

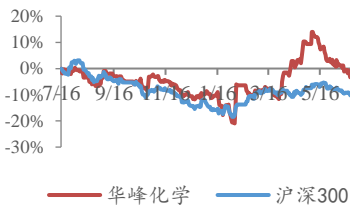
## 中报业绩预告大超预期，聚氨酯一体化程度加深

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-07-15

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价（元）        | 7.65      |
| 近12个月最高/最低（元） | 8.48/5.88 |
| 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）       | 379       |
| 流通市值（亿元）      | 380       |

### 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

- 氨纶己二酸景气底部扩张，巩固聚氨酯一体化优势 2024-06-25
- 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

### 主要观点：

#### ● 事件描述

事件一：2024年7月11日晚，华峰化学发布2024年半年度业绩预告，上半年预计实现归母净利润13.8亿元-16.8亿元，扣非净利润13.25-16.25亿元；Q2单季度预计实现归母净利润6.97-9.97亿元，扣非归母净利6.69-9.69亿元，同比环比预计均实现提升。

事件二：2024年7月12日晚，公司发布关于氨纶产业链深化项目调整的公告，拟在原项目基础上通过以公司自筹资金的方式追加投资8亿元，由12万吨/年PTMEG装置扩建为24万吨/年PTMEG装置。

#### ● 氨纶、己二酸承压供应端压力待消化，华峰化学逆势盈利实现增长

氨纶供需偏弱导致价格持续下跌，当前景气度处于历史底部水平。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从2021年高点80000元/吨下跌至2024Q2均价约27300元/吨，当前氨纶景气度处于历史底部水平。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2026年开始产能投放减缓，氨纶价格有望回升。

**2024Q2己二酸价差环比收窄，己二酸项目爬坡释放增量。**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。2024Q2，根据百川盈孚数据，己二酸单吨毛利环比收窄。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。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，2025年新疆天利23万吨己二酸改扩建项目预计能够落地，预计2025年开始供需逐步改善。

**华峰化学逆势盈利同比/环比均实现增长，盈利韧性强。**在行业价格价差的情况下，华峰化学逆势实现盈利同比/环比的增长。根据业绩预告公告对于业绩变动情况的说明，报告期内公司氨纶、己二酸板块较上年同期有产能释放，主要产品的产销量均较上年同期上升。同时毛利率较上年同期基本持平，验证头部企业成本优势显著抗周期波动能力强。

#### ● 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。此次宣布扩建的PTMEG项目有望进一

步加深公司一体化程度。

#### ● 投资建议

预计 2024-2026 年实现归母净利润分别为 30.13、35.13、44.22 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.60、10.81、8.59 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  | 3513  | 4422  |
| 净利润同比 (%) | -12.9% | 21.6% | 16.6% | 25.9% |
| 毛利率 (%)   | 15.3%  | 16.6% | 17.1% | 19.2% |
| ROE (%)   | 9.9%   | 11.1% | 11.4% | 12.6% |
| 每股收益 (元)  | 0.50   | 0.61  | 0.71  | 0.89  |
| P/E       | 13.42  | 12.60 | 10.81 | 8.59  |
| P/B       | 1.34   | 1.40  | 1.24  | 1.08  |
| EV/EBITDA | 7.01   | 6.08  | 5.34  | 3.58  |

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          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2023A | 2024E  | 2025E | 2026E |  |
| <b>流动资产</b>    | 20053 | 23600  | 24766 | 30928 |  |
| 现金             | 10169 | 12758  | 13370 | 19091 |  |
| 应收账款           | 2488  | 2151   | 3139  | 2534  |  |
| 其他应收款          | 35    | 25     | 42    | 34    |  |
| 预付账款           | 676   | 751    | 762   | 826   |  |
| 存货             | 3621  | 4380   | 3976  | 4590  |  |
| 其他流动资产         | 3062  | 3534   | 3477  | 3853  |  |
| <b>非流动资产</b>   | 15455 | 16662  | 18040 | 18753 |  |
| 长期投资           | 759   | 840    | 930   | 1024  |  |
| 固定资产           | 11368 | 12107  | 12938 | 13972 |  |
| 无形资产           | 1159  | 1347   | 1484  | 1589  |  |
| 其他非流动资产        | 2169  | 2368   | 2687  | 2167  |  |
| <b>资产总计</b>    | 35508 | 40261  | 42805 | 49681 |  |
| <b>流动负债</b>    | 8978  | 11707  | 10645 | 12980 |  |
| 短期借款           | 2645  | 3178   | 3710  | 4219  |  |
| 应付账款           | 2042  | 2888   | 2216  | 3027  |  |
| 其他流动负债         | 4291  | 5641   | 4718  | 5734  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 1607  | 1363   | 1457  | 1575  |  |
| 长期借款           | 370   | 132    | 232   | 357   |  |
| 其他非流动负债        | 1237  | 1231   | 1225  | 1218  |  |
| <b>负债合计</b>    | 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 | 18331  | 21844 | 26265 |  |
| 归属母公司股东权       | 24922 | 27191  | 30703 | 35125 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 35508 | 40261  | 42805 | 49681 |  |

| 现金流量表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2023A | 2024E  | 2025E | 2026E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 2469  | 5918   | 3274  | 8085  |  |
| 净利润            | 2479  | 3012   | 3512  | 4421  |  |
| 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   | 5869  | 3251  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -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    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -945  | -580   | 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  | -875   | -149  | -174  |  |
| <b>现金净增加额</b>  | -8    | 2589   | 612   | 5721  |  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

| 利润表             |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2023A | 2024E  | 2025E | 2026E |  |
| <b>营业收入</b>     | 26298 | 30091  | 32440 | 34558 |  |
| 营业成本            | 22262 | 25100  | 26881 | 27938 |  |
| 营业税金及附加         | 102   | 148    | 142   | 152   |  |
| 销售费用            | 194   | 195    | 221   | 238   |  |
| 管理费用            | 430   | 493    | 542   | 570   |  |
| 财务费用            | -146  | -128   | -174  | -164  |  |
| 资产减值损失          | -52   | 0      | 0     | 0     |  |
| 公允价值变动收益        | -3    | 0      | 0     | 0     |  |
| 投资净收益           | 94    | 101    | 119   | 122   |  |
| <b>营业利润</b>     | 2768  | 3426   | 3928  | 4908  |  |
| 营业外收入           | 8     | 16     | 20    | 15    |  |
| 营业外支出           | 157   | 104    | 106   | 122   |  |
| <b>利润总额</b>     | 2619  | 3339   | 3842  | 4801  |  |
| 所得税             | 140   | 326    | 330   | 379   |  |
| <b>净利润</b>      | 2479  | 3012   | 3512  | 4421  |  |
| 少数股东损益          | 1     | 0      | -1    | 0     |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2478  | 3013   | 3513  | 4422  |  |
| EBITDA          | 3885  | 4867   | 5550  | 6846  |  |
| EPS (元)         | 0.50  | 0.61   | 0.71  | 0.89  |  |

| 主要财务比率          |        |       |       |       |  |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |  |
| 营业收入            | 1.6%   | 14.4% | 7.8%  | 6.5%  |  |
| 营业利润            | -13.6% | 23.8% | 14.7% | 24.9% |  |
| 归属于母公司净利        | -12.9% | 21.6% | 16.6% | 25.9% |  |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |  |
| 毛利率 (%)         | 15.3%  | 16.6% | 17.1% | 19.2% |  |
| 净利率 (%)         | 9.4%   | 10.0% | 10.8% | 12.8% |  |
| ROE (%)         | 9.9%   | 11.1% | 11.4% | 12.6% |  |
| ROIC (%)        | 8.4%   | 9.2%  | 9.3%  | 10.5% |  |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |  |
| 资产负债率 (%)       | 29.8%  | 32.5% | 28.3% | 29.3% |  |
| 净负债比率 (%)       | 42.5%  | 48.1% | 39.4% | 41.4% |  |
| 流动比率            | 2.23   | 2.02  | 2.33  | 2.38  |  |
| 速动比率            | 1.73   | 1.55  | 1.85  | 1.93  |  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |  |
| 总资产周转率          | 0.77   | 0.79  | 0.78  | 0.75  |  |
| 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 |  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |  |
| 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   | 5.48  | 6.19  | 7.08  |  |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |  |
| P/E             | 13.42  | 12.60 | 10.81 | 8.59  |  |
| P/B             | 1.34   | 1.40  | 1.24  | 1.08  |  |
| EV/EBITDA       | 7.01   | 6.08  | 5.34  | 3.58  |  |

## 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。