

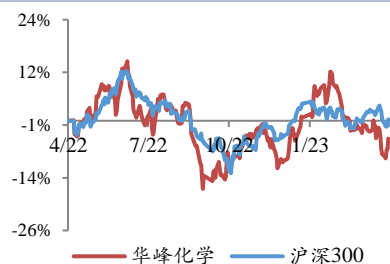
景气度边际好转，一季度盈利大幅改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-02

| | |
|------------------|-----------|
| 收盘价 (元) | 7.20 |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 8.41/6.84 |
| 总股本 (百万股) | 4963 |
| 流通股本 (百万股) | 4952 |
| 流通股比例 (%) | 99.78 |
| 总市值 (亿元) | 357 |
| 流通市值 (亿元) | 357 |

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 业绩环比改善，价差修复明显 2023-01-19
2. 盈利短期承压，边际或有改善 2022-10-25
3. 氨纶盈利短期承压，龙头静待景气回暖 2022-08-07

主要观点：

● 事件描述

4月27日，华峰化学发布2022年度报告，实现营业收入258.84亿元，同比下降8.75%；实现归母净利润28.44亿元，同比下降64.17%；实现扣非归母净利润26.77亿元，同比下降65.93%；实现基本每股收益0.58元/股。其中，第四季度实现营业收入59.43亿元，同比下降19.16%，环比下降2.62%；实现归母净利润4.28亿元，同比下降76.35%，环比上升1938.10%；实现扣非归母净利润3.37亿元，同比下降81.05%，环比上升33600%。

同时，华峰化学披露2023年第一季度报告，报告期内实现营业收入61.92亿元，同比下降15.10%，环比上升4.19%；实现归母净利润6.31亿元，同比下降53.65%，环比上升47.43%；实现扣非归母净利润6.10亿元，同比下降54.58%，环比上升81.01%；实现基本每股收益0.13元/股。

● 全年业绩承压，氨纶景气度大幅下行

2022年营收和归母净利润同比下降，公司主要产品氨纶、己二酸、聚氨酯原液受原材料波动、供给冲击、需求疲软、预期转弱等因素影响，产品盈利水平较上年同期均受到不同程度影响，特别是氨纶行业景气度大幅下行，毛利率同比下降36.76个百分点，盈利能力大幅减少。2022年整体销售毛利率17.93%，同比下滑20.77pct；净利率10.98%，同比下滑16.99pct。ROE为13.14%，同比下滑38.77pct。

价格方面，受供给增加及需求疲弱等因素影响，大部分产品价格表现不佳。主要产品氨纶/己二酸全年平均市场价格分别为44986.3753/11098.6466元/吨，其中氨纶产品价格较上年同期有较大幅度下降，下跌程度超过原材料跌幅。同时主要原料纯MDI/PTMEG/纯苯/硝酸/己二酸/BDO全年平均价格19066.51/28503.7132/7913.99/2379.16/11098.65/19297.18元/吨，同比-6.17%/-22.53%/+13.81%/-3.13%/+5.12%/-17.97%。

量方面，主要产品化学纤维/化工新材料/基础化工产品销量分别为247830.78/373185.64/861059.18吨，同比14.25%/-2.62%/5.17%；产量分别为249543.05/578256.15/1023129.48吨，同比+9.07%/-1.15%/+4.57%，产销量维持稳定。

费用方面，2022Q4销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.67%/1.63%/-0.56%，环比变动-0.05/-0.20/+0.85pct。三费整体控制

良好。

● **四季度起氨纶开启环比上涨，一季度原材料上涨侵蚀利润**

2022 年四季度氨纶价差环比明显修复。根据市场价格测算，2022Q4 公司主要产品氨纶 40D 价格为 36604.62 元/吨，价格同比下降 52.45%，环比上升 2.70%；主要产品价差氨纶-纯 MDI-PTMEG 为 20159.78，环比上升 38.57%。供应端，2022 年四季度无新增氨纶产能投放，供应端压力平稳。成本端，原料 PTMEG 价格为 17347.76 元/吨，四季度均价环比-22.82%，MDI 价格环比-18.20%，原材料价格下跌导致成本端压力减弱。需求端受疫情以及宏观经济环境影响，下游需求疲软，但由于前几个季度下跌幅度较大，企业盈利困难，整体价格下降空间有限，因而成本端的下行使得价差在四季度有显著回暖。

2023 年一季度氨纶需求波动，原料上涨侵蚀利润。2023 年 Q1，公司主要产品氨纶价格为 37040.38 元/吨，环比上升 1.19%；主要原料 PTMEG 价格为 20339.29 元/吨，一季度均价环比 17.24%，MDI 价格环比 17.97%；主要产品价差氨纶-纯 MDI-PTMEG 同比下降 25.14%，环比下降 12.01%。随着疫情政策呈现开放趋势，市场预期逐渐提升，下游采购积极性提升，年后价格开启一轮上涨，直至一季度后半段，由于需求恢复不及预期，行业库存高企，且一季度氨纶有新增产能投放，氨纶价格又进入回调。原料端，PTMEG 由于扩能少，呈现供应偏紧的状态，价格小幅上涨，MDI 供应收紧支撑价格，原材料上涨蚕食氨纶盈利。

氨纶行业正经历着新一轮的行业挑战与机遇，短期存在产能集中释放、环保政策倒逼、行业优胜劣汰趋势加剧等压力，但行业集中度逐年提升，行业头部效应明显。2022 年，国内氨纶产能 109.65 万吨，同比增长 12.9%，后市新增产能计划仍存，2023 年或仍有供给压力。**2023 年全年来看，我们预计氨纶整体价格及盈利中枢将明显高于 2022 年，盈利将有一定修复，但供应端预计仍存在一定压力对弹性造成压制。**

● **四季度己二酸价差走阔，纺服链消费需求复苏**

四季度己二酸景气回暖，价差大幅修复。2022 年 Q4，纯苯价格小幅下跌，均价为 6915.14 元/吨，环比下跌 16.71%；己二酸均价为 9865.82 元/吨，环比增长 0.59%；己二酸-纯苯-硝酸的平均价差为 2449.67 元/吨，环比增长 110.94%。随着原料纯苯高价回落、己二酸价格上涨，己二酸价差大幅修复，公司已二酸业务 Q4 实现环比修复。

一季度盈利持续改善。2023 年 Q1，纯苯价格小幅上升，均价为 7068.22 元/吨，环比上涨 2.21%；己二酸均价为 10356.77 元/吨，环比增长 4.98%；己二酸-纯苯-硝酸的平均价差为 2662.39 元/吨，环比增长 8.68%。203 年，原油价格高企令成本面保持一定支撑。企业开工率偏低会延续利好，下游需求有望进一步提振。

目前已二酸行业格局稳定，产能占比前三位为华峰集团、海力化工、平煤神马。由于长年开工低迷，加之下游需求一般，行业新增产能极少，

2023-2025 新增产能主要来自华峰集团于 2021 年 5 月宣布投建的五期和六期己二酸扩建项目，届时公司总产能将达到 115 万吨/年。尼龙 66 和 PBAT 产能扩张将拉动己二酸需求快速增长，供给方面连续多年低开工率已经使得己二酸行业新增产能明显放缓，未来几年新增产能大多集中于华峰自身。我们认为己二酸景气度将在未来几年边际改善，而华峰化学最为受益。

● **产能扩张持续推进，新产能有望贡献增量**

华峰化学是聚氨酯产业链龙头，氨纶、己二酸、聚氨酯原液等产品产能位于领先地位。公司产业链一体化优势显著，成本优势领先。当前公司在建产能有序推进，在建项目有 30 万吨氨纶、40 万吨己二酸、5 万吨聚氨酯原液。华峰化学积极推进 30 万吨差别化氨纶产能建设，预计将在 2023-2025 年于重庆基地逐步投产。公司的重庆基地在原料成本、能源、折旧方面均较同行业以及瑞安基地有显著成本优势。其中 10 万吨氨纶产能已于 2023 年进入试生产阶段。

图表 1 华峰化学在建项目

| 主要产品 | 设计产能 | 产能利用率 | 在建产能 | 投资建设情况 |
|-------|---------|---------|---------|--------------------------------|
| 氨纶 | 22.5 万吨 | 110.91% | 30.0 万吨 | 建设中，其中 10 万吨产能已于 2023 年进入试生产阶段 |
| 己二酸 | 95.5 万吨 | 93.59% | 40.0 万吨 | 建设中 |
| 聚氨酯原液 | 47.0 万吨 | 63.30% | 5.0 万吨 | 建设中 |

资料来源：公司公告、华安证券研究所

● **投资建议**

我们认为公司主业景气端边际向好，同时新产能将进一步巩固领先优势。由于己二酸、氨纶等景气度有望修复，新增产能有序投产，我们略提高 2023-2024 盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 38.22、50.55、56.72 亿元（2023-2024 原值为 36.98、42.11 亿元），同比分别 34.4%、32.3%、12.2%，当前股价对应 PE 分别为 9.35、7.07、6.30 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 新建产能投放不及预期；
- (2) 产品及原料价格大幅波动；
- (3) 行业产能投放超预期，竞争加剧；
- (4) 可降解塑料、尼龙 66 产能投产不及预期；
- (5) 宏观经济下行导致需求持续下滑。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 25884 | 27943 | 32851 | 35495 |
| 收入同比 (%) | -8.8% | 8.0% | 17.6% | 8.0% |
| 归属母公司净利润 | 2844 | 3822 | 5055 | 5672 |
| 净利润同比 (%) | -64.2% | 34.4% | 32.3% | 12.2% |
| 毛利率 (%) | 17.9% | 21.8% | 23.6% | 24.2% |
| ROE (%) | 12.3% | 14.2% | 15.8% | 15.0% |
| 每股收益 (元) | 0.58 | 0.77 | 1.02 | 1.14 |
| P/E | 11.72 | 9.35 | 7.07 | 6.30 |
| P/B | 1.46 | 1.32 | 1.12 | 0.95 |
| EV/EBITDA | 6.81 | 4.84 | 3.60 | 2.78 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 18668 | 24602 | 26221 | 33173 | 营业收入 | 25884 | 27943 | 32851 | 35495 |
| 现金 | 10541 | 12923 | 15215 | 19628 | 营业成本 | 21242 | 21863 | 25103 | 26919 |
| 应收账款 | 2122 | 2829 | 2256 | 3562 | 营业税金及附加 | 112 | 160 | 182 | 185 |
| 其他应收款 | 30 | 23 | 27 | 33 | 销售费用 | 169 | 192 | 208 | 234 |
| 预付账款 | 524 | 630 | 738 | 744 | 管理费用 | 449 | 513 | 560 | 624 |
| 存货 | 2840 | 4513 | 3875 | 5044 | 财务费用 | -203 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 2612 | 3684 | 4111 | 4162 | 资产减值损失 | -90 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 14087 | 15852 | 17819 | 19963 | 公允价值变动收益 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 650 | 674 | 725 | 778 | 投资净收益 | 106 | 88 | 106 | 124 |
| 固定资产 | 8073 | 8465 | 8586 | 8607 | 营业利润 | 3203 | 4402 | 5801 | 6459 |
| 无形资产 | 1169 | 1371 | 1628 | 1860 | 营业外收入 | 35 | 14 | 18 | 22 |
| 其他非流动资产 | 4194 | 5343 | 6879 | 8718 | 营业外支出 | 56 | 61 | 72 | 63 |
| 资产总计 | 32755 | 40454 | 44040 | 53136 | 利润总额 | 3181 | 4355 | 5748 | 6419 |
| 流动负债 | 6964 | 10594 | 8878 | 11886 | 所得税 | 339 | 535 | 695 | 750 |
| 短期借款 | 2184 | 2356 | 2528 | 2844 | 净利润 | 2842 | 3821 | 5053 | 5669 |
| 应付账款 | 1894 | 3045 | 2296 | 3403 | 少数股东损益 | -2 | -1 | -2 | -3 |
| 其他流动负债 | 2886 | 5192 | 4054 | 5639 | 归属母公司净利润 | 2844 | 3822 | 5055 | 5672 |
| 非流动负债 | 2643 | 2892 | 3140 | 3560 | EBITDA | 3975 | 5599 | 7004 | 7754 |
| 长期借款 | 1611 | 1852 | 2093 | 2508 | EPS (元) | 0.58 | 0.77 | 1.02 | 1.14 |
| 其他非流动负债 | 1033 | 1040 | 1048 | 1052 | | | | | |
| 负债合计 | 9607 | 13486 | 12019 | 15446 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | -1 | -3 | -5 | | | | | |
| 股本 | 4963 | 4963 | 4963 | 4963 | | | | | |
| 资本公积 | 3897 | 3897 | 3897 | 3897 | | | | | |
| 留存收益 | 14287 | 18109 | 23164 | 28836 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 23147 | 26969 | 32024 | 37695 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 32755 | 40454 | 44040 | 53136 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 2570 | 4962 | 5084 | 7098 |
| 净利润 | 2842 | 3821 | 5053 | 5669 |
| 折旧摊销 | 1075 | 1275 | 1298 | 1409 |
| 财务费用 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -106 | -88 | -106 | -124 |
| 营运资金变动 | -1399 | -103 | -1225 | 93 |
| 其他经营现金流 | 4368 | 3980 | 6342 | 5626 |
| 投资活动现金流 | -2442 | -3000 | -3213 | -3421 |
| 资本支出 | -2593 | -3052 | -3252 | -3521 |
| 长期投资 | 149 | -36 | -67 | -23 |
| 其他投资现金流 | 1 | 88 | 106 | 124 |
| 筹资活动现金流 | 2342 | 421 | 421 | 736 |
| 短期借款 | 605 | 172 | 172 | 316 |
| 长期借款 | 765 | 241 | 241 | 416 |
| 普通股增加 | 329 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2441 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1798 | 8 | 8 | 4 |
| 现金净增加额 | 2549 | 2382 | 2292 | 4413 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -8.8% | 8.0% | 17.6% | 8.0% |
| 营业利润 | -65.4% | 37.4% | 31.8% | 11.3% |
| 归属于母公司净利 | -64.2% | 34.4% | 32.3% | 12.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 17.9% | 21.8% | 23.6% | 24.2% |
| 净利率 (%) | 11.0% | 13.7% | 15.4% | 16.0% |
| ROE (%) | 12.3% | 14.2% | 15.8% | 15.0% |
| ROIC (%) | 9.6% | 12.1% | 13.7% | 13.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 29.3% | 33.3% | 27.3% | 29.1% |
| 净负债比率 (%) | 41.5% | 50.0% | 37.5% | 41.0% |
| 流动比率 | 2.68 | 2.32 | 2.95 | 2.79 |
| 速动比率 | 2.18 | 1.82 | 2.41 | 2.28 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.84 | 0.76 | 0.78 | 0.73 |
| 应收账款周转率 | 12.52 | 11.29 | 12.92 | 12.20 |
| 应付账款周转率 | 10.18 | 8.85 | 9.40 | 9.45 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.58 | 0.77 | 1.02 | 1.14 |
| 每股经营现金流 | 0.52 | 1.00 | 1.02 | 1.43 |
| 每股净资产 | 4.66 | 5.43 | 6.45 | 7.60 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 11.72 | 9.35 | 7.07 | 6.30 |
| P/B | 1.46 | 1.32 | 1.12 | 0.95 |
| EV/EBITDA | 6.81 | 4.84 | 3.60 | 2.78 |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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。