

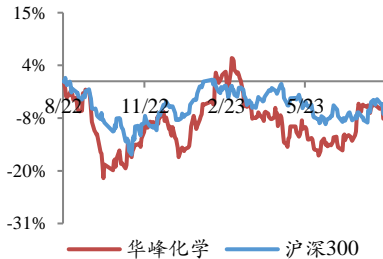
环比逆势提升，行业出清加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-13

收盘价（元）	7.18
近 12 个月最高/最低（元）	8.02/5.94
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）	356
流通市值（亿元）	356

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

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

- 景气度边际好转，一季度盈利大幅改善 2023-05-02
- 业绩环比改善，价差修复明显 2023-01-19
- 盈利短期承压，边际或有改善 2022-10-25

主要观点：

● 事件描述

8月10日晚，华峰化学发布2023年半年度报告，公司2023年上半年实现营业收入126.22亿元，同比下降8.78%；实现归母净利润13.59亿元，同比-43.26%；实现扣非净利润13.07亿元，同比-44.12%，基本每股收益0.27元。其中，第二季度实现归母净利润7.27亿元，同比-29.55%，环比+15.17%；扣非净利润6.97亿元，同比-30.02%，环比+14.34%。

● 主要产品价差收窄，以量补价业绩环比提升

受化工行业竞争加剧、下游需求疲软等因素影响，公司上半年主营化学纤维板块、化工新材料板块、基础化工产品板块毛利率分别为15.68%/25.30%/17.32%，较去年同期分别下降3.4/2.21/15.85 pct。

根据市场价格测算，2023Q2公司主要产品氨纶/己二酸市场平均价格同比分别-31.46%/-19.31%，环比分别-7.34%/-5.47%；主要原料纯MDI/PTMEG/纯苯/硝酸/己二酸/BDO 同比-12.37%/-49.70%/-23.33%/-13.46%/-19.31%/-54.86%，主要产品价差氨纶-纯MDI-PTMEG/己二酸-纯苯-硝酸同比分别-1.61%/-14.41%，环比分别-12.77%/-8.46%。

尽管公司主营产品氨纶、己二酸、聚氨酯原液等价格下跌、价差收窄，公司积极以量补价，10万吨氨纶及20万吨己二酸项目陆续于二季度投产，盈利逆势实现环比增长。

费用方面，2023Q2销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.28%/0.87%/-0.78%，环比变动-0.14pct/+0.02pct/-0.98 pct。三费整体控制良好。

● 氨纶盈利水平处历史低位，静待需求端回暖

上半年氨纶价格持续下行、盈利承压，来到历史最低水平。2023年Q2，公司主要产品氨纶价格为34323.08元/吨，环比下降7.34%。氨纶价格自今年3月份开始持续下行，最低点出现在6月，氨纶40D价格低至31000元/吨，位于11.38%的历史分位。根据百川盈孚，截至目前，2023年氨纶新增产能18.2万吨，供应端对市场消化带来一定压力。同时，经济下行带来的需求下滑同样也对价格带来压力，企业库存增加明显。成本端，上半年原料PTMEG价格相比去年同期有明显回落。目前，同行业公司普遍处于亏损状态，化学纤维板块上半年毛利率15.68%，表明公司较行业平均拥有明显的成本优势。

下半年需求端有望改善。随着“金九银十”国内补库周期的到来，需求端较前期有望改善。我们预计下半年氨纶整体价格及盈利中枢将明显高于上半年，盈利将有一定修复，但供应端预计仍存在一定压力，将对弹性造

成压制。

产能出清加速，龙头逆势扩张，有望产生周期机会。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。公司凭借成本优势逆势扩张，随着公司差别化氨纶项目的正式投产放量，下一轮周期盈利弹性较大。

● 己二酸盈利收窄，公司成本优势显著

己二酸价格见底，边际改善可期。2023年Q2，己二酸均价为9790.77元/吨，环比下跌5.47%，处于36.11%的历史百分位。目前己二酸行业格局稳定，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，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。据江苏化工网信息，2023年6月12日，公司115万吨/年己二酸扩建项目已全线投产，达标达产，标志着国内已建设最大规模己二酸生产项目正式运营。未来，尼龙66和PBAT产能扩张有望拉动己二酸需求增长，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。

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	115万吨	93.59%	40.0万吨	全线投产
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。由于氨纶需求修复速度低于预期，下调2023-2025年盈利预期，

预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 32.34、46.94、49.72 亿元（原值为 38.22、50.55、56.72 亿元），同比分别 13.7%、45.2%、5.9%，当前股价对应 PE 分别为 11.02、7.59、7.17 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	26736	32380	36445
收入同比 (%)	-8.8%	3.3%	21.1%	12.6%
归属母公司净利润	2844	3234	4694	4972
净利润同比 (%)	-64.2%	13.7%	45.2%	5.9%
毛利率 (%)	17.9%	20.0%	22.6%	21.5%
ROE (%)	12.3%	12.6%	15.5%	14.1%
每股收益 (元)	0.58	0.65	0.95	1.00
P/E	11.72	11.02	7.59	7.17
P/B	1.46	1.39	1.17	1.01
EV/EBITDA	6.81	5.69	4.07	3.42

资料来源: wind, 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。