

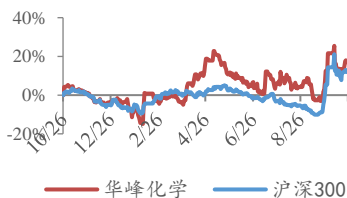
氨纶己二酸回落盈利承压，氨纶产能逐步释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-27

收盘价（元）	8.10
近 12 个月最高/最低（元）	8.67/5.88
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）	402
流通市值（亿元）	401

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

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 中报业绩预告大超预期，聚氨酯一体化程度加深 2024-07-15
2. 氨纶己二酸景气底部扩张，巩固聚氨酯一体化优势 2024-06-25
3. 氨纶盈利承压，行业出清加速 2023-10-26

主要观点：

● 事件描述

2024 年 10 月 25 日晚，华峰化学发布 2024 年三季度报告，前三季度实现收入 203.73 亿元，同比+3.51%；实现归母净利润 20.15 亿元，同比+4.46%；扣非净利润 19.08 亿元，同比+4.24%。Q3 单季度实现收入 66.29 亿元，同比/环比-6.1%/-6.5%；实现归母净利润 4.96 亿元，同比/环比-12.9%/-40.5%；扣非归母净利 4.53 亿元，同比/环比-13.4%/-43.3%。

● 氨纶、己二酸需求较弱成本支撑不足，盈利环比承压

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。2024Q2 均价约 27300 元/吨，Q3 均价继续回落至 25591 元/吨，三季度，氨纶主原料 PTMEG 市场价格持续下行，成本面进一步拖累氨纶市场，同时三季度假期较多及终端订单不及预期影响成交。当前氨纶景气度处于历史底部。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。随着 2026 年产能投放减缓，氨纶价格有望逐年回升。

2024Q3 己二酸价差环比收窄，行业产能逐步放缓。2024 年 Q3，己二酸需求和成本支撑均不足，开工平均 6 成，价格中枢继续下移，季度均价环比二季度下降 7.4%，单吨毛利环比继续收窄 13.43%。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 万吨年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。

● 氨纶新产能贡献增量，盈利韧性强

华峰化学以量补价，较同行业盈利韧性强。报告期内，公司控股子公司重庆氨纶非公开发行募投项目“300,000 吨/年差别化氨纶扩建项目”部分正式达产，对三季度带来增量贡献。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。

● 投资建议

由于三季度市场需求不及预期，下调盈利预测，预计 2024-2026 年实现归母净利润分别为 26.49、35.94、48.83 亿元（原值 30.13、35.13、44.22 亿元），当前股价对应 PE 分别为 15.17、11.19、8.23 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	29312	30162	32509
收入同比 (%)	1.6%	11.5%	2.9%	7.8%
归属母公司净利润	2478	2649	3594	4883
净利润同比 (%)	-12.9%	6.9%	35.6%	35.9%
毛利率 (%)	15.3%	15.5%	18.3%	21.6%
ROE (%)	9.9%	9.9%	11.8%	13.8%
每股收益 (元)	0.50	0.53	0.72	0.98
P/E	13.42	15.17	11.19	8.23
P/B	1.34	1.50	1.32	1.14
EV/EBITDA	7.01	7.17	5.64	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	
流动资产	20053	23074	23611	30816	
现金	10169	12558	13364	19515	
应收账款	2488	2030	2888	2449	
其他应收款	35	24	39	32	
预付账款	676	741	698	753	
存货	3621	4274	3385	4434	
其他流动资产	3062	3447	3238	3633	
非流动资产	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	
资产总计	35508	39735	41651	49569	
流动负债	8978	11544	9773	12690	
短期借款	2645	3178	3710	4219	
应付账款	2042	2822	1856	2930	
其他流动负债	4291	5544	4207	5540	
非流动负债	1607	1363	1457	1575	
长期借款	370	132	232	357	
其他非流动负债	1237	1231	1225	1218	
负债合计	10584	12907	11230	14265	
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	17967	21561	26444	
归属母公司股东权	24922	26827	30421	35304	
负债和股东权益	35508	39735	41651	49569	

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	5719	3476	8522	
净利润	2479	2649	3593	4883	
折旧摊销	1308	1662	1908	2217	
财务费用	143	127	145	170	
投资损失	-94	-99	-111	-115	
营运资金变动	-1407	1286	-2151	1253	
其他经营现金流	3925	1458	5835	3744	
投资活动现金流	-1608	-2751	-3154	-2831	
资本支出	-1701	-2800	-3206	-2856	
长期投资	65	30	20	16	
其他投资现金流	28	20	32	9	
筹资活动现金流	-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	
现金净增加额	-8	2388	806	6151	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	26298	29312	30162	32509	
营业成本	22262	24767	24637	25499	
营业税金及附加	102	144	132	143	
销售费用	194	190	205	224	
管理费用	430	480	504	536	
财务费用	-146	-128	-169	-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	99	111	115	
营业利润	2768	3023	4017	5409	
营业外收入	8	16	20	15	
营业外支出	157	104	106	122	
利润总额	2619	2936	3931	5302	
所得税	140	287	338	419	
净利润	2479	2649	3593	4883	
少数股东损益	1	0	-1	0	
归属母公司净利润	2478	2649	3594	4883	
EBITDA	3885	4467	5651	7354	
EPS (元)	0.50	0.53	0.72	0.98	

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力					
营业收入	1.6%	11.5%	2.9%	7.8%	
营业利润	-13.6%	9.2%	32.9%	34.7%	
归属于母公司净利	-12.9%	6.9%	35.6%	35.9%	
获利能力					
毛利率 (%)	15.3%	15.5%	18.3%	21.6%	
净利率 (%)	9.4%	9.0%	11.9%	15.0%	
ROE (%)	9.9%	9.9%	11.8%	13.8%	
ROIC (%)	8.4%	8.1%	9.7%	11.6%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.8%	32.5%	27.0%	28.8%	
净负债比率 (%)	42.5%	48.1%	36.9%	40.4%	
流动比率	2.23	2.00	2.42	2.43	
速动比率	1.73	1.54	1.96	1.99	
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.78	0.74	0.71	
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	0.53	0.72	0.98	
每股经营现金流	0.50	1.15	0.70	1.72	
每股净资产	5.02	5.41	6.13	7.11	
估值比率					
P/E	13.42	15.17	11.19	8.23	
P/B	1.34	1.50	1.32	1.14	
EV/EBITDA	7.01	7.17	5.64	3.58	

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。