

华峰化学 (002064.SZ) 己二酸、氨纶景气度下行，低成本双龙头盈利仍显韧性

2023年11月14日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

张晓锋（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

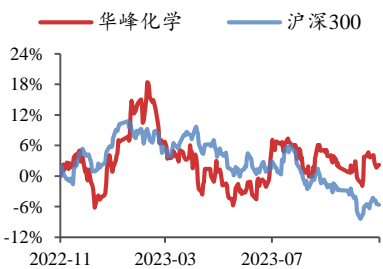
zhangxiaofeng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

日期	2023/11/13
当前股价(元)	7.10
一年最高最低(元)	8.50/6.58
总市值(亿元)	352.34
流通市值(亿元)	351.59
总股本(亿股)	49.63
流通股本(亿股)	49.52
近3个月换手率(%)	13.8

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 业绩环比增长，氨纶龙头成长性及成本优势显现——公司信息更新报告》-2023.8.16

《业绩逐季环比回升，氨纶、己二酸双龙头成长可期——公司信息更新报告》-2023.5.3

《Q4 氨纶景气度环比复苏，公司业绩环比增长——公司信息更新报告》-2023.1.20

● Q3 己二酸、氨纶景气度环比下行，公司业绩或已见底，维持“买入”评级

根据公司公告，2023 年前三季度公司实现营业收入 196.82 亿元，同比-1.30%；实现归母净利润 19.29 亿元，同比-20.17%。对应 Q3 单季度，公司实现营业收入 70.60 亿元，环比+9.79%；实现归母净利润 5.70 亿元，环比-21.63%。2023 年 Q3，己二酸、氨纶景气度下行，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计归母净利润分别为 25.90 (-4.48)、30.37 (-9.06)、35.61 (-8.08) 亿元，EPS 分别为 0.52 (-0.09)、0.61 (-0.18)、0.72 (-0.16) 元，当前股价对应 PE 分别为 13.6、11.6、9.9 倍。根据公司公告，公司 115 万吨/年己二酸扩建项目（六期）已于 9 月 12 日左右投产，尚有 20 万吨氨纶募投项目拟建，进一步打开成长空间，维持“买入”评级。

● 2023 年 Q3 己二酸、氨纶景气度环比下滑，公司业绩环比下滑

己二酸方面，2023 年 Q3，己二酸的平均价格为 9,435 元/吨，环比-0.67%；纯苯价格环比上涨，致己二酸平均价差环比下降至 3,367 元/吨，环比-16.03%。氨纶方面，根据百川盈孚、Wind 等数据，2023 年 Q3，氨纶 40D 平均价格为 31,703 元/吨，环比-1.89%；纯 MDI 价格上涨，导致氨纶价差环比下降至 12,634 元/吨，环比-9.12%。根据我们测算，截至 10 月 28 日，己二酸、氨纶价差分别为 3,367、12,691 元/吨，分别处于 2017 年以来 10.95%、11.49% 的历史分位值。根据涪陵发布公众号及公司公告，公司 40 万吨己二酸已于 2023 年 9 月投产，随着己二酸、氨纶价差见底，公司 Q3 业绩见底迹象明显。

● 氨纶景气度或已见底，未来行业产能增量或主要来自于公司，看好公司成长

根据我们测算，2023 年 Q3 的氨纶平均价差已接近于 2019 年氨纶行业底部时的价差，行业盈利或亦处于历史底部。根据百川盈孚、公司公告，未来氨纶行业主要增量来自于公司募投项目待建的 20 万吨/年氨纶产能，待产能投产后，氨纶行业产能增速或大幅放缓，届时氨纶景气度有望走出低谷。公司作为低成本的氨纶龙头，在行业底部逆势扩张氨纶产能，未来有望明显受益于氨纶景气度回升，看好公司长期逆周期配置价值。

● 风险提示：宏观经济复苏不及预期、原油价格大幅下跌、项目建设不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,367	25,884	23,556	30,831	34,205
YOY(%)	92.7	-8.8	-9.0	30.9	10.9
归母净利润(百万元)	7,937	2,844	2,590	3,037	3,561
YOY(%)	248.2	-64.2	-8.9	17.3	17.3
毛利率(%)	38.7	17.9	18.7	17.6	18.3
净利率(%)	28.0	11.0	11.0	9.8	10.4
ROE(%)	41.7	12.3	10.4	11.1	11.9
EPS(摊薄/元)	1.60	0.57	0.52	0.61	0.72
P/E(倍)	4.4	12.4	13.6	11.6	9.9
P/B(倍)	1.9	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18157	18668	17838	20859	21340
现金	7468	10541	11404	12555	13929
应收票据及应收账款	2054	2171	0	0	0
其他应收款	14	30	10	42	16
预付账款	604	524	502	841	649
存货	4034	2840	3358	4858	4183
其他流动资产	3984	2563	2563	2563	2563
非流动资产	11021	14087	12575	15151	15659
长期投资	568	650	786	926	1071
固定资产	7828	8073	7130	9528	10090
无形资产	935	1169	1308	1438	1585
其他非流动资产	1690	4194	3350	3258	2913
资产总计	29178	32755	30413	36010	37000
流动负债	8299	6964	3276	6707	5345
短期借款	1580	2184	2184	5554	4185
应付票据及应付账款	5367	3964	0	0	0
其他流动负债	1352	815	1092	1153	1160
非流动负债	1868	2643	2145	2019	1679
长期借款	846	1611	1112	986	647
其他非流动负债	1022	1033	1033	1033	1033
负债合计	10167	9607	5421	8726	7024
少数股东权益	3	0	-0	-1	-3
股本	4634	4963	4963	4963	4963
资本公积	1456	3897	3897	3897	3897
留存收益	12953	14309	16408	18814	21633
归属母公司股东权益	19008	23147	24992	27285	29978
负债和股东权益	29178	32755	30413	36010	37000

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6135	2570	950	2059	5609
净利润	7936	2842	2589	3036	3560
折旧摊销	972	1058	865	1044	1316
财务费用	31	-203	-165	-93	-83
投资损失	-70	-106	-88	-76	-85
营运资金变动	-2887	-1399	-2247	-1845	905
其他经营现金流	152	378	-3	-7	-4
投资活动现金流	-2220	-2442	729	-3550	-1749
资本支出	2115	2606	-783	3479	1680
长期投资	-146	148	-136	-140	-145
其他投资现金流	40	17	82	69	76
筹资活动现金流	-862	2342	-815	-728	-1117
短期借款	-261	605	0	3370	-1369
长期借款	-283	765	-498	-126	-339
普通股增加	0	329	0	0	0
资本公积增加	0	2441	0	0	0
其他筹资现金流	-319	-1798	-317	-3972	592
现金净增加额	2994	2549	864	-2219	2743

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28367	25884	23556	30831	34205
营业成本	17389	21242	19154	25391	27939
营业税金及附加	187	112	136	177	192
营业费用	158	169	284	252	276
管理费用	438	449	412	540	599
研发费用	1026	1062	942	1233	1368
财务费用	31	-203	-165	-93	-83
资产减值损失	-33	-90	0	0	0
其他收益	104	147	126	120	124
公允价值变动收益	-1	-2	0	0	-1
投资净收益	70	106	88	76	85
资产处置收益	-14	-4	-6	-8	-8
营业利润	9247	3203	2993	3506	4101
营业外收入	6	35	21	16	20
营业外支出	97	56	69	63	72
利润总额	9156	3181	2944	3459	4049
所得税	1220	339	355	423	489
净利润	7936	2842	2589	3036	3560
少数股东损益	-1	-2	-1	-1	-1
归属母公司净利润	7937	2844	2590	3037	3561
EBITDA	10056	4162	3658	4413	5291
EPS(元)	1.60	0.57	0.52	0.61	0.72

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	92.7	-8.8	-9.0	30.9	10.9
营业利润(%)	250.0	-65.4	-6.6	17.2	17.0
归属于母公司净利润(%)	248.2	-64.2	-8.9	17.3	17.3
获利能力					
毛利率(%)	38.7	17.9	18.7	17.6	18.3
净利率(%)	28.0	11.0	11.0	9.8	10.4
ROE(%)	41.7	12.3	10.4	11.1	11.9
ROIC(%)	57.5	17.0	14.5	13.9	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	34.8	29.3	17.8	24.2	19.0
净负债比率(%)	-20.9	-24.9	-27.5	-17.3	-26.0
流动比率	2.2	2.7	5.4	3.1	4.0
速动比率	1.6	2.2	4.2	2.2	3.1
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.8	0.7	0.9	0.9
应收账款周转率	15.7	12.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.3	10.2	20.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.60	0.57	0.52	0.61	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.52	0.19	0.41	1.13
每股净资产(最新摊薄)	3.83	4.66	5.04	5.50	6.04
估值比率					
P/E	4.4	12.4	13.6	11.6	9.9
P/B	1.9	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	3.1	7.1	7.7	6.9	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn