

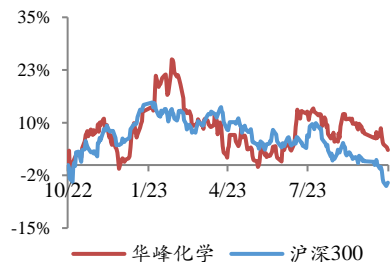
氨纶已二酸景气底部扩张，巩固聚氨酯一体化优势

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-06-25

收盘价(元)	7.35
近12个月最高/最低(元)	8.48/5.58
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)	365
流通市值(亿元)	365

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

- 氨纶盈利承压，行业出清加速 2023-10-26
- 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

主要观点：

● 事件描述

事件一：2024年6月17日，华峰化学发布2023年利润分配决策，10派1.50元(含税)。

事件二：根据百川盈孚，近期己二酸价格有所回升，截止2024年6月21日，6月市场均价环比提升2.72%。氨纶价格继续下滑，截止2024年6月21日，6月市场均价环比下滑1.58%。

● 氨纶承压供应端压力待消化，华峰化学逆势扩张市占率快速提升

氨纶供需偏弱导致价格大幅下跌，叠加成本压力致使氨纶盈利大幅下滑。氨纶在新冠疫情爆发后，成为抗疫物资和口罩生产的重要原料，加上原料BDO在下游PBAT、NMP等需求激增下价格快速上涨，导致氨纶40D价格曾一度冲破8万元/吨大关。高盈利吸引新增产能投放。根据百川盈孚，2022年，全国共投放10.6万吨产能，2023年投产20万吨产能，供应端对市场消化带来一定压力，根据百川统计，2024-2025每年仍有十余万吨产能投放。供给端压力、2022-2023年需求不及预期以及原料价格从极高点下滑导致价格近乎腰斩，当前氨纶景气度处于历史底部水平。

当前氨纶现货价格下跌幅度已经有所放缓。经过两年多时间的调整，氨纶价格已击破大部分企业的盈亏平衡线造成行业亏损，位于2020年1月以来的历史最低水平，继续下跌空间有限。且随着2025年以后的产能投放减缓，氨纶价格有望。

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。根据百川盈孚，2023年，国内氨纶存量产能124万吨，CR5达到78%，产能集中度已大幅提升。公司凭借成本优势逆势扩张，随着公司差别化氨纶项目的正式投产放量，下一轮周期盈利弹性较大。根据2023年报，公司仍有20万吨氨纶产能在建，预计将在2024-2026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，随着重庆基地新增产能的逐步释放，氨纶的景气度逐渐回暖，公司的盈利能力也将持续改善。

● 己二酸盈利小幅改善，己二酸项目爬坡释放增量

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，根据百川盈孚，2023年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共40万吨，2024年华鲁恒升20万吨及安徽昊源16万吨预计能够达产，此后暂无新增投产规划。

2024 年 Q1，受原料端纯苯价格持续上涨影响，成本端支撑较强，己二酸价格小幅走高，整体供需稳定。截止 2024 年 6 月 21 日，6 月市场均价环比提升 2.72%，价格与盈利能力均有小幅修复。

从中长期来看，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，华峰化学市占率接近 40%，议价能力较强。我们认为己二酸景气度有望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 20 万吨氨纶，预计将在 2024-2026 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	32.5 万吨	104.49%	20.0 万吨	其中 10 万吨产能自 2023 年 4 月进入试生产阶段
己二酸	135.5 万吨	77.16%	-	其中 40 万吨产能自 2023 年 9 月进入试生产阶段
聚氨酯原液	52.0 万吨	67.78%	-	-

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 2024-2026 年实现归母净利润分别为 30.13、35.30、44.39 亿元（2024-2025 原预测值为 39.49、45.57 亿元），当前股价对应 PE 分别为 12.11、10.33、8.22 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26298	30091	32440	34558
收入同比 (%)	1.6%	14.4%	7.8%	6.5%
归属母公司净利润	2478	3013	3530	4439
净利润同比 (%)	-12.9%	21.6%	17.2%	25.8%
毛利率 (%)	15.3%	16.6%	17.1%	19.2%
ROE (%)	9.9%	10.8%	11.2%	12.4%
每股收益 (元)	0.50	0.61	0.71	0.89
P/E	13.42	12.11	10.33	8.22
P/B	1.34	1.31	1.16	1.02
EV/EBITDA	7.01	5.62	4.93	3.25

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20053	24344	25527	31707	营业收入	26298	30091	32440	34558
现金	10169	13503	14132	19870	营业成本	22262	25100	26881	27938
应收账款	2488	2151	3139	2534	营业税金及附加	102	148	142	152
其他应收款	35	25	42	34	销售费用	194	195	221	238
预付账款	676	751	762	826	管理费用	430	493	542	570
存货	3621	4380	3976	4590	财务费用	-146	-128	-193	-183
其他流动资产	3062	3534	3477	3853	资产减值损失	-52	0	0	0
非流动资产	15455	16662	18040	18753	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	759	840	930	1024	投资净收益	94	101	119	122
固定资产	11368	12107	12938	13972	营业利润	2768	3426	3947	4927
无形资产	1159	1347	1484	1589	营业外收入	8	16	20	15
其他非流动资产	2169	2368	2687	2167	营业外支出	157	104	106	122
资产总计	35508	41006	43567	50460	利润总额	2619	3339	3861	4820
流动负债	8978	11707	10645	12980	所得税	140	326	332	381
短期借款	2645	3178	3710	4219	净利润	2479	3012	3529	4439
应付账款	2042	2888	2216	3027	少数股东损益	1	0	-1	0
其他流动负债	4291	5641	4718	5734	归属母公司净利润	2478	3013	3530	4439
非流动负债	1607	1363	1457	1575	EBITDA	3885	4867	5550	6846
长期借款	370	132	232	357	EPS (元)	0.50	0.61	0.71	0.89
其他非流动负债	1237	1231	1225	1218					
负债合计	10584	13070	12102	14556					
少数股东权益	2	1	0	0					
股本	4963	4963	4963	4963					
资本公积	3897	3897	3897	3897					
留存收益	16062	19075	22605	27044					
归属母公司股东权	24922	27935	31465	35904					
负债和股东权益	35508	41006	43567	50460					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2469	5918	3291	8103
净利润	2479	3012	3529	4439
折旧摊销	1308	1662	1908	2217
财务费用	143	127	145	170
投资损失	-94	-101	-119	-122
营运资金变动	-1407	1123	-2264	1285
其他经营现金流	3925	1985	5886	3269
投资活动现金流	-1608	-2748	-3146	-2824
资本支出	-1701	-2800	-3206	-2856
长期投资	65	30	20	16
其他投资现金流	28	22	40	17
筹资活动现金流	-945	164	484	460
短期借款	461	533	533	509
长期借款	-1241	-238	100	125
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-166	-131	-149	-174
现金净增加额	-8	3333	629	5739

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	1.6%	14.4%	7.8%	6.5%
营业利润	-13.6%	23.8%	15.2%	24.8%
归属于母公司净利	-12.9%	21.6%	17.2%	25.8%
获利能力				
毛利率 (%)	15.3%	16.6%	17.1%	19.2%
净利率 (%)	9.4%	10.0%	10.9%	12.8%
ROE (%)	9.9%	10.8%	11.2%	12.4%
ROIC (%)	8.4%	8.9%	9.1%	10.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	29.8%	31.9%	27.8%	28.8%
净负债比率 (%)	42.5%	46.8%	38.5%	40.5%
流动比率	2.23	2.08	2.40	2.44
速动比率	1.73	1.62	1.92	1.99
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.79	0.77	0.74
应收账款周转率	11.41	12.98	12.27	12.18
应付账款周转率	11.31	10.18	10.53	10.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.61	0.71	0.89
每股经营现金流	0.50	1.19	0.66	1.63
每股净资产	5.02	5.63	6.34	7.23
估值比率				
P/E	13.42	12.11	10.33	8.22
P/B	1.34	1.31	1.16	1.02
EV/EBITDA	7.01	5.62	4.93	3.25

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。