, 2022-2024 年销售收入同比增长均为 25%。
- 4) 工程咨询及技术服务方面: 预计 2022-2024 年销售收入小幅上升, 同比增长均为 15%

表 1 昊华科技分产品盈利预测

项目		2021	2022E	2023E	2024E
氟材料	销售收入 (百万元)	1878.45	2348.06	2935.08	3668.85
	销售成本 (百万元)	1345.32	1667.12	2083.91	2604.88
	毛利率 (%)	28.38	29.00	29.00	29.00
电子化学品	销售收入 (百万元)	519.10	648.88	811.09	1013.87
	销售成本 (百万元)	407.63	506.12	632.65	790.82
	毛利率 (%)	21.47	22.00	22.00	22.00
航空化工材料	销售收入 (百万元)	2953.34	3691.68	4614.59	5768.24
	销售成本 (百万元)	1936.25	2399.59	2999.49	3749.36
	毛利率 (%)	34.44%	35.00%	35.00%	35.00%
工程咨询及技术服务	销售收入 (百万元)	1025.54	1179.37	1356.28	1559.72
	销售成本 (百万元)	801.12	919.91	1057.90	1216.58
	毛利率 (%)	21.88%	22.00%	22.00%	22.00%
贸易及其他	销售收入 (百万元)	1047.92	1068.88	1090.26	1112.06
	销售成本 (百万元)	916.13	961.99	981.23	1000.85
	毛利率 (%)	12.58%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	销售收入 (百万元)	7424.35	8936.86	10807.30	13122.74
	销售成本 (百万元)	5406.45	6454.74	7755.17	9362.49
	毛利率 (%)	27.18%	27.77%	28.24%	28.65%

资料来源: 公司 21 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300655	晶瑞电材	14.97	0.34	0.29	0.41	44	52	36
002409	雅克科技	51.80	0.70	1.33	1.83	74	39	28
	平均值					59	45	32

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 01 月 10 收盘价, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	7424	8937	10807	13123
每股收益	0.98	1.19	1.54	2.03	营业成本	5406	6455	7755	9362
每股净资产	7.84	8.71	10.25	12.28	毛利率%	27.2%	27.8%	28.2%	28.7%
每股经营现金流	1.25	0.99	1.50	1.77	营业税金及附加	69	87	103	127
每股股利	0.29	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	147	161	184	217
P/E	43.28	35.60	27.49	20.83	营业费用率%	2.0%	1.8%	1.7%	1.7%
P/B	5.40	4.86	4.13	3.45	管理费用	610	715	757	866
P/S	5.24	4.32	3.57	2.94	管理费用率%	8.2%	8.0%	7.0%	6.6%
EV/EBITDA	34.69	26.39	20.07	15.04	EBIT	902	1117	1469	1960
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1	1	3	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.2%	27.8%	28.2%	28.7%	资产减值损失	-23	-12	-14	-16
净利润率	12.0%	12.1%	13.0%	14.1%	投资收益	14	15	19	23
净资产收益率	12.4%	13.7%	15.0%	16.5%	营业利润	934	1146	1503	2007
资产回报率	7.6%	8.3%	9.3%	10.4%	营业外收支	64	69	69	69
投资回报率	9.8%	11.0%	12.4%	14.0%	利润总额	998	1215	1572	2076
盈利增长 (%)					EBITDA	1235	1407	1796	2306
营业收入增长率	36.9%	20.4%	20.9%	21.4%	所得税	95	119	152	202
EBIT 增长率	55.8%	23.8%	31.5%	33.5%	有效所得税率%	9.5%	9.8%	9.7%	9.7%
净利润增长率	37.6%	21.6%	29.5%	32.0%	少数股东损益	12	12	17	22
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	891	1084	1404	1853
资产负债率	37.9%	38.8%	37.8%	36.8%					
流动比率	2.02	1.95	2.13	2.30	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.54	1.49	1.67	1.83	货币资金	2555	2605	3827	5280
现金比率	0.83	0.70	0.87	1.01	应收账款及应收票据	1560	2072	2477	2988
经营效率指标					存货	946	1107	1291	1640
应收账款周转天数	60.39	57.00	60.00	59.00	其它流动资产	1202	1513	1756	2166
存货周转天数	54.83	57.53	56.18	56.86	流动资产合计	6264	7297	9351	12074
总资产周转率	0.69	0.72	0.77	0.80	长期股权投资	141	141	141	141
固定资产周转率	2.52	2.86	3.24	3.64	固定资产	3060	3181	3490	3720
					在建工程	895	1116	813	570
					无形资产	884	899	914	929
					非流动资产合计	5394	5752	5773	5775
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	11658	13049	15123	17849
净利润	891	1084	1404	1853	短期借款	272	339	456	549
少数股东损益	12	12	17	22	应付票据及应付账款	1084	1180	1498	1760
非现金支出	368	303	341	361	预收账款	0	0	0	1
非经营收益	-3	-84	-89	-94	其它流动负债	1737	2221	2439	2938
营运资金变动	-121	-414	-307	-524	流动负债合计	3093	3740	4394	5246
经营活动现金流	1146	901	1366	1617	长期借款	407	407	407	407
资产	-803	-554	-249	-242	其它长期负债	916	916	916	916
投资	-48	0	0	0	非流动负债合计	1323	1323	1323	1323
其他	8	15	19	23	负债总计	4417	5064	5718	6570
投资活动现金流	-843	-539	-229	-219	实收资本	919	911	911	911
债权募资	570	67	117	92	归属于母公司所有者权益	7207	7939	9342	11195
股权募资	25	-84	0	0	少数股东权益	34	46	63	85
其他	-387	-295	-32	-37	负债和所有者权益合计	11658	13049	15123	17849
融资活动现金流	209	-312	85	55					
现金净流量	511	50	1222	1454					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,东华能源,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,永利股份,和邦生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。