

化工

2019年07月15日

华峰氨纶 (002064)

——氨纶销量逆势增长，重庆新产能的投放将进一步巩固公司的成本和规模优势

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据： 2019年07月12日

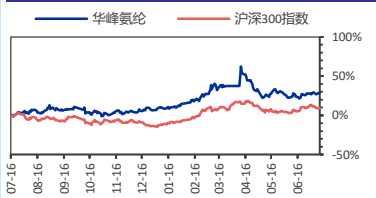
收盘价(元)	5.06
一年内最高/最低(元)	6.53/3.84
市净率	2.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	7874
上证指数/深证成指	2930.55/9213.38

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年03月31日

每股净资产(元)	2.33
资产负债率%	35.08
总股本/流通A股(百万)	1677/1556
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华峰氨纶(002064)点评：收购华峰新材，打造全球聚氨酯制品行业龙头》 2019/06/27

《华峰氨纶(002064)点评：公司氨纶产销逆势持续增长，重庆低成本新产能的投放将焕发新的活力》 2019/04/25

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

投资要点：

- 公司发布 2019 年上半年业绩预告：预计上半年归母净利润区间为 2.36-2.85 亿元（YOY-4.89%—14.86%），其中 Q2 单季度归母净利润区间为 1.25-1.74 亿元（YOY-9.42%—26.09%，QOQ），业绩符合预期。1H19 氨纶下游需求疲软，氨纶价格同比下滑，但销量同比仍有所增长。
- 氨纶价格持续下跌，但随着瑞安技改的完成叠加公司产品结构的优化，氨纶销量逆势增长，19 年下半年重庆 6 万吨差异化先进氨纶产能的投产将引领公司进入新一轮业绩增长期。1H19 氨纶下游需求疲软，价格持续下跌，同时主要原料纯 MDI 和 PTMEG 亦不同程度下跌，根据中纤网的报价，1H19 氨纶 40D、纯 MDI、PTMEG 均价同比分别下滑 11.1%、27.6%、10.7%至 32417、22090、16705 元/吨。但公司 18 年底已经完成瑞安生产基地老生产线的多头纺改造，并持续进行技改提升，不断降低成本和优化产品结构，提高差异化率，使得公司在行业亏损面扩大的情况下氨纶的销量和毛利率逆势增长。公司瑞安热电项目已于 2019 年年初试生产，在全行业普遍面临“煤改气”的环保压力下，依靠热电项目集中供气，有效的保障了公司的竞争优势。新增的重庆 6 万吨差异化氨纶项目预计将于 2019 年 8 月以及 12 月分别达产，届时公司的总产能将达 17.8 万吨。重庆基地在原料、能源（全国最大的页岩气田，集团热电厂直接供蒸汽）、电力、污水处理和人力成本方面均有较强优势，初步估算，预计新增产能的成本将比瑞安老厂区的成本低 2000-3000 元/吨，新增低成本产能的充分释放将带来较大的业绩弹性。
- 收购集团旗下华峰新材，实现聚氨酯产业链的整合延伸，致力于打造全球聚氨酯制品行业龙头。华峰新材现具备年产 42 万吨聚氨酯原液、48 万吨己二酸和 42 万吨聚酯多元醇的生产能力，并正在新建新的己二酸生产线，生产规模全球领先。其聚氨酯原液和己二酸国内市场占有率分别高达 60%和 30%以上，全国第一。华峰新材盈利能力强，收购合并完成后，华峰氨纶 18 年的 ROE 将上升至 34%。未来公司将通过开拓聚氨酯制品新的应用领域以及高端产品实现从资源整合向产业聚合的跨越，致力于打造全球聚氨酯制品行业龙头。同时向下游发展带来的一体化配套也将平滑原料价格的波动。
- 盈利预测与投资评级：由于配套融资的定增价格未定，我们仍然以目前的氨纶业务和市值为盈利预测和估值标准，维持盈利预测，我们预计华峰氨纶 2019-2021 年归母净利润分别为 5.28、6.98、8.14 亿元，EPS 为 0.31、0.42、0.49 元，目前市值对应的 PE 为 16X、12X、10X。如果配套融资按最大能发行股本测算，预计发完后总股本为 46.15 亿股，目前的股价为 5.06 元，则对应发行完后的总市值为 234 亿。华峰新材 2019-2021 年的承诺净利润为 9.75、12.45 以及 14.1 亿元，则合并后的净利润预计为 15.03、19.43、22.24 亿元。则按现价算的发行完的预计总市值对应的 19-21 年 PE 分别为 16、12、10 倍，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	4,436	1,156	5,181	6,276	6,989
同比增长率(%)	6.9	15.6	16.8	21.1	11.4
归母净利润(百万元)	445	111	528	698	814
同比增长率(%)	15.5	0.7	18.6	32.2	16.6
每股收益(元/股)	0.27	0.07	0.31	0.42	0.49
毛利率(%)	22.9	22.0	22.6	23.5	23.7
ROE(%)	11.7	2.8	12.3	14.2	14.0
市盈率	19		16	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,844	4,150	4,436	5,181	6,276	6,989
营业总收入同比增长率 (yoy)	11.65%	45.90%	6.89%	16.80%	21.13%	11.36%
其中: 营业收入	2,844	4,150	4,436	5,181	6,276	6,989
减: 营业成本	2,346	3,292	3,422	4,010	4,803	5,330
毛利率 (%)	17.53%	20.67%	22.85%	22.60%	23.50%	23.70%
减: 税金及附加	20	23	31	36	44	50
主营业务利润	479	834	983	1,135	1,429	1,609
主营业务利润率 (%)	16.84%	20.11%	22.15%	21.90%	22.80%	23.00%
减: 销售费用	89	83	89	114	138	150
减: 管理费用	211	135	160	160	175	190
减: 研发费用	0	128	170	174	229	260
减: 财务费用	48	69	50	68	68	75
经营性利润	131	419	513	619	819	934
经营性利润同比增长率 (yoy)	-59.73%	219.27%	22.45%	20.50%	32.30%	14.00%
经营性利润率 (%)	4.62%	10.10%	11.57%	11.90%	13.00%	13.40%
减: 资产减值损失	437	38	58	50	40	40
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	10	21	31	40	30	35
营业利润	-296	421	505	609	809	929
加: 营业外净收入	15	24	-1	0	0	0
利润总额	-281	445	504	609	809	929
减: 所得税	23	60	58	81	111	115
净利润	-304	385	445	528	698	814
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-304	385	445	528	698	814
归母净利润同比增长率 (yoy)	-219.55%	-226.89%	15.49%	18.60%	32.20%	16.60%
全面摊薄总股本	1,677	1,677	1,677	1,677	1,677	1,677
每股收益 (元)	-0.18	0.23	0.27	0.31	0.42	0.49
归属母公司所有者净利润率 (%)	-10.68%	9.29%	10.04%	10.20%	11.10%	11.60%
ROE	-10.07%	11.34%	11.71%	12.30%	14.20%	14.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【毛利率】= (营业收入-营业成本)/营业收入*100%

【主营业务利润率】= (营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入*100%

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用、资产减值损失和信用减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润率】= 主营业务利润-(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入*100%

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当期末值)

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。