

华峰化学 (002064)

证券研究报告

2022年08月12日

氨纶走弱上半年盈利承压，多个产能扩张持续推进

事件

华峰化学发布 2022 年中报，实现营业收入 138.38 亿元，同比增长 7.31%；实现营业利润 26.91 亿元，同比减少 39.82%；归属于上市公司股东的净利润 23.95 亿元，同比减少 37.81%。按 49.63 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 0.48 元，每股经营现金流为 0.31 元。其中第二季度实现营业收入 65.45 亿元，同比减少 7.83%；实现归属于上市公司股东的净利润 10.32 亿元，同比减少 53.3%；单季度 EPS 0.21 元。

上半年氨纶价格走弱，化纤业务盈利承压

据中纤网，22 年上半年氨纶 40D 市场均价为 5.11 万元/吨，较 21 年 5.78 万元/吨同比下降 11.6%，氨纶 40D 价差市场均价为 1.54 万元/吨，同比 21 年 2.74 万元/吨下滑 43.9%。公司氨纶产品价格下跌叠加原材料大幅上涨(营 业成本较去年同期增长 42.9%)，化纤业务盈利同比下滑明显。

己二酸价格先涨后跌，公司业务板块营收增长，成本上涨拖累毛利

二季度原油价格上涨加之下游需求受疫情影响疲软，己二酸产品价格先涨后跌，公司该业务板块营收同比大幅增长 30.7%，但受营业成本同比增加拖累 (yoy+30.9%)，毛利率同比-0.1pcts。据百川盈孚，22 年己二酸(华 东) 市场均价为 1.28 万元/吨，较去年同期上涨 32.1%，其中二季度单季度均价为 1.20 万元/吨，同比增长 18%；从价差角度，己二酸价差上半年均价为 3.38 万元/吨，较去年同期下降 4%。未来随着己二酸下游应用产品产能持续扩张(聚氨酯、尼龙、TPU、PBAT 等)，在需求带动下，行业规模有望持续增长。公司聚氨酯原液目前主要用于生产聚氨酯鞋底，上半年化工新材料板块营收同比增长 11%，盈利水平较去年同期基本持平。

产能规模持续扩张，国内聚氨酯制品材料行业龙头地位凸显

公司通过产业链整合延伸，已形成化学纤维、化学新材料、基础化工品三大产业；其中，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。目前公司年产 10 万吨氨纶扩建项目已于 6 月建成达产，另有 30 万吨在建产能；己二酸 21 年底产能为 75.5 万吨，目前在建产能 20 万吨。十四五期间，公司氨纶总产预计将超过 50 万吨，己二酸总产能预计将达到 135.5 万吨，行业龙头地位进一步稳固加强。

盈利预测与估值：根据公司产品价格及盈利水平的变化，我们预计 2022~2024 年净利润分别为 41、45、50 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,723.88	28,367.20	29,303.32	30,856.40	33,571.76
增长率(%)	6.81	92.66	3.30	5.30	8.80
EBITDA(百万元)	4,032.85	11,260.17	5,615.04	5,916.75	6,385.02
净利润(百万元)	2,279.13	7,936.70	4,080.56	4,548.73	5,049.52
增长率(%)	23.77	248.23	(48.59)	11.47	11.01
EPS(元/股)	0.46	1.60	0.82	0.92	1.02
市盈率(P/E)	17.22	4.95	9.62	8.63	7.77
市净率(P/B)	3.39	2.07	1.54	1.33	1.15
市销率(P/S)	2.67	1.38	1.34	1.27	1.17
EV/EBITDA	11.17	3.78	4.11	2.88	2.23

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学纤维
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	7.91 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,962.54
流通 A 股股本(百万股)	2,001.61
A 股总市值(百万元)	39,253.72
流通 A 股市值(百万元)	15,832.71
每股净资产(元)	4.57
资产负债率(%)	33.37
一年内最高/最低(元)	15.18/7.24

作者

唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	
郭建奇	联系人
guojianqi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《华峰化学-季报点评:氨纶维持高景气，三季度业绩维持增势》2021-10-25
- 《华峰化学-年报点评报告:氨纶景气向上，业绩超市场预期》2021-04-22
- 《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

事件

华峰化学发布 2022 年中报，实现营业收入 138.38 亿元，同比增长 7.31%；实现营业利润 26.91 亿元，同比减少 39.82%；归属于上市公司股东的净利润 23.95 亿元，同比减少 37.81%，扣除非经常性损益后的净利润 23.39 亿元，同比下降 38.89%。按 49.63 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 0.48 元（扣非后为 0.49 元），每股经营现金流为 0.31 元。

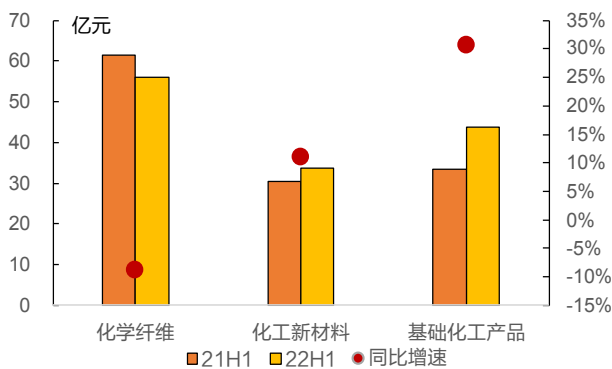
其中第二季度实现营业收入 65.45 亿元，同比减少 7.83%；实现归属于上市公司股东的净利润 10.32 亿元，同比减少 53.3%；折合单季度 EPS 0.21 元。

点评

公司上半年实现营业收入 138.38 亿元，同比增加 9.43 亿元；实现归属于上市公司股东净利润为 23.95 亿元，同比减少 14.56 亿元。分产品看，化学纤维/化工新材料/基础化工产品分别实现收入 56.03/33.73/43.84 亿元，同比变动-5.40/+3.35/+10.30 亿元。盈利能力方面，公司上半年毛利为 35.74 亿元，三种产品分别实现毛利 10.69/9.28/14.54 亿元，同比变动-19.02/-0.95/+3.39 亿元；公司综合毛利率为 25.57%，yoy-14.67pcts，分产品毛利率 19.1%/27.5%/33.2%，同比变动-29.3/-6.15/-0.09pcts。

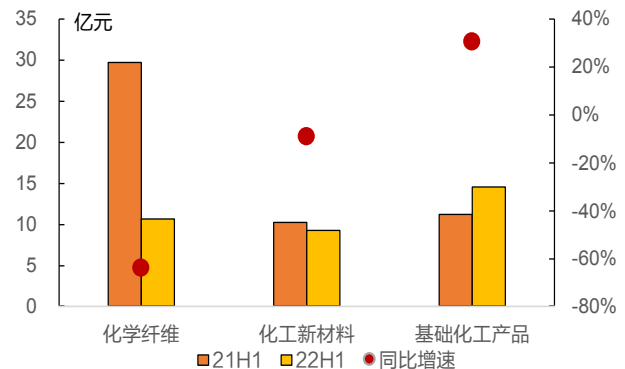
期间费用方面，上半年除财务费用外，其他费用同比小幅增加。销售/管理/研发/财务费用分别 0.86/2.41/5.83/-0.83 亿元，较去年同期变动+0.18/+0.67/+1.73/-0.97 亿元，四项费用合计 8.26 亿元，同比增加 1.61 亿元。各项费用率分别 0.6%/1.7%/4.2%/-0.6%，同比变动+0.1/+0.4/+1.0/-0.7pcts。公司加大对职工薪酬投入为销售、管理同比增长的主要原因，研发费用同比增长主要系公司对材料费投入增加所致；财务费用减少主要为存款利息收入增加所致。

图 1：分业务营业收入



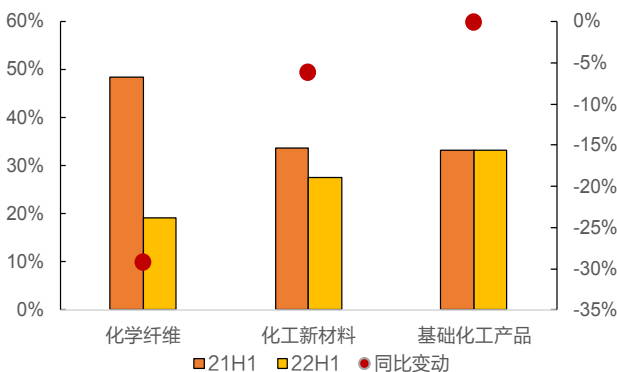
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：分业务毛利



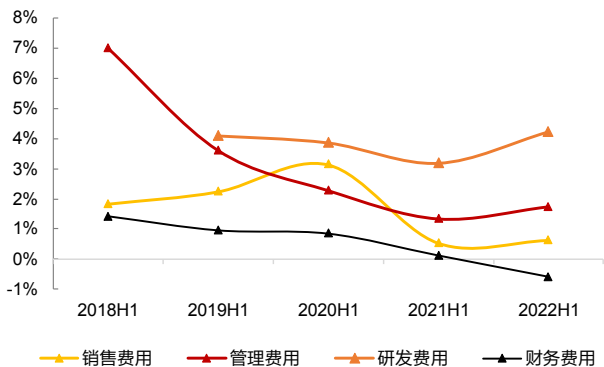
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：分业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：半年度费用率



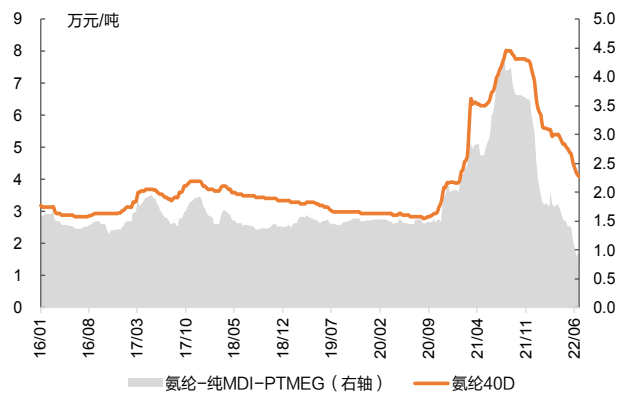
资料来源：Wind，天风证券研究所；注：2018H1 管理费用包含研发费用

上半年氨纶价格中枢不断下移，公司化纤业务盈利承压

据中纤网，22年上半年氨纶40D市场均价为5.11万元/吨，较21年5.78万元/吨同比下降11.6%，氨纶40D价差市场均价为1.54万元/吨，同比21年2.74万元/吨下滑43.9%。公司氨纶产品价格下跌叠加原材料大幅上涨（营业成本较去年同期增长42.9%），化纤业务盈利同比下滑明显。

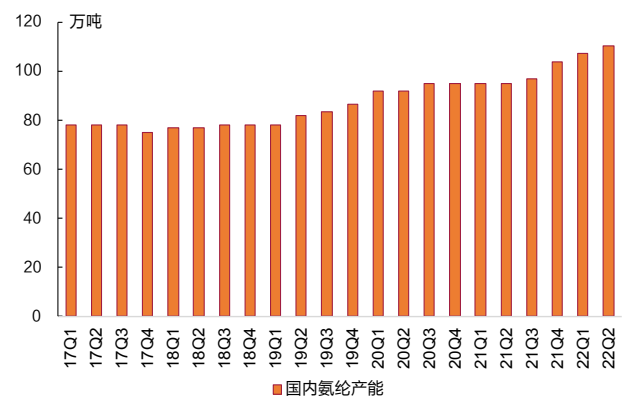
我们分析，氨纶市场价格下跌主要由于当前市场环境处于供给相对过剩，据百川盈孚数据，上半年，国内氨纶产能较年初增加6.6万吨，Q2单季度增加3.0万吨，市场氨纶供应量同比增加。而同期，受二季度国内疫情反复影响，长三角地区的主要纺织省份（上海市、浙江省、江苏省）以及广东省地区企业和工厂开工受限，下游需求减弱，整体形成“强供应弱需求”的供需结构，导致产品价格中枢不断下移。

图5：氨纶价格价差



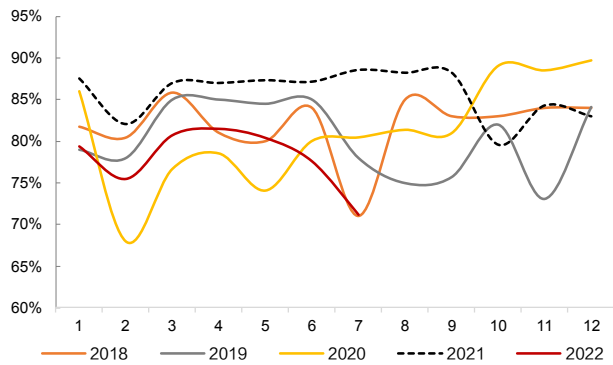
资料来源：中纤网、百川盈孚，天风证券研究所

图6：国内氨纶产能变动情况（万吨）



资料来源：Wind、百川盈孚，天风证券研究所

图7：国内氨纶行业开工率情况（%）



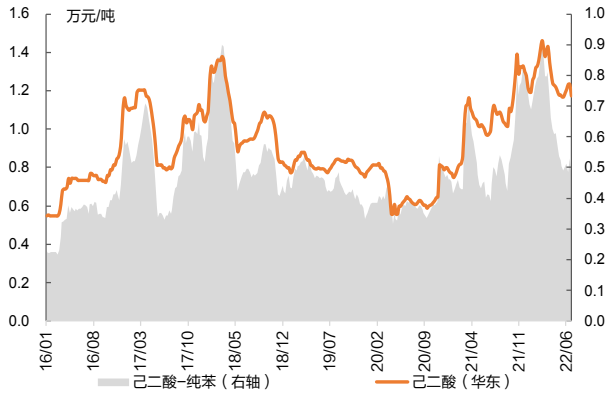
资料来源：Wind、百川盈孚，天风证券研究所

己二酸价格先涨后跌，公司业务板块营收增长，成本上涨拖累毛利

己二酸价格同样受市场供需格局影响，二季度原油价格上涨加之下游需求受疫情影响疲软，产品价格先涨后跌，公司该业务板块营收同比大幅增长30.7%，但受营业成本同比增加拖累（yoy+30.9%），毛利率同比-0.1pcts。据百川盈孚，22年己二酸（华东）市场均价为1.28万元/吨，较去年同期上涨32.1%，其中二季度单季度均价为1.20万元/吨，同比增长18%；从价差角度，己二酸价差上半年均价为3.38万元/吨，较去年同期下降4%；二季度价差均价为3.22万元/吨，同比下降18.6%。目前，国内已成功突破己二腈技术，尼龙66有望生产放量；未来随着己二酸下游应用产品产能持续扩张（聚氨酯、尼龙、TPU、PBAT等），在需求带动下，己二酸行业规模有望持续增长。

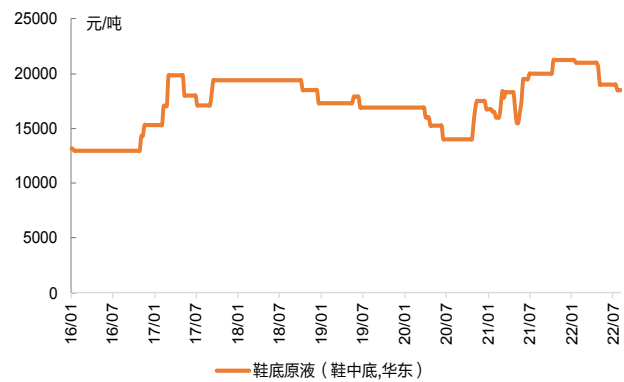
公司聚氨酯原液目前主要用于生产聚氨酯鞋底，上半年化工新材料板块营收同比增长11%，盈利水平较去年同期基本持平。据百川盈孚，22年鞋底原液市场均价同比增长16.5%至2.03万元/吨，二季度单季度均价同比增长10.2%为1.97万元/吨。

图 8：己二酸市场价格价差



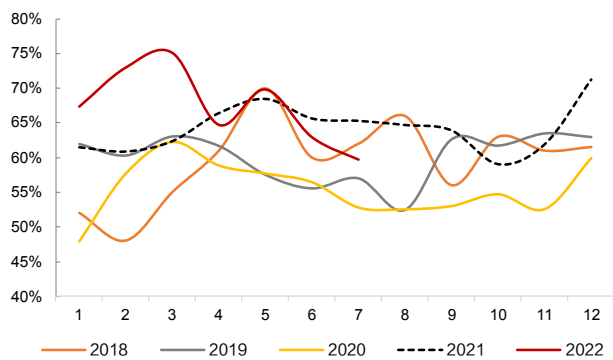
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 9：鞋底原液市场价格



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 10：国内己二酸行业开工率情况 (%)



资料来源：Wind、百川盈孚，天风证券研究所

产能规模持续扩张，国内聚氨酯制品材料行业龙头地位凸显

公司通过产业链整合延伸，已形成化学纤维、化学新材料、基础化工品三大产业；其中，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。目前公司年产 10 万吨差别化氨纶扩建项目已于 6 月建成达产，另有 30 万吨在建产能；己二酸 21 年底产能为 75.5 万吨，目前在建产能 20 万吨，十四五期间，公司氨纶总产预计将超过 50 万吨，己二酸总产能预计将达到 135.5 万吨，行业龙头地位进一步稳固加强。

盈利预测与估值

根据公司产品价格及盈利水平的变化，我们预计 2022~2024 年净利润分别为 41、45、50 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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,428.74	7,467.81	15,690.70	21,831.94	24,527.24
应收票据及应收账款	1,600.72	2,053.51	3,318.76	1,823.97	3,584.81
预付账款	298.77	603.80	416.79	774.97	485.04
存货	1,922.27	4,033.80	3,577.39	4,447.76	4,259.41
其他	2,366.37	3,997.94	2,218.16	2,160.11	2,410.04
流动资产合计	10,616.87	18,156.86	25,221.80	31,038.75	35,266.54
长期股权投资	517.77	568.16	568.16	568.16	568.16
固定资产	7,292.88	7,827.83	6,850.64	5,873.45	4,896.26
在建工程	261.42	890.21	890.21	890.21	890.21
无形资产	597.29	934.95	911.15	887.34	863.54
其他	382.69	799.80	587.49	478.81	570.13
非流动资产合计	9,052.05	11,020.94	9,807.64	8,697.97	7,788.30
资产总计	19,668.92	29,177.80	35,029.44	39,736.72	43,054.84
短期借款	1,840.62	1,579.83	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,104.26	5,367.08	5,272.83	6,696.52	5,817.77
其他	878.94	1,205.60	3,166.26	2,366.40	2,013.48
流动负债合计	5,823.81	8,152.50	8,439.08	9,062.92	7,831.25
长期借款	1,128.56	845.89	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	987.37	1,022.05	1,100.00	1,100.00	1,110.00
非流动负债合计	2,115.92	1,867.94	1,100.00	1,100.00	1,110.00
负债合计	8,093.74	10,166.89	9,539.08	10,162.92	8,941.25
少数股东权益	3.00	2.62	2.40	2.15	1.88
股本	4,633.52	4,633.52	4,962.54	4,962.54	4,962.54
资本公积	1,455.91	1,455.91	3,900.17	3,900.17	3,900.17
留存收益	5,480.11	12,953.45	16,625.95	20,719.81	25,264.39
其他	2.66	(34.58)	(0.71)	(10.88)	(15.39)
股东权益合计	11,575.19	19,010.91	25,490.36	29,573.80	34,113.59
负债和股东权益总计	19,668.92	29,177.80	35,029.44	39,736.72	43,054.84

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,278.76	7,936.18	4,080.56	4,548.73	5,049.52
折旧摊销	842.77	971.96	1,000.99	1,000.99	1,000.99
财务费用	114.45	120.48	(227.48)	(468.43)	(578.74)
投资损失	(42.46)	(69.51)	(75.00)	(75.00)	(75.00)
营运资金变动	903.67	(4,497.76)	3,093.17	1,056.83	(2,835.46)
其它	111.41	1,673.57	(77.30)	(0.30)	(0.32)
经营活动现金流	4,208.61	6,134.92	7,794.94	6,062.82	2,560.99
资本支出	800.76	2,450.92	(77.95)	0.00	(10.00)
长期投资	(61.69)	50.38	0.00	0.00	0.00
其他	(3,731.90)	(4,721.66)	307.16	75.00	85.00
投资活动现金流	(2,992.83)	(2,220.36)	229.21	75.00	75.00
债权融资	(531.16)	(529.08)	(2,200.39)	468.43	568.74
股权融资	1,300.78	(1,526.00)	2,399.13	(465.01)	(509.43)
其他	189.22	1,192.68	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	958.84	(862.40)	198.74	3.41	59.31
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,174.62	3,052.16	8,222.89	6,141.24	2,695.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,723.88	28,367.20	29,303.32	30,856.40	33,571.76
营业成本	11,067.01	17,388.88	22,211.92	23,420.00	25,413.82
营业税金及附加	93.14	186.72	190.47	199.62	218.79
销售费用	125.69	157.61	383.87	394.96	436.43
管理费用	327.44	438.06	688.63	718.95	778.86
研发费用	509.53	1,025.69	1,248.32	1,317.57	1,450.30
财务费用	63.80	30.99	(227.48)	(468.43)	(578.74)
资产/信用减值损失	(36.97)	(50.43)	(56.00)	(55.50)	(55.50)
公允价值变动收益	4.98	(1.33)	(77.06)	(0.03)	(0.02)
投资净收益	42.46	69.51	75.00	75.00	75.00
其他	(114.92)	(125.79)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,641.71	9,247.29	4,749.53	5,293.18	5,871.77
营业外收入	2.03	6.39	18.00	10.00	10.00
营业外支出	29.76	97.23	64.00	60.00	60.00
利润总额	2,613.99	9,156.45	4,703.53	5,243.18	5,821.77
所得税	335.23	1,220.27	623.22	694.72	772.55
净利润	2,278.76	7,936.18	4,080.31	4,548.46	5,049.22
少数股东损益	(0.37)	(0.52)	(0.24)	(0.27)	(0.30)
归属于母公司净利润	2,279.13	7,936.70	4,080.56	4,548.73	5,049.52
每股收益(元)	0.46	1.60	0.82	0.92	1.02

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	6.81%	92.66%	3.30%	5.30%	8.80%
营业利润	23.90%	250.05%	-48.64%	11.45%	10.93%
归属于母公司净利润	23.77%	248.23%	-48.59%	11.47%	11.01%
获利能力					
毛利率	24.84%	38.70%	24.20%	24.10%	24.30%
净利率	15.48%	27.98%	13.93%	14.74%	15.04%
ROE	19.69%	41.75%	16.01%	15.38%	14.80%
ROIC	26.48%	81.55%	29.78%	45.04%	62.52%
偿债能力					
资产负债率	41.15%	34.84%	27.23%	25.58%	20.77%
净负债率	-11.17%	-25.41%	-60.73%	-73.11%	-71.31%
流动比率	1.78	2.19	2.99	3.42	4.50
速动比率	1.45	1.70	2.56	2.93	3.96
营运能力					
应收账款周转率	8.18	15.53	10.91	12.00	12.41
存货周转率	7.76	9.53	7.70	7.69	7.71
总资产周转率	0.80	1.16	0.91	0.83	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.46	1.60	0.82	0.92	1.02
每股经营现金流	0.85	1.24	1.57	1.22	0.52
每股净资产	2.33	3.83	5.14	5.96	6.87
估值比率					
市盈率	17.22	4.95	9.62	8.63	7.77
市净率	3.39	2.07	1.54	1.33	1.15
EV/EBITDA	11.17	3.78	4.11	2.88	2.23
EV/EBIT	14.11	4.13	5.00	3.46	2.64

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com