

华峰化学 (002064)

x

证券研究报告

2021年04月22日

氨纶景气向上，业绩超市场预期

事件：华峰化学 2020 年实现营业收入 147.24 亿元，yoy+6.81%；归属于上市公司股东的净利润 22.79 亿元，yoy+23.77%。按 46.34 亿股总股本计，实现摊薄每股收益 0.49 元，每股经营现金流为 0.91 元。2020 年一季度，公司实现营业收入 57.94 亿元，yoy+120.77%；归属于上市公司股东的净利润 16.40 亿元，yoy+501.67%。实现摊薄每股收益 0.35 元。

氨纶景气提升，带动 20 年、21 年 Q1 业绩超预期增长。从 2020 年公司分业务销售收入来看，化学纤维（氨纶）为 58.0 亿元，yoy+33.0%；化工新材料（聚氨酯原液等）为 45.6 亿元，yoy-28.86%；基础化工产品（己二酸等）为 39.4 亿元，yoy+43.56%。**从量的角度**，上述三块业务销量分别为 20.7（yoy+35.75%）、39.4（yoy-23.36%）、68.3（yoy+64.75%）万吨，我们推测伴随产能的扩张以及 20 年下半年以来行业景气修复，公司氨纶、己二酸销售量有大幅提升，而聚氨酯原液等销量有较大幅度下滑。**从价格角度**，据中纤网提供的价格数据测算，氨纶主流品种 40D 20 年含税均价同比基本持平为 3.1 万元/吨，氨纶与 PTMEG 及纯 MDI 均价差 yoy+5%；但四季度价格、价差均显著扩大（20 年 Q1~Q4 价格、价差分别为 2.95\2.90\2.85\3.60、1.52\1.47\1.50\1.84 万元）。而据百川资讯数据，己二酸 2020 年市场均价同比下滑约 16%，据我们测算，己二酸-纯苯-硝酸价差同比缩窄 331 元/吨。而据 wind 数据，鞋底原液 2020 年均价同比下滑约 9%，相应地，公司综合毛利率为 24.8%，yoy+0.8pcts（毛利额 yoy+3.46 亿元），其中化学纤维业务 yoy+3.2pcts 至 25.5%（毛利额 yoy+5.05 亿元）、新材料 yoy+2.63pct 至 27.7%（毛利额 yoy-3.43 亿元）、基础化工品 yoy-4.2pcts 至 20.32%（毛利额 yoy+1.27 亿元）。此外，由于原计入销售费用的运输费、装卸费等因销售发生的物流费用改为计入主营业务成本，对 20 年毛利率也有影响（即同口径下，毛利率提升幅度应更高）。

一季度公司销售再攀新高，毛利率大幅提升至 38.7%（新准则），在需求向好、库存低位情况下，Q1 氨纶价格大幅快速增长（根据中纤网数据，氨纶 40D 市场价从年初 3.9 万元/吨涨至一季度末的 6.4 万元/吨；Q1 均价 5 万元/吨，yoy+71%，qoq+40%；价差则同、环比分别扩大 0.94\0.63 万元/吨）。此外公司已二酸、聚氨酯原液产品价格同环比亦有提升。

核心产品规模优势突出，打造全球聚氨酯制品材料行业龙头。公司通过产业链整合延伸，形成化学纤维、化学新材料、基础化工品三大产业；具体产品中，氨纶产能与产量均位居全球第二、中国第一，聚氨酯原液和己二酸产量均为全国第一，通过板块间协同优势，全面提升创新、盈利、抗风险能力，打造聚氨酯行业领军企业。

盈利预测与估值：结合公司产品景气变化，我们预计公司 2021~2023 年净利润分别为 40\50\58 亿元（21/22 年前值为 21.8/24.4 亿元），维持“买入”的投资评级。

风险提示：下游需求疲弱风险，产品价格下跌风险，原材料价格大幅波动风险，项目推进进度及盈利情况不达预期风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,785.25	14,723.88	22,690.93	24,503.19	26,264.48
增长率(%)	210.78	6.81	54.11	7.99	7.19
EBITDA(百万元)	3,238.85	4,032.85	4,916.38	6,108.78	6,985.40
净利润(百万元)	1,841.48	2,279.13	4,017.49	4,994.53	5,773.51
增长率(%)	313.61	23.77	76.27	24.32	15.60
EPS(元/股)	0.40	0.49	0.87	1.08	1.25
市盈率(P/E)	29.36	23.73	13.46	10.83	9.37
市净率(P/B)	6.97	4.67	3.47	2.69	2.14
市销率(P/S)	3.92	3.67	2.38	2.21	2.06
EV/EBITDA	8.65	11.17	9.88	7.32	5.77

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	11.67 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,633.52
流通 A 股股本(百万股)	1,954.37
A 股总市值(百万元)	54,073.17
流通 A 股市值(百万元)	22,807.52
每股净资产(元)	2.85
资产负债率(%)	38.77
一年内最高/最低(元)	17.78/5.02

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	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华峰氨纶-季报点评:氨纶价格逐步走强，三季度业绩环比改善明显》2020-10-28
- 《华峰氨纶-半年报点评:冬寒抱冰，持续强化产业链集成优势》2020-07-29
- 《华峰氨纶-季报点评:一季度疫情影响销售，产品价格走势偏弱》2020-05-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,206.44	4,428.74	7,714.92	11,516.50	15,233.40
应收票据及应收账款	1,997.28	1,600.72	4,072.01	2,053.79	4,512.33
预付账款	307.77	298.77	218.24	318.33	244.20
存货	1,871.53	1,922.27	2,693.92	1,809.51	2,710.84
其他	1,851.76	2,366.37	163.03	1,420.10	1,334.56
流动资产合计	8,234.78	10,616.87	14,862.12	17,118.23	24,035.32
长期股权投资	579.47	517.77	517.77	517.77	517.77
固定资产	5,772.26	7,292.88	7,483.61	8,027.37	8,752.95
在建工程	1,598.97	261.42	756.85	1,354.11	1,712.47
无形资产	563.18	597.29	580.40	563.51	546.62
其他	225.94	382.69	312.07	321.87	331.76
非流动资产合计	8,739.83	9,052.05	9,650.70	10,784.63	11,861.57
资产总计	16,974.61	19,668.92	24,512.82	27,902.86	35,896.89
短期借款	2,662.20	1,840.62	1,414.71	1,444.72	906.13
应付票据及应付账款	3,171.10	3,104.26	3,358.41	3,827.90	5,212.78
其他	2,162.63	1,032.94	2,487.38	847.34	2,880.90
流动负债合计	7,995.92	5,977.82	7,260.50	6,119.97	8,999.81
长期借款	470.61	1,128.56	1,000.00	900.00	800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	743.71	987.37	662.30	797.79	815.82
非流动负债合计	1,214.31	2,115.92	1,662.30	1,697.79	1,615.82
负债合计	9,210.24	8,093.74	8,922.80	7,817.76	10,615.63
少数股东权益	3.77	3.00	3.00	3.00	3.00
股本	4,298.16	4,633.52	4,633.52	4,633.52	4,633.52
资本公积	0.00	1,455.91	1,455.91	1,455.91	1,455.91
留存收益	3,432.65	6,936.01	10,953.51	15,448.58	20,644.74
其他	29.79	(1,453.25)	(1,455.91)	(1,455.91)	(1,455.91)
股东权益合计	7,764.37	11,575.19	15,590.02	20,085.10	25,281.26
负债和股东权益总	16,974.61	19,668.92	24,512.82	27,902.86	35,896.89

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,840.76	2,278.76	4,017.49	4,994.53	5,773.51
折旧摊销	614.07	842.77	330.73	375.87	432.95
财务费用	152.63	114.45	(14.54)	(10.16)	(62.29)
投资损失	(135.01)	(42.46)	(43.31)	(44.17)	(45.06)
营运资金变动	(671.23)	1,057.68	503.42	500.56	226.48
其它	1,049.74	(42.59)	(58.07)	0.07	(0.11)
经营活动现金流	2,850.97	4,208.61	4,735.73	5,816.69	6,325.49
资本支出	5,510.07	800.76	1,325.07	1,364.51	1,481.97
长期投资	115.93	(61.69)	0.00	0.00	0.00
其他	(7,731.01)	(3,731.90)	(2,165.25)	(2,820.34)	(2,936.91)
投资活动现金流	(2,105.02)	(2,992.83)	(840.19)	(1,455.83)	(1,454.94)
债权融资	3,603.32	3,135.95	2,514.71	2,444.72	1,806.13
股权融资	2,503.93	1,700.33	11.89	10.16	62.29
其他	(5,928.01)	(3,877.45)	(3,135.95)	(3,014.16)	(3,022.07)
筹资活动现金流	179.24	958.84	(609.36)	(559.28)	(1,153.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	925.19	2,174.62	3,286.18	3,801.59	3,716.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,785.25	14,723.88	22,690.93	24,503.19	26,264.48
营业成本	10,474.21	11,067.01	16,618.30	17,247.16	18,081.37
营业税金及附加	81.42	93.14	136.15	147.02	157.59
营业费用	379.83	125.69	181.53	196.03	210.12
管理费用	344.53	327.44	385.75	416.55	446.50
研发费用	530.10	509.53	748.80	808.61	866.73
财务费用	131.98	63.80	(14.54)	(10.16)	(62.29)
资产减值损失	12.59	(35.11)	20.00	(0.84)	(5.32)
公允价值变动收益	(1.27)	4.98	(58.07)	0.07	(0.11)
投资净收益	135.01	42.46	43.31	44.17	45.06
其他	(435.35)	(116.78)	29.53	(88.48)	(89.91)
营业利润	2,132.21	2,641.71	4,600.19	5,743.07	6,614.74
营业外收入	41.59	2.03	15.26	19.63	12.31
营业外支出	94.61	29.76	42.55	55.64	42.65
利润总额	2,079.19	2,613.99	4,572.90	5,707.06	6,584.40
所得税	238.42	335.23	555.41	712.53	810.89
净利润	1,840.76	2,278.76	4,017.49	4,994.53	5,773.51
少数股东损益	(0.72)	(0.37)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,841.48	2,279.13	4,017.49	4,994.53	5,773.51
每股收益(元)	0.40	0.49	0.87	1.08	1.25

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	210.78%	6.81%	54.11%	7.99%	7.19%
营业利润	322.49%	23.90%	74.14%	24.84%	15.18%
归属于母公司净利润	313.61%	23.77%	76.27%	24.32%	15.60%
获利能力					
毛利率	24.02%	24.84%	26.76%	29.61%	31.16%
净利率	13.36%	15.48%	17.71%	20.38%	21.98%
ROE	23.73%	19.69%	25.77%	24.87%	22.84%
ROIC	51.46%	26.48%	40.86%	49.69%	53.64%
偿债能力					
资产负债率	54.26%	41.15%	36.40%	28.02%	29.57%
净负债率	17.99%	-11.17%	-33.36%	-45.17%	-53.11%
流动比率	1.03	1.78	2.05	2.80	2.67
速动比率	0.80	1.45	1.68	2.50	2.37
营运能力					
应收账款周转率	8.64	8.18	8.00	8.00	8.00
存货周转率	10.65	7.76	9.83	10.88	11.62
总资产周转率	1.20	0.80	1.03	0.93	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.49	0.87	1.08	1.25
每股经营现金流	0.62	0.91	1.02	1.26	1.37
每股净资产	1.67	2.50	3.36	4.33	5.46
估值比率					
市盈率	29.36	23.73	13.46	10.83	9.37
市净率	6.97	4.67	3.47	2.69	2.14
EV/EBITDA	8.65	11.17	9.88	7.32	5.77
EV/EBIT	10.66	14.11	10.59	7.80	6.16

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