

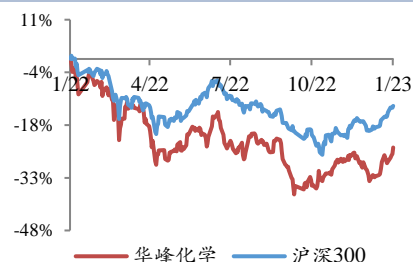
业绩环比改善，价差修复明显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-01-19

收盘价 (元)	7.6
近 12 个月最高/最低 (元)	9.71/6.53
总股本 (百万股)	4,963
流通股本 (百万股)	4952
流通股比例 (%)	99.78
总市值 (亿元)	377
流通市值 (亿元)	376

公司价格与沪深 300 走势比较



联系人：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 盈利短期承压，边际或有改善 2022-10-25
2. 氨纶盈利短期承压，龙头静待景气回暖 2022-08-07

主要观点：

● 事件描述

2023 年 1 月 18 日晚间，华峰化学发布 2022 年度业绩预告，公司 2022 年全年预计实现归母净利润 26.5-28.5 亿元，同比减少 66.61%-64.09%；预计实现扣非净利润 25.2-27.2 亿元，同比减少 67.93%-65.39%，基本每股收益 0.54-0.58 元。

● 主要产品价差回暖，四季度业绩环比改善

公司预计第四季度实现归母净利 2.34-4.34 亿元，同比减少 76.02%-87.07%，环比增长 1014%-1967%；扣非净利润 1.8-3.8 亿元，同比减少 78.6%-89.9%，环比增长 17900%-37900%。2022 年四季度业绩环比上升主要原因是公司主要产品氨纶、己二酸等价差修复。根据市场价格测算，2022Q4 公司主要产品氨纶 40D/己二酸/聚氨酯原液价格同比分别-52.78%/-18.84%/-9.30%，环比分别+2.74%/+3.67%/-5.01%；主要产品价差氨纶-纯 MDI-PTMEG/己二酸-纯苯-硝酸同比分别-52.51%/-41.31%，环比分别+21.10%/+117.31%。

● 四季度氨纶底部震荡，价差有所修复

四季度，氨纶价格底部盘整，均价环比+2.74%。供应端，2022 年四季度无新增氨纶产能投放，供应端压力无明显提升。成本端，原料 PTMEG 价格随原油价格进一步下跌继续下跌，四季度均价环比-10.66%，MDI 价格环比下跌 3.85%，成本压力下行。需求端由于疫情以及宏观经济环境整体较弱，但由于前几个季度下跌幅度较大，行业利润水平不佳触及企业成本线，整体价格下跌动力不足，价差环比+21.10%。随着疫情政策呈现开放趋势，市场信心有所提振，我们认为氨纶的需求端将逐步改善。产能端，后市新增产能计划仍存，2023 年或仍有供给压力。成本端看，后市 BDO 投产计划虽多，但较多是配套 PBAT，PTMEG 整体投产计划有限，因此下行空间有限。我们认为 2023 年氨纶行业或仍有压力，但产能出清将加快，龙头市场份额继续提升。华峰化学积极推进 30 万吨差别化氨纶产能建设，预计将在 2023-2025 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。

● 己二酸供需格局有望迎来改善，公司业绩弹性将显现

四季度，己二酸整体价格环比小幅提升，均价环比+3.67%。目前已二酸行业格局稳定。由于长年开工低迷，加之下游需求一般，行业新增产能极少，除了新疆天利 16 万吨/年产能预计于 2023 年投放，2023-2025 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，届时公司总产能将达到 115 万吨/年。2022 年下半年，由于需求快速下跌，行业陷入深度亏损。而后各生产企业主动降负，主动去库存，挺价意愿强烈。行业整体开工率约 50% 上下。在供给收紧的情况下，己二酸价格与价差出现反弹，四季度价差环比 +117.31%。中长期来看，尼龙 66 和 PBAT 产能扩张将拉动己二酸需求快速增长，供给方面连续多年低开工率已经使得己二酸行业新增产能明显放缓，未来几年新增产能大多集中于华峰自身。我们认为己二酸景气度将在未来几年边际改善，而华峰化学最为受益，公司将在未来景气反转时拥有较高盈利弹性。

● **投资建议**

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。我们认为公司主要产品景气度有望边际好转，当前是比较好的左侧布局时点。由于四季度需求不及预期，我们下调全年盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 27.91、36.98、42.11 亿元（原预测 36.11 亿元、51.26 亿元、60.00 亿元），同比分别-64.8%、32.5%、13.9%，当前股价对应 PE 分别为 13.51、10.20、8.96 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	28367	24594	26253	25189
收入同比 (%)	92.7%	-13.3%	6.7%	-4.1%
归属母公司净利润	7937	2791	3698	4211
净利润同比 (%)	248.2%	-64.8%	32.5%	13.9%
毛利率 (%)	38.7%	19.8%	22.6%	25.7%
ROE (%)	41.8%	12.1%	13.8%	13.6%
每股收益 (元)	1.71	0.56	0.75	0.85
P/E	6.11	13.51	10.20	8.96
P/B	2.54	1.63	1.41	1.22
EV/EBITDA	4.26	4.92	3.79	3.01

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18157	22226	25636	27783	营业收入	28367	24594	26253	25189
现金	7468	10804	15677	17192	营业成本	17389	19736	20322	18727
应收账款	2013	3397	1781	2791	营业税金及附加	187	154	168	162
其他应收款	14	33	26	17	销售费用	158	341	245	242
预付账款	604	599	624	598	管理费用	438	514	513	469
存货	4034	2717	4242	2169	财务费用	31	0	0	0
其他流动资产	4025	4676	3286	5016	资产减值损失	-33	0	0	0
非流动资产	11021	11274	11344	11364	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	568	603	611	642	投资净收益	70	124	91	92
固定资产	7828	8177	8375	8131	营业利润	9247	3247	4303	4904
无形资产	935	1147	1342	1590	营业外收入	6	17	8	10
其他非流动资产	1690	1346	1016	1001	营业外支出	97	74	67	79
资产总计	29178	33500	36980	39147	利润总额	9156	3190	4244	4835
流动负债	8299	8350	7936	5849	所得税	1220	400	547	625
短期借款	1580	1039	497	50	净利润	7936	2790	3697	4210
应付账款	2279	2569	2355	2039	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	4440	4742	5083	3760	归属母公司净利润	7937	2791	3698	4211
非流动负债	1868	2065	2262	2305	EBITDA	10234	5936	6342	7350
长期借款	846	1034	1221	1252	EPS (元)	1.71	0.56	0.75	0.85
其他非流动负债	1022	1031	1041	1053					
负债合计	10167	10415	10198	8154					
少数股东权益	3	2	2	1					
股本	4634	4963	4963	4963					
资本公积	1456	3900	3900	3900					
留存收益	12919	14221	17918	22129					
归属母公司股东权益	19008	23084	26781	30992					
负债和股东权益	29178	33500	36980	39147					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6135	5495	7483	4568
净利润	7936	2790	3697	4210
折旧摊销	981	2805	2119	2528
财务费用	120	0	0	0
投资损失	-70	-124	-91	-92
营运资金变动	-2902	-41	1689	-2157
其他经营现金流	10907	2896	2078	6446
投资活动现金流	-2220	-3098	-2266	-2648
资本支出	-2096	-3069	-2231	-2581
长期投资	-146	-145	-118	-154
其他投资现金流	21	116	83	87
筹资活动现金流	-862	940	-345	-405
短期借款	-261	-541	-541	-448
长期借款	-283	188	188	31
普通股增加	0	329	0	0
资本公积增加	0	2444	0	0
其他筹资现金流	-319	-1480	9	12
现金净增加额	2994	3337	4872	1515

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	92.7%	-13.3%	6.7%	-4.1%
营业利润	250.0%	-64.9%	32.5%	14.0%
归属于母公司净利润	248.2%	-64.8%	32.5%	13.9%
获利能力				
毛利率 (%)	38.7%	19.8%	22.6%	25.7%
净利率 (%)	28.0%	11.3%	14.1%	16.7%
ROE (%)	41.8%	12.1%	13.8%	13.6%
ROIC (%)	37.0%	10.8%	12.8%	12.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	34.8%	31.1%	27.6%	20.8%
净负债比率 (%)	53.5%	45.1%	38.1%	26.3%
流动比率	2.19	2.66	3.23	4.75
速动比率	1.62	2.26	2.62	4.29
营运能力				
总资产周转率	1.16	0.78	0.74	0.66
应收账款周转率	15.70	9.09	10.14	11.02
应付账款周转率	9.26	8.14	8.25	8.52
每股指标 (元)				
每股收益	1.71	0.56	0.75	0.85
每股经营现金流	1.24	1.11	1.51	0.92
每股净资产	4.10	4.65	5.40	6.25
估值比率				
P/E	6.11	13.51	10.20	8.96
P/B	2.54	1.63	1.41	1.22
EV/EBITDA	4.26	4.92	3.79	3.01

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。