

华峰化学（002064.SZ）

己二酸价差环比收窄，公司盈利短期承压，看好龙头盈利韧性

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25,884	26,298	28,295	32,977	35,835
增长率 yoy（%）	-8.8	1.6	7.6	16.5	8.7
归母净利润（百万元）	2,844	2,478	2,733	3,552	3,931
增长率 yoy（%）	-64.2	-12.9	10.3	30.0	10.7
ROE（%）	12.3	9.9	10.2	12.0	12.1
EPS 最新摊薄（元）	0.57	0.50	0.55	0.72	0.79
P/E（倍）	14.6	16.8	15.2	11.7	10.6
P/B（倍）	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024 年 10 月 25 日，华峰化学发布 2024 年三季报，公司 2024 年前三季度营业收入为 203.73 亿，同比上涨 3.51%；归母净利润 20.15 亿元，同比上涨 4.46%；扣非净利润 19.08 亿元，同比上涨 4.24%。对应公司 3Q24 营业收入为 66.28 亿元，同比下跌 6.11%，环比下跌 6.47%；归母净利润 4.96 亿元，同比下跌 12.88%，环比下跌 40.52%。

点评：产品价格下跌，公司 3Q24 盈利有所承压。2024 年前三季度公司总体销售毛利率为 15.60%，较去年同期下降 0.73pcts。2024 年前三季度公司财务费用同比下降 38.33%，主要因为利息收入增加和利息费用减少；销售费用同比上涨 0.94%；研发费用同比下降 3.93%。2024 年前三季度公司净利率为 9.91%，较去年同期增长 0.10pcts。我们认为，3Q24 公司业绩承压的主要原因是其主要产品己二酸价差环比下滑，公司盈利短期面临一定压力，伴随己二酸价差企稳回升，公司盈利能力有望得到修复。

2024 年前三季度公司经营活动净现金流同比增长。2024 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 9.81 亿元，同比上升 122.87%，主要因为销售商品收到的现金增加。投资性活动产生的现金流量净额为 -30.11 亿元，同比下跌 138.31%。筹资活动产生的现金流量净额为 -20.97 亿元，同比下跌 213.49%。期末现金及现金等价物为 55.28 亿元，同比下跌 48.32%。应收账款 31.62 亿元，同比上升 1.32%，应收账款周转率下降，从 2023 年同期 7.51 次变为 7.21 次。存货周转率下降，从 2023 年同期 5.28 次变为 4.46 次。

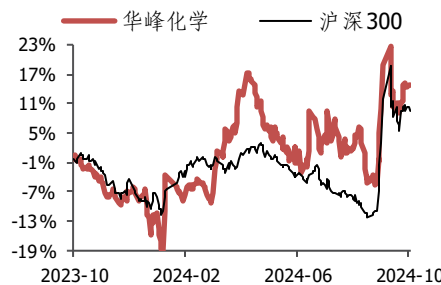
氨纶、己二酸价格持续下滑，公司业绩有所承压。在产品价格方面，3Q24 公司氨纶 40D、己二酸价格皆呈下降趋势。根据全球纺织网及生意社数据，3Q24 氨纶 40D、己二酸价格环比分别下跌 3.57%、16.58%。氨纶价格下降原因一方面在于行业新产能投产，市场供大于求；另一方面在于主原料 PTMEG 表现疲软，缺乏成本支撑。己二酸价格下降主要因为需求疲软，供给增加，加之成本支撑削弱，导致价差缩窄，利润空间受到进一步挤压。公司氨纶产量全国第一、全球前列，己二酸产量、销量均居全球第一，持续领跑行业。我们认为，氨纶 3Q24 整体价差保持稳定，己二酸 3Q24 价差环比下滑使得公司业绩短暂承压。2024 年第四季度氨纶价差或将保持稳定，己二酸 2024 年第四季度价差有望探底回升，公司盈利水平或将得到有效修复。

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2024 年 10 月 29 日收盘价（元）	8.11
总市值（百万元）	40,246.23
流通市值（百万元）	40,160.64
总股本（百万股）	4,962.54
流通股本（百万股）	4,951.99
近 3 月日均成交额（百万元）	203.50

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 王彤

执业证书编号：S1070123100005

邮箱：wangtong@cgws.com

相关研究

- 《2024 上半年业绩符合预期，公司持续深化产业链一体化》2024-08-16
- 《1Q24 公司盈利改善，氨纶产能投放带来新增量》2024-05-10
- 《氨纶价格处于底部区间，业绩韧性彰显公司竞争力》2023-12-11

氨纶行业供给端压力仍存，看好龙头企业盈利韧性。氨纶行业目前短期存在产能集中释放、行业优胜劣汰趋势加剧等压力，展望后市，伴随行业新产能逐步释放，氨纶供给端仍面临压力。从需求端来看，短期上受到全球经济影响，下游需求疲软，长期上消费观念转变及消费需求升级，使氨纶应用范围及添加量不断扩大，氨纶表观需求仍稳定增长。当下氨纶行业现金流不断承压，大多企业亏损，公司具备成本和规模优势，有望穿越周期，盈利具有韧性。我们认为目前氨纶价格处于历史底部，随着未来需求逐步释放，行业产能逐步消化，未来氨纶价格或将修复，公司作为国内氨纶龙头企业，有望充分发挥其竞争优势，利好业绩提升。

公司持续深化产业链一体化，竞争优势加强。公司在 2024 年 7 月 12 日发布《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自筹资金的方式追加投资 8 亿元扩建产品产能，调整后 PTMEG 产能建设为 24 万吨/年。PTMEG 为氨纶的主要原材料之一，其产能扩建将能更好地保证公司自身原材料的稳定供给，提高产业一体化优势，抢抓氨纶行业的发展机遇，进一步扩大竞争优势。根据公司 2023 年 12 月 9 日发布的《关于投资建设天然气一体化项目的公告》，公司拟通过全资子公司涪峰化工投资 50.2 亿元建设年产 110 万吨天然气一体化项目，目前正在建设中。该项目主要产品为 BDO，中国氨纶原料聚四氢呋喃（PTMEG）、工程塑料（PBT）、聚氨酯（PU）、GBL/NMP 是 BDO 及其下游产品主要生产和消费市场，天然气一体化项目有助于推进公司产业一体化发展路线。我们认为，公司氨纶产能持续扩张，产业链不断延伸，有利于提升行业地位，巩固及扩大公司综合竞争力、核心竞争力和可持续发展能力。

根据公司 2024 年 10 月 28 日发布的《关于筹划发行股份等方式购买资产暨关联交易事项的停牌公告》，公司计划以发行股份等方式购买华峰集团有限公司持有的浙江华峰热塑性聚氨酯有限公司 100% 股权以及浙江华峰合成树脂有限公司 100% 股权，在本次交易完成后有望为公司带来新的业绩增长点。

投资建议：预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 282.95/329.77/358.35 亿元，实现归母净利润分别为 27.33/35.52/39.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/0.72/0.79 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 15.2X、11.7X、10.6X。我们基于以下几个方面：1）氨纶板块加速出清，公司具备成本和规模优势，随着氨纶行业集中度提升，未来公司氨纶板块将有望触底反弹；2）公司加强氨纶产业链一体化，产能规模持续扩大，整体竞争力有望进一步提高。我们看好氨纶行业长期景气回升及公司集成产业链竞争优势，维持“买入”评级。

风险提示：重大资产重组停牌风险；原材料价格波动风险；氨纶、己二酸价差下行；纺织行业需求下滑；新建项目进展不及预期等风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	18668	20053	21038	24715	27002
现金	10541	10169	11596	12752	16229
应收票据及应收账款	2171	2488	2524	3317	3031
其他应收款	30	35	35	47	42
预付账款	524	676	615	890	746
存货	2840	3621	3205	4646	3892
其他流动资产	2563	3062	3062	3062	3062
非流动资产	14087	15455	15309	15949	15957
长期股权投资	650	759	829	906	988
固定资产	8074	11368	11273	11966	11738
无形资产	1169	1159	1256	1363	1488
其他非流动资产	4194	2168	1951	1713	1742
资产总计	32755	35508	36347	40665	42959
流动负债	6964	8978	7857	9453	8780
短期借款	2184	2645	2645	2765	2645
应付票据及应付账款	3964	4556	4447	5908	5353
其他流动负债	815	1777	766	779	782
非流动负债	2643	1607	1514	1481	1391
长期借款	1611	370	278	244	154
其他非流动负债	1033	1237	1237	1237	1237
负债合计	9607	10584	9372	10934	10171
少数股东权益	0	2	1	1	0
股本	4963	4963	4963	4963	4963
资本公积	3897	3897	3897	3897	3897
留存收益	14309	16043	18133	20821	23729
归属母公司股东权益	23147	24922	26974	29730	32789
负债和股东权益	32755	35508	36347	40665	42959

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2570	2469	4210	3763	5934
净利润	2842	2479	2732	3552	3930
折旧摊销	1058	1283	1242	1405	1578
财务费用	-203	-146	-96	-132	-218
投资损失	-106	-94	-78	-87	-91
营运资金变动	-1399	-1408	324	-1071	620
其他经营现金流	378	354	85	96	114
投资活动现金流	-2442	-1608	-1025	-1968	-1502
资本支出	2606	1717	1026	1968	1504
长期投资	148	60	-70	-77	-82
其他投资现金流	17	48	70	78	84
筹资活动现金流	2342	-945	-1758	-760	-834
短期借款	605	461	0	120	-120
长期借款	765	-1241	-92	-34	-90
普通股增加	329	0	0	0	0
资本公积增加	2441	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1798	-166	-1666	-846	-623
现金净增加额	2549	-8	1427	1035	3598

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25884	26298	28295	32977	35835
营业成本	21242	22262	23523	27055	29422
营业税金及附加	112	102	149	165	166
销售费用	169	194	184	224	247
管理费用	449	430	505	552	612
研发费用	1062	901	1033	1220	1333
财务费用	-203	-146	-96	-132	-218
资产和信用减值损失	-97	-69	-78	-87	-106
其他收益	147	196	137	146	156
公允价值变动收益	-2	-3	0	-2	-2
投资净收益	106	94	78	87	91
资产处置收益	-4	-4	-7	-7	-5
营业利润	3203	2768	3127	4028	4407
营业外收入	35	8	13	15	18
营业外支出	56	157	85	99	99
利润总额	3181	2619	3054	3945	4325
所得税	339	140	322	393	395
净利润	2842	2479	2732	3552	3930
少数股东损益	-2	1	0	-1	-1
归属母公司净利润	2844	2478	2733	3552	3931
EBITDA	4095	3717	4166	5182	5664
EPS (元/股)	0.57	0.50	0.55	0.72	0.79

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.8	1.6	7.6	16.5	8.7
营业利润 (%)	-65.4	-13.6	13.0	28.8	9.4
归属母公司净利润 (%)	-64.2	-12.9	10.3	30.0	10.7
获利能力					
毛利率 (%)	17.9	15.3	16.9	18.0	17.9
净利率 (%)	11.0	9.4	9.7	10.8	11.0
ROE (%)	12.3	9.9	10.2	12.0	12.1
ROIC (%)	9.7	7.7	8.4	10.1	10.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.3	29.8	25.8	26.9	23.7
净负债比率 (%)	-24.9	-20.1	-28.1	-29.1	-37.8
流动比率	2.7	2.2	2.7	2.6	3.1
速动比率	2.2	1.7	2.2	2.0	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	12.5	11.4	12.5	12.5	12.5
应付账款周转率	10.2	11.3	10.2	10.2	10.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.50	0.55	0.72	0.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.52	0.50	0.85	0.76	1.20
每股净资产 (最新摊薄)	4.66	5.02	5.42	5.96	6.56
估值比率					
P/E	14.6	16.8	15.2	11.7	10.6
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.7	9.8	8.2	6.4	5.2

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686