



华峰氨纶深度报告之二： 三大业务核心竞争力解析

2020/10/16

分析师：谢楠

执业证号：S0740519110001

研究助理：叶欣怡

中泰证券研究所
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

- 华峰氨纶深耕聚氨酯行业多年，在氨纶、鞋底原液、己二酸领域均已成为行业龙头，产品竞争优势突出。我们认为，公司之所以能在每个业务领域都成为细分龙头，一方面取决于行业本身的运行特征，另一方面是公司对自身核心竞争力的不断优化。本报告将从行业的本质属性与发展前景出发，探讨公司的核心竞争力。
- **氨纶：化纤中的差异化赛道**
氨纶相较于其他化纤更易做出差异性，主要表现为非原材料成本占比较高、成本曲线陡峭、设备定制程度更高、产品差异化更为明显。当下氨纶行业的扩产逻辑由盈利驱动转向份额驱动，龙头企业市占率快速提升。公司凭借成本、技术、规模优势独立潮头，未来竞争力将进一步放大。
- **己二酸：新材料发展骨架，需求爆发在即**
己二酸是华峰集团多个子公司的主要原材料，可为尼龙66、TPU、可降解塑料等新材料发展提供支撑，在集团中具有战略性地位。公司已二酸产销量全国第一，未来在成本与需求的双重推动下，公司在己二酸领域的优势将得以发挥。
- **鞋底原液：格局稳固，龙头占优**
公司在鞋底原液市场占据明显优势地位，产能利用率远超行业均值。
- **盈利预测及估值：**预测2020-2022年公司净利润分别为16.80亿元、22.24亿元、27.05亿元，EPS分别为0.39元、0.52元、0.63元，对应PE为21倍、16倍、13倍。维持买入评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险；业绩承诺无法实现的风险；宏观经济波动风险。

目录

一、氨纶：化纤中的差异化赛道

二、己二酸：新材料发展骨架，需求爆发在即

三、鞋底原液：格局稳固，龙头占优

四、华峰氨纶竞争优势

五、盈利预测及估值

六、风险提示

一、氨纶：化纤中的差异化赛道

1.1 成本结构具备特殊性

1.2 成本曲线差异来源

1.3 设备具备差异性

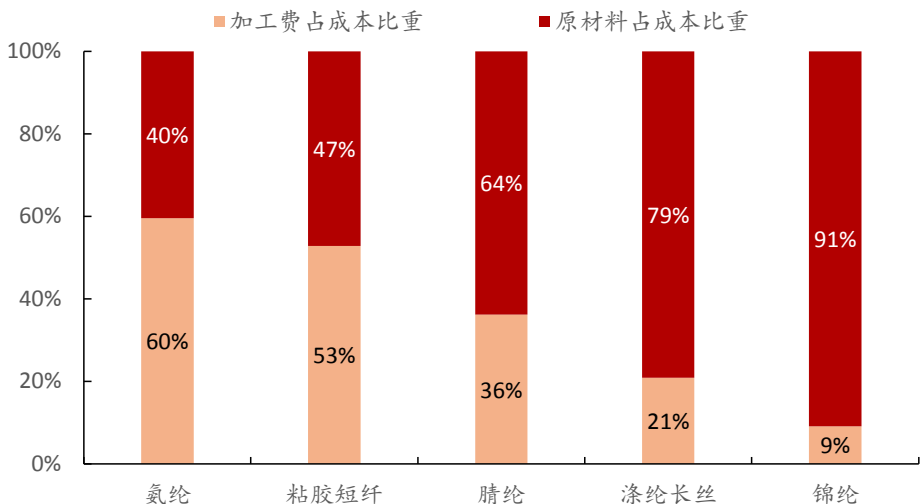
1.4 产品具备差异性

1.5 氨纶周期位置

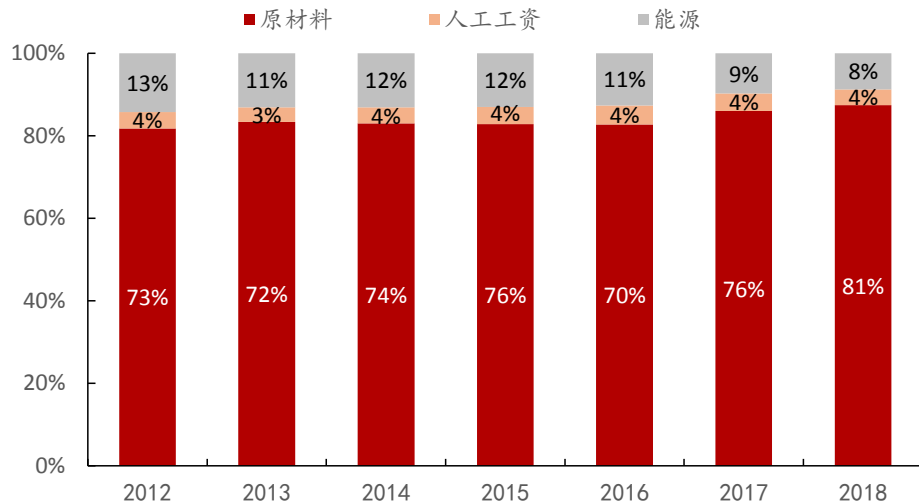
1.1 成本结构具备特殊性：易于做出差异化

- **氨纶成本结构具备特殊性：**与其他化纤相比，氨纶成本结构中原材料成本占比最低，近60%成本构成来自于原料以外的加工成本，相对易于做成差异性。
- 加工费主要包含制造、能源、人工成本，因此氨纶企业可通过提高技术水平和管理能力等方法拉开与同行差距。华峰氨纶通过压缩加工成本，使得原材料成本占总成本的80%以上。

图表：化纤行业生产成本构成



图表：华峰氨纶（氨纶业务）生产成本构成



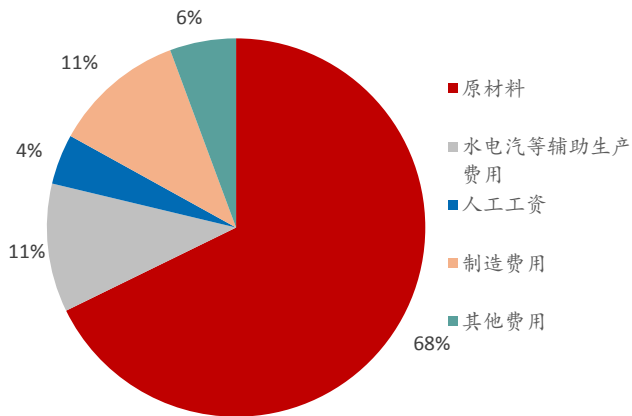
来源：加工费为百川行业均值，原料价格取自2020/9/4，中泰证券研究所

来源：wind，中泰证券研究所

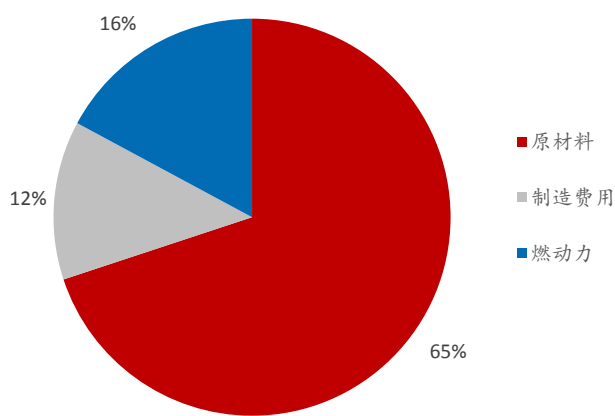
1.1 成本结构具备特殊性：易于做出差异化

- 氨纶上市企业之间成本结构差异巨大：新乡化纤与泰和新材原材料占总成本的比重约65%，略高于行业均值40%，但远低于华峰的80%。
- 氨纶原材料为纯MDI和PTMEG，各氨纶厂家采购成本差异不大；华峰通过压缩可变成本，使得在相同售价的情况下，单吨氨纶营业成本比同行低3000元/吨左右。

图表：2019年新乡化纤（氨纶）成本构成

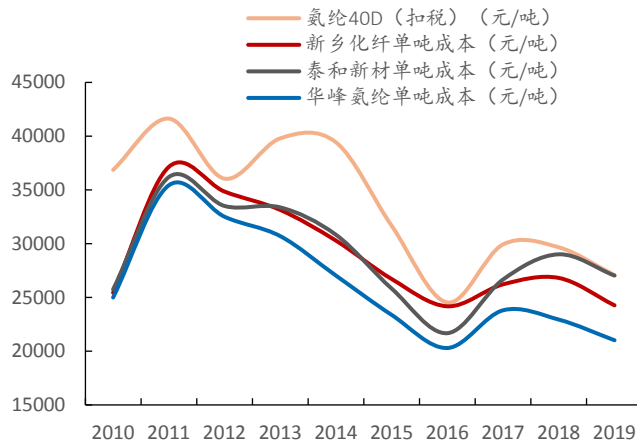


图表：2019年泰和新材（化纤）成本构成



来源：wind（化纤成本中约1/3为芳纶），中泰证券研究所

图表：氨纶企业单吨营业成本（按市场价与毛利率倒算）

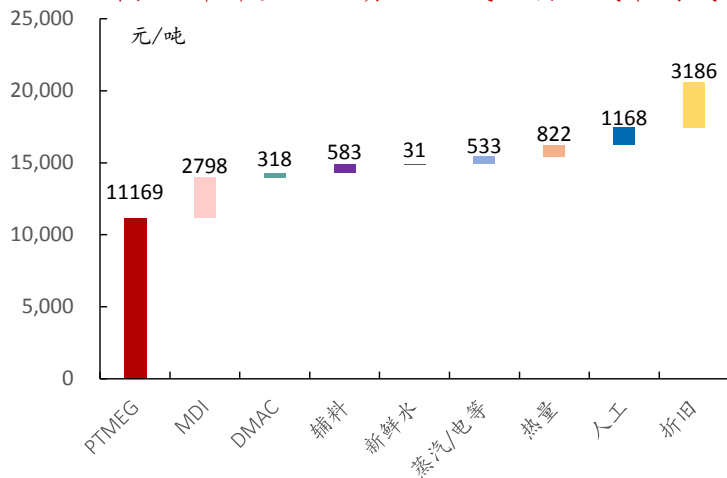


来源：wind，公司公告，中泰证券研究所

1.2 成本曲线差异来源

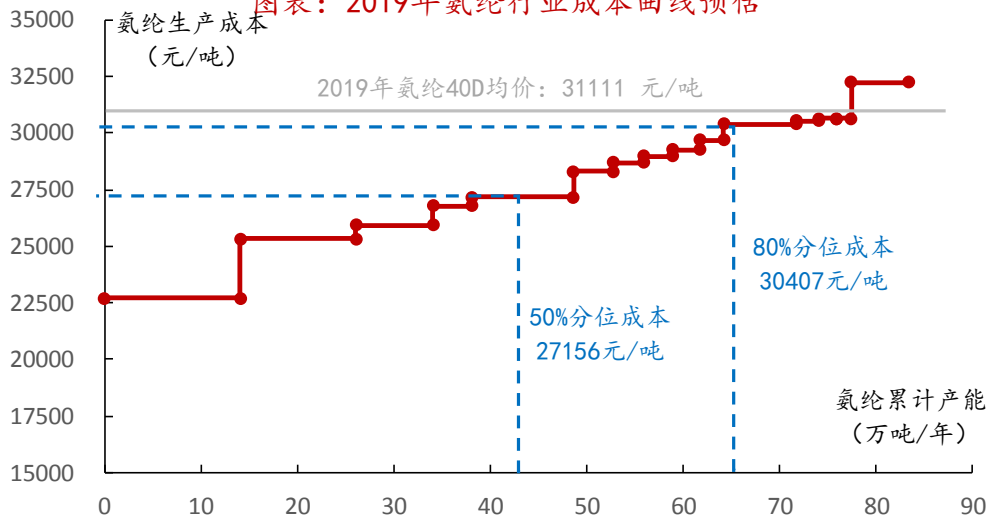
- 华峰氨纶单吨成本比同行低3000元/吨，能源、人工、折旧、设备是关键。以华峰重庆一期6万吨/年装置为例，除原材料成本外，单吨折旧费用为3186元，在整体成本中占比较大。同时，重庆厂区的蒸汽、电、去离子水均向华峰化工采购，具备明显的园区一体化优势。
- 目前氨纶行业成本最低的五家厂商产能已占据行业总产能的一半以上，成本最优企业的生产成本可比行业落后产能低9000元/吨左右。考虑到2019年氨纶40D均价为31111元/吨，若加上三费、所得税等开支，行业末端小产能已处于亏损状态，而成本曲线左侧的企业依旧具备较大的利润空间。

图表：华峰重庆一期6万吨氨纶制造成本构成



来源：环评报告，中泰证券研究所

图表：2019年氨纶行业成本曲线预估



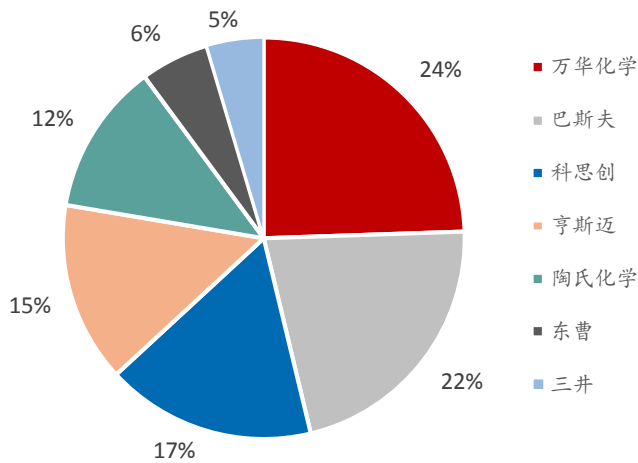
来源：wind，公司公告，中泰证券研究所

1.2 成本曲线差异来源：原料成本

■ 行业成本曲线差异来源之一：原料成本

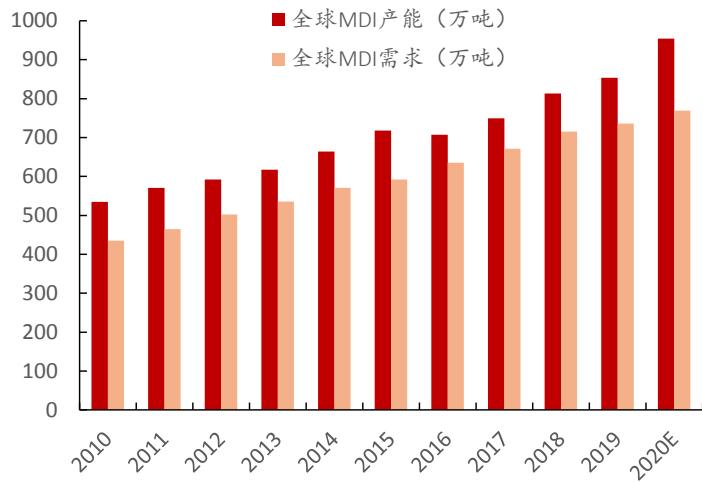
- 生产1吨氨纶需要消耗0.18吨纯MDI和0.77吨PTMEG，原材料成本差异一方面来自规模化采购带来的议价能力，另一方面来自物流成本降低，如华峰重庆靠近巴斯夫重庆MDI厂区，原材料卡车运输成本低。
- **MDI**：下游分散，供给呈高度寡头垄断的格局，原材料生产商具备较强的定价权。亚太地区特别是中国为全球MDI主要产地，供应有保障。

图表：MDI行业竞争格局



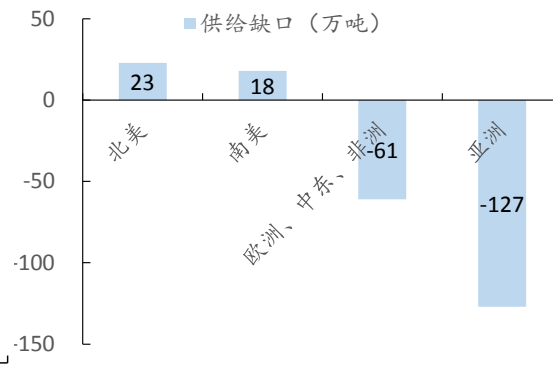
来源：天天化工，中泰证券研究所

图表：全球MDI供需紧平衡



来源：IHS，卓创资讯，中泰证券研究所

图表：亚洲MDI供应相对过剩



来源：天天化工，中泰证券研究所

1.2 成本曲线差异来源：原料成本

- 行业成本曲线差异来源之一：原料成本
- **MDI**：华峰重庆氨纶厂区距离巴斯夫MDI重庆厂区仅85公里，汽运2小时以内到达。产出的氨纶依托长江航运直达江浙地区纺织下游，船运成本低廉。

图表：华峰重庆氨纶基地靠近巴斯夫内陆40万吨/年MDI厂区



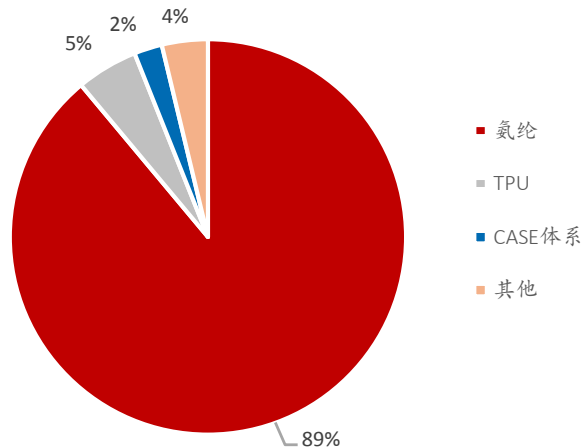
图表：华峰重庆氨纶成品可直接船运至下游纺服集中省份



1.2 成本曲线差异来源：原料成本

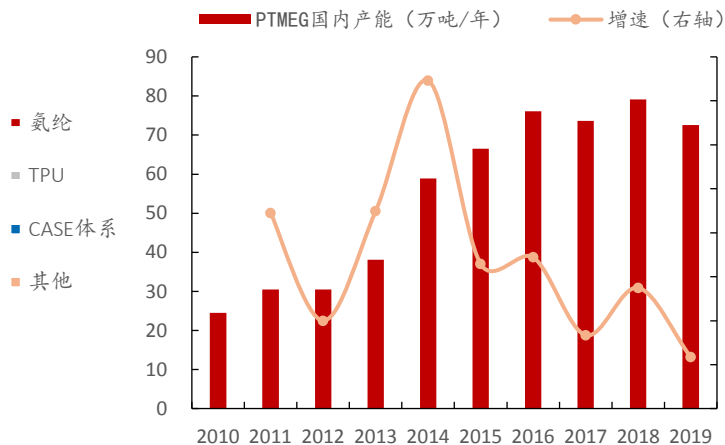
- 行业成本曲线差异来源之一：原料成本
- PTMEG：下游主要用于氨纶，国内供大于求，下游氨纶企业具备较大的话语权。我国PTMEG行业继2014年大幅扩产后，产能走向过剩。2019年国内PTMEG总产能约88万吨，除去停车产能后为73.6万吨，而2018年国内需求量仅为58万吨，供需错配明显。2014年以来行业开工率维持在65%附近。

图：2018年我国PTMEG需求结构



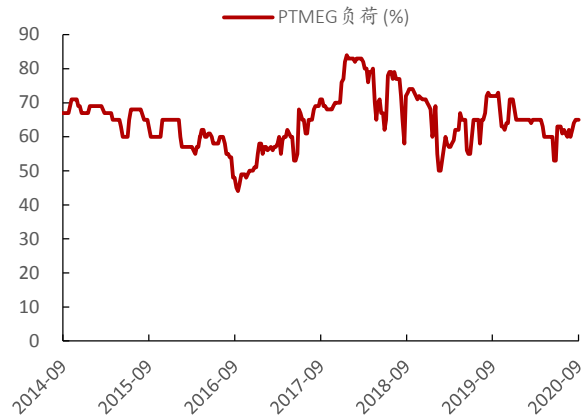
资料来源：IHS，中泰证券研究所

图表：我国PTMEG行业产能增速



来源：华瑞信息，中泰证券研究所

图表：我国PTMEG行业开工率较低

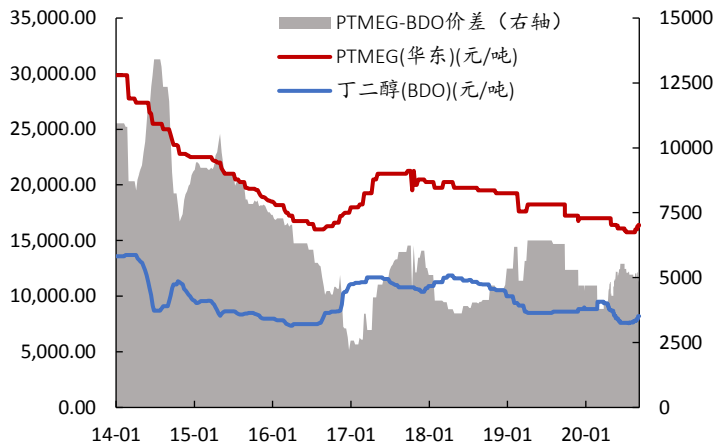


来源：中纤网，中泰证券研究所

1.2 成本曲线差异来源：原料成本

- 行业成本曲线差异来源之一：原料成本
- PTMEG价格自2014年以后大幅下滑，至今仍在历史底部。

图：PTMEG价格价差变化



资料来源：wind，中泰证券研究所

装置名称	产能 (万吨/年)	装置动态
嘉兴晓星	12	
BASF	11	
山西三维	2	
	3	停车中，无重启计划
	5	停车检修，重启时间未定
杭州三隆	1	停车检修，重启时间未定
长连化工(盘锦)	6	
新疆蓝山屯河	5	
四川天华	4.6	
重庆弛源化工	4.6	
中石化长城能源化工	4.6	
	4.6	
陕西比亚迪	4.6	
新疆美克&BASF	4.6	
大连化学(仪征)	4	
河南鹤煤	3	停车中，无重启计划
	3	停车中，无重启计划
新疆国泰	3	
	3	
合计	88.6	

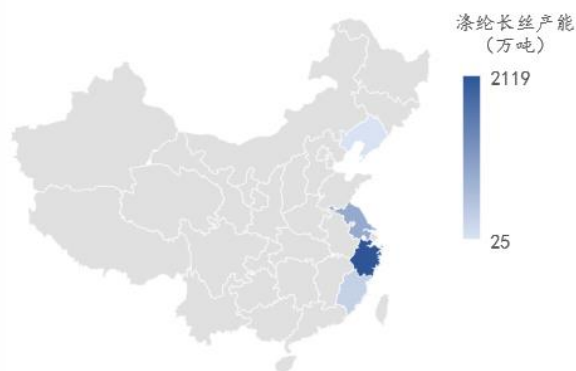
1.2 成本曲线差异来源：能源动力

- 氨纶行业能耗占成本比重大，因此能耗便宜的地区具备更强的优势
- 氨纶产能向西部转移。氨纶行业平均60%的生产成本都来自加工费，西部地区凭借环保、动力和人工多重优势，成为氨纶厂商扩产的首选之地。
- 涤纶长丝产能集中在沿海地带。涤纶长丝约八成的成本都来自原材料，厂家普遍薄利多销，企业集中在江浙地区，既靠近上游炼化企业，又靠近下游织造客户，可以有效节省运费成本。

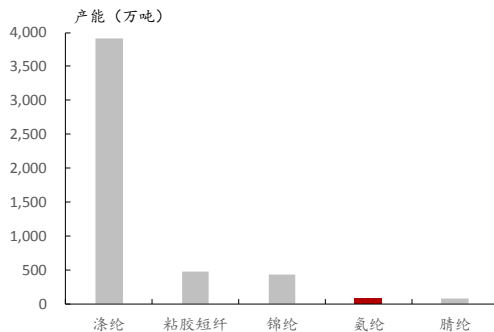
图：氨纶产能向西部转移



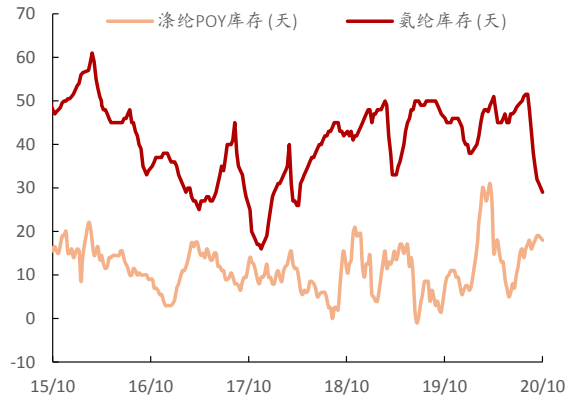
图：涤纶长丝产能集中在沿海地区



图：氨纶行业产能规模较小



图：氨纶平均库存水平较高



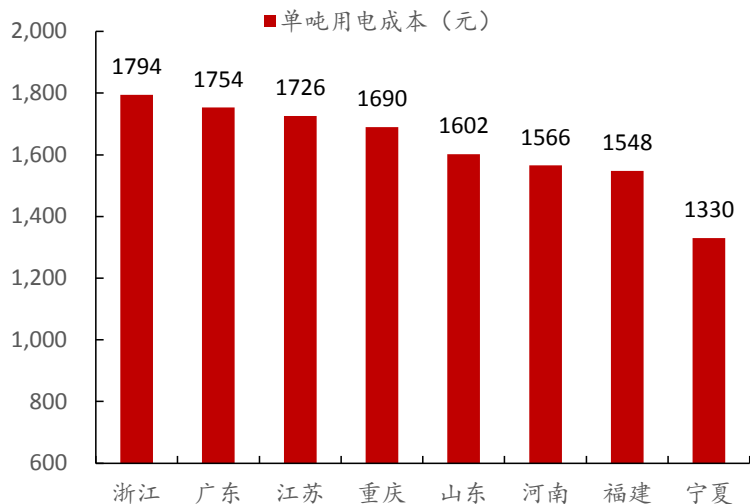
资料来源：百川资讯，中泰证券研究所

1.2 成本曲线差异来源：能源动力

■ 行业成本曲线差异来源之二：能源动力

- **电费：**行业平均生产1吨氨纶约需要2500度电，宁夏、福建、河南、重庆的电价成本较低，电价最高的浙江与电价最低的宁夏，单吨用电成本相差可达464元。
- 华峰一方面拥有全球最先进的生产技术与经济规模，吨电单耗更低，以2000度计算，假设外购电0.5元/度，节省250元/吨；另一方面，瑞安使用热电联产装置，重庆氨纶目前外购电，若未来实现全部或部分上网，每度电有望再降低0.25元左右，吨成本或节省500元。

图表：全国用电成本对比（以2500度/吨估算）



重庆装置电单耗低，节省250元/吨

假设未来电价部分上网，有望再节省500元/吨

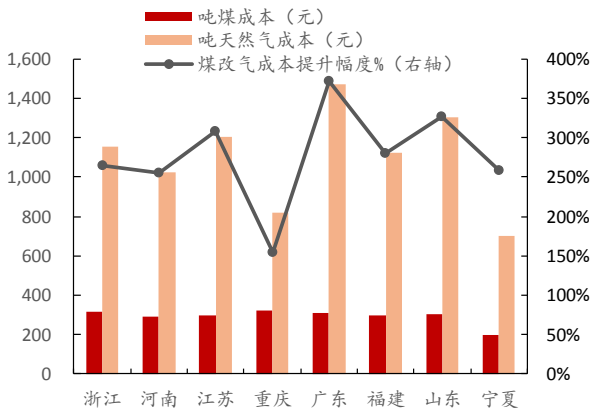
来源：wind，中泰证券研究所

1.2 成本曲线差异来源：能源动力

■ 行业成本曲线差异来源之二：能源动力

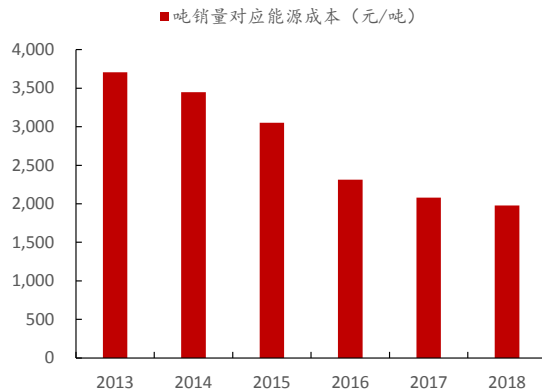
- **能源**：能耗占到氨纶成本的15%左右，约3000元。按照以往的经验，华峰氨纶2013-2018年期间，单吨氨纶对应能源成本年降在12%左右，在2016年重庆基地新产能投产后，单吨能源成本较15年下降24%。
- **煤改气正加速淘汰落后产能**。在产生相同热量的情况下，以天然气为原料的成本比以煤为原料高出2.7倍，“煤改气”政策将加速淘汰氨纶小产能。从成本增加幅度来看，广东、山东、江苏地区的产能压力较大。重庆大规模页岩气产业规划将助力当地用气成本进一步降低。

图表：不同地区单吨煤、天然气成本

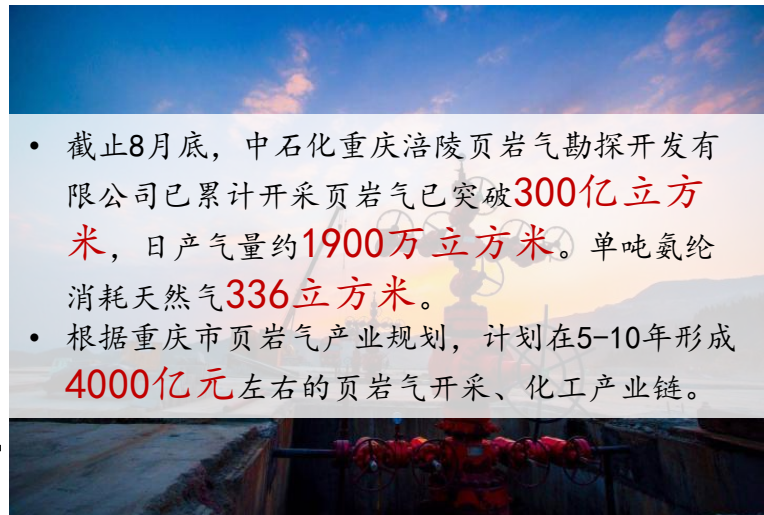


来源：wind，中泰证券研究所

图表：华峰氨纶单吨能源成本变化



来源：wind，中泰证券研究所



- 截止8月底，中石化重庆涪陵页岩气勘探开发有限公司已累计开采页岩气已突破**300亿立方米**，日产气量约**1900万立方米**。单吨氨纶消耗天然气**336立方米**。
- 根据重庆市页岩气产业规划，计划在5-10年形成**4000亿元**左右的页岩气开采、化工产业链。

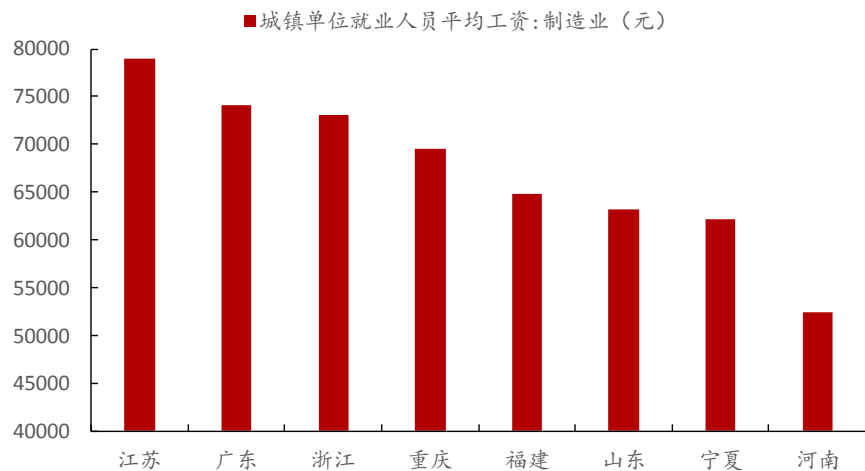
来源：中国政府网，中泰证券研究所
中泰证券研究所 专业|领先|深度|诚信

1.2 成本曲线差异来源：人工成本

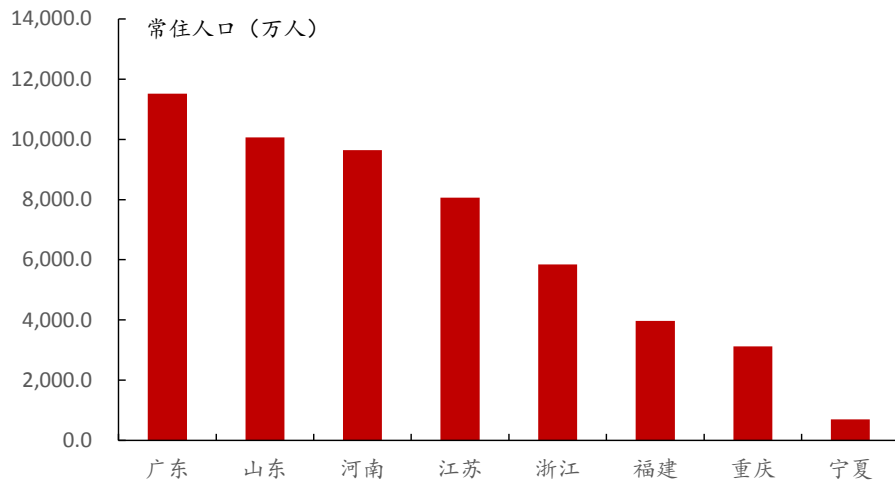
■ 行业成本曲线差异来源之三：人工成本

- 化纤行业是劳动密集型行业，人工成本影响显著。根据环评公示，华峰氨纶重庆10万吨氨纶扩建项目总定员1009人，而重庆制造业人均年薪比浙江低约3500元/人。假设建设相同规模的工厂，重庆每年可节省人工成本约353万元。

图表：各地区制造业人均薪酬对比



图表：各地区常住人口对比



来源：wind，中泰证券研究所

来源：wind，中泰证券研究所

1.2 成本曲线差异来源：人工成本

- 行业成本曲线差异来源之三：人工成本
- 从人工效率角度看，华峰重庆二期10万吨单吨定员仅为101人，宁夏越华一二期单吨定员均超过200人。而宁夏相较于重庆并不具备人口优势。

图表：各项目单吨定员对比

	地点	投产时间	投资额 (亿元)	产能 (万吨/年)	项目定员 (人)	单吨定员 (人)
华峰重庆I/II期	重庆	一期3万吨于2015年3月达产，二期3万吨于2016年7月达产	20.12	6	1009	168
华峰重庆III/IV期	重庆	6万吨已于2020年6月达产，4万吨预计2021年底达产	26.30	10	1009	101
宁夏越华一期	宁夏	一期3万吨于2017年10月达产	10.09	3	1000	333
宁夏越华二期	宁夏	预计2020年达产	9.00	3	800	267

来源：环评报告，中泰证券研究所

1.2 成本曲线差异来源：折旧

表：2015年后氨纶项目单吨投资额

项目	投资额 (亿元)	地点	产能 (万吨/a)	单吨投资 (万元/吨)	吨折旧 (元)	投产时间
华峰重庆 I/II 期	20.12	重庆	6	3.35	3186	一期 3 万吨于 2015 年 3 月达产， 二期 3 万吨于 2016 年 7 月达产
华峰重庆 III/IV 期	26.30	重庆	10	2.63	2499	预计 2021 年前完全达产
宁夏越华一期	10.09	宁夏	3	3.36	3195	一期 3 万吨于 2017 年 10 月达产
宁夏越华二期	9.00	宁夏	3	3.00	2850	预计 2020 年达产
新乡化纤 2×2 万吨超柔软氨纶纤维一期	9.00	河南	2	4.50	4275	2015 年 6 月达产
新乡化纤年产 4 万吨超细旦氨纶纤维项目	11.80	河南	4	2.95	2803	2019 年投产
泰和新材 15000 吨/年高效差别化粗旦氨纶工程	4.50	山东	1.5	3.00	2850	预计 2020 年达产
晓星衢州年产 6 万吨特殊用途差别化氨纶丝项目	22.30	浙江	6	3.72	3531	2017 年一期投产 2 万吨，2018 年二期投产 4 万吨
连云港杜钟年产 1.2 万吨差别化氨纶纤维项目	4.50	江苏	1.2	3.75	3563	2019 年投产
平均值				3.36	3194	

资料来源：环评报告，中泰证券研究所

■ 行业成本曲线差异来源之四：折旧

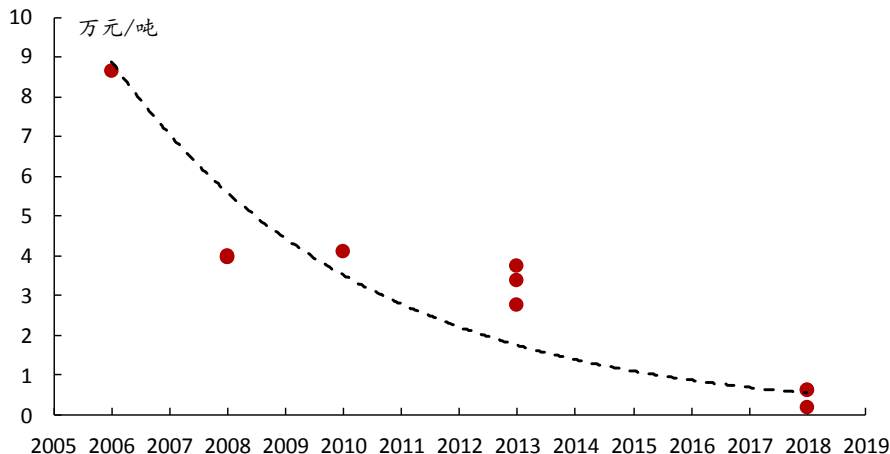
■ 近几年氨纶已投/拟投资项目平均吨折旧为

3200元，西部基地随产能拓张，优势愈发明显。华峰氨纶与宁夏越华均在西部地区布局氨纶产能，由于一期项目均为绿地项目，单吨投资额相对较高；然而随着二期产能不断上量，依托于一期公用设施，单吨投资额均有明显下降，其中华峰重庆10万吨/年项目凭借规模优势，单吨投资额仅为2500元/吨。

1.2 成本曲线差异来源：折旧

- 行业成本曲线差异来源之四：折旧
- 持续技改摊薄单位成本。华峰氨纶瑞安产能分布在莘滕、东山两个厂区，其中莘滕厂区6000吨/年老旧产能已于2017年淘汰；东山厂区第一个氨纶项目投产于2000年，之后共规划或投产将近12个项目。公司在原有产能上不断技改扩产，单位投资成本从一开始的8.63万元/吨降低至2013年的2.75万元/吨。2018年，公司“氨纶改造提升技改项目、氨纶改造提升二期技改项目、氨纶固废综合利用技改项目”环评获批，总产能为24000吨/年，全部依托于现有厂房，平均单吨投资额进一步摊薄至0.31万元/吨，在激烈的市场竞争环境下依旧具备竞争优势。

图表：华峰氨纶东山厂区单位投资成本逐年下降

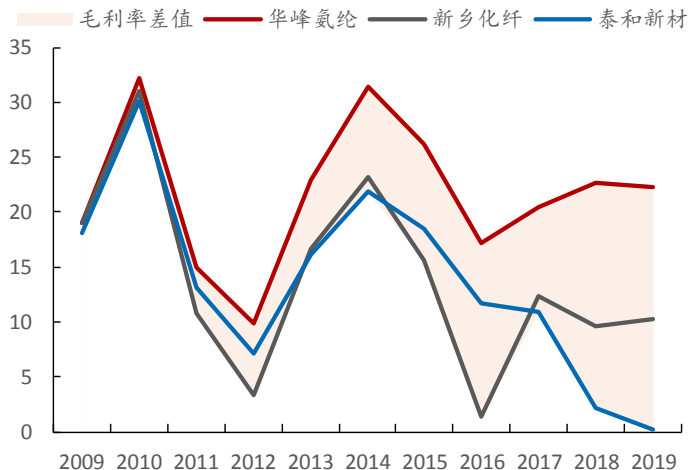


来源：环评报告，wind，中泰证券研究所

1.3 设备具备差异性

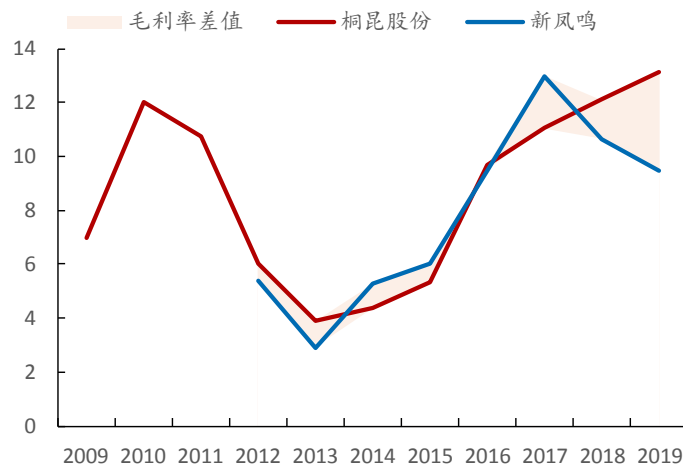
- 生产设备具备定制属性
- 我国氨纶设备纺丝卷绕头已从16头和24头，发展到超过100头。
- 华峰氨纶引进具有90年代中期国际先进水平的氨纶生产技术和设备后，已经进行了11期的改造，生产效率和产品质量领先。
- 相比之下，涤纶长丝由于市场规模较大，设备厂商的投资与研发意愿高，纺丝生产线的核心技术一直由德国、日本企业掌握。国内企业通过购买海外先进设备即可顺利投产，导致涤纶长丝企业在设备端较难拉开成本差距。

图表：代表企业氨纶板块毛利率水平差异拉大



来源：wind，中泰证券研究所

图表：代表企业涤纶长丝板块毛利率相近



来源：wind，中泰证券研究所

1.3 设备具备差异性

- 世界上氨纶工业化纺丝生产路线有四种，即干法纺丝、湿法纺丝、反应法纺丝、熔融法纺丝。干法纺丝以工艺流程简单、纺速较高、生产成本较低、产品纤维品质高等优势，占据了主导地位，是目前世界上应用最广泛的氨纶纺丝方法，据公司环评报告，干法纺丝产量约为世界氨纶总产量的86.39%。
- **华峰工艺先进性：**公司特有改良干法纺丝、连续聚合的先进生产工艺技术。该生产路线具有技术成熟、流程简捷、易于控制、通用性强的优点。氨纶纺丝原液的均一性更强，所生产出的氨纶丝均匀度更好。
- **华峰设备先进性：**大部分国产化。生产设备是以引进关键设备，在多期技改过程中逐步消化吸收日本生产技术的基础上开发国产化设备，整个生产过程为自动控制运行。纺丝卷绕头、齿轮泵驱动、换热器等设备由国外进口，其余设备由国内生产。

图表：氨纶生产工艺技术方案比较

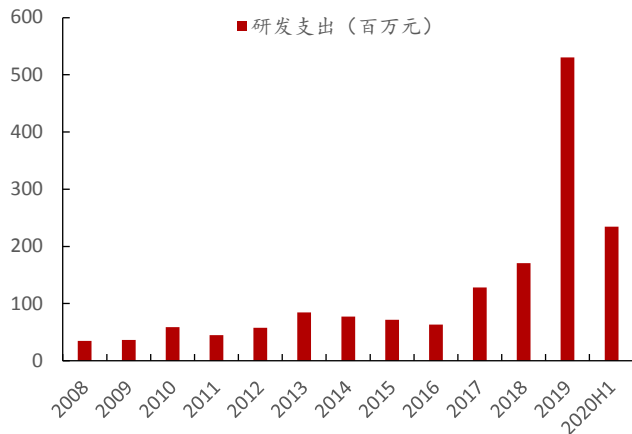
项目	反应法	湿法	干法	熔融法
纺丝速度 (m/min)	50-150	50-150	600-1200	400-1000
纺丝温度 (°C)		<90	200-230	160-220
线密度范围 (dtex)	44-380	44-440	22.2-1244	22-1100
产品质量	品质尚可	品质尚可	品质最好	品质较好
生产成本	成本高	成本高	成本高	成本低
环境影响	污染严重	污染严重	过程污染较大	基本无污染
生产应用	逐渐被淘汰	日本富士纺	杜邦、拜耳、东洋纺等及国内大部分厂家均采用	日本钟纺、日清纺公司

来源：环评报告，中泰证券研究所

1.4 产品具备差异性

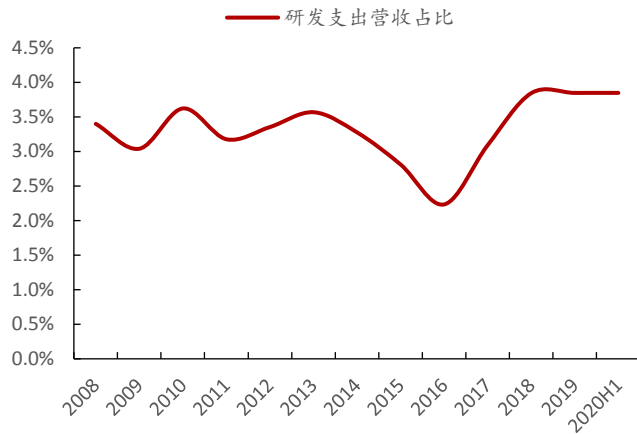
- **产品具备差异性：**行业目前对差异化尚无标准的定义，国内差异化正在起步阶段。
- **差异化的定义可由两点出发：**一是性能优异，二是具备溢价。近年来华峰氨纶通过技术研发，差异化比例不断提升，已拥有高回弹经编氨纶、耐高温氨纶、耐氯氨纶、黑色氨纶、纸尿裤用氨纶等差异化氨纶系列产品。差异化品种售价一般较普通氨纶高出3000-5000元，远高于成本提升幅度，差异化比例的提升有望持续扩大毛利水平。
- **从公司研发能力出发，**华峰氨纶在鞋底原液产品线做到60%份额，鞋底原液高度依赖配方和定制化服务，公司拥有如此高的市占率，侧面证明自身具备差异化的服务能力。

图表：华峰氨纶研发支出



来源：wind，中泰证券研究所

图表：华峰氨纶研发支出占营收比例

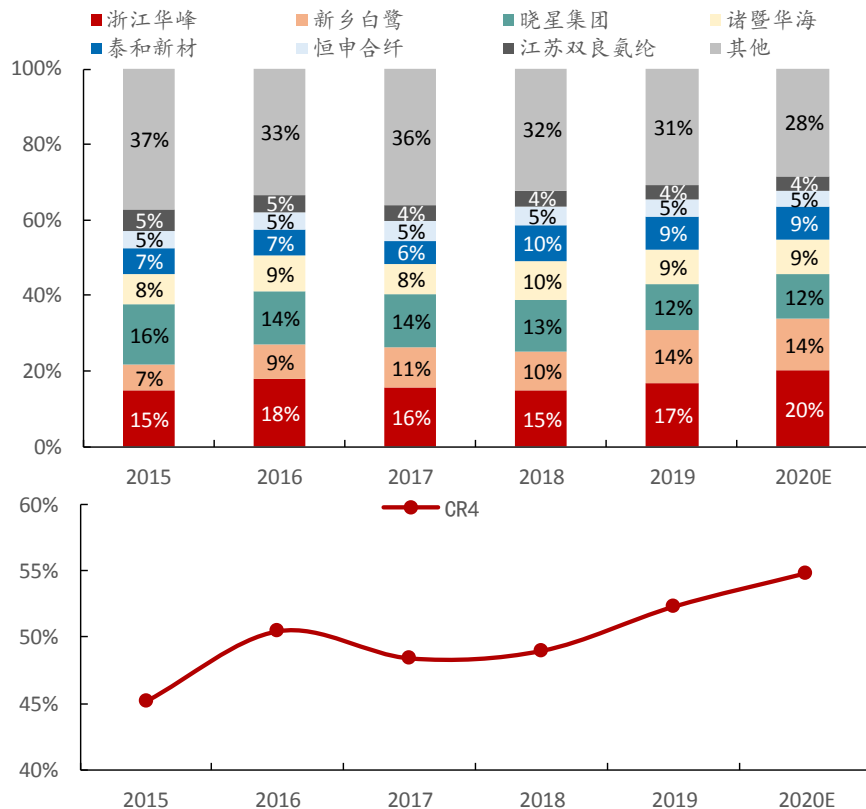


来源：wind，中泰证券研究所

1.5 氨纶周期位置：行业格局清晰

- **优胜劣汰，集中度快速提高。**2016年以来，由于氨纶行业盈利状况持续恶化，小企业缺乏技改与扩产的能力，成本高企下不得不减产、停产甚至申请破产。头部企业一方面具备技术实力和资金实力，能够支撑企业在底部扩张，另一方面，小企业出让的市场份额被龙头企业占据，行业集中度进一步提升。
- 氨纶行业CR4从2015年的45%逐步提升至2019年的52%，行业前三浙江华峰、新乡白鹭、晓星集团产能占比已分别达到20%、13%、12%，初步形成“三国鼎立”的格局。

图表：我国氨纶行业产能集中度逐渐提高

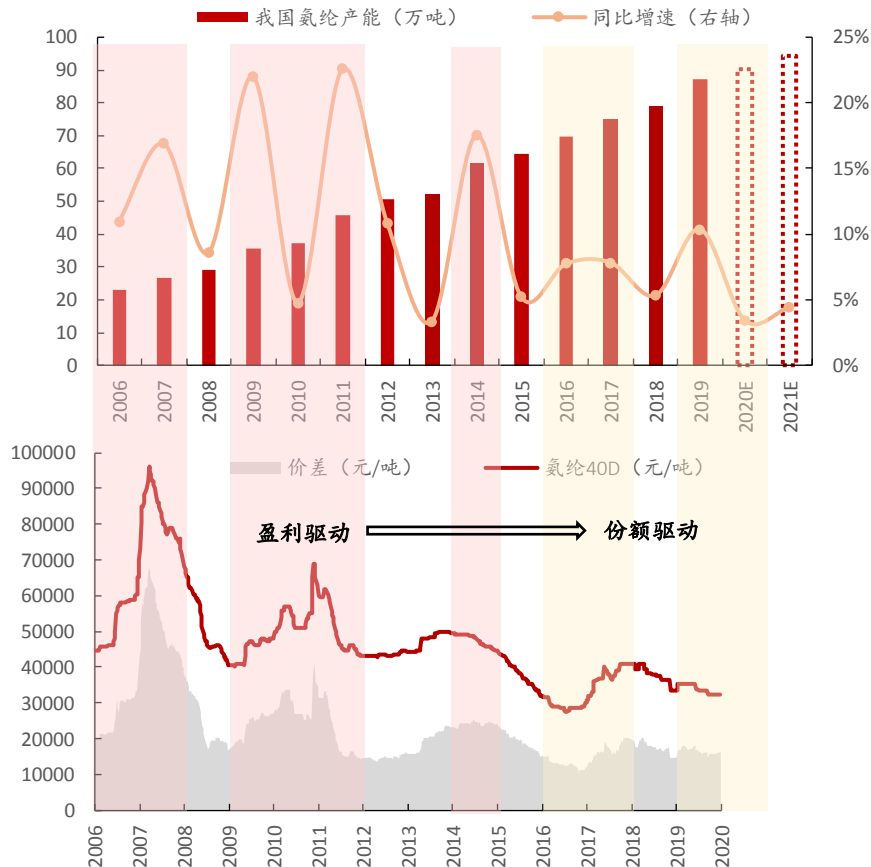


来源：百川资讯，中泰证券研究所

1.5 氨纶周期位置：行业格局清晰

图表：氨纶产能及增速

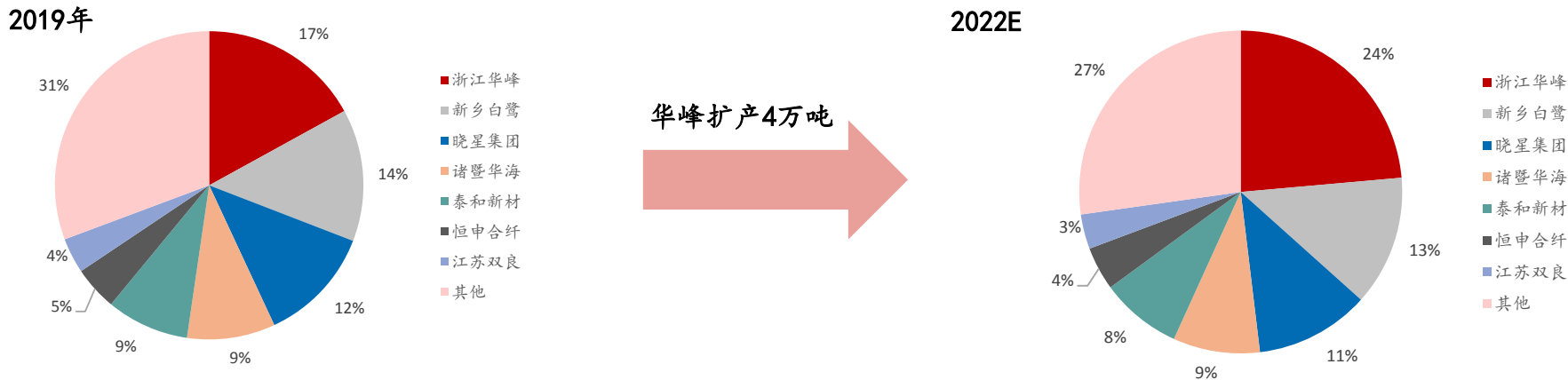
- 氨纶行业扩产逻辑发生核心变化：由盈利驱动转向份额驱动。
- 我国氨纶行业经历过三次大规模的扩张，第一次起始于2006年下半年，反倾销胜诉为国内氨纶行业带来了宝贵的发展机遇，同时叠加外需大幅扩张，氨纶价差从20000元/吨扩大到65000元/吨左右，高盈利下国内外厂家纷纷在中国扩产，产线规模小数量多；第二次是2009-2011年，需求恢复性增长，价差再度扩大至40000元/吨，供给端受国家宏观政策与高盈利的双重影响，氨纶产能再次大幅扩张；第三次是2014年左右，氨纶价格再次迎来阶段性高点，价差恢复至25000元/吨，领军企业带头大规模扩产，新增产线规模普遍为2-4万吨，行业集聚效应开始凸显。



来源：卓创资讯，wind，中泰证券研究所

1.5 氨纶周期位置：行业格局清晰

■ 未来2年氨纶竞争格局：根据已公布产能计划，2021年底之前行业新增产能仅剩华峰重庆4万吨。



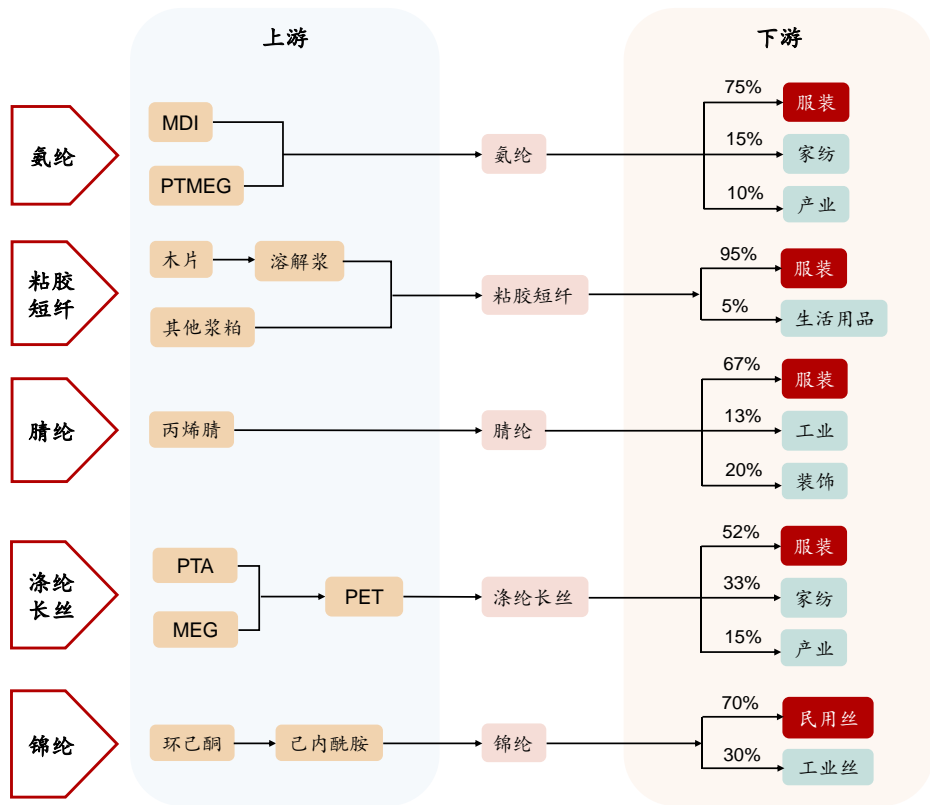
企业	新增产能 (万吨/年)	投产月度
晓星氨纶(广东)	2	未定
山东如意	3	未定
泰和新材(烟台)	1.5	预计2020, 替换老产能
泰和新材(宁夏)	3	预计2021-2022, 建设期15个月左右
华峰氨纶(重庆)	4	2021年底前

来源：卓创资讯，华瑞信息，wind，中泰证券研究所

1.5 氨纶周期位置：需求领先纺织行业

图：氨纶下游与其他化纤重合度较高

- 氨纶是最广泛使用的弹性纤维，主要用于服装面料。化学纤维根据原料来源的不同，可分为人造纤维和合成纤维，前者包含粘胶纤维、醋酸纤维等，后者包含氨纶、涤纶、锦纶、腈纶、芳纶等。氨纶因其具备优异的弹力，又被称为弹性纤维，断裂伸长率可达到800%以上，广泛应用于服装面料中。与其他化纤类似，我国氨纶消费地区主要分布在浙江、广东、江苏三大纺织发达省份，江浙对氨纶的消费以机织面料为主，广东则以经纬编、机织为主。

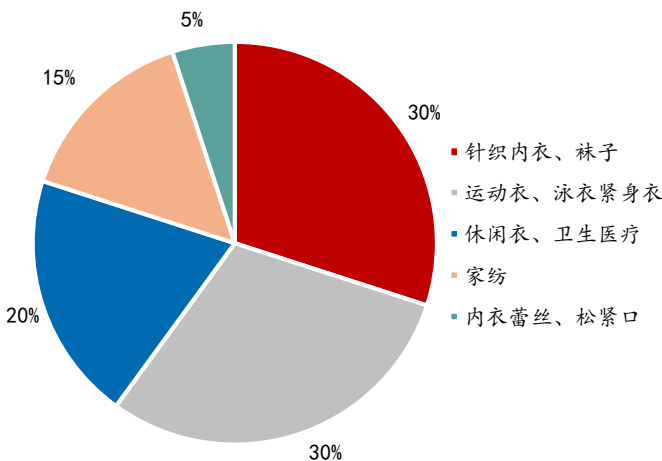


资料来源：百川资讯，中泰证券研究所

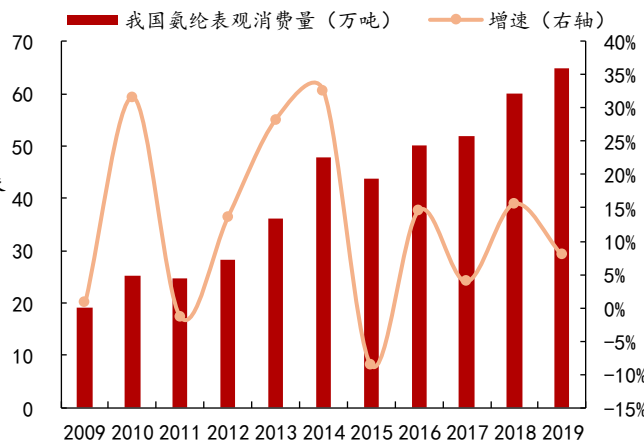
1.5 氨纶周期位置：需求领先纺服行业

- **氨纶需求：2016年至今我国氨纶需求增速为10%左右，每年对应约6万吨的需求空间**
- 2019年我国氨纶表观消费量为64.9万吨，同比增长8.0%。2016年以来，我国氨纶表观消费量增速维持在10%左右，需求依旧处于稳定增长的态势。随着本轮扩产接近尾声，行业过剩产能有望被逐渐消化。
- 土耳其是我国氨纶最大出口国，占我国氨纶出口总量的20%。为进一步抢占国外市场，华峰氨纶在土耳其设立贸易公司，扩大了中国企业在海外的影响力。

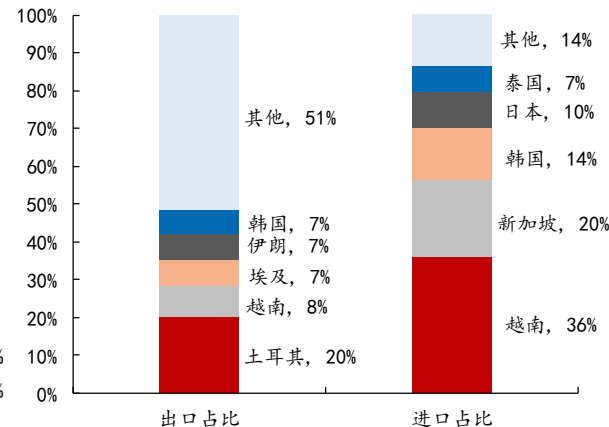
图表：我国氨纶需求结构



图表：我国氨纶表观消费量及增速



图表：2019年我国氨纶进出口国家及占比



来源：百川资讯，中泰证券研究所

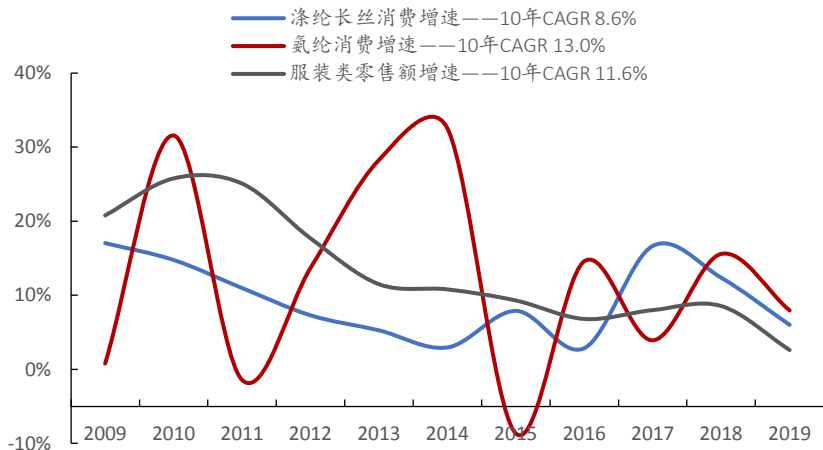
来源：中纤网，中泰证券研究所

来源：海关总署，中泰证券研究所

1.5 氨纶周期位置：需求领先纺服行业

- 氨纶需求增速领先服装行业增速，潜在市场空间可观。氨纶作为一种功能型面料，2009-2019年表观消费量复合增速为13%，高于服装类零售额复合增速，相比之下，作为主面料的涤纶十年表观消费量复合增速仅为8.6%。
- 氨纶的需求增长之所以可以领先纺服行业，主要有三个方面原因：一是新工艺、新技术催生的新兴市场，纺织技术的进步使得氨纶在经遍布、纬编布、弹力牛仔、高档成衣等领域的用量迅速增加；二是价格平民化带来的渗透率提升，2013年之后氨纶价格普遍处于较低区间，使得终端客户在成本端有更大的选择空间；三是氨纶品类的不断增加，细旦、超细旦、耐碱、抗菌等功能化纤维为高端定制化的应用场景提供了可能。

图：氨纶消费增速领先服装行业增速



资料来源：中纤网，百川资讯，wind，中泰证券研究所

1.5 氨纶周期位置

图：我国氨纶供需平衡（万吨）

	年产能	产量	开工率	进口量	出口量	表观消费量
2001	2.50	1.70	68.0%	1.84	0.12	3.4
2002	3.44	2.41	70.1%	3.18	0.12	5.5
2003	9.52	5.45	57.2%	3.65	0.41	8.7
2004	15.81	10.00	63.3%	3.97	0.66	13.3
2005	20.02	11.50	57.4%	2.80	0.77	13.5
2006	22.14	15.80	71.4%	1.66	2.33	15.1
2007	25.91	20.50	79.1%	1.66	3.22	18.9
2008	31.21	20.20	64.7%	1.55	2.89	18.9
2009	33.90	20.30	59.9%	1.72	2.89	19.1
2010	39.98	27.43	68.6%	1.40	3.73	25.1
2011	48.90	26.17	53.5%	1.86	3.28	24.7
2012	52.15	30.89	59.2%	1.44	4.19	28.1
2013	53.05	39.11	73.7%	1.46	4.48	36.1
2014	55.50	50.11	90.3%	2.02	4.30	47.8
2015	64.60	61.47	95.2%	2.82	4.91	58.2
2016	69.60	54.36	78.1%	2.24	5.46	51.3
2017	75.05	58.31	77.7%	2.22	5.28	55.3
2018	80.60	63.65	79.0%	2.62	5.62	60.2
2019	86.00	68.51	79.7%	2.78	6.24	68.5

目录

一、氨纶：化纤中的差异化赛道

二、己二酸：新材料发展骨架，需求爆发在即

三、鞋底原液：格局稳固，龙头占优

四、华峰氨纶竞争优势

五、盈利预测及估值

六、风险提示

二、己二酸行业：新材料发展骨架，需求爆发在即

2.1 供给端：国内产能强劲扩张，逐步替代海外产能

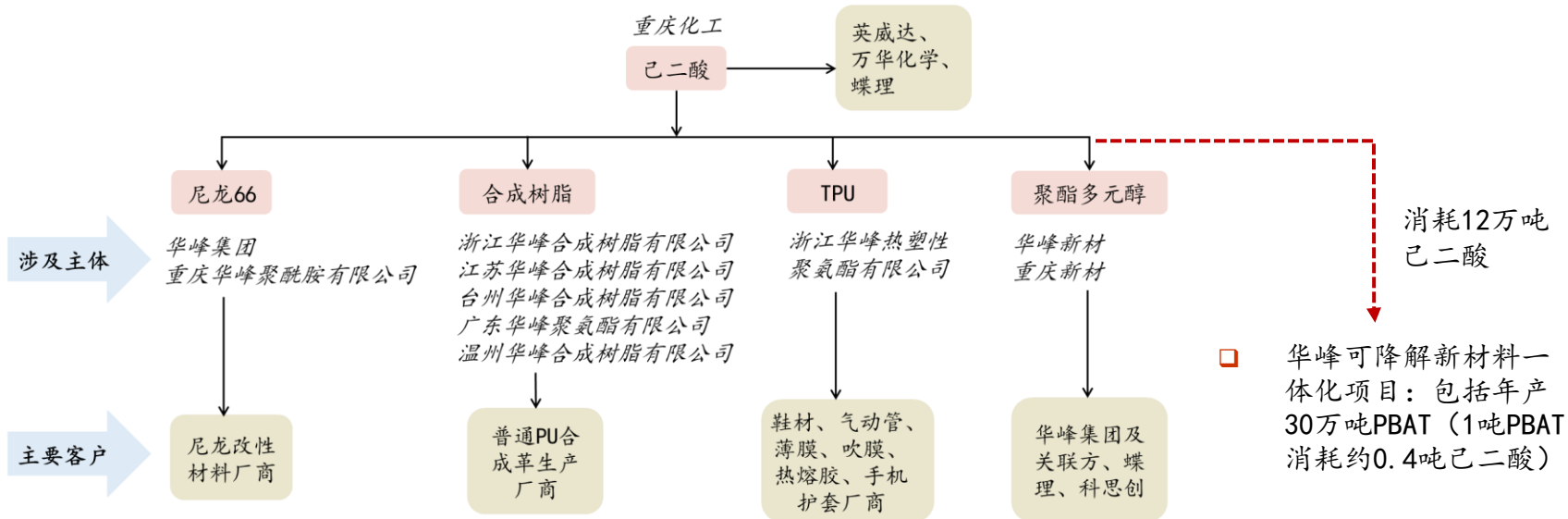
2.2 需求端：消费增速领先全球，有望受益于PA66突破

2.3 成本端：物料平衡降低生产成本

2. 己二酸行业：新材料发展骨架，需求爆发在即

- 己二酸是华峰集团旗下多个主体的重要原料。2019年公司拥有54万吨己二酸的生产能力，产量国内市场份额占比30%以上。2020年扩建新的生产线后，己二酸年产量达75万吨。华峰重庆化工生产的己二酸是华峰集团多个子公司的主要原材料。在集团中具有战略性地位，产量和销量均位居全国第一。
- 2020年3月，华峰可降解新材料一体化项目落户南通，包括年产30万吨PBAT，有望拉动己二酸需求。

图：重庆化工己二酸为多个华峰子公司提供原料

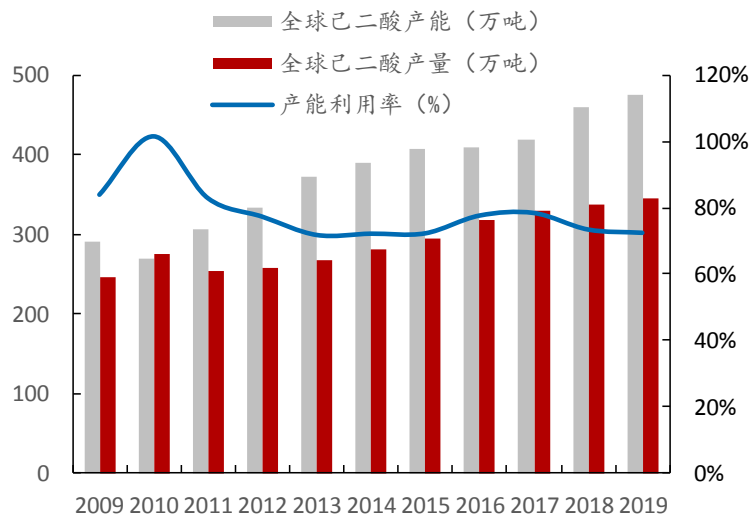


资料来源：华峰氨纶交易报告书，中泰证券研究所

2.1 己二酸供给端：国内产能强劲扩张，逐步替代海外产能

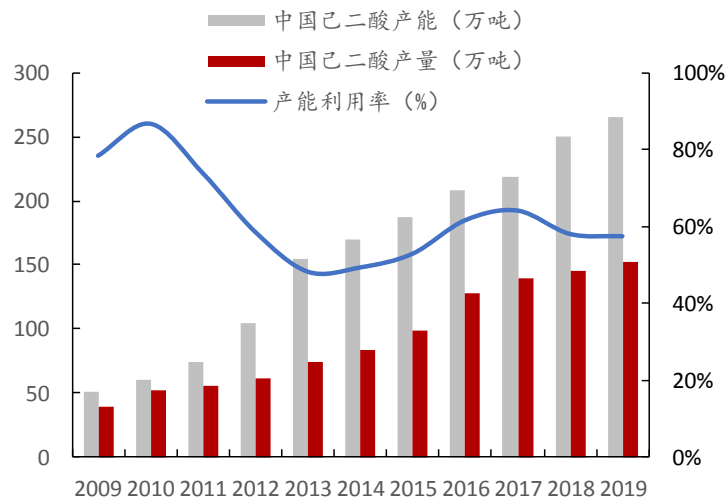
- 我国己二酸产能快速扩张，开工率维持低位。随着我国己二酸工艺发展不断成熟，成本优势逐步体现，我国已成为全球第一大己二酸生产国，2019年产能约为265.5万吨，同比增加6.0%，近五年复合增速高达9.1%，而同期全球复合增速仅为3.9%。2019年，中国己二酸产能已占到全球的54%，十年前仅为17%。由于产能扩张速度远大于下游需求的增速，近几年国内己二酸市场竞争激烈，产能利用率维持在60%左右，多套装置长期处于停车状态。

图：全球己二酸产能产量及开工率



资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图：中国己二酸产能产量及开工率

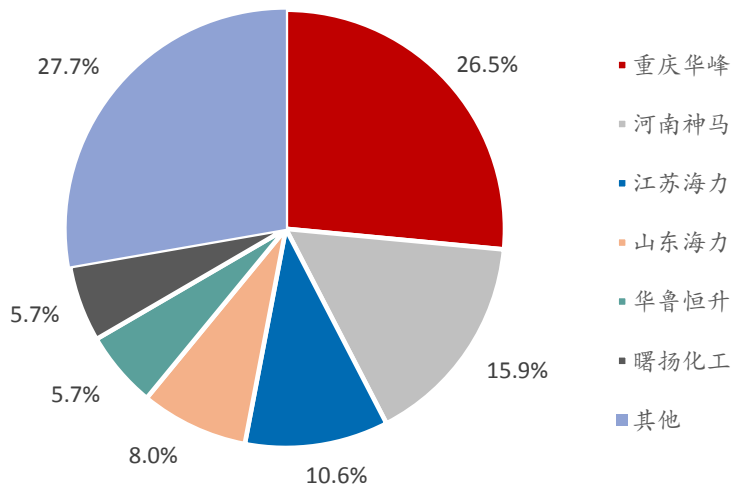


资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

2.1 己二酸供给端：国内产能强劲扩张，逐步替代海外产能

- **己二酸供给格局**：2019年我国己二酸行业CR5为65.3%，已形成多强寡头垄断格局。2020年己二酸新增产能集中在龙头企业，包括重庆华峰25.5万吨/年（已投产）和华鲁恒升16.6万吨/年，而2020年之后尚无明确的投产计划，供给格局持续向好。

图表：2020年我国己二酸竞争格局



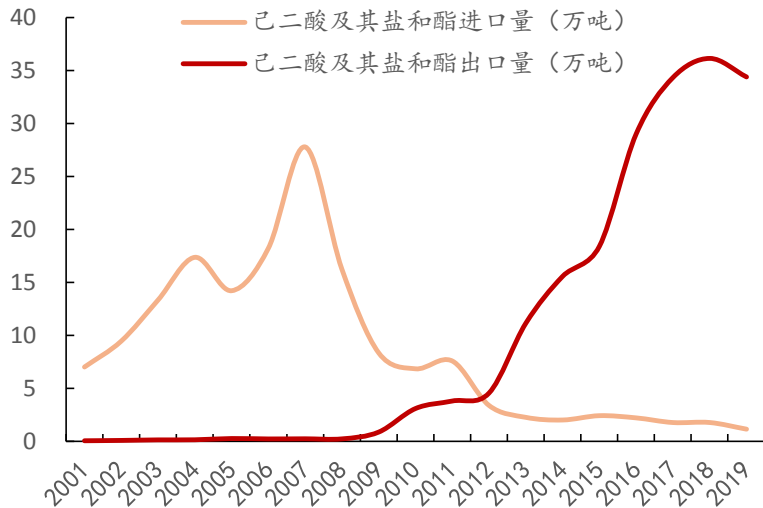
	产能	生产工艺 (万吨/年)	
国外厂商	(万吨/年)	环己烷法: 94.3%	环己烯法: 5.7%
巴斯夫	83	83	
英威达	54	54	
奥升德	45	45	
兰蒂奇	18	18	
旭化成	12		12
国内厂商		环己烷法: 41.2%	环己烯法: 58.8%
重庆华峰	48+25	16	32+25
神马集团	45		45
江苏海力	30		30
山东海力	22.5	22.5	
华鲁恒升	16	8	8
曙扬化工	16	16	
唐山中浩	15		15
阳煤太化	14		14
辽阳石化	14	14	
山东洪业	14	14	
洪达化工	14	14	
新疆天利	7.5	7.5	

来源：百川资讯（包含华峰2020年新投的25万吨），中泰证券研究所

2.1 己二酸供给端：国内产能强劲扩张，逐步替代海外产能

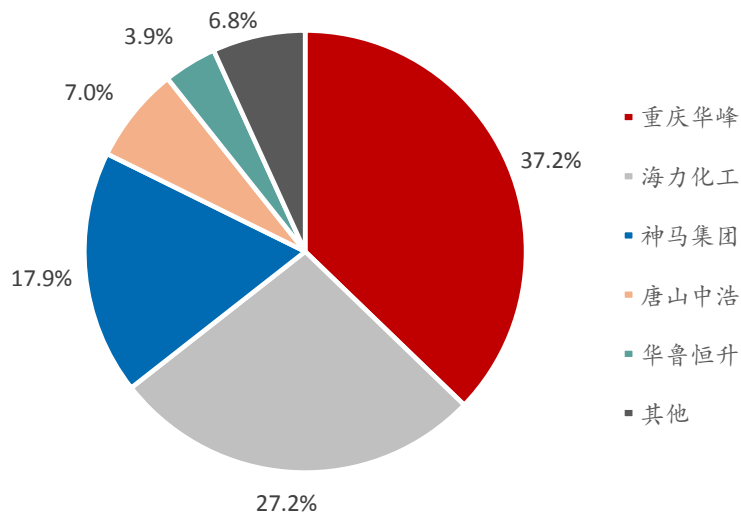
■ 我国成为己二酸净出口国，龙头企业出口份额增加。随着我国己二酸产量持续增加，国内企业开始以出口的形式消化国内过剩产能，自2012年起，我国成为己二酸净出口国，出口量从2012年至2018年翻了将近8倍。

图：中国己二酸进出口情况



资料来源：wind，中泰证券研究所

图：2018年中国己二酸出口商占比

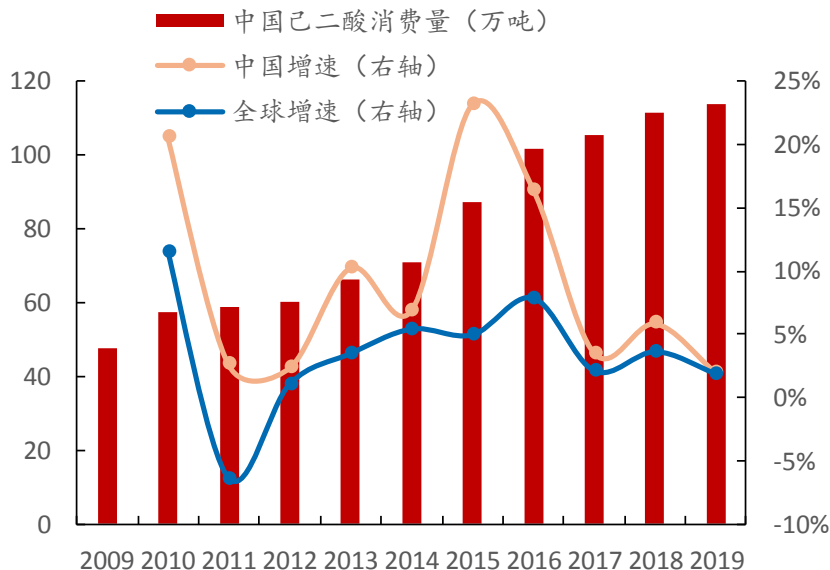


资料来源：天天化工网，中泰证券研究所

2.2 己二酸需求端：有望受益于PA66与可降解塑料

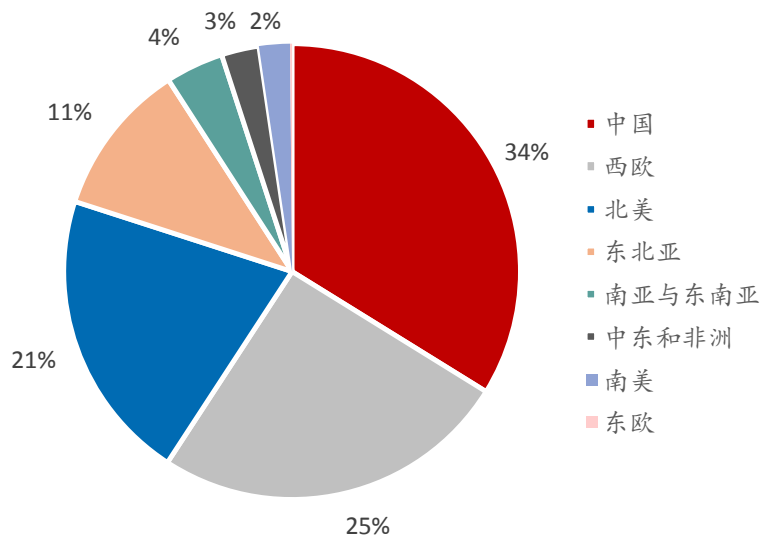
■ 中国是己二酸消费大国，消费增速领先全球。2019年我国己二酸消费量为113.9万吨，同比增长2.0%，增速较之前有所放缓。近五年我国己二酸消费复合增速为6.8%，大幅高于全球3.8%的复合增速。

图：中国己二酸消费量及增速



资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图：2019年全球己二酸消费地区占比

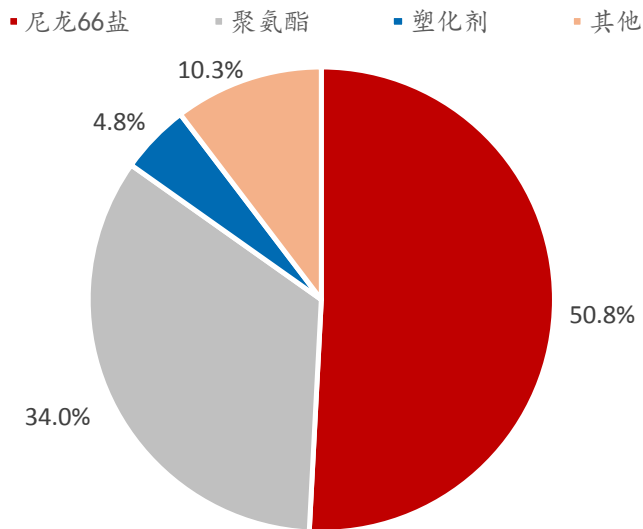


资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

2.2 己二酸需求端：有望受益于PA66与可降解塑料

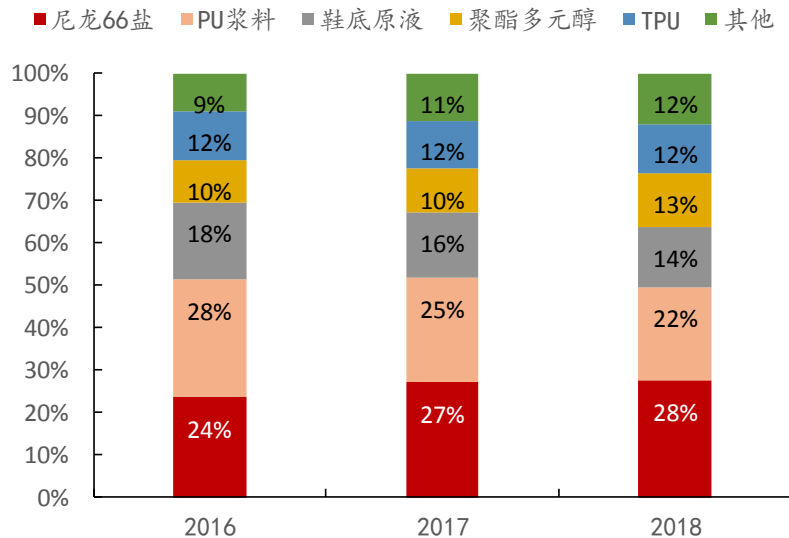
■ 国内外己二酸消费结构略有差异，我国需求以浆料、鞋底原液、PA66为主。全球范围内超过一半的己二酸被用于生产PA66，PA66海外产能占比较大，2018年国内己二酸消费中尼龙66仅占到28%左右，其余为PU浆料（22%）、鞋底原液（14%）和聚酯多元醇（13%）领域。从产量来看，己二酸在尼龙66盐、聚酯多元醇和TPU中的需求增速较快。相比之下，己二酸在PU浆料与鞋底原液的用量正在缓慢萎缩。

图：2019年全球己二酸消费结构



资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图：2016-2018年中国己二酸消费结构

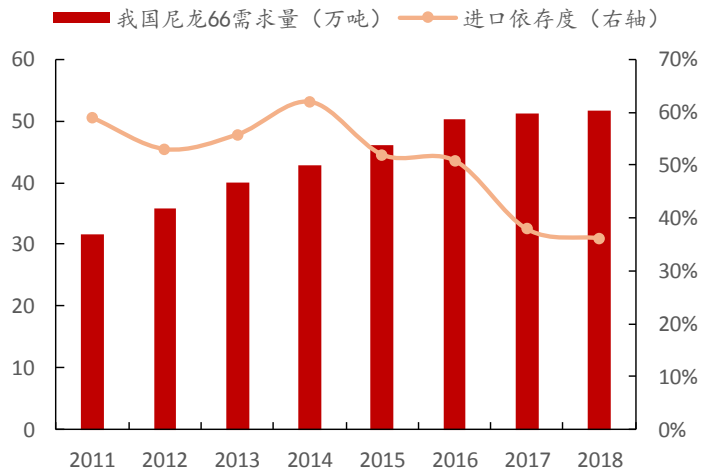


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

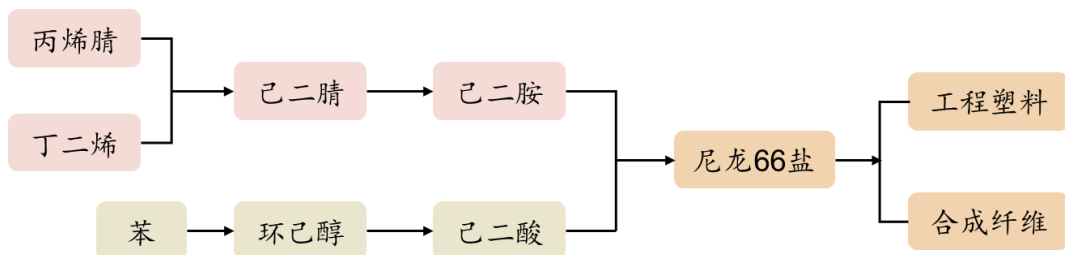
2.2 己二酸需求端：有望受益于PA66与可降解塑料

- **PA66关键原料己二腈高度垄断，制约尼龙行业发展。**尼龙66是一种性能优良的工程塑料，2018年我国尼龙66需求量为51.7万吨，产量仅为33万吨，进口依存度高达36.2%。
- **己二腈国产化提速，有望带动PA66及原料己二酸需求增长。**己二胺和己二酸同为尼龙66的两大主要原材料，其中己二胺由己二腈加氢制得，其产量主要受制于己二腈的供应。2015年以来，我国己二腈技术国产化进程加快，2019年7月，齐翔腾达计划与中国化学及其孙公司中国天辰工程有限公司就共同投资建设20万吨/年己二腈装置。项目投产后将打破跨国公司对己二腈的垄断，加速国内PA66行业发展，从而提振己二酸需求。

图：我国尼龙66进口依存度



图：PA66产业链



资料来源：中泰证券研究所

资料来源：wind，智研咨询，中泰证券研究所

2.2 己二酸需求端：有望受益于PA66与可降解塑料

- 国内可降解塑料市场爆发，将拉动己二酸需求
- 以生产1吨PBAT消耗0.4吨己二酸估算，200万吨的PBAT市场增量将催生80万吨己二酸需求。
- 2019年我国己二酸产能约为265.5万吨，需求量为113.9万吨，

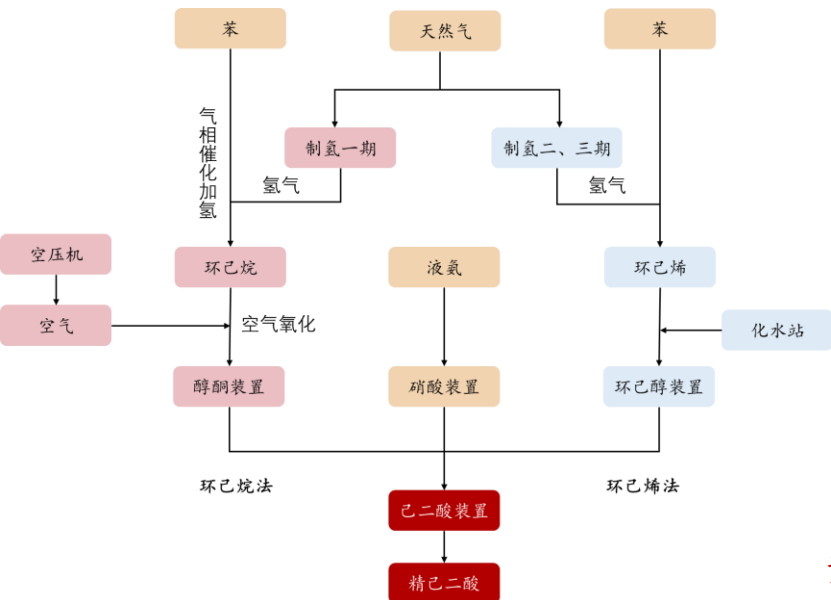
企业	在建产能（万吨/年）	产品
德国巴斯夫广东智慧一体化（Verbund）基地	48	PBAT改性料
重庆鸿庆达	10	PBAT/PBS
鹤壁莱润新材料	10	PBAT
江苏科奕莱	2.4	PBAT
江苏和时利新材料股份有限公司	1	PBAT
北京化工集团华腾沧州	4	PBAT
山东瑞丰高分子	6	PBAT
内蒙古东源科技	20	
浙江华峰新材料	30	PBAT
新疆美克化工	3	
河南恒泰源	3	
新疆望京龙	130	PBAT
彤程新材料	10	PBAT
东部湾（上海）	8	
山东泓达	16	
山东同邦新材料	30	
恒力石化	3.3	PBAT

资料来源：CCUS和生物能源材料（不完全统计），中泰证券研究所

2.3 己二酸成本端：物料平衡降低生产成本

- 环己烷法是世界上己二酸的主流生产方法，新装置主要采用更为先进的环己烯法。工业上有四种生产己二酸的方法，分别为环己烷法（又称KA油法）、环己烯法、苯酚法和丁二烯法，考虑到原料的可获得性和工艺的成熟度，目前环己烷法和环己烯法是最常用的生产方法。

图：环己烷法与环己烯法生产己二酸



表：其他己二酸生产路径与环己烷法对比结果

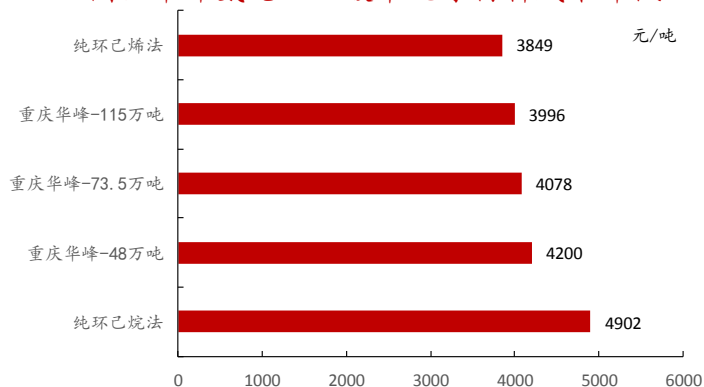
类别	环己烯法	苯酚法	丁二烯法
副产品、收率、氨耗	转化率提高7-10%，产品中杂质少，氢气消耗量少	产品纯度高，生产技术成熟	转化率、收率较高，工艺不成熟
安全性	加氢和水合均在液相中进行，操作安全	反应温度150度，反应条件安全	反应条件压力高
环保性	副反应少，使得废水中BOD5含量减少	副反应少，污染物排放少	副反应少，污染物排放少
设备维护	工艺介质无腐蚀性，除加氢、水合、催化剂再生系统外，塔槽都可以用碳钢	不锈钢材料需求量少	流程长、步骤多、需要高压设备
投资成本	投资较低，原料苯来源可靠	苯酚资源有限，价格昂贵	以C4为原料，成本低廉

资料来源：环评报告，中泰证券研究所

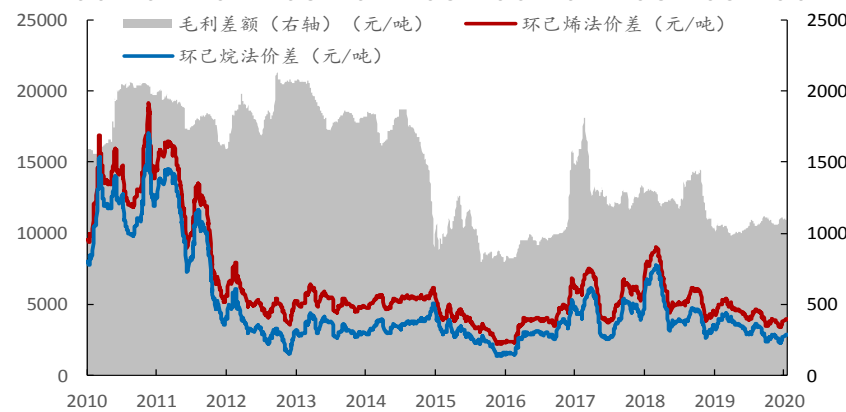
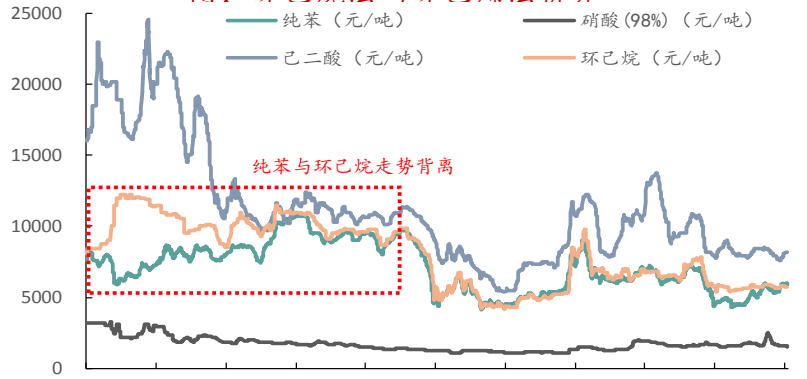
2.3 己二酸成本端：物料平衡降低生产成本

- 环己烷法与环己烯法毛利差额为1000元左右。2015年以来环己烯法生产己二酸价差平均较环己烷法高出1260元/吨，2019年平均价差为1000元/吨左右（以市场价估算副产环己烷的价值）。2015年前后价差大幅缩小主要是由于纯苯价格中枢下移。环己烯法比例的提升将明显增加己二酸毛利水平。
- 在此基础上，我们认为华峰重庆化工的己二酸成本优势主要体现在三方面，一是物料平衡与副产物再利用带来的成本降低，二是重庆地区的区位优势，三是下游配套（集团有尼龙66和PBAT布局）

图：华峰氨纶己二酸单吨原材料成本降低



图：环己烷法与环己烯法价差



环己烷法价差=己二酸-0.668*纯苯-0.9*硝酸;
 环己烯法价差=己二酸-0.622*纯苯-0.9*硝酸+0.144环己烷

2.3 己二酸供需平衡

图：中国己二酸供需平衡

	产能 (万吨)	产量 (万吨)	消费量 (万吨)	己二酸及其盐和酯进口量 (万吨)	己二酸及其盐和酯出口量 (万吨)
2009	50.5	39.6	47.5	8.3	0.9
2010	60.5	52.5	57.3	6.8	3.1
2011	74.5	55.0	58.8	7.6	3.8
2012	104.5	61.1	60.2	3.4	4.6
2013	154.5	74.3	66.4	2.3	11.2
2014	169.5	83.4	71.0	2.0	15.6
2015	187.5	99.0	87.5	2.4	18.4
2016	208.0	128.0	101.9	2.2	29.0
2017	218.5	140.0	105.5	1.8	34.3
2018	250.5	145.2	111.7	1.8	36.1
2019	265.5	152.3	113.9	1.1	34.4
来源	bloomberg	bloomberg	bloomberg	海关总署	海关总署

目录

一、氨纶：化纤中的差异化赛道

二、己二酸：新材料发展骨架，需求爆发在即

三、鞋底原液：格局稳固，龙头占优

四、华峰氨纶竞争优势

五、盈利预测及估值

六、风险提示

三、鞋底原液：格局稳固，龙头占优

3.1 供给端：公司为行业龙头

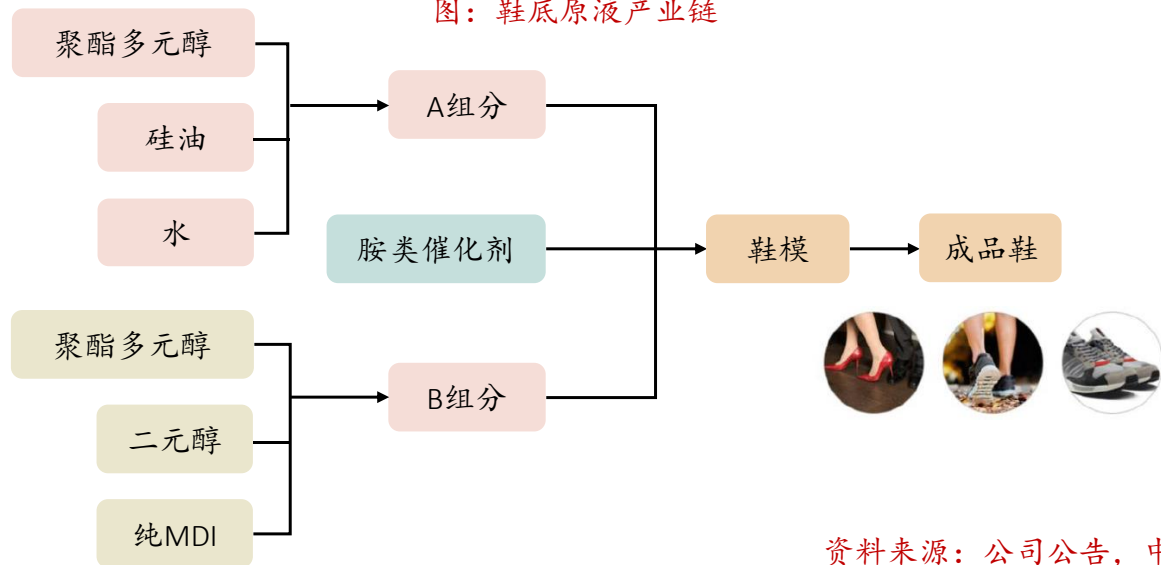
3.2 需求端：全球制鞋规模稳步增长

3.3 成本端：规模优势提高议价能力

3.1 鞋底原液供给端：公司为行业龙头

- 聚氨酯原液分为制品原液和鞋底原液，公司以生产鞋底原液为主。鞋底原液即鞋底用聚氨酯树脂，主要用于生产聚氨酯鞋底，其组分根据鞋底用途的不同，添加比例也有所差异。在鞋底原液组合料中，A组分主要是聚酯多元醇、发泡剂、扩链剂、匀泡剂的混合物，B组分是部分多元醇和MDI形成的预聚体，C组分主要为胺类催化剂。除鞋底原液外，公司聚氨酯原液也包括少部分的制品原液，主要用于制造低速轮胎、汽车垫片、运动器材、家具、记忆枕等制品。

图：鞋底原液产业链

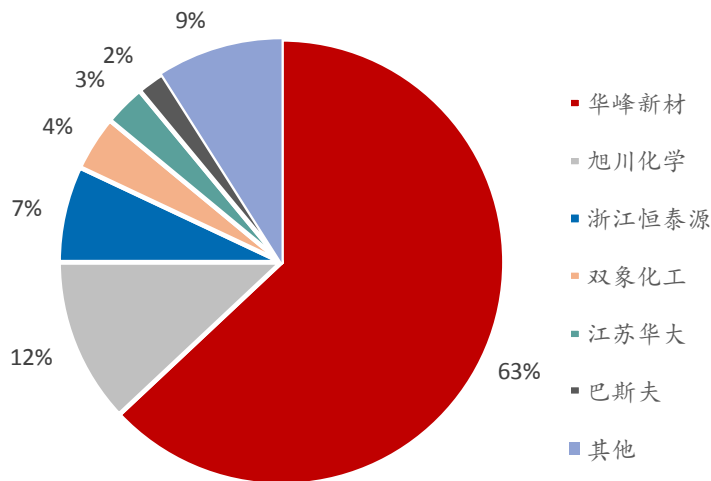


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

3.1 鞋底原液供给端：公司为行业龙头

- 中国是全球最大的聚氨酯鞋底原液生产国。根据率捷咨询统计，2018年中国鞋底原液总产能为117万吨，产量约为54万吨，开工率为46.2%。由于国内鞋底原液产能过剩严重，整体行业开工率偏低。
- 公司在鞋底原液市场占据明显优势地位。公司作为行业龙头，市场份额提升迅速，2018年公司鞋底原液市场占有率高达63%，较2017年上升了6个百分点。2018年末公司鞋底原液产能为42万吨，开工率约80%，远超行业平均水平。

图：2018年我国鞋底原液产量占比



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

表：2018年我国鞋底原液主要企业产量

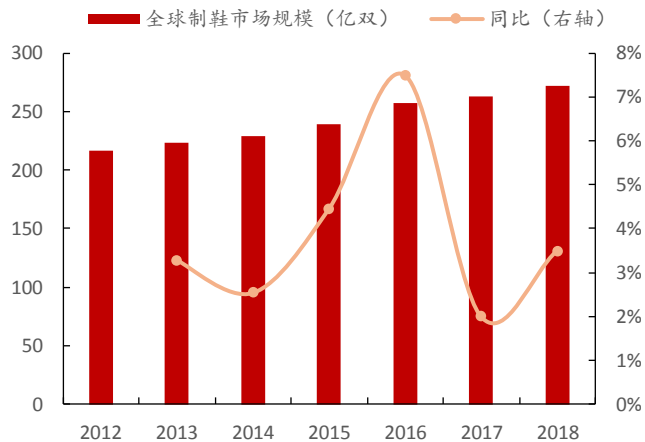
供应商	产量 (万吨)
华峰新材	33.56
旭川化学	6.2
浙江恒泰源	4
双象化工	2
江苏华大	1.5
巴斯夫	1.2
其他	5.1
合计	53.56

资料来源：率捷咨询，中泰证券研究所

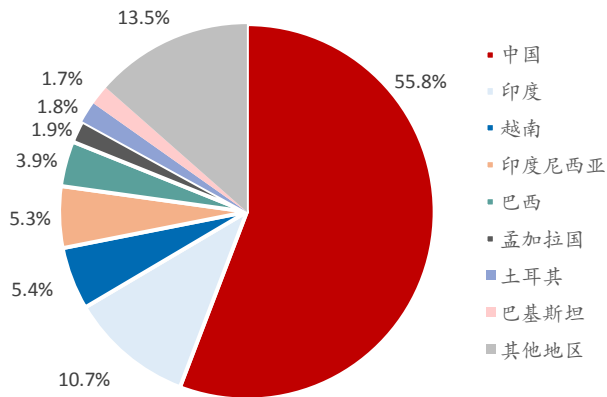
3.2 鞋底原液需求端：全球制鞋规模稳步增长

- 全球制鞋行业规模稳步上升，我国是全球最大的鞋类生产国。2018年全球制鞋市场规模为271.76亿双，同比增长3.5%，其中55.8%的鞋产量都来自中国。制鞋行业为劳动密集型行业，产能持续向劳动力成本更低的国家和地区转移。
- 中国拥有全球第一的鞋产品消费市场，同时受益于国内和出口需求。中国鞋类消费占全球的18.4%，排名第一。中国制鞋行业不仅有内需支撑，而且外需拉动更为强劲，2018年中国鞋类出口额占全球的32%，出口量占国内产量的71%，充分受益于全球制鞋市场规模的稳步增长。

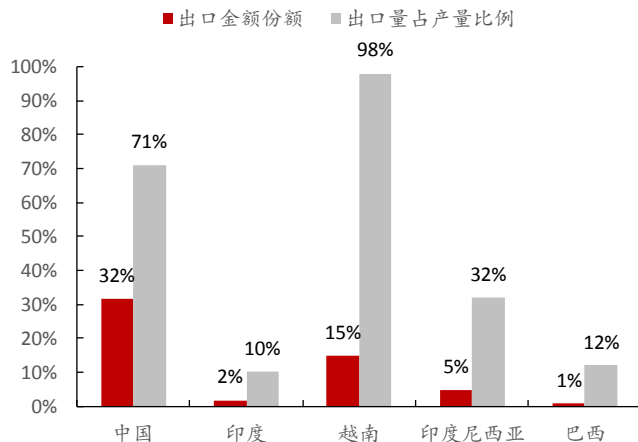
图：全球制鞋市场规模稳步上升



图：2018年全球鞋类生产国占比



图：2018年全球前五鞋类制造国出口数据



资料来源：亚洲鞋业协会，中泰证券研究所

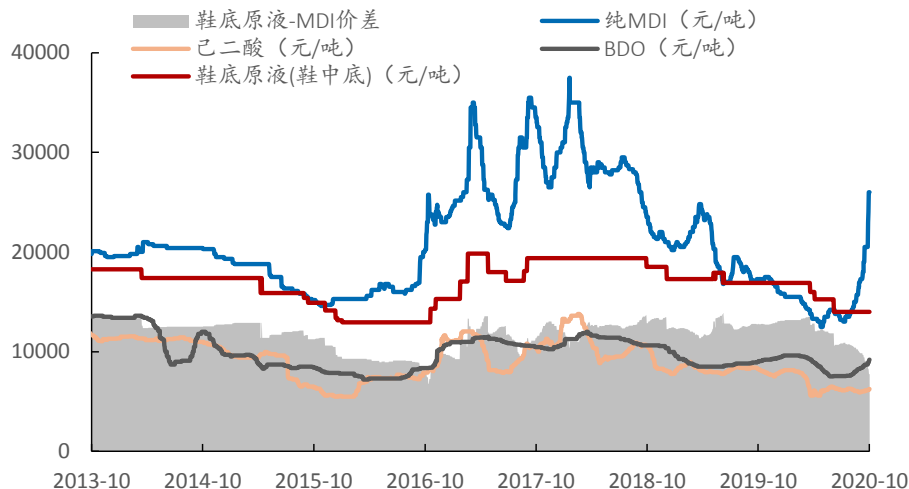
资料来源：中国皮革，中泰证券研究所

资料来源：中国皮革，中泰证券研究所

3.3 鞋底原液成本端：规模优势提高议价能力

- 鞋底原液价格受原材料波动影响较大。鞋底原液的主要原材料为纯MDI、BDO、己二酸等，2013年后随着原材料价格支撑减弱，叠加鞋底原液行业长期供大于求，鞋底原液价格持续下跌。2016-2018年，一方面受原材料MDI价格大幅上涨影响，推升鞋底原液成本，一方面环保趋紧使行业集中度上升，大型企业议价能力增强，2019年鞋底原液平均价格为17000元/吨左右，波动较为平稳。
- 公司对上游原材料厂商议价能力强。公司聚氨酯原液的产销量居全国第一，具有明显的规模优势，不但单吨三费和折旧明显低于竞争对手，而且能形成较大的原材料采购规模，具备对上游厂商的议价能力。同时，公司自备己二酸产能，可以实现原料的自给自足，进一步降低原材料成本。

图：鞋底原液及原料价格走势



资料来源：wind，中泰证券研究所

目录

一、氨纶：化纤中的差异化赛道

二、己二酸：新材料发展骨架，需求爆发在即

三、鞋底原液：格局稳固，龙头占优

四、华峰氨纶竞争优势

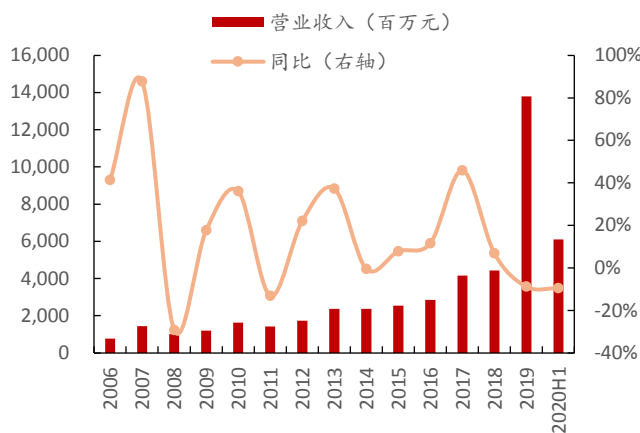
五、盈利预测及估值

六、风险提示

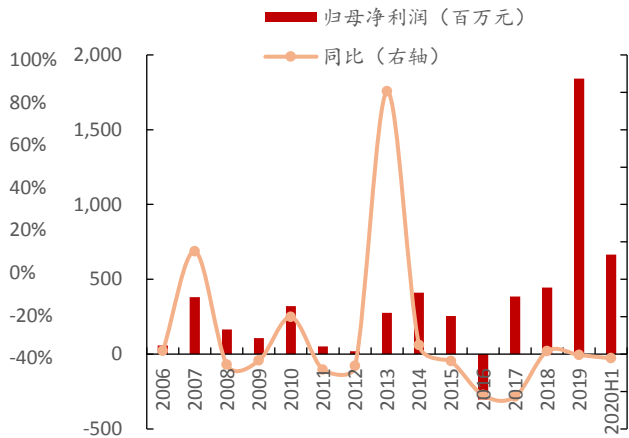
4.1 华峰氨纶：盈利能力

- 公司盈利呈现周期性特征，毛利率始终维持较高水平。2006-2018年公司主业为氨纶，营收从7.64亿元增长到44.33亿元，复合增速达到15.79%，在2007、2010、2013、2017年氨纶价格达到阶段性高点时，公司归母净利润均位于较高水平。
- 2019年收购华峰新材后，公司营收趋向多元化，重组后营收达到137.85亿元，同比下降8.88%；归母净利润18.41亿元，同比下降4.92%。2020H1公司营收和归母净利润分别同比下降9.4%和22.42%。

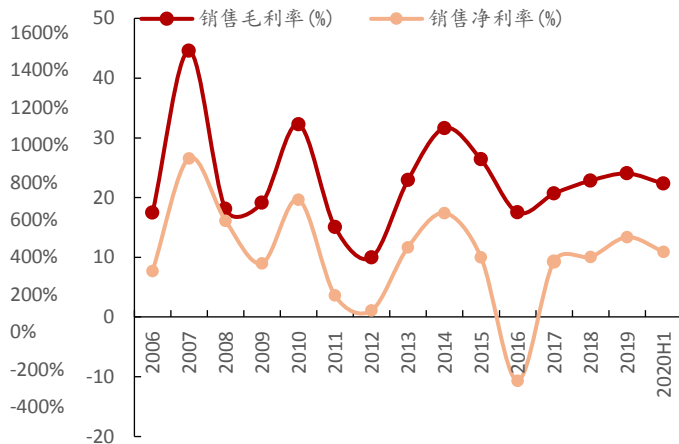
图表：公司营收情况



图表：公司归母净利润



图表：公司毛利率和净利率水平



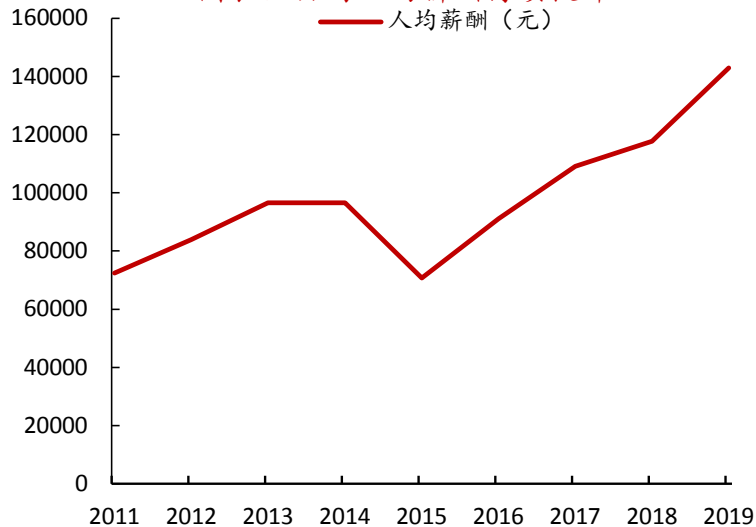
来源：wind，中泰证券研究所

4.1 华峰氨纶：人员构成及薪酬

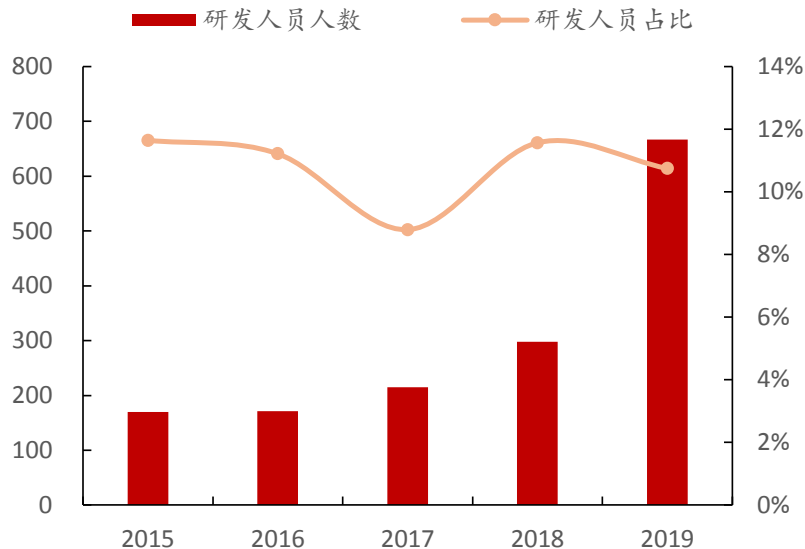
■ 人员构成及薪酬

- 公司有良好的激励机制，2015年以来平均员工薪酬持续提升。公司研发人员占总员工数量稳定在10%左右。目前公司已主导或参与起草氨纶及聚氨酯原液国际、国家、行业、地方和协会标准共28项，均已发布实施。公司目前拥有有效专利179件，其中，发明专利115件，另外还有近90件发明专利在申请中。

图表：公司人均薪酬持续提升



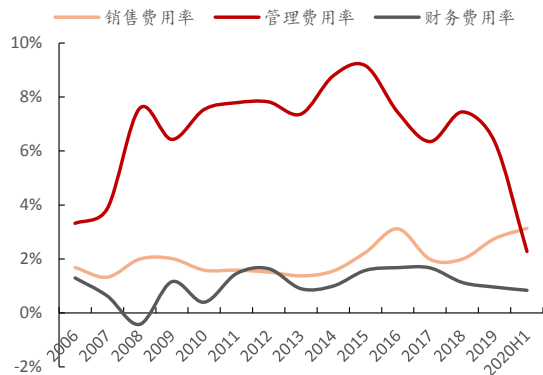
图表：公司研发人员占比约10%



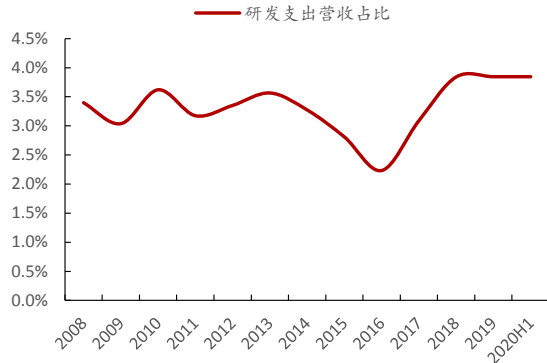
来源：wind，中泰证券研究所

4.1 华峰氨纶：费用及研发支出

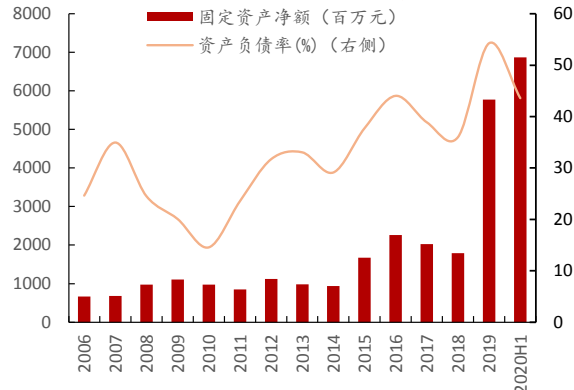
图：华峰氨纶三费情况



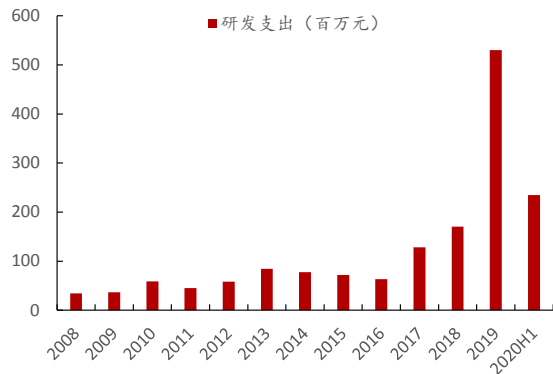
图：华峰氨纶研发支出占营收比例



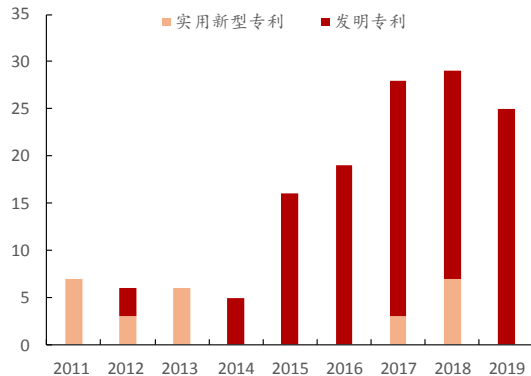
图：华峰氨纶资产负债率



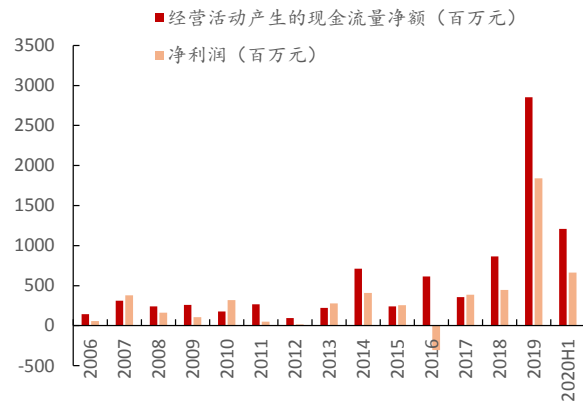
图：华峰氨纶研发支出逐年上升



图：华峰氨纶历史专利数量



图：华峰氨纶经营现金流净额持续为正

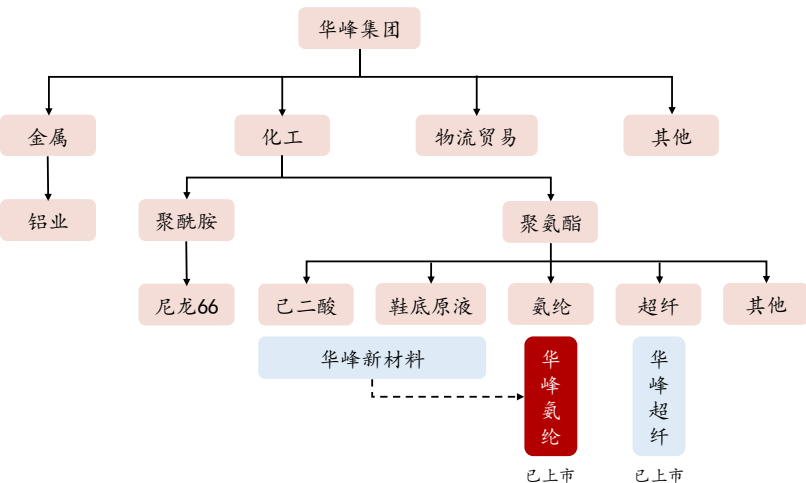


来源：wind，中泰证券研究所

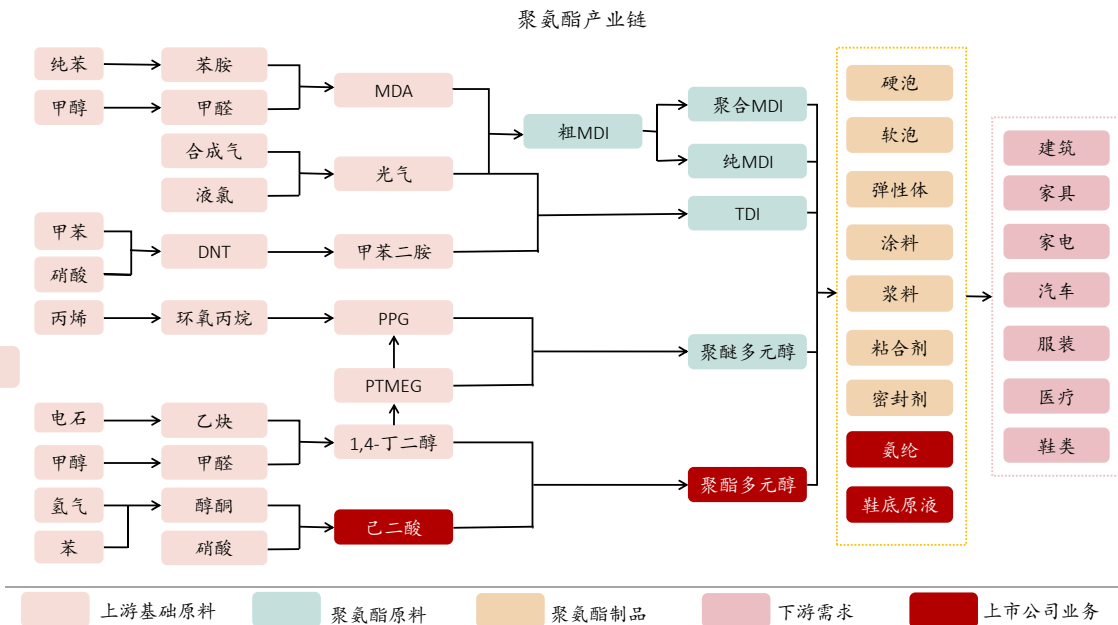
4.2 华峰氨纶竞争优势：产业链协同

- **集团层面：**华峰集团化工板块主要分为聚酰胺和聚氨酯两大领域。华峰集团聚酰胺产品为尼龙66，聚氨酯产品为氨纶、己二酸、鞋底原液、超纤等。
- **上市公司：**氨纶产能与产量均位居全球第二、中国第一，聚氨酯原液和己二酸产量均为全国第一。

图：华峰集团业务板块结构



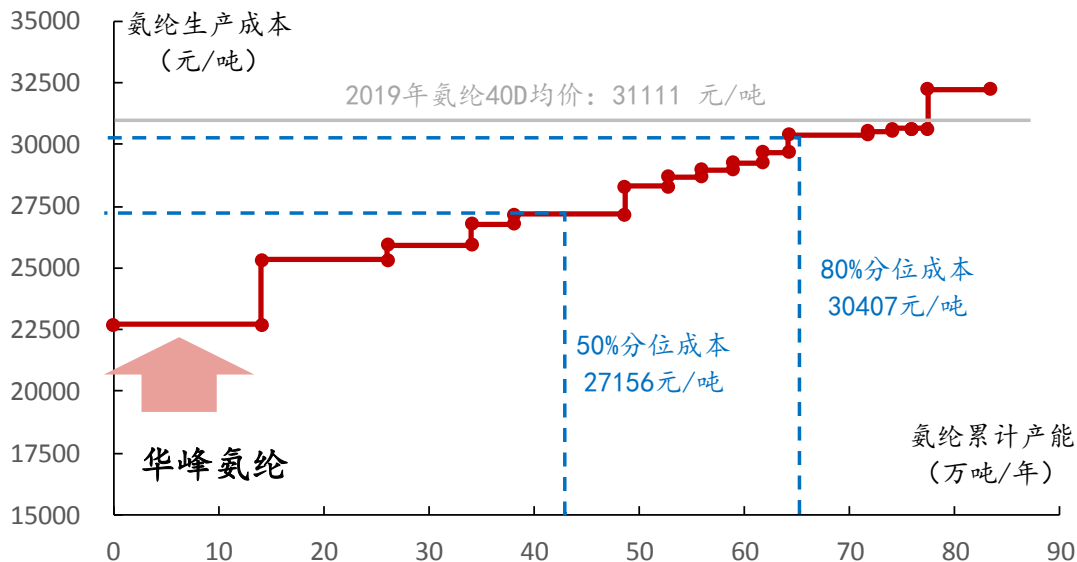
图：华峰氨纶聚氨酯板块结构



4.2 华峰氨纶竞争优势：成本优势

- 华峰氨纶在行业成本曲线的位置和盈利能力
- 据我们估算，2019年目前氨纶行业成本最低的五家厂商产能已占据行业总产能的一半以上。考虑到2019年氨纶40D均价为31111元/吨，若加上三费、所得税等开支，行业末端小产能已处于亏损状态。

图表：氨纶生产成本曲线



- 公司目前氨纶产能已突破18万吨，为国内产能最大的氨纶生产企业。2021年年底，重庆氨纶二期余下的4万吨产能即将投产，公司总产能将达到22万吨/年。

资料来源：wind，中泰证券研究所

4.2 华峰氨纶竞争优势：细分子行业龙头提升话语权

- 己二酸
- 2019年公司拥有54万吨己二酸的生产能力，产量国内市场份额占比30%以上。2020年扩建新的生产线后，己二酸年产量达75万吨。华峰重庆化工生产的己二酸是华峰集团多个子公司的主要原材料。
- 2020年3月，华峰可降解新材料一体化项目落户南通，包括年产30万吨PBAT，有望拉动己二酸需求。

规模优势摊薄单吨成本

产业链协同打开下游需求

集团赋能

开工率提升发挥产能优势

- 鞋底原液
- 公司具备年产42万吨/年聚氨酯原液产能，产量国内市场份额占比60%以上。公司在南非、巴西、越南、印度、巴基斯坦、土耳其等地建有完善的销售和服务网络，国内主要制鞋厂商以及耐克、阿迪达斯、斯凯奇、亚瑟士、李宁等世界著名运动产品制造企业，都直接或间接使用公司产品。

目录

一、氨纶：化纤中的差异化赛道

二、己二酸：新材料发展骨架，需求爆发在即

三、鞋底原液：格局稳固，龙头占优

四、华峰氨纶竞争优势

五、盈利预测及估值

六、风险提示

5. 盈利预测及估值

- **预测假设：**氨纶价格和己二酸价格逐渐回升，MDI价格上涨至历史价格中枢，公司氨纶项目按计划投产并逐渐放量。
- **盈利预测：**考虑到氨纶前期低价维持时间较长，Q3以来纯MDI价格上涨影响鞋底原液价差，我们调整盈利预测，预计2020-2022年归母净利润分别为16.80亿元、22.24亿元、27.05亿元（调整前净利润预测值分别为17.15亿元、26.37亿元、29.96亿元），EPS分别为0.39元、0.52元、0.63元，对应PE为21倍、16倍、13倍。维持买入评级。

图表：分板块盈利预测

	2020E	2021E	2022E	2023E
化学纤维板块				
销售收入（亿元）	54.5	59.7	69.2	68.1
营业成本（亿元）	41.3	45.8	53.0	50.6
化工新材料板块				
销售收入（亿元）	50.7	56.9	60.8	60.8
营业成本（亿元）	38.0	45.5	48.1	48.7
基础化工产品板块				
销售收入（亿元）	28.63	44.48	53.59	57.01
营业成本（亿元）	23.70	35.13	40.85	42.47

来源：wind，中泰证券研究所

5. 盈利预测及估值

- 我们选取同处氨纶行业的泰和新材、新乡化纤，以及其他行业具备高市占率和规模优势的龙头企业进行估值对比，2020及2021年平均估值PE为28倍和19倍（对应2020年10月15日收盘价），华峰氨纶2020年及2021年PE为21倍和16倍。我们认为公司作为氨纶行业龙头，具备领先于行业的成本优势和规模优势，同时公司重组后各子行业均处于行业龙头地位。未来公司将充分发挥协同效应，向全球聚氨酯制品龙头企业迈进，具有广阔的成长空间，给予公司“买入”评级。

图表：可比公司相对估值

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 (2020/10/15)	EPS				PE			
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600426.SH	华鲁恒升	424.72	16.27	26.11	1.51	1.29	1.68	1.99	17.31	20.26	15.50	13.13
600346.SH	恒力石化	1444.42	70.39	20.52	1.42	1.82	2.15	2.38	14.41	11.25	9.56	8.63
600309.SH	万华化学	2498.30	31.40	79.57	3.23	2.55	3.89	4.69	24.66	31.24	20.43	16.98
002254.SZ	泰和新材	106.09	6.50	16.32	0.33	0.45	0.62	0.79	49.05	36.11	26.25	20.67
000949.SZ	新乡化纤	42.13	12.58	3.35	0.10	0.08	0.15	0.19	32.52	40.51	22.65	17.63
	平均	903.13	27.43	29.17	1.32	1.24	1.70	2.01	27.59	27.87	18.88	15.41
002064.SZ	华峰氨纶	384.58	46.34	8.30	0.40	0.39	0.52	0.63	20.88	21.24	16.04	13.19

来源：wind，中泰证券研究所

5. 盈利预测及估值

损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,436	13,785	13,360	16,082	18,322
增长率	6.9%	210.8%	-3.1%	20.4%	13.9%
营业成本	-3,422	-10,474	-10,283	-12,617	-14,172
% 销售收入	77.2%	76.0%	77.0%	78.5%	77.3%
毛利	1,014	3,311	3,078	3,465	4,150
% 销售收入	22.8%	24.0%	23.0%	21.5%	22.7%
营业税金及附加	-31	-81	-79	-95	-108
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-89	-380	-368	-443	-505
% 销售收入	2.0%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-160	-345	-334	-402	-458
% 销售收入	3.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	734	2,505	2,297	2,525	3,079
% 销售收入	16.5%	18.2%	17.2%	15.7%	16.8%
财务费用	-50	-132	-69	-83	-94
% 销售收入	1.1%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	58	13	36	36	36
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资收益	31	135	83	83	83
% 税前利润	4.0%	5.5%	3.5%	3.2%	2.7%
营业利润	773	2,520	2,346	2,561	3,104
营业利润率	17.4%	18.3%	17.6%	15.9%	16.9%
营业外收支	-1	-53	22	22	22
税前利润	772	2,467	2,368	2,582	3,126
利润率	17.4%	17.9%	17.7%	16.1%	17.1%
所得税	-58	-238	-217	-288	-350
所得税率	7.6%	9.7%	9.2%	11.2%	11.2%
净利润	445	1,841	1,679	2,223	2,704
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	445	1,841	1,680	2,224	2,705
净利率	10.0%	13.4%	12.6%	13.8%	14.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	445	1,841	1,679	2,223	2,704
加: 折旧和摊销	269	614	306	308	310
资产减值准备	58	-13	0	0	0
公允价值变动损失	0	1	0	0	0
财务费用	43	153	69	83	94
投资收益	-31	-135	-83	-83	-83
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
营运资金的变动	24	-674	-662	-65	-88
经营活动现金净流	863	2,851	1,308	2,466	2,938
固定资本投资	-45	-5,004	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-173	-2,105	13	10	16
股利分配	-50	-50	0	-104	-67
其他	-157	230	-1,390	-1,924	-94
筹资活动现金净流	-207	179	-1,390	-2,028	-161
现金净流量	483	925	-68	448	2,793

资产负债表 (人民币百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,206	2,138	2,586	5,379
应收款项	2,042	1,100	2,682	1,627
存货	1,872	670	2,449	1,055
其他流动资产	2,115	1,820	2,188	1,868
流动资产	8,235	5,729	9,905	9,929
% 总资产	48.5%	40.3%	54.5%	55.3%
长期投资	608	618	631	648
固定资产	5,772	5,517	5,259	4,999
% 总资产	34.0%	38.8%	28.9%	27.9%
无形资产	563	543	523	503
非流动资产	8,740	8,501	8,263	8,017
% 总资产	51.5%	59.7%	45.5%	44.7%
资产总计	16,975	14,230	18,168	17,946
短期借款	2,662	1,842	0	0
应付款项	4,514	1,411	5,071	2,212
其他流动负债	820	820	820	820
流动负债	7,996	4,073	5,891	3,032
长期贷款	471	0	0	0
其他长期负债	744	744	744	744
负债	9,210	4,816	6,635	3,776
普通股股东权益	7,761	9,410	11,531	14,169
少数股东权益	4	3	2	1
负债股东权益合计	16,975	14,230	18,168	17,946

比率分析

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益(元)	0.40	0.39	0.52	0.63
每股净资产(元)	1.67	2.19	2.68	3.30
每股经营现金净流(元)	0.62	0.28	0.53	0.63
每股股利(元)	0.01	0.00	0.02	0.02
回报率				
净资产收益率	23.73%	17.85%	19.29%	19.09%
总资产收益率	10.84%	11.80%	12.24%	15.07%
投入资本收益率	51.46%	19.31%	24.42%	30.27%
增长率				
营业总收入增长率	210.78%	-3.08%	20.37%	13.93%
EBIT增长率	271.82%	-10.76%	9.74%	21.56%
净利润增长率	313.61%	-8.79%	32.44%	21.63%
总资产增长率	185.84%	-16.17%	27.67%	-1.22%
资产管理能力				
应收账款周转天数	32.5	32.5	32.5	32.5
存货周转天数	33.8	34.2	34.9	34.4
应付账款周转天数	37.1	37.1	37.1	37.1
固定资产周转天数	98.8	152.1	120.6	100.8
偿债能力				
净负债/股东权益	18.87%	-2.91%	-42.56%	-56.74%
EBIT利息保障倍数	19.9	34.2	31.1	33.2
资产负债率	54.26%	33.85%	36.52%	21.04%

6. 风险提示

- **原材料价格波动的风险：**公司主要原材料为MDI、苯、己二酸、乙二醇、1,4-丁二醇、二甘醇等，市场价格受国际石油与国内原煤价格走势变动、市场供需等因素影响较大，可能对成本产生影响。
- **业绩承诺无法实现的风险：**华峰新材承诺上市公司2019年、2020年、2021年实现的归母净利润分别不低于9.75亿元、12.45亿元、14.10亿元。如出现经营未达预期的情况，可能会影响到上市公司的整体经营业绩和盈利情况。
- **宏观经济波动风险：**氨纶的市场需求受下游纺织服装行业的景气度影响；聚氨酯原液的市场需求受下游制鞋业的景气度影响；己二酸的市场需求受下游化工行业的景气度影响。
- **税收政策变化影响：**华峰新材于2017年11月通过高新技术企业复审认定，有效期三年，所得税税率为15%；重庆化工、重庆新材适用企业所得税税率为15%，有效期至2020年12月31日。

谢 谢！

投资评级说明

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
<p>备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。</p>		

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。