

2017年03月25日

证券研究报告·动态跟踪报告

华峰氨纶(002064) 化工

买入(维持)

当前价: 5.25元

目标价: 7.52元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

短期看好供需反转价格上涨, 长期看好行业整合

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年一季度业绩预告, 一季度归母净利润8200~9200万元, 同比增长247%~290%, 业绩好转的原因是公司新产能的投产, 平均生产成本下降, 销量增加, 使得营业收入、营业利润大幅增加。
- **氨纶行业供需发生反转。** 氨纶行业的上一轮景气周期发生在2013年, 随着大量新增产能的投放, 氨纶价格一路下滑, 2016年3季度时40D产品价格一度跌破28000元/吨, 同时叠加MDI原料价格一路飙升, 导致整个氨纶行业大面积亏损。16年11月份开始, 氨纶价格触底反弹, 目前40D产品价格已经达到36000元/吨。我们认为此轮价格上涨虽然有成本推动的因素, 但是本质上是供需格局发生了反转: 1) 行业开工率一路上升, 目前达到88%, 其中大厂满负荷生产; 2) 企业库存一路下降, 目前行业平均库存25天, 很多大厂满产满销; 3) 氨纶价差一直在扩大, 氨纶提价速度明显快于原料价格上涨速度。我们认为供需反转的原因是氨纶下游需求保持高速增长, 纺织服装的消费升级提高了氨纶的渗透率, 年均需求增速达到两位数, 消化掉了大部分过剩产能。另外, 目前已经进入了上半年的消费旺季, 我们认为氨纶价格仍然有较大的上涨空间。
- **行业仍需整合。** 未来, 氨纶行业仍然有新增产能, 但是绝大多数新产能预计会在今年下半年甚至是年底之后才会陆续投放, 对本轮旺季价格上涨形成不了太大冲击。这些新增产能大部分针对超细旦和差异化产品, 市场需求比较旺盛, 最大程度的避免了同质化竞争。这些新增产能绝大多数来自于行业龙头, 这可以提高行业的集中度。另外, 新产能工艺更先进, 成本更低, 极具优势, 可以帮助行业淘汰高成本落后产能。
- **龙头企业继续做大做强。** 目前华峰氨纶的产能11.7万吨, 市场占比约20%, 后续仍规划6万吨产能来巩固行业龙头地位。公司依托大集团进行原料采购, 具有明显的成本优势。根据价差测算, 公司目前单吨净利有望达到3000~4000元/吨, 随着氨纶价格的进一步提升, 业绩存在超预期的可能。
- **盈利预测与投资建议。** 氨纶涨价预期强烈, 我们上调公司盈利预测, 预计2016-2018年EPS分别为-0.17元、0.38元、0.43元, 对应PE分别为-32倍、14倍和12倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 氨纶产品价格大幅下跌的风险; 原材料价格大幅上涨的风险; 新产能达产情况或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2547.36	2751.57	4527.30	4980.03
增长率	7.87%	8.02%	64.53%	10.00%
归属母公司净利润(百万元)	254.13	-278.63	631.33	713.79
增长率	-38.12%	-209.64%	326.58%	13.06%
每股收益EPS(元)	0.15	-0.17	0.38	0.43
净资产收益率ROE	7.58%	-9.67%	17.37%	17.67%
PE	35	-32	14	12
PB	2.62	3.06	2.42	2.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华

执业证号: S1250513070003

电话: 021-50755259

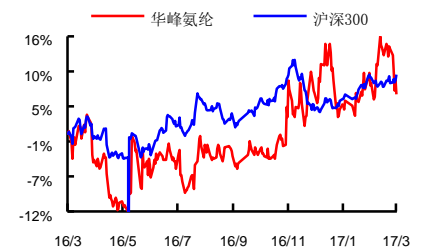
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩

电话: 010-57631196

邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.77
流通A股(亿股)	15.13
52周内股价区间(元)	4.34-5.71
总市值(亿元)	88.03
总资产(亿元)	51.59
每股净资产(元)	1.76

相关研究

1. 华峰氨纶(002064): 氨纶行业进入整合期, 龙头企业将迅速崛起 (2016-11-28)

关键假设：

假设 1：公司新产能投产后总产能达到 11.7 万吨，满产满销，增厚公司业绩。

假设 2：2017 年上半年的消费旺季将带动氨纶价格持续上涨，并且价差持续扩大，因此收入同比将大幅增长，毛利率预计达到 30%。2018 年公司有望投产部分新增产能，考虑到不确定性，暂不考虑其对公司业绩的贡献，因此假设 2018 年收入和毛利率保持平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
氨纶	收入	2526.21	2728.31	4501.71	4951.88
	增速	7.39%	8.00%	65.00%	10.00%
	毛利率	26.16	18.00	30.00	30.00
其他	收入	21.15	23.27	25.59	28.15
	增速	131.91%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	55.51	60.00	60.00	60.00
合计	收入	2547.36	2751.57	4527.30	4980.03
	增速	7.87%	8.02%	64.53%	10.00%
	毛利率	26.40%	26.40%	18.36%	30.17%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2547.36	2751.57	4527.30	4980.03	净利润	254.13	-278.63	631.33	713.79
营业成本	1874.78	2246.52	3161.43	3477.58	折旧与摊销	228.93	373.50	420.82	451.66
营业税金及附加	15.61	18.01	29.01	32.14	财务费用	40.26	90.03	102.35	90.95
销售费用	57.33	61.93	101.90	112.09	资产减值损失	22.05	460.00	5.00	5.00
管理费用	233.23	220.13	362.18	398.40	经营营运资本变动	-435.28	-43.70	-778.23	-247.24
财务费用	40.26	90.03	102.35	90.95	其他	132.19	-460.00	-5.00	-5.00
资产减值损失	22.05	460.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	242.27	141.21	376.26	1009.16
投资收益	3.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-597.48	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-695.45	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1292.93	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	307.63	-345.05	765.43	863.88	短期借款	620.12	438.63	-209.00	-527.05
其他非经营损益	8.64	7.00	7.00	7.00	长期借款	21.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	316.27	-338.05	772.43	870.88	股权融资	41.92	0.00	0.00	0.00
所得税	62.14	-59.42	141.11	157.09	支付股利	-41.92	-194.21	122.14	-309.95
净利润	254.13	-278.63	631.33	713.79	其他	58.33	-278.13	-97.35	-85.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	700.00	-33.71	-184.20	-922.94
归属母公司股东净利润	254.13	-278.63	631.33	713.79	现金流量净额	-351.81	57.49	142.06	36.22
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	162.63	220.13	362.18	398.40	成长能力				
应收和预付款项	956.16	996.12	1627.44	1807.16	销售收入增长率	7.87%	8.02%	64.53%	10.00%
存货	527.88	632.55	890.16	979.18	营业利润增长率	-33.84%	-212.16%	321.83%	12.86%
其他流动资产	200.58	216.66	356.49	392.14	净利润增长率	-38.12%	-209.64%	326.58%	13.06%
长期股权投资	402.04	402.04	402.04	402.04	EBITDA 增长率	-11.94%	-79.46%	987.54%	9.15%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2692.50	2400.67	2061.53	1691.54	毛利率	26.40%	18.36%	30.17%	30.17%
无形资产和开发支出	287.05	255.42	223.79	192.16	三费率	12.99%	13.52%	12.51%	12.08%
其他非流动资产	156.17	156.13	156.08	156.04	净利率	9.98%	-10.13%	13.94%	14.33%
资产总计	5385.02	5279.72	6079.72	6018.66	ROE	7.58%	-9.67%	17.37%	17.67%
短期借款	899.60	1338.23	1129.23	602.19	ROA	4.72%	-5.28%	10.38%	11.86%
应付和预收款项	405.98	520.91	766.30	821.68	ROIC	7.21%	-4.99%	16.32%	17.17%
长期借款	412.20	412.20	412.20	412.20	EBITDA/销售收入	22.64%	4.31%	28.46%	28.24%
其他负债	313.21	126.99	137.12	143.89	营运能力				
负债合计	2030.99	2398.33	2444.86	1979.96	总资产周转率	0.52	0.52	0.80	0.82
股本	1676.80	1676.80	1676.80	1676.80	固定资产周转率	1.95	1.56	2.40	2.76
资本公积	19.69	19.69	19.69	19.69	应收账款周转率	6.94	6.52	8.35	6.89
留存收益	1657.74	1184.90	1938.37	2342.21	存货周转率	4.29	3.87	4.15	3.72
归属母公司股东权益	3354.03	2881.39	3634.86	4038.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3354.03	2881.39	3634.86	4038.70	资产负债率	37.72%	45.43%	40.21%	32.90%
负债和股东权益合计	5385.02	5279.72	6079.72	6018.66	带息债务/总负债	64.59%	72.99%	63.05%	51.23%
					流动比率	1.22	1.10	1.69	2.48
					速动比率	0.87	0.77	1.23	1.80
					股利支付率	16.50%	-69.70%	-19.35%	43.42%
					每股指标				
					每股收益	0.15	-0.17	0.38	0.43
					每股净资产	2.00	1.72	2.17	2.41
					每股经营现金	0.14	0.08	0.22	0.60
					每股股利	0.03	0.12	-0.07	0.18
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	576.81	118.49	1288.60	1406.49					
PE	34.64	-31.59	13.94	12.33					
PB	2.62	3.06	2.42	2.18					
PS	3.46	3.20	1.94	1.77					
EV/EBITDA	17.32	85.90	7.63	6.59					
股息率	0.48%	2.21%	—	3.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn