

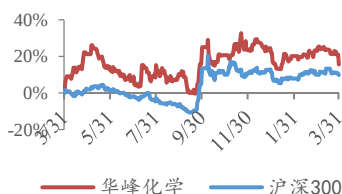
## 四季度业绩承压，氨纶产能逐步释放

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-01

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 收盘价（元）          | 7.74      |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 8.92/6.70 |
| 总股本（百万股）        | 4963      |
| 流通股本（百万股）       | 4952      |
| 流通股比例（%）        | 99.79     |
| 总市值（亿元）         | 384       |
| 流通市值（亿元）        | 383       |

### 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

- 价差回落业绩承压，氨纶产能逐步释放 2024-10-25
- 中报业绩预告大超预期，聚氨酯一体化程度加深 2024-07-15
- 氨纶己二酸景气底部扩张，巩固聚氨酯一体化优势 2024-06-25

### 主要观点：

#### ● 事件描述

3月28日，华峰化学发布2024年度报告，实现营业收入269.31亿元，同比增加2.41%；实现归母净利润22.20亿元，同比下降10.43%；实现扣非归母净利润20.83亿元，同比下降14.44%；实现基本每股收益0.45元/股。其中，第四季度实现营业收入65.59亿元，同比下降0.87%，环比下降1.05%；实现归母净利润2.05亿元，同比下降62.66%，环比下降58.64%；实现扣非归母净利润1.75亿元，同比下降71.06%，环比下降61.43%。

#### ● 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。2024Q4均价约24087元/吨，2025Q1均价继续回落至23893元/吨（截至2025/03/30），四季度，氨纶主原料PTMEG市场价格继续下行，成本面进一步拖累氨纶市场，同时四季度下游开机下滑，季度后期需求走弱。当前氨纶景气度仍处于历史底部。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月以来的历史极低水平。随着2026年产能投放减缓，氨纶价格有望逐年回升。

**2024Q4 己二酸价差环比收窄，2025年预期无新增产能。**2024年Q4，己二酸需求和成本支撑仍不足，开工平均不足6成，价格中枢继续下移，季度均价环比三季度下降7.1%，单吨毛利环比小幅回升，但行业仍处于亏损。当前己二酸行业格局稳定，产能占比前三位为华峰集团、华鲁恒升、海力化工。根据百川盈孚，2025年无新增产能，2026年神马股份计划新增50万吨，新疆天利预计新增15万吨。

#### ● 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2024年带来增量贡献。公司重庆基地仍有15万吨差别化氨纶产能在建，将逐步释放带来增量。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

由于需求和成本支撑不足带来的价格盈利下滑超预期，下调盈利预测，预计2025-2027年实现归母净利润分别为19.94、35.41、36.48亿元（2025-2026原值35.94、48.83亿元），当前股价对应PE分别为19.27、10.85、10.53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) 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    | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入      | 26931  | 26731  | 28022 | 29607 |
| 收入同比 (%)  | 2.4%   | -0.7%  | 4.8%  | 5.7%  |
| 归属母公司净利润  | 2220   | 1994   | 3541  | 3648  |
| 净利润同比 (%) | -10.4% | -10.2% | 77.6% | 3.0%  |
| 毛利率 (%)   | 13.8%  | 13.3%  | 18.5% | 18.1% |
| ROE (%)   | 8.4%   | 7.0%   | 11.1% | 10.2% |
| 每股收益 (元)  | 0.45   | 0.40   | 0.71  | 0.74  |
| P/E       | 18.18  | 19.27  | 10.85 | 10.53 |
| P/B       | 1.53   | 1.35   | 1.20  | 1.08  |
| EV/EBITDA | 8.88   | 8.15   | 5.39  | 4.41  |

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           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>流动资产</b>    | 18895 | 21442 | 24095 | 30112 | <b>营业收入</b>     | 26931 | 26731 | 28022 | 29607 |
| 现金             | 7068  | 10093 | 10878 | 15808 | 营业成本            | 23205 | 23165 | 22835 | 24238 |
| 应收账款           | 2516  | 2125  | 2870  | 2436  | 营业税金及附加         | 118   | 112   | 116   | 126   |
| 其他应收款          | 18    | 43    | 20    | 45    | 销售费用            | 212   | 194   | 211   | 224   |
| 预付账款           | 778   | 684   | 711   | 761   | 管理费用            | 408   | 435   | 446   | 467   |
| 存货             | 3718  | 3464  | 3512  | 4016  | 财务费用            | -136  | -59   | -122  | -131  |
| 其他流动资产         | 4797  | 5032  | 6103  | 7045  | 资产减值损失          | -181  | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 17071 | 17506 | 17526 | 17261 | 公允价值变动收益        | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 852   | 947   | 1046  | 1141  | 投资净收益           | 127   | 110   | 116   | 128   |
| 固定资产           | 10817 | 11289 | 11846 | 11638 | <b>营业利润</b>     | 2563  | 2270  | 3972  | 4120  |
| 无形资产           | 1380  | 1525  | 1640  | 1797  | 营业外收入           | 24    | 22    | 18    | 21    |
| 其他非流动资产        | 4022  | 3745  | 2994  | 2685  | 营业外支出           | 74    | 96    | 109   | 93    |
| <b>资产总计</b>    | 35966 | 38948 | 41620 | 47373 | <b>利润总额</b>     | 2514  | 2196  | 3881  | 4048  |
| <b>流动负债</b>    | 8016  | 9009  | 8141  | 10244 | 所得税             | 287   | 201   | 335   | 394   |
| 短期借款           | 2795  | 3101  | 3406  | 3660  | <b>净利润</b>      | 2227  | 1995  | 3546  | 3654  |
| 应付账款           | 1745  | 2397  | 1551  | 2609  | 少数股东损益          | 7     | 2     | 5     | 7     |
| 其他流动负债         | 3476  | 3510  | 3183  | 3976  | <b>归属母公司净利润</b> | 2220  | 1994  | 3541  | 3648  |
| <b>非流动负债</b>   | 1398  | 1392  | 1386  | 1381  | EBITDA          | 4097  | 3864  | 5755  | 5966  |
| 长期借款           | 2     | 2     | 2     | 2     | EPS (元)         | 0.45  | 0.40  | 0.71  | 0.74  |
| 其他非流动负债        | 1396  | 1390  | 1384  | 1379  |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 9414  | 10401 | 9527  | 11625 |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 98    | 100   | 105   | 111   |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 4963  | 4963  | 4963  | 4963  |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 3897  | 3897  | 3897  | 3897  |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 17595 | 19588 | 23129 | 26777 |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 26454 | 28448 | 31989 | 35637 |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 35966 | 38948 | 41620 | 47373 |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率      |        |        |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元      |        |        |       |       |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度        | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
| <b>经营活动现金流</b> | 3025  | 5633  | 3258  | 7467  | <b>成长能力</b> |        |        |       |       |
| 净利润            | 2227  | 1995  | 3546  | 3654  | 营业收入        | 2.4%   | -0.7%  | 4.8%  | 5.7%  |
| 折旧摊销           | 1631  | 1761  | 2020  | 2106  | 营业利润        | -7.4%  | -11.5% | 75.0% | 3.7%  |
| 财务费用           | 67    | 118   | 130   | 141   | 归属于母公司净利润   | -10.4% | -10.2% | 77.6% | 3.0%  |
| 投资损失           | -127  | -110  | -116  | -128  | <b>获利能力</b> |        |        |       |       |
| 营运资金变动         | -881  | 1793  | -2414 | 1623  | 毛利率 (%)     | 13.8%  | 13.3%  | 18.5% | 18.1% |
| 其他经营现金流        | 3217  | 277   | 6052  | 2103  | 净利率 (%)     | 8.2%   | 7.5%   | 12.6% | 12.3% |
| <b>投资活动现金流</b> | -4389 | -2792 | -2646 | -2647 | ROE (%)     | 8.4%   | 7.0%   | 11.1% | 10.2% |
| 资本支出           | -1285 | -2136 | -2005 | -1820 | ROIC (%)    | 7.4%   | 6.0%   | 9.6%  | 8.8%  |
| 长期投资           | -3122 | -726  | -716  | -955  | <b>偿债能力</b> |        |        |       |       |
| 其他投资现金流        | 18    | 70    | 76    | 127   | 资产负债率 (%)   | 26.2%  | 26.7%  | 22.9% | 24.5% |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1887 | 184   | 172   | 110   | 净负债比率 (%)   | 35.5%  | 36.4%  | 29.7% | 32.5% |
| 短期借款           | 150   | 305   | 305   | 254   | 流动比率        | 2.36   | 2.38   | 2.96  | 2.94  |
| 长期借款           | -368  | 0     | 0     | 0     | 速动比率        | 1.76   | 1.89   | 2.40  | 2.44  |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b> |        |        |       |       |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率      | 0.75   | 0.71   | 0.70  | 0.67  |
| 其他筹资现金流        | -1670 | -121  | -133  | -144  | 应收账款周转率     | 10.76  | 11.52  | 11.22 | 11.16 |
| <b>现金净增加额</b>  | -3224 | 3026  | 785   | 4930  | 应付账款周转率     | 12.26  | 11.19  | 11.57 | 11.65 |

| 每股指标 (元) |      |      |      |      | 估值比率      |       |       |       |       |
|----------|------|------|------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益     | 0.45 | 0.40 | 0.71 | 0.74 | P/E       | 18.18 | 19.27 | 10.85 | 10.53 |
| 每股经营现金流  | 0.61 | 1.14 | 0.66 | 1.50 | P/B       | 1.53  | 1.35  | 1.20  | 1.08  |
| 每股净资产    | 5.33 | 5.73 | 6.45 | 7.18 | EV/EBITDA | 8.88  | 8.15  | 5.39  | 4.41  |

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。