民生证券 MINSHENG SECURITIES

华峰氨纶（002064）

公司研究/调研简报

氨纶行业领军者，成本优势打造牢固护城河

调研简报/基础化工　　2019 年 01 月 11 日

一、事件概述

近期我们对公司进行了调研，与公司深入交流了氨纶行业情况。

二、分析与判断

➢ 氨纶行业国内领军者，成本优势打造牢固护城河

氨纶行业 18 年国内产能 70 万吨，产量约 58 万吨，华峰氨纶的产能为 12 万吨，市占率约 20%。华峰集团是国内主要的聚氨酯制品产销企业，公司作为旗下成员享有集团原料采购方面的优势。华峰氨纶深耕氨纶行业近 20 年，深厚的行业积淀是公司形成成本优势的关键。公司在投产新产能的同时，对老产能进行技改升级，使公司的氨纶成本持续低于行业平均水平。我们判断，未来随着落后小产能的退出，行业集中度有很大的提升空间，公司有望持续受益行业集中度提升带来的盈利改善。

➢ 重庆项目 19 年投产 6 万吨产能，产能增幅 50%，持续增厚公司业绩

据公司公告，重庆项目 6 万吨差别化氨纶项目预计 19 年 8 月完工开始试生产。届时公司的产能将从目前的 12 万吨扩大到 18 万吨，增幅达 50%。由于重庆基地的氨纶项目设备新，并且距离供货商巴斯夫有运距优势，重庆的电力成本也比较低，我们判断新项目投产，公司总体的氨纶成本有望进一步下降，竞争优势将进一步强化。

➢ 瑞安热电厂投产在即，成本有望进一步下降

据公司公告，瑞安市华峰热电有限公司投资建设的热电联产项目已经进入了调试试运行阶段。项目建设规模为 2 台 100 t/h 高温高压循环流化床锅炉+1 台 CB18MW 抽背式汽轮发电机组，项目投产后将实现年发电量为 84,970MWh，年供电量为 71,370MWh，年供低参数蒸汽为 342,360t，高参数蒸汽为 180,000t，年均净利润 2,953 万元，投资回收期为 9.11 年。我们判断，随着热电联产项目的投产，在节能减排的同时，瑞安基地的成本有望进一步下降，公司成本优势的护城河将更加稳固。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.27 元、0.33 元、0.41 元，对应 PE 分别为 16 倍、13 倍、10 倍。当前化纤行业平均估值为 23 倍，考虑到公司成本优势明显，19 年新产能投放后业绩有望持续增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示：

项目进度低于预期；下游需求增长低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,150	4,133	4,643	5,409
增长率（%）	45.90%	-0.39%	12.32%	16.51%
归属母公司股东净利润（百万元）	385	452	560	693
增长率（%）	-226.89%	17.36%	23.81%	23.80%
每股收益（元）	0.23	0.27	0.33	0.41
PE（现价）	19	16	13	10
PB	/	1.9	1.6	1.4

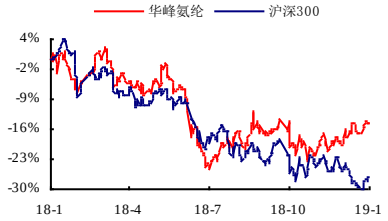
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格：　4.28 元

交易数据	2019-1-10
近 12 个月最高/最低(元)	5.21/3.8
总股本（百万股）	1,677
流通股本（百万股）	1,534
流通股比例（%）	91.47
总市值（亿元）	72
流通市值（亿元）	66

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：　S0100516120001

电话：　0755-22662010

邮箱：　yangkan@mszq.com

分析师：李晓辉

执业证号：　S0100518040001

电话：　010-85127543

邮箱：　lixiaohui@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
一、营业总收入	4,150	4,133	4,643	5,409
减：营业成本	3,292	3,201	3,544	4,088
营业税金及附加	23	25	28	32
销售费用	83	83	93	108
管理费用	263	248	279	325
财务费用	69	45	40	40
资产减值损失	38	0	0	0
加：投资收益	21	0	0	0
二、营业利润	421	532	659	816
加：营业外收支净额	24	0	0	0
三、利润总额	445	532	659	816
减：所得税费用	60	80	99	122
四、净利润	385	452	560	693
归属于母公司的利润	385	452	560	693
五、基本每股收益（元）	**0.23**	**0.27**	**0.33**	**0.41**

主要财务指标

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	**19.66**	**11.54**	**9.33**	**7.41**
成长能力：				
营业收入同比	45.90%	-0.39%	12.32%	16.51%
营业利润同比	-242.5%	26.3%	23.8%	23.8%
净利润同比	-226.89%	17.36%	23.81%	23.8%
营运能力：				
应收账款周转率	9.64	9.77	10.58	10.76
存货周转率	7.12	6.58	6.88	7.09
总资产周转率	0.76	0.75	0.84	0.92
盈利能力与收益质量：				
毛利率	20.7%	22.6%	23.7%	24.4%
净利率	9.3%	10.9%	12.1%	12.8%
总资产净利率 ROA	7.0%	8.2%	10.1%	11.8%
净资产收益率 ROE	12.0%	12.5%	13.5%	14.6%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.38	2.07	2.96	4.41
资产负债率	38.9%	29.0%	22.2%	16.6%
长期借款/总负债	5.8%	8.0%	10.0%	12.4%
每股指标（元）				
每股收益	0.23	0.27	0.33	0.41
每股经营现金流量	0.21	0.38	0.32	0.34
每股净资产	2.03	2.30	2.63	3.05

资产负债表

项目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	202	827	929	1,100
应收票据	1,075	1,075	1,207	1,406
应收账款	433	413	464	541
预付账款	39	41	46	54
其他应收款	2	2	2	3
存货	615	640	709	818
其他流动资产	78	0	0	0
流动资产合计	**2,445**	**2,998**	**3,358**	**3,922**
长期股权投资	433	433	433	433
固定资产	2,025	1,670	1,550	1,431
在建工程	297	297	297	297
无形资产	304	32	35	39
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	**3,117**	**2,432**	**2,315**	**2,200**
资产总计	**5,562**	**5,430**	**5,673**	**6,122**
短期借款	748	748	358	0
应付票据	214	192	213	245
应付账款	469	448	496	572
预收账款	43	32	35	41
其他应付款	12	10	10	10
应交税费	17	20	20	20
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,776	1,450	1,133	889
长期借款	125	125	125	125
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	125	125	125	125
负债合计	**2,162**	**1,576**	**1,258**	**1,014**
股本	1,677	1,677	1,677	1,677
资本公积	20	20	20	20
留存收益	1,706	2,158	2,718	3,412
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**3,400**	**3,855**	**4,415**	**5,108**
负债和股东权益合计	**5,562**	**5,430**	**5,673**	**6,122**

现金流量表

项目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流量	356	634	532	570
投资活动现金流量	(65)	0	0	0
筹资活动现金流量	(362)	(45)	(430)	(398)
现金及等价物净增加	(76)	589	102	171

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

杨　侃：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工等大能源方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名。

李晓辉：本科毕业于西北大学，研究生毕业于中国石油大学（北京），化学工艺专业。2010 年 8 月至 2016 年 2 月在中石化北京燕山分公司工作，从事炼油及化工生产技术管理。2016 年 3 月加入民生证券，从事石化方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；　100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；　200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；　518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。