

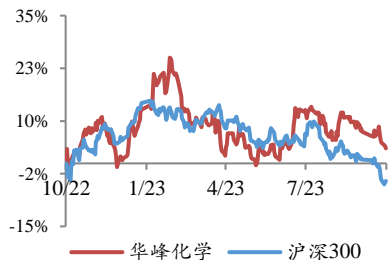
氨纶盈利承压，行业出清加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-26

收盘价（元）	6.91
近12个月最高/最低（元）	8.23/5.16
总股本（百万股）	4963
流通股本（百万股）	4952
流通股比例（%）	99.78
总市值（亿元）	343
流通市值（亿元）	342

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

- 环比逆势提升，行业出清加速
2023-08-13
- 景气度边际好转，一季度盈利大幅改善
2023-05-02
- 业绩环比改善，价差修复明显
2023-01-19

主要观点：

● 事件描述

10月25日晚，华峰化学发布2023年第三季度报告，公司2023年三季度实现营收196.82亿元，同比减少1.30%；实现归母净利润19.29亿元，同比-20.17%，实现扣非净利润18.30亿元，同比减少21.79%，基本每股收益0.39元。

● 成本上升价格下跌，氨纶市场盈利缩窄

根据经营数据披露，2023年Q3，公司主要产品氨纶平均价格为33765.38元/吨，环比下降5.27%，而原料纯MDI价格涨幅较大，三季度平均价格为21193.85元/吨，环比上涨11.99%，原料价格上行带来成本端压力。根据百川盈孚，截至目前2023年共计新增产能18.2万吨；同时受刚需增加及部分原料新投产影响，三季度氨纶行业开工震荡上行，氨纶行业开工率上升至75.67%，但需求仍然呈现旺季一般的状态，因此产品价格继续触底。整体而言，成本端上行价格继续下探，三季度盈利承压明显。

四季度氨纶预计继续磨底。考虑到四季度PTMEG前期投产产量或将逐渐放量，氨纶用PTMEG市场价格或将窄幅下滑，成本端或有所改善，综合来看，供大于求下，氨纶市场承压或将存在下行压力，但考虑到行业利润持续亏损情况，下滑幅度或将有限。

产能出清加速，龙头逆势扩张，有望产生周期机会。氨纶行业正经历着新一轮的行业挑战与机遇，短期存在产能集中释放、环保政策倒逼、行业优胜劣汰趋势加剧等压力，但行业集中度逐年提升，行业头部效应明显。公司凭借成本优势逆势扩张，随着公司差异化氨纶项目的正式投产放量，下一轮周期盈利弹性较大。

● 己二酸盈利小幅收窄，新项目投产释放增量

2023年Q3，受原料端纯苯价格持续上涨影响，成本端支撑较强，己二酸价格持续走高，9月中下旬纯苯价格走软，加之部分停车检修装置重启，供应端增加，价格高位回落。目前己二酸均价保持稳定，环比略有下跌，三季度均价为9478.15元/吨，环比-3.37%。

当前己二酸行业格局稳定，产能占比前三位为华峰集团、海力化工、平煤神马。由于长年开工低迷，行业新增产能极少，2023-2025新增产能主要来自华峰集团于2021年5月宣布投建的五期和六期己二酸扩建项目。据公司9月12日晚间发布公告，控股孙公司华峰重庆化工投资建设的115万吨/年己二酸扩产项目（六期）已投产试运行。项目投产后，公司己二酸产品的整体规模将进一步扩大，有利于降低单位成本，提高生产效率，进一步促进公司整体竞争力的提升。

未来，尼龙66和PBAT产能扩张有望拉动己二酸需求增长，供给方面连续多年低开工率已经使得己二酸行业新增产能明显放缓，未来几年新增

产能大多集中于华峰自身。我们认为己二酸景气度将在未来几年边际改善，而华峰化学最为受益。

● **产能扩张持续推进，新产能有望贡献增量**

华峰化学是聚氨酯产业链龙头，氨纶、己二酸、聚氨酯原液等产品产能位于领先地位。公司产业链一体化优势显著，成本优势领先。当前公司在建产能有序推进，在建项目有 30 万吨氨纶、40 万吨己二酸、5 万吨聚氨酯原液。华峰化学积极推进 30 万吨差别化氨纶产能建设，预计将在 2023-2025 年于重庆基地逐步投产。公司的重庆基地在原料成本、能源、折旧方面均较同行业以及瑞安基地有显著成本优势。

图表 1 华峰化学在建项目

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
氨纶	22.5 万吨	110.91%	30.0 万吨	建设中，其中 10 万吨产能已于 2023 年进入试生产阶段
己二酸	115 万吨	93.59%	-	投产试运行
聚氨酯原液	47.0 万吨	63.30%	5.0 万吨	建设中

资料来源：公司公告、华安证券研究所

● **投资建议**

我们认为公司主业景气端边际向好，同时新产能将进一步巩固领先优势。由于主要产品需求低于预期，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 29.78、39.49、45.57 亿元（原值为 38.22、50.55、56.72 亿元），同比分别 4.7%、32.6%、15.4%，当前股价对应 PE 分别为 11.52、8.68、7.52 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 新建产能投放不及预期；
- (2) 产品及原料价格大幅波动；
- (3) 行业产能投放超预期，竞争加剧；
- (4) 可降解塑料、尼龙 66 产能投产不及预期；
- (5) 宏观经济下行导致需求持续下滑。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25884	24577	29730	34766
收入同比 (%)	-8.8%	-5.0%	21.0%	16.9%
归属母公司净利润	2844	2978	3949	4557
净利润同比 (%)	-64.2%	4.7%	32.6%	15.4%

毛利率 (%)	17.9%	19.6%	20.8%	20.6%
ROE (%)	12.3%	11.7%	13.5%	13.4%
每股收益 (元)	0.58	0.60	0.80	0.92
P/E	11.72	11.52	8.68	7.52
P/B	1.46	1.35	1.17	1.01
EV/EBITDA	6.81	5.86	4.64	3.71

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18668	21839	23739	29401	营业收入	25884	24577	29730	34766
现金	10541	11951	12839	16108	营业成本	21242	19764	23545	27614
应收账款	2122	2232	2369	3329	营业税金及附加	112	141	165	181
其他应收款	30	16	28	31	销售费用	169	169	188	229
预付账款	524	569	692	763	管理费用	449	451	507	611
存货	2840	3807	4060	5090	财务费用	-203	-103	-121	-120
其他流动资产	2612	3263	3751	4081	资产减值损失	-90	0	0	0
非流动资产	14087	15852	17819	19963	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	650	674	725	778	投资净收益	106	77	96	121
固定资产	8073	8465	8586	8607	营业利润	3203	3440	4544	5198
无形资产	1169	1371	1628	1860	营业外收入	35	14	18	22
其他非流动资产	4194	5343	6879	8718	营业外支出	56	61	72	63
资产总计	32755	37691	41558	49365	利润总额	3181	3393	4491	5158
流动负债	6964	9419	9090	11922	所得税	339	416	543	602
短期借款	2184	2356	2528	2844	净利润	2842	2977	3948	4555
应付账款	1894	2571	2439	3408	少数股东损益	-2	-1	-1	-2
其他流动负债	2886	4492	4124	5670	归属母公司净利润	2844	2978	3949	4557
非流动负债	2643	2892	3140	3560	EBITDA	3975	4544	5635	6376
长期借款	1611	1852	2093	2508	EPS (元)	0.58	0.60	0.80	0.92
其他非流动负债	1033	1040	1048	1052					
负债合计	9607	12311	12231	15482					
少数股东权益	0	-1	-2	-4					
股本	4963	4963	4963	4963					
资本公积	3897	3897	3897	3897					
留存收益	14287	16520	20470	25027					
归属母公司股东权益	23147	25380	29329	33887					
负债和股东权益	32755	37691	41558	49365					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2570	4904	3868	6157
净利润	2842	2977	3948	4555
折旧摊销	1075	1275	1298	1409
财务费用	31	161	178	201
投资损失	-106	-77	-96	-121
营运资金变动	-1399	513	-1523	63
其他经营现金流	4368	2519	5534	4543
投资活动现金流	-2442	-3010	-3222	-3424
资本支出	-2593	-3051	-3251	-3521
长期投资	149	-36	-67	-23
其他投资现金流	1	77	96	121
筹资活动现金流	2342	-485	243	535
短期借款	605	172	172	316
长期借款	765	241	241	416
普通股增加	329	0	0	0
资本公积增加	2441	0	0	0
其他筹资现金流	-1798	-897	-170	-197
现金净增加额	2549	1410	888	3269

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-8.8%	-5.0%	21.0%	16.9%
营业利润	-65.4%	7.4%	32.1%	14.4%
归属于母公司净利	-64.2%	4.7%	32.6%	15.4%
获利能力				
毛利率 (%)	17.9%	19.6%	20.8%	20.6%
净利率 (%)	11.0%	12.1%	13.3%	13.1%
ROE (%)	12.3%	11.7%	13.5%	13.4%
ROIC (%)	9.6%	9.7%	11.2%	11.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	29.3%	32.7%	29.4%	31.4%
净负债比率 (%)	41.5%	48.5%	41.7%	45.7%
流动比率	2.68	2.32	2.61	2.47
速动比率	2.18	1.84	2.07	1.95
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.70	0.75	0.76
应收账款周转率	12.52	11.29	12.92	12.20
应付账款周转率	10.18	8.85	9.40	9.45
每股指标 (元)				
每股收益	0.58	0.60	0.80	0.92
每股经营现金流	0.52	0.99	0.78	1.24
每股净资产	4.66	5.11	5.91	6.83
估值比率				
P/E	11.72	11.52	8.68	7.52
P/B	1.46	1.35	1.17	1.01
EV/EBITDA	6.81	5.86	4.64	3.71

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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。