

氨纶、己二酸价差回暖， Q4 业绩环比改善

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，规划扩产 30 万吨，一期 5 万吨预计于 2023 年投产。四季度以来氨纶整体价格价差回暖，随着疫情防控政策的优化，2023 年有望逐步复苏。未来扩产主要集中在晓星和华峰两家龙头上，供给释放有序。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，成本控制领先。

己二酸：公司现有产能 100 万吨，规划扩能 50 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。公司阿尔法极强，随着产能扩张与行业底部复苏，盈利有望快速增长。

事件

公司发布 2022 年业绩预告

2022 年公司预计归母净利润为 26.5-28.5 亿元，同比减少 64.09%-66.61%；扣非归母净利润为 25.2-27.2 亿元，同比下降 65.39%-67.93%。

以归母净利润中枢测算，预计 2022 年归母净利润为 27.5 亿元，对应 Q4 业绩为 3.34 亿元，同比减少 81.54%，环比增长 1473.98%。

简评

Q4 景气回暖，业绩环比高增

氨纶方面，四季度以来，随着疫情防控政策逐渐优化，叠加原材料价格回落，氨纶价差整体回暖；己二酸方面，四季度以来，纯苯价格走低，且三季度以来行业亏损较大，开工不足，供给收缩，原料走低背景下价差回暖明显。价方面：2022 Q4 氨纶 20D、氨纶 40D、己二酸、聚氨酯原液市场均价分别为 40111 元/吨、34359 元/吨、9826 元/吨、17500 元/吨，环比-6.10%、+2.17%、+2.34%、-2.81%；MDI、PTMEG、纯苯价格分别为 19003、20255、7081 元/吨，环比-5.39%、-11.48%、-14.40%。2022Q4 氨纶 20D、氨纶 40D、己二酸价差分别为 21095、15342、2745 元/吨，环比-389、+2945、+1416 元/吨。氨纶、己二酸价格价差整体回暖背景下，公司 Q4 预计实现归母净利润 3.34 亿元，环比增长 1473.98%。

成本优势显著，持续加码氨纶行业

公司目前拥有氨纶 22.5 万吨，公司重庆基地 30 万吨差别化氨纶项目投产后，年产能将突破 50 万吨，产量达到 60 万吨，巩固全

华峰化学 (002064)

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

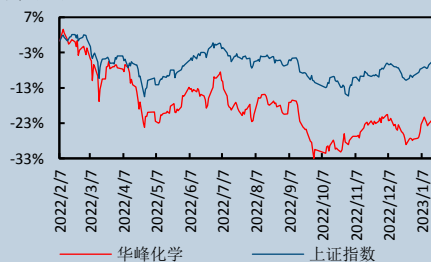
发布日期：2023 年 01 月 31 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
11.96/5.75	12.63/0.67	-16.57/-13.7
12 月最高/最低价 (元)		10.23/6.07
总股本 (万股)		496,254.39
流通 A 股 (万股)		495,199.06
总市值 (亿元)		376.16
流通市值 (亿元)		375.36
近 3 月日均成交量 (万股)		1,335.31
主要股东		
华峰集团有限公司		44.51%

股价表现



相关研究报告

- 22.11.03 【中信建投化工及能源开采】华峰化学 (002064):Q3 业绩承压，静待氨纶底部复苏，己二酸需求释放在即
- 22.08.05 【中信建投化工及能源开采】华峰化学 (002064):业绩短期承压，己二酸需求提升在即，产能持续稳步扩张
- 22.05.06 【中信建投化工及能源开采】华峰化学 (002064):产品景气推动业绩高增，氨纶、己二酸龙头成长可期

球氨纶行业龙头地位，且重庆基地在能源成本、人工成本、运输成本等方面具备明显的成本优势，成本优势有望进一步加强。供给端，2023 年国内氨纶总有效产能达 109 万吨，不少落后小产能开工率低，已经关停或处于关停边缘，行业 CR5 从 2012 年的 51% 上涨到目前的 74%，行业洗牌进一步加剧，行业集中度进一步提高。2023 年新增产能主要集中在华峰化学、韩国晓星两家龙头企业，供给有序。短期来看，四季度以来氨纶价差较三季度回暖明显，展望 2023 年，随着疫情防控政策的优化，下游需求有望逐步复苏。

己二腈及可降解材料有望拉动己二酸需求快速增长，集团规划 30 万吨己二腈和 30 万吨 PBAT 项目带动未来己二酸近 100 万吨需求

近年来由于国内环保要求提高，监管力度加强，且市场竞争不断加剧、下游对品质要求提高，行业内不符合环保要求或缺乏竞争优势的厂商迫于压力停产或减产，己二酸行业正经历优胜劣汰、产能集中化的过程。2022 年，国内己二酸产能达到 294 万吨，行业整体开工率在 50%-60% 左右，整体过剩。需求端，己二酸下游应用将越发侧重于环保可循环可降解的材料，例如热塑性聚氨酯弹性体材料（TPU）和可降解材料 PBAT，同时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。**目前公司具备 47 万吨聚氨酯原液产能和 100 万吨己二酸产能，23 年己二酸 50 万吨新增产能将逐步释放。**华峰集团总投资 100 亿元的可降解新材料一体化项目落地江苏南通，包括年产 30 万吨聚己二酸 / 对苯二甲酸丁二酯（PBAT）、30 万吨聚碳酸环己内酯（PCHC）以及上游基础原材料，项目全部建成后预计拉动己二酸内部消化 10 万吨以上。华峰集团尼龙 66 一体化项目暨年产 30 万吨己二腈项目已在重庆开工，预计可同步拉动 90 万吨左右己二酸需求，加速己二酸产能内部消化。

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。

风险提示：原材料价格波动风险（若主要原材料价格大幅波动，且公司产品价格调整等经营措施不能及时应对原材料价格大幅波动对成本的影响，则公司可能面临盈利水平受到重大影响的风险）；宏观经济下滑（公司主要产品的销售价格和销量随宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出一定波动变化。随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）；项目投产不及预期（若公司规划项目投建不达预期，可能会对公司产销量造成影响，进而影响收益）。

图表1： 预测和比率

	2020	2021	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
增长率(%)	6.81	92.66	-7.16	17.58	18.93
净利润(百万元)	2,279.13	7,936.70	2,779.40	3,873.92	4,491.58
增长率(%)	23.77	248.23	-64.98	39.38	15.94
ROE(%)	19.69	41.75	13.04	15.80	15.91
EPS(摊薄/元)	0.46	1.60	0.56	0.78	0.91
P/E(倍)	16.50	4.74	13.53	9.71	8.37
P/B(倍)	3.25	1.98	1.77	1.53	1.33

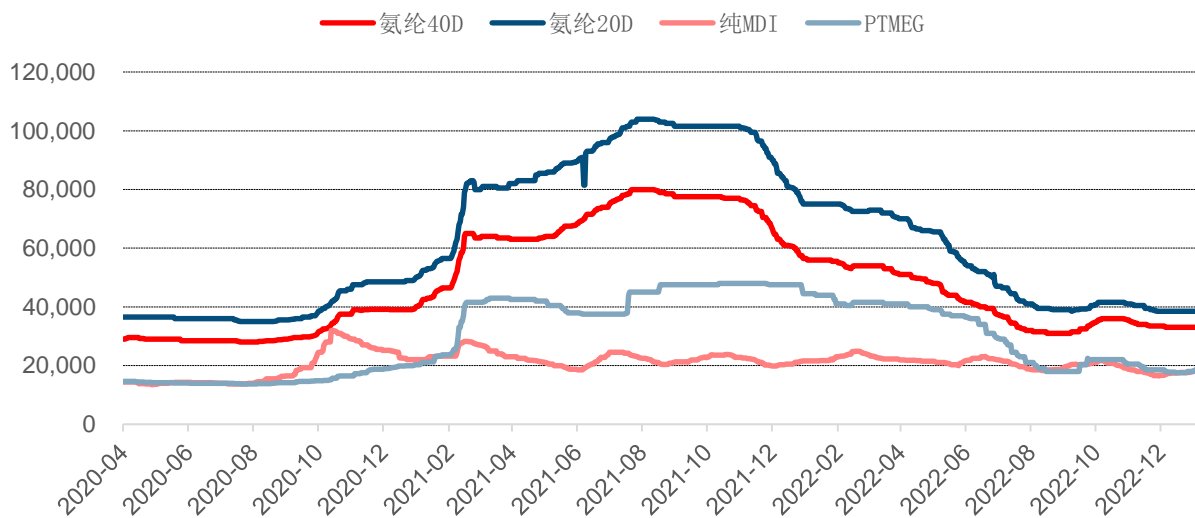
资料来源: Wind, 中信建投

图表2： 氨纶、己二酸价格及价差

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
MDI (元/吨)	27,357	28,567	20,121	17,969	22,447	22,571	21,568	20,086	19,003
PTMEG (元/吨)	17,832	18,223	15,847	14,946	40,300	43,117	38,720	22,880	20,255
氨纶 20D (元/吨)	43,827	41,816	37,681	38,213	87,009	74,653	63,418	42,717	40,111
氨纶 40D (元/吨)	35,989	35,316	31,131	30,799	66,977	55,494	47,058	33,630	34,359
己二酸 (元/吨)	10,159	10,487	8,174	6,869	10,762	13,586	12,042	9,601	9,826
纯苯 (元/吨)	6,757	6,429	5,068	3,953	7,102	7,910	9,009	8,271	7,081
氨纶 20D 价差 (元/吨)	25,173	22,642	21,857	23,470	51,938	37,390	29,721	21,484	21,095
氨纶 40D 价差 (元/吨)	17,334	16,142	15,307	16,056	31,906	18,232	13,361	12,397	15,342
己二酸-苯价差 (元/吨)	3,402	4,058	3,107	2,916	3,659	5,675	3,032	1,330	2,745

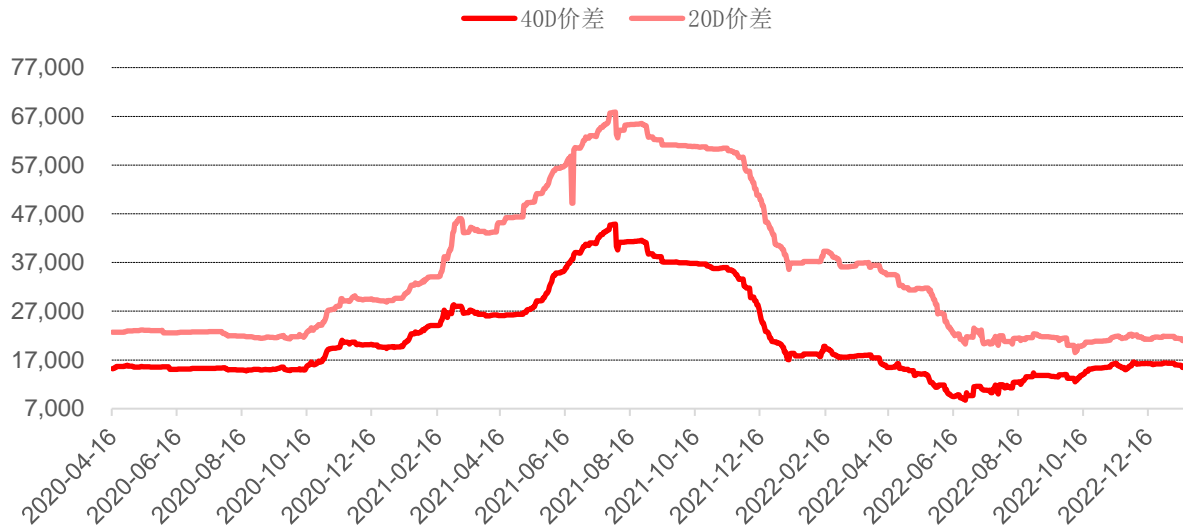
资料来源: Wind, 中信建投

图表3： 氨纶、纯 MDI、PTMEG 价格 (元/吨)



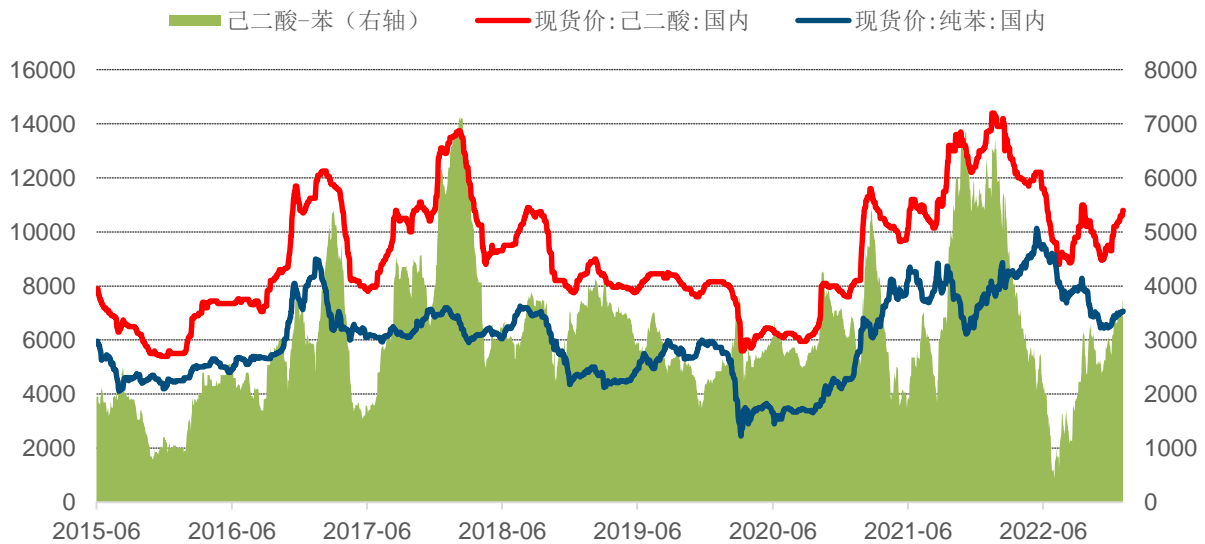
资料来源: Wind, 中信建投

图表4: 氨纶价差变动 (元/吨)



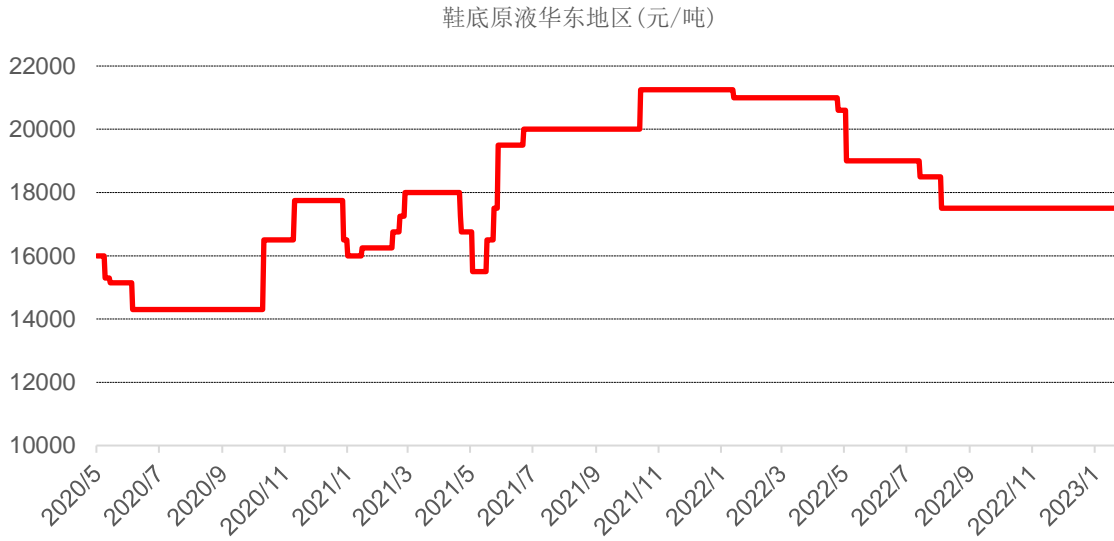
资料来源: Wind, 中信建投

图表5: 己二酸历史价格及价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信建投

图表6: 鞋底原液价格(元/吨)



资料来源: 百川资讯, 中信建投

分析师介绍

邓胜：能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，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。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(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所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
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 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@csci.hk