

公司研究

20 年业绩逆势增长，21 年 Q1 业绩超预期大幅增长

——华峰化学（002064.SZ）20 年年报&21 年一季报点评

买入（维持）

当前价：11.66 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

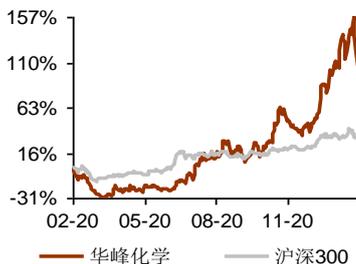
010-57378026

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	46.34
总市值(亿元)	540.27
一年最低/最高(元)	4.97/17.78
近3月换手率	52.84%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.14	-8.26	92.04
绝对	0.77	-16.89	124.59

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-01-25）
氨纶价差同比大幅增长，20 年业绩超预期——华峰化学（002064.SZ）2020 年度业绩报告点评（2021-01-18）

要点

事件 1:

公司发布 2020 年年报。2020 年公司实现营业收入 147 亿元，同比+7%；实现归母净利润 23 亿元，同比+24%；实现扣非后归母净利润 22 亿元，同比+349%；实现 EPS 0.49 元；实现加权 ROE22%，同比减少 4.93 个百分点。

事件 2:

公司发布 2021 年第一季度报告。2021 年 Q1，公司实现营业收入 58 亿元，同比+121%；实现归母净利润 16 亿元，同比+502%；实现基本每股收益 0.35 元/股，同比+483%。

点评:

下游需求复苏叠加新增产能释放，20 年整体业绩显著提升，经营指标稳居行业前列

2020 年初受新冠疫情影响，全球经济疲软，原油市场剧烈波动，公司下游市场受到较大冲击，公司主要产品价格较上年同期呈下滑趋势。随着疫情得到有效控制，全球市场需求逐步恢复，特别是国内市场需求得到快速复苏，供需两端稳步向好，化工产品景气度不断攀升。2020 年，氨纶 40D、己二酸、鞋底原液年均价格分别为 30897 元/吨、6800 元/吨、15846 元/吨，分别同比-0.7%、-16.6%、-6.3%；氨纶 40D、己二酸、鞋底原液价差分别为 14127 元/吨、2832 元/吨、6977 元/吨，分别同比+5.5%、-26.7%、-1.1%。随着疫情逐步得到控制，公司 10 万吨差别化氨纶项目于 2020 年 6 月底顺利正式达产，氨纶年产量达 20 万吨左右。同时公司强化内部成本费用管控，提质增效，整体经营情况及盈利情况实现同比上升，净利润较上年同期增长 24%，扣非后的净利润较上年同期增长 349%，归属于上市公司股东的净资产较上年同期增长 49%，经营指标稳居行业前列。

21 年 Q1 下游景气度持续回暖，主要产品量价齐升

2021 年初，随着全球疫苗接种的推进，行业下游需求复苏，景气度持续上升，公司主营产品的销售价格较上年同期显著上涨。同时公司强化成本费用管控和提质增效，有效化解了原材料价格波动，主营产品价差大幅提升。2021 年 Q1，氨纶 40D 价格 51552 元/吨，同比+75%，环比+40%，氨纶 40D 价差 21225 元/吨，同比+59%，环比+29%；己二酸价格 9394 元/吨，同比+21%，环比+25%，己二酸价差 3909 元/吨，同比+27%，环比+20%；鞋底原液价格 20958 元/吨，同比+32%，环比+15%，鞋底原液价差 9005 元/吨，同比+23%，环比+39%。叠加 10 万吨差别化氨纶项目一期的投产，公司主营产品 2021 年第一季度产销量较上年同期均有较大幅度的增长，营业收入同比提升 121%。未来随着 10 万吨差别化氨纶项目二期、30 万吨差别化氨纶项目、115 万吨己二酸项目五、六期的投产，公司产能将进一步提升。

产业链整合延伸，从氨纶行业龙头到全球聚氨酯制品行业龙头

2020 年，公司完成了向华峰集团等发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金之后，通过资源整合，在原有优势产业基础上，整合延伸产业链，从化学纤维行业延伸到基础化工原料及聚氨酯制品材料制造领域，形成化学纤维、化学新材料、基础化工品三大产业，以及原材料、中间体到产成品的一体化生产体系。同时，公司充分发挥产业链上下游协同效应，将单一产品优势转换为系统竞争优势，将进一步

发挥各产业板块在研发、市场、渠道、管理等方面的协同优势，提升创新能力、盈利能力、抗风险能力及可持续发展能力，实现从氨纶行业龙头到全球聚氨酯制品行业龙头的跨越式发展。

30万吨差别化氨纶项目亟待投建，氨纶产能规模持续上升

2020年公司氨纶年产量达20万吨，位居全球第二、中国第一，待重庆氨纶年产10万吨差别化氨纶项目二期达产后，公司氨纶产能将进一步提升，规模优势将进一步加大，市场份额将进一步扩大。同时，在2021年1月公司发布了投资建设30万吨/年差别化氨纶项目公告，预计投资43.6亿分三期实施。第一期建设5万吨/年差别化氨纶，建设期预计24个月；第二期建设15万吨/年差别化氨纶，建设期预计24个月；第三期建设10万吨/年差别化氨纶，建设期预计24个月。项目技术方面采用大容量连续聚合、干法纺丝等工艺路线，并且全部采用自动化、智能化、高效节能、高密度多头纺生产线。项目建成后预计公司整体规模将进一步扩大，差异化产品比重将进一步提高，市场占有率和影响力将显著提升。新项目采用的新设备、新工艺、新技术将进一步降低公司整体生产成本，并为公司带来较为丰厚的利润回报。

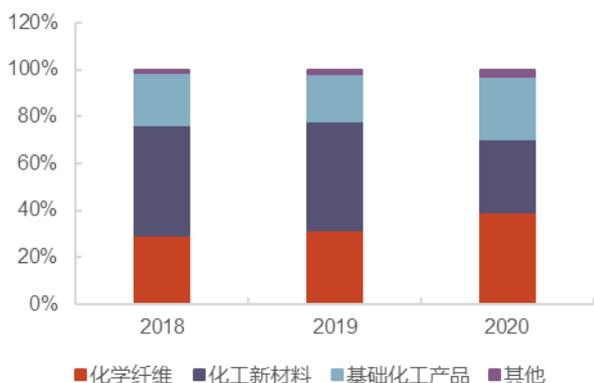
中国成为全球最大氨纶生产国，20年氨纶企业效益向好

经过二十余年的发展，我国氨纶产能全球占比从2002年的16%提升至2020年的72%，成为全球最大的氨纶生产国。据百川盈孚统计，2020年我国氨纶产能95万吨，同比提升10%，产量76万吨，同比提升15%，表观需求量72万吨，同比增加16%。20年受国外订单回流、口罩类医用需求增加以及高含量氨纶应用占比增加，国内氨纶企业效益普遍向好，龙头企业加速抢占市场份额，行业集中度进一步提升。

国内己二腈技术突破带动己二酸需求上涨，限塑令下PBAT未来可期

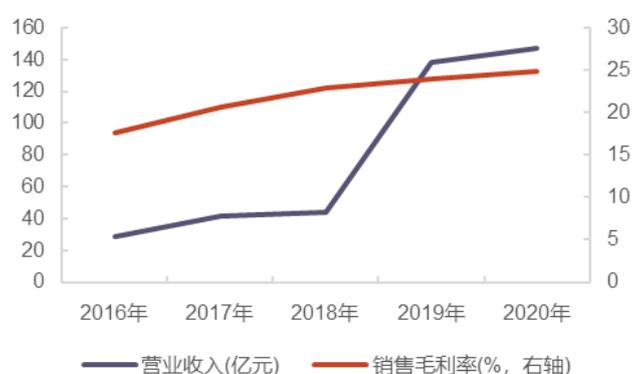
长久以来，受国外己二腈技术垄断影响，我国尼龙66进口依存度居高不下。2019年7月中国天辰与齐翔腾达发起设立天辰齐翔，规划建设年产100万吨尼龙66新材料产业基地（含50万吨己二腈），随着己二腈技术突破，国内尼龙66行业发展即将迎来加速上升拐点，同时，己二酸作为尼龙66的原料之一，将在尼龙66行业的迅速发展下实现需求增长。在可降解塑料方面，公司己二酸下游应用将侧重于环保可循环可降解的材料，例如热塑性聚氨酯弹性体材料（TPU）和可降解材料PBAT。随着国内环保政策持续加码，可降解塑料渗透率有望持续提升，叠加新增产能的陆续投放，我国生物可降解塑料市场空间广阔。

图 1：2020 年化学纤维收入占比提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：销售毛利率稳步上升



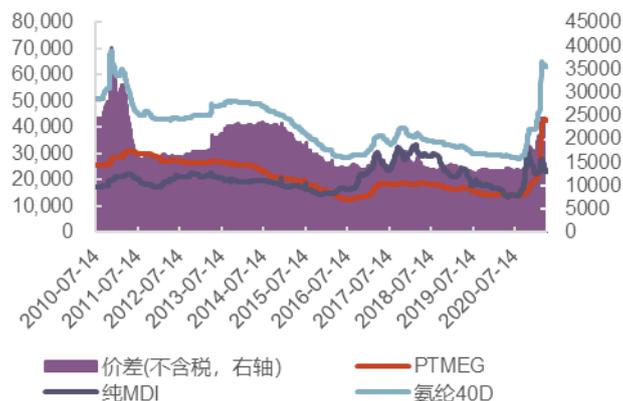
资料来源：iFind，光大证券研究所

图 3: 2016-2020 年归母净利润及同比增长



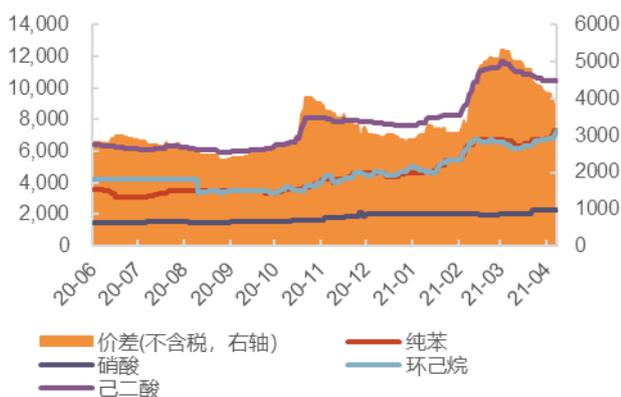
资料来源: iFind, 光大证券研究所 备注: 2019 年为调整后数据

图 4: 氨纶价格与价差走势 (元/吨)



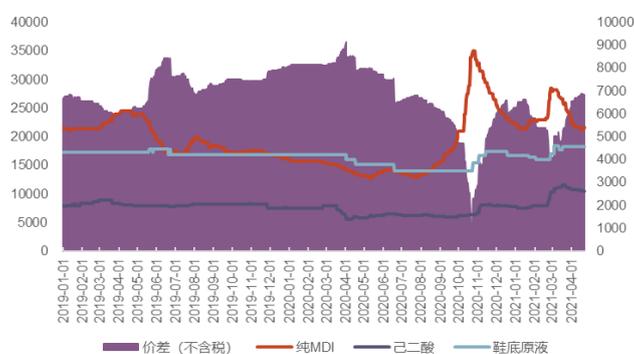
资料来源: iFind, 光大证券研究所, 截止 2021.04.20

图 5: 己二酸价格与价差走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 光大证券研究所, 截止 2021.04.22

图 6: 鞋底原液价格与价差走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 光大证券研究所, 截止 2021.04.22

盈利预测、估值与评级: 考虑到氨纶行业及己二酸行业景气度上行, 产品价格及价差大幅增长, 叠加新增产能投放, 因此我们上调了 21-22 年盈利预测, 新增 23 年盈利预测。预计 2021-2023 年的公司净利润分别为 45.0 亿元(上调 58.3%) /49.9 亿元(上调 45.5%) /55.4 亿元, 对应 EPS 为 0.97 元/1.08 元/1.19 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 新增产能建设不及预期风险, 原材料价格波动风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13,785	14,724	24,893	27,597	30,134
营业收入增长率	210.78%	6.81%	69.06%	10.86%	9.19%
净利润 (百万元)	1,841	2,279	4,500	4,987	5,536
净利润增长率	313.61%	23.77%	97.43%	10.82%	11.02%
EPS (元)	0.43	0.49	0.97	1.08	1.19
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.73%	19.69%	28.83%	25.34%	22.87%
P/E	27	24	12	11	10
P/B	6.5	4.7	3.5	2.7	2.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-22 注: 2019 年末总股本为 42.98 亿股, 20 年因增发为 46.34 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,785	14,724	24,893	27,597	30,134
营业成本	10,474	11,067	17,926	19,872	21,648
折旧和摊销	612	840	1,227	1,293	1,341
税金及附加	81	93	152	169	184
销售费用	380	126	213	236	257
管理费用	345	327	554	614	670
研发费用	530	510	861	955	1,043
财务费用	132	64	135	145	157
投资收益	135	42	42	42	42
营业利润	2,132	2,642	5,151	5,705	6,330
利润总额	2,079	2,614	5,161	5,720	6,350
所得税	238	335	662	734	814
净利润	1,841	2,279	4,499	4,986	5,535
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,841	2,279	4,500	4,987	5,536
EPS(元)	0.43	0.49	0.97	1.08	1.19

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,851	4,209	3,700	4,858	5,864
净利润	1,841	2,279	4,500	4,987	5,536
折旧摊销	612	840	1,227	1,293	1,341
净营运资金增加	2,923	1,278	5,172	2,331	1,886
其他	-2,526	-189	-7,199	-3,752	-2,899
投资活动产生现金流	-2,105	-2,993	-2,239	-1,519	-1,019
净资本支出	-2,002	-1,571	-1,867	-1,567	-1,067
长期投资变化	579	518	0	0	0
其他资产变化	-683	-1,940	-372	47	47
融资活动现金流	179	959	1,598	-2,525	-821
股本变化	2,621	335	0	0	0
债务净变化	2,672	-467	1,687	-1,601	223
无息负债变化	4,401	-649	2,798	822	756
净现金流	934	2,128	3,059	813	4,024

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	24.0%	24.8%	28.0%	28.0%	28.2%
EBITDA 率	19.8%	24.3%	26.5%	26.2%	26.1%
EBIT 率	15.4%	18.6%	21.5%	21.5%	21.7%
税前净利润率	15.1%	17.8%	20.7%	20.7%	21.1%
归母净利润率	13.4%	15.5%	18.1%	18.1%	18.4%
ROA	10.8%	11.6%	16.0%	15.8%	15.0%
ROE (摊薄)	23.7%	19.7%	28.8%	25.3%	22.9%
经营性 ROIC	14.8%	16.9%	23.5%	23.2%	23.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	41%	45%	37%	35%
流动比率	1.03	1.78	1.99	2.84	3.46
速动比率	0.80	1.45	1.64	2.37	2.97
归母权益/有息债务	2.15	3.69	3.24	6.11	7.02
有形资产/有息债务	4.52	6.01	5.69	9.55	10.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末总股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	16,975	19,669	28,191	31,483	36,984
货币资金	2,206	4,429	7,487	8,301	12,324
交易性金融资产	28	88	0	0	0
应收帐款	1,997	1,601	2,706	4,010	4,926
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	44	13	21	24	26
存货	1,872	1,922	3,119	3,458	3,768
其他流动资产	1,775	2,266	4,173	4,680	5,156
流动资产合计	8,235	10,617	17,991	21,009	26,785
其他权益工具	1	1	1	1	1
长期股权投资	579	518	518	518	518
固定资产	5,772	7,293	7,157	6,777	6,078
在建工程	1,599	261	196	147	110
无形资产	563	597	538	491	453
商誉	0	49	49	49	49
其他非流动资产	54	141	649	649	649
非流动资产合计	8,740	9,052	10,200	10,474	10,199
总负债	9,210	8,094	12,579	11,801	12,780
短期借款	2,662	1,841	2,628	277	0
应付账款	1,460	1,476	2,391	2,651	2,888
应付票据	1,711	1,628	2,637	2,923	3,184
预收账款	77	0	0	0	0
其他流动负债	0	10	115	142	169
流动负债合计	7,996	5,978	9,055	7,391	7,744
长期借款	471	1,129	2,029	2,779	3,279
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	284	471	980	1,115	1,242
非流动负债合计	1,214	2,116	3,524	4,410	5,036
股东权益	7,764	11,575	15,611	19,683	24,204
股本	4,298	4,634	4,634	4,634	4,634
公积金	297	1,777	2,227	2,726	3,279
未分配利润	3,136	5,159	8,745	12,318	16,287
归属母公司权益	7,761	11,572	15,609	19,680	24,202
少数股东权益	4	3	3	2	2

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.76%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
管理费用率	2.50%	2.22%	2.22%	2.22%	2.22%
财务费用率	0.96%	0.43%	0.54%	0.52%	0.52%
研发费用率	3.85%	3.46%	3.46%	3.46%	3.46%
所得税率	11%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.05	0.10	0.20	0.22	0.24
每股经营现金流	0.66	0.91	0.80	1.05	1.27
每股净资产	1.81	2.50	3.37	4.25	5.22
每股销售收入	3.21	3.18	5.37	5.96	6.50

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	27	24	12	11	10
PB	6.5	4.7	3.5	2.7	2.2
EV/EBITDA	20.2	15.8	8.9	7.8	6.8
股息率	0.4%	0.9%	1.7%	1.9%	2.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE