

## 布局 30 万吨差别化氨纶，进一步夯实成本优势

——华峰化学（002064.SZ）投资建设 30 万吨差别化氨纶项目点评

### 要点

**事件：** 2021年1月26日，公司发布关于投资建设300000吨/年差别化氨纶项目的公告，公司将建设年产30万吨差别化氨纶项目，项目总投资约43.6亿元，项目建设期预计6年，分三期实施，1-3期分别建设5万吨、15万吨、10万吨差别化氨纶，建设期均为2年。

### 点评：

**规划建设30万吨氨纶，巩固氨纶龙头地位：** 公司是国内氨纶产业龙头企业，氨纶产量全国第一、全球第二，目前拥有18.5万吨产能（浙江6.5万吨+重庆12万吨），重庆四期4万吨预计21年底投产。此次规划建设投产30万吨氨纶，公司氨纶成本有望进一步降低：1) 项目选址重庆，进一步扩大重庆基地原材料采购、人工、能耗等成本优势，规模优势进一步扩大；2) 工艺技术领先，采用大容量连续聚合、干法纺丝等工艺路线，全部采用自动化、智能化、高效节能、高密度多头纺生产线，能耗、人工成本进一步降低；3) 氨纶单吨投资再创新低，公司05年投产3000吨氨纶单吨投资7.70万元，重庆3、4期10万吨氨纶单吨投资2.63万元，此次规划30万吨氨纶项目单吨投资仅1.45万元，折旧成本将大幅减少；4) 差别化氨纶占比进一步提高，提升氨纶盈利能力。随着公司30万吨氨纶投产，行业集中度有望进一步提升，公司氨纶龙头地位进一步巩固。

**禁塑令加速国内可降解塑料布局，己二酸需求有望大幅增长：** 国内环保政策持续加码，禁塑令推行稳步推进。作为可降解塑料领域应用范围最广的PBAT行业迎来发展窗口，据隆众资讯统计，未来两年国内PBAT规划产能30万吨，中长期规划产能超200万吨。PBAT有望带动己二酸需求迎来较大的结构性变化，己二酸需求有望迎来高速增长。公司19年收购华峰新材后，一跃成为国内己二酸龙头企业。公司重庆己二酸工艺路线，先进的工艺路线使得物料平衡、成本具备竞争优势，己二酸业务毛利率较高，未来随着己二酸需求增长，公司业绩有望大幅增长。

**盈利预测、估值与评级：** 公司是国内氨纶和聚氨酯龙头企业，盈利能力优异，我们维持公司 2020-2022 年盈利预测，预计 EPS 分别为 0.50、0.61 和 0.74 元，最新收盘价对应 PE 分别为 28 倍、23 倍和 19 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：** 管理风险；产能过剩风险；投产进度不达预期；疫情加剧风险。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,435.71	13,785.25	15,212.09	19,246.89	21,360.81
营业收入增长率	6.89%	210.78%	10.35%	26.52%	10.98%
净利润（百万元）	445.22	1,841.48	2,293.81	2,842.46	3,427.60
净利润增长率	15.49%	313.61%	24.56%	23.92%	20.59%
EPS（元）	0.27	0.43	0.50	0.61	0.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.71%	23.73%	22.54%	22.29%	21.63%
P/E	53	33	28	23	19
P/B	6.2	7.8	6.4	5.1	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-25

### 买入（维持）

当前价：14.03 元

### 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005  
010-56513000

zhaond@ebscn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005  
010-58452014

wuyu1@ebscn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	46.34
总市值(亿元):	650.1
一年最低/最高(元):	4.65/14.03
近 3 月换手率:	138.59%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	32.32	27.44	81.69
绝对	43.90	42.00	134.22

资料来源：Wind

### 相关研报

氨纶价差同比大幅增长，20 年业绩超预期——华峰化学（002064.SZ）2020 年度业绩预告点评（2020-01-18）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,436	13,785	15,212	19,247	21,361
营业成本	3,422	10,474	11,210	14,219	15,232
折旧和摊销	268	612	1,002	1,075	1,162
税金及附加	31	81	98	124	137
销售费用	89	380	456	577	748
管理费用	160	345	464	770	1,068
研发费用	170	530	585	740	821
财务费用	50	132	(20)	(128)	(223)
投资收益	31	135	135	135	135
营业利润	505	2,132	2,580	3,195	3,851
利润总额	504	2,079	2,590	3,210	3,871
所得税	58	238	297	368	444
净利润	445	1,841	2,293	2,842	3,427
少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
归属母公司净利润	445	1,841	2,294	2,842	3,428
EPS(按最新股本计)	0.27	0.43	0.50	0.61	0.74

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	863	2,851	2,897	2,667	3,305
净利润	445	1,841	2,294	2,842	3,428
折旧摊销	268	612	1,002	1,075	1,162
净营运资金增加	(348)	1,607	478	1,636	1,267
其他	498	(1,210)	(877)	(2,887)	(2,551)
投资活动产生现金流	(173)	(2,105)	(548)	(1,733)	(1,433)
净资本支出	(173)	(2,002)	(696)	(1,867)	(1,567)
长期投资变化	464	579	0	0	0
其他资产变化	(464)	(683)	148	134	134
融资活动现金流	(207)	179	(2,121)	(288)	(255)
股本变化	0	2,621	335	0	0
债务净变化	(143)	2,672	(2,282)	(205)	(175)
无息负债变化	119	4,401	279	1,092	388
净现金流	486	934	228	646	1,618

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	22.8%	24.0%	26.3%	26.1%	28.7%
EBITDA 率	17.9%	19.8%	23.5%	21.3%	22.3%
EBIT 率	11.8%	15.4%	16.9%	15.8%	16.8%
税前净利润率	11.4%	15.1%	17.0%	16.7%	18.1%
归母净利润率	10.0%	13.4%	15.1%	14.8%	16.0%
ROA	7.5%	10.8%	13.2%	13.6%	14.2%
ROE (摊薄)	11.7%	23.7%	22.5%	22.3%	21.6%
经营性 ROIC	10.8%	17.5%	20.9%	20.2%	21.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	36%	54%	41%	39%	34%
流动比率	1.79	1.03	1.50	1.71	2.08
速动比率	1.31	0.80	1.16	1.33	1.69
归母权益/有息债务	4.08	2.15	7.70	11.42	16.84
有形资产/有息债务	6.02	4.52	12.66	18.12	25.05

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	5,938	16,975	17,385	20,846	24,153
货币资金	685	2,206	2,435	3,081	4,698
交易性金融资产	0	28	0	0	0
应收帐款	443	1,997	2,081	2,714	3,389
应收票据	752	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	44	49	62	69
存货	718	1,872	2,004	2,543	2,725
其他流动资产	37	1,775	2,040	2,790	3,184
流动资产合计	2,658	8,235	8,939	11,609	14,512
其他权益工具	0	1	1	1	1
长期股权投资	464	579	580	580	580
固定资产	1,794	5,772	5,603	5,836	5,750
在建工程	573	1,599	1,199	899	675
无形资产	298	563	511	469	435
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	118	54	68	68	68
非流动资产合计	3,281	8,740	8,447	9,237	9,641
总负债	2,137	9,210	7,207	8,094	8,306
短期借款	406	2,662	380	175	0
应付账款	700	1,460	1,562	1,982	2,123
应付票据	139	1,711	1,832	2,323	2,489
预收账款	23	77	85	107	119
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,481	7,996	5,973	6,802	6,984
长期借款	400	471	471	471	471
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	151	284	305	362	392
非流动负债合计	656	1,214	1,235	1,292	1,322
股东权益	3,801	7,764	10,178	12,752	15,847
股本	1,677	4,298	4,634	4,634	4,634
公积金	309	297	526	810	1,153
未分配利润	1,820	3,136	4,985	7,276	10,029
归属母公司权益	3,801	7,761	10,175	12,750	15,845
少数股东权益	0	4	3	2	2

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2%	3%	3%	3%	4%
管理费用率	4%	2%	3%	4%	5%
财务费用率	1%	1%	0%	-1%	-1%
研发费用率	4%	4%	4%	4%	4%
所得税率	12%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.03	0.05	0.06	0.07	0.09
每股经营现金流	0.51	0.66	0.63	0.58	0.71
每股净资产	2.27	1.81	2.20	2.75	3.42
每股销售收入	2.65	3.21	3.28	4.15	4.61

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	53	33	28	23	19
PB	6.2	7.8	6.4	5.1	4.1
EV/EBITDA	30	23	18	16	13
股息率	0%	0%	0%	1%	1%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明:	A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳