



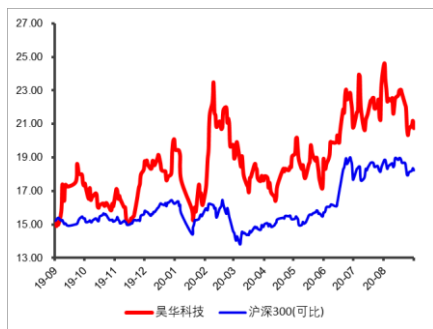
## 中国化工旗下平台型公司，军品业务被低估

投资评级：买入

报告日期：2020-9-20

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 收盘价 (元)          | 20.96       |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 25.72/14.41 |
| 总股本 (百万股)        | 917         |
| 流通股本 (百万股)       | 1440.17     |
| 流通股比例 (%)        | 32.3        |
| 总市值 (亿元)         | 192         |
| 流通市值 (亿元)        | 62          |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

研究助理：古武

执业证书号：S0010120070003

电话：15828604590

邮箱：guwu@hazq.com

### 相关报告

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

### 主要观点：

#### ➤ 昊华科技为中国化工集团旗下化工新材料公司上市平台

中国昊华化工持有昊华科技 66.92% 股权，为公司控股股东。中国昊华化工是中国化工集团除中国蓝星、中国化工油气外的第三大业务实体型全资子公司，而昊华科技为中国昊华化工旗下唯一的上市公司。昊华科技是中国化工集团现有 8 家控股上市平台中唯一以高科技型化工新材料为核心业务的上市公司。

#### ➤ 军品业务被低估

昊华科技及下属 12 家全资子公司均为高新技术企业，业务范围涵盖军工及民用领域。2016 年至 2019 年，公司军品业务营收占比约 20%，贡献了约 30% 的毛利润和净利润，军品业务凭借稳定的增长趋势和较强的盈利能力，成为公司业绩的压舱石。公司民品业务以氟材料为拳头产品，以电子气体、特种橡塑制品为成长产业，在细分领域具有较强的技术实力。公司作为国企改革“科改示范企业”，正积极开展股权激励等管理改革，激活创新动能。根据估算，公司军品业务 2020 年有望实现净利润 2.23 亿元，以 60 倍 PE 中性估值进行估算，对应贡献市值 134 亿元；民品业务有望实现净利润 4.18 亿元，以 30 倍 PE 进行估算，对应市值 124 亿元，合计估值 258 亿元。我们认为公司军品业务价值被低估，未来有较大的估值修复空间。

#### ➤ 核心业务之一：含氟材料及含氟化学品业务有望实现快速发展

晨光院是原化工部直属的科技型企业，以有机氟材料作为主导产业，从事有机氟开发和生产已达五十多年。晨光院氟材料业务以 PTFE 树脂为主，下游应用包括 5G 基站、汽车/飞机密封件等，现有 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。晨光院在含氟材料及含氟化学品业务领域具有业内领先的技术优势，该领域下游 5G 及汽车电子等领域未来需求空间巨大，依托于中国化工集团的平台优势，晨光院有望实现含氟材料及含氟化学品业务的快速发展。

#### ➤ 核心业务之二：公司特种气体业务技术优势明显，将充分受益于国产替代趋势

黎明院是国内仅有的高纯度六氟化硫研制企业。2020 年上半年，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。同期，黎明院投资建设了 4600 吨/年特种含氟电子气体项目，建成后将进一步完善特种含氟电子气体产业链；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了较高的运营水平。同时，昊华科技拟成立昊华气体有限公司，将有望实现特种气体板块资源的整合，助力该板块业务实现跨越式发展。

➤ **核心业务之三：特种橡塑业务军品占比较高，营收利润稳定增长**  
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，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。该板块业务主要面向国防军工及产业配套，在航空领域地位突出。西北院是国内专业从事橡胶密封制品、特种橡胶制品研发生产的科技型企业；曙光院是我国仅有的同时具备开发、生产、检测飞机轮胎能力的企业，于 2008 年研发成功我国首条子午线航空轮胎，打破国外垄断，目前已有 3 个规格实现批量生产，配套国产多代战机和大型运输机，在军用飞机轮胎领域拥有无可替代的地位。

➤ **核心业务之四：精细化学品业务范围广泛，关键产品在航空航天航海领域有重要应用**

公司精细化学品涵盖特种涂料、催化剂、化学推进剂、原材料及能源/节能领域技术开发和工程设计等业务，主要由北方院/海化院/锦西院/大连院/西南院五家子公司承制。公司已研制开发出数十种液体推进剂、固体推进剂原材料以及其它军工配套材料，并被广泛应用于多种战略、战术武器，以及航空航天相关国家重点工程；能够解决整船配套、航空航天配套及工业防腐等领域的涂装需求，在特种涂料方面具有显著技术优势，公司研制的航空航天用特种功能涂料应用于新型飞机油箱、飞机内外蒙皮及结构件、透波材料等应用场景。公司在精细化学品若干细分领域内依托科研成果就地转化形成技术领先优势，已逐步形成“多品种、小批量、定制化”的市场竞争力及领先地位。

#### 投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 56.37 亿元、65.15 亿元、74.89 亿元，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 30.18、26.74 和 23.89 倍。公司军品业务稳健增长，毛利率保持高位，估值水平被显著低估；民品业务增长空间较大，未来增量可期。给与公司 2020 年合理 PE 为 40 倍，对应目标价 28.14 元，维持“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。

#### 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 4701  | 5637  | 6515  | 7489  |
| 收入同比 (%)  | 10.6% | 19.9% | 15.6% | 15.0% |
| 归属母公司净利润  | 525   | 641   | 724   | 810   |
| 净利润同比 (%) | -0.7% | 22.1% | 12.9% | 11.9% |
| 毛利率 (%)   | 28.6% | 28.9% | 28.6% | 29.0% |
| ROE (%)   | 8.8%  | 9.7%  | 9.9%  | 10.0% |
| 每股收益 (元)  | 0.57  | 0.70  | 0.79  | 0.88  |
| P/E       | 33.73 | 30.18 | 26.74 | 23.89 |
| P/B       | 2.98  | 2.94  | 2.65  | 2.38  |
| EV/EBITDA | 26.74 | 15.00 | 14.69 | 15.14 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 1 中国化工集团旗下核心化工新材料公司上市平台 .....                | 5  |
| 1.1 优质资产注入，铸就技术平台型公司 .....                   | 5  |
| 1.2 财务指标良好的新材料公司 .....                       | 11 |
| 1.3 军品业务被低估 .....                            | 12 |
| 2 核心子公司占据细分领域技术领先地位 .....                    | 16 |
| 2.1 晨光院为公司含氟化学品/材料业务主要载体，是国内该领域龙头企业 .....    | 16 |
| 2.2 黎明院和光明院为公司特种气体业务板块实施单位 .....             | 18 |
| 2.3 西北院/沈阳院/曙光院/株洲院是公司特种橡塑产品的主要经营主体 .....    | 21 |
| 2.4 北方院/海化院/锦西院/大连院/西南院是公司精细化工品板块的经营主体 ..... | 24 |
| 3 投资建议 .....                                 | 27 |
| 4 风险提示 .....                                 | 28 |

## 图表目录

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 图表 1  | 昊华科技发展历程.....                              | 5  |
| 图表 2  | 2019 年公司股权结构图.....                         | 6  |
| 图表 3  | 2019 年中国化工集团股权结构图.....                     | 7  |
| 图表 4  | 2019 年公司对子公司管理的架构示意图.....                  | 8  |
| 图表 5  | 昊华科技主要子公司及业务.....                          | 9  |
| 图表 6  | 各子公司的历史沿革.....                             | 9  |
| 图表 7  | 公司主要产品及上下游情况.....                          | 10 |
| 图表 8  | 公司总体营收情况.....                              | 11 |
| 图表 9  | 公司归母净利润情况.....                             | 11 |
| 图表 10 | 公司各个业务板块营收情况.....                          | 11 |
| 图表 11 | 公司各个业务板块毛利润情况.....                         | 11 |
| 图表 12 | 公司各个业务板块收入占比.....                          | 12 |
| 图表 13 | 公司各个业务板块毛利率情况.....                         | 12 |
| 图表 14 | 公司主营产品中军品业务占比.....                         | 13 |
| 图表 15 | 军品业务增长, 或成为公司主要成长点.....                    | 13 |
| 图表 16 | 曙光院航空轮胎应用案例.....                           | 14 |
| 图表 17 | 西北院密封橡胶应用案例.....                           | 14 |
| 图表 18 | 黎明院化学推进剂应用领域.....                          | 14 |
| 图表 19 | 海化院院航海涂料应用领域.....                          | 14 |
| 图表 20 | 昊华科技与可比公司估值对比.....                         | 15 |
| 图表 21 | 晨光院的产品结构与上下游关系.....                        | 16 |
| 图表 22 | 晨光院前五大客户情况 (2018 年 1-6 月).....             | 17 |
| 图表 23 | 国内主要 PTFE 生产企业.....                        | 17 |
| 图表 24 | 国内 PTFE 价格分布.....                          | 18 |
| 图表 25 | 晨光院实现归母净利润额.....                           | 18 |
| 图表 26 | 黎明院的产品结构与上下游关系.....                        | 19 |
| 图表 27 | 黎明院前五大客户情况 (2018 年 1-6 月).....             | 19 |
| 图表 28 | 光明院的产品结构与上下游关系.....                        | 20 |
| 图表 29 | 光明院前五大客户情况 (2018 年 1-6 月).....             | 20 |
| 图表 30 | 黎明院/光明院特种气体产品及产能.....                      | 21 |
| 图表 31 | 黎明院/光明院实现归母净利润额.....                       | 21 |
| 图表 32 | 西北院的产品结构与上下游关系.....                        | 22 |
| 图表 33 | 西北院/沈阳院/曙光院/株洲院前五大客户情况 (2018 年 1-6 月)..... | 23 |
| 图表 34 | 公司特种橡塑产品主要涉及领域及应用.....                     | 24 |
| 图表 35 | 特种橡塑板块各主要公司实现归母净利润额.....                   | 24 |
| 图表 36 | 公司涂料产品.....                                | 25 |
| 图表 37 | 公司特种材料及专用化学品.....                          | 26 |
| 图表 38 | 精细化学品板块各主要公司实现归母净利润额.....                  | 26 |

# 1 中国化工集团旗下核心化工新材料公司上市平台

昊华科技是中国化工集团旗下化工及新材料领域的技术平台型上市公司，旗下拥有 12 家优质化工新材料科技企业，分别承担了公司四大板块核心业务。

氟材料及含氟精细化学品板块由晨光院主导，晨光院为该领域龙头企业，PTFE 产能位居全国第二位；

电子特种气体板块由黎明院、光明院承担，黎明院承担了国家科技重大专项，在集成电路用特种气体领域技术实力领先全国；

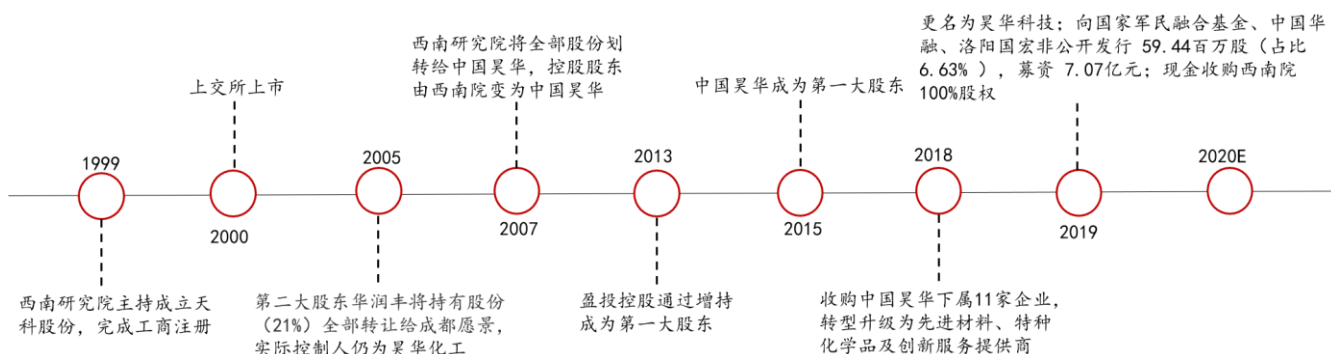
特种橡塑板块由西北院、曙光院、沈阳院、株洲院四家子公司承担，其橡胶密封制品主要为国防军工、大产业配套产品，产品质量可靠，市场认知度较高，尤其在航空领域地位突出；

精细化学品及涂料业务则主要由海化院、大连院、锦西院、北方院、西南院承担，公司涂料产品广泛应用于航海、航空、汽车、轨道交通等领域。

## 1.1 优质资产注入，铸就技术平台型公司

公司前身为西南研究院旗下子公司天科股份，其成立于 1999 年，于 2000 年在上交所挂牌上市。在科研院所企业化改制浪潮中，西南研究院于 2007 年将天科股份全部股权划转给中国昊华，公司控股股东转变为中国昊华。2018 年，中国昊华将旗下 11 家核心优质化工科技企业（科研院所转制而来）注入天科股份，并于 2019 年 6 月改名为昊华科技，使之转型成为中国化工集团旗下化工新材料领域技术平台型上市公司。随后，昊华科技向国家军民融合基金、中国华融、洛阳国宏非公开发行股份，募资 7.07 亿元，并采用现金支付的方式收购西南院 100% 股权。至此，公司形成了以 12 家优质技术型企业为核心的化工新材料平台公司的格局。

图表1 昊华科技发展历程

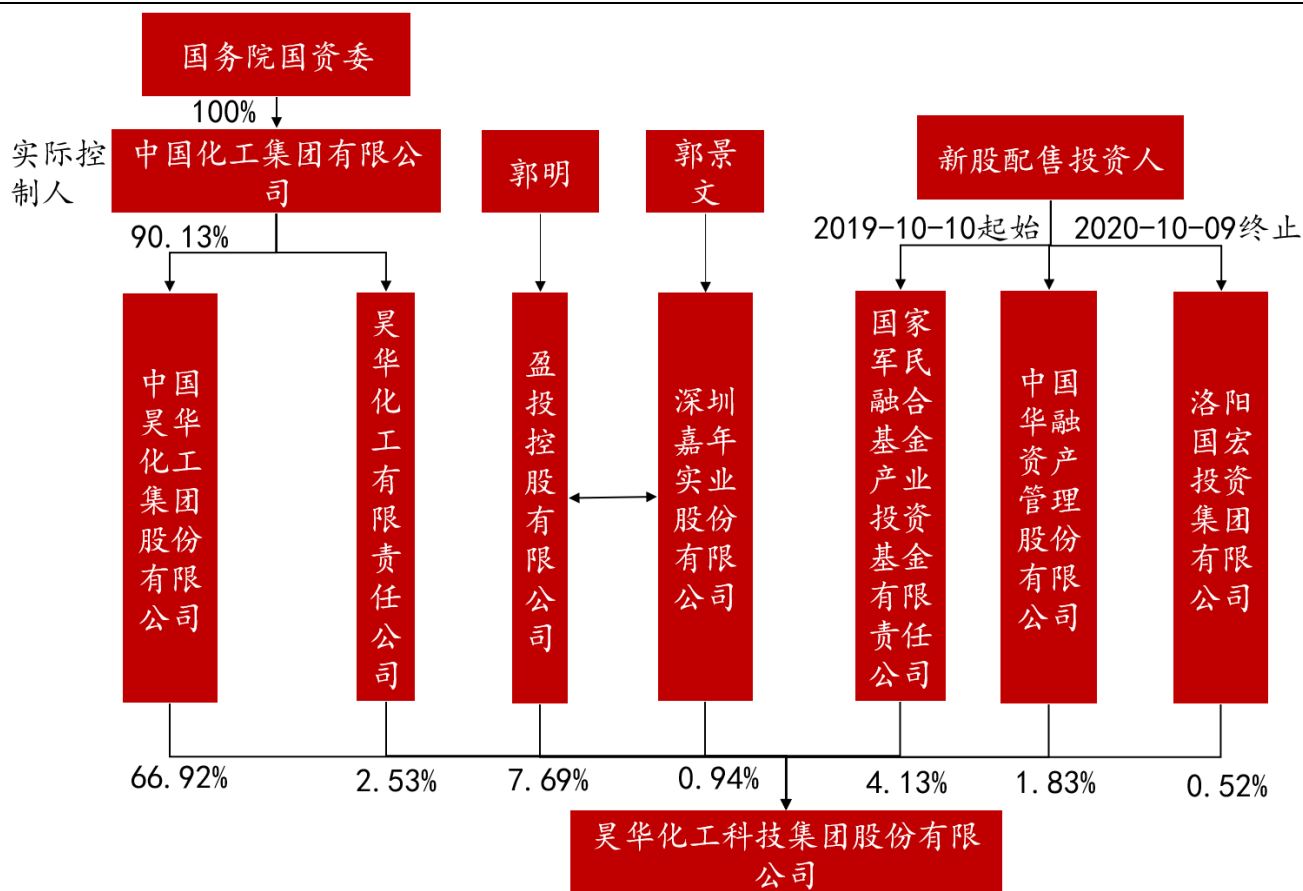


资料来源：公司公告，华安证券研究所



公司实控人为中国化工集团，分别通过中国昊华化工集团（持有公司 66.92% 股权）和昊华化工有限责任公司（持有公司 2.53% 股权）共计持有公司 69.45% 股权。盈投控股和深圳嘉年实业股份有限公司（法人代表/董事长均为饶江山先生）共计持有公司 8.63% 股权。其中，盈投控股持有公司 7.69% 股权，2013 年 9 月通过增持方式成为公司前身天科股份第二大股东，并于 2015 年 10 月尝试改选董事会失败，后天科股份实控人仍为昊华化工集团。2019 年 10 月，昊华科技通过非公开方式向国家军民融合产业基金、中国华融资产、洛阳国宏投资发行股份，现阶段分别持有公司 4.13%、1.83%、0.52% 的股权，该部分股权解锁期至 2020 年 10 月 9 日。

图表2 2019 年公司股权结构图



资料来源：公司年报，华安证券研究所

中国化工集团现阶段通过子公司、孙公司控股 8 家 A 股上市公司，分别为昊华科技、风神股份、克劳斯、沧州大化、安道麦 A、荃银高科、安迪苏、沈阳化工，分别涉及化工新材料、轮胎、化工机械、尿素及 TDI、农化、种子、动物营养添加剂、氯碱及石油化工等领域。其中，昊华科技是唯一以高科技型化工新材料为核心主营业务的平台型上市公司，在中国化工集团上市公司业务体系中占据了重要地位。

图表3 2019 年中国化工集团股权结构图

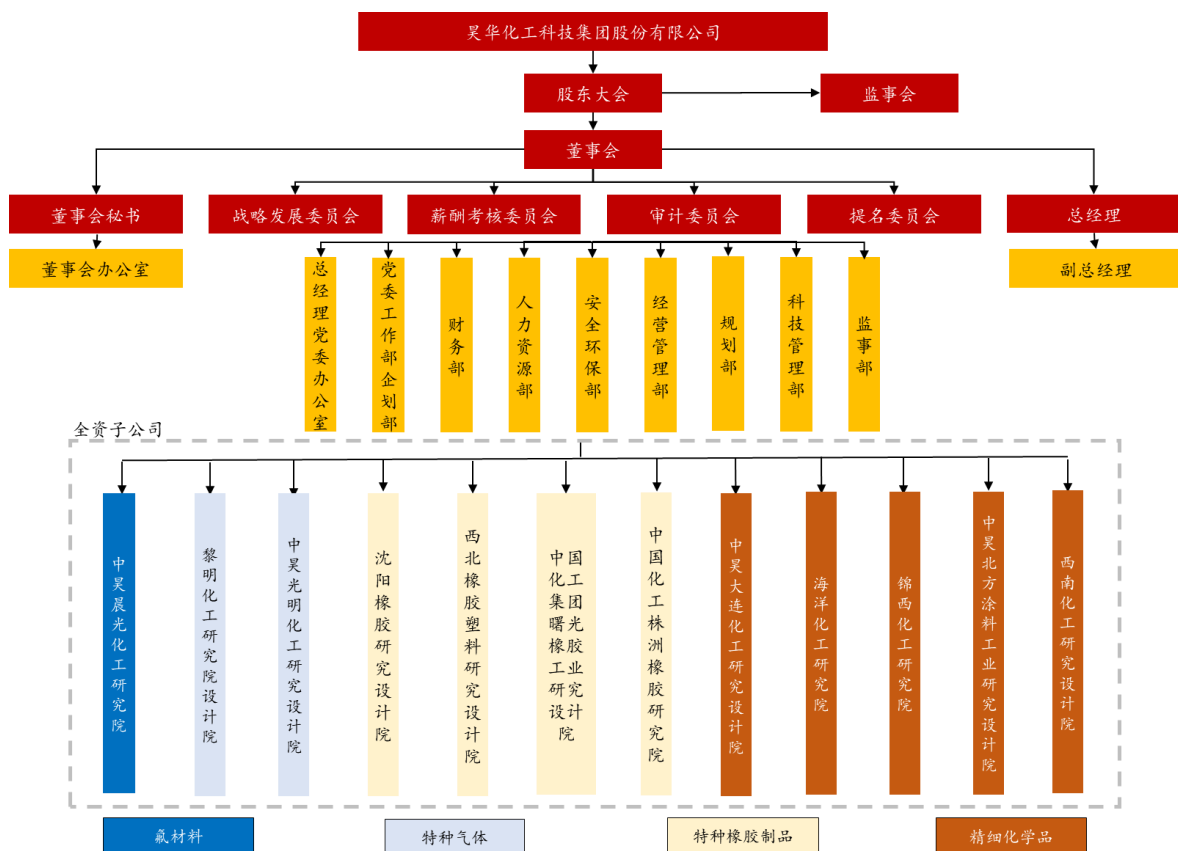


资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司核心子公司由国有科研院所改制而来。改制过程分为三步，首先由科研院性质的事业单位向全民所有制企业转变，然后进一步转制成为有限责任公司，最后通过股权转让成为上市公司体内资产。

公司各子公司均为各自细分领域技术领先的优质资产。中昊晨光化工研究院为国内知名的含氟材料生产科研单位；西北橡胶塑料研究设计院为某型号战斗机橡胶制件核心供应商，同时承担了“长征”系列火箭大尺寸高温密封硅胶密封橡胶圈的配套任务；锦西院为某型飞机装配密封胶的供应商。昊华科技子公司成立时间普遍较早，在各自细分领域深耕多年，积累了大量先进技术及优秀人才，伴随着激励机制的不断完善，公司将有望依托人才和技术优势，实现业绩的长期增长。

图表4 2019 年公司对子公司管理的架构示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司旗下有四大主营产品业务，分别为氟材料、特种气体、特种橡塑制品和精细化学品。

氟材料业务主体为晨光院，主要产品包括 PTFE 树脂、氟橡胶、含氟化学品，晨光院业务还涉及有机硅和工程塑料；

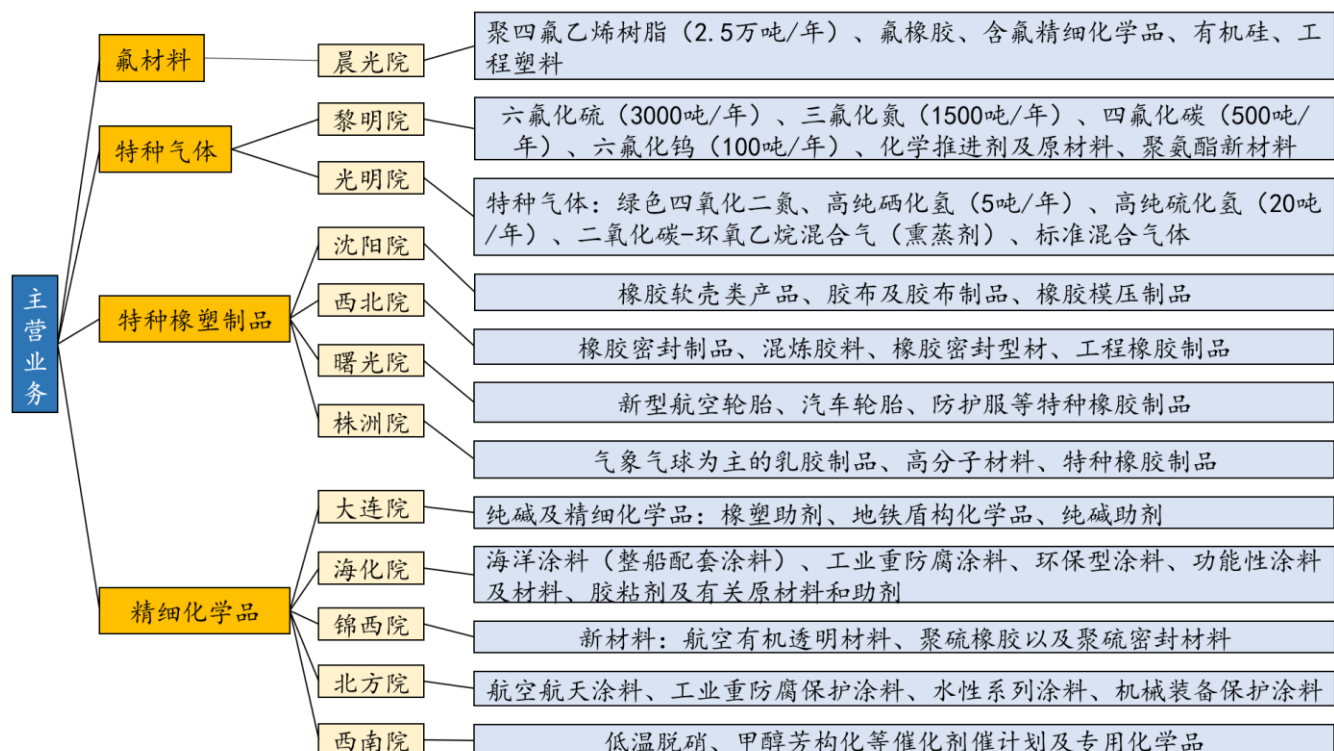
特种气体业务主体为黎明院和光明院，黎明院主要产品包括三氟化氮、六氟化硫等化学气体，以及聚氨酯等材料，光明院则主攻电子碘化氢、硫化氢特种气体；

橡塑制品方面，沈阳院主要涉及橡胶管材及模压制品，主要用于软管传输场景。西北院主攻油密封橡胶领域，其产品应用于国家重点型号的战斗机、运输机，以及航天系统的火箭导弹领域，同时公司还大批量供应机械及石油勘探所用密封橡胶制件。曙光院主要涉及轮胎防护服等减震抗暴气密领域橡胶。株洲院则擅长于以气象气球为代表的乳胶制品。

精细化学品方面，大连院主要为纯碱及精细化学品，涉及各类橡塑助剂。海化院和北方院为专业的涂料研究制造企业，前者偏重于海洋应用环境下的各类防腐涂料，其产品也应用于工业、环保和功能性防腐领域；后者则主攻航空航天应用场景的涂料。锦西院主营产品为航空透明材料和聚硫密封橡胶，应用于战斗机、运输机、直升机座舱盖，以及战斗机装配过程所使用的金属密封胶。西南院主要从事“工业味精”催化剂的研发和生产工作。



图表5 昊华科技主要子公司及业务



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

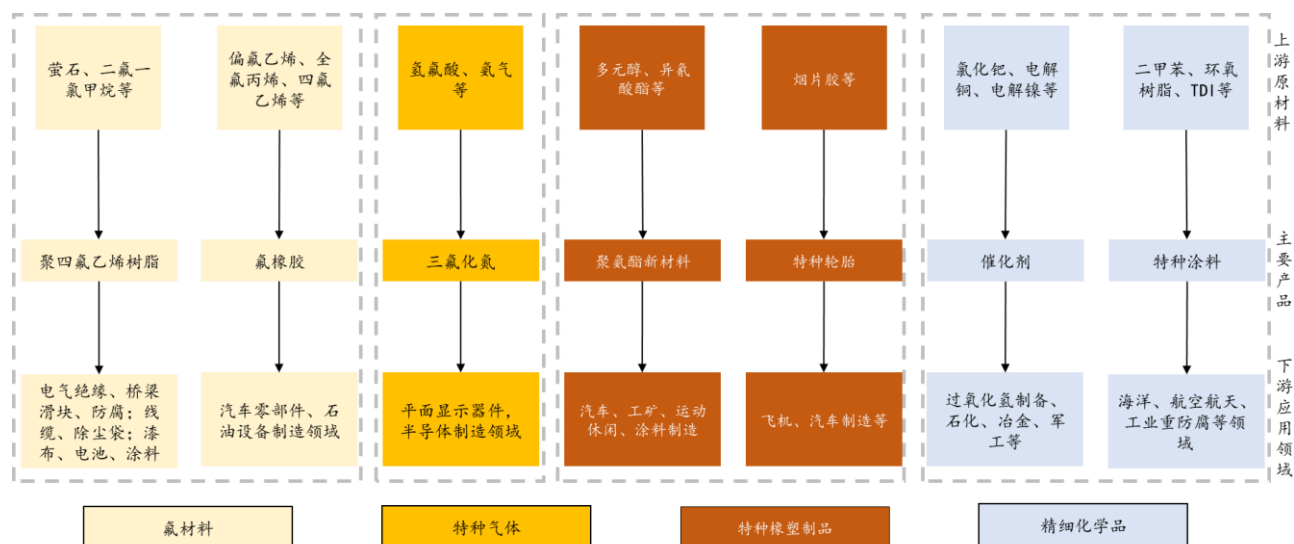
图表6 各子公司的历史沿革

| 子公司 | 主营业务  | 历史沿革   | 地域   |
|-----|---|--|------|
| 晨光院 | 聚四氟乙烯树脂、氟橡胶、含氟精细化学品、有机硅、工程塑料                        | 1965 年由全国 24 家科研院所内迁四川自贡组建, 1999 年转制为全民所有制企业, 2012 年改制设立有限公司, 全资股东为中国昊华, 2017 年中国昊华增资 1,591.88 万元, 2018 年被天科股份全资收购 | 四川自贡 |
| 黎明院 | 工业过氧化氢、六氟化硫、三氟化氮; 化学推进剂原材料、聚氨酯新材料                   | 1965 年在青海组建, 1999 年转制为国有独资企业, 2012 年改制为有限责任公司, 现隶属于中国化工  | 河南洛阳 |
| 光明院 | 特种气体: 绿色四氧化二氮、高纯硒化氢、高纯硫化氢、二氧化碳-环氧乙烷混合气 (熏蒸剂)、标准混合气体 | 1964 年组建, 1999 年转制为科技型企业, 2012 年改制为有限公司, 现隶属于中国化工  | 辽宁大连 |
| 沈阳院 | 橡胶软壳类产品、胶布及胶布制品、橡胶模压制品                              | 1958 年成立, 2015 年由全民所有制企业改制为有限公司, 2016、2017 年股东由中国化工科学研究院变更为中国化工集团公司, 后至中国昊华  | 辽宁沈阳 |
| 西北院 | 橡胶密封制品、混炼胶料、橡胶密封型材、工程橡胶制品                           | 1965 年成立, 1999 年转制为科技型企业, 2014 年改制为有限公司, 2018 年随中国昊华下属 11 家科技型企业整体上市   | 陕西咸阳 |
| 曙光院 | 新型航空轮胎、汽车轮胎、防护服等特种橡胶制品                              | 1970 年成立, 1999 年转制为科技型企业, 2010 年纳入三级公司管理, 2012 年划转至中国化工科学研究院, 隶属于中国化工集团公司, 为国有独资公司                                 | 广西桂林 |

|     |  |   |       |
|-----|--|---|-------|
| 株洲院 | 气象气球为主的乳胶制品、高分子材料、特种橡胶制品                         | 1964 年成立，2006 年成为中国化工下述全民所有制企业，2014 年改制为有限公司                  | 湖南株洲  |
| 大连院 | 纯碱及精细化学品：橡塑助剂、地铁盾构化学品、纯碱助剂                       | 1959 年成立，2012 年 6 月改制为有限公司，现隶属于中国昊华                           | 辽宁大连  |
| 海化院 | 海洋涂料（整船配套涂料）、工业重防腐涂料、环保型涂料、功能性涂料及材料、胶粘剂及有关原材料和助剂 | 1979 年成立，1999 年转制为企业法人，2000 年工商注册                             | 山东青岛  |
| 锦西院 | 新材料：航空有机透明材料、聚硫橡胶以及聚硫密封材料                        | 1958 年成立，1999 年由事业单位转制为企业，2012 年改制为有限公司，现隶属于中国昊华              | 辽宁葫芦岛 |
| 北方院 | 航空航天涂料、工业重防腐保护涂料、水性系列涂料、机械装备保护涂料                 | 1969 年由天津迁建兰州，1999 年转制为科技型企业，2012 年改制为国有独资，现隶属于中国昊华化工集团股份有限公司 | 甘肃兰州  |
| 西南院 | 石油化工技术：低温脱硝、甲醇芳构化等催化剂催计划及专用化学品                   | 1958 年成立，1999 年转制为科技企业，2012 年改制为有限责任公司                        | 四川成都  |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表7 公司主要产品及上下游情况

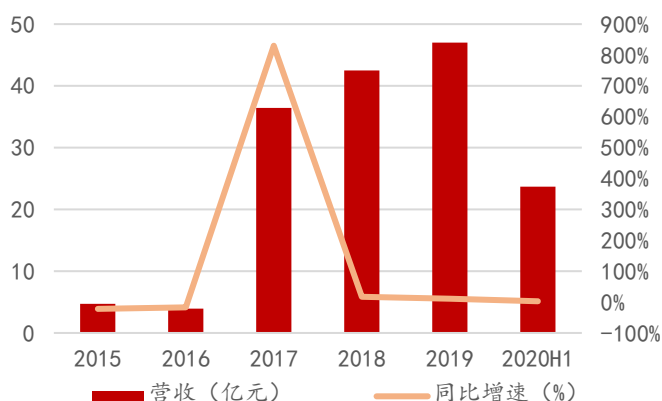


资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 1.2 财务指标良好的新材料公司

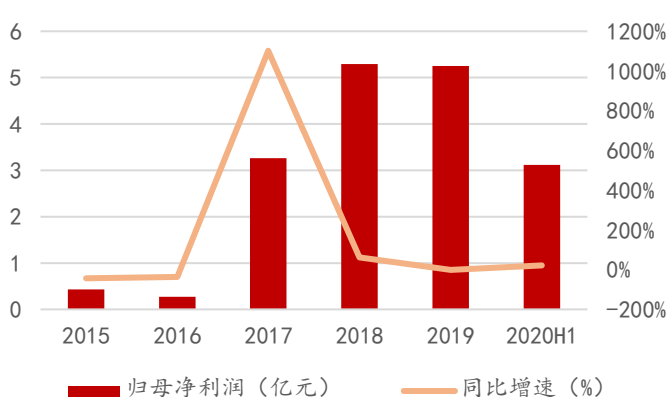
2017~2019 年，公司总体营收和归母净利润稳中有增，展现了良好的业务稳定性。公司下游客户涉及领域较为广泛，公司凭借在各个领域的技术优势，与下游客户确立了较为稳固的供应关系。公司各个业务领域有大量的军品配套项目，军工项目具有较强的盈利能力，公司能凭借其核心技术优势，充分受益于国家军工产业的快速发展趋势。

图表8 公司总体营收情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

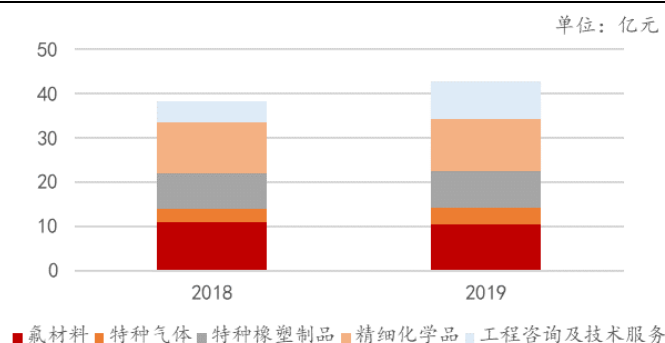
图表9 公司归母净利润情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

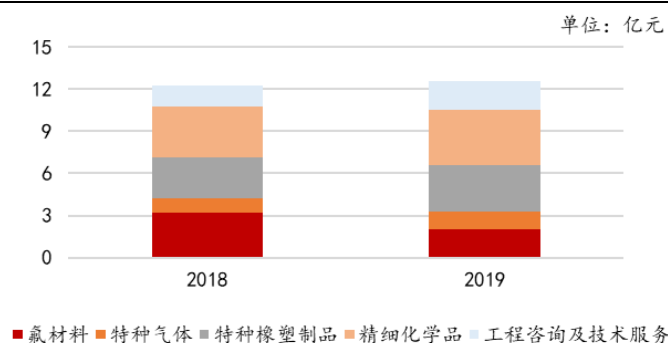
公司工程咨询及技术服务领域营收及毛利润增长较快，营收由 2018 年的 4.68 亿元快速增长至 2019 年的 8.63 亿元，增速高达 84.4%；毛利润由 1.48 亿元增长至 1.99 亿元，同比增速 34.46%。公司及子公司拥有多个甲级工程设计和工程咨询资质，掌握天然气化工、煤化工、碳一化工、工业排放气净化与综合利用、节能环保及其他化工多个领域的技术开发和工程设计能力，优秀的工程设计及服务能力是技术平台型公司的核心价值，该项能力将是未来产业整合的核心要素。

图表10 公司各个业务板块营收情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表11 公司各个业务板块毛利润情况

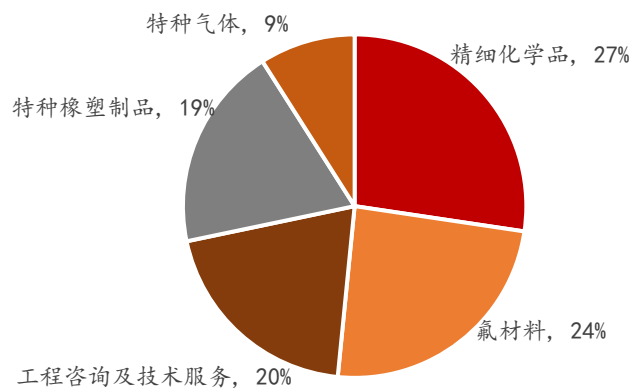


资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司各个业务板块营收比例较为均衡，特种橡塑产品具有较强的盈利能力，其 2018-2019 年毛利率均高于 35%。特种橡塑制品下游较为分散，定制化、专用

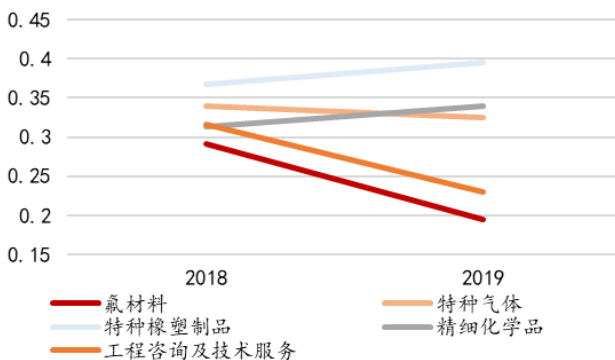
化属性较强，通常属于为特殊应用场景专门设计制造的高附加值产品。特种橡塑制品领域军品占比相对较高，也提高了该业务板块的毛利率。

图表12 公司各个业务板块收入占比



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表13 公司各个业务板块毛利率情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

### 1.3 军品业务被低估

公司旗下拥有 11 家具备武器装备科研生产许可证及相关保密资质的科技型军工配套企业，承担了国家众多武器装备配套项目的科研生产任务。其中，晨光院的高性能工程塑料为主要军工产品，2018H1 其军品营收 1610 万元，占总营收比例为 2.6%；黎明院的化学推进剂产品全部向军用火箭、导弹主机厂供货，2018H1 军品营收 6965 万元，占总营收的 16%；西北院的橡胶密封制品供应了我国主要战斗机、运输机密封制品型号，2018H1 西北院军品业务实现营收 5443 万元，占总营收的 37%；曙光院的航空轮胎 100% 为我国主力机型的配套产品，2018H1 曙光院军品业务实现营收 5896 万元，占其总营收的 93%；光明院的胶布胶管产品广泛应用于各类航空航天装备，2018H1 其军品业务实现营收 4147 万元，占其总营收的 87%；海化院负责我国海洋舰船涂料的研发生产，2018H1 其实现军品业务营收 2381 万元，占其总营收的 27%。

图表14 公司主营产品中军品业务占比

| 主营产品               | 各产品中军品情况  | 2016  | 2017  | 2018H1 |
|--------------------|-----------|-------|-------|--------|
| 工程塑料<br>(晨光院)      | 军品收入 (万元) | 324.5 | 242.6 | 920.5  |
|                    | 收入占比 (%)  | 22%   | 18.9% | 58.5%  |
|                    | 毛利率 (%)   | 37.4% | 43.9% | 12.8%  |
| 化学推进剂及原材料<br>(黎明院) | 军品收入 (万元) | 10908 | 12024 | 6965   |
|                    | 收入占比 (%)  | 100%  | 100%  | 100%   |
|                    | 毛利率 (%)   | 43.2% | 39.9% | 42.9%  |
| 橡胶密封制品<br>(西北院)    | 军品收入 (万元) | 9082  | 12163 | 4980   |
|                    | 收入占比 (%)  | 69%   | 75%   | 56%    |
|                    | 毛利率 (%)   | 45%   | 50%   | 49%    |
| 航空轮胎<br>(曙光院)      | 军品收入 (万元) | 6544  | 5895  | 4808   |
|                    | 收入占比 (%)  | 100%  | 100%  | 100%   |
|                    | 毛利率 (%)   | 39%   | 32%   | 43%    |
| 胶布胶管制品<br>(沈阳院)    | 军品收入 (万元) | 6341  | 6706  | 3465   |
|                    | 收入占比 (%)  | 85%   | 90%   | 96%    |
|                    | 毛利率 (%)   | 45%   | 52%   | 66%    |
| 舰船涂漆<br>(海化院)      | 军品收入 (万元) | 8528  | 6409  | 2381   |
|                    | 收入占比 (%)  | 76%   | 64%   | 73%    |
|                    | 毛利率 (%)   | 50%   | 44%   | 58%    |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

根据我们测算，2016 年、2017 年、2018 年上半年，公司所有子公司军品业务共计实现营收 5.49、5.78、3.18 亿元，实现毛利润 2.22、2.37、1.37 亿元，军品业务营收占比为 19.2%、18.5%、18.8%，军品业务毛利占比达到 31%、25%、26%。军品业务是公司主营业务的重要一环，是公司业务的基石，2016-2018 年公司军品业务营收占比稳定在 20% 左右，贡献了公司 30% 左右的毛利润。公司军品业务毛利率总体维持在 40% 以上，部分产品毛利率能够维持在 50-60% 的高位，展现了军品业务良好的盈利能力。

图表15 军品业务增长，或成为公司主要成长点

|            | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (亿元) | 28.53 | 31.19 | 41.82 | 47.01 | 56.37 |
| 毛利润 (亿元)   | 7.20  | 9.44  | 12.99 | 13.44 | 16.29 |
| 净利润 (亿元)   | 1.02  | 1.87  | 5.25  | 5.25  | 6.41  |
| 军品营收 (亿元)  | 5.49  | 5.78  | 7.51  | 9.77  | 12.69 |
| 军品毛利 (亿元)  | 2.22  | 2.37  | 3.06  | 4.09  | 5.33  |
| 军品毛利率 (%)  | 40.5% | 41.0% | 40.7% | 41.9% | 41.9% |
| 军品净利润 (亿元) | 0.75  | 0.74  | 1.38  | 1.68  | 2.23  |
| 军品净利率 (%)  | 13.6% | 12.8% | 18.3% | 18.0% | 17.9% |

资料来源：公司公告，华安证券研究所



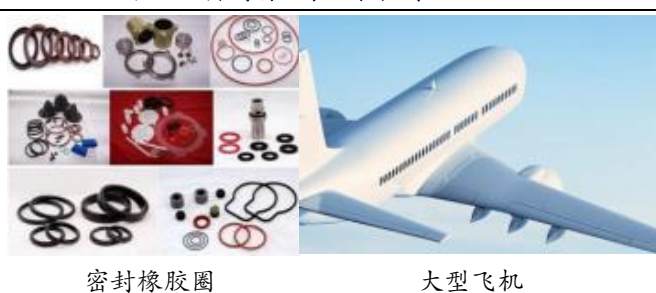
近年来我国加大了对武器装备科研生产的投资采购力度,军费增速连续 10 年保持在 6% 以上,同时更多的资源向航空航天、导弹、大型作战舰艇等高技术装备倾斜。公司军品业务与先进战斗机、固体推进弹道导弹、大型作战舰艇等先进装备直接相关,生产配套了大量关键材料,未来将充分受益于高技术武器装备快速列装趋势。

图表16 曙光院航空轮胎应用案例



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表17 西北院密封橡胶应用案例



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表18 黎明院化学推进剂应用领域



资料来源：百度图片，华安证券研究所

图表19 海化院院航海涂料应用领域



资料来源：百度图片，华安证券研究所

公司军品业务自 2018 年起营收和净利润贡献开始快速增长。根据估算,2018、2019 年军品业务净利润估算金额达到 1.38、1.68 亿元,2020 年军品业务预计将实现净利润 2.23 亿元,占公司净利润总额的 34.8%,成为公司重要的利润来源。昊华科技军品板块营收净利润稳定增长,且产品均为国家重点型号的重要配套材料/零件。我们选取军工材料领域光威复材、中简科技、北摩高科作为可比公司,上述公司 2020 年平均估值约 77 倍,考虑昊华科技军品业务集中度低于可比公司,给与其军品板块 60 倍估值,对应市值 134 亿元。公司民品领域以高端氟材料及电子特种气体为主,具有国内领先的技术优势和国产替代的大趋势加成,预计 2020 年民品领域将实现净利润 4.18 亿元,给与其民品板块 30 倍 PE 进行中性估算,对应贡献市值 124 亿元。我们认为公司军品业务价值被低估,未来有较大的估值修复空间。

图表20 昊华科技与可比公司估值对比

| 股票代码      | 股票简称 | 市值<br>(亿元) | 营业收入 (亿元) |       |       | 归母净利润 (亿元) |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|------------|-----------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |            | 2019A     | 2020E | 2021E | 2019A      | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |
| 300699.SZ | 光威复材 | 371        | 17.15     | 21.61 | 28.46 | 5.22       | 6.92  | 9.49  | 45    | 54    | 39    |
| 300777.SZ | 中简科技 | 196        | 2.34      | 3.78  | 6.02  | 1.37       | 2.09  | 3.26  | 82    | 95    | 60    |
| 002985.SZ | 北摩高科 | 249        | 4.14      | 5.4   | 7.05  | 2.12       | 3.0   | 4.0   | 81    | 83    | 62    |
| 886015    | 航天军工 |            |           |       |       | 50         | 90    | 180   | 70    | 120   | 61    |
| 平均值       |      |            |           |       |       |            |       |       | 69    | 77    | 54    |
| 600378.SH | 昊华科技 | 194        | 47.0      | 56.4  | 65.2  | 5.25       | 6.41  | 7.24  | 21    | 30    | 27    |

备注：市值数据截至9月18日收盘

资料来源：wind，华安证券研究所

## 2 核心子公司占据细分领域技术领先地位

公司主要业务主体均由化工新材料领域久负盛名的科研院所改制而来，各子公司在各自领域深耕多年，具有丰富的技术、人才积累和业务经验，占据了细分领域的技术高地。在完成改制并纳入昊华科技以来，公司各个业务领域均焕发了新的活力，在灵活高效的激励机制下，公司有望凭借技术优势，实现业绩的快速增长。

### 2.1 晨光院为公司含氟化学品/材料业务主要载体，是国内该领域龙头企业

晨光院为原化工部直属的科技型企业，以有机氟材料作为主导产业，在有机氟材料领域耕耘五十多年，集研究开发、工程设计、成果产业化、生产经营于一体，积累了大量先进技术。公司自主研制的高中压缩比聚四氟乙烯分散树脂产品为国内首创，替代进口产品实现了 5G 线缆的配套。公司第二代低蠕变聚四氟乙烯悬浮树脂填补国内空白。在环保型分散液、玻璃漆布、水性涂料等领域，公司也有大量的技术创新产品取得了良好的应用效果。公司目前氟橡胶产能已达 7000 吨/年，国内第一；氟树脂产能达 2.5 万吨/年，国内第二；二氟一氯甲烷、四氟乙烯、六氟丙烯等中间体实现配套，部分产品产能居国内前茅。

图表21 晨光院的产品结构与上下游关系



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

公司产品主要面向民营领域销售，用于下游具体含氟塑料/橡胶制件的的生产。公司销售模式以经销为主，前五大客户（2018 年上半年）均为氟化工产品贸易公司，客户集中度不高，前五大客户占据总销售量的 19.29%。

图表22 晨光院前五大客户情况（2018 年 1-6 月）

| 客户名称        | 销售内容        | 销售金额（万元） | 占比（%） |
|-------------|-------------|----------|-------|
| 深圳市吉瑞化工有限公司 | 全氟烷基乙基丙烯酸酯等 | 3568.85  | 5.43  |
| 上海安远贸易有限公司  | 分散液等        | 2995.14  | 4.56  |
| 四川西艾氟科技有限公司 | 四氟乙烯等       | 2554.58  | 3.89  |
| 玉环县三泰工贸有限公司 | 悬浮树脂、分散树脂等  | 1878.00  | 2.86  |
| 上海奔鸿贸易有限公司  | 悬浮树脂、分散树脂等  | 1675.24  | 2.55  |
| 合计          |             | 12671.81 | 19.29 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

晨光院主营业务聚四氟乙烯（PTFE）产能位于全国前列，公司以 2.5 万吨/年的产能占了全国 17.9% 的份额，仅次于东岳集团。公司产品以高技术含量、高性能为主要竞争力，产品价格处于国内生产企业较高水平。

图表23 国内主要 PTFE 生产企业

| 企业名称  | 产能（万吨） | 在建产能（万吨） | 所占份额  | 所在省份 | 企业名称  | 产能（万吨/年） | 在建产能（万吨/年） | 所占份额 | 所在省份 |
|-------|--------|----------|-------|------|-------|----------|------------|------|------|
| 东岳集团  | 5.5    | 2        | 31.3% | 山东省  | 山东华氟  | 0.3      | -          | 2.7% | 山东省  |
| 中昊晨光  | 2.5    | 0.5      | 17.9% | 江苏省  | 重庆新氟  | 0.2      | -          | 1.8% | 重庆市  |
| 巨圣氟化学 | 1.5    | -        | 13.4% | 浙江省  | 永和    | 0.1      | -          | 0.9% | 浙江省  |
| 常熟三爱富 | 1      | -        | 8.9%  | 江苏省  | 氟尔新材料 | 0.1      | -          | 0.9% | 山东省  |
| 江西理文  | 0.7    | -        | 6.3%  | 江西省  | 山东鲁西  | 0.1      | -          | 0.9% | -    |
| 山东瑞特  | 0.6    | -        | 5.4%  | 山东省  | 鲁北化工  | 0.5      | -          | -    | -    |
| 江苏梅兰  | 0.6    | -        | 5.4%  | 江苏省  | 福建永和  | 0.5      | -          | -    | -    |
| 福建三农  | 0.5    | -        | 5.4%  | 福建省  | 总计    | 14.7     | 2.5        | -    | -    |

资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

图表24 国内 PTFE 价格分布

| 单位：万元/吨 | 悬浮中粒 | 悬浮细粉 | 分散（生料带）树脂 | 分散乳液 |
|---------|------|------|-----------|------|
| 中昊晨光    | 3.8  | 4.5  | 4.6       | 3.2  |
| 山东东岳    | 3.8  | 4.5  | 4.7       | 3.3  |
| 江苏梅兰    | 3.8  | 4.3  | -         | -    |
| 福建三农    | 3.8  | 4.3  | 4.6       | 3.2  |
| 浙江巨化    | 3.6  | 4.2  | 4.5       | 3    |
| 山东华氟氟化工 | 3.8  | 4.3  | -         | -    |
| 江西理文    | -    | -    | 4.8       | -    |

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

2020H1，在国内下游需求受到疫情严重影响的情况下，晨光院仍然克服困难，实现了营收利润的正增长，上半年实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 11.67%。

图表25 晨光院实现归母净利润额

|     | 年份          | 2018 | 2019    | 2020H1 |
|-----|-------------|------|---------|--------|
| 晨光院 | 实现归母净利润（亿元） | 1.86 | 1.27    | 0.6    |
|     | 同比增长（%）     | ——   | -31.65% | 11.67% |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

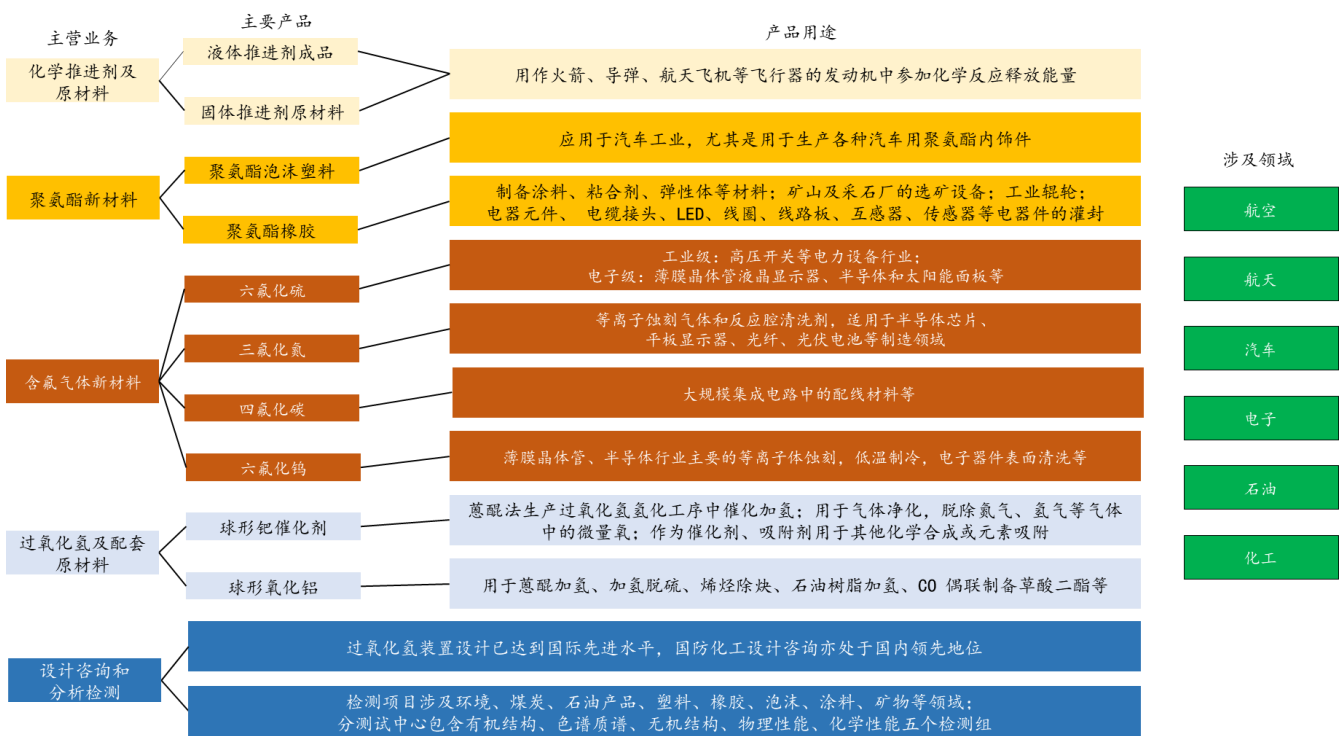
## 2.2 黎明院和光明院为公司特种气体业务板块实施单位

黎明院是国内最早从事六氟化硫研发的企业，也是国内仅有的高纯度六氟化硫研制企业。2019 年黎明院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了较高的运营水平，黎明院已成为国内领先三氟化氮供应商。公司自主研发生产的碘化氢和绿色四氧化二氮等，已成功实现进口替代，在细分领域具有领先优势。

目前黎明院正积极开展电子级六氟化钨研发及产业化，主要研究内容是通过现有工艺放大优化，连续稳定制备 5N 纯度的电子级六氟化钨产（产能 100 吨/年），顺利投产后预计将每年实现销售收入 6000 万元。目前，该项目已完成工艺放大优化并制备出合格产品，并逐步向客户供货。



图表26 黎明院的产品结构与上下游关系



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

黎明院主营业务特种气体主要供应京东方、华星光电等显示器生产企业，聚氨酯弹性材料则顺利进入比亚迪的供应链体系。黎明院火箭、导弹、航天领域的化学推进剂等业务也占据了一定的营收比例。

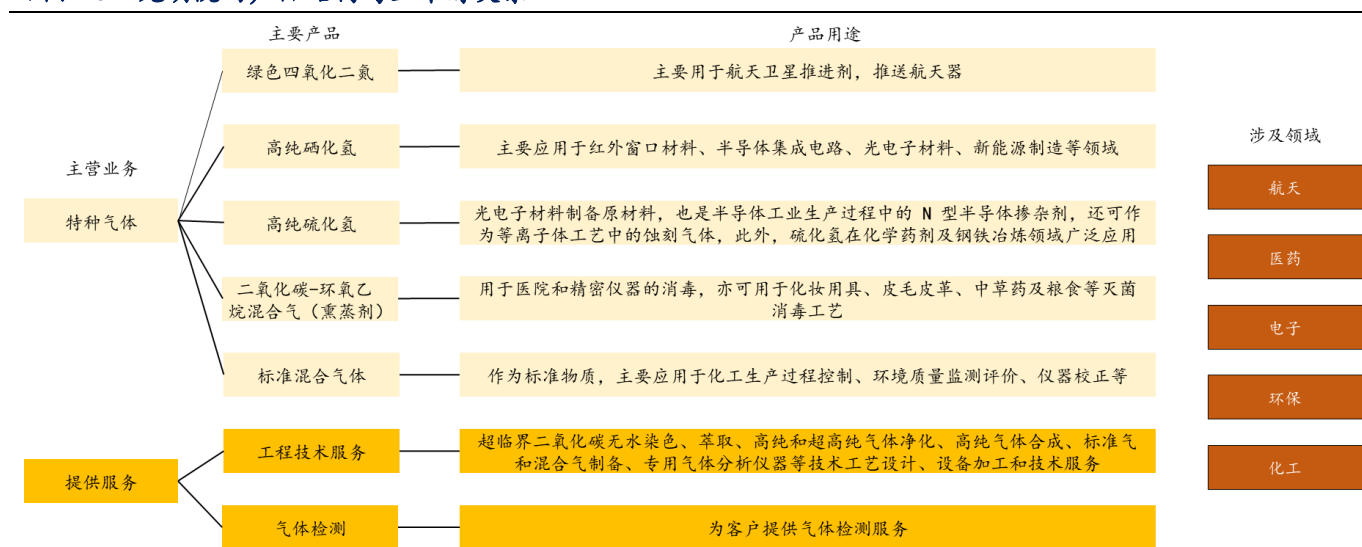
图表27 黎明院前五大客户情况 (2018 年 1-6 月)

| 客户名称            | 销售内容             | 销售金额 (万元) | 占比 (%) |
|-----------------|------------------|-----------|--------|
| 京东方             | 六氟化硫、三氟化氮等       | 8331.17   | 16.75  |
| 深圳市比亚迪供应链管理有限公司 | 高回弹组合料等          | 5828.79   | 11.72  |
| 郑州精益达汽车零部件有限公司  | 长/短玻纤组合料、高回弹组合料等 | 5350.21   | 10.76  |
| 深圳市华星光电技术有限公司   | 六氟化硫、三氟化氮等       | 2262.50   | 4.55   |
| JG-LM-002       | ***              | 1612.60   | 3.24   |
| 合计              |                  | 23385.27  | 47.02  |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

黎明院主要专业方向包括特种（电子）气体研发生产、气体工程技术设计开发、气体检测技术服务、高纯气体专用分析仪器研发、气体行业技术信息服务；军品配套新材料研制及相关技术研发；二氧化碳超临界流体工程技术研发、设计与装备；水处理技术及工程应用；全国气体行业质量监督检测。黎明院服务的下游行业有信息技术、新能源、节能环保国家三大战略新兴产业，航天、军工电子、石油化工、煤化工、装备制造、环境保护、医疗、科学研究等国民经济支柱产业。

图表28 光明院的产品结构与上下游关系



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

图表29 光明院前五大客户情况 (2018 年 1-6 月)

| 客户名称         | 销售内容      | 销售金额 (万元) | 占比 (%) |
|--------------|-----------|-----------|--------|
| JG-GM-001    | ****      | ****      | ****   |
| 无锡华润上华科技有限公司 | 电子气体等     | 123.75    | 5.35   |
| 锦州华昌光伏科技有限公司 | 油气排放处理装置等 | 105.76    | 4.57   |
| 大连举扬科技股份有限公司 | 硫化氢等      | 90.54     | 3.91   |
| 有研国晶辉新材料有限公司 | 工业气体等     | 86.80     | 3.75   |
| 合计           |           | ****      | ****   |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

光明院的营收额相对较小，其主营业务硒化氢及硫化氢特种气体由于下游应用受到限制，整体需求量不足，因此产能也相对较小。公司拥有 5 吨/年的硒化氢气体产能以及 20 吨/年的电子级硫化氢气体产能。

图表30 黎明院/光明院特种气体产品及产能

| 子公司 | 主要产品 | 产品用途   | 产能 (吨/年)             |
|-----|------|--|----------------------|
| 黎明院 | 三氟化氮 | 等离子蚀刻气体和反应腔清洗剂, 适用于半导体芯片、平板显示器、光纤、光伏电池等制造领域                                    | 500+1000 (在建)        |
|     | 六氟化硫 | 工业级: 高压开关等电力设备行业; 电子级: 薄膜晶体管液晶显示器、半导体和太阳能面板等                                   | 2500 (工业) +500 (高纯度) |
|     | 四氟化碳 | 大规模集成电路中的配线材料等   | 200                  |
|     | 六氟化钨 | 薄膜晶体管、半导体行业主要的等离子体蚀刻, 低温制冷, 电子器件表面清洗等  | 100                  |
| 光明院 | 硒化氢  | 主要应用于红外窗口材料、半导体集成电路、光电子材料、新能源制造等领域   | 5                    |
|     | 硫化氢  | 光电子材料制备原材料, 也是半导体工业生产过程中的 N 型半导体掺杂剂, 还可作为等离子体工艺中的蚀刻气体, 此外, 硫化氢在化学药剂及钢铁冶炼领域广泛应用 | 20                   |

资料来源: 黎明院, 光明院官网, 公司公告, 华安证券研究所

2020H1, 黎明院和光明院均实现了营收和净利润的快速增长, 其中黎明院实现归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 21.88%; 光明院实现归母净利润 0.17 亿元, 同比增长 29.07%。

图表31 黎明院/光明院实现归母净利润额

|     | 年份           | 2018 | 2019    | 2020H1 |
|-----|--------------|------|---------|--------|
| 黎明院 | 实现归母净利润 (亿元) | 0.99 | 1.25    | 0.77   |
|     | 同比增长 (%)     | —    | 27%     | 21.88% |
| 光明院 | 实现归母净利润 (亿元) | 0.09 | 0.076   | 0.17   |
|     | 同比增长 (%)     |      | -15.63% | 29.07% |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

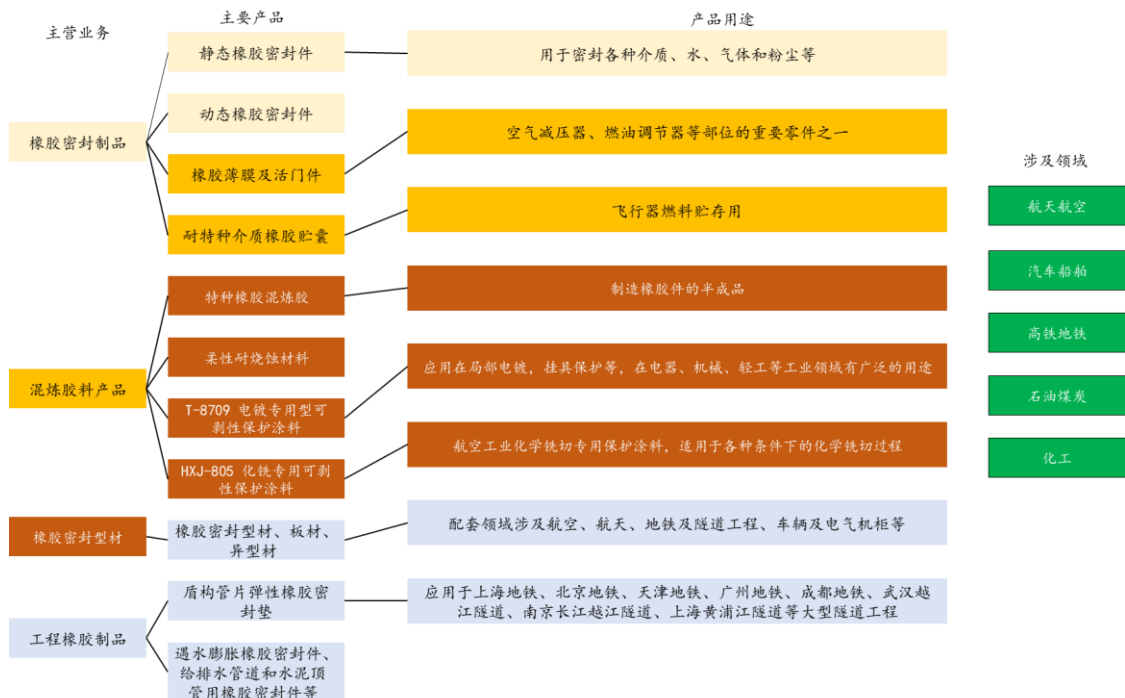
## 2.3 西北院/沈阳院/曙光院/株洲院是公司特种橡塑产品的主要经营主体

西北院是国内专业从事橡胶密封制品、特种橡胶制品、橡胶专用材料研发与生产的科技型企业。主要从事特种橡胶密封制品、橡胶密封型材、特种橡胶混炼胶、工程橡胶制品、聚氨酯橡胶制品、橡胶薄膜、耐特种介质橡胶囊、柔性耐烧蚀绝热材料等系列产品的开发研究。配套领域主要有航空、航天、兵器、船舶、高速铁路、清洁能源、电子信息等。

目前西北院正在开展航空发动机短舱用防火橡胶密封型材的研制项目, 研究内容是针对飞机发动机短舱对防火、密封以及耐油性等要求开发 1100°C × 15min 不烧穿的防火密封橡胶型材, 主要配套中国商用发动机 CJ-

1000AX 验证机，实现防火密封件国产化。该项目目前已完成氟硅橡胶材料的研制。

图表32 西北院的产品结构与上下游关系



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

西北院是公司特种橡塑制品业务的主要承担单位，其客户来源较为分散，2018 年上半年前五大客户销售占比为 19.52%，低于特种橡塑制品板块其他子公司。特种橡塑板块军工业务比例较高，为各类战斗机、运输机、航天火箭等装备提供密封制件、航空轮胎、辅助材料等军工产品，军工业务能够带来较为稳定的营收，同时军品业务的高技术属性使得子公司在各自的细分领域具有较强的技术优势。在军民融合的大背景下，军用技术向民品转化趋势日渐明显，将有望增强公司各类产品的竞争力和盈利水平。

图表33 西北院/沈阳院/曙光院/株洲院前五大客户情况 (2018 年 1-6 月)

|     | 客户名称                     | 销售内容        | 销售金额 (万元) | 占比 (%) |
|-----|--------------------------|-------------|-----------|--------|
| 西北院 | JG-XB-001                | 橡胶密封制品等     | 1428.33   | 9.17   |
|     | 南京晨光集团有限责任公司             | 橡胶密封制品等     | 470.60    | 3.02   |
|     | 中国水利水电第七工程局有限公司          | 工程橡胶制品等     | 421.04    | 2.70   |
|     | JG-XB-004                | 橡胶密封制品等     | 362.22    | 2.33   |
|     | JG-XB-002                | 橡胶密封制品等     | 357.40    | 2.30   |
|     | 合计                       |             | 3039.58   | 19.52  |
| 沈阳院 | JG-SY-091                | 胶布、胶管等      | 1885.12   | 37.94  |
|     | JG-SY-121                | 胶布、胶管等      | 742.76    | 14.95  |
|     | JG-SY-117                | 胶布、杂品等      | 387.76    | 7.80   |
|     | JG-SY-122                | 胶布、杂品等      | 383.17    | 7.71   |
|     | JG-SY-279                | 胶管等         | 154.72    | 3.11   |
|     | 合计                       |             | 3553.53   | 71.52  |
| 曙光院 | JG-SG-001                | 航空轮胎等       | 2635.92   | 40.14  |
|     | JG-SG-003                | 航空轮胎等       | 736.50    | 11.22  |
|     | JG-SG-006                | 防护服等        | 576.43    | 8.78   |
|     | JG-SG-007                | 航空轮胎等       | 332.57    | 5.06   |
|     | 北奔重型汽车集团有限公司             | 汽车轮胎等       | 234.85    | 3.58   |
|     | 合计                       |             | 4516.27   | 68.78  |
| 株洲院 | 广州集泰化工股份有限公司             | 高分子材料-乳化沥清等 | 2461.91   | 32.38  |
|     | JG-ZZ-001                | 气象气球        | 1116.24   | 14.68  |
|     | 深圳市卓宝科技股份有限公司            | 高分子材料-防水乳液等 | 543.55    | 7.15   |
|     | 湖南云中再生科技有限公司             | 基质沥青等       | 226.17    | 2.98   |
|     | 000" Stroy mashkomplekt" | 气象气球        | 158.96    | 2.09   |
|     | 合计                       |             | 4506.83   | 59.28  |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2019 年，公司特种橡塑板块四个主要子公司总计实现归母净利润 1.47 亿元。其中，西北院贡献了最多的净利润，占该板块净利润的 46.26%。西北院主营的橡胶密封件产品定制化属性较强，产品毛利率较高，同时应用范围较为广泛，产品不局限于特殊应用场景或者军工领域，能够比较容易的实现先进技术的产业化，未来具有较大的营收增长潜力。



图表34 公司特种橡塑产品主要涉及领域及应用

| 子公司 | 主要产品                        | 应用领域                        |
|-----|-----------------------------|-----------------------------|
| 西北院 | 橡胶密封件                       | 航空、轨道盾构等军工及新兴产业             |
| 曙光院 | 以轮胎为主，非轮胎橡胶制品主要为防护服制品       | 航空、地面战车、化学救援等               |
| 沈阳院 | 飞机抗坠毁油箱、飞机输气管、海上钻井平台及战舰密封制品 | 航空、航海等军品及新兴产业               |
| 株洲院 | 非轮胎橡胶制品主要为气象气球、乳胶制品等特种橡胶制品  | 气象探测，建筑、包装等行业<br>隔音阻尼涂料原料领域 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2020H1，西北院和沈阳院业绩情况良好，其中西北院实现归母净利润 0.4 亿元，同比增长 15.9%；沈阳院实现归母净利润 0.14 亿元，同比大幅增长 52.98%。曙光院与株洲院则业绩出现下滑，曙光院上半年实现归母净利润 0.23 亿元，同比下降 28.3%；株洲院实现归母净利润 467 万元，同比下降 16.6%。

图表35 特种橡塑板块各主要公司实现归母净利润额

|     | 年份          | 2018  | 2019   | 2020H1 |
|-----|-------------|-------|--------|--------|
| 西北院 | 实现归母净利润（亿元） | 0.53  | 0.68   | 0.40   |
|     | 同比增长（%）     | ——    | 28.14% | 15.9%  |
| 曙光院 | 实现归母净利润（亿元） | 0.44  | 0.46   | 0.23   |
|     | 同比增长（%）     | ——    | 4.76%  | -28.3% |
| 沈阳院 | 实现归母净利润（亿元） | 0.19  | 0.26   | 0.14   |
|     | 同比增长（%）     | ——    | 33.78% | 52.98% |
| 株洲院 | 实现归母净利润（亿元） | 0.097 | 0.07   | 0.047  |
|     | 同比增长（%）     | ——    | -28%   | -16.6% |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.4 北方院/海化院/锦西院/大连院/西南院是公司精细化工品板块的经营主体

北方院和海化院主营涂料业务，其产品广泛应用于航空发动机、大飞机油箱、火箭、航母、驱逐舰、核工业等军工领域，主要满足了应用领域的防腐、阻燃、耐高温等需求。

图表36 公司涂料产品

| 子公司 | 门类       | 项目  | 用途或应用领域   |
|-----|----------|---|---|
| 北方院 | 特种功能性涂料  | 航空  | 航空发动机油管、空气管、壳体、叶片等部位的耐热防腐保护，飞机内外蒙皮的防护、装饰和标识，以及各类飞机零部件、结构件和设备的防护         |
|     |          | 油箱  | 大飞机油箱内壁的长效防护、民用各类成品油、原油储罐等容器设施的内壁防腐保护                                   |
|     |          | 航天  | 神舟系列飞船返回舱温度测定以及航天发动机热端部件温度分布的测量，不宜用热电测温的零部件表面温度测温                       |
|     |          |   | 火箭发射部位的耐高温保护  |
|     |          | 光纤  | 能量光纤的涂覆，如用于核爆模拟、大功率激光柔性传输领域，激光焊接及切割、大气光谱测量、红外测温等域                       |
|     |          | 保护  | 铝合金、钛合金等的化学铣切保护，被涂物面的防化学腐蚀掩蔽保护，机械设备、仪器表面上防止划破擦伤的临时保护材料                  |
|     | 工业重防腐涂料  | 环氧  | 工矿企业室内机械设备装饰防腐及储水罐内壁、化工管线内外壁等部位的防腐、钢架结构的防火涂装、新结构的涂覆和原有结构的维修保养等工业制造及建筑领域 |
|     |          | 聚氨酯   |   |
|     | 水性涂料     | 丙烯酸乳液、丙烯酸内/外墙系列乳胶漆、水性环氧抗碱封闭底漆和助剂，以及水性环氧涂料和水性聚氨酯涂料 |   |
|     |          | 民用建筑涂料  | 混凝土、水泥砂浆、砖体结构的住宅及公共建筑物等内/外墙面装、木质构件的装饰装修、混凝土结构的抗碱封闭等建筑施领域                |
|     |          | 金属水性涂料  | 核电、军工等高端制造装备行业  |
| 海化院 | 整船配套涂料体系 | 环保防污涂料  | 大型船舶底部及螺旋桨表面，通过匀速、持续释放出防污剂以有效解决表面海生物附着污损问题，具有长期的防污效果                    |
|     | 工业防腐     |   | 石化领域；核电领域；机车领域；风电领域   |
|     | 环保型涂料    | 聚脲弹性体   | 化工防腐、管线防腐、高速路线防水、体育工程及工业地坪武器装备防护等领域                                     |
|     | 防腐涂料     |   | 作为航空母舰、医疗船、驱逐舰等装备配套涂料   |
|     | 特种功能材料   | 防火  | 军用防火涂料领域涉及舰船防火涂料、飞机防火涂料及各种军事装备防火涂料                                      |
|     |          | 浮力  | 在各种水下作业运载系统、深海声拖装置、海底空间站、海洋石油隔水管浮筒、海洋观测系统等民用及军事域被广泛应用                   |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

锦西院是我国战斗机、运输机座舱盖、风挡制件的主要供应单位，其透明 PC 材料还可用于飞机灯罩、防弹外墙/盾牌等安全领域，其开发的聚硫橡胶是飞机装配过程所需的重要密封绝缘用化学品。大连院主要业务为各类塑料制品的防紫外助剂。

图表37 公司特种材料及专用化学品

| 子公司        | 类别             | 产品名称     | 应用领域  |
|------------|----------------|----------|---|
| 锦西院        | 有机透明材料         | 航空有机玻璃   | 主要用于飞机舱盖、风挡和船舶水下观察窗等领域  |
|            |                | 航空聚碳酸酯板材 | 飞机灯罩及各类航空透明件，银行、金库、保密室、高级建筑防弹外墙、机械防护、盾牌等安全领域                    |
|            | 聚硫橡胶及聚硫密封材料    | 聚硫橡胶     | 对金属和非金属材料有良好的粘接性能，是聚硫材料的主体原料                                    |
|            |                | 聚硫密封材料   | 中空玻璃、建筑、航空、航天、船舶、机电仪表、汽车、铁路、水利和石油化工等领域                          |
| 大连院<br>西南院 | 紫外线吸收剂 UV-1577 |          | 三嗪类紫外线吸收剂，适用于：聚碳酸酯（PC）、尼龙（PA）、聚甲基丙烯酸树脂（PMMA）等对长效光稳定性能有特别要求的应用领域 |
|            | 盾构泡沫剂          |          | 土体改良剂，用于土压平衡盾构机掘进过程中改良渣土  |
|            | 盾尾密封油脂         |          | 隧道盾构掘进机钢丝刷型盾尾的主要配套材料之一，具有润滑和密封作用                                |
|            | 氯化铵防结块         |          | 纯碱助剂  |
|            | 技术服务           |          | 工程设计与技术服务   |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2019年11月，公司以1.6亿元现金支付的方式收购西南院，并将PSA、碳一化工、催化剂业务整合其中。西南院主营业务是以设计为主题的工程总承包服务。采购和施工采用分包模式，子公司自身不从事生产和安装。2020H1，公司精细化学品板块各主要公司均实现了业绩增长，其中北方院实现归母净利润0.295亿元，同比大幅增长74.3倍；海化院实现归母净利润0.14亿元，同比增长30.34%；锦西院实现归母净利润488万元，同比增长4.72%；大连院实现归母净利润381万元，同比增长26.16%；西南院则实现归母净利润0.345亿元。

图表38 精细化学品板块各主要公司实现归母净利润额

|     | 年份          | 2018  | 2019    | 2020H1 |
|-----|-------------|-------|---------|--------|
| 北方院 | 实现归母净利润（亿元） | 0.05  | 0.1     | 0.295  |
|     | 同比增长（%）     | ——    | 93%     | 7430%  |
| 海化院 | 实现归母净利润（亿元） | 0.31  | 0.36    | 0.14   |
|     | 同比增长（%）     | ——    | 16.77%  | 30.34% |
| 锦西院 | 实现归母净利润（亿元） | 0.12  | 0.124   | 0.049  |
|     | 同比增长（%）     | ——    | 2.82%   | 4.72%  |
| 大连院 | 实现归母净利润（亿元） | 0.029 | 0.034   | 0.038  |
|     | 同比增长（%）     | ——    | 17.12%  | 26.16% |
| 西南院 | 实现归母净利润（亿元） | 0.042 | 0.024   | 0.345  |
|     | 同比增长（%）     | ——    | -41.67% | ——     |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3 投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 56.37 亿元、65.15 亿元、74.89 亿元，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 30.18、26.74 和 23.89 倍。公司军品业务稳健增长，毛利率保持高位，估值水平被显著低估；民品业务增长空间较大，未来增量可期。给与公司 2020 年合理 PE 为 40 倍，对应目标价 28.14 元，维持“买入”评级。

## 4 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。



## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表         |      |       |       |       |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元        |      |       |       |       |
| 会计年度          | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>流动资产</b>   | 4339 | 4323  | 3997  | 4438  |
| 现金            | 1711 | 816   | 143   | 151   |
| 应收账款          | 1013 | 1196  | 1392  | 1599  |
| 其他应收款         | 48   | 119   | 113   | 131   |
| 预付账款          | 152  | 159   | 187   | 217   |
| 存货            | 592  | 802   | 907   | 1029  |
| 其他流动资产        | 822  | 1231  | 1255  | 1311  |
| <b>非流动资产</b>  | 4405 | 5710  | 6990  | 8104  |
| 长期投资          | 130  | 130   | 130   | 130   |
| 固定资产          | 2609 | 3422  | 4207  | 4857  |
| 无形资产          | 814  | 1088  | 1362  | 1592  |
| 其他非流动资产       | 852  | 1071  | 1291  | 1524  |
| <b>资产总计</b>   | 8744 | 10033 | 10987 | 12542 |
| <b>流动负债</b>   | 1520 | 2150  | 2363  | 3088  |
| 短期借款          | 138  | 0     | 0     | 435   |
| 应付账款          | 597  | 714   | 826   | 946   |
| 其他流动负债        | 785  | 1436  | 1537  | 1708  |
| <b>非流动负债</b>  | 1144 | 1144  | 1144  | 1144  |
| 长期借款          | 101  | 101   | 101   | 101   |
| 其他非流动负        | 1044 | 1044  | 1044  | 1044  |
| <b>负债合计</b>   | 2664 | 3294  | 3507  | 4233  |
| 少数股东权益        | 129  | 147   | 164   | 183   |
| 股本            | 897  | 897   | 897   | 897   |
| 资本公积          | 2335 | 2335  | 2335  | 2335  |
| 留存收益          | 2719 | 3360  | 4084  | 4894  |
| 归属母公司股        | 5951 | 6592  | 7316  | 8126  |
| <b>负债和股东权</b> | 8744 | 10033 | 10987 | 12542 |

| 现金流量表         |      |       |       |       |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元        |      |       |       |       |
| 会计年度          | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>经营活动现金</b> | 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        | 570  | 728   | 822   | 899   |
| <b>投资活动现金</b> | -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        | 13   | 16    | 13    | 8     |
| <b>筹资活动现金</b> | 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        | -160 | -9    | -6    | -16   |
| <b>现金净增加额</b> | 156  | -896  | -672  | 8     |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

| 利润表             |      |       |       |       |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元          |      |       |       |       |
| 会计年度            | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>营业收入</b>     | 4701 | 5637  | 6515  | 7489  |
| 营业成本            | 3356 | 4005  | 4651  | 5318  |
| 营业税金及附加         | 58   | 76    | 87    | 98    |
| 销售费用            | 196  | 248   | 278   | 320   |
| 管理费用            | 437  | 479   | 541   | 652   |
| 财务费用            | 6    | -44   | -12   | 13    |
| 资产减值损失          | 1    | -3    | -3    | -2    |
| 公允价值变动收         | -4   | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -9   | 16    | 13    | 8     |
| <b>营业利润</b>     | 512  | 706   | 788   | 875   |
| 营业外收入           | 308  | 223   | 251   | 300   |
| 营业外支出           | 212  | 187   | 210   | 241   |
| <b>利润总额</b>     | 607  | 742   | 829   | 934   |
| 所得税             | 70   | 83    | 88    | 104   |
| <b>净利润</b>      | 537  | 659   | 740   | 830   |
| 少数股东损益          | 12   | 18    | 17    | 20    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 525  | 641   | 724   | 810   |
| EBITDA          | 595  | 1218  | 1289  | 1278  |
| EPS (元)         | 0.57 | 0.70  | 0.79  | 0.88  |

### 主要财务比率

| 会计年度            | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入            | 10.6% | 19.9% | 15.6% | 15.0% |
| 营业利润            | 2.6%  | 38.0% | 11.5% | 11.1% |
| 归属于母公司净利        | -0.7% | 22.1% | 12.9% | 11.9% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 28.6% | 28.9% | 28.6% | 29.0% |
| 净利率(%)          | 0.26% | 11.2% | 11.4% | 11.1% |
| ROE(%)          | 8.8%  | 9.7%  | 9.9%  | 10.0% |
| ROIC(%)         | 4.2%  | 5.2%  | 5.4%  | 5.4%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊        | 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(最新        | 6.49  | 7.19  | 7.98  | 8.86  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 33.73 | 30.18 | 26.74 | 23.89 |
| P/B             | 2.98  | 2.94  | 2.65  | 2.38  |
| EV/EBITDA       | 26.74 | 15.00 | 14.69 | 15.14 |

## 分析师与研究助理简介

**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。