

证券研究报告·公司深度

华峰化学：氨纶+己二酸双龙头，逆周期扩张再启航

分析师：邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2023年2月7日

核心观点

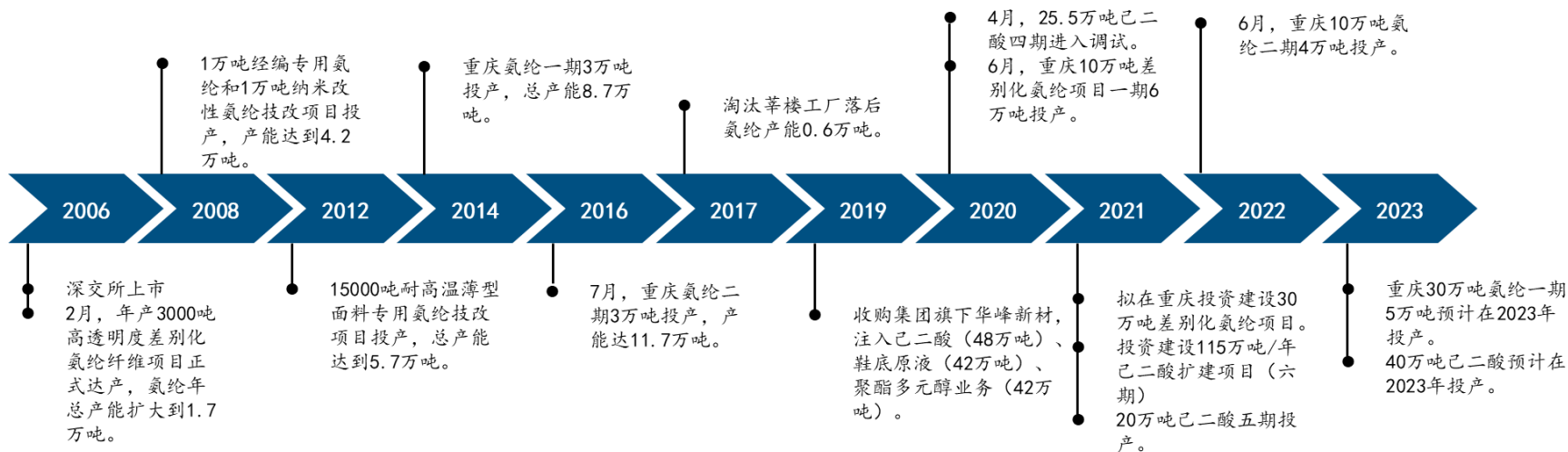
- **氨纶：**公司现有产能22.5万吨，实际产量可达26万吨，规划扩能30万吨，一期5万吨预计2023年投产。2022年氨纶遭受供给与需求端的双重冲击，价格价差持续下行，并于Q3触底，四季度以来整体价格价差回暖。随着疫情防控政策的优化，2023年有望迎来复苏。行业未来扩产主要集中在晓星（规划36万吨）和华峰（规划30万吨）两家龙头上，集中度持续提升。此外，氨纶行业成本曲线陡峭，公司重庆基地在原材料采购、能源、人工、设备等方面具备显著优势，盈利领先同行，随着重庆基地产能扩张，盈利能力有望进一步提升。
- **己二酸：**公司现有产能约100万吨，规划扩能40万吨，预计2023年逐步投产。随着国内己二腈生产技术的突破，尼龙66产能也将迎来爆发性增长，进一步拉动己二酸需求。同时PBAT的大规模投产也将带来己二酸需求的爆发。
- **华峰集团：**在已有项目上，华峰集团持续扩大产业布局，优质资产丰富，包括己二腈-尼龙66产业链以及生物基材料等，华峰化学为集团下重要的化工及新材料平台。
- **盈利预测与估值：**预计公司2022-2024年归母净利润为27.79、38.74、44.92亿元，EPS分别为0.56、0.78、0.91元，PE分别为13.5X、9.7X和8.4X，维持“买入”评级。

目录

- **华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头**
- 氨纶：公司成本优势显著，产能逆势扩张
- 己二酸：PA66与PBAT投产需求亟待爆发，成本控制领先同行
- 鞋底原液：鞋底原液龙头企业，盈利稳定
- 华峰集团：集团产业布局广泛，优质资产丰富
- 盈利预测
- 风险提示

华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头

图：华峰化学发展历程

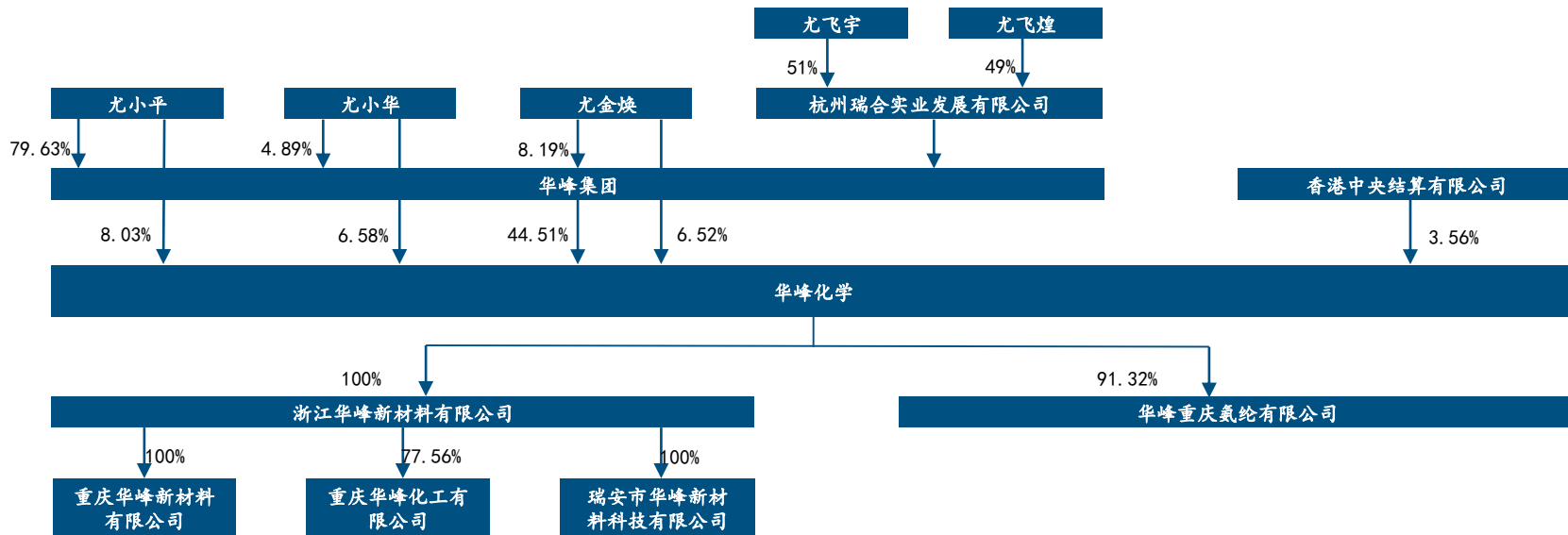


➤ 公司主要从事氨纶纤维、聚氨酯原液、己二酸等聚氨酯制品材料的研发、生产与销售。公司深耕聚氨酯行业多年，在重庆及浙江建有生产基地，目前氨纶产能与产量均位居全球第二、中国第一，聚氨酯原液和己二酸产量均为全国第一，在品牌、技术、市场等方面有着深厚的积淀。

● 资料来源：公司公告，中信建投

华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头

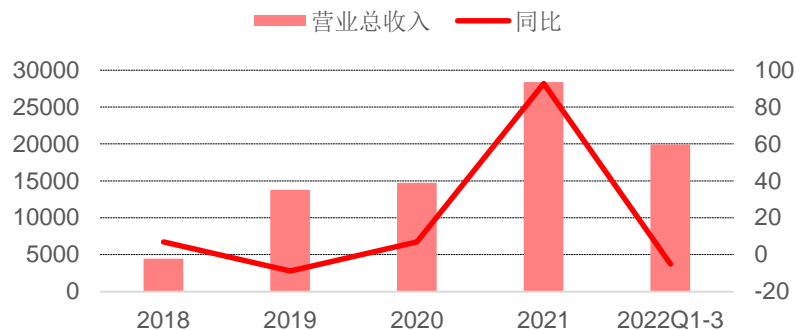
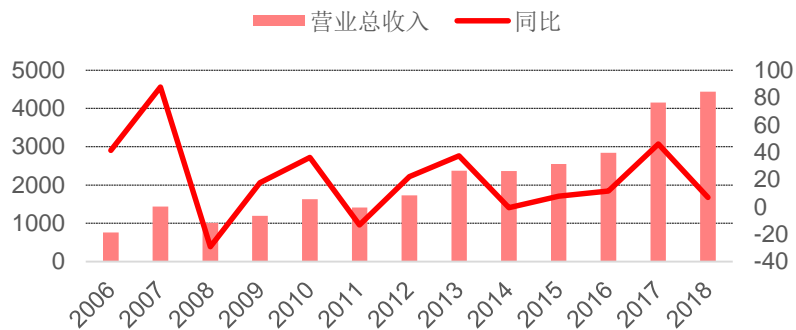
图：华峰化学股权结构



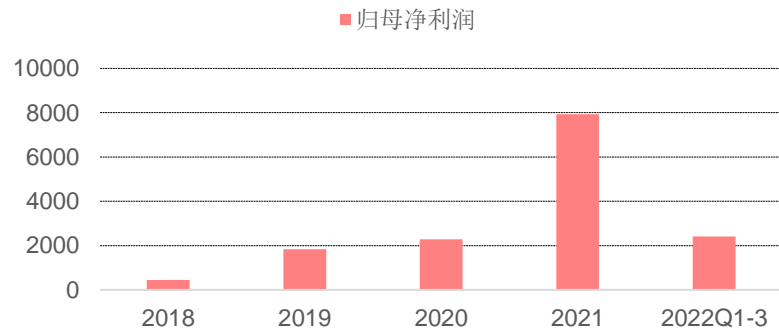
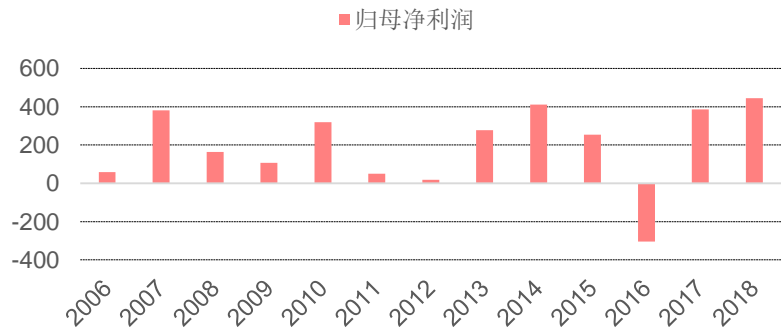
- 公司控股股东为华峰集团，实际控制人为尤小平。华峰集团创办于1991年，旗下拥有华峰化学、华峰铝业、华峰超纤3家上市公司，产业涉足“聚氨酯、聚酰胺、铝箔材料、可降解塑料”四大先进制造和“智能家居、数字经济、LNG”三大战新产业以及物流、金融、贸易等服务领域。

华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头

图：华峰化学营收变化（百万元，2019年收购华峰新材）

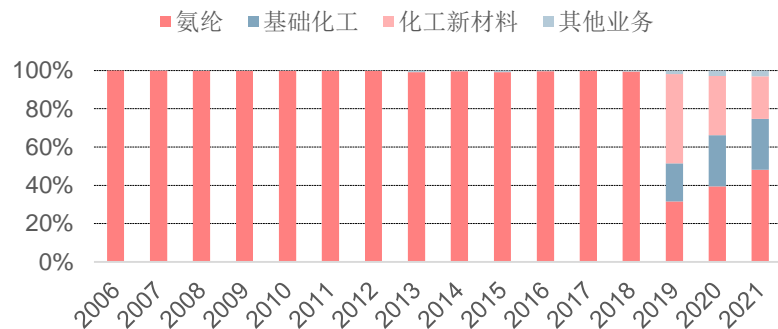
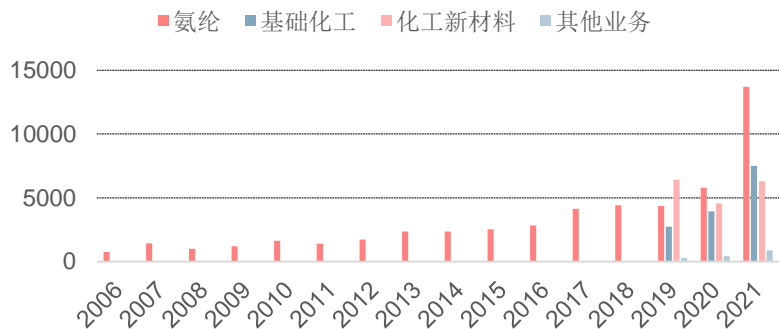


图：华峰化学归母净利润变化（百万元，2019年收购华峰新材）

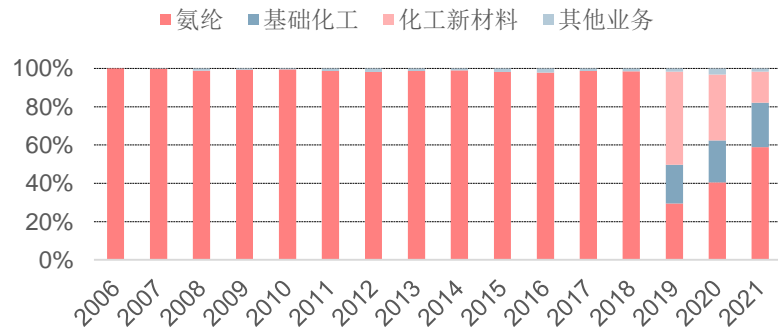
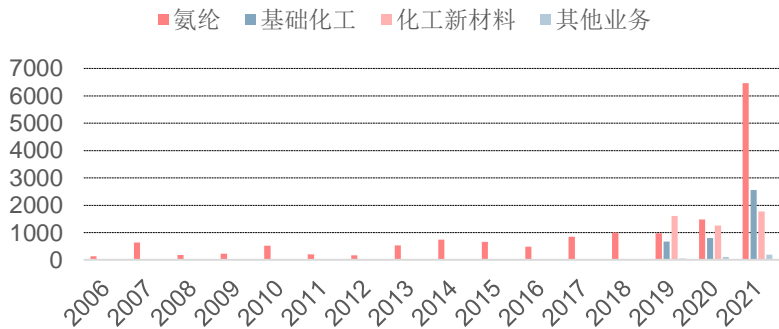


华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头

图：华峰化学分业务营收（百万元，2019年收购华峰新材）

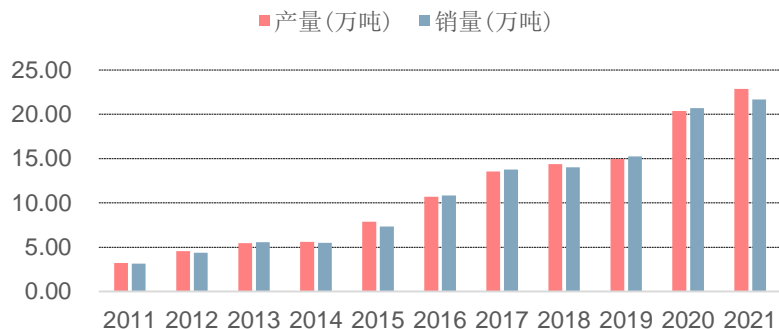


图：华峰化学分业务毛利（百万元，2019年收购华峰新材）

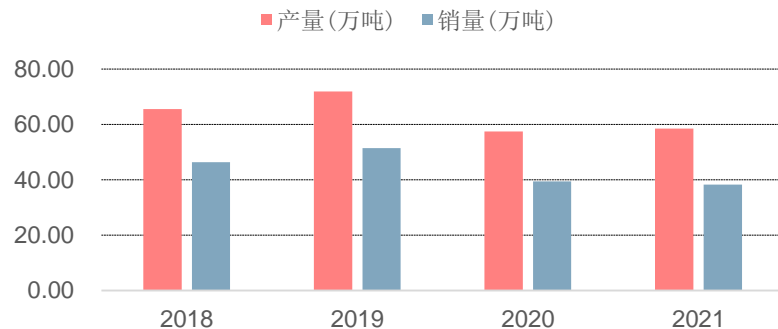


华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头

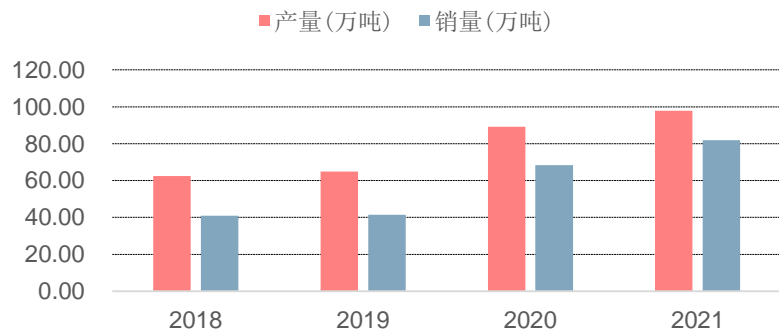
图：华峰化学氨纶产销量



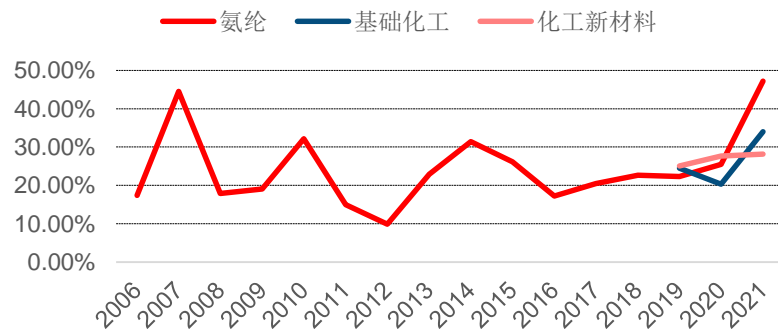
图：华峰化学化工新材料（聚氨酯原液+聚酯多元醇）产销量



图：华峰化学基础化工品（己二酸和醇/酮）产销量

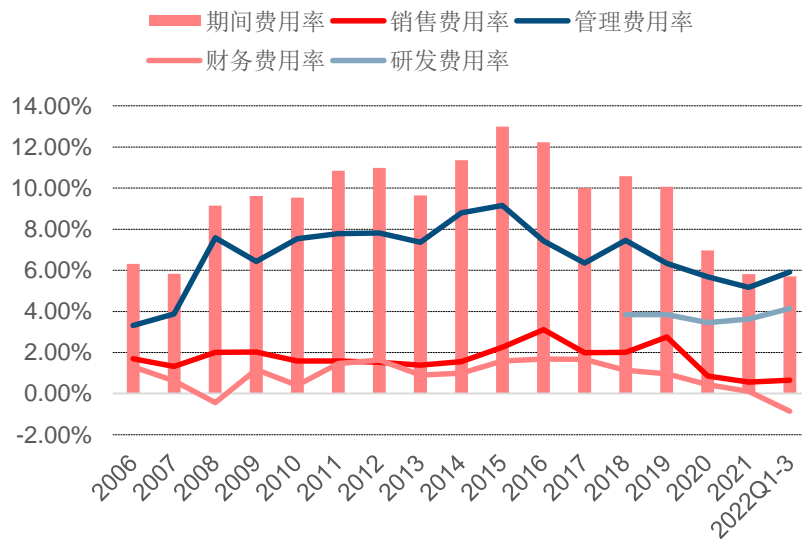
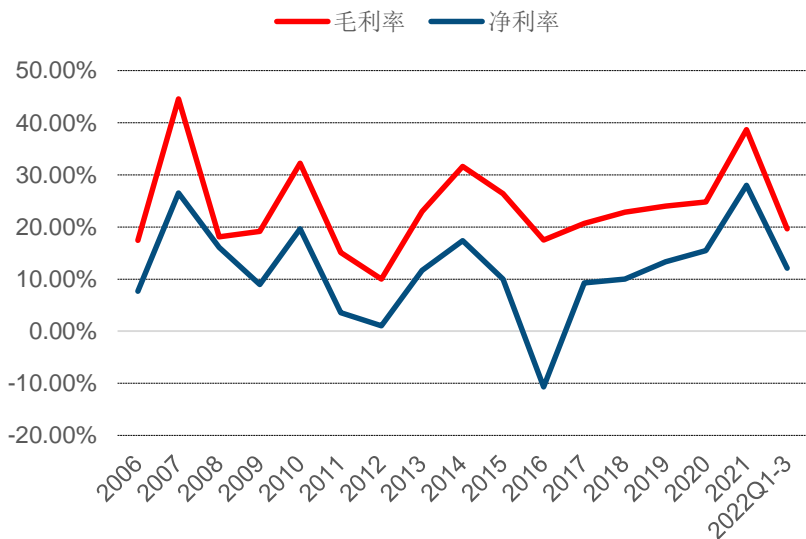


图：华峰化学分业务毛利率



华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头

图：华峰化学盈利能力与三费



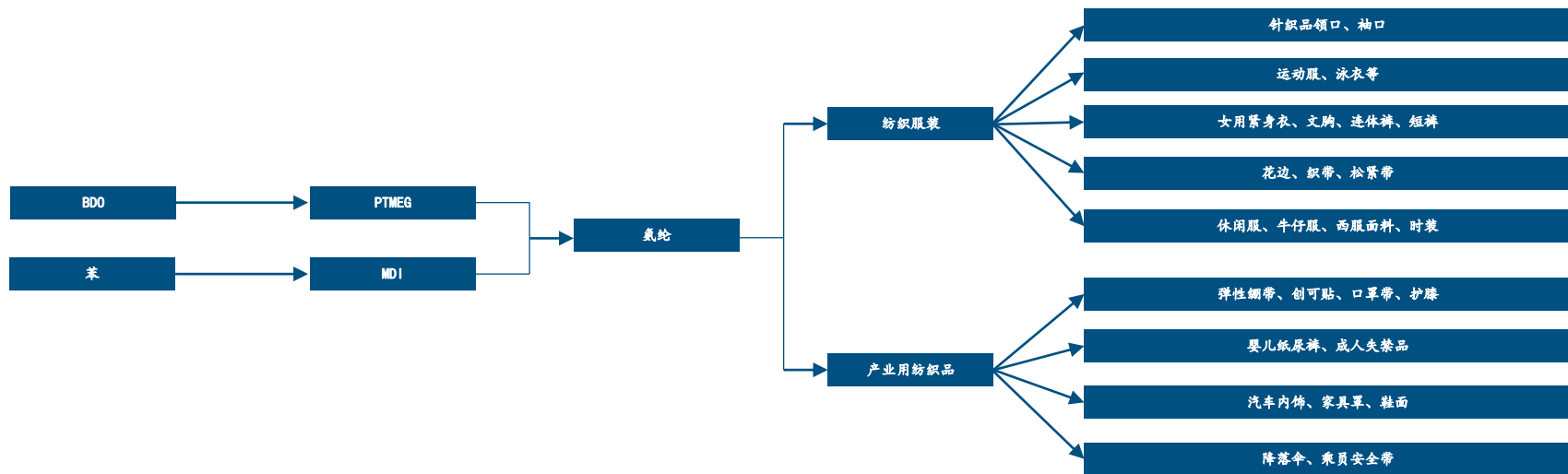
- 公司毛利率与净利率存在波动，整体在10%-40%区间。从费用率来看，公司依托ERP系统、生产线成本核算模型等现代化数据分析系统，通过大数据分析结果，实施有针对性的精细化管理举措，自动化水平高，费用率整体呈下降趋势。

目录

- 华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头
- 氨纶：公司成本优势显著，产能逆势扩张
- 己二酸：PA66与PBAT投产需求亟待爆发，成本控制领先同行
- 鞋底原液：鞋底原液龙头企业，盈利稳定
- 华峰集团：集团产业布局广泛，优质资产丰富
- 盈利预测
- 风险提示

氨纶：纺织品中的“味精”

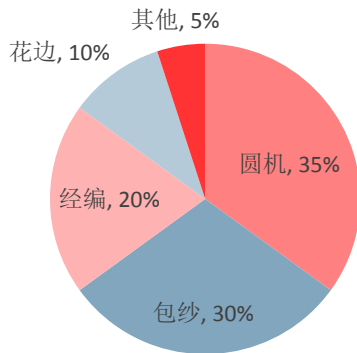
图：氨纶产业链



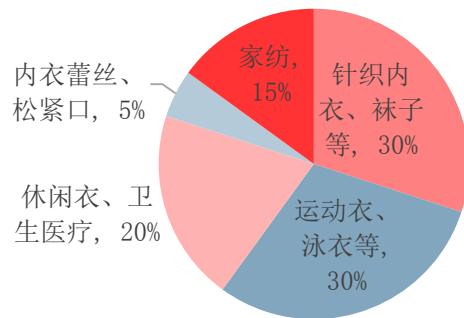
- 氨纶又名聚氨酯弹性纤维，是一种性能优异的化学合成纤维，具有伸长率大、弹性模量低、耐疲劳性好、强度较低、密度小，耐腐蚀、耐晒、耐热、耐光、抗老化，对染料有良好的亲和力、染色性好等特点，在织物中加入少许氨纶，就能显著改善织物性能，提高织物的档次。

氨纶：纺织品中的“味精”

图：氨纶加工织造分布



图：氨纶下游应用分布

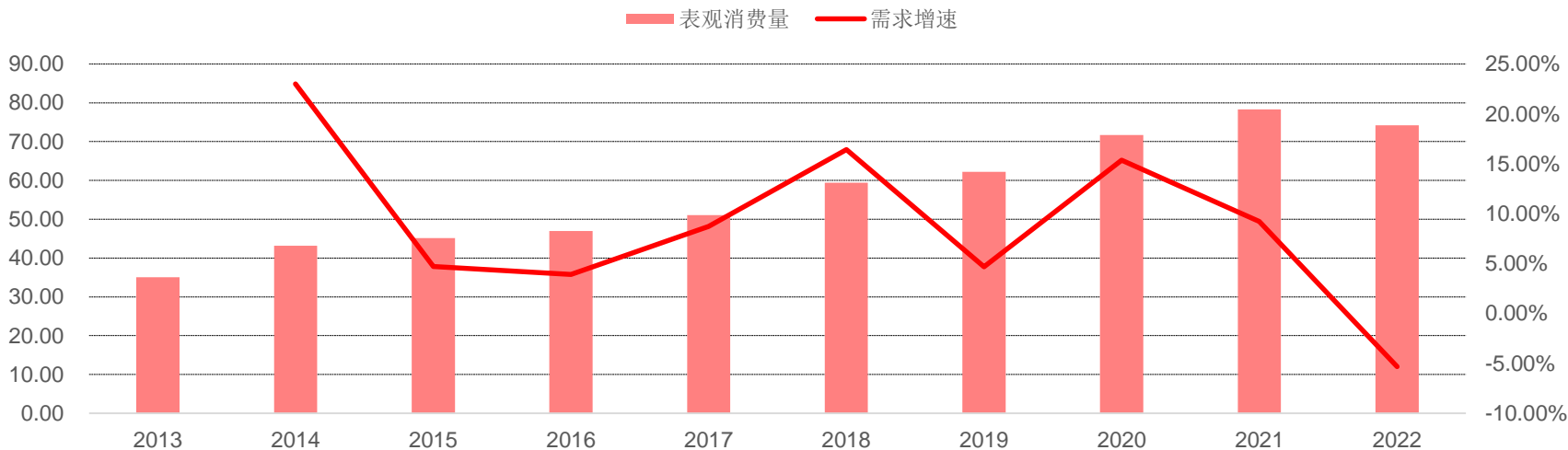


- **氨纶主要应用在纺织服装领域。**氨纶一般不单独使用，而是少量使用于织物中，改善织物性能，提升织物档次，含量一般在3-30%左右，可根据不同产品的使用性能调整氨纶含量。例如，泳衣氨纶含量20%左右，内衣8-15%，瑜伽服10-20%，压缩衣15-30%，成衣3-8%，丝袜10-30%。
- **从下游织造分布来看。**包纱（30%）主要用于休闲服、牛仔裤等。圆机（35%）和经编（20%）用于制作内衣、健美服、泳装、袜子等，其中经编常用于弹力面料的编织，含氨纶量通常为18%，织物具有良好的横向弹力和纵向弹力。面料花边主要用于装饰花边、松紧带等。

资料来源：百川资讯、产业信息网，中信建投

需求：需求稳健增长，2022年受疫情影响有所下滑

图：国内氨纶表观消费量及同比增速（万吨，%-右轴）

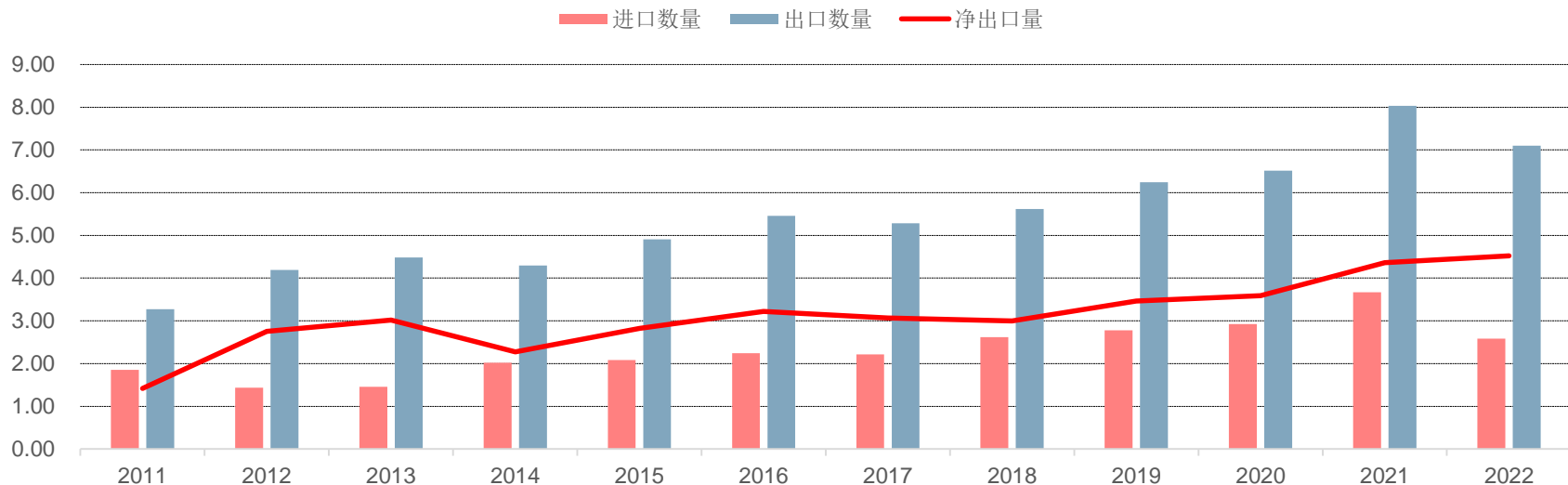


- 国内氨纶表观消费量呈逐年上升趋势，2022年有所下降。2013-2021，国内氨纶表观消费逐年上升，由35.07万吨增长至78.34万吨，经过2016年的回暖之后，同时随着消费升级，增速有所提升，2017-2021年CAGR为11.31%。
- 2022年国内疫情反复，各地陆续严格的封控措施，整体纺服开工有所下滑，叠加宏观经济下行压力下，氨纶需求有所下滑，消费量为74.17万吨，同比下降5.32%。

资料来源：百川资讯，中信建投

需求：需求稳健增长，2022年受疫情影响有所下滑

图：国内氨纶进出口量（万吨）

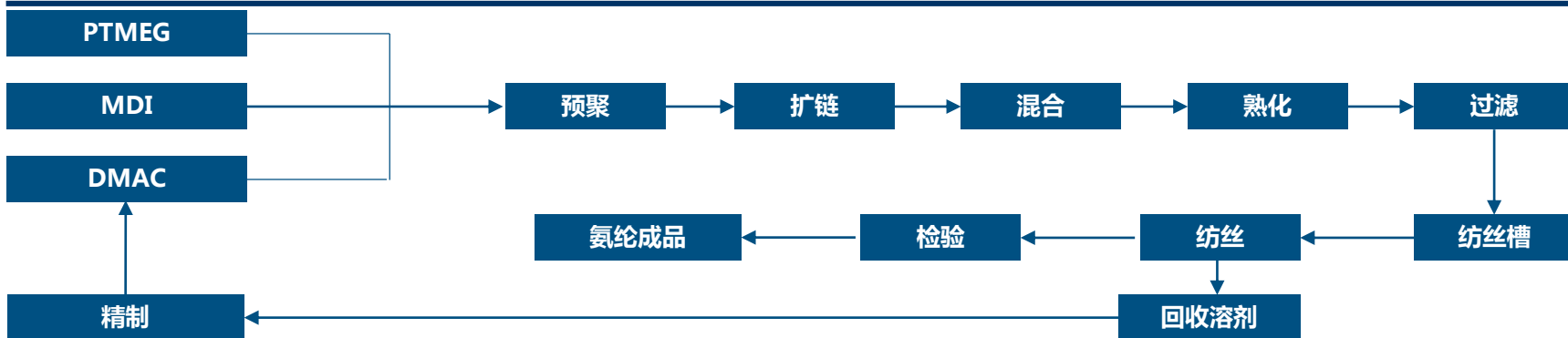


- 我国为氨纶净出口国。2021年国内氨纶进口量3.67万吨，出口量8.03万吨，净出口4.36万吨，进出口量均达到历史新高。2022年，美国进入加息周期，外需受压，出口量为7.1万吨，同比下滑11.6%。

供给：产能稳步增长，行业集中度持续提升

- 目前氨纶的生产工艺有溶液干法、溶液湿法、化学反应法、熔融纺丝四种。其中干法纺丝是目前世界上应用最广泛的氨纶纺丝工艺，干法纺丝产量约为世界氨纶总产量80%，其纤度为1.1-123tex，纺丝速度一般为200~600 m/min，有的甚至可高达1200 m/min。干法纺丝工艺技术成熟，制成的纤维质量和性能都很优良。杜邦、拜耳、东洋纺等及国内大部分厂家均采用溶液干法纺丝技术。湿法纺丝和化学反应法逐步被淘汰，熔融纺丝理论上具有较好的发展前景，但受原料、技术、性能、需求、设备等各方面因素限制，实际上市场份额也在减少。从产品性能上来看，熔融纺丝的优势并不突出，终端市场接受度不高，导致大部分企业逐渐退出熔融纺丝氨纶市场，仅有个别企业维持小量生产以供应特殊客户。

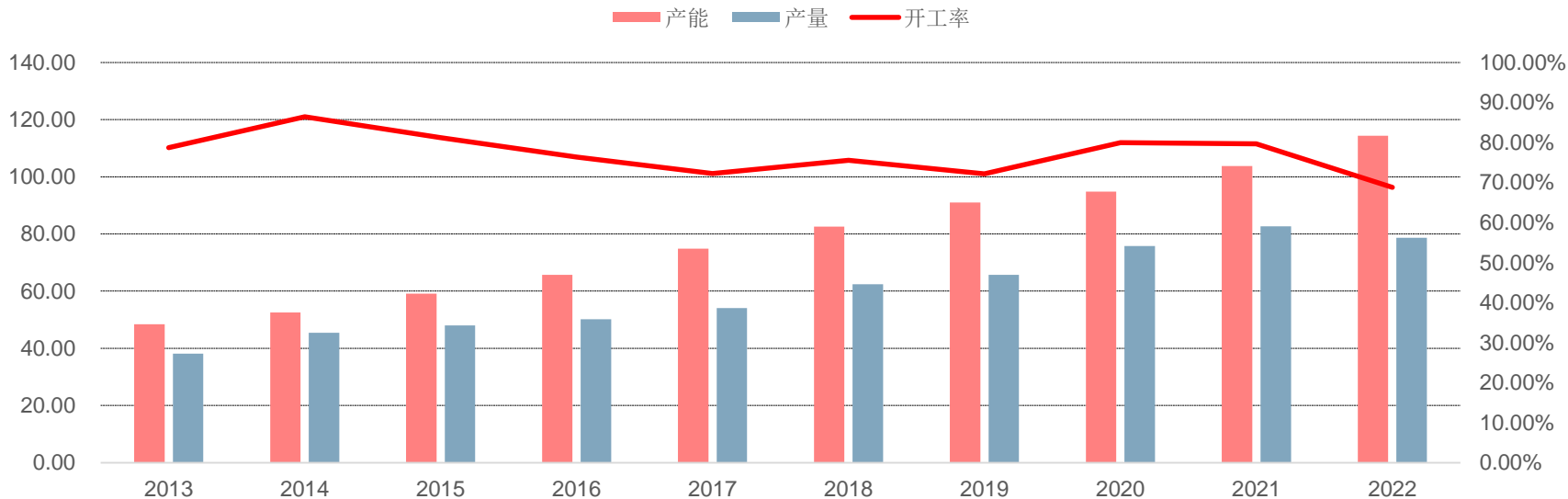
图：氨纶生产工艺



资料来源：公司公告，中信建投

供给：产能稳步增长，行业集中度持续提升

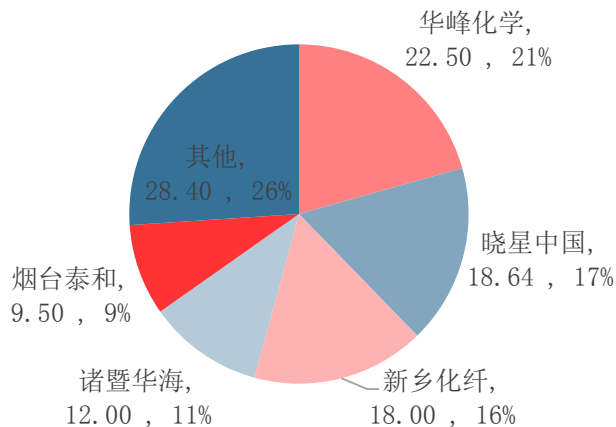
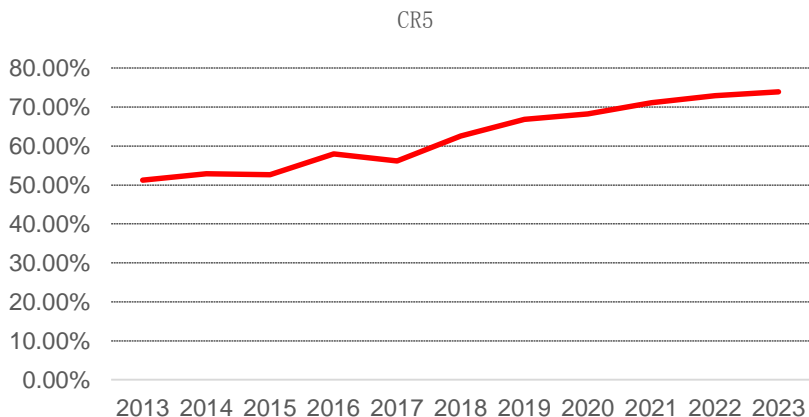
图：氨纶产能、产量、开工率（万吨、%）



- 国内氨纶产能持续增长。2022年国内氨纶产能达到114.39万吨，同比增速为10.77%，2013-2021年氨纶行业整体开工率在80%上下波动，2022年受疫情影响开工率偏低。

供给：产能稳步增长，行业集中度持续提升

图：氨纶行业集中度



- **氨纶行业集中度提升。**氨纶行业具有明显的头部效应，截至2023年，国内氨纶行业产业集中度（CR4）为73.95%。其中最大的供应商为华峰化学，目前产能22.5万吨，产量可达26万吨。其余比较大的厂商包括晓星、新乡化纤、诸暨华海、泰和新材等，目前市场上仍有部分小产能企业在生产，随着头部企业的持续扩产，具有规模优势的头部企业将以更低的成本占领市场，小企业老旧的产能将被淘汰，行业集中度会进一步提升。

供给：未来扩产集中在头部企业

图：氨纶未来扩产情况（万吨）

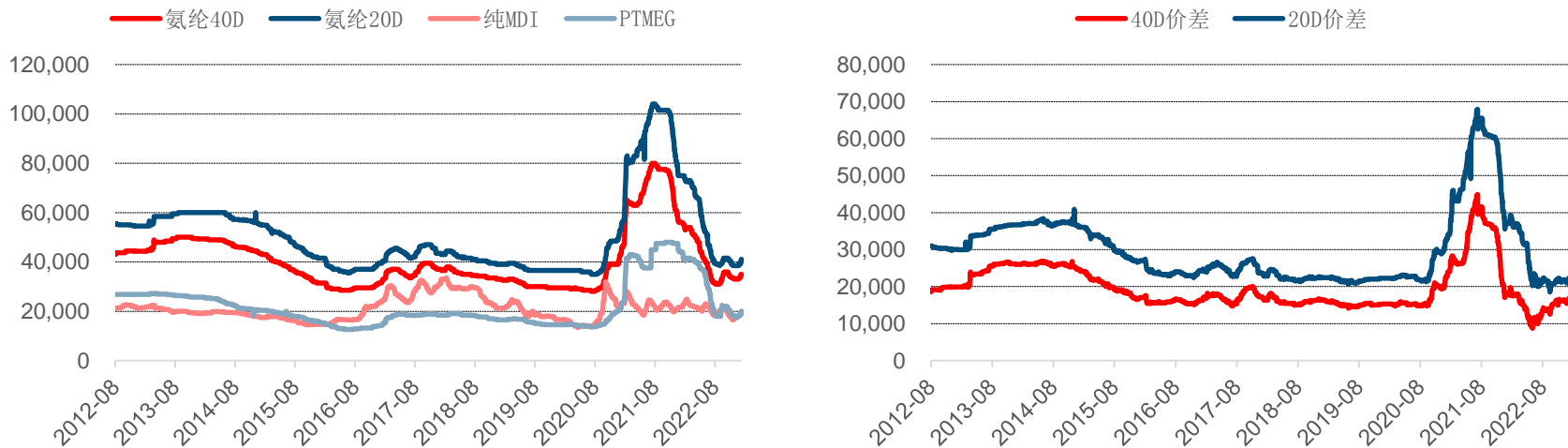
	现有产能	规划产能	备注
华峰化学	22.5	30	分三期投产，一期5万吨预计在2023年投产
晓星中国	18.64	36	36万吨分5期投产，已投3.6万吨，后续分期投产
新乡化纤	18	4	4万吨预计2023年Q4投产
长乐恒申合纤	4	2	预计2023年12月投产
厦门力隆氨纶	1.55	1.3	预计2023年投产

➤ 未来扩产方面，国内氨纶主要增量来自于华峰和晓星，两家分别规划了30万吨与36万吨的氨纶产能。若未来规划产能逐步达产，行业集中度将进一步提升，供给格局进一步改善。

资料来源：百川资讯、公司公告，中信建投

价格：疫情防控放开，价格价差有望逐步回暖

图：氨纶价格价差（元/吨）



- 2022年氨纶遭遇供需两端冲击，并于三季度触底，四季度以来氨纶价差较三季度回暖明显。氨纶作为一种功能型面料，随着人们生活及消费习惯的改变，对舒适性需求提升，氨纶应用范围不断扩大，在纺服、卫材等领域的渗透率持续提升，运动服饰、口罩等产品有望带动氨纶需求向上。展望2023年，随着疫情防控政策的优化，下游需求有望逐步回暖，价格价差有望边际上行。

资料来源：Wind，中信建投

华峰化学优势：多点铸就深厚成本护城河

- 公司位于重庆涪陵的生产基地在折旧成本、能源成本（电价、天然气、蒸汽价格低）、人工成本、运输成本（MDI 主要采购于重庆巴斯夫，PTMEG采购于重庆驰源化工）等方面具备明显的成本优势；此外，公司采用先进的生产工艺，有效平衡物料耗用、促进副产物再利用、提高原材料使用效率；工艺流程的改善及过程控制的提升，又促使产品收率提高、单耗下降。

图：不同公司氨纶单吨投资额

	项目	产能（万吨）	投产时间	投资额（亿元）	单吨投资（万元）	单吨折旧（15年）
华峰化学	重庆华峰公司6万吨氨纶项目	6	2014-2017	19.00	31674	2112
	重庆华峰公司10万吨氨纶项目	10	2020-2022	26.30	26300	1753
	重庆华峰公司30万吨氨纶项目	30	2023-2025	43.60	14533	969
新乡化纤	2×2万吨超柔软氨纶纤维项目	4	2015-2017	17.50	43750	2917
	3×2万吨超细旦氨纶纤维项目	6	2018-2019	30.71	51183	3412
	年产10万吨超细旦氨纶纤维项目	10	2022-2024	32.88	32880	2192
泰和新材	1.5万吨高效差别化粗旦氨纶	1.5	2021	5.00	33333	2222
	年产3万吨绿色差别化氨纶项目	3	2020	10	33333	2222
长乐恒申合纤	年产3万吨差别化功能性氨纶生产项目	3	2023-2024	8.96	29877	1992
晓星	年产36万吨氨纶及其原料配套项目	36	2022年开始	120.00	33333	2222
	年产6万吨特殊用途差别化氨纶丝项目	6	2016-2018	22.34	37237	2482

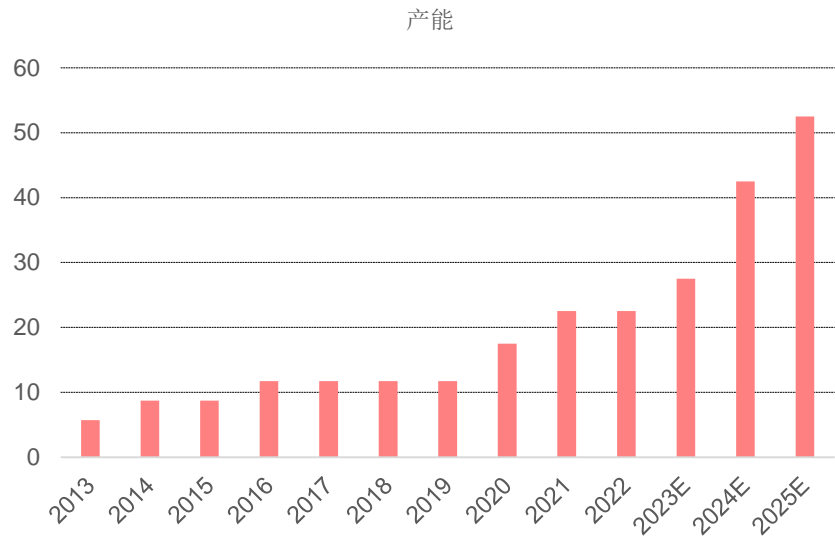
● 资料来源：公司公告、环评报告，中信建投

华峰化学优势：多点铸就深厚成本护城河

图：国内主要上市公司氨纶毛利率对比

	华峰化学	公司A	公司B	公司C
2007	44.6%	44.1%	39.3%	35.50%
2008	17.9%	5.8%	20.1%	9.66%
2009	19.0%	19.0%	18.1%	9.14%
2010	32.2%	31.0%	30.2%	20.53%
2011	14.9%	10.8%	13.1%	7.21%
2012	9.8%	3.3%	7.1%	-0.57%
2013	22.9%	16.7%	16.2%	10.57%
2014	31.4%	23.2%	21.8%	15.35%
2015	26.2%	15.6%	18.5%	9.40%
2016	17.2%	1.4%	11.7%	-8.09%
2017	20.46%	12.37%	10.9%	9.83%
2018	22.64%	9.56%	2.21%	9.46%
2019	22.33%	10.31%	0.2%	
2020	25.50%	17.11%	16.0%	
2021	47.2%	41.3%	35.5%	
2022H1	19.1%	10.06%	10.7%	
2007-2014年平均	24.1%	19.2%	20.7%	13.4%
2015-2019年平均	21.8%	9.8%	8.7%	5.2%
2020-2021年平均	36.4%	29.2%	25.7%	

图：华峰化学产能规划（万吨）



➤ 从毛利率上看，华峰化学毛利率长期领先于同行，2014-2016，重庆基地6万吨氨纶陆续投产，公司氨纶盈利与同行差距进一步拉大。随着重庆基地新规划的30万吨逐步落地，公司盈利优势有望继续扩大。

● 资料来源：公司公告，中信建投

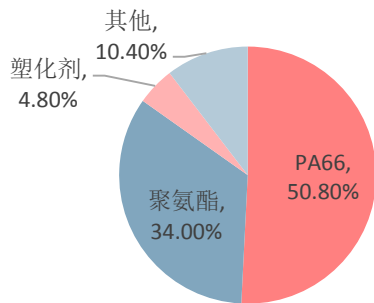
目录

- 华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头
- 氨纶：公司成本优势显著，产能逆势扩张
- 己二酸：PA66与PBAT投产需求亟待爆发，成本控制领先同行
- 鞋底原液：鞋底原液龙头企业，盈利稳定
- 华峰集团：集团产业布局广泛，优质资产丰富
- 盈利预测
- 风险提示

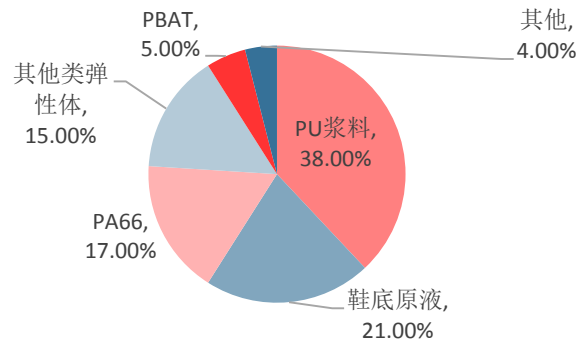
己二酸：主要应用于PA66与聚氨酯

- 己二酸又名肥酸（AA），常温下为白色单斜晶体，是脂肪族二元酸中最具应用价值的二元酸。己二酸应用广泛，主要用于尼龙和聚氨酯两大领域。尼龙领域主要是己二酸和己二胺发生缩合反应生成尼龙66盐，尼龙66盐再进一步生成尼龙66树脂。聚氨酯领域是己二酸和多元醇发生酯化反应生成聚醚多元醇，进而生成各种聚氨酯产品，如鞋底原液、PU浆料、热塑性弹性体（TPU）等。
- 2021年全球己二酸消费中，PA66应用占比约50.8%，聚氨酯应用占比约34%，其他应用占比约15.2%。
- 国内，己二酸下游应用结构为PU浆料（38%）、鞋底原液（21%）、PA66（17%）、其他类弹性体（15%）、PBAT（5%）、其他（4%）。

图：全球己二酸下游应用结构

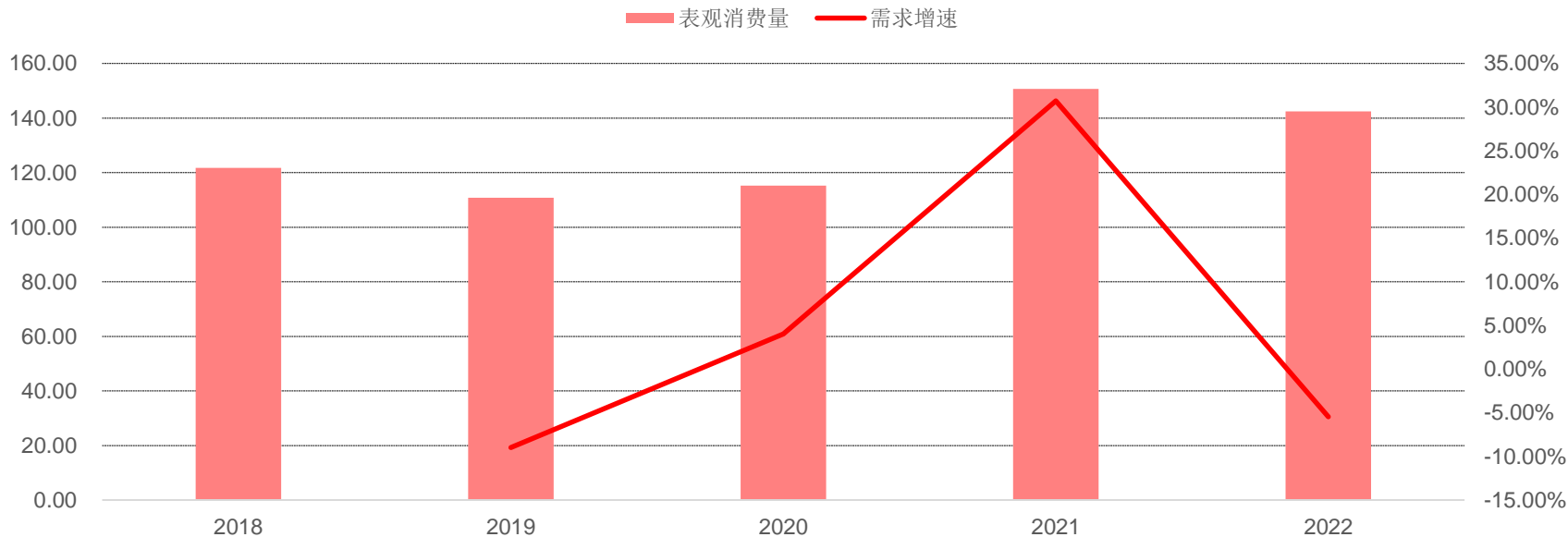


图：国内己二酸下游应用结构



需求：需求整体持稳，2022年受疫情影响有所下滑

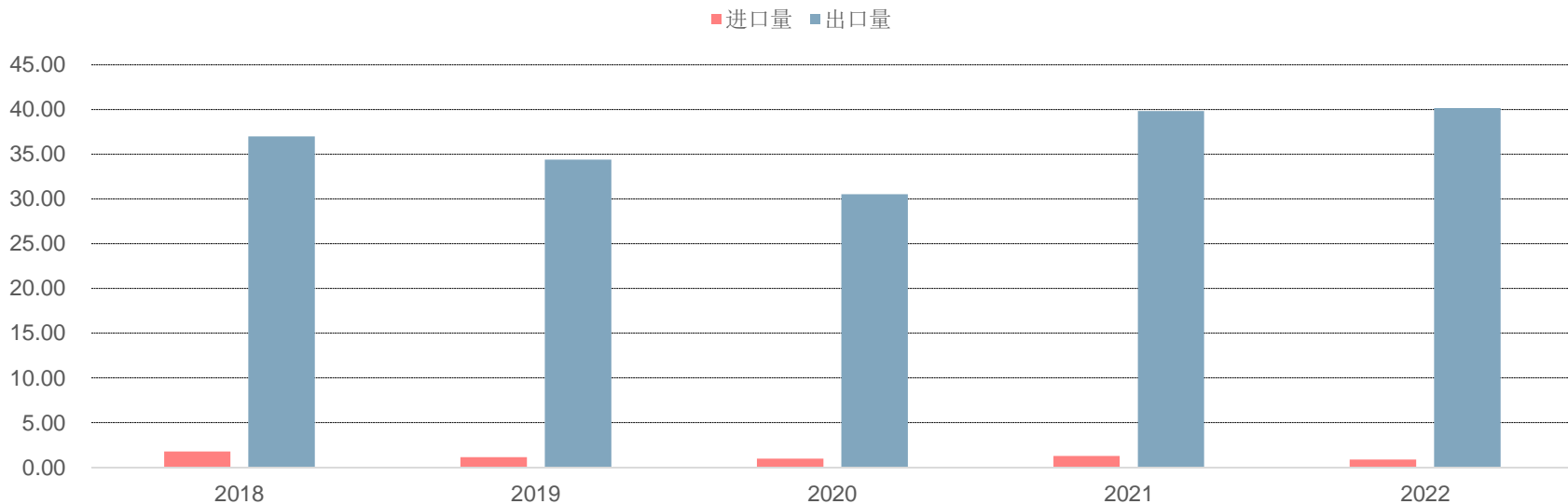
图：己二酸表观消费量（万吨）



➤ 国内己二酸消费整体变化不大，2018-2020年在120万吨左右，2021年传统下游PU浆料、鞋底原液等需求恢复，表观消费同比增长30.7%至150.7万吨，2022年受疫情反复的影响需求同比有所下滑。

需求：需求整体持稳，2022年受疫情影响有所下滑

图：己二酸表观消费量（万吨）

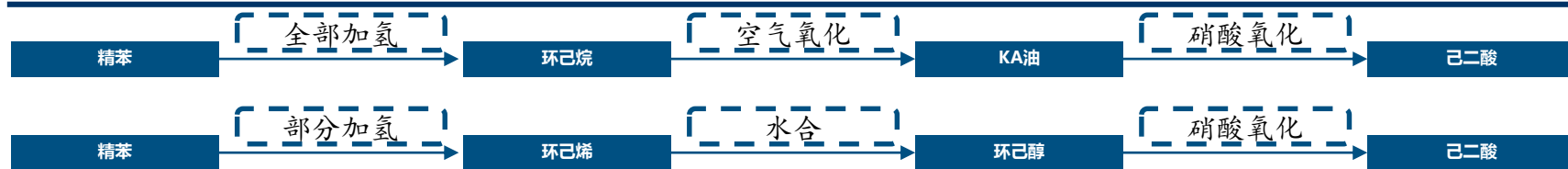


- 国内己二酸供应能力大于需求，出口量大。2021年国内己二酸出口量为39.8万吨，同比增长30.7%，2022年出口量为40.16万吨，同比增0.87%。国内己二酸综合成本低，产品质量稳定，具备较强的国际竞争力。

供给：产能稳步增长，供给整体过剩

- 工业上生产己二酸的主要方法包括环己烷法、环己烯法、丁二烯法以及生物氧化法。环己烷法和环己烯法是目前生产己二酸最主要的两种方法。
- 20世纪30年代到70年代，经美国杜邦公司、孟山都公司、英国的帝国化学、法国罗纳普朗克公司的不断努力和完美，开发了苯完全氢化氧化法制备己二酸，该工艺目前仍为生产己二酸的主要工艺之一。环己烷法的工艺路线为：先由精苯催化加氢生成环己烷，然后空气氧化环己烷生成环己酮和环己醇（即醇酮油，又称KA油），再经硝酸氧化KA油合成己二酸。
- 20世纪90年代，日本旭化成公司研究开发了环己烯法生产己二酸的工艺。该方法的工艺过程为：苯与氢气在钌基催化剂作用下发生苯部分加氢反应生产环己烯，环己烯在分子筛催化作用下与水发生水合反应生成环己醇，最后以硝酸氧化环己醇制备己二酸。其中部分加氢和水合反应都是在水相中进行的温和反应，反应过程缓慢，工艺上也更加安全。整个过程不产生污垢和残渣，不会腐蚀和堵塞设备管道，具有更高的操作稳定性。

图：己二酸工艺路径



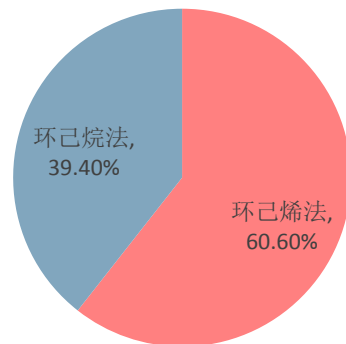
供给：产能稳步增长，供给整体过剩

- 环己烷法：该工艺较成熟，操作条件温和，原料为石油化工中常用的苯，方便易得，经济合理，是世界上大多数生产己二酸厂家采用的主要工艺方法；但由于原料除精苯外还涉及氢气、硝酸等，工艺流程长，一次性资金投入大，副产物较多，并存在工业“三废”污染，产品收率不高等缺点。
- 环己烯法：环己烯法工艺以原子经济为特征，碳资源利用率较高，氢气的消耗大为降低，副产物较少，生产的产品纯度较高，“三废”排放也在大幅度下降，同时能耗低，生产成本低，具有广阔的发展前景。

图：己二酸工艺路径

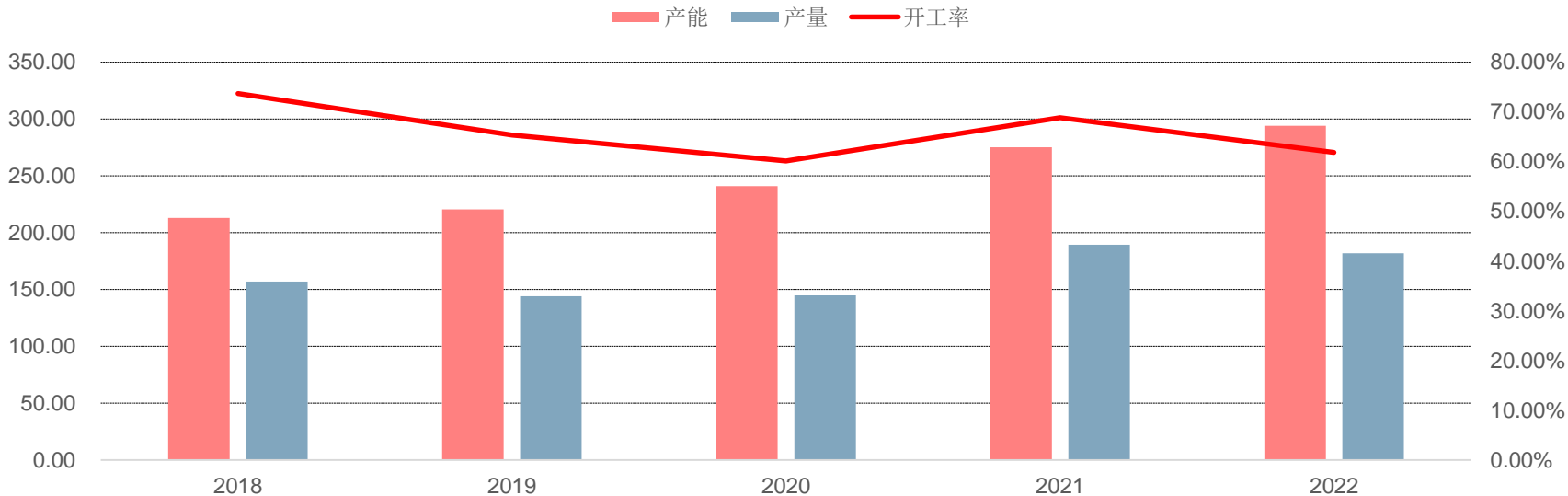
项目	环己烷法	环己醇法	
原料	精苯 (t)	0.98	1.07
	氢气 (m ³)	913	716
	硝酸 (t)	0.932	0.902
原料来源	广泛	广泛	
工艺流程	流程长	流程长	
碳资源利用率	70%-80%	99%	
副产物	多	少	
产品收率	一般	高	
产品纯度	一般	高	
三废污染	污染大	污染小	
耗电 (kW·h)	563	190	
生产成本	较高	较低	

图：2021年国内己二酸工艺占比



供给：产能稳步增长，供给整体过剩

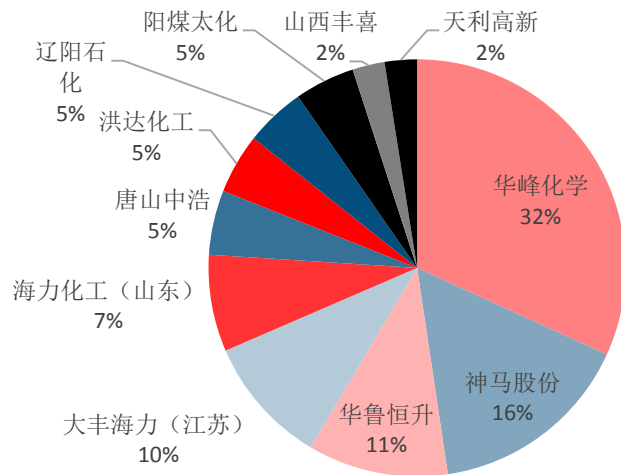
图：己二酸产能、产量、开工率（万吨、%）



➤ 国内己二酸产能持续增长。据百川资讯，2022年国内己二酸产能达到294万吨，2018-2022年平均每年增加约20万吨，行业整体开工率在60%左右，供给整体过剩。

供给：产能稳步增长，供给整体过剩

图：己二酸行业集中度（2022年）



- 截至2022年，己二酸产能前四分别为华峰化学（95.5）、神马股份（47.5）、华鲁恒升（32.66）、山东海力（52.5，江苏+山东），CR4为76%。在行业整体开工在60%左右背景下，龙头企业保持高开工率水平，主要源于下游的配套，如华峰化学己二酸自用于鞋底原液、尼龙66、浆料PU，神马股份可自用于PA66。

供给：未来扩产集中在龙头企业

图：己二酸2023年主要扩产计划

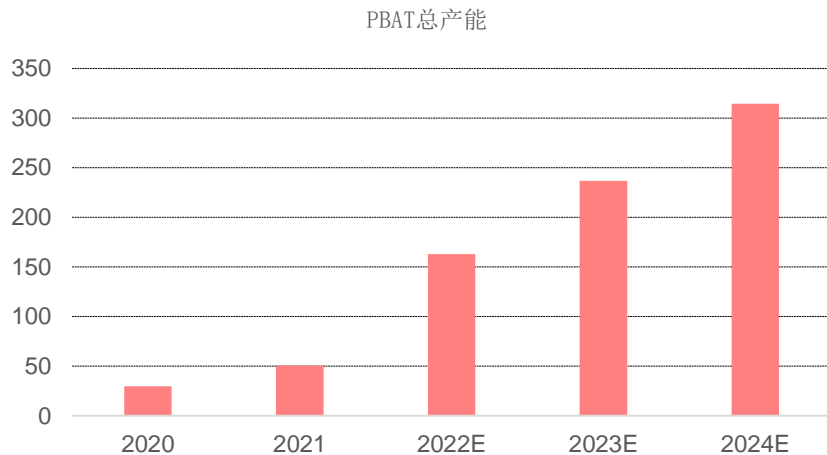
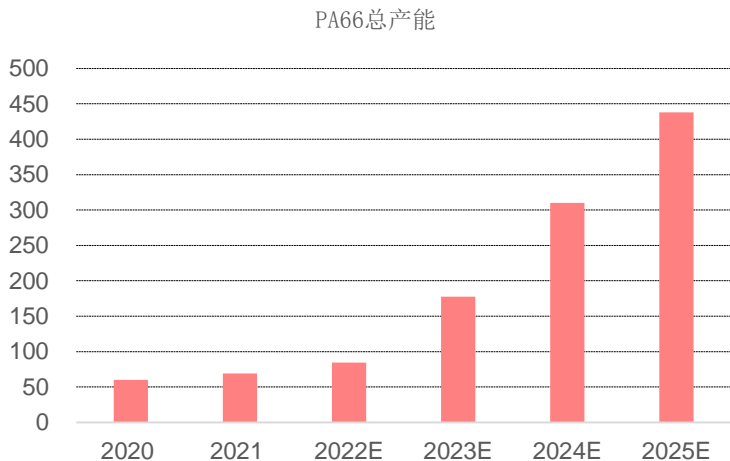
省份	企业名称	新增产能	投产时间预期	下游配套
重庆	华峰化学	40	2023年	华峰集团30万吨PBAT、30万吨己二腈、30万吨尼龙66
河南	河南峡光	30	20年11月开工，原定22年投产，实际投产待定	10万吨己二腈、10万吨己二胺、20万吨尼龙66
山东	华鲁恒升	20	预计2023年底	配套8万吨尼龙66
大连	恒力集团	30	2023年H1	45万吨PBAT/PBS

资料来源：百川资讯、卓创资讯，公司公告，中信建投

需求：PA66与PBAT投产需求亟待爆发

图：国内PA66产能（万吨）

图：国内PBAT产能（万吨）

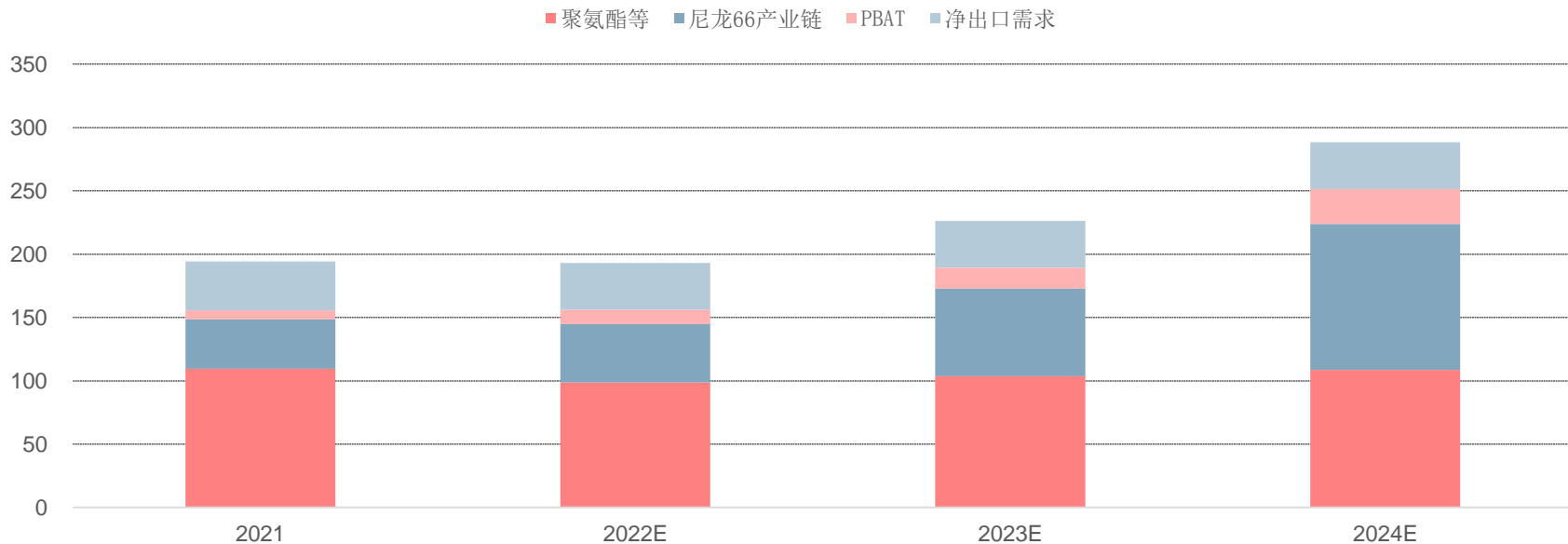


- 国内己二酸传统应用领域需求较为稳定，未来需求主要来源于尼龙66与PBAT的大量投产。
- PA66：当前国内多个己二腈项目进入投产期，己二腈国产化将带来尼龙66的产能与需求的释放，国内PA66产能规划超过800万吨，2023年开始将逐渐投放。
- PBAT：随着全球禁塑令推广与国内限塑的发展，国内企业大规模上马PBAT产能，2023年将开始逐步释放。

资料来源：百川资讯、卓创资讯，公司公告，中信建投

需求：PA66与PBAT投产需求亟待爆发

图：己二酸需求测算（万吨）

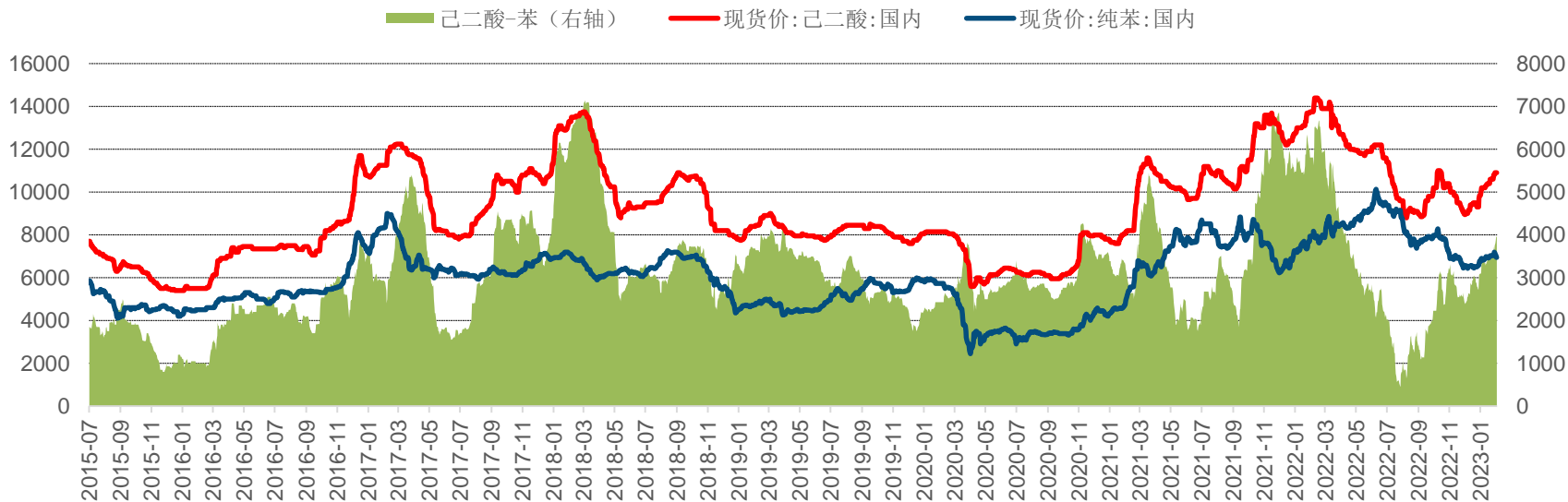


➤ 随着PA66与PBAT的释放，己二酸的需求也将迎来爆发。

● 资料来源：百川资讯、卓创资讯，公司公告，中信建投

价格价差：四季度以来价格价差逐步回暖

图：己二酸价格价差（元/吨）

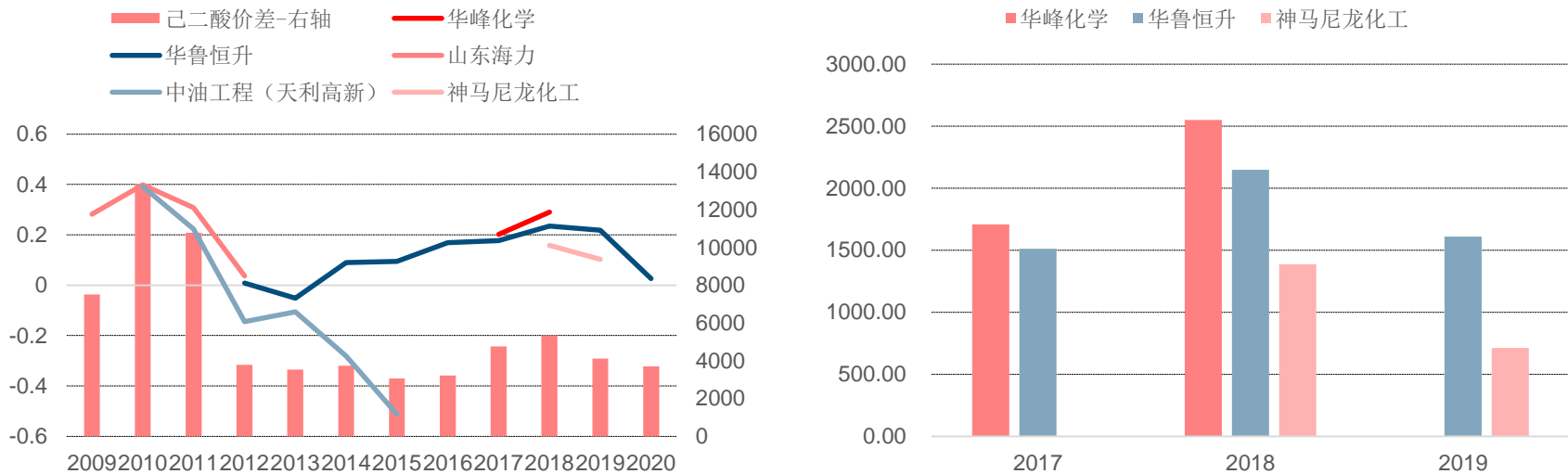


- 2022年国内受疫情影响，内贸需求表现低迷，海外受地缘政治因素及国际经济大环境影响，下游成本压力传导困难，生产积极性不高，内外需求均不佳，价格价差持续下跌，并于三季度触底，后企业主动降负，四季度以来整体价格价差逐步回暖。

资料来源: Wind, 中信建投

华峰化学优势：成本控制与盈利领先

图：国内主要企业己二酸毛利率与吨毛利（%，元/吨）



➤ 对比盈利能力，2012年国内己二酸大幅扩产，价格价差迅速下跌，国内己二酸企业出现大幅亏损，华鲁恒升凭借极强的成本管控能力恢复较好，2017-2018年华峰化学己二酸毛利率高过华鲁恒升约3-6pct。吨毛利来看，华峰化学吨毛利高于华鲁恒升约300元，华鲁恒升高于神马尼龙化工约800元。

● 资料来源：公司公告，中信建投

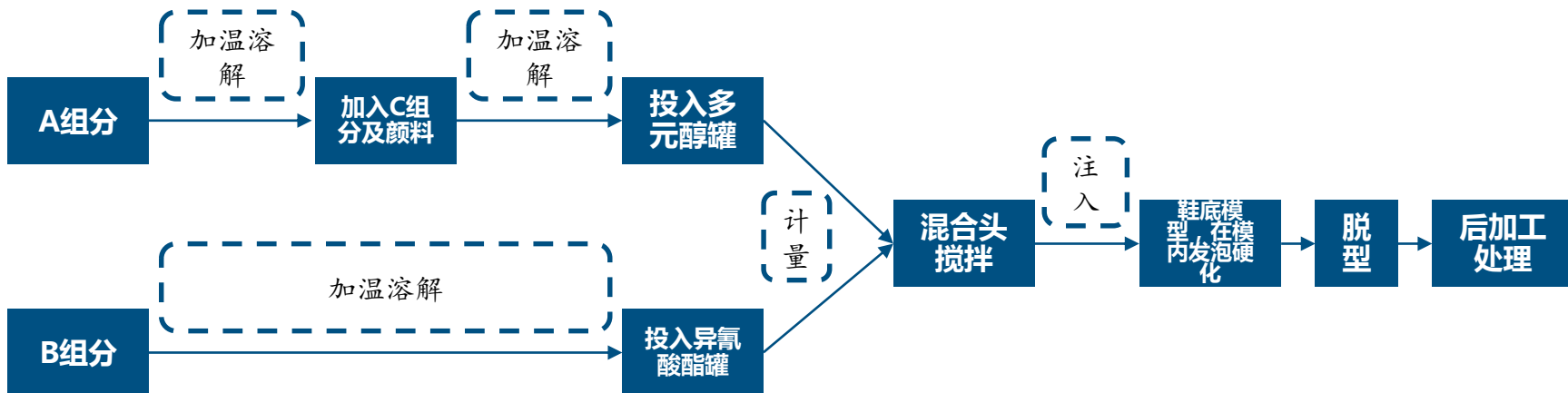
目录

- 华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头
- 氨纶：公司成本优势显著，产能逆势扩张
- 己二酸：PA66与PBAT投产需求亟待爆发，成本控制领先同行
- 鞋底原液：鞋底原液龙头企业，盈利稳定
- 华峰集团：集团产业布局广泛，优质资产丰富
- 盈利预测
- 风险提示

鞋底原液

- 聚氨酯鞋底原液根据所用多元醇不同可分为聚酯型和聚醚型。聚酯型的强度、耐磨、耐撕裂、耐油性能好，而聚醚型的耐水解、耐霉菌、耐挠曲、耐低温性能好。目前市场上仍以聚酯型鞋底液为主，约90%。
- 聚氨酯鞋底原液制备方法有一步法、半预聚法和预聚法。聚酯型鞋底液多采用半预聚法和预聚法，原料一般由A、B、C三个组分构成。其中A组分为多元醇组分，包括聚酯多元醇、扩链剂、均泡剂和发泡剂。B组分为预聚物组分，包括聚酯多元醇和异氰酸酯（如MDI）。C组分为催化剂，通常为固体胺和乙二醇。

图：鞋底原液工艺



鞋底原液

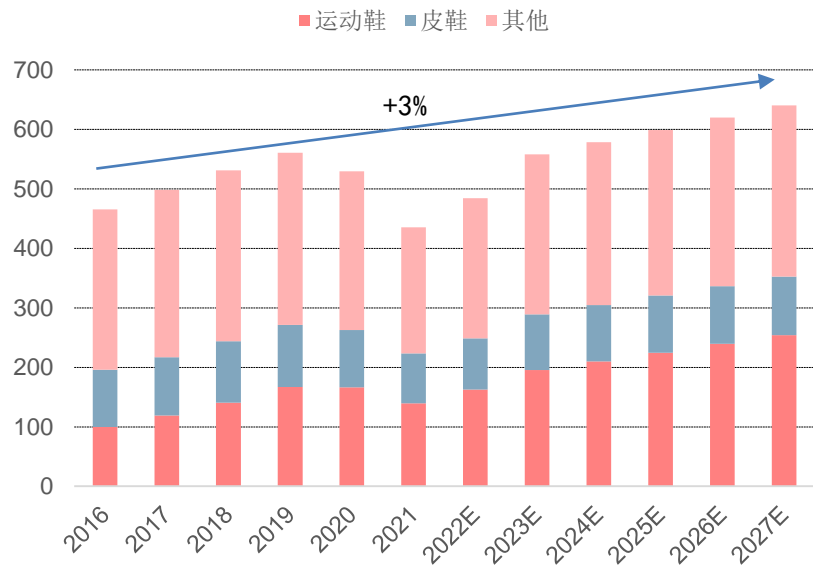
我国聚氨酯原液在鞋材中占比较低，替代空间广阔。随着社会经济的发展与人们生活水平不断提高，鞋底材料的质量不断提高，选择性也越来越多。传统鞋底大多采用皮革、NR等天然材料，现代鞋底则多采用SR、PVC、PU、TPE等人工材料。聚氨酯作为鞋底材料在1990年以后被广泛使用，具备质量轻、弹性好、强度高、耐磨、穿着舒适、可降解等特点。同样作为轻量化的鞋底材料，聚氨酯与EVA相比回弹性和耐磨性更好，在运动鞋、安全鞋、舞鞋等品类中有独特的优势。

图：鞋底原液工艺

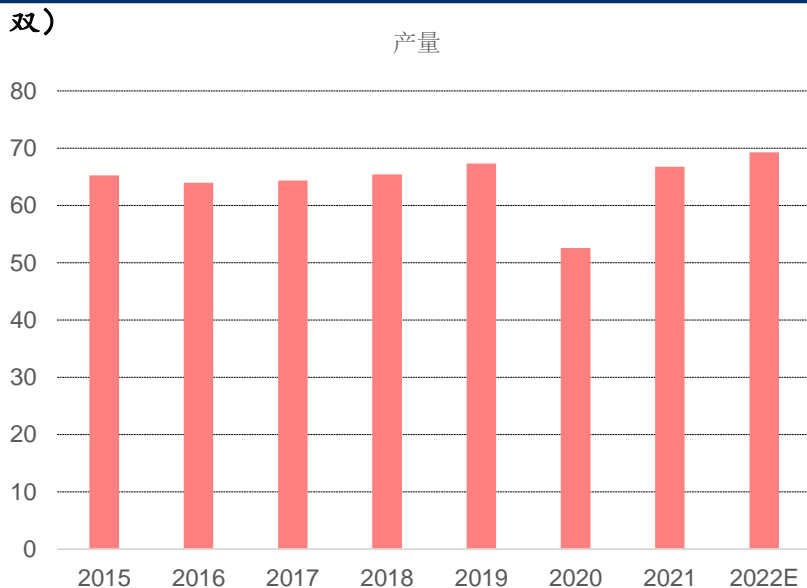
	NR	PVC	PU（聚氨酯）	TR	EVA
美观性	中等	中等	中等	较差	中等
柔软度	中等	中等	中等	较差	中等
透气性	较差	较差	较差	较差	较差
绝缘性	优秀	中等	优秀	较差	中等
防滑性	优秀	较差	较差	优秀	较差
稳定性	优秀	较差	较差	中等	中等
重量	重	重	轻	重	轻

需求：鞋类市场整体平稳，运动鞋增长较快

图：2016-2027年鞋市场发展状况（十亿



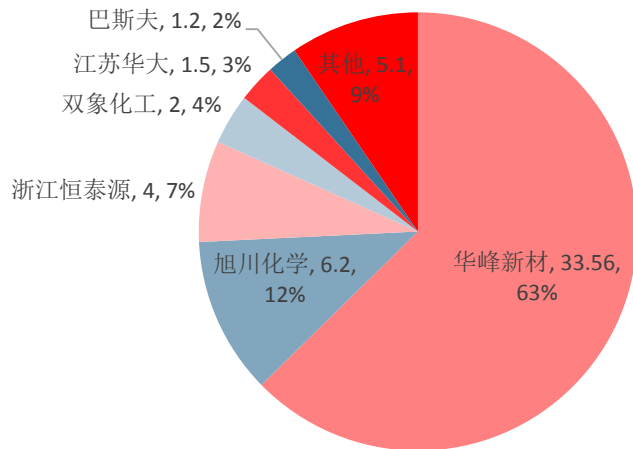
图：2015-2022年中国休闲鞋产销量（亿



- 我国鞋类市场整体增长较为平稳，2020-2021年受疫情影响有所下滑。从结构看，运动鞋市场增速高于整体鞋业增速，随着人们对身体健康的愈发重视，全民健身的热潮推动，运动鞋市场有望稳健增长。

供给：中国为最大生产国，华峰化学为最大生产商

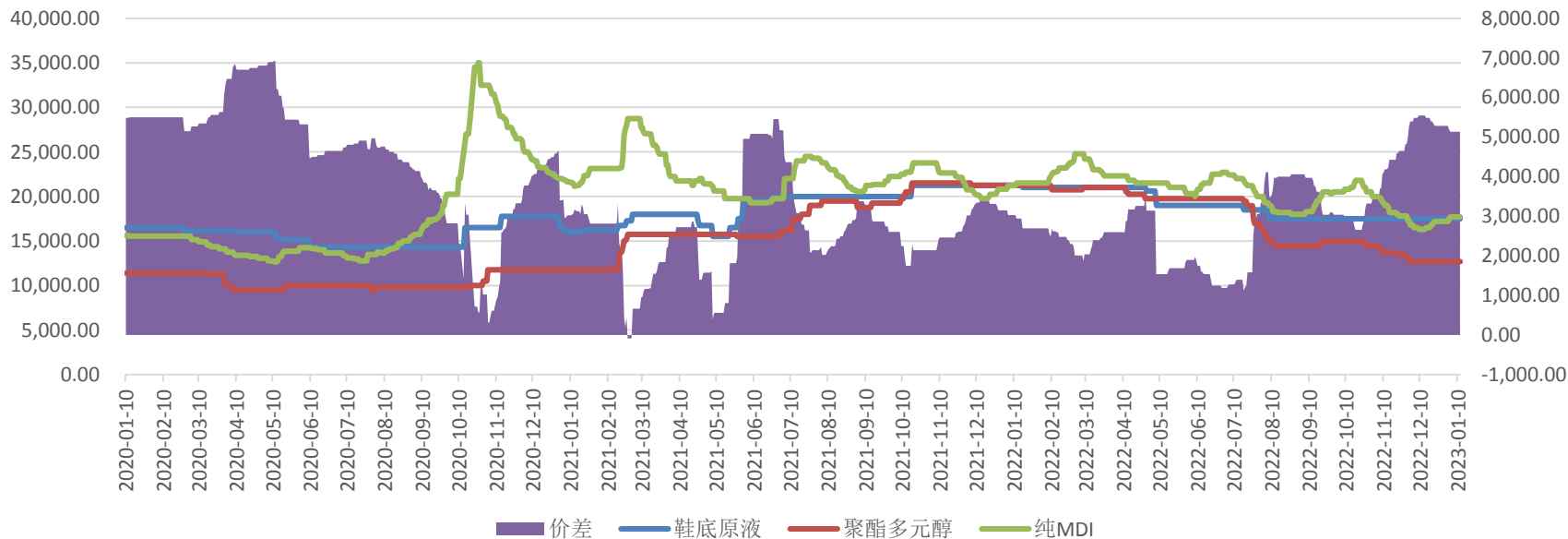
图：2018年鞋底原液产量



- 中国是全球最大的聚氨酯鞋底原液生产国。我国自1986年引进日本聚氨酯鞋底原液生产技术以来，行业迅速发展，目前国内鞋底原液生产厂家已达30余家，主要分布在浙江、江苏、山东、福建、广东等地。2018年中国鞋底原液总产能为117万吨，产量约为54万吨，开工率为46.2%，整体行业开工率偏低。

价格价差：四季度以来价差有所扩大

图：鞋底原液价格价差（元/吨）

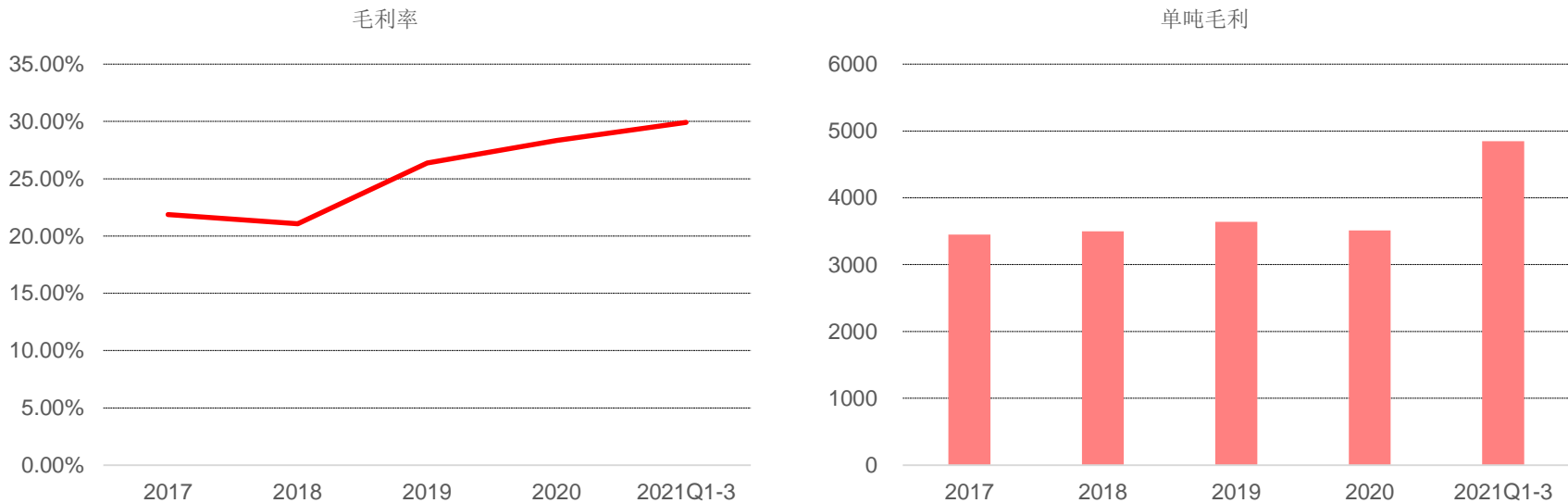


➤ 2022年国内受疫情影响，内贸需求表现低迷，全年价格呈下跌趋势。价差方面，聚氨酯原液价差于二季度触底，三季度以来，聚氨酯原液跌幅不及原材料跌幅，整体价差有所扩大。

● 资料来源：Wind，百川资讯，中信建投

华峰化学：议价能力强，盈利稳健

图：聚氨酯原液毛利率与单吨毛利



➤ 公司鞋底原液市占率高，在国内鞋底原液市场具备较强的定价权，向下游客户议价能力强，盈利能力稳健。目前公司现有产能47万吨，在建产能5万吨，随着未来规模效应的扩大，盈利有望继续提升。

● 资料来源：公司公告，中信建投

目录

- 华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头
- 氨纶：公司成本优势显著，产能逆势扩张
- 己二酸：PA66与PBAT投产需求亟待爆发，成本控制领先同行
- 鞋底原液：鞋底原液龙头企业，盈利稳定
- 华峰集团：集团产业布局广泛，优质资产丰富
- 盈利预测
- 风险提示

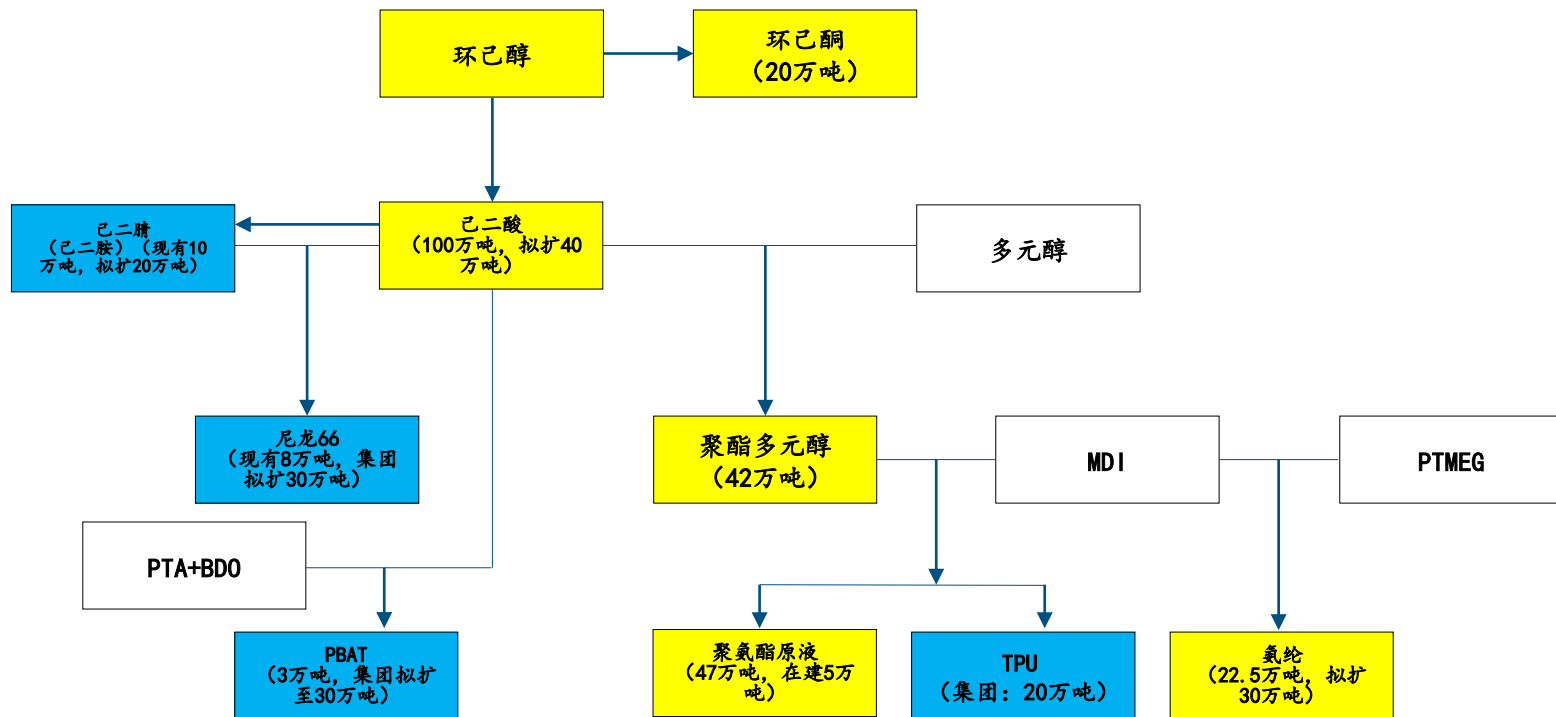
华峰集团：优质资产丰富，华峰化学为重要的新材料与化工平台

	产能	市占率	在建产能	备注
聚氨酯原液	42万吨	60%	5万吨	浙江华峰新材料有限公司（华峰化学）
聚氨酯树脂	55万吨	20%		浙江华峰合成树脂有限公司（华峰集团）
氨纶长丝	22.5万吨	25%	30万吨	华峰化学股份有限公司（华峰化学）
超纤材料	1亿平米	55%		上海华峰超纤科技股份有限公司（华峰超纤）
PBAT	3万吨	-	30万吨	浙江华峰环保材料有限公司（华峰集团）
热塑性聚氨酯（TPU）	10万吨	20%		浙江华峰热塑性聚氨酯有限公司（华峰集团）
环己酮	20万吨	-		重庆华峰化工有限公司（华峰化学）
尼龙66切片	8万吨	8%	30万吨	华峰集团有限公司聚酰胺事业部（华峰集团）
铝热传输材料	16万吨	-		上海华峰铝业股份有限公司（华峰铝业）
己二酸	100万吨	40%	40万吨	重庆华峰化工有限公司（华峰化学）
聚酯多元醇	42万吨	22%		浙江华峰新材料有限公司（华峰化学）
己二腈/己二胺	10万吨	-	20万吨	华峰集团
高端汽车铝板带箔			15万吨	华峰集团
PPC			30万吨	华峰集团
可降解塑料薄膜			30万吨	华峰集团
轻量化、差异化的高性能TPU			20万吨	华峰集团
生物基PDO				Covation Biomaterials（瑞讯生物材料）（华峰集团）
生物基PTT				Covation Biomaterials（瑞讯生物材料）（华峰集团）

- 在已有项目上，集团层次持续扩大产业布局，优质资产丰富，包括己二腈-尼龙66产业链以及生物基材料等，华峰化学为集团下重要的化学及新材料平台。
- 1、2022年7月7日，华峰集团在涪陵打造新材料一体化项目，项目建设包括40万吨/年己二酸、30万吨/年差别化氨纶、20万吨/年己二腈/己二胺、30万吨/年尼龙66、15万吨/年高端汽车铝板带箔等项目。
- 2、2022年6月1日，华峰集团收购美国杜邦旗下剥离出的生物基产品相关业务及技术完成交割，新增生物基PDO与PTT业务。

华峰集团：优质资产丰富，华峰化学为重要的新材料与化工平台

图：华峰集团及华峰化学产业链（黄底为上市公司业务，蓝底为华峰集团业务，白底为外购原材料）



目录

- 华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头
- 氨纶：公司成本优势显著，产能逆势扩张
- 己二酸：PA66与PBAT投产需求亟待爆发，成本控制领先同行
- 鞋底原液：鞋底原液龙头企业，盈利稳定
- 华峰集团：集团产业布局广泛，优质资产丰富
- 盈利预测
- 风险提示

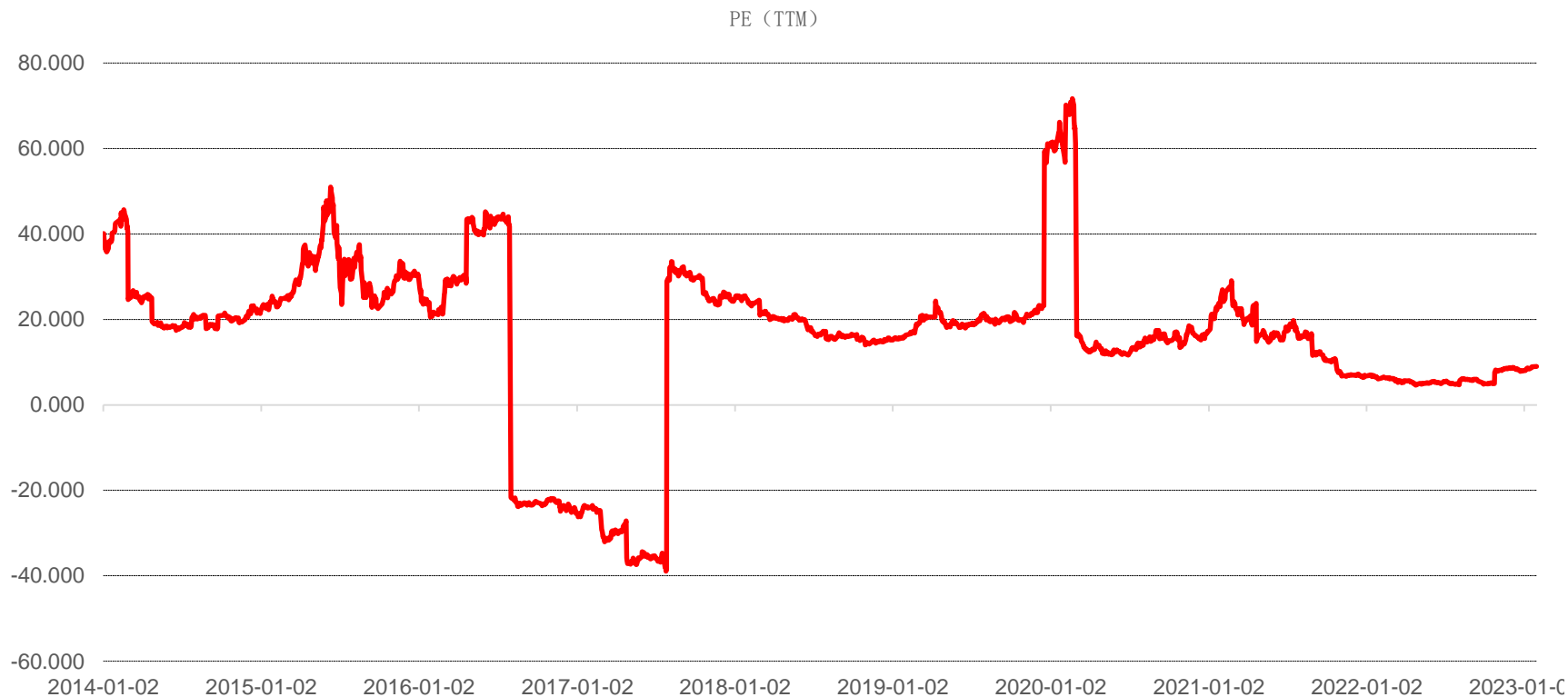
盈利预测与估值

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,723.88	28,367.20	26,334.80	30,965.38	36,826.18
营业收入同比（%）	6.81	92.66	-7.16	17.58	18.93
归属母公司净利润（百万元）	2,279.13	7,936.70	2,779.40	3,873.92	4,491.58
净利润同比（%）	23.77	248.23	-64.98	39.38	15.94
ROE（%）	19.69	41.75	13.04	15.80	15.91
每股收益（元）	0.46	1.60	0.56	0.78	0.91
P/E	16.50	4.74	14.55	11.03	9.33
P/B	3.25	1.98	1.90	1.66	1.45

➤ 预计公司2022-2024年归母净利润为27.79、38.74、44.92亿元，EPS分别为0.56、0.78、0.91元，PE分别为14.6X、11.0X和9.3X，维持“买入”评级。

资料来源：Wind，中信建投

华峰化学历史PE (TTM)



资料来源: Wind, 中信建投

目录

- 华峰化学：华峰集团旗下新材料平台，氨纶+己二酸双龙头
- 氨纶：公司成本优势显著，产能逆势扩张
- 己二酸：PA66与PBAT投产需求亟待爆发，成本控制领先同行
- 鞋底原液：鞋底原液龙头企业，盈利稳定
- 华峰集团：集团产业布局广泛，优质资产丰富
- 盈利预测
- 风险提示

风险提示

- 原油价格持续上涨：原油价格与国际政治经济形势高度关联且具波动较大，如果原油价格进一步上涨，进一步增加公司成本压力，进而影响公司盈利能力。
- 行业竞争加剧：国内氨纶、己二酸企业众多，各企业均有不同规模的扩产计划，进而加剧行业竞争，影响盈利空间。
- 宏观经济环境变化：宏观经济环境变化对氨纶行业有一定的影响，随着经济全球化、一体化的加速，如果未来全球经济发生较大波动，我国的经济增速持续放缓，下游对氨纶、己二酸需求下降，则有可能对公司的经营业绩产生不利影响。
- 投产不达预期：公司氨纶、己二酸均有较大规模的扩产规划，若投产进度不及预期，可能会对公司产品产销量产生影响，进而影响盈利。

分析师介绍

邓胜：化工及能源开采行业联席首席，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文10余篇。6年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020年连续三年万得金牌分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2106
室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心
B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csc.hk