

## 华峰集团旗下新材料平台，逆周期扩张稳固龙头地位

### 核心观点

华峰化学是化工行业的龙头白马企业，公司业务涉及氨纶、己二酸和聚氨酯原液三大领域。受宏观需求的影响，公司今年业绩承压。但从长期布局的角度，我们认为公司进入了价值区间，值得关注，具体原因如下：

- **华峰集团旗下新材料平台，与集团形成产业链协同优势：**2019年，华峰氨纶完成并购华峰集团旗下的华峰新材，并于2020年改名为华峰化学。并购完成后，上市公司成为华峰集团的新材料发展平台。此外，上市公司还与集团公司形成产业链上的协同，作为全球主要的MDI采购商，华峰集团与BASF和万华均签有战略合作协议，上市公司依托集团采购，在MDI采购成本上有一定优势。集团公司还生产TPU、PBAT以及PA66，并且掌握了己二酸法制己二腈的生产工艺，以上产品均与上市公司的己二酸形成产业链协同，为己二酸产能的消化提供了去处。
- **氨纶产能逆周期扩张，巩固优势地位：**由于2021年氨纶景气度高，供给端新增大量产能。进入2022年，全球宏观经济下行压力较大，纺服需求疲软，导致供需失衡，氨纶价格大幅下滑，行业进入景气低点。作为行业内的龙头企业，华峰拥有成本优势，公司目前规划新增氨纶产能30万吨，逆周期扩张将进一步巩固公司的龙头地位，在下一轮景气周期中获得更大的利润弹性。
- **新增下游需求有望拉动己二酸需求：**己二酸今年先涨后跌，中枢价格较往年有所抬升。随着中国化学的丁二烯法己二腈投产，国内PA66迎来投产高峰期，根据我们统计，目前规划的PA66产能超过500万吨，将带动超过250万吨的己二酸需求。此外PBAT的扩产也将拉动己二酸的需求，目前规划的PBAT产能超过1000万吨，若全部投产将带动超过380万吨的己二酸需求。己二酸的新增供给则滞后，己二酸供需有望改善。

### 盈利预测与投资建议

- 基于对氨纶、己二酸价格的判断和公司未来三年的产量，我们预测公司2022-2024年每股收益分别为0.61、0.82、0.94元。按照可比公司23年11倍PE，首次覆盖，给予目标价9.02元和买入评级。

### 风险提示

- 需求不及预期；原材料价格大涨；新项目进度不及预期；氨纶扩产对行业盈利中枢的影响。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,724	28,367	25,221	25,054	28,060
同比增长(%)	6.8%	92.7%	-11.1%	-0.7%	12.0%
营业利润(百万元)	2,642	9,247	3,569	4,793	5,485
同比增长(%)	23.9%	250.0%	-61.4%	34.3%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,279	7,937	3,015	4,076	4,675
同比增长(%)	23.8%	248.2%	-62.0%	35.2%	14.7%
每股收益(元)	0.46	1.60	0.61	0.82	0.94
毛利率(%)	24.8%	38.7%	20.4%	25.0%	25.4%
净利率(%)	15.5%	28.0%	12.0%	16.3%	16.7%
净资产收益率(%)	23.6%	51.9%	14.2%	16.1%	16.1%
市盈率	15.7	4.5	11.8	8.8	7.6
市净率	3.1	1.9	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入(首次)

股价(2022年12月16日)	7.19元
目标价格	9.02元
52周最高价/最低价	10.68/6.07元
总股本/流通A股(万股)	496,254/233,063
A股市值(百万元)	35,681
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2022年12月19日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.31	-0.55	-1.24	-31.1
相对表现	-1.21	-3.68	-1.79	-9.64
沪深300	-1.1	3.13	0.55	-21.46



### 证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
袁帅	yuanshuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522070002

## 目录

1. 引言.....	4
2. 华峰集团旗下新材料平台.....	5
2.1 华峰集团新材料布局.....	5
2.2 与华峰集团的协同采购.....	6
3. 氨纶龙头的优势.....	6
3.1 氨纶行业情况.....	6
3.2 龙头逆势扩张.....	8
4. 己二酸业务分析.....	10
4.1 己二酸行业情况及展望.....	10
4.2 华峰的优势.....	12
5. 盈利预测与投资建议.....	13
5.1 盈利预测.....	13
5.2 投资建议.....	14
6. 风险提示.....	15

## 图表目录

图 1: 上市公司与华峰集团的产业链协同 .....	5
图 2: 氨纶历年产能产量情况 (万吨) .....	7
图 3: 2022 年氨纶行业格局 .....	7
图 4: 氨纶价格及价差 (元/吨) .....	7
图 5: 纺服零售额当月同比 .....	8
图 6: 服装出口当月同比 .....	8
图 7: 氨纶开工率 .....	8
图 8: 氨纶库存 .....	8
图 9: 当下氨纶行业成本曲线 (元/吨, 20221208) .....	9
图 10: 华峰化学氨纶板块毛利率与同行相比 .....	9
图 11: 己二酸生产工艺 .....	10
图 12: 己二酸开工率 .....	11
图 13: 己二酸库存 .....	11
图 14: 己二酸价格及价差 (元/吨) .....	11
图 15: 己二酸历年产能产量情况 (万吨) .....	12
图 16: 2022 年己二酸行业格局 .....	12
图 17: 国内己二酸新增产能情况 .....	12
图 18: 己二酸产能、需求和开工率预测 .....	12
图 19: 华峰化学和华鲁恒升己二酸毛利率对比 .....	13
图 20: 不同省份管道天然气价格对比 (元/方) .....	13
表 1: 华峰化学产能情况 .....	4
表 2: 华峰集团己二腈、PA66 和 PBAT 产能情况 .....	5
表 3: 国内未来氨纶新增产能 .....	9
表 4: 可比公司估值 (截至 2022/12/14) .....	14

## 1. 引言

华峰化学是化工行业的龙头白马企业，公司过去主业仅涉及氨纶，2019 年注入华峰新材，将上市公司打造成华峰集团旗下新材料产业的上市平台。目前，上市公司的氨纶、己二酸、聚氨酯原液产量均为全国第一、全球前列。受宏观需求的影响，今年氨纶和己二酸价格出现下滑，公司盈利能力迎来压力测试。但从长期布局的角度，我们认为公司进入了价值区间，值得关注，具体原因如下：

- 1. 华峰集团旗下新材料平台，与集团形成产业链协同优势：**2019 年，华峰氨纶完成并购华峰集团旗下的华峰新材，并于 2020 年改名为华峰化学。并购完成后，上市公司成为华峰集团的新材料发展平台。借助资本市场，降低融资成本，提升资金利用效率，使华峰的研发能够获得更为有利的资金支持。此外，上市公司还与集团公司形成产业链上的协同，作为全球主要的 MDI 采购商，华峰集团与 BASF 和万华均签有战略合作协议，上市公司依托集团采购，在 MDI 采购成本上有一定优势。集团公司还生产 TPU、PBAT 以及 PA66，并且掌握了己二酸法制己二腈的生产工艺，以上产品均与上市公司的己二酸形成产业链协同，为己二酸产能的消化提供了去处。
- 2. 氨纶产能逆周期扩张，巩固优势地位：**由于 2021 年氨纶景气度高，供给端新增大量产能，根据百川资讯统计，21 年至今华峰、晓星、华海和新乡化纤共新增 15.6 万吨产能。需求端来看，进入 2022 年，全球宏观经济下行压力较大，纺服需求疲软，导致供需失衡，氨纶价格大幅下滑，行业进入景气低点。作为行业内的龙头企业，华峰拥有成本优势，优势主要来自一来公司重庆涪陵生产基地在能源、人工、运输等方面的优势；二来公司采用先进的生产工艺，有效平衡物料耗用，提高原材料的使用率。即便是景气低点，公司依旧选择逆周期扩张产能，目前规划新增产能 30 万吨，进一步巩固行业龙头地位，以便在下一轮景气周期中获得更大的利润弹性。
- 3. 己二酸生产商挺价意愿强，新增下游需求有望拉动己二酸需求：**6 月起，己二酸价格大幅下滑，价差也下降至 2500 元/吨左右，为三年来的低位。9 月开始，生产厂商强势挺价，多套装置进行检修，目前行业开工率降至 47.2%。新增下游需求方面，随着中国化学的丁二烯法己二腈投产，国内 PA66 迎来投产高峰期，根据我们统计，目前规划的 PA66 产能超过 500 万吨，预计将带动超过 250 万吨的己二酸需求。此外 PBAT 的扩产也将拉动己二酸的需求，目前规划的 PBAT 产能超过 1000 万吨，若全部投产将带动超过 380 万吨的己二酸需求。我们曾在报告《PA66 扩产过程中的投资机会》中阐明了己二腈国产化后 PA66 扩产过程中看好己二酸价格的原因。

表 1：华峰化学产能情况

产品	产能（万吨）	在建产能（万吨）
氨纶	22.5	30
己二酸	94	
聚氨酯原液	47	5

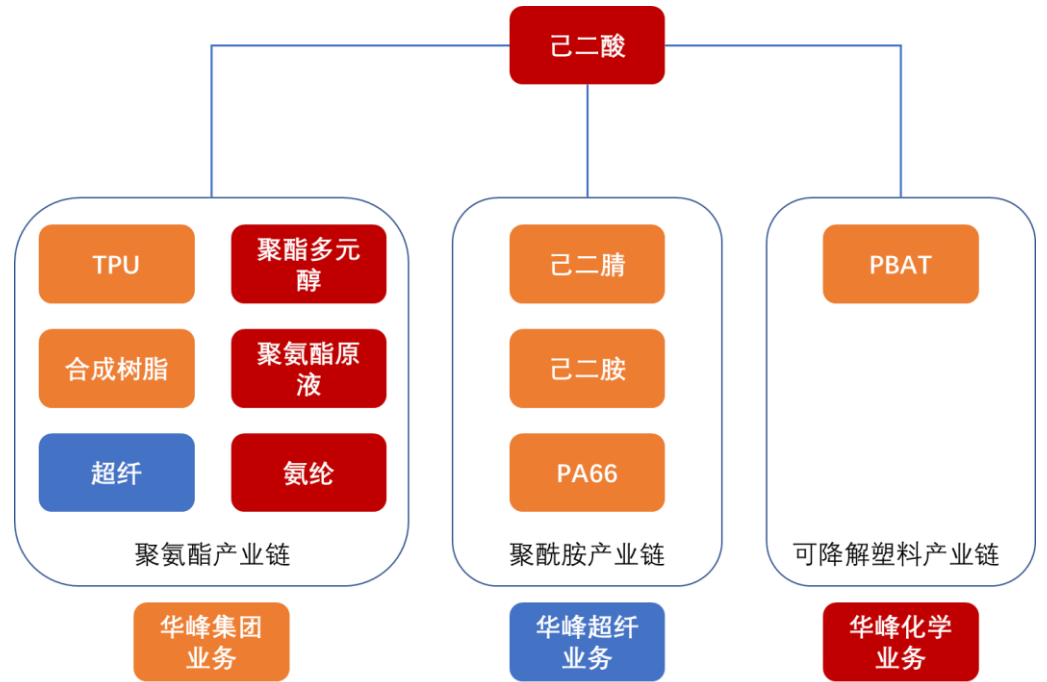
资料来源：百川资讯，公司公告，东方证券研究所

## 2. 华峰集团旗下新材料平台

### 2.1 华峰集团新材料布局

华峰集团成立于 1991 年，1994 年进入高分子材料行业，深耕聚氨酯产业链，经过二十多年的发展，华峰发展成为了中国最大的聚氨酯产品生产企业，且聚氨酯产业链逐步拓展至聚酰胺产业链和可降解塑料产业链。除了上市公司所从事的氨纶、己二酸、聚酯多元醇和聚氨酯原液外，华峰集团还布局己二腈、PA66、PBAT、TPU、合成树脂、超纤等产品。其中超纤业务属于上市公司华峰超纤，其余都在集团公司内。

图 1：上市公司与华峰集团的产业链协同



资料来源：东方证券研究所绘制

从产业链协同的角度看，华峰化学的己二酸支撑了华峰集团的聚氨酯、聚酰胺以及可降解塑料三大产业链的发展。在聚氨酯产业链中，己二酸可与二元醇反应生产聚酯多元醇，多元醇与 MDI 反应生产聚氨酯材料，含 TPU 和聚氨酯原液。聚氨酯原液又是生产超纤革的原材料，形成了产业链一体化布局，己二酸部分自用。在聚酰胺产业链中，华峰集团掌握了己二酸法己二腈的生产工艺，现有 20 万吨的己二腈产能。同时己二腈和己二酸聚合可生产 PA66，华峰集团现有 8 万吨的 PA66 产能。在可降解塑料产业链中，己二酸又是 PBAT 的原材料之一。

表 2：华峰集团己二腈、PA66 和 PBAT 产能情况

	现有产能（万吨）	新增产能（万吨）
己二腈	20	10
PA66	8	22
PBAT	3	27

资料来源：中国化工报，搜狐网，东方证券研究所

在 2019 年注入华峰新材时，华峰集团承诺将上市公司作为控股股东华峰集团旗下除超纤外其他聚氨酯产业优质资产的产业一体化发展平台、资源整合平台，对于控股股东、实际控制人控制的其他尚不满足纳入上市公司体系的聚氨酯资产，未来在满足时将逐步整合至上市公司体系内。由此可见，华峰化学是华峰集团着力打造的聚氨酯产业链平台型企业。

## 2.2 与华峰集团的协同采购

华峰集团是全球主要的 MDI 生产商，与万华和 BASF 均有良好的合作。华峰集团和 BASF 有着近 30 年的合作历史，作为华峰原材料的主要供应商之一，巴斯夫上海漕泾生产基地以及重庆生产基地投产的第一批产品都供给了华峰集团。2018 年，华峰集团就与 BASF 签订了战略合作协议，拓展合作伙伴领域，开发国内聚氨酯、生物含量纤维及氨纶等多个市场领域。根据协议，巴斯夫和华峰集团将共同推动聚氨酯市场的快速增长，特别是西部地区市场。2020 年 11 月底，华峰集团与 BASF 签署了深化战略合作协议，扩大双方在聚氨酯、生物含量纤维、氨纶以及在汽车应用领域新材料开发推广等的战略合作，以加快在中国市场的增长。同时，双方还将共同推广巴斯夫的创新转移涂层技术 Valure，该技术可用于如汽车内饰座椅、时尚行业的手袋和鞋类，以及家具等行业。协议还规定了双方领导层将进行定期会晤，开展战略对话。

2019 年，华峰集团与万华签订战略合作协议。双方在以往良好合作的基础上，建立长期的战略合作伙伴关系。根据协议，未来，双方将充分发掘和利用各自领域的资源优势，本着“资源共享、优势互补、共谋发展、平等互利、合作双赢”的原则，深入挖掘合作内容，拓展合作伙伴领域，实现互利共赢。签约期间，双方在技术、产品、服务等进行了深入探讨与交流，并表示将以市场需求为导向，在技术及标准研究、产业链打造、市场拓展等多方面，不断拓展双方在领域的深度合作，共同拓展国内、国际市场，实现最大的经济效益和社会效益。2022 年，万华化学与华峰集团续签战略合作协议。

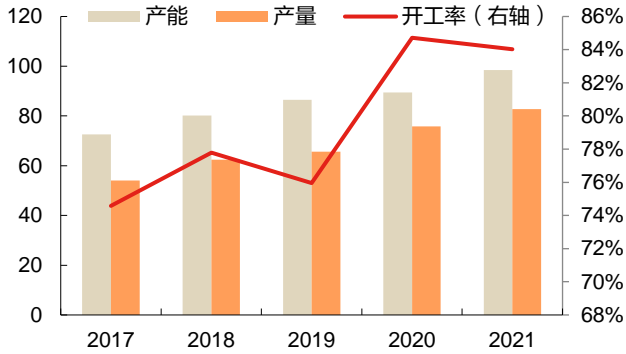
上市公司生产氨纶的主要原材料之一 MDI 正是万华和 BASF 主要产品，华峰通过集团化采购可降低采购成本。此外，华峰重庆氨纶生产基地离 BASF 在重庆的 40 万吨/年 MDI 生产基地很近，节约了运费成本。

## 3. 氨纶龙头的优势

### 3.1 氨纶行业情况

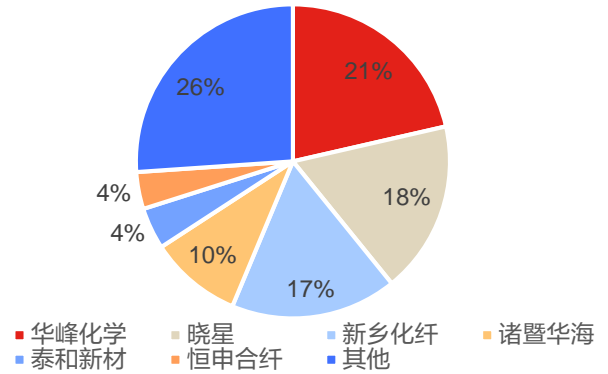
氨纶是一种弹性纤维，可用于满足舒适性要求的服装面料中，如运动服、牛仔裤、袜子等。2021 年由于氨纶的应用领域的不断扩展，在纺服、卫材等领域的添加明显提升。叠加防疫物资常态化需求，氨纶市场如火如荼，产品价格、开工率以及企业盈利情况均创下历史高位。也正是因为高景气度，行业内涌现大量新增产能，根据百川资讯的统计，21 年至今，华峰、晓星、华海和新乡化纤共新增 15.6 万吨产能，较 2020 年底增长 17.4%。正如所有周期行业经历过的一样，生产企业往往在景气高点一窝蜂地进行资本开支，导致供给冲击，行业景气度出现下滑。2022 年的氨纶行业正是经历了供给和需求两端的考验。

图 2：氨纶历年产能产量情况（万吨）



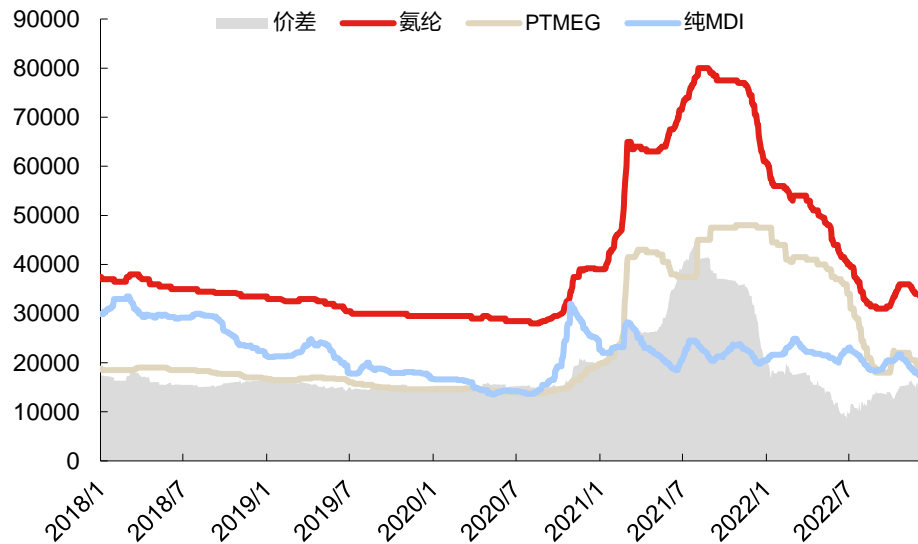
资料来源：百川资讯，东方证券研究所

图 3：2022 年氨纶行业格局



资料来源：百川资讯，东方证券研究所

图 4：氨纶价格及价差（元/吨）

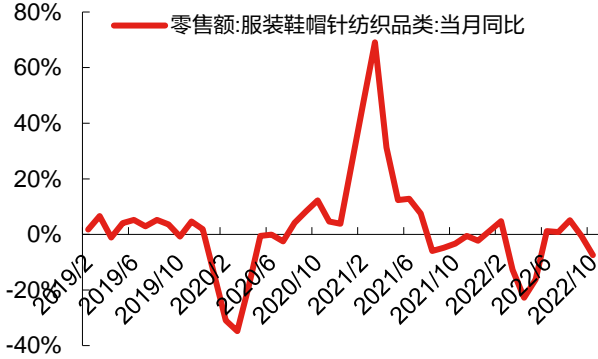


资料来源：Wind，东方证券研究所

从需求端来看，2022 年全球宏观经济下行压力较大。内需方面，由于 Q2 上海疫情，线下和网购服装受到影响，且周边纺织服装企业的开工率也有所下滑。外需方面，美国进入加息周期，纺服出口增速有所放缓，沃尔玛和塔吉特等零售巨头纷纷砍单。因此今年氨纶需求不振，从百川资讯的统计数据来看，前三季度国内氨纶需求 60.19 万吨，同比-3.08%。在供给增加而需求下滑的情况下，氨纶价格大跌，行业也进入寒冬。

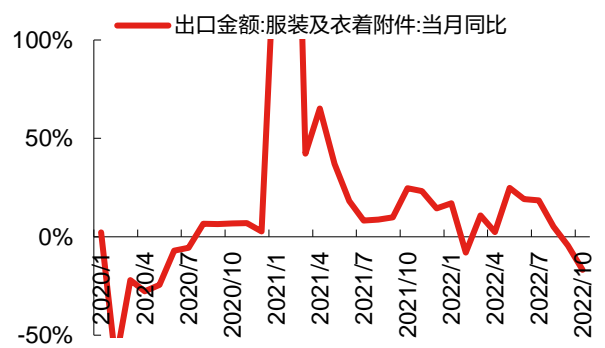
由于氨纶企业间的成本差异明显，行业景气度高时所有企业都赚钱，但当行业景气度下滑时，落后产能面临现金流亏损的风险，只能选择停产。当下行业内整体开工率约 6 成，个别企业还能做到 7 成至满开，多数企业仅能维持 5-7 成的开工，部分企业被迫全停。展望 2023 年，随着疫情防控政策的变化，我们预计国内纺服需求有望较今年边际改善，考虑到 2023 年春节较早，春节前下游纺服企业多提早放假，预计春节后才能在基本面上看到需求的好转。

图 5：纺织服装零售额当月同比



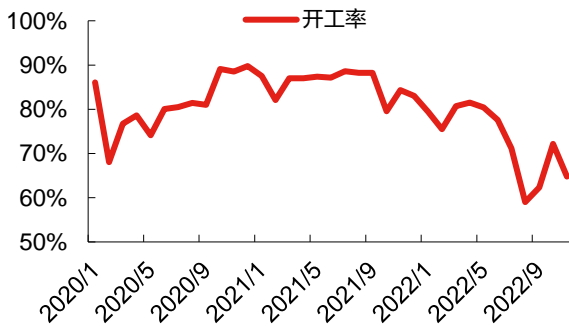
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 6：服装出口当月同比



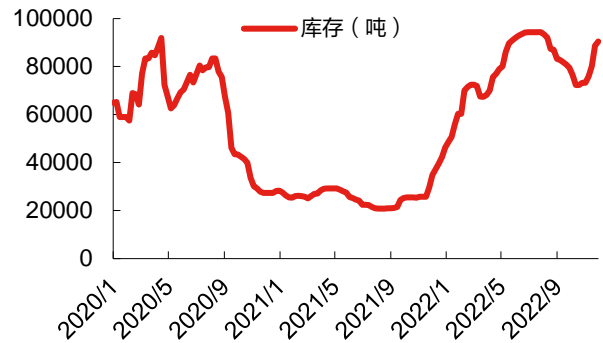
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 7：氨纶开工率



资料来源：百川资讯，东方证券研究所

图 8：氨纶库存



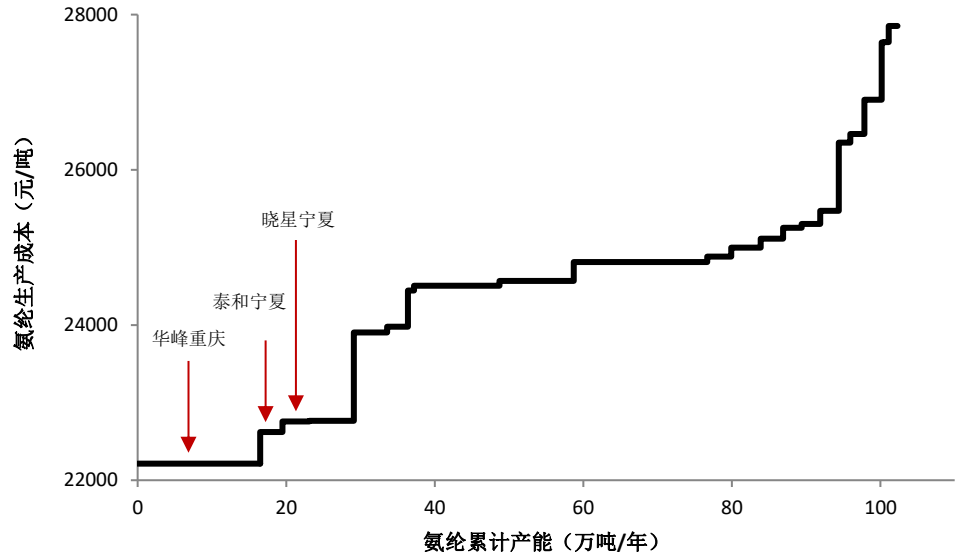
资料来源：百川资讯，东方证券研究所

### 3.2 龙头逆势扩张

龙头企业与行业内普通企业的区别在于，龙头企业敢于逆势扩张，而普通企业往往在景气高点扩张。龙头企业逆势扩张的底气来自于其成本优势，在行业景气下行的时期，通过扩张挤压其他玩家的市场份额，提升自身市占率。我们曾在去年的泰和新材的报告中展示了我们当时测算的氨纶行业的成本曲线，由于 21 年 PTMEG 价格处于高位，自配 PTMEG 的企业能够获得超额利润。当时 PTMEG 与 BDO 的价差高达 14000 元/吨，自配 PTMEG 将获得 5700 元/吨的成本优势。但进入 2022 年后，BDO 的价格大跌，随之也带崩了 PTMEG 的价格，目前 PTMEG 与 BDO 的价差在 6700 元/吨左右，根据我们的测算，自配 PTMEG 的成本优势下降至 370 元/吨左右，此时像晓星这样自建 PTMEG 的优势并不明显。根据我们的测算，华峰重庆的 16.5 万吨产能位于成本曲线的最左侧，而去年的时候，晓星的产能则位于成本曲线的最左侧。

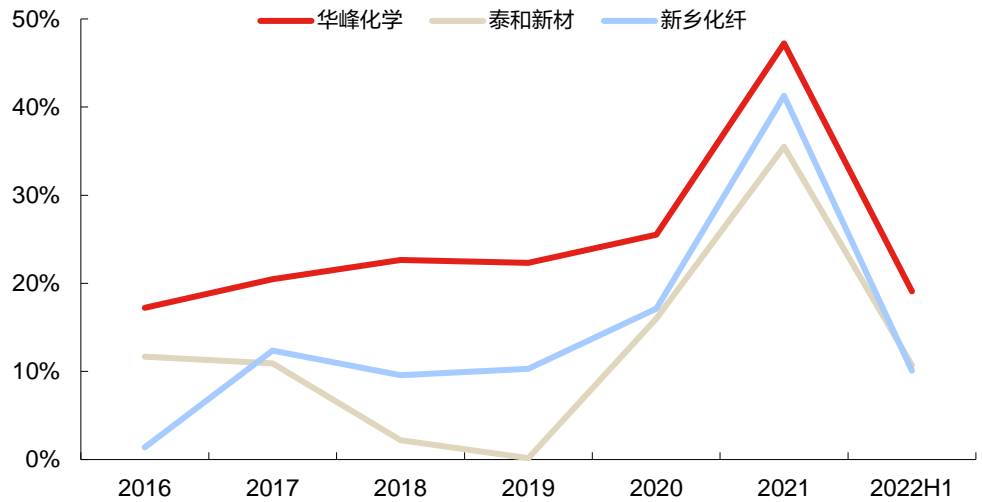
从过去六年氨纶行业上市公司的毛利率对比中可以看出，无论在行业景气高点还是景气低点，华峰化学的毛利率均高于同类型上市公司，长期维持在 10 个 pct 的毛利率优势。

图 9：当下氨纶行业成本曲线（元/吨，20221208）



资料来源：东方证券研究所测算，\*按满开理论测算，当开工率下降时成本应上升；根据瞬时价格测算；非上市公司的数据部分来自主观假设

图 10：华峰化学氨纶板块毛利率与同行相比



资料来源：Wind，东方证券研究所

从国内未来氨纶产能规划来看，主要的增量来自于华峰和晓星，分别有 30 万吨和 32.4 万吨的新增产能规划，两家企业目前就是国内产能排名前两名的企业。若所有规划产能都能够顺利投产的话，氨纶行业的竞争格局将得到改善，有望形成双寡头格局。

表 3：国内未来氨纶新增产能

项目	产能 (万吨)	预计投产时间
长乐恒申	2	2023
华峰化学差别化氨纶项目一期	5	2023

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

华峰化学差别化氨纶项目二期	15	2025
华峰化学差别化氨纶项目三期	10	2025 年后
晓星宁夏	32.4	2023 年后分期

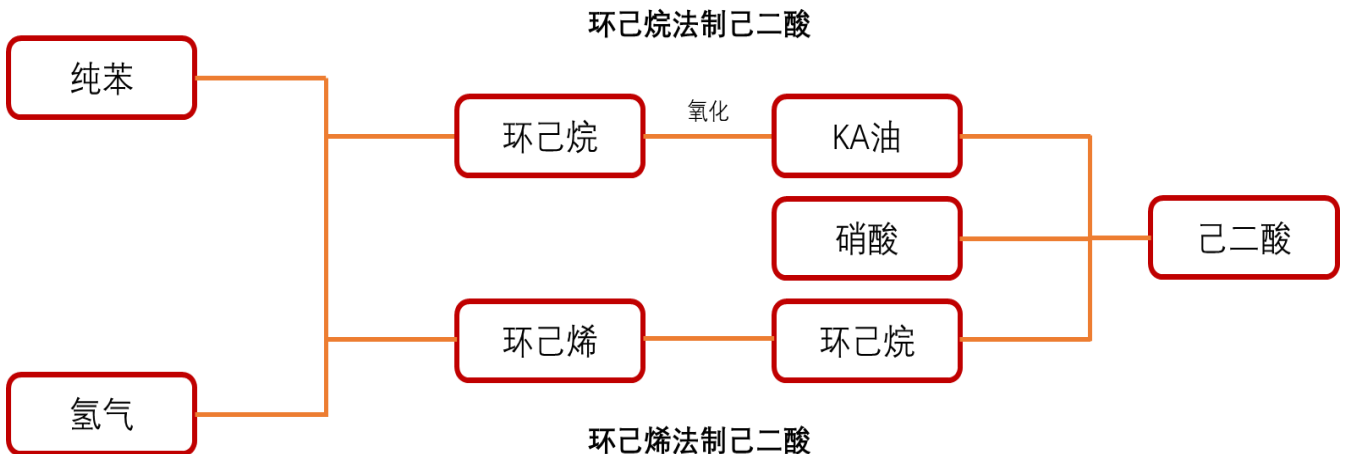
资料来源：百川资讯，天天化工网，东方证券研究所

## 4. 己二酸业务分析

### 4.1 己二酸行业情况及展望

己二酸是重要的化工原料和有机合成中间体，主要用于合成聚氨酯、PA66、增塑剂和润滑剂，在医药、农药、香料、染料等方面也有广泛的应用。己二酸的生产工艺主要有环己烷法和环己烯法，环己烯法相比环己烷法在原材料消耗、产品收率、产品质量、工艺过程以及安全环保等方面均有明显优势。华峰化学除一期项目采用的环己烷法外，之后的项目均选用了成本更低的环己烯法，从工艺路线选择上就具有优势。

图 11：己二酸生产工艺



数据来源：《合成己二酸工艺研究进展》，东方证券研究所

今年己二酸价格冲高回落，年初的己二酸不管价格还是价差均处于高位。进入 2022Q3 后，下游需求疲软，己二酸价格弱势下行，生产企业压力较大。而后各生产企业主动降负，主动去库存，挺价意愿强烈。供给方面，山东海力 1 套 15 万吨/年装置停车检修，重启时间待定；江苏海力 2 套 15 万吨/年装置停车检修中，重启时间待定；河南神马部分装置停车检修；重庆华峰两套装置停车检修；华鲁恒升两套共计 15 万吨/年装置停车检修。行业整体开工率仅 47.2%。在供给收紧的情况下，己二酸价格与价差出现小幅反弹。而后随着原材料纯苯价格下跌，己二酸价格也出现回落。基本上改善的迹象来自于开工率的回升和库存的下降。

图 12: 己二酸开工率



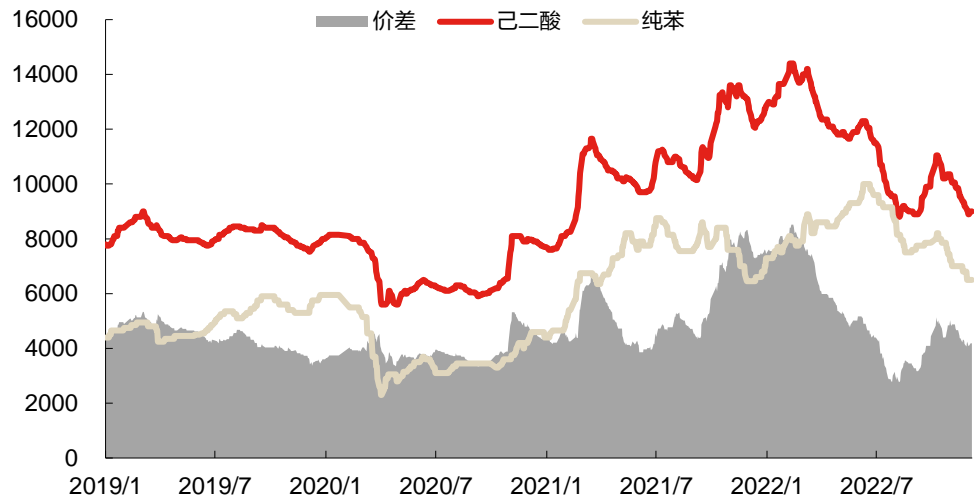
资料来源: 百川资讯, 东方证券研究所

图 13: 己二酸库存



资料来源: 百川资讯, 东方证券研究所

图 14: 己二酸价格及价差 (元/吨)



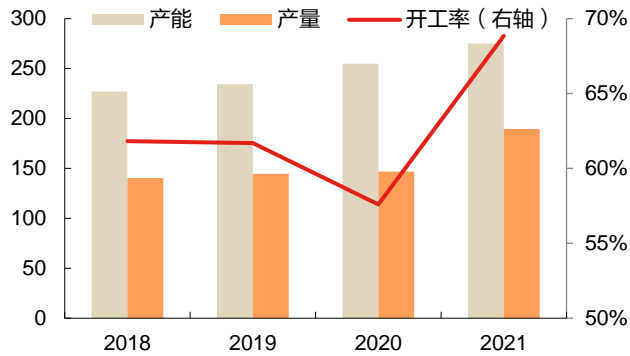
资料来源: Wind, 东方证券研究所

供需格局来看, 己二酸行业集中度较高, CR3 高达 55%, 华峰一家的占比就超过三成。下游需求领域方面, 己二酸传统下游需求为鞋底原液和 PU 浆料, 21 年前由于传统需求的增速放缓, 己二酸呈产能过剩的状态, 也导致行业内新增产能较少。随着国内 PBAT 规划项目增加, 以及己二腈国产化后, 国内规划了大量的 PA66 产能, 2021 年 7 月 31 日, 中国化学的国内首套丁二烯法己二腈工业化生产项目顺利打通全流程, 标志着我国彻底打破了国外对我国己二腈的技术封锁和垄断。今明两年有 天辰、中国化学、华峰集团、神马、旭阳集团等企业有超 100 万吨的 PA66 产能计划投产。新增的 PBAT 和 PA66 产能有望带动己二酸的需求, 目前规划的 PBAT 产能超过 1000 万吨, 若全部投产, 理论上将带动超过 380 万吨的己二酸需求。我们在《PA66 扩产过程中的投资机会》这篇报告中测算了 23、24 年 PBAT 预计分别拉动 34、71 万吨/年的需求, 23、24 年 PA66 预计分别拉动 48、65 万吨/年的需求。

从己二酸的供给端来看, 新增产能多是为了配套自身 PBAT 和 PA66 项目建设的产能, 不过由于 PBAT 和 PA66 还处于产业扩张的初期, 各家企业为了能够抢先上马项目来开发客户, 所以优先

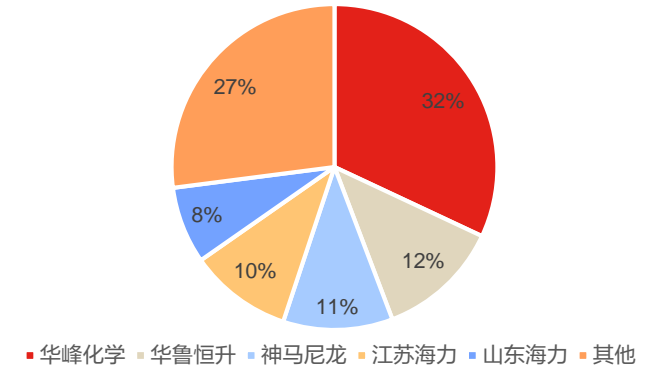
投产 PBAT 和 PA66，配套的己二酸晚一年投产，这就导致了 2024 年会是己二酸开工率提升的一年。

图 15：己二酸历年产能产量情况（万吨）



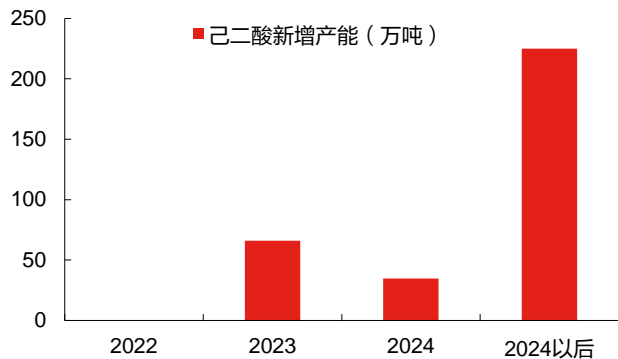
资料来源：百川资讯，东方证券研究所

图 16：2022 年己二酸行业格局



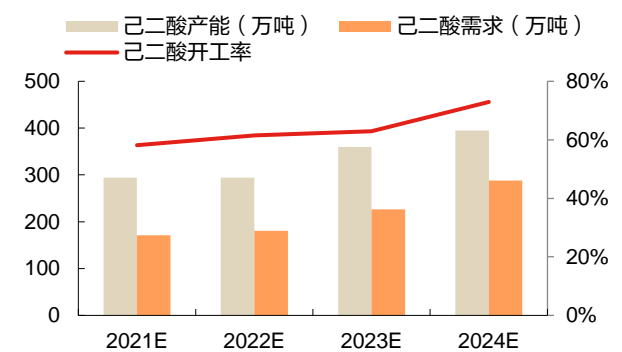
资料来源：百川资讯，东方证券研究所

图 17：国内己二酸新增产能情况



资料来源：搜狐，环评公告，东方证券研究所整理

图 18：己二酸产能、需求和开工率预测



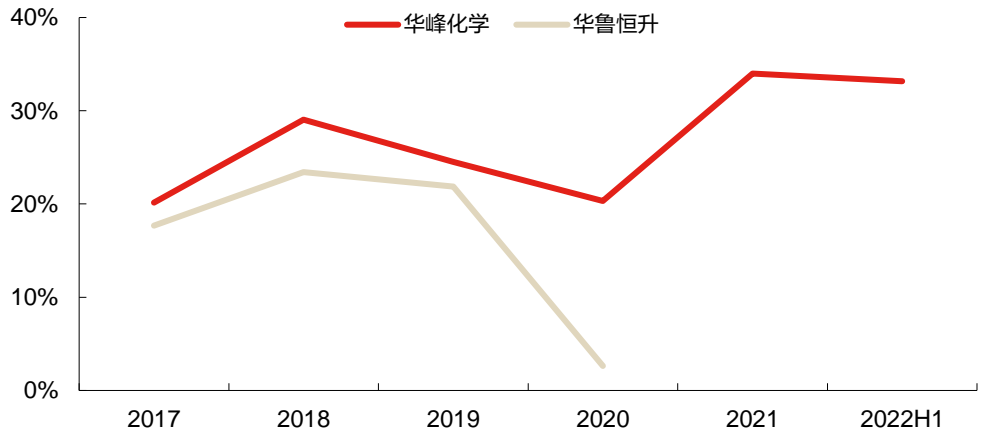
资料来源：搜狐，环评公告，东方证券研究所测算

## 4.2 华峰的优势

众所周知，华鲁恒升因其强大的成本管控能力在化工行业内独树一帜，但在己二酸这一单一品类上，华峰的成本优势还要强于华鲁恒升。2020 年后，华鲁恒升不再单独公告己二酸环节的毛利率，而 2020Q3 由于停产检修，华鲁恒升己二酸毛利率严重下滑，缺乏可比性。仅比较 2017-2019 年，华峰毛利率平均比华鲁高 3.6 个 pct，按 9000 元/吨的己二酸测算，单吨成本优势有 320 元/吨。

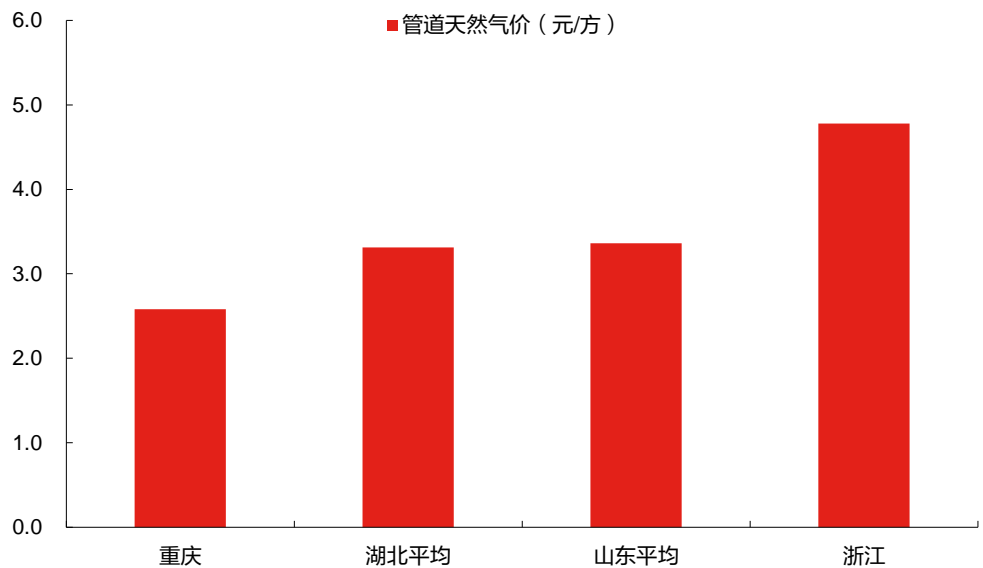
我们认为，华峰的优势主要来自于两方面，一来其产能全国最大，拥有规模优势，不但能够降低各项期间费用和固定成本的分摊比例，还能形成较大的原材料采购规模，提升对供应商的议价能力，降低采购成本。二来是项目产能位于重庆，拥有能源成本和人力成本优势，重庆当地的天然气价格具备一定优势。此外，公司还采用先进的生产工艺，有效平衡物料耗用，促进副产物的再利用、提高原材料使用效率，工艺流程的改善以及过程控制的提升，又使得产品收率提高、单耗下降。

图 19：华峰化学和华鲁恒升己二酸毛利率对比



资料来源：Wind，东方证券研究所 \*华鲁恒升 2020 年后不再公告己二酸环节毛利率

图 20：不同省份管道天然气价格对比（元/方）



资料来源：卓创咨询，东方证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 2022-2024 年公司氨纶价格分别为 38168、38500 和 40000 元/吨，销量分别为 22.5、22.5 和 27.5 万吨，毛利率分别为 10.81%、20.40%和 22.48%。

- 2) 2022-2024 年公司己二酸价格分别为 10057、9800 和 9500 元/吨，销量分别为 94、94 和 104 万吨，毛利率分别为 28.6%、32.3%和 31.8%。
- 3) 2022-2024 年公司化工新材料板块营收和毛利率分别为 6292.3 百万元和 21.0%。
- 4) 2022-2024 年公司的营业税金及附加假设 0.66%，销售费用率假设 0.56%，管理费用率假设 1.54%，研发费用率假设 3.62%。

**盈利预测核心假设**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>氨纶</b>					
销售收入（百万元）	5,803.5	13,679.4	8,587.8	8,662.5	11,000.0
增长率	33.0%	135.7%	-37.2%	0.9%	27.0%
毛利率	25.5%	47.2%	10.8%	20.4%	22.5%
<b>基础化工</b>					
销售收入（百万元）	3,938.6	7,508.3	9,453.5	9,212.0	9,880.0
增长率	43.6%	90.6%	25.9%	-2.6%	7.3%
毛利率	20.3%	34.0%	28.6%	32.3%	31.8%
<b>化工新材料</b>					
销售收入（百万元）	4,558.9	6,292.3	6,292.3	6,292.3	6,292.3
增长率	-28.9%	38.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.7%	28.2%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>物流服务</b>					
销售收入（百万元）	0.2	1.8	1.8	1.8	1.8
增长率		660.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	100.0%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%
<b>其他</b>					
销售收入（百万元）	422.6	885.6	885.6	885.6	885.6
增长率	57.4%	109.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.0%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%
合计	14,723.9	28,367.2	25,220.8	25,054.1	28,059.6
增长率	6.8%	92.7%	-11.1%	-0.7%	12.0%
综合毛利率	24.8%	38.7%	20.4%	25.0%	25.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 5.2 投资建议

基于对氨纶、己二酸价格的判断和公司未来三年的产量，我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.61、0.82、0.94 元。选取氨纶和芳纶生产企业泰和新材，锦纶切片生产企业聚合顺，涤纶龙头桐昆股份和新凤鸣，以及拥有己二酸产能的龙头白马华鲁恒升作为可比公司。由于即将进入 2023 年，市场逐步将估值切换至明年，按照可比公司 23 年 11 倍 PE，首次覆盖，给予目标价 9.02 元和买入评级。

**表 4：可比公司估值（截至 2022/12/16）**

公司	每股收益（元）					市盈率			
	股价	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E

泰和新材	21.76	1.4	0.6	1.1	1.6	15.8	35.0	19.4	13.8
聚合顺	12.28	0.8	0.9	1.2	1.8	16.2	13.2	9.9	7.0
新风鸣	11.42	1.5	0.3	0.8	1.4	7.7	40.6	13.7	8.2
华鲁恒升	31.93	3.4	3.2	3.4	4.2	9.3	10.0	9.3	7.6
桐昆股份	14.7	3.0	1.1	2.0	2.7	4.8	13.9	7.2	5.5
调整后平均							21	11	7

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) 需求不及预期：若氨纶下游纺服需求不及预期则会导致氨纶价格难以上涨；若己二酸下游聚氨酯、PBAT 和 PA66 等需求不及预期则会导致己二酸价格难以上涨。
- 2) 原材料价格大涨：通胀超预期导致原材料价格上涨，传导不及时则会导致中游环节的利润被侵蚀。
- 3) 新项目进度不及预期：公司未来产能的增量来自于新项目的投产，若新项目建设进度慢则影响盈利预测。
- 4) 氨纶扩产对行业盈利中枢的影响：扩产的主要是行业内低成本的产能，未来成本曲线可能更加平滑，价差可能收窄。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,429	7,468	11,354	12,951	14,664	营业收入	14,724	28,367	25,221	25,054	28,060
应收票据、账款及款项融资	3,808	5,743	5,106	5,072	5,680	营业成本	11,067	17,389	20,079	18,796	20,934
预付账款	299	604	537	533	597	营业税金及附加	93	187	166	165	185
存货	1,922	4,034	4,658	4,360	4,856	销售费用	126	158	140	139	156
其他	160	309	306	305	307	管理费用及研发费用	837	1,464	1,301	1,293	1,448
<b>流动资产合计</b>	<b>10,617</b>	<b>18,157</b>	<b>21,959</b>	<b>23,222</b>	<b>26,105</b>	财务费用	64	31	14	(13)	(30)
长期股权投资	518	568	610	610	610	资产、信用减值损失	37	50	110	40	40
固定资产	7,293	7,827	8,238	9,888	11,672	公允价值变动收益	5	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	261	890	1,981	2,249	2,248	投资净收益	42	70	70	70	70
无形资产	597	935	913	890	868	其他	94	90	90	90	90
其他	383	800	118	109	100	<b>营业利润</b>	<b>2,642</b>	<b>9,247</b>	<b>3,569</b>	<b>4,793</b>	<b>5,485</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,052</b>	<b>11,021</b>	<b>11,858</b>	<b>13,746</b>	<b>15,499</b>	营业外收入	2	6	6	6	6
<b>资产总计</b>	<b>19,669</b>	<b>29,178</b>	<b>33,818</b>	<b>36,968</b>	<b>41,604</b>	营业外支出	30	97	97	97	97
短期借款	1,841	1,580	1,580	1,580	1,580	<b>利润总额</b>	<b>2,614</b>	<b>9,156</b>	<b>3,478</b>	<b>4,702</b>	<b>5,394</b>
应付票据及应付账款	3,104	5,367	6,197	5,801	6,461	所得税	335	1,220	464	627	719
其他	1,033	1,352	1,336	1,335	1,350	<b>净利润</b>	<b>2,279</b>	<b>7,936</b>	<b>3,015</b>	<b>4,076</b>	<b>4,675</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,978</b>	<b>8,299</b>	<b>9,113</b>	<b>8,716</b>	<b>9,392</b>	少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
长期借款	1,129	846	846	846	846	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,279</b>	<b>7,937</b>	<b>3,015</b>	<b>4,076</b>	<b>4,675</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.46	1.60	0.61	0.82	0.94
其他	987	1,022	389	389	389						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,116</b>	<b>1,868</b>	<b>1,235</b>	<b>1,235</b>	<b>1,235</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,094</b>	<b>10,167</b>	<b>10,348</b>	<b>9,951</b>	<b>10,627</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	3	3	3	3	3	成长能力					
实收资本(或股本)	4,634	4,634	4,963	4,963	4,963	营业收入	6.8%	92.7%	-11.1%	-0.7%	12.0%
资本公积	1,456	1,456	3,927	3,927	3,927	营业利润	23.9%	250.0%	-61.4%	34.3%	14.4%
留存收益	5,480	12,953	14,578	18,125	22,085	归属于母公司净利润	23.8%	248.2%	-62.0%	35.2%	14.7%
其他	3	(35)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>11,575</b>	<b>19,011</b>	<b>23,470</b>	<b>27,017</b>	<b>30,977</b>	毛利率	24.8%	38.7%	20.4%	25.0%	25.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,669</b>	<b>29,178</b>	<b>33,818</b>	<b>36,968</b>	<b>41,604</b>	净利率	15.5%	28.0%	12.0%	16.3%	16.7%
						ROE	23.6%	51.9%	14.2%	16.1%	16.1%
						ROIC	18.1%	44.2%	13.0%	14.9%	14.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	41.1%	34.8%	30.6%	26.9%	25.5%
净利润	2,279	7,936	3,015	4,076	4,675	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	873	837	976	1,208	1,549	流动比率	1.78	2.19	2.41	2.66	2.78
财务费用	64	31	14	(13)	(30)	速动比率	1.45	1.70	1.90	2.16	2.26
投资损失	(42)	(70)	(70)	(70)	(70)	营运能力					
营运资金变动	(985)	(1,813)	909	(60)	(508)	应收账款周转率	7.6	14.7	12.5	13.3	14.1
其它	2,021	(787)	73	(0)	15	存货周转率	5.8	5.8	4.6	4.2	4.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,209</b>	<b>6,135</b>	<b>4,916</b>	<b>5,140</b>	<b>5,632</b>	总资产周转率	0.8	1.2	0.8	0.7	0.7
资本支出	(1,086)	(2,310)	(2,445)	(3,096)	(3,302)	每股指标(元)					
长期投资	64	(45)	(49)	0	0	每股收益	0.46	1.60	0.61	0.82	0.94
其他	(1,971)	135	68	68	68	每股经营现金流	0.91	1.32	0.99	1.04	1.13
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,993)</b>	<b>(2,220)</b>	<b>(2,426)</b>	<b>(3,027)</b>	<b>(3,234)</b>	每股净资产	2.33	3.83	4.73	5.44	6.24
债权融资	354	(237)	0	0	0	估值比率					
股权融资	1,791	0	2,800	0	0	市盈率	15.7	4.5	11.8	8.8	7.6
其他	(1,187)	(625)	(1,404)	(515)	(685)	市净率	3.1	1.9	1.5	1.3	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>959</b>	<b>(862)</b>	<b>1,396</b>	<b>(515)</b>	<b>(685)</b>	EV/EBITDA	8.0	2.8	6.3	4.8	4.1
汇率变动影响	(47)	(58)	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.6	3.1	8.0	6.0	5.2
<b>现金净增加额</b>	<b>2,128</b>	<b>2,994</b>	<b>3,886</b>	<b>1,598</b>	<b>1,713</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。