



华峰化学 (002064.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

氨纶生产成本绝对优势，逆势扩产抢

占市场份额

公司简介

公司成立于1999年12月，2006年于深交所上市，是国内首家主营氨纶业务的上市公司。经过多年的发展，公司现有氨纶年产能32.5万吨、己二酸年产能135.5万吨、聚氨酯原液年产能52万吨，各项业务的产量位居全国第一。

投资逻辑：

1、公司氨纶生产成本行业内优势显著，难以复制。

公司的氨纶生产成本相比同行业上市公司有着明显的优势，公司2023/2024H1的氨纶业务毛利率为12.50%/14.97%，新乡化纤与泰和新材氨纶毛利率分别为-0.26%/2.05%和-3.00%/-8.99%。公司氨纶生产的成本优势主要来自于投资折旧端以及规模效应，是公司经过二十多年在氨纶行业的深耕逐渐累积的结果，短时间内国内的其他氨纶企业很难复制公司在氨纶生产上的成本优势。

2、氨纶下行周期企业盈利承压，逆势扩产抢占市场份额。

当前我国氨纶行业处于供给过剩的状态，下游需求增长疲软，价格持续下滑，当前氨纶40D市场均价仅23700元/吨，未来仍有较多新增产能规划。公司凭借自身不可复制的氨纶生产成本优势逆势扩产，未来新增氨纶产能15万吨。

3、增发并购集团新资产，利用集团优势扩展己二酸产业链，

公司控股股东华峰集团是全球最大的聚氨酯制品材料的产销企业，涵盖多种己二酸下游产品。2024年10月28日，公司公告筹划通过发行股份及现金支付的方式并购集团旗下TPU及聚氨酯树脂业务资产。

盈利预测、估值和评级

不考虑尚未完成的增发并购的影响，我们预测，2024/2025/2026年公司实现营业收入278.55亿/288.57亿/313.38亿元，同比+5.92%/+3.60%/+8.60%，归母净利润25.82亿/26.86亿/29.79亿元，同比+4.20%/+4.03%/+10.91%，对应EPS为0.52/0.54/0.60元。考虑到公司作为氨纶行业龙头，且未来计划增发并购新资产，给予公司2025年16倍估值，目标价8.64元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动；新增产能建设不达预期；下游需求增长不达预期；宏观经济环境变化。

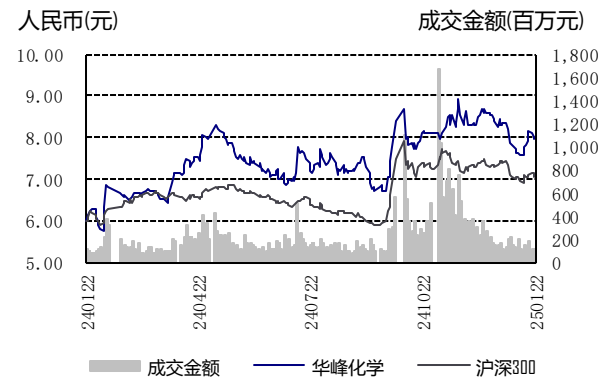
基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.94元

目标价 (人民币)：8.64元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,884	26,298	27,855	28,857	31,338
营业收入增长率	-8.75%	1.60%	5.92%	3.60%	8.60%
归母净利润(百万元)	2,844	2,478	2,582	2,686	2,979
归母净利润增长率	-64.17%	-12.85%	4.18%	4.02%	10.91%
摊薄每股收益(元)	0.573	0.499	0.520	0.541	0.600
每股经营性现金流净额	0.52	0.50	0.81	0.87	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.29%	9.94%	9.75%	9.56%	9.97%
P/E	11.87	13.44	15.72	15.11	13.63
P/B	1.46	1.34	1.53	1.45	1.36

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司氨纶成本优势显著，核心护城河究竟从何而来？	4
1.1 温州家族企业多年深耕，成就国内氨纶领军者	4
1.2 氨纶生产成本优势显著，核心护城河源自投资折旧	5
二、氨纶下行周期行业出清，公司逆势扩产抢占市场	8
2.1 氨纶价格持续下行，供需未改善行业拐点不明	8
2.2 依托低成本公司大量扩产抢占市场份额	10
三、己二酸成本优势带动满产，聚氨酯原液业绩稳定	12
3.1 己二酸行业触底，公司成本优势仍有盈利	12
3.2 聚氨酯原液业务稳定	14
四、发挥集团优势扩展产业链，看好公司长期发展	14
五、盈利预测与投资建议	15
5.1 盈利预测	15
5.2 投资建议及估值	16
六、风险提示	17

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司股权结构	4
图表 3：2018-2024H1 可比公司销售管理费率	5
图表 4：2018-2024H1 可比公司研发费率	5
图表 5：2014-2024H1 公司营收及增速	5
图表 6：2014-2024H1 公司细分业务营收占比	5
图表 7：上市公司历年氨纶业务毛利率情况	6
图表 8：2023 年上市公司氨纶产能及生产成本拆分	6
图表 9：上市公司氨纶项目折旧情况	7
图表 10：氨纶生产成本的原材料价格敏感性分析	8
图表 11：2023 年我国部分省市制造业人均工资	8
图表 12：2023 年我国部分省市工商业用电价格	8
图表 13：2019-2024 年氨纶 40D 价格及价差情况	9
图表 14：2024.11 我国氨纶产能分布	9
图表 15：2019-2024 年我国氨纶产能数据	9
图表 16：2019 年以来氨纶库存及开工率情况	10
图表 17：2018-2024 年纺织服装消费端表现	10



图表 18:	2020-2024 年纺织服装出口端表现.....	10
图表 19:	我国氨纶未来规划产能.....	11
图表 20:	我国氨纶供需平衡表.....	11
图表 21:	上市公司氨纶业务开工率.....	12
图表 22:	2024 年上市公司氨纶成本曲线.....	12
图表 23:	近 5 年己二酸价格及价差情况.....	12
图表 24:	2019-2024 年我国己二酸产能及产量.....	13
图表 25:	近 3 年我国己二酸库存及开工率.....	13
图表 26:	2019-2024 年我国 PA66 产能及产量.....	13
图表 27:	2019-2024 年我国 PBAT 产能及产量.....	13
图表 28:	华峰化学己二酸业务毛利率.....	14
图表 29:	2020-2023 华峰化学己二酸产能利用率.....	14
图表 30:	2019-2024H1 公司聚氨酯原液业务业绩.....	14
图表 31:	华峰集团产业链结构示意图.....	15
图表 32:	华峰集团产品结构情况.....	15
图表 33:	公司氨纶业务盈利预测.....	16
图表 34:	公司细分业务营收拆分.....	16
图表 35:	可比公司估值比较.....	16

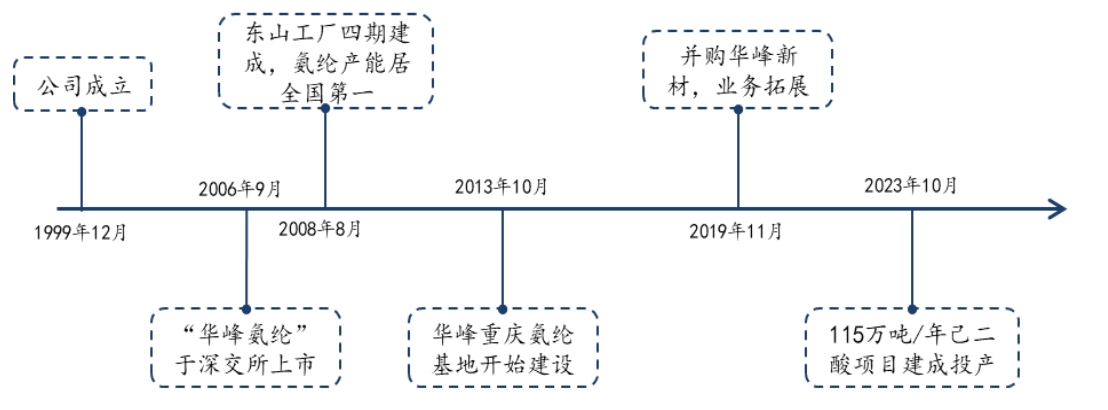


一、公司氨纶成本优势显著，核心护城河究竟从何而来？

1.1 温州家族企业多年深耕，成就国内氨纶领军者

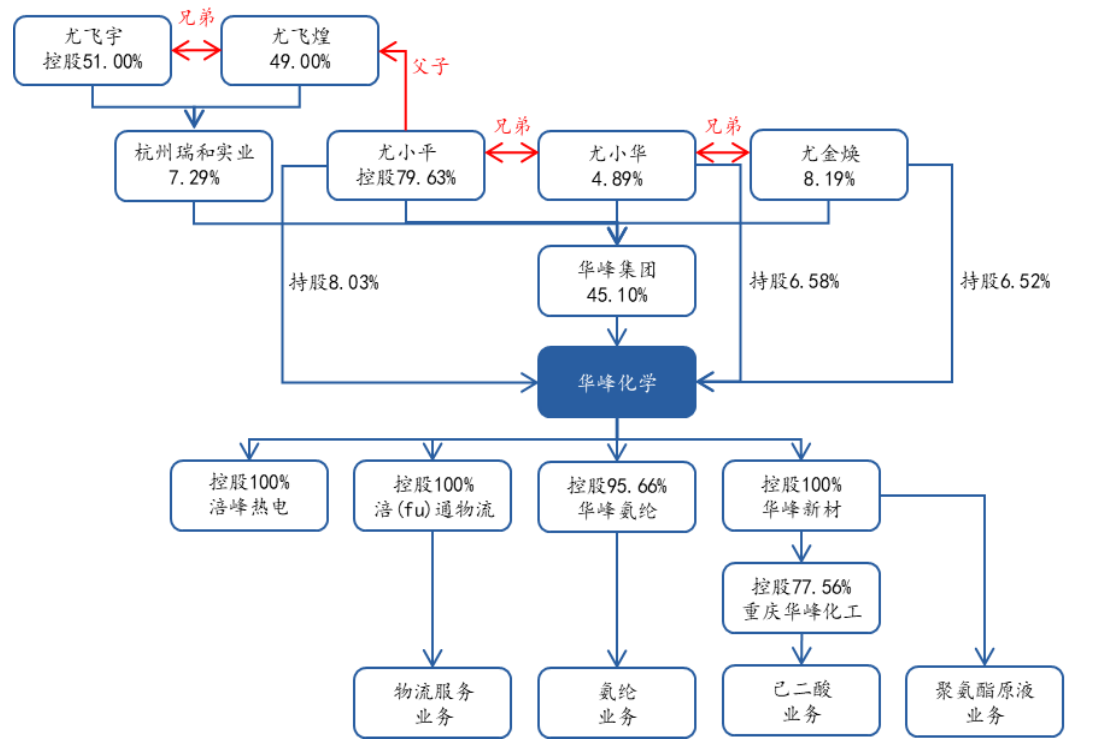
深耕氨纶二十余载，铸就行业绝对龙头。公司成立于1999年12月，主要从事氨纶的生产销售业务，2006年于深交所上市，成为温州首家国内上市民营企业 and 全国首家主营氨纶业务的上市公司。上市以来公司氨纶业务快速发展，2008年东山工厂四期工程建成后，公司氨纶产能跃居全国第一。2019年，公司并购了控股股东华峰集团旗下子公司华峰新材，成功将业务拓展至氨纶、己二酸和聚氨酯原液，由“华峰氨纶”更名为“华峰化学”。截至2024年Q3，公司已有氨纶产能32.5万吨/年、己二酸产能135.5万吨/年、聚氨酯原液产能52万吨/年，各业务的产能产量均位列全国第一。公司“千禧”牌氨纶产品实现10D-2500D规格全品类覆盖，在我国氨纶领域位于绝对龙头地位。

图表1：公司发展历程



来源：公司官网、公司公告、国金证券研究所

图表2：公司股权结构



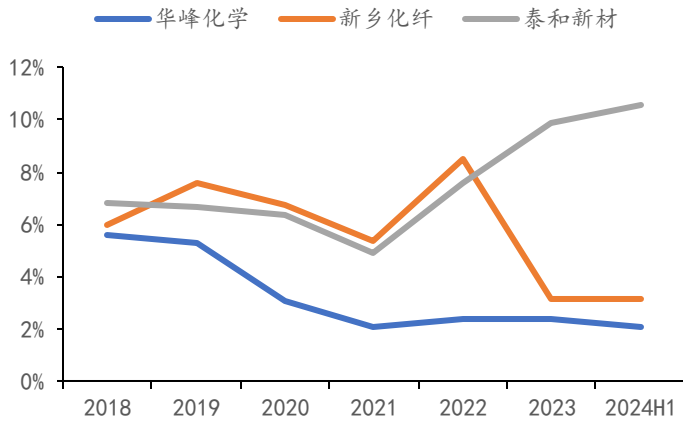
来源：iFinD、公司公告、国金证券研究所

公司控股股东是华峰集团，实际控制人为尤小平，直接或间接持有公司43.94%的股份。实控人兄弟尤小华、尤金煊，儿子尤飞宇、尤飞煌，妹夫陈林真等均持有公司股份，尤氏家

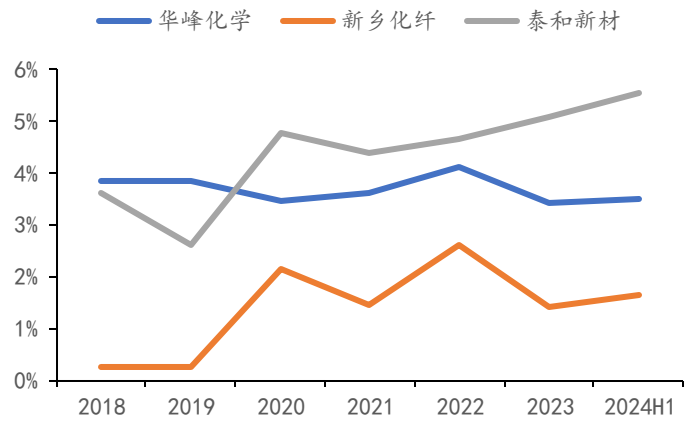


族累计持有公司股份接近 70%，股权结构十分稳定。民营家族企业的背景也使得公司的费用管控能力十分突出。

图表3: 2018-2024H1 可比公司销售管理费率



图表4: 2018-2024H1 可比公司研发费率

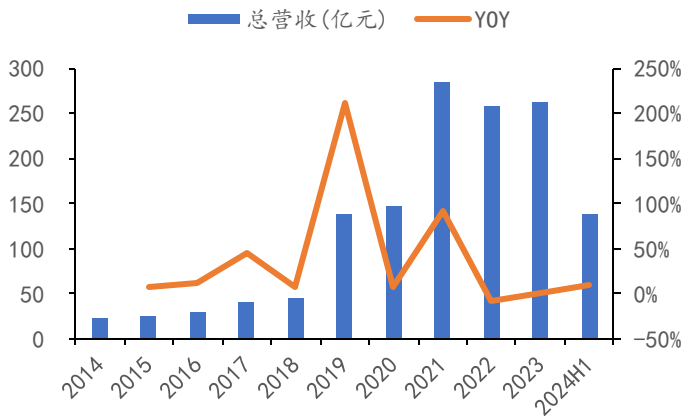


来源: iFinD、国金证券研究所

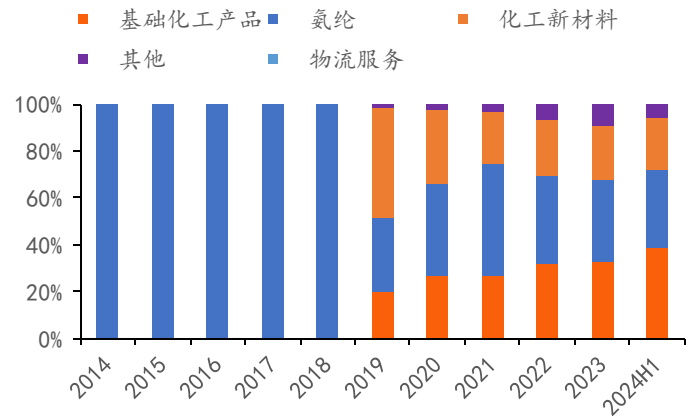
来源: iFinD、国金证券研究所

2019 年集团将己二酸和聚氨酯业务注入到公司后,公司发展迅速业绩再上新台阶,从 2019 年营收 137.85 亿元增长至 2023 年营收 262.98 亿元,业绩收入几乎实现翻倍。其中氨纶及己二酸业务的营收占比也在逐年增加。

图表5: 2014-2024H1 公司营收及增速



图表6: 2014-2024H1 公司细分业务营收占比



来源: iFinD、国金证券研究所

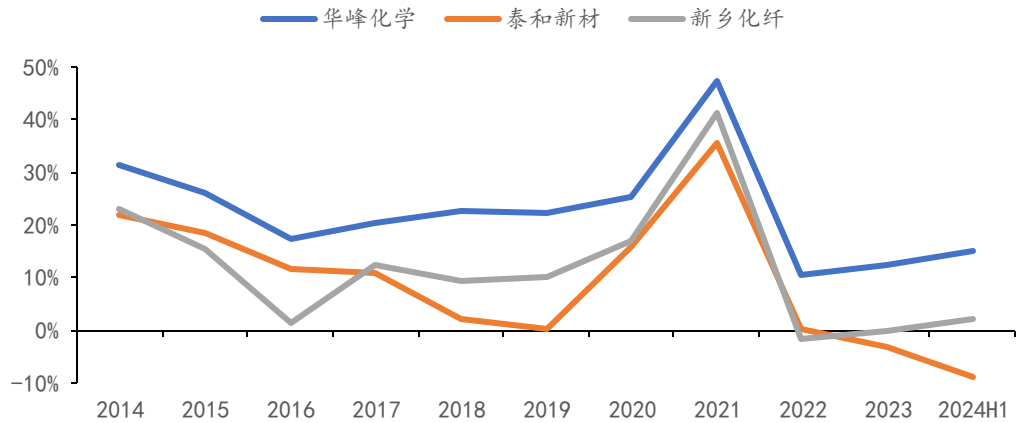
来源: iFinD、国金证券研究所

1.2 氨纶生产成本优势显著,核心护城河源自投资折旧

公司氨纶业务毛利率在行业内佼佼者。对比同样具有氨纶业务的两家上市公司新乡化纤和泰和新材的经营数据,2023 年泰和新材和新乡化纤的氨纶业务毛利率仅有-3.00%和-0.26%处于亏损状态,但是公司的毛利率仍能保持在 12.50%。纵观三家上市公司历年数据,公司的氨纶毛利率不论在上行周期还是在下行周期,都要比行业内平均水平高出接近 10 个百分点。



图表7: 上市公司历年氨纶业务毛利率情况



来源: iFinD、国金证券研究所

根据成本测算的结果，公司 2023 年氨纶的实际单吨生产成本的优势高达 4000-5000 元。在假设三家上市公司的开工率均为 100%以及原材料 MDI 和 PTMEG 大宗商品采购价格相同的条件下，根据各家的产能所在地对氨纶生产进行详细的生产成本拆分如下表。公司的测算成本相比其余两家有 800-1400 元/吨的成本优势，这使得公司有着极高的开工率。在高开工率和规模效应的正反馈效应的作用下，公司的氨纶单吨实际生产成本优势提高到了 4000-5000 元，生产成本优势十分显著。（折旧见图表 9，人工见图表 11，能源见图表 12）

图表8: 2023 年上市公司氨纶产能及生产成本拆分

华峰化学			新乡化纤			泰和新材		
产能所在地	产能 (万吨/年)		产能所在地	产能 (万吨/年)		产能所在地	产能 (万吨/年)	
浙江瑞安	6		河南新乡	18		山东烟台	1.5	
重庆	26.5				宁夏宁东	8.5		
成本构成 (元/吨)	占比		成本构成 (元/吨)	占比		成本构成 (元/吨)	占比	
原材料	19926	84.42%	原材料	19926	81.75%	原材料	19926	79.56%
折旧	1500	6.35%	折旧	2073	8.50%	折旧	2893	11.55%
人工	1048	4.44%	人工	879	3.61%	人工	1200	4.79%
用电	1129	4.78%	用电	1496	6.14%	用电	1025	4.09%
测算成本	23603		测算成本	24374		测算成本	25045	
产品销售均价 (元/吨)	28384		产品销售均价 (元/吨)	28017		产品销售均价 (元/吨)	28882	
开工率	104.49%		开工率	85.70%		开工率	90.31%	
毛利率	12.50%		毛利率	-0.26%		毛利率	-3.00%	
实际生产成本 (元/吨)	24836		实际生产成本 (元/吨)	28090		实际生产成本 (元/吨)	29748	

来源: iFinD、各环评报告、百川盈孚、各公司公告、国金证券研究所

究竟公司如此显著的成本优势来源于哪里？经过我们细致的研究认为，公司的氨纶生产成本有着多方面的优势，但是核心优势来自于其投资折旧优势。纵观三家上市公司近 15 年投产的氨纶产能，公司的平均单吨年折旧额仅有 1500 元，折旧的优势达到 500-1300 元/吨，而最新建设的重庆华峰 30 万吨差异化氨纶项目，单吨折旧仅有 1069 元，远远低于行业内的平均水平。深挖其投资折旧的优势来源，我们总结出以下几个原因：



- ①华峰氨纶项目依托老产能进行技改升级扩产，项目不新征土地，生产装置规模大、建设投入少，规模效应显著；根据环评，重庆华峰最新精制装置产能可达 720t/d，折合年产约 26 万吨，而新乡单套装置规模仅有 2 万吨/年，泰和单套精制装置仅 150t/d 折合年产约 5.4 万吨。
 - ②公司具有自主工程设计和设备成套能力，项目建设速度快，生产设备国产化程度达到 95% 以上；而宁夏泰和的氨纶生产装置是通过收购宁夏越华新材料股份有限公司氨纶业务而得，3 万吨产能的协议收购价为 9.55 亿元。
 - ③华峰集团旗下自有经营热电业务的子公司，新增氨纶产能可以沿用现有的供热、供电等公辅工程，年额定发电量可达 42000 万 kWh，无需额外进行投资建设，集团协同效应显著；而新乡和泰和的产能基地需要配套建设完整的公辅设施工程。
- 这些规模效应和集团协同效应综合来看，都是公司及华峰集团潜心耕耘二十余年而累积发展的结果，行业内其他企业很难在短期内缩短与公司的差距，是公司氨纶业务上的核心成本护城河。

图表9：上市公司氨纶项目折旧情况

企业	项目	产能 (吨)	转固总额 (万元)	平均折旧年限	年折旧 (元/吨)	投产时间	平均年折旧 (元/吨)
华峰化学	浙江华峰耐高温高回弹氨纶技改	15000	39954.5	15	1776	2012	1500
	重庆华峰差异化氨纶一二期	60000	173177.4	15	1924	2017	
	重庆华峰差异化氨纶三四期	100000	245143.8	15	1634	2022	
	重庆华峰差异化氨纶五六七期	100000	160424.3	15	1069	2024	
新乡化纤	连续聚合差别化氨纶纤维项目	12000	58784.9	15	3266	2014	2073
	新乡化纤超细旦氨纶一二期	40000	156102.6	15	2602	2017	
	新乡化纤超细旦氨纶三期	60000	186452.7	15	2072	2019	
	高品质超细旦氨纶一二三期	100000	254870.0	15	1699	2024	
泰和新材	烟台舒适氨纶纤维工程项目	7000	42414.4	15	4039	2016	2893
	泰和新材差异化氨纶	30000	145815.3	15	3240	2024	
	泰和新材粗旦氨纶工程	15000	37420.2	15	1663	2023	

来源：各公司公告、国金证券研究所

集团采购与原材料关联方交易成本优势几何？在原材料成本方面，市场上有一些观点认为，华峰集团作为全球最大的 MDI 采购商，每年 MDI 采购量巨大，同时还与全球 MDI 龙头巴斯夫与万华化学建立了长期战略合作伙伴关系，应当在原料 MDI 的进价方面存在较大的优势。但是我们认为，集团采购的协同效应对公司氨纶生产成本的贡献有限。一方面 MDI 作为化工大宗商品，其销售价格在不同地区不同客户差距不大；另一方面，即使公司在 MDI 采购价格上存在一定优势，根据敏感性分析，1000 元/吨的 MDI 进价优势反映到生产成本上仅有 187 元/吨，MDI 价格对于生产成本来说贡献很小。不过公司的重庆基地与重庆巴斯夫、瑞安基地与宁波万华距离较近，在原材料的运输成本上存在一定优势。



图表10: 氨纶生产成本的原材料价格敏感性分析

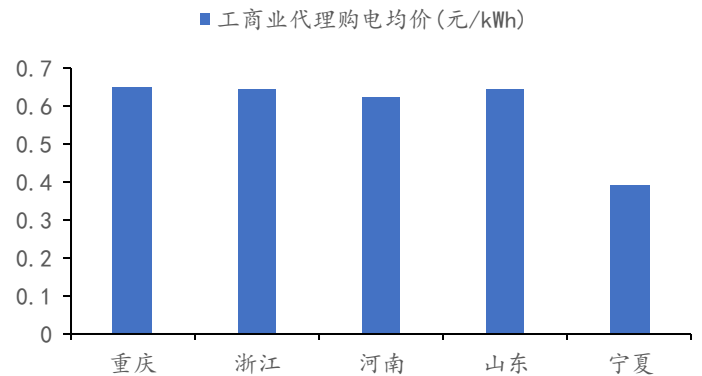
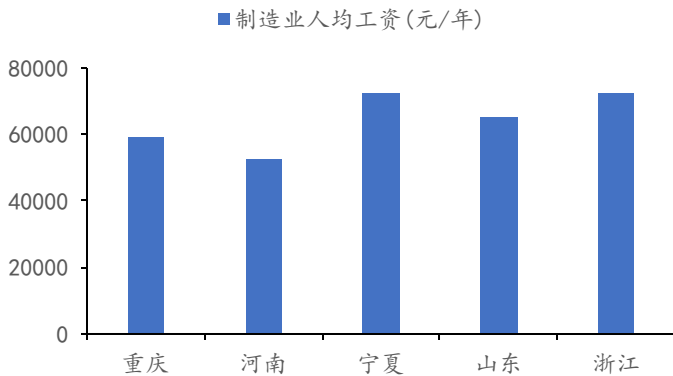
氨纶生产成本 (元/吨)		原材料 MDI 价格 (元/吨) (单耗 0.187, 每次价格递减 1000 元/吨)								
原材料 PTMEG 价格 (元/吨) (单耗 0.774, 每次价格递减 1000 元/吨)		20032.8	0%	19032.8	-5.0%	18032.8	-10.0%	17032.8	-15.0%	
	19612.7	0%	0	0%	-187	-0.8%	-374	-1.5%	-561	-2.3%
	18612.7	-5.1%	-774	-3.1%	-961	-3.9%	-1148	-4.6%	-1335	-5.4%
	17612.7	-10.2%	-1548	-6.2%	-1735	-7.0%	-1922	-7.7%	-2109	-8.5%
	16612.7	-15.3%	-2322	-9.3%	-2509	-10.1%	-2696	-10.9%	-2883	-11.6%

来源: 环评报告、百川盈孚、国金证券研究所

生产过程中的人工成本和能源成本与基地所在地域紧密相关。人工方面, 根据各省市统计局数据, 重庆市 2023 年制造业人均工资仅 59100 元/年, 而浙江省制造业人均工资达到 72552 元/年, 以华峰 6 万吨氨纶项目定员 1009 人计算, 重庆华峰在用工成本方面就要比浙江华峰低约 226 元/吨。能源方面, 宁夏地区的工商业代理购电均价仅 0.39 元/kWh, 而山东、浙江等东部省份的工商业代理购电均价达到 0.65 元/kWh。以单吨氨纶耗电 2400kWh 计算, 重庆华峰配套自有供电可以降低生产成本约 500 元/吨。同时, 我国东部氨纶生产厂商还面临着较大的环保压力, “煤改气”带来的设备更换和耗能成本的提高也使得东部氨纶厂商未来主要向着中西部转移以寻求更低的能源和人工成本。

图表11: 2023 年我国部分省市制造业人均工资

图表12: 2023 年我国部分省市工商业用电价格



来源: 各省市统计局、国金证券研究所

来源: 国家电网、国金证券研究所

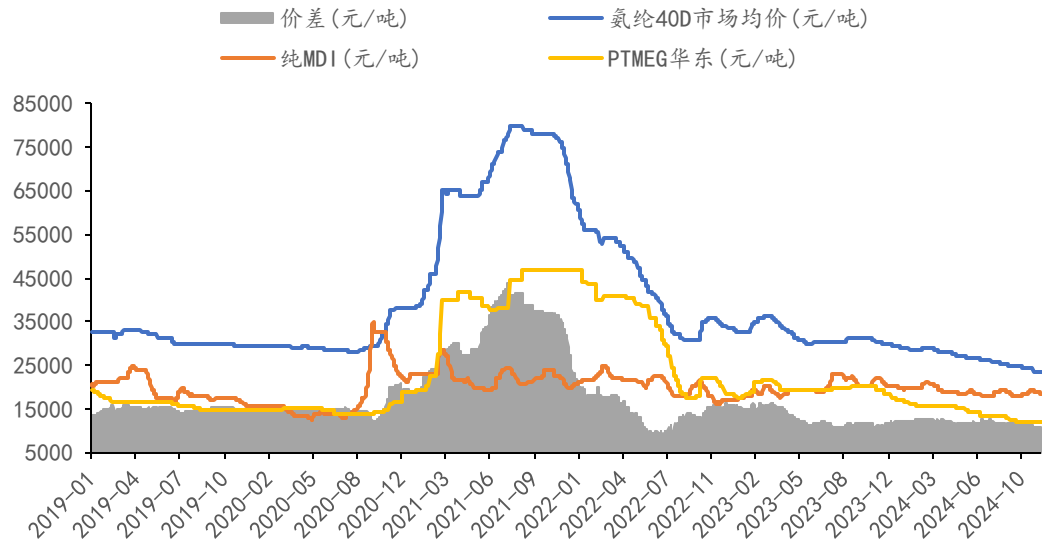
二、氨纶下行周期行业出清, 公司逆势扩产抢占市场

2.1 氨纶价格持续下行, 供需未改善行业拐点不明

氨纶是强周期的化工纤维产品, 价格受供需驱动。2021 年受公共卫生物资常态化需求的刺激, 氨纶价格高升至历史高位, 导致行业内涌现大量新增在建产能。但是随着 22 年末公共卫生事件结束, 加上氨纶下游纺织服装消费的增长疲软, 新增氨纶产能落产, 导致国内氨纶供给明显过剩, 23 年以来氨纶的价格持续下滑, 价差也跌至历史较低分位。



图表13: 2019-2024年氨纶40D价格及价差情况

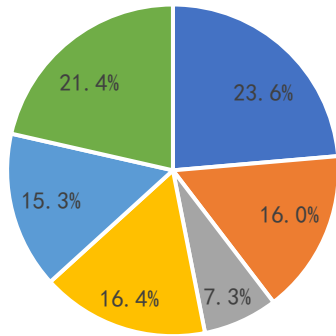


来源: 百川盈孚、国金证券研究所

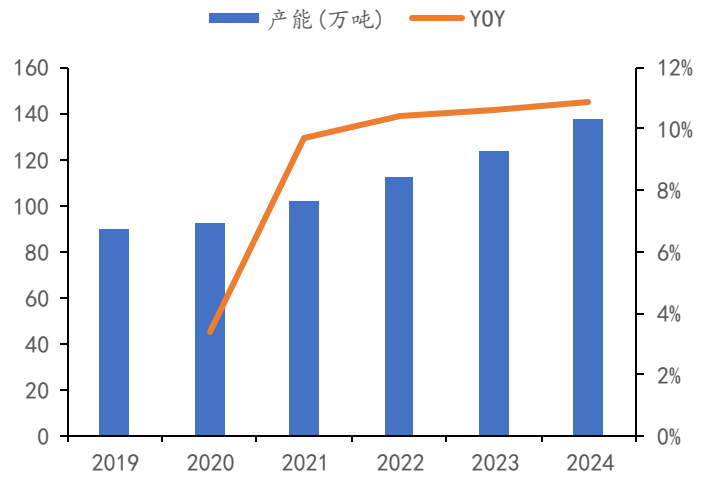
国内氨纶行业经过多年发展, 产能集中度较高, 主要集中在华峰化学、新乡化纤、泰和新材三家上市公司和诸暨华海、晓星两家非上市公司。根据百川盈孚的最新数据, 5家企业的氨纶产能合计占据我国氨纶产能的78.6%, 其中公司产能32.5万吨占比达23.6%, 位居全国第一。同时2021年以来我国氨纶产能增长迅速, 每年都超过10%的增长率。

图表14: 2024.11我国氨纶产能分布

■ 华峰化学 ■ 新乡化纤 ■ 泰和新材
■ 诸暨华海 ■ 晓星 ■ 其他



图表15: 2019-2024年我国氨纶产能数据



来源: 百川盈孚、国金证券研究所

来源: 百川盈孚、国金证券研究所

氨纶库存端持续攀高, 行业开工率波动下行。根据百川盈孚的数据, 2022年下半年以来, 我国氨纶行业开工率快速下滑, 2024年上半年得益于原料PTMEG价格下行部分厂商开工率有所恢复。但是库存端伴随24年开工率恢复快速攀高, 氨纶行业供给过剩格局十分突出。近期氨纶市场价格继续下行, 行业开工率也随之下降, 库存量仍处于高位, 行业景气度持续下行。



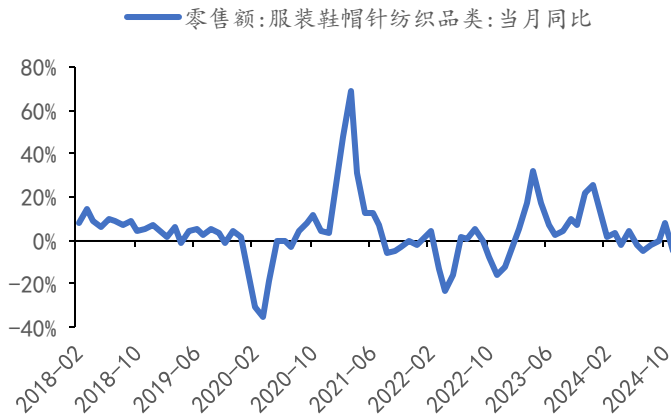
图表16: 2019年以来氨纶库存及开工率情况



来源: 百川盈孚、国金证券研究所

氨纶主要下游纺织服装消费与出口增长动力不足。内需消费端方面,除了2023年初公共卫生事件结束后带动一段消费反弹,2023年末至今国内纺服消费表现一般,增长势头较差;出口端方面表现较消费端更差。尽管氨纶作为高端化纤面料,持续的价格下行有利于氨纶渗透率的提高,但是总的来看未来短期内氨纶需求依旧疲软增长动力不足。氨纶供给依旧饱和,未来景气度较难改善,行业拐点尚不清晰,预计短期内氨纶价格依旧会有所下行,价差仍会承压。

图表17: 2018-2024年纺织服装消费端表现



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 2020-2024年纺织服装出口端表现



来源: Wind、国金证券研究所

2.2 依托低成本公司大量扩产抢占市场份额

国内未来仍有较多氨纶规划产能建设。根据百川盈孚的数据,我国未来已有规划的氨纶产能累计达68.8万吨,其中预计2025年投产的产能达19.6万吨,预计2025年总产能将达到157.14万吨,同比增长达14.25%;26年投产的产能约20.2万吨。大量的新增产能的投入将持续给氨纶行业带来供给冲击,未来氨纶价格或将有所下行继续承压。


图表19：我国氨纶未来规划产能

企业	省份	规划产能 (万吨/年)	预计投产时间	进度
华峰重庆氨纶有限公司	重庆市	15	2026.12	2025年起逐步投产，预计2026年12月全部投产
晓星氨纶（宁夏）有限公司	宁夏回族自治区	30	2025及以后	项目共5期36万吨，一期二期共6万吨已投产，三期7万吨预计2025年3月投产
泰光化纤（宁夏）有限公司	宁夏回族自治区	10.8	2026	项目共3期10.8万吨，一期3.6万吨预计2024年12月投产
宁夏宁东泰和新材料有限公司	宁夏回族自治区	1	2024-12	
银川滨河恒意纤维新材料有限公司	宁夏回族自治区	12	2025-08及以后	项目12万吨，一期3万吨预计25年8月投产

来源：政府网站、百川盈孚、国金证券研究所

未来短期氨纶行业供给过剩情况将加剧，行业继续承压。截至2024.11，我国氨纶实际消费量达到89.08万吨，由此推算2024年全年消费量为97.18万吨，同比增长13.93%。由于下游需求增长动力较弱，我们预计2025-2026年增长有较大下滑；行业新增产能较多，产品价格下行，预计产能利用率也有所下降。根据我们对氨纶的供需平衡测算，预计2025/2026年的氨纶供给量将会有5.98/9.95万吨的过剩，未来短期内国内的氨纶供给过剩情况将会略有加剧，氨纶企业经营持续承压。

图表20：我国氨纶供需平衡表

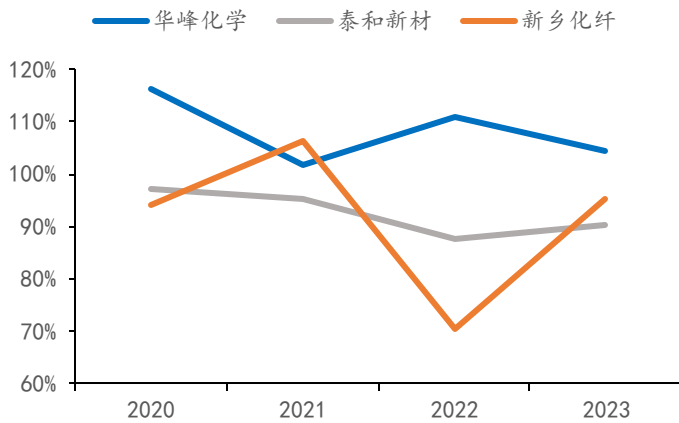
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
实际消费量（万吨）	61.53	75.95	76.52	69.76	85.29	97.18	104.89	111.11
YOY		23.45%	0.75%	-8.84%	22.27%	13.93%	7.93%	5.93%
总产能（万吨/年）	89.54	92.54	101.54	112.14	124.04	137.54	157.14	177.34
产量（万吨）	64.87	75.77	82.71	78.69	89.01	105.86	114.67	125.86
产能利用率	72.45%	81.88%	81.46%	70.17%	71.76%	76.97%	72.97%	70.97%
进口量（万吨）	2.78	2.93	3.67	2.58	4.79	4.70	4.20	3.70
出口量（万吨）	6.24	6.51	8.04	7.10	6.96	7.83	8.00	8.50
供给-需求（万吨）	-0.12	-3.76	1.82	4.41	1.55	5.55	5.98	9.95

来源：百川盈孚、国金证券研究所

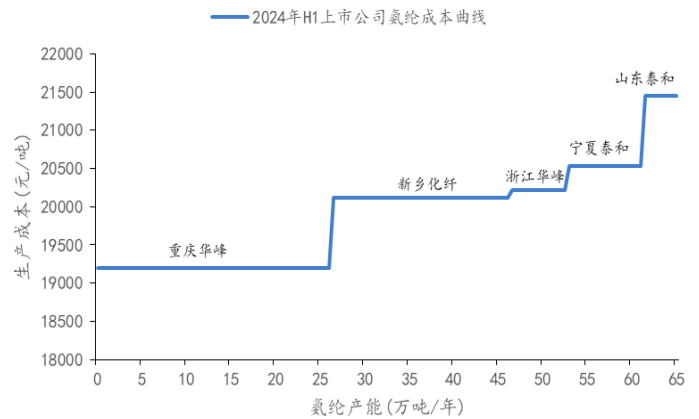
公司凭借氨纶的生产成本优势，开工率始终高于行业内平均水平。未来位于成本曲线最左侧的重庆华峰15万吨产能建成投产，成本曲线将进一步右移，不断扩大自身氨纶的市场份额；2026年项目完全投产后公司的氨纶产能占比预计将达到26.78%。



图表21: 上市公司氨纶业务开工率



图表22: 2024年上市公司氨纶成本曲线



来源: 公司公告、国金证券研究所

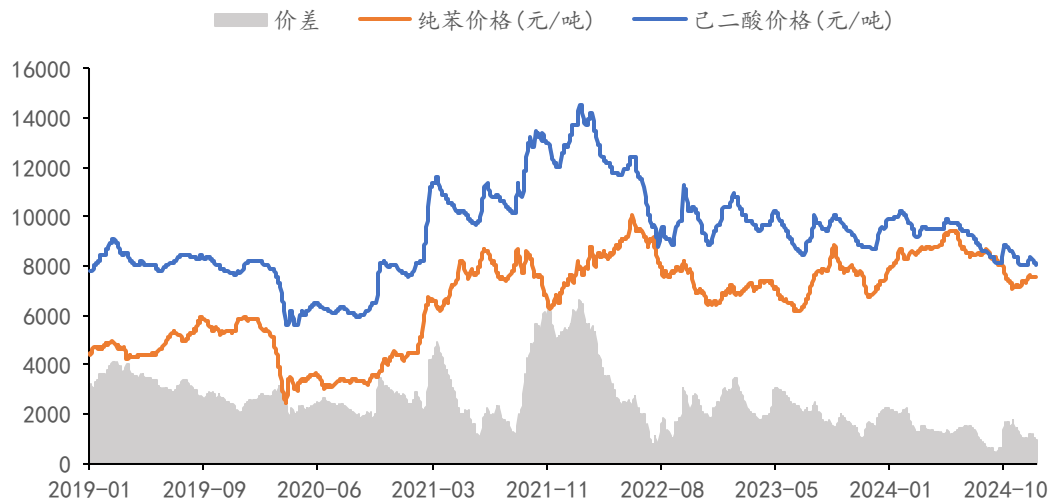
来源: 百川盈孚、公司公告、国金证券研究所

三、己二酸成本优势带动满产，聚氨酯原液业绩稳定

3.1 己二酸行业触底，公司成本优势仍有盈利

原料价格持续高位，己二酸行业价差触底。2023年以来己二酸的价格波动下行，加之2024年上半年主要原材料纯苯的价格持续走高，己二酸产品的价差已经跌至底部，众多企业己二酸业务上半年处于亏损经营的状态，例如神马股份己二酸业务2024H1的毛利率仅有3.44%。今年下半年以来纯苯价格有所回落，但是由于己二酸下游需求表现较差，己二酸价格依旧下行，己二酸价差并未得到改善。

图表23: 近5年己二酸价格及价差情况

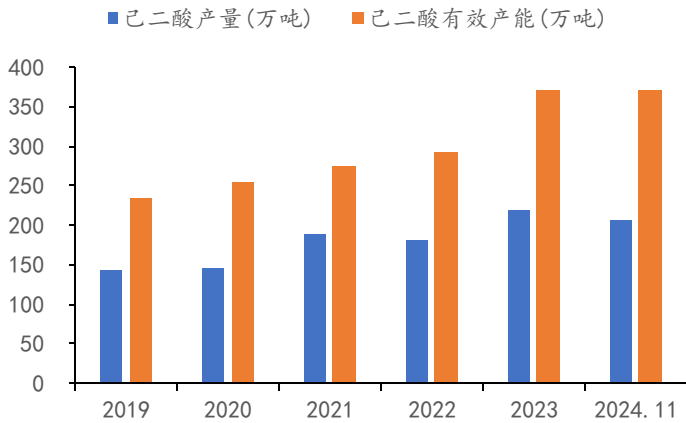


来源: 百川盈孚、环评报告、Wind、国金证券研究所

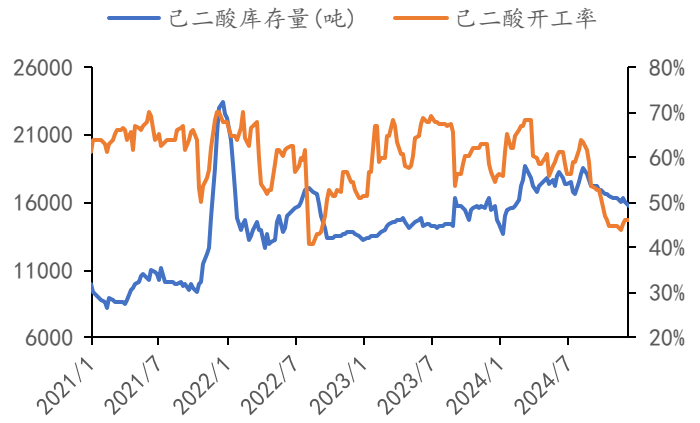
我国己二酸行业多年来开工率一直保持较低的水平，今年下半年以来由于己二酸价差承压触底，众多厂家停工减产，导致行业开工率一度跌落仅有44%。己二酸库存方面一直波动上行，下半年减产使库存略有下降，但是效果不佳依旧处于较高库存水平。



图表24: 2019-2024 年我国己二酸产能及产量



图表25: 近 3 年我国己二酸库存及开工率

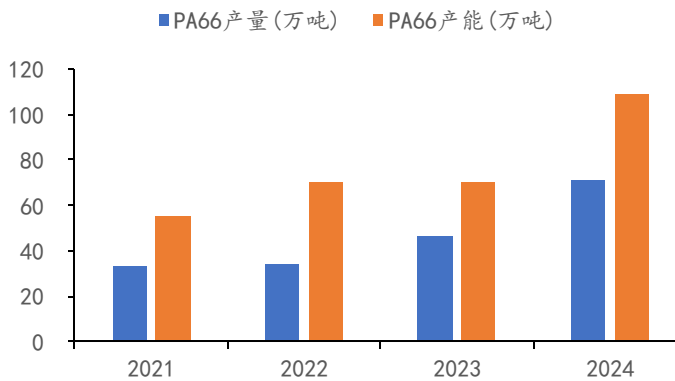


来源: 百川盈孚、国金证券研究所

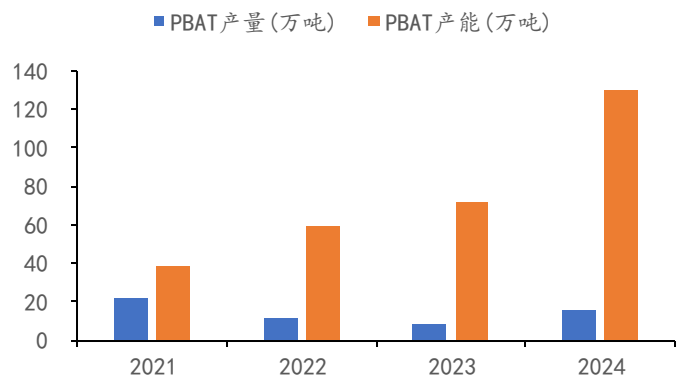
来源: 百川盈孚、国金证券研究所

需求端方面, 己二酸下游各项应用表现较差。己二酸主要下游应用 PA66 的产能利用率多年维持在 65%左右的水平; 而另一下游可降解塑料 PBAT 行业的表现更差, 2023 年 PBAT 的行业开工率仅有 12.31%。同时 2024 年, 安徽昊源化工和华鲁恒升分别新增己二酸产能 16 万吨和 20 万吨, 并已于 2024 年 12 月建成投产。预计未来己二酸行业依旧会处于薄底的状态, 己二酸价格价差承压, 行业拐点尚未显现。

图表26: 2019-2024 年我国 PA66 产能及产量



图表27: 2019-2024 年我国 PBAT 产能及产量



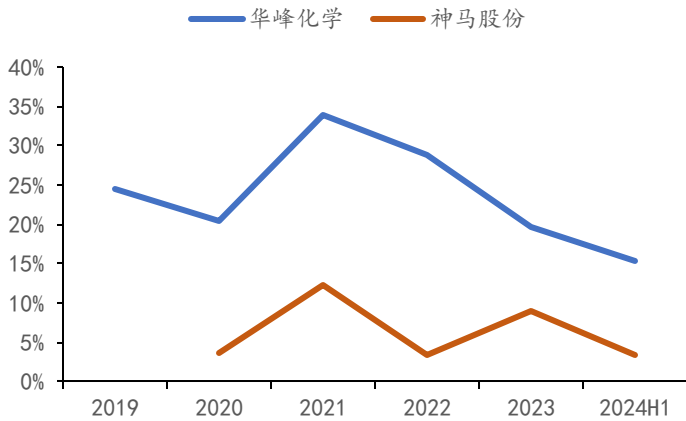
来源: 百川盈孚、国金证券研究所

来源: 百川盈孚、国金证券研究所

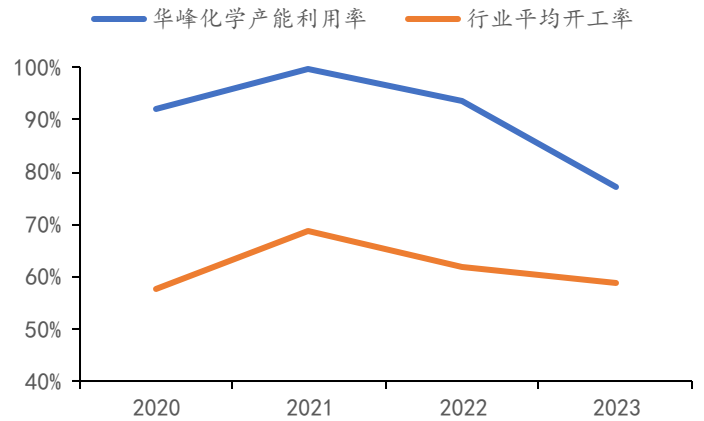
公司已二酸生产成本优势, 业务盈利水平稳固。对比同样具有己二酸业务的上市公司神马股份的毛利率数据, 公司在己二酸生产上也有着生产成本的优势。2022 年至 2024 年 H1, 公司的己二酸业务毛利率分别为 28.88%/19.57%/15.45%, 神马股份对应的己二酸业务毛利率分别为 3.29%/8.97%/3.44%, 公司的成本优势十分明显。而公司已二酸成本优势的主要来源同样是来自于折旧端, 公司的己二酸产能建设依托孙公司重庆华峰化工现有的产能基础上进行技改扩产, 一方面节省了较多公辅工程的建设, 另一方面形成了大产能的规模化效应, 在投资折旧上形成了成本优势。公司已二酸业务凭借其成本优势多年保持着较高的产能利用率和毛利率水平, 业务盈利水平十分稳固。



图表28：华峰化学己二酸业务毛利率



图表29：2020-2023 华峰化学己二酸产能利用率



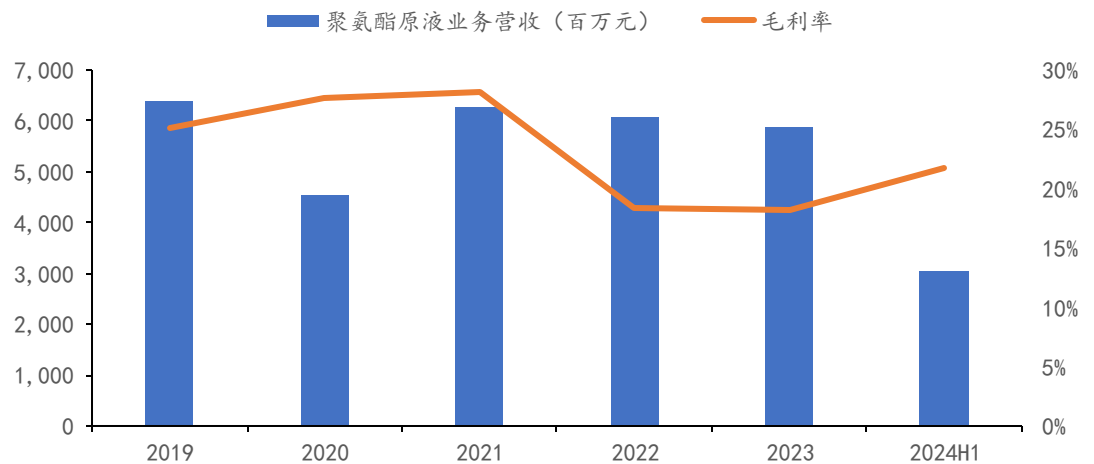
来源：iFinD、国金证券研究所

来源：公司公告、百川盈孚、国金证券研究所

3.2 聚氨酯原液业务稳定

公司聚氨酯原液业务多年营收盈利能力稳定。公司子公司华峰新材是国内最大的聚氨酯原液生产企业，拥有聚氨酯原液产能52万吨。聚氨酯原液产品主要应用于聚氨酯鞋底，可以作为皮鞋、运动鞋等多种鞋类的鞋底生产，应用范围广泛。自从华峰新材纳入上市公司范围内后，聚氨酯原液业务的营收能力稳定，盈利能力也较强。

图表30：2019-2024H1 公司聚氨酯原液业务业绩



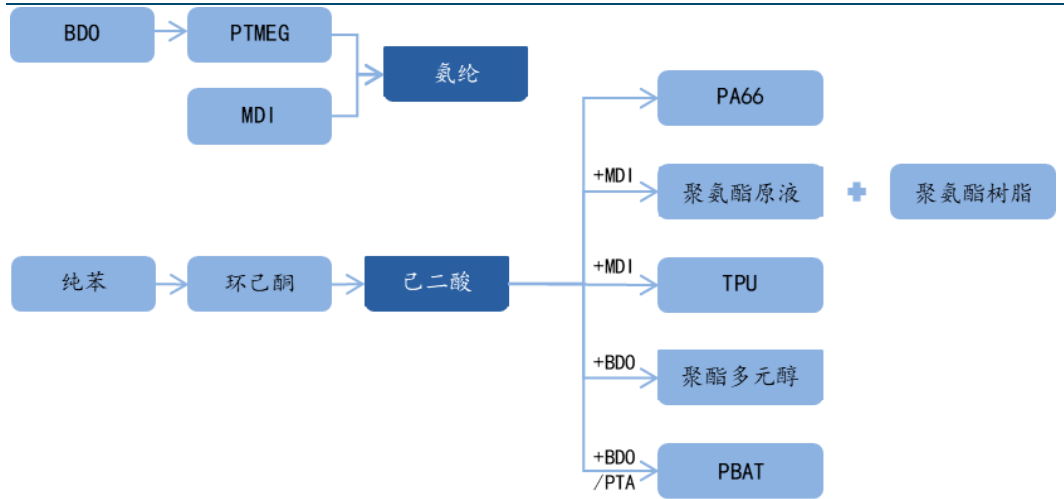
来源：iFinD、国金证券研究所

四、发挥集团优势扩展产业链，看好公司长期发展

公司在扩大氨纶产能，抢占市场份额的同时，还在积极布局氨纶产业链上游，公司2023年12月分别投资50.2亿元和28.4亿元用于建设110万吨/年天然气一体化项目（对应25万吨/年BDO产能）和配套的24万吨/年PTMEG产能项目，预计2026年底建成2027年投产。原材料PTMEG项目建成后将进一步缩减公司氨纶的生产成本，产业链一体化也增强了公司的竞争实力。



图表31：华峰集团产业链结构示意图



来源：百川盈孚、国金证券研究所

计划增发并购集团优质业务资产，为上市公司再添新活力。公司控股股东华峰集团，是全球最大的聚氨酯制品材料的产销企业，下辖近 50 家全资或控股子公司，多种产品在国内市占率位居第一。2024 年 10 月 28 日，公司公告计划通过发行股份及现金支付的方式并购集团旗下热塑性聚氨酯（TPU）业务资产和聚氨酯树脂业务资产，该两项业务均为己二酸产业链下游，并购整合后的上市公司将完善己二酸下游产业链，利用集团的平台作用，打通己二酸及氨纶产业链上下游，不断提升公司的综合竞争实力。

图表32：华峰集团产品结构情况

产品	现有产能（万吨/年）	国内市占率	业务经营公司	备注
氨纶长丝	32.5	23.6%	华峰化学	002064.SZ
聚氨酯原液	52	>60%	华峰新材	华峰化学子公司
聚酯多元醇	42	>22%	华峰新材	华峰化学子公司
己二酸	135.5	45%	重庆华峰化工	华峰新材子公司
环己酮	20	>10%	重庆华峰化工	华峰新材子公司
TPU	30	>20%	华峰热塑性聚氨酯	华峰化学新并购
聚氨酯树脂	40	>20%	华峰合成树脂	华峰化学新并购
铝热传输材料	16	-	华峰铝业	601702.SH
超纤材料	1 亿米	>55%	华峰超纤	300180.SZ
PBAT	3	-	瑞安环保材料	集团子公司
PA66 切片	20	>15%	华峰集团	聚酰胺事业部

来源：集团官网、百川盈孚、国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

氨纶：公司现有氨纶产能 32.5 万吨，其中浙江华峰产能 6.5 万吨；重庆华峰产能 26 万吨，在建产能 15 万吨，预计 2025 年起陆续投产。由于氨纶行业拐点尚未显现，仍处于供给过剩的状态，未来氨纶的价格仍会有所下滑，预计未来三年产品均价为 27000/26000/25500 元/吨。毛利率方面尽管氨纶价格下行，但是原材料 PTMEG 价格也随之有所下滑，加之重庆华峰的新增产能位于成本曲线的最左侧，预计氨纶业务毛利率有所提高。



图表33: 公司氨纶业务盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量(万吨)	20.37	22.88	24.95	33.96	34.35	39.64	50.20
产能(万吨)	17.5	22.5	22.5	32.5	32.5	37.5	47.5
产能利用率	116.37%	101.68%	110.91%	104.49%	105.69%	105.69%	105.69%
销量(万吨)	20.71	21.69	24.78	32.79	33.28	38.68	49.17
产销率	101.67%	94.82%	99.31%	96.55%	96.89%	97.59%	97.93%
营收(百万元)	5803.51	13679.37	9650.32	9306.27	8986.52	10056.32	12537.26
均价(元/吨)	28029.05	63059.33	38939.15	28384.46	27000	26000	25500
毛利率	25.50%	47.23%	10.47%	12.50%	14.97%	15.42%	16.04%
营收同比增长	32.96%	135.71%	-29.45%	-3.57%	-3.44%	11.90%	24.67%

来源: iFinD、国金证券研究所

己二酸: 公司现有己二酸产能 135.5 万吨, 暂无在建产能, 其中 40 万吨产能于 2023 年 9 月建成试投产, 因此 2023 年公司己二酸的产能利用率仅有 77.16%。随着新增产能逐步爬坡满产, 2024 年公司己二酸产能将达到满产, 同时公司己二酸产品有超过 60% 用于集团内部下游业务的原料供给, 即使在己二酸行业供给过剩的环境下, 预计公司未来己二酸依旧能够保持满开工率的状态。己二酸行业下游需求疲软, 预计价格和毛利率将会下行触底, 预计未来 3 年己二酸业务营收增长 +21.81%/-0.65%/-0.65%, 毛利率为 14.73%/14.17%/13.61%。

图表34: 公司细分业务营收拆分

产品		2022	2023	2024E	2025E	2026E
氨纶	营收(亿元)	96.50	93.06	89.87	100.56	125.37
	yoy		-3.56%	0.14%	15.38%	26.20%
	毛利率	10.47%	12.50%	14.97%	15.42%	16.04%
己二酸	营收(亿元)	83.26	85.66	104.34	103.66	102.98
	yoy		2.88%	21.81%	-0.65%	-0.65%
	毛利率	28.88%	19.57%	14.73%	14.17%	13.61%
聚氨酯原液	营收(亿元)	60.73	58.82	58.82	58.82	58.82
	毛利率	18.37%	18.13%	21.78%	21.78%	21.78%
其他	营收(亿元)	18.13	25.29	25.29	25.29	25.29
	毛利率	5.70%	4.83%	11.18%	11.18%	11.18%
合计	营收(亿元)	258.84	262.98	278.55	288.57	313.38
	yoy		1.60%	5.92%	3.60%	8.60%
	毛利率	17.93%	15.35%	16.01%	15.93%	15.95%

来源: iFinD、国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

由于公司增发并购尚未实施且无明确方案, 因此盈利预测不考虑增发分影响。据此我们预测 2024/2025/2026 年公司实现营业收入 278.55 亿元/288.57 亿元/313.38 亿元, 同比 +5.92%/+3.60%/+8.60%, 归母净利润 25.82 亿元/26.86 亿元/29.79 亿元, 同比 +4.20%/+4.03%/+10.91%, 对应 EPS 为 0.52/0.54/0.60 元。考虑到公司作为氨纶行业龙头, 应享有一定估值溢价, 给予公司 2025 年 16 倍估值, 目标股价 8.64 元, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

图表35: 可比公司估值比较

代码	名称	股价(元)	EPS			PE		
			2022	2023	2024E	2024E	2025E	2026E



002254.SZ	泰和新材	9.11	0.62	0.39	0.26	0.37	0.44	39.19	27.78	23.33
000949.SZ	新乡化纤	4.15	-0.30	-0.03	0.24	0.35	0.43	17.07	11.85	9.62
600426.SH	华鲁恒升	20.56	2.96	1.68	1.90	2.47	2.99	12.18	9.36	7.73
	平均值		1.09	0.68	0.80	1.06	1.29	22.81	16.33	13.56
	中位数		0.62	0.39	0.26	0.37	0.44	17.07	11.85	9.62
002064.SZ	华峰化学	7.94	0.57	0.50	0.52	0.54	0.60	15.72	15.11	13.63

来源：iFinD、国金证券研究所（可比公司 EPS 中新乡化纤为 iFinD 一致预测均值，泰和新材和华鲁恒升为国金预测值，数据截至 2025 年 1 月 22 日收盘）

六、风险提示

- 1、原材料价格波动的风险：氨纶及己二酸生产所需的主要原料为 MDI、PTMEG 和纯苯，如果未来原材料采购价格出现较大波动，会对公司氨纶及己二酸业务的营收和利润产生较大的影响。
- 2、新增产能建设不达预期的风险：氨纶当前处于下行周期，公司未来主要业绩增量来自于新增氨纶产能建设的投产放量，若遇到突发事件或产能建设晚于预期将会影响公司未来的营业收入，给公司业绩带来严重的影响。
- 3、下游需求增长不达预期的风险：氨纶及己二酸都是供需驱动价格的产品，如果未来对下游需求量增长缓慢不达预期，将对产品价格带来一定的影响。
- 4、宏观经济环境变化引发的风险：宏观经济环境对氨纶等化学纤维行业有一定的影响，如果未来全球经济发生较大波动，我国经济环境变差，公司的经营也会随着化学纤维行业的变化而出现下降的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	28,367	25,884	26,298	27,855	28,857	31,338
增长率		-8.8%	1.6%	5.9%	3.6%	8.6%
主营业务成本	-17,389	-21,242	-22,262	-23,396	-24,261	-26,339
%销售收入	61.3%	82.1%	84.7%	84.0%	84.1%	84.0%
毛利	10,978	4,642	4,036	4,459	4,597	4,999
%销售收入	38.7%	17.9%	15.3%	16.0%	15.9%	16.0%
营业税金及附加	-187	-112	-102	-86	-89	-97
%销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-158	-169	-194	-195	-202	-219
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-438	-449	-430	-390	-404	-439
%销售收入	1.5%	1.7%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	-1,026	-1,062	-901	-972	-1,007	-1,094
%销售收入	3.6%	4.1%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	9,170	2,850	2,409	2,816	2,894	3,150
%销售收入	32.3%	11.0%	9.2%	10.1%	10.0%	10.1%
财务费用	-31	203	146	14	53	129
%销售收入	0.1%	-0.8%	-0.6%	0.0%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	-50	-97	-69	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-2	-3	0	0	0
投资收益	70	106	94	94	94	94
%税前利润	0.8%	3.3%	3.6%	3.2%	3.1%	2.8%
营业利润	9,247	3,203	2,768	2,923	3,041	3,372
营业利润率	32.6%	12.4%	10.5%	10.5%	10.5%	10.8%
营业外收支	-91	-22	-149	0	0	0
税前利润	9,156	3,181	2,619	2,923	3,041	3,372
利润率	32.3%	12.3%	10.0%	10.5%	10.5%	10.8%
所得税	-1,220	-339	-140	-341	-355	-394
所得税率	13.3%	10.7%	5.3%	11.7%	11.7%	11.7%
净利润	7,936	2,842	2,479	2,582	2,686	2,979
少数股东损益	-1	-2	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	7,937	2,844	2,478	2,582	2,686	2,979
净利率	28.0%	11.0%	9.4%	9.3%	9.3%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,936	2,842	2,479	2,582	2,686	2,979
少数股东损益	-1	-2	1	0	0	0
非现金支出	1,031	1,171	1,377	1,627	1,806	1,989
非经营收益	70	-44	19	49	18	-47
营运资金变动	-2,902	-1,399	-1,407	-248	-169	-415
经营活动现金净流	6,135	2,570	2,469	4,009	4,341	4,506
资本开支	-2,096	-2,593	-1,701	-1,201	-1,210	-910
投资	-146	149	65	0	0	0
其他	21	1	28	94	94	94
投资活动现金净流	-2,220	-2,442	-1,608	-1,107	-1,117	-817
股权募资	0	2,773	0	0	0	0
债权募资	-507	1,168	288	-728	-1,681	-1,301
其他	-356	-1,599	-1,233	-1,176	-1,186	-1,238
筹资活动现金净流	-862	2,342	-945	-1,904	-2,867	-2,539
现金净流量	2,994	2,549	-8	997	357	1,150

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,468	10,541	10,169	11,165	11,521	12,670
应收款项	5,756	4,561	5,383	6,310	6,537	7,099
存货	4,034	2,840	3,621	3,455	3,583	3,890
其他流动资产	899	727	879	1,054	1,088	1,169
流动资产	18,157	18,668	20,053	21,984	22,729	24,828
%总资产	62.2%	57.0%	56.5%	59.7%	61.5%	65.3%
长期投资	594	693	764	764	764	764
固定资产	8,718	11,785	12,878	12,727	12,184	11,149
%总资产	29.9%	36.0%	36.3%	34.6%	32.9%	29.3%
无形资产	1,010	1,244	1,393	1,329	1,278	1,235
非流动资产	11,021	14,087	15,455	14,848	14,252	13,173
%总资产	37.8%	43.0%	43.5%	40.3%	38.5%	34.7%
资产总计	29,178	32,755	35,508	36,832	36,981	38,001
短期借款	1,792	2,244	3,737	2,982	1,301	0
应付款项	5,424	3,998	4,586	5,160	5,350	5,809
其他流动负债	1,083	722	655	769	798	874
流动负债	8,299	6,964	8,978	8,911	7,449	6,683
长期贷款	846	1,611	370	370	370	370
其他长期负债	1,022	1,033	1,237	1,080	1,079	1,078
负债	10,167	9,607	10,584	10,361	8,898	8,132
普通股股东权益	19,008	23,147	24,922	26,469	28,081	29,868
其中：股本	4,634	4,963	4,963	4,963	4,963	4,963
未分配利润	12,489	13,689	15,366	16,916	18,527	20,314
少数股东权益	3	0	2	2	2	2
负债股东权益合计	29,178	32,755	35,508	36,832	36,981	38,001

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.713	0.573	0.499	0.520	0.541	0.600
每股净资产	4.102	4.664	5.022	5.334	5.659	6.019
每股经营现金净流	1.324	0.518	0.497	0.808	0.875	0.908
每股股利	0.321	0.523	0.387	0.208	0.216	0.240
回报率						
净资产收益率	41.75%	12.29%	9.94%	9.75%	9.56%	9.97%
总资产收益率	27.20%	8.68%	6.98%	7.01%	7.26%	7.84%
投入资本收益率	36.46%	9.40%	7.81%	8.34%	8.59%	9.20%
增长率						
主营业务收入增长率	92.66%	-8.75%	1.60%	5.92%	3.60%	8.60%
EBIT 增长率	252.56%	-68.92%	-15.49%	16.90%	2.78%	8.84%
净利润增长率	248.23%	-64.17%	-12.85%	4.18%	4.02%	10.91%
总资产增长率	48.34%	12.26%	8.41%	3.73%	0.40%	2.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.2	29.2	32.0	41.4	41.4	41.4
存货周转天数	62.5	59.1	53.0	53.9	53.9	53.9
应付账款周转天数	39.4	35.9	32.3	31.2	31.2	31.2
固定资产周转天数	100.7	113.8	157.8	148.3	140.1	123.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.60%	-29.18%	-24.33%	-29.52%	-35.08%	-41.18%
EBIT 利息保障倍数	295.9	-14.0	-16.5	-204.9	-54.7	-24.5
资产负债率	34.84%	29.33%	29.81%	28.13%	24.06%	21.40%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	11	24	43
增持	0	1	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.13	1.15	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究