开源证券

华峰氨纶（002064.SZ）

2020 年 10 月 27 日

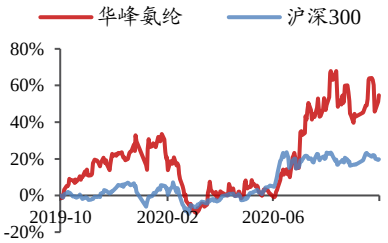
自主创新先锋坚守高质量发展，氨纶龙头业绩超预期

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/27
当前股价(元)	7.88
一年最高最低(元)	8.88/4.54
总市值(亿元)	365.12
流通市值(亿元)	119.73
总股本(亿股)	46.34
流通股本(亿股)	15.19
近 3 个月换手率(%)	125.75

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-氨纶龙头业绩超预期，至暗时刻已过静待复苏》-2020.7.29

《公司首次覆盖报告-徘徊底部多年，静待氨纶龙头重装崛起》-2020.5.4

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

张玮航（联系人）
zhangweihang@kysec.cn
证书编号：S0790119120025

吉金（联系人）
jijin@kysec.cn
证书编号：S0790120030003

● 2020 年 Q3 公司业绩超预期，净利润同比、环比双双增长，维持“买入”评级

2020 前三季度，公司实现营业总收入 99.42 亿元（同比-1.80%）；归母净利润 12.41 亿元（同比-8.27%）；2020 年 Q3 单季度，公司实现营业总收入 38.44 亿元（同比+13.35%）、归母净利润 5.76 亿元（同比+16.22%），公司 Q3 业绩超我们预期。在此基础上，我们上调公司盈利预测 2020-2022 年净利润分别为 18.70（+1.52）、22.92（+3.04）、25.34（+2.43）亿元，EPS 分别 0.40（+0.03）、0.49（+0.06）、0.55（+0.06）元/股，当前股价对应 PE 分别 19.5、15.9、14.4 倍，维持“买入”评级。

● 氨纶、己二酸项目双双放量增效，助力整体毛利率同比、环比双增

2020 年 Q3，据百川盈孚数据，氨纶 40D、PTMEG、纯 MDI 华东均价分别为 29,315.22、13,992.39、14,833.15 元/吨，分别同比-11.02%、-9.27%、-18.50%；己二酸、纯苯市场均价分别为 6121.74、3386.41 元/吨，分别同比-26.18%、-37.35%，价格呈“W”形走势。在多变的经济环境和严峻的市场形势下，公司把控市场强化运营、有效应对不利因素，通过挖潜、提质、增效等，仍实现了 Q3 毛利率同比、环比分别提升 5.09、3.28pct.。**此外，氨纶、己二酸项目双双放量：**重庆 10 万吨差别化一期已于 6 月底达产。据我们测算，重庆基地单吨净利润比瑞安基地高 2500-3500 元/吨，随重庆产能占比提升，公司盈利能力显著增强；公司己二酸四期项目也已于 Q3 逐步放量，产能达 75 万吨。进入 Q4，国庆中秋双节助力纺服需求释放，双原料成本支撑较强，氨纶库存处于低位，氨纶企业挺价意愿强烈。

● “十四五”期间力争实现“4040”目标，朝着全球氨纶行业巨头目标迈进

公司始终将自主创新及高质量发展作为企业内生动力，由“国际氨纶行业龙头”向“全球聚氨酯制品材料龙头”跨越。“十四五”期间，公司将力争实现“4040”目标：国内市场占有率达 40%以上，年产量突破 40 万吨，公司将筑牢全球氨纶行业巨头地位。本轮氨纶产能扩张周期已接近尾声，而下游需求前景仍然广阔，我们看好氨纶行业将迎复苏；作为全球氨纶、聚氨酯领军企业，公司将充分受益。

● 风险提示：项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,436	13,785	15,689	18,335	19,751
YOY(%)	6.9	210.8	13.8	16.9	7.7
归母净利润(百万元)	445	1,841	1,870	2,292	2,534
YOY(%)	15.5	313.6	1.5	22.6	10.5
毛利率(%)	22.8	24.0	22.9	23.6	24.0
净利率(%)	10.0	13.4	11.9	12.5	12.8
ROE(%)	11.7	23.7	19.8	20.0	18.4
EPS(摊薄/元)	0.10	0.40	0.40	0.49	0.55
P/E(倍)	81.9	19.8	19.5	15.9	14.4
P/B(倍)	9.6	4.7	3.9	3.2	2.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2658	8235	9952	12344	15134
现金	685	2206	3634	4976	7643
应收票据及应收账款	1195	1997	2273	2656	2862
其他应收款	5	44	44	44	44
预付账款	18	308	63	370	97
存货	718	1872	2130	2489	2681
其他流动资产	37	1807	1807	1807	1807
非流动资产	3281	8740	8368	8361	8218
长期投资	464	579	620	660	701
固定资产	1794	5772	5544	6018	6178
无形资产	298	563	600	648	701
其他非流动资产	725	1825	1604	1034	639
资产总计	5938	16975	18320	20705	23353
流动负债	1481	7996	6843	7118	7465
短期借款	406	2662	2662	2662	2662
应付票据及应付账款	839	3171	3488	3837	4221
其他流动负债	236	2163	692	619	582
非流动负债	656	1214	1724	1774	1774
长期借款	400	471	980	1030	1030
其他非流动负债	256	744	744	744	744
负债合计	2137	9210	8566	8892	9238
少数股东权益	0	4	3	2	1
股本	1677	4298	4634	4634	4634
资本公积	20	0	0	0	0
留存收益	2109	3433	5084	7107	9344
归属母公司股东权益	3801	7761	9751	11811	14113
负债和股东权益	5938	16975	18320	20705	23353

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	863	2851	1455	2232	3515
净利润	445	1841	1869	2291	2533
折旧摊销	269	614	569	623	666
财务费用	50	132	124	133	133
投资损失	-31	-135	-40	-40	-40
营运资金变动	92	323	-1067	-774	223
其他经营现金流	38	76	0	0	0
投资活动现金流	-173	-2105	-157	-575	-483
资本支出	175	2108	-412	-48	-183
长期投资	0	-119	-40	-40	-40
其他投资现金流	2	-116	-609	-663	-707
筹资活动现金流	-207	179	129	-315	-365
短期借款	-342	2256	0	0	0
长期借款	275	71	509	50	0
普通股增加	0	2621	335	0	0
资本公积增加	0	-20	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-4749	-716	-365	-365
现金净增加额	486	934	1427	1342	2667

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4436	13785	15689	18335	19751
营业成本	3422	10474	12099	14001	15005
营业税金及附加	31	81	93	108	117
营业费用	89	380	432	505	544
管理费用	160	345	392	458	494
研发费用	170	530	603	705	759
财务费用	50	132	124	133	133
资产减值损失	58	13	14	17	18
其他收益	19	154	140	140	140
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	31	135	40	40	40
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	505	2132	2111	2588	2861
营业外收入	2	42	2	2	2
营业外支出	3	95	2	2	2
利润总额	504	2079	2111	2588	2861
所得税	58	238	242	297	328
净利润	445	1841	1869	2291	2533
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归母净利润	445	1841	1870	2292	2534
EBITDA	803	2829	2808	3348	3665
EPS(元)	0.10	0.40	0.40	0.49	0.55

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	6.9	210.8	13.8	16.9	7.7
营业利润(%)	19.8	322.5	-1.0	22.6	10.5
归属于母公司净利润(%)	15.5	313.6	1.5	22.6	10.5
获利能力					
毛利率(%)	22.8	24.0	22.9	23.6	24.0
净利率(%)	10.0	13.4	11.9	12.5	12.8
ROE(%)	11.7	23.7	19.8	20.0	18.4
ROIC(%)	9.5	16.3	14.4	15.2	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	36.0	54.3	46.8	42.9	39.6
净负债比率(%)	13.1	26.4	8.0	-4.7	-23.2
流动比率	1.8	1.0	1.5	1.7	2.0
速动比率	1.3	0.5	0.9	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.2	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	3.3	8.6	8.6	8.6	8.6
应付账款周转率	4.5	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.40	0.40	0.49	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.62	0.31	0.48	0.76
每股净资产(最新摊薄)	0.82	1.67	2.03	2.48	2.97
估值比率					
P/E	81.9	19.8	19.5	15.9	14.4
P/B	9.6	4.7	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	46.0	13.6	13.2	10.7	9.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn