

PTFE 和电子特气双主业发展

——昊华科技深度报告（600378）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

❖ 公司整合多家化工研究所，向高端产品方向发展

2019 年，公司相继收购了大股东中国昊华下属 12 家优质化工科技型企业，转型升级为先进材料、特种化学品供应商，并以氟化工为核心，同时发展特种气体、特种橡塑制品的产业结构。

❖ 高附加值产品销量增长

公司主要产品聚四氟乙烯、含氟特气的价格在今年一季度出现下跌，但聚四氟乙烯原材料氟化氢和氯仿的价格下降更大，产品毛利率提升。公司的氟树脂、催化剂、特种气体等高附加值产品的销量增加，推动公司产品整体规模扩大。公司 5000 吨/年的聚四氟乙烯产能有望在年中投产，预计市场销路较为顺畅，提高公司下半年业绩。

❖ 电子气体市场进口替代空间广阔

受益于国家大力发展集成电路产业，公司电子气体的需求持续增加。公司黎明院预计投资 9.14 亿在洛阳建设 4600 吨/年特种含氟电子气体项目，其中包括 3000 吨/年三氟化氮、1000 吨/年四氟化碳和 600 吨/年六氟化钨。预计该项目将在明年底投产，有望贡献利润 1.4 亿元人民币/年。

❖ 军品业务增长，航空产品市场将得到拓展

公司在军用航空化学品市场具有较强地位，市场占有率很高。随着疫情恢复、国产民用飞机销量增长，公司产品也有望在该领域继续拓展。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司的氟树脂、氟橡胶及电子气体具备较强的海外产品替代能力，军工产品也有望持续拓展到民用市场，主要产品氟树脂、催化剂、三氟化氮等高附加值产品销量将继续增加。预计 2020-2022 年营业收入分别为 53、63、74 亿元，实现 EPS 分别为 0.48、0.62、0.83 元/股，对应 PE 分别为 40、31、23 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**原材料价格大幅上涨；电子、半导体等产业在国内发展缓慢；新产品研发缓慢。

盈利预测与估值

	2019	2020E	2021E	2022
营业收入(百万)	4700.69	5300.00	6300.00	7400.00
+/-%	12.41%	12.75%	18.87%	17.46%
归属母公司净利润(百万)	349.04	434.32	559.72	742.01
+/-	-5.50%	24.43%	28.87%	32.57%
EPS(元/股)	0.389	0.484	0.624	0.828
PE	49.58	39.84	30.92	23.32

资料来源：公司公告、川财证券研究所，估值截止于 2020 年 6 月 8 日

📌 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 公司深度
所属行业 | 石油化工
报告时间 | 2020/6/9
前收盘价 | 19.30 元
公司评级 | 增持评级

👤 分析师

白竣天

证书编号：S1100116070002

010-66495962

baijuntian@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、公司概况	4
1.公司简介	4
2.业务简介	5
2.1 氟材料	7
2.2 电子气体	10
2.3 特种橡塑制品	12
2.4 精细化工品	13
二、财务情况	15
三、投资机会	17
1.氟产品原材料价格下降、需求向好	17
2.公司受益于国防支出增长	19
四、估值评级	20

图表目录

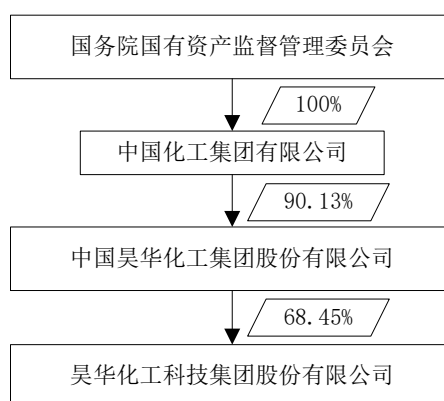
图 1:	股权结构图.....	4
图 2:	产品流程图.....	5
图 3:	分产品收入结构.....	6
图 4:	分产品毛利率情况.....	6
图 5:	氟材料的营收及毛利率.....	8
图 6:	氟材料的营收及毛利率.....	8
图 7:	初级形态聚四氟乙烯进出口量.....	9
图 8:	初级形态聚四氟乙烯出口平均单价.....	9
图 9:	聚四氟乙烯及相关原材料价格.....	10
图 10:	公司电子气体的主要产品.....	11
图 11:	特种橡胶产品.....	13
图 12:	主要橡塑产品的产量.....	13
图 13:	精细化工品营收及毛利率.....	14
图 14:	主要精细化工品的产量.....	14
图 15:	MYMEX 钯期货价格.....	14
图 16:	国内钯平均价.....	14
图 17:	国内电解铜期货价格.....	15
图 18:	国内镍期货价格.....	15
图 19:	三费占营业收入的比重.....	15
图 20:	存货周转率及资产负债率.....	16
图 21:	研发人员和支出占比.....	16
图 22:	无水氢氟酸现货价.....	17
图 23:	氢氟酸出口量.....	17
图 24:	萤石华东地区市场价.....	18
图 25:	萤石下游需求结构.....	18
图 26:	氢氟酸下游需求结构.....	18
图 27:	国内三氯甲烷现货价.....	19
图 28:	国内三氯甲烷进出口量.....	19
图 29:	我国的国防支出预算及增速.....	20
表格 1:	公司发展历程.....	5
表格 2:	主要含氟聚合物的介绍.....	7
表格 3:	含氟特气的特点及应用.....	12
表格 4:	涉及军工产品的主要领域.....	20
表格 5:	昊华科技可比公司.....	21

一、公司概况

1. 公司简介

昊华化工科技集团股份有限公司（简称“昊华科技”，以下简称“公司”），前身是四川天一科技股份有限公司（简称：天科股份），2019年6月更名为昊华科技。公司是经国家经贸委批准，以西南化工研究设计院为主要发起单位，主营碳一化学技术及催化剂的生产和销售。2018年，公司收购晨光院、黎明院、西北院、光明院、曙光院、沈阳院、海化院、大连院、锦西院、株洲院和北方院 100%股权，新增业务涵盖氟化工、聚氨酯功能材料、电子化学品、特种涂料以及橡胶制品等精细化工业务。

图 1：股权结构图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

1999年，公司在上交所上市（股票代码 600378）。2018年12月公司定向增发60亿元，成对中国昊华化工集团股份有限公司下属11家科技型企业的收购，并于2019年6月正式更名为昊华化工科技集团股份有限公司。

表格1：公司发展历程

时间	历程事件
1999年	天科股份完成工商注册
2001年	上海证券交易所上市。公司的大型变压吸附制氢等工程项目技术优势明显，催化剂等产品实现了自主研发制造、配套供应。
2018年	天科股份完成对中国昊华化工集团股份有限公司下属11家科技型企业的收购，新增氟树脂、氟橡胶、三氟化氮、橡胶密封制品、航空轮胎、特种涂料等产品。
2019年	正式更名为昊华化工科技集团股份有限公司

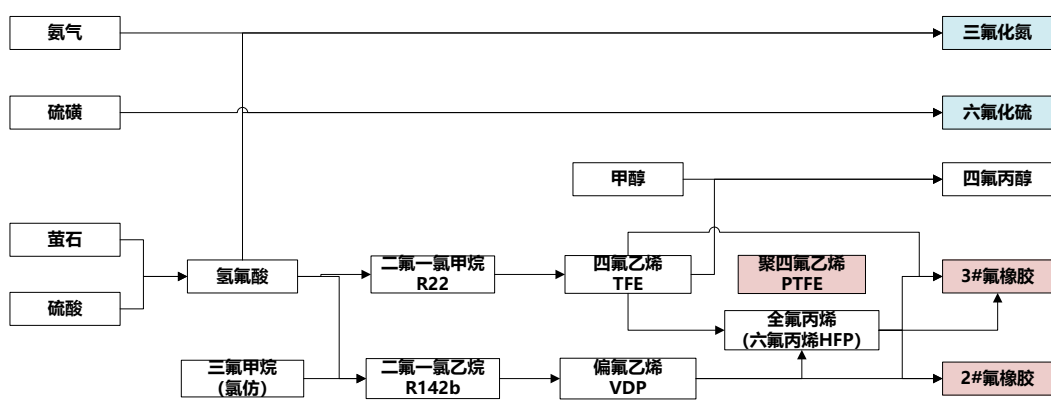
资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司现有总股本 8.97 亿股，流通 A 股 2.97 亿股，第一大股东为中国昊华化工集团股份有限公司，持股比例达 68.45%，实控人为国务院国有资产监督管理委员会。

2. 业务简介

公司的主营业务为氟材料、特种气体、特种橡塑制品、精细化学品和技术服务五大板块，主要原材料为氢氟酸和氯仿等。

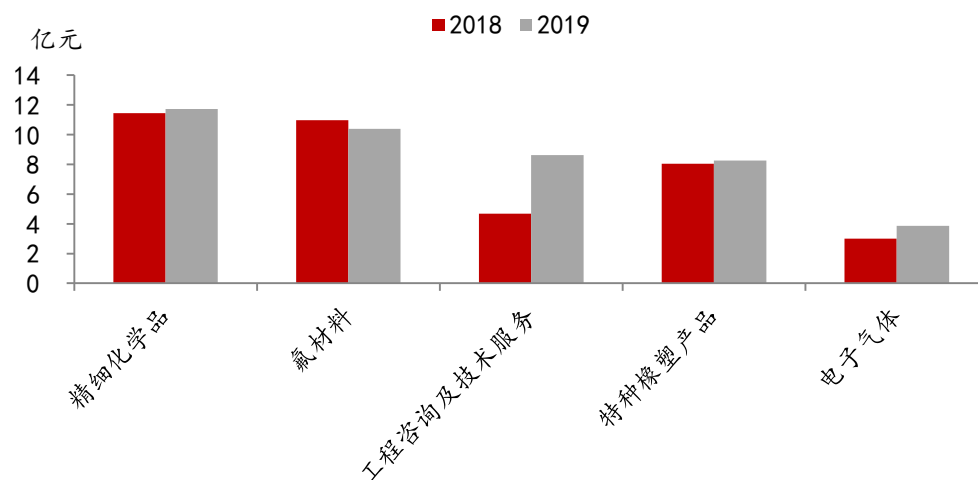
图 2：产品流程图



资料来源：公司年报，川财证券研究所

按产品分类：公司的精细化工品、氟材料和特种橡塑制品的营收占比较高。

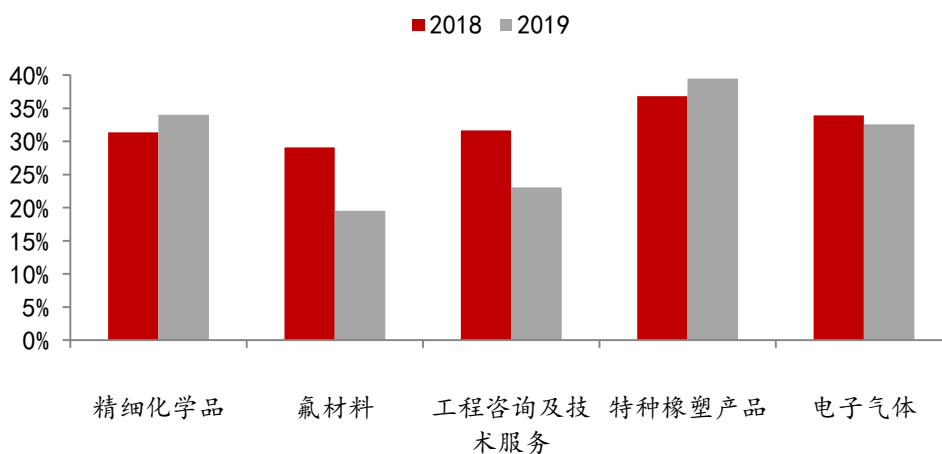
图 3：分产品收入结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

按毛利率情况来看：公司的电子气体、特种橡塑产品和精细化工品的毛利率相对较高。

图 4：分产品毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

结合行业的供需结构、公司的发展方向和毛利率情况来看，公司未来具有看点的是氟材料和电子气体行业。

2.1 氟材料

我国氟化工产品主要包括含氟制冷剂、含氟聚合物、含氟精细化工品和无机氟化物四大类。这四类中，含氟聚合物附加值较高，而聚四氟乙烯（PTFE）的产销额占含氟聚合物的一半以上。

我国的聚四氟乙烯主要以中低端的注塑级产品为主，高端改性聚四氟乙烯国产化率很低，近年来进口量在 5000-6000 吨/年的规模，其中 70%-80%为高性能的改性产品。

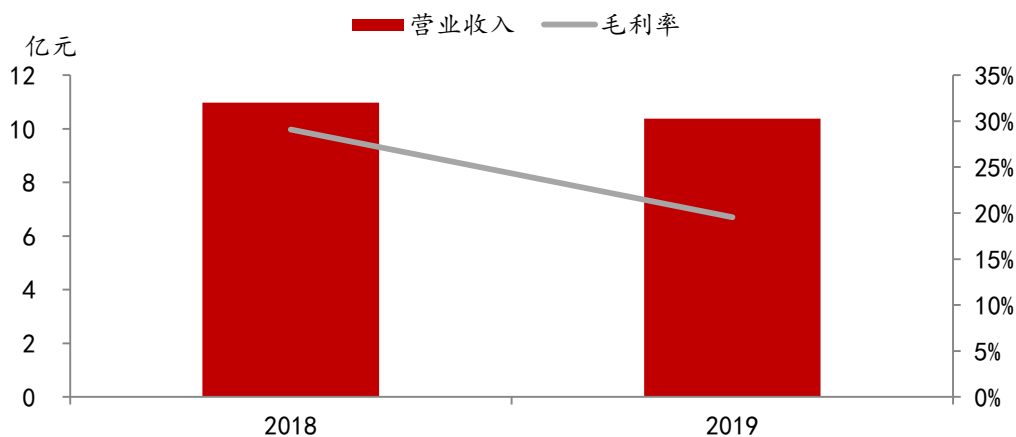
表格2：主要含氟聚合物的介绍

名称	简介
聚四氟乙烯 (PTFE)	由四氟乙烯单体聚合而成的高分子化合物，除了具备优良的耐热性，耐化学性、阻燃性，还具备优良的机械性能、电气性能、很低的摩擦系数、不粘性和自润滑性。可用于压缩、挤出、注塑等多种成型方式进行加工，也可制成水分散液，用于玻璃纤维、石棉、网格布等浸渍加工。
全氟乙烯丙烯共聚物 (FEP)	具有与聚四氟乙烯相似的特性，又具备热塑性塑料的良好加工特性。FEP还可制成分散液用于玻纤布、印刷线路板等涂覆、浸渍加工。在复合材料应用方面可用于制作PTFE和FEP自身相互连接的熔融粘接剂等。
聚偏氟乙烯 (PVDF)	它兼具氟树脂和通用树脂的特性，是含氟塑料中产量名列第二位的大产品，主要应用于石油化工、电子电气和氟碳涂料等领域。
氟橡胶 (FKM)	是指主链或侧链的碳原子上含有氟原子的合成高分子弹性体，在航空航天、汽车、石油和家用电器等领域得到了广泛应用，是国防尖端工业中无法替代的关键材料。

资料来源：巨化股份年报，川财证券研究所

公司主营含氟聚合物、含氟精细化学品的研发、生产和销售，产品具体包括聚四氟乙烯树脂、新型氟橡胶（生胶）、氟混炼胶、四氟丙醇、全氟丙烯、四氟乙烯等。

图 5：氟材料的营收及毛利率

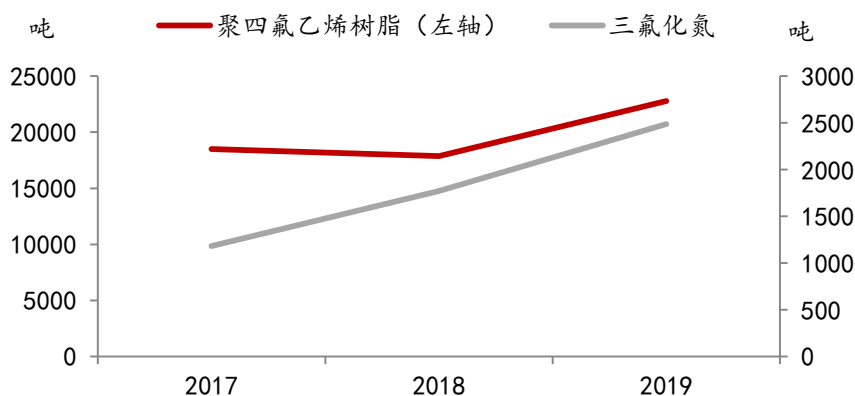


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司的晨光院有完整的有机氟材料产业链，有“有机氟材料四川省重点实验室”，其中自主研制的国内独家中高压压缩比聚四氟乙烯分散树脂产品，成功配套 5G 线缆生产，实现进口替代。目前氟橡胶产能已达 7,000 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。

黎明化工研究院主要研究生产聚氨酯新材料，含氟气体如六氟化硫、三氟化氮，过氧化氢等。

图 6：氟材料的营收及毛利率

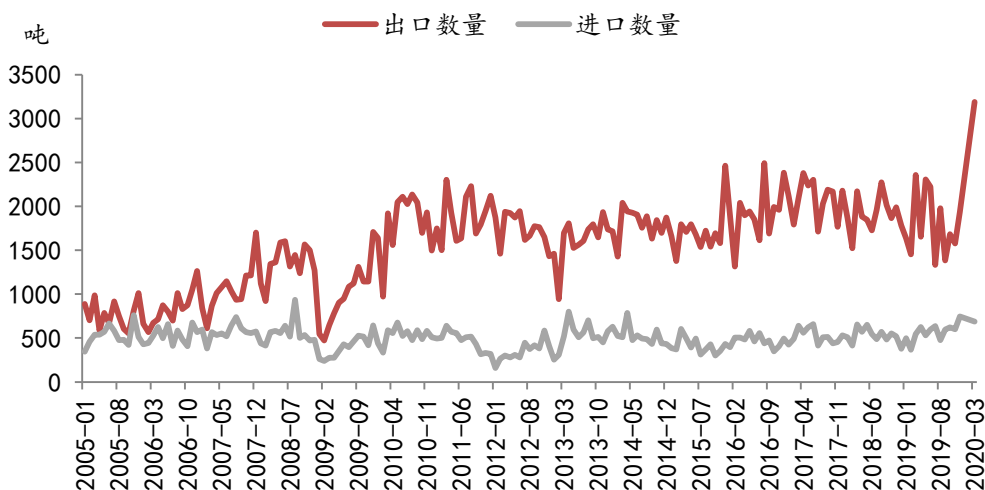


资料来源：Wind，川财证券研究所

聚四氟乙烯树脂和含氟气体是公司最大的两个大类销售产品。2019 年一季度

产量分别达到 5765 吨和 1078 吨，营业收入分别达到 2.22 亿元和 1.1 亿元，但受到疫情影响，销售价格分别下降 17.2%和 2.8%，分别达到 3.94 万元/吨和 9.79 万元/吨。

图 7：初级形态聚四氟乙烯进出口量



资料来源：Wind，川财证券研究所

聚四氟乙烯（PTFE），俗称“特氟龙”，以四氟乙烯单体聚合而成，具有抗酸碱性，几乎不溶于所有的溶剂，耐高温，摩擦系数极低。聚四氟乙烯价格在 2018 年上半年达到高点，之后价格略有下降。

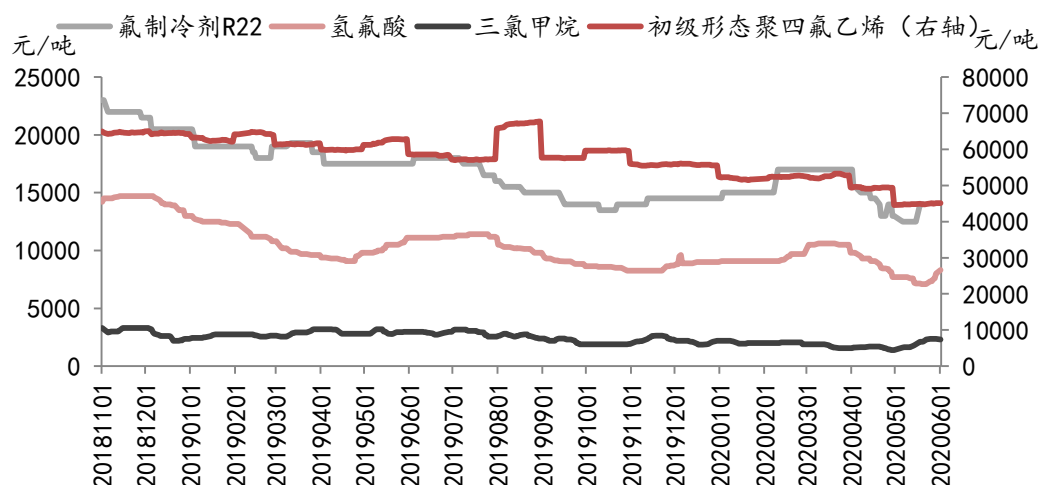
图 8：初级形态聚四氟乙烯出口平均单价



资料来源：Wind，川财证券研究所

单体四氟乙烯是合成聚四氟乙烯的原料，在工业上以三氯甲烷为原料，用无水氢氟酸使三氯甲烷氟化制备而成。

图 9：聚四氟乙烯及相关原材料价格



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司氟材料未来发展方向：公司将继续打造高端有机氟材料产业，增加改性悬浮树脂、环保型四氟乳液、线缆用分散树脂、长纤用分散树脂、过氧化硫化氟橡胶、锂电粘接剂用聚偏氟树脂、聚全氟乙丙烯等高端产品品种及产量。

2.2 电子气体

特种气体行业：特种气体是指在特定领域中应用的、对气体有特殊要求的纯气、高纯气或由高纯单质气体配制的二元或多元混合气。特种气体通常可分为电子气体、标准气、环保气、医用气、焊接气、杀菌气等。特种气体的生产具有较高的技术门槛，全球由少数几家具有技术优势的跨国气体企业占据多数份额。长期以来我国特种气体产品主要依赖进口，近段时间国产特种气体部分产品逐渐实现进口替代。

公司特种气体主要集中在电子气体市场，尤其是含氟气体。在全球电子气体市场中，含氟系列电子气体约占其总量的 30% 左右。2018 年，我国特种气体市场规模预计达 584 亿元，同比增长 13.6%。主要应用在电子、石油化工和医疗环保，预计分别占比为 40%、40%、10%。

图 10：公司电子气体的主要产品



资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司的主要产品：

公司拥有国家重要的特种气体研究生产基地，产品主要为含氟电子气（包括三氟化氮、六氟化硫等）、绿色四氧化二氮、高纯硒化氢、高纯硫化氢等，广泛应用于半导体集成电路、电力设备制造、LED、光纤光缆、太阳能光伏、医疗健康、环保监测等领域，产品陆续供应台积电、中芯国际等一线厂商。

新建项目：

- 1、公司所属黎明院重点实施了与韩国大成合作建设的 2,000 吨/年三氟化氮项目，目前已经投产。产品广泛应用于蚀刻、清洗、离子注入等工艺。公司已成为国内领先三氟化氮供应商，与京东方等下游领先企业建立了稳固合作关系
- 2、2020 年 3 月，公司黎明化工研究设计院计划投资 9.14 亿在洛阳建设 4600 吨/年特种含氟电子气体项目，其中包括 3000 吨/年三氟化氮、1000 吨/年四氟化碳和 600 吨/年六氟化钨。项目产品主要用于中国液晶面板行业、太阳能行业以及半导体行业。预计项目总投资收益率 14.53%，建设期 18 个月，预计

建成后带来利润 1.4 亿元/年。

表格3：含氟特气的特点及应用

三氟化氮	是微电子工业中作为一种优良的等离子蚀刻气体，用于化学气相沉积（CVD）装置的清洗，具有非常优异的蚀刻速率和选择性，在被蚀刻物表面不留任何残留物。
六氟化硫	六氟化硫具有优良的绝缘性能和减弧能力，是第三代绝缘介质，用于输配电及控制设备。电子级六氟化硫则主要应用于半导体及面板晶器件生产工艺中的蚀刻与清洗，具有用量少、纯度高、对生产及使用环境洁净度要求高和产品更新换代快等特点。
四氟化碳	微电子工业中用量最大的等离子蚀刻气体，广泛用于硅、二氧化硅、氮化硅和磷硅玻璃等材料的蚀刻。
六氟乙烷	用作等离子蚀刻气体、器件表面清洗剂，还可用于光纤生产与低温制冷。
六氟化钨	用作大规模集成电路中的配线材料

资料来源：百度百科，川财证券研究所

公司特种气体的发展方向：公司将继续打造以电子气体为主的电子化学品产业，重点发展三氟化氮、六氟化钨、四氟化碳等含氟电子气体以及砷烷、磷烷、硼烷、硒化氢、硫化氢、一氧化氮等高纯特种气体，开展电子级双氧水等湿电子化学品技术开发。

2.3 特种橡塑制品

公司特种橡塑制品包括非轮胎橡胶制品、航空轮胎橡胶制品、航空有机玻璃及聚氨酯新材料等。其中航空轮胎在军机中的占有率较高，目前已经拓展到民用市场领域。

1、非轮胎橡胶制品：主要包括胶管类、胶带类、胶辊类、胶布类、橡胶密封制品类等。

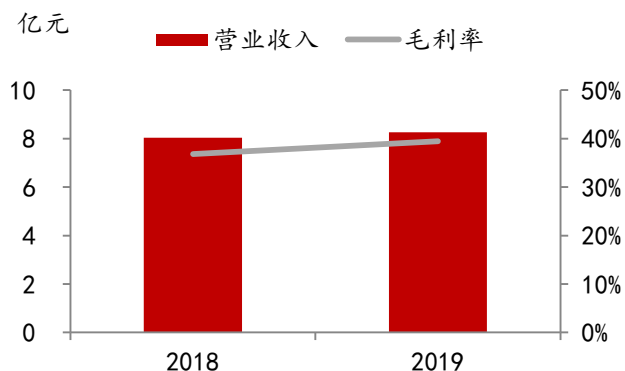
2、航空轮胎橡胶制品：2016 年我国军用航空轮胎市场规模约为 17.8 亿元。目前进入军用航空轮胎细分领域的企业数量有限，以公司的曙光院、沈阳和平子午线轮胎制造有限公司和银川佳通轮胎有限公司等三家为主。

在我国，民用、通用航空业每年消耗的航空轮胎仅小部分由国内企业提供，国产化率平均不到 10%。

特种橡塑制品主要配套航空航天等行业发展的橡胶制品研制，产品包括橡胶密封制品、密封型材、橡胶软管、胶布制品、航空轮胎、航空有机玻璃等。

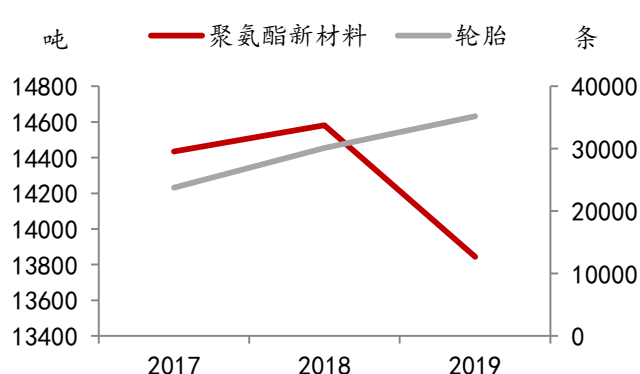
聚氨酯新材料主要面向汽车、建筑、家居、冶金、能源、电子电力、体育、服装、印刷等。

图 11：特种橡胶产品



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：主要橡塑产品的产量



资料来源：Wind，川财证券研究所

在聚氨酯新材料领域，公司主营产品为经选配、改性的组合料或浇注型系统料以及少量制品，有效缓解了我国对国外聚氨酯材料生产技术的严重依赖，如阻燃环保型高性能类聚氨酯材料，玻纤增强聚氨酯材料也首次在国内成功替代客车的原有部件。

2.4 精细化工品

公司精细化工品涵盖特种涂料、催化剂、化学推进剂及原材料等。

1、特种涂料包括海洋涂料、航空航天用特种功能涂料、工业重防腐涂料等。我国涂料行业市场集中度较低，中小型涂料企业占整个行业数量的95%以上，并集中在低端涂料领域，而在船舶涂料、汽车涂料、防腐涂料和风电涂料等高端领域却供给不足。

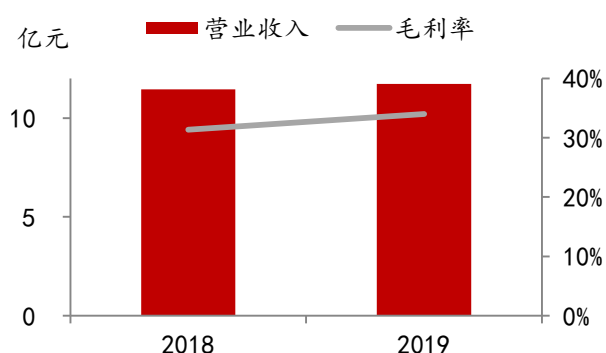
公司是国内具有整船涂料配套能力的重点企业，实现了防污涂料关键原材料的进口替代；同时，开发了航空航天领域特种示温涂料、水基耐高温涂料、高温电绝缘涂料等，填补了国内空白。公司拥有两个国内仅有的国家级重点实验室及工程研究中心——海洋涂料国家重点实验室、海洋涂料及功能材料国家地方联合工程研究中心。

2、催化剂主要适用于以轻油、天然气、油田气、焦炉气、炼厂尾气、煤制油尾气等为原料的转化装置的天然气转化（镍系）催化剂和燃料电池催化剂，以

煤造气、焦炉气、天然气、炼厂尾气、电石气等为原料合成甲醇的装置的甲醇合成（铜系）催化剂。

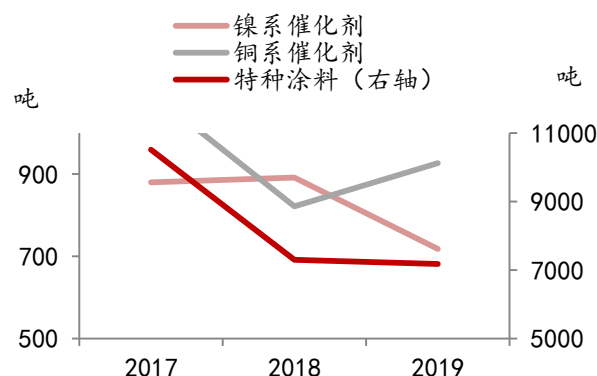
公司子公司黎明院是国内蒽醌法制过氧化氢技术的创始企业，综合技术处于国际先进水平，相关高效钨催化剂及配套工作液体系受到市场追捧。

图 13：精细化工品营收及毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：主要精细化工品的产量

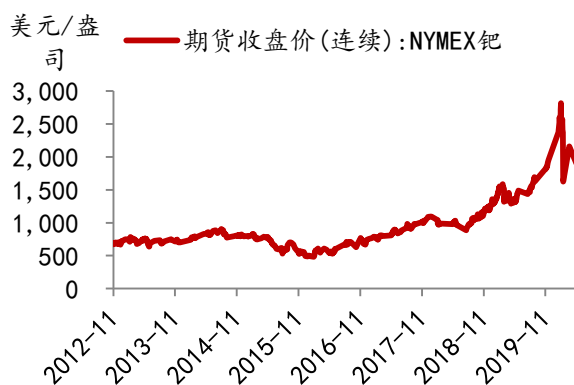


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司生产的精细化工品主要包括催化剂和特种涂料两大类。2020 年一季度产量分别达到 429 吨和 1219 吨，销售金额分别达到 9.39 亿元和 4.3 亿元，平均销售价格大幅增长 534%和 22%，达到 57.3 万元/吨和 4.38 万元/吨。

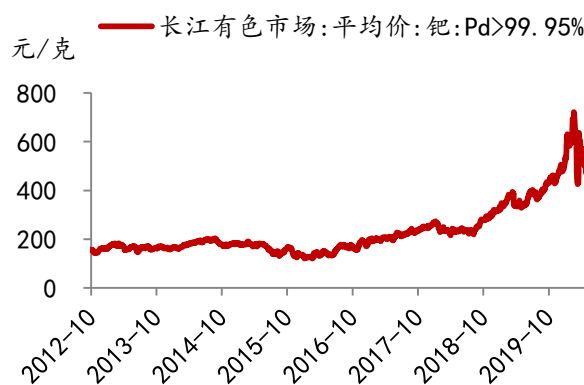
公司生产的催化剂主要包括镍铜系催化剂和钨催化剂等。催化剂价格大幅上涨主要在于钨催化剂的原材料氯化钨价格上涨。

图 15：MYMEX 钨期货价格



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16：国内钨平均价



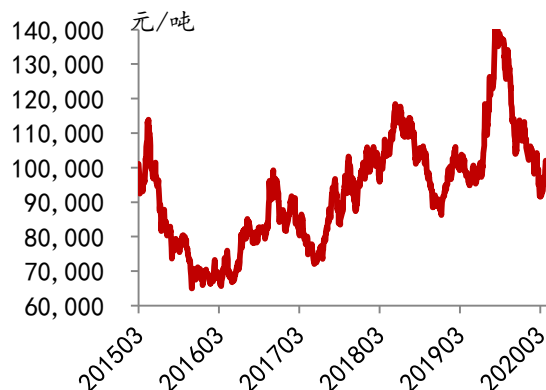
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：国内电解铜期货价格



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18：国内镍期货价格

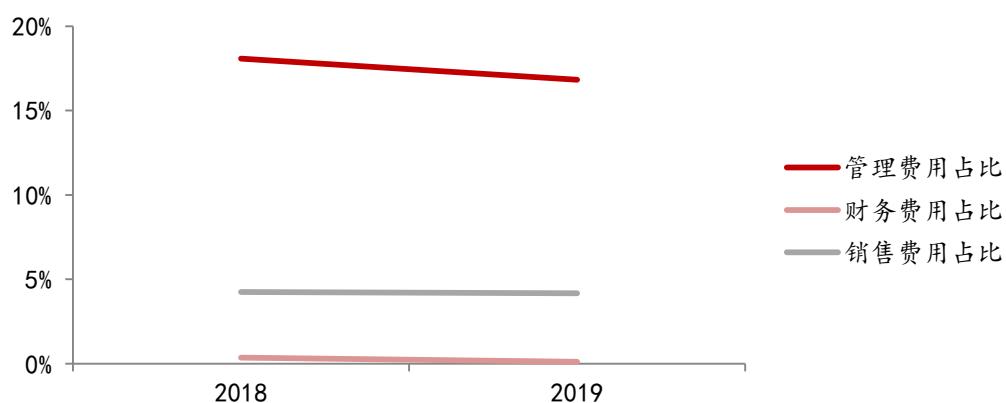


资料来源：Wind，川财证券研究所

二、财务情况

公司管理费用相对占比较高超过 15%，但呈现下滑趋势；销售费用占比 4% 左右，随着公司民用市场的拓展未来有望上行；财务费用占比不到 1%。

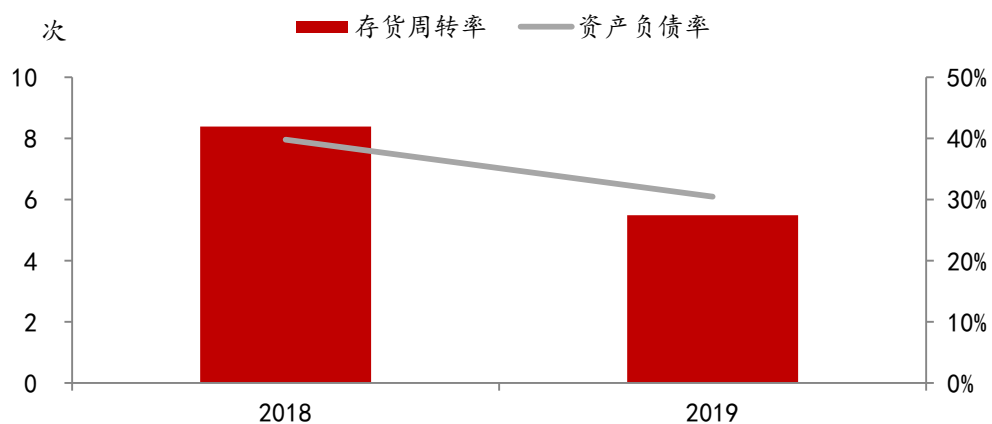
图 19：三费占营业收入的比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司的资产负债率比较低，2019 年末资产负债率为 22.15%，并且最近几年有所下降。

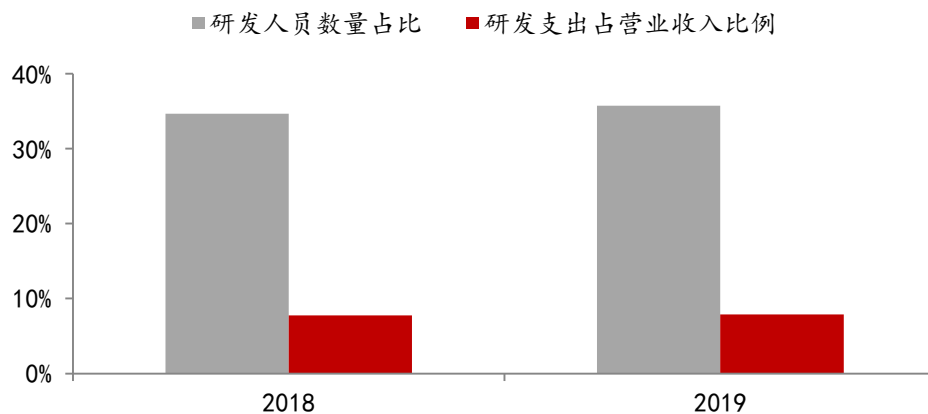
图 20： 存货周转率及资产负债率



资料来源：Wind，川财证券研究所

研发投入高：公司研发人员占到公司全部员工的30%以上，研发支出占营业收入的比重超过7%，在化工企业中有明显的研发优势，并且公司预计2020年研发投入占比仍将保持在较高水平。

图 21： 研发人员和支出占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

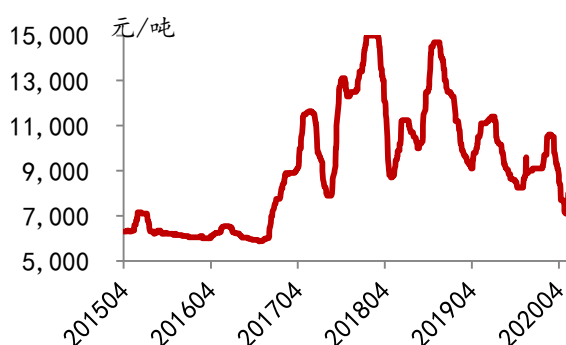
三、投资机会

1. 氟产品原材料价格下降、需求向好

公司氟材料和含氟气体的原材料主要为氢氟酸、三氯甲烷（氯仿）等。受益于近期原材料价格下降，公司产品毛利率得到提升。

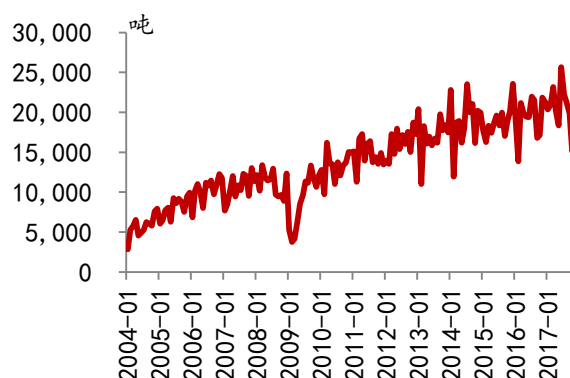
无水氢氟酸的主要原材料是萤石与硫酸，聚四氟乙烯的主要原材料是氢氟酸和三氯甲烷（氯仿）。

图 22：无水氢氟酸现货价



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23：氢氟酸出口量

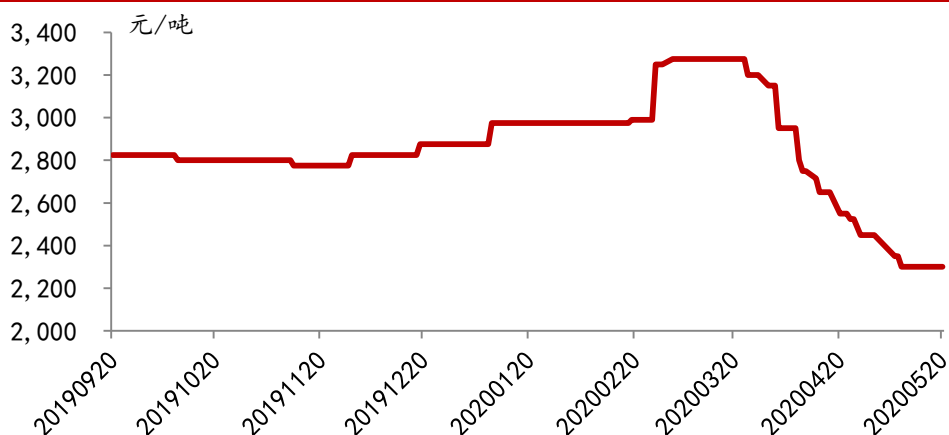


资料来源：Wind，川财证券研究所

氢氟酸的原材料是萤石，萤石的主要成分是氟化钙。

在工业方面萤石是氟的主要来源，用以制备氟元素及其各种化合物。萤石被广泛应用于化学、冶金、玻璃、水泥等行业，中国萤石资源丰富，资源储量、生产量和出口量均居世界前列。截止 2018 年，我国萤石探明储量有 2.57 亿吨，而我国萤石是以伴生型萤石矿为主。

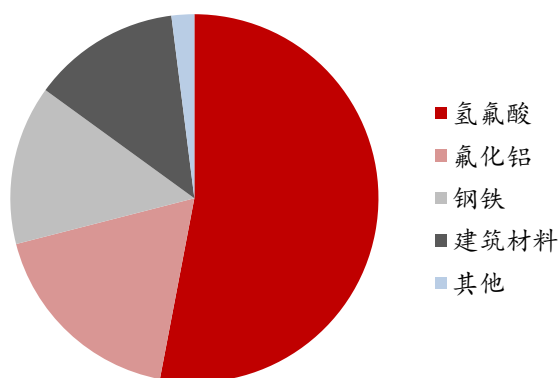
图 24：萤石华东地区市场价



资料来源：Wind，川财证券研究所

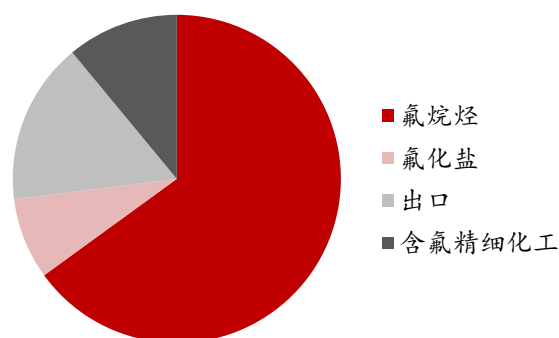
2017-2019 年，受政策和环保因素的影响，中小型企业加速退出，原材料萤石价格处于相对高位。2018 年以前我国以萤石出口为主，2018 年之后我国以进口为主。2019 年，我国萤石进出口量分别为 70 万吨和 37 万吨，按重量计氟化钙含量 97% 及以下的萤石进出口量分别为 57 万吨和 18 万吨，97% 以上萤石进出口量分别为 13 万吨和 19 万吨。进口主要来源国为蒙古国，

图 25：萤石下游需求结构



资料来源：《中国萤石行业发展现状》，川财证券研究所

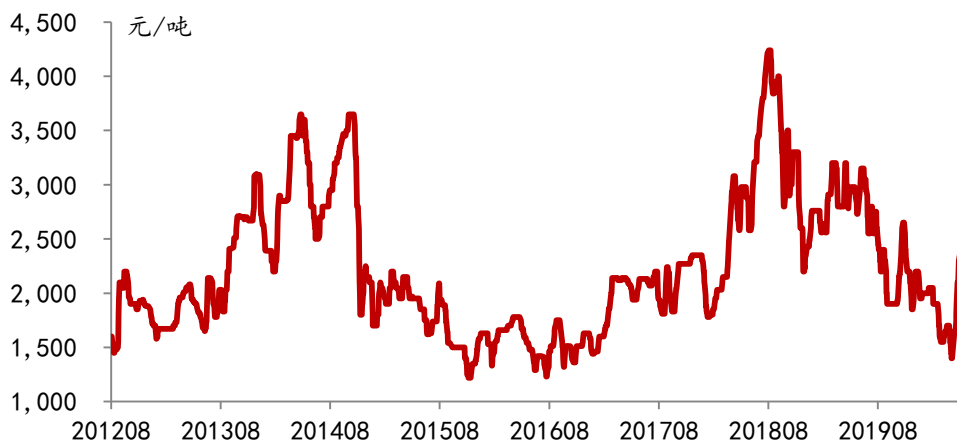
图 26：氢氟酸下游需求结构



资料来源：《中国萤石行业发展现状》，川财证券研究所

公司聚四氟乙烯的另一大原材料是三氯甲烷（氯仿），2018 年以来价格下降明显。

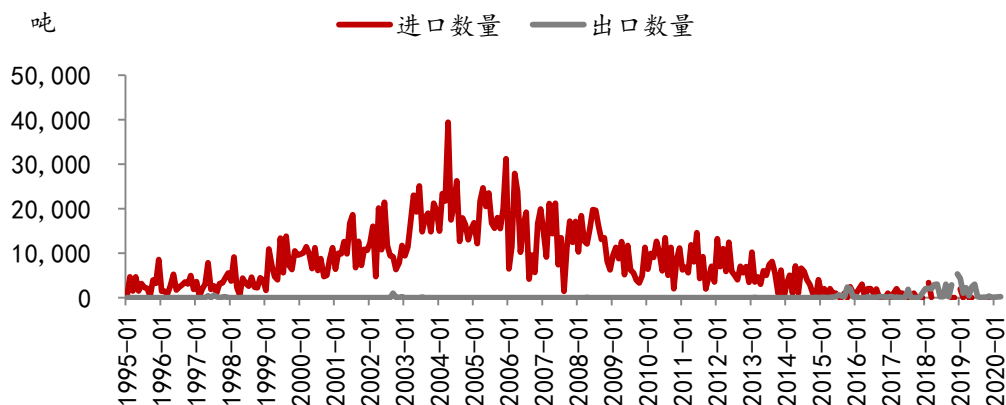
图 27：国内三氯甲烷现货价



资料来源：Wind，川财证券研究所

2014 年以前，三氯甲烷以进口为主，几乎没有出口，2014 年及以后我国三氯甲烷已经可以自给并少量出口。

图 28：国内三氯甲烷进出口量



资料来源：Wind，川财证券研究所

2. 公司受益于国防支出增长

公司重组收购的 10 余家科技型企业涉及很多军工产品，使得公司在航空化工材料领域具备较强优势，军机轮胎、涂料、有机玻璃、橡胶密封件等的市场占有率都比较大，在舰船涂料方面也具备一定优势。公司产品用在和工业、“辽宁号”、“神九”、“嫦娥三号”等。

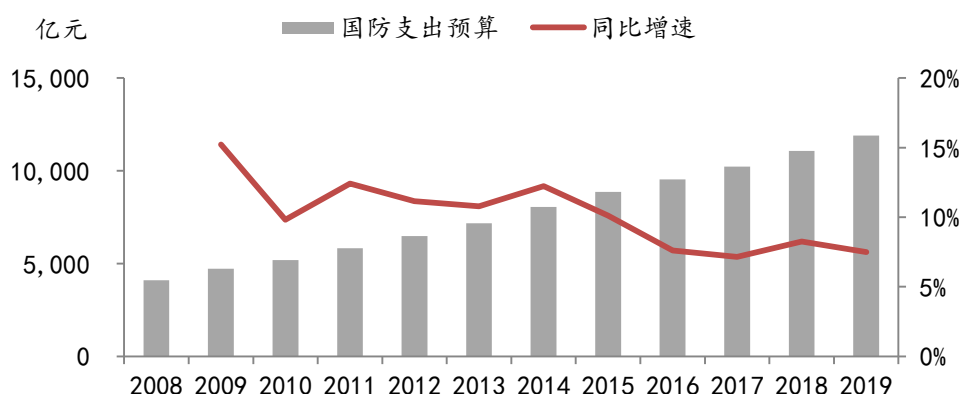
表格4：涉及军工产品的主要领域

公司	简介
曙光院	独家研制出军工子午线轮胎技术，据此成为国家空军、海军的定点航空轮胎生产企业。
黎明院	以化学推进剂研制著名，是我国关键推进剂原材料军品配套企业，被依托建有国家推进剂原材料科研生产基地，曾为“两弹一星”任务作出卓越贡献。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

长征系列火箭、中远程导弹推进剂，以及嫦娥卫星、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。

图 29：我国的国防支出预算及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

四、估值评级

公司的氟树脂、氟橡胶及电子气体具备较强的海外产品替代能力，军工产品也有望持续拓展到民用市场，主要产品氟树脂、催化剂、三氟化氮等高附加值产品销量将继续增加。预计 2020-2022 年营业收入分别为 53、63、74 亿元，实现 EPS 分别为 0.48、0.62、0.83 元/股，对应 PE 分别为 40、31、23 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格5：昊华科技可比公司

代码	简称	收盘价 20200605 (人民币： 元)	总市值 20200605 (人民币：亿 元)	ROE-2019 年报 (%)	PE20200605 (TTM)(倍)	EPS (TTM) (元/股)
600378.SH	昊华科技	19.30	173.05	9.71	32.96	0.59
300346.SZ	南大光电	44.03	179.15	4.57	325.67	0.18
002409.SZ	雅克科技	49.15	227.49	6.81	77.74	0.79
600160.SH	巨化股份	6.72	181.42	7.03	20.26	0.20
688268.SH	华特气体	88.68	106.42	8.30	146.59	0.59

资料来源：Wind，川财证券研究所

报表预测						现金流量表（人民币，百万）					
利润表（人民币，百万）						2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	4181.83	4700.69	5300.00	6300.00	7400.00	经营性现金净流量	538.13	849.59	186.4	1372.8	389.3
减：营业成本	2882.93	3356.25	4080.00	4800.00	5550.00	投资性现金净流量	-291.9	-799.3	81.03	81.03	81.03
营业税金及附加	59.02	57.74	65.10	77.38	90.89	筹资性现金净流量	-284.1	107.90	673.45	-986.51	-88.51
营业费用	177.46	195.90	220.87	262.55	308.39	现金流量净额	-37.45	158.19	940.95	467.33	381.84
管理费用	445.48	437.29	493.04	586.07	688.40	财务分析和估值指标					
财务费用	15.10	5.84	8.11	-11.40	-44.77	盈利能力					
资产减值损失	-0.83	0.83	0.00	0.00	0.00	毛利率	31.06%	28.60%	23.02%	23.81%	25.00%
加：投资收益	21.38	-8.81	0.00	0.00	0.00	销售净利率	9.07%	7.68%	8.47%	9.18%	10.37%
公允价值变动损益	-0.94	3.83	0.00	0.00	0.00	ROE	7.59%	5.87%	6.89%	8.27%	10.06%
其他经营损益	-310.77	-359.12	0.00	0.00	0.00	ROA	5.71%	5.37%	6.50%	8.25%	9.77%
营业利润	312.33	282.74	432.88	585.39	807.09	ROIC	46.27%	5.21%	5.94%	6.56%	9.45%
加：其他非经营损益	86.32	95.33	95.33	95.33	95.33	成长能力					
利润总额	398.65	378.07	528.21	680.73	902.42	销售收入增长率	693.73%	12.41%	12.75%	18.87%	17.46%
减：所得税	19.26	17.25	79.23	102.11	135.36	净利润增长率	623.01%	-4.90%	24.43%	28.87%	32.57%
净利润	379.39	360.82	448.98	578.62	767.06	资本结构					
减：少数股东损益	10.03	11.78	14.66	18.89	25.04	资产负债率	29.91%	21.24%	27.69%	20.55%	19.35%
归属母公司股东净利润	369.37	349.04	434.32	559.72	742.01	流动比率	1.62	2.21	2.25	3.62	4.46
资产负债表（人民币，百万）						速动比率	1.20	1.68	1.88	2.98	3.77
货币资金	497.24	649.05	1590.00	2057.33	2439.17	经营效率					
应收和预付款项	1765.35	1420.77	2192.45	2098.99	2935.53	总资产周转率	0.58	0.66	0.64	0.78	0.84
存货	631.14	591.93	678.63	816.15	912.19	存货周转率	4.57	5.67	6.01	5.88	6.08
其他流动资产	186.33	75.88	75.88	75.88	75.88	业绩和估值					
长期股权投资	148.22	129.99	129.99	129.99	129.99	EPS	0.412	0.389	0.484	0.624	0.828
投资性房地产	44.44	54.11	45.06	36.01	26.96	BPS	5.427	6.637	7.034	7.546	8.225
固定资产和在建工程	2999.21	3255.98	2728.23	2200.49	1672.74	PE	46.85	49.58	39.84	30.92	23.32
无形资产和开发支出	823.44	832.34	720.06	607.79	495.51	PB	3.56	2.91	2.74	2.56	2.35
其他非流动资产	111.84	99.44	96.63	93.82	93.82						
资产总计	7207.22	7109.48	8256.93	8116.44	8781.79						
短期借款	289.40	137.80	897.37	0.00	0.00						
应付和预收款项	1399.59	1046.50	1063.41	1342.21	1373.78						
长期借款	100.90	100.90	100.90	100.90	100.90						
其他负债	365.53	224.68	224.68	224.68	224.68						
负债合计	2155.42	1509.88	2286.36	1667.79	1699.36						
股本	837.19	896.62	896.62	896.62	896.62						
资本公积	1849.17	2335.13	2335.13	2335.13	2335.13						
留存收益	2179.32	2718.82	3075.12	3534.31	4143.05						
归属母公司股东权益	4865.67	5950.57	6306.88	6766.07	7374.80						
少数股东权益	117.22	129.28	143.94	162.83	187.88						
股东权益合计	4982.88	6079.85	6450.82	6928.90	7562.68						
负债和股东权益合计	7138.30	7589.73	8737.18	8596.69	9262.04						

风险提示

原材料价格大幅上涨

氢氟酸、氯仿等原材料价格大幅上涨将增加公司成本。

电子、半导体等产业在国内发展缓慢

公司产品未来主要集中电子及半导体领域，若该产业国内发展缓慢，将影响公司业绩增长。

新产品研发缓慢

公司产品根据需求做定制化生产，并需要尽快完成小试、中试等环节，若内部研发缓慢将影响公司业绩增长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004