

华峰氨纶 (002064)

证券研究报告

2019年10月31日

氨纶价差缩窄，竞争优势突出维持较高盈利

事件

华峰氨纶发布 2019 年三季报，前三季度实现营业收入 32.80 亿元，同比下降 2.42%；实现营业利润 4.20 亿元，同比下降 1.63%；归属于上市公司股东的净利润 3.57 亿元，同比下降 0.48%。按 16.77 亿股的总股本计算，实现每股收益 0.21 元，每股经营现金流为 0.37 元。其中第三季度实现营业收入 11.80 亿元，同比增长 2.02%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.20 亿元，同比增长 8.34%；单季度 EPS 0.07 元。

点评

氨纶价差缩窄,龙头依旧维持较高盈利水平

公司前三季度营收同比小幅下降 2.42%，毛利率同比微降 0.13 个百分点至 22.86%，期间费用率为 10.2%（同比+0.06pct）。

氨纶行业延续供过于求的局面，当前产品价格整体处于低位区域。据中纤网提供的价格数据测算，氨纶主流品种 40D 前三季度含税均价同比下降 4195 元/吨（同比-12%）至 31615 元/吨，氨纶与 PTMEG 及纯 MDI 平均价差同比缩窄 1227 元/吨（同比-8.3%）至 13629 元/吨。

公司依托（1）产品提质升档、差异化产品；（2）深化节能降耗管理，扩大成本竞争优势；（3）重庆基地的规模、成本（能源价格、集团原材料大宗采购）优势等；在行业景气较弱的情况下，依旧保持了较高的盈利水平。

公司新增先进产能投产巩固龙头地位

公司重庆基地 10 万吨/年差别化氨纶项目一期已于 9 月进入调试阶段，四季度可望贡献部分业绩；公司生产规模将进一步扩大，先进产能占比大幅提高。另一方面，瑞安基地现有产能的技术改造深入开展，生产效率将进一步提高。此外，依托重庆基地和瑞安基地热电联产集中供热、重庆基地能源价格、集团原材料大宗采购的优势，有望稳定降低公司生产成本、提高盈利能力。

整合优质资产华峰新材，打造聚氨酯制品龙头企业

公司拟收购华峰新材，其主营产品为己二酸、聚氨酯原液和聚酯多元醇。若收购重组成功，公司将构建以纯 MDI 为原料，形成从原材料统一采购、中间体加工到产成品销售的一体化运营体系，打造国内聚氨酯制品龙头。

盈利预测与估值

不考虑并购重组的资产，维持 2019-2021 年归属于上市公司股东的净利润分别为 5.02、6.43、6.90 亿元的预测，维持“买入”的投资评级。

风险提示：收购资产不达预期,产品价格下跌风险

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,149.68 | 4,435.71 | 5,278.50 | 5,806.35 | 6,503.11 |
| 增长率(%) | 45.90 | 6.89 | 19.00 | 10.00 | 12.00 |
| EBITDA(百万元) | 892.09 | 974.80 | 747.95 | 913.16 | 975.22 |
| 净利润(百万元) | 385.50 | 445.22 | 502.19 | 643.09 | 690.23 |
| 增长率(%) | (226.89) | 15.49 | 12.80 | 28.06 | 7.33 |
| EPS(元/股) | 0.23 | 0.27 | 0.30 | 0.38 | 0.41 |
| 市盈率(P/E) | 22.05 | 19.09 | 16.93 | 13.22 | 12.32 |
| 市净率(P/B) | 2.50 | 2.24 | 1.99 | 1.75 | 1.55 |
| 市销率(P/S) | 2.05 | 1.92 | 1.61 | 1.46 | 1.31 |
| EV/EBITDA | 10.12 | 7.30 | 11.16 | 8.81 | 7.58 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 化工/化学纤维 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 5.07 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股) | 1,676.80 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,556.10 |
| A 股总市值(百万元) | 8,501.38 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,889.43 |
| 每股净资产(元) | 2.45 |
| 资产负债率(%) | 35.10 |
| 一年内最高/最低(元) | 6.53/3.85 |

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华峰氨纶-半年报点评:行业低迷彰显竞争实力，打造聚氨酯下游龙头》
2019-08-28
- 《华峰氨纶-首次覆盖报告:整合华峰新材，打造聚氨酯下游龙头》
2019-08-13
- 《华峰氨纶-半年报点评:氨纶涨价，产能扩张，中报业绩大幅改善》
2017-08-27



财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 202.38 | 684.82 | 865.26 | 1,156.27 | 1,799.68 |
| 应收票据及应收账款 | 1,507.58 | 1,195.27 | 1,385.33 | 1,453.33 | 1,725.96 |
| 预付账款 | 39.26 | 18.31 | 48.38 | 49.06 | 43.31 |
| 存货 | 615.28 | 717.76 | 727.09 | 883.21 | 925.02 |
| 其他 | 80.51 | 41.69 | 73.15 | 66.39 | 61.18 |
| 流动资产合计 | 2,445.01 | 2,657.85 | 3,099.20 | 3,608.25 | 4,555.15 |
| 长期股权投资 | 432.80 | 463.54 | 463.54 | 463.54 | 463.54 |
| 固定资产 | 2,024.71 | 1,793.80 | 2,024.37 | 2,180.75 | 2,250.63 |
| 在建工程 | 297.40 | 573.17 | 523.90 | 434.34 | 320.61 |
| 无形资产 | 304.40 | 297.87 | 289.00 | 280.13 | 271.26 |
| 其他 | 57.76 | 152.23 | 86.61 | 97.39 | 110.38 |
| 非流动资产合计 | 3,117.08 | 3,280.61 | 3,387.42 | 3,456.15 | 3,416.41 |
| 资产总计 | 5,562.09 | 5,938.46 | 6,486.62 | 7,064.40 | 7,971.56 |
| 短期借款 | 748.07 | 406.00 | 300.00 | 300.00 | 300.00 |
| 应付票据及应付账款 | 682.68 | 838.96 | 939.30 | 1,042.60 | 1,182.91 |
| 其他 | 344.84 | 236.43 | 321.03 | 213.83 | 357.33 |
| 流动负债合计 | 1,775.58 | 1,481.39 | 1,560.34 | 1,556.43 | 1,840.24 |
| 长期借款 | 125.30 | 400.00 | 400.00 | 400.00 | 400.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 261.14 | 255.83 | 255.52 | 257.50 | 256.28 |
| 非流动负债合计 | 386.44 | 655.83 | 655.52 | 657.50 | 656.28 |
| 负债合计 | 2,162.03 | 2,137.22 | 2,215.86 | 2,213.93 | 2,496.53 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 1,676.80 | 1,676.80 | 1,676.80 | 1,676.80 | 1,676.80 |
| 资本公积 | 19.69 | 19.69 | 19.69 | 19.69 | 19.69 |
| 留存收益 | 1,725.58 | 2,128.88 | 2,593.96 | 3,173.68 | 3,798.23 |
| 其他 | (22.01) | (24.13) | (19.69) | (19.69) | (19.69) |
| 股东权益合计 | 3,400.06 | 3,801.24 | 4,270.76 | 4,850.48 | 5,475.03 |
| 负债和股东权益总 | 5,562.09 | 5,938.46 | 6,486.62 | 7,064.40 | 7,971.56 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 385.50 | 445.22 | 502.19 | 643.09 | 690.23 |
| 折旧摊销 | 293.13 | 269.29 | 127.57 | 142.05 | 152.74 |
| 财务费用 | 63.65 | 42.59 | 59.04 | 51.79 | 43.43 |
| 投资损失 | (20.53) | (30.74) | (20.50) | (20.50) | (20.50) |
| 营运资金变动 | (247.97) | 24.51 | 14.64 | (230.76) | (33.88) |
| 其它 | (118.19) | 112.58 | (0.00) | (0.00) | (0.00) |
| 经营活动现金流 | 355.59 | 863.45 | 682.94 | 585.67 | 832.01 |
| 资本支出 | 121.47 | 342.81 | 300.31 | 198.02 | 101.22 |
| 长期投资 | 20.53 | 30.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (206.61) | (546.95) | (579.81) | (377.52) | (180.71) |
| 投资活动现金流 | (64.62) | (173.40) | (279.50) | (179.50) | (79.50) |
| 债权融资 | 1,074.77 | 931.30 | 800.00 | 800.00 | 800.00 |
| 股权融资 | (70.12) | (52.35) | (54.59) | (51.79) | (43.43) |
| 其他 | (1,366.37) | (1,086.21) | (968.42) | (863.37) | (865.67) |
| 筹资活动现金流 | (361.72) | (207.26) | (223.01) | (115.17) | (109.10) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (70.75) | 482.79 | 180.43 | 291.01 | 643.41 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 4,149.68 | 4,435.71 | 5,278.50 | 5,806.35 | 6,503.11 |
| 营业成本 | 3,292.09 | 3,422.21 | 4,001.10 | 4,459.28 | 5,007.40 |
| 营业税金及附加 | 23.14 | 30.88 | 34.19 | 36.81 | 42.88 |
| 营业费用 | 82.72 | 88.65 | 117.18 | 117.87 | 130.06 |
| 管理费用 | 135.08 | 159.93 | 190.03 | 202.46 | 214.60 |
| 研发费用 | 128.22 | 170.40 | 158.35 | 148.06 | 197.04 |
| 财务费用 | 69.11 | 50.22 | 59.04 | 51.79 | 43.43 |
| 资产减值损失 | 37.61 | 58.41 | 177.76 | 91.26 | 109.15 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 20.53 | 30.74 | 20.50 | 20.50 | 20.50 |
| 其他 | (60.13) | (80.40) | (41.00) | (41.00) | (41.00) |
| 营业利润 | 421.32 | 504.67 | 561.34 | 719.32 | 779.06 |
| 营业外收入 | 24.42 | 2.16 | 14.70 | 13.76 | 10.21 |
| 营业外支出 | 0.35 | 3.28 | 2.00 | 1.88 | 2.39 |
| 利润总额 | 445.39 | 503.55 | 574.04 | 731.20 | 786.88 |
| 所得税 | 59.90 | 58.33 | 71.84 | 88.11 | 96.65 |
| 净利润 | 385.50 | 445.22 | 502.19 | 643.09 | 690.23 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 385.50 | 445.22 | 502.19 | 643.09 | 690.23 |
| 每股收益(元) | 0.23 | 0.27 | 0.30 | 0.38 | 0.41 |

| 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|----------|--------|--------|--------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 45.90% | 6.89% | 19.00% | 10.00% | 12.00% |
| 营业利润 | -242.49% | 19.78% | 11.23% | 28.14% | 8.31% |
| 归属于母公司净利润 | -226.89% | 15.49% | 12.80% | 28.06% | 7.33% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 20.67% | 22.85% | 24.20% | 23.20% | 23.00% |
| 净利率 | 9.29% | 10.04% | 9.51% | 11.08% | 10.61% |
| ROE | 11.34% | 11.71% | 11.76% | 13.26% | 12.61% |
| ROIC | 10.45% | 11.64% | 13.93% | 16.47% | 16.41% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 38.87% | 35.99% | 34.16% | 31.34% | 31.32% |
| 净负债率 | 25.66% | 6.48% | -1.53% | -7.34% | -18.26% |
| 流动比率 | 1.38 | 1.79 | 1.99 | 2.32 | 2.48 |
| 速动比率 | 1.03 | 1.31 | 1.52 | 1.75 | 1.97 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.31 | 3.28 | 4.09 | 4.09 | 4.09 |
| 存货周转率 | 7.12 | 6.66 | 7.31 | 7.21 | 7.19 |
| 总资产周转率 | 0.76 | 0.77 | 0.85 | 0.86 | 0.87 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.23 | 0.27 | 0.30 | 0.38 | 0.41 |
| 每股经营现金流 | 0.21 | 0.51 | 0.41 | 0.35 | 0.50 |
| 每股净资产 | 2.03 | 2.27 | 2.55 | 2.89 | 3.27 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 22.05 | 19.09 | 16.93 | 13.22 | 12.32 |
| 市净率 | 2.50 | 2.24 | 1.99 | 1.75 | 1.55 |
| EV/EBITDA | 10.12 | 7.30 | 11.16 | 8.81 | 7.58 |
| EV/EBIT | 15.06 | 10.08 | 13.46 | 10.44 | 8.99 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |