

# 夯实成本优势，打造全球聚氨酯制品领先企业

## 华峰氨纶（002064.SZ）首次覆盖

### 核心结论

**打造全球聚氨酯制品领先企业。**目前公司是国内产能最大的氨纶生产企业。2019年公司收购华峰新材，实现了产业链整合延伸，其主要产品聚氨酯原液及己二酸国内产能规模均为国内领先，且公司主要产品仍有扩产计划。公司控股股东华峰集团将委托上市公司对浙江合成树脂、华峰TPU进行管理，未来逐步实现资产整合，公司未来有望成为全球聚氨酯制品龙头企业。

**公司成本优势彰显，助力市场份额提升。**公司氨纶毛利率较同行领先企业高至少10 pct。配套热电项目成本降低，2013年以来单吨能源成本下降1700元；且新项目单吨投资额较低，重庆氨纶III/IV期项目单吨折旧较同期其他项目低370元，较瑞安基地下降1024元；公司已二酸采用环己烷氧化法+环己烯工艺法相结合的生产工艺，单耗下降，循环生产，生产成本进一步降低。

**氨纶行业整合加速，龙头企业市场份额提升。**2016年以来氨纶价差维持低位，仅阶段性出现盈利扩张的情况。19年公司氨纶产量接近15万吨，几乎处于满产状态，且仍有扩产计划。未来两年行业内仅前三家龙头企业有确定性扩产计划，集中度继续提升，行业格局逐步改善，氨纶价格有望底部回升。

**己二酸逆势扩张，提升规模优势。**己二腈国产化进程加速有望带动国内己二酸需求提升。国内己二酸供给过剩，大企业成本优势明显，小企业开工不足三成。2020-2021年仅华峰氨纶及华鲁恒升有扩产计划，高成本的环己烷法装置有可能会面临挑战，行业供给格局有望出现改善。

**投资建议：**我们预计2020-2022年公司营收为147/173/187亿元，归母净利润为16.03/20.12/23.44亿元，对应EPS为0.35/0.43/0.51元，对应目前PE为15.6/12.4/10.6X。我们给予公司2020年行业平均19倍PE目标市盈率，目标价为6.65元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**新项目投产进度低于预期、疫情持续时间较长等风险

### 核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,436	13,785	14,692	17,273	18,724
增长率	6.9%	210.8%	87.9%	101.8%	133.5%
归母净利润（百万元）	445	1,853	1,603	2,012	2,344
增长率	15.5%	316.2%	-13.5%	25.5%	16.5%
每股收益（EPS）	0.10	0.40	0.35	0.43	0.51
市盈率（P/E）	56.0	13.5	15.6	12.4	10.6
市净率（P/B）	2.4	3.0	2.5	2.1	1.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

### 公司评级

### 买入

股票代码	002064
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	5.38

### 近一年股价走势



### 分析师

杨晖	S0800520010003
yanghui@research.xbmail.com.cn	
杨靖	S0800519110002
18676718105	
yangjing@research.xbmail.com.cn	

### 相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点	5
关键假设.....	5
区别于市场的观点.....	5
股价上涨催化剂.....	5
估值与目标价.....	5
华峰氨纶核心指标概览.....	6
一、打造全球聚氨酯制品领先企业	7
1.1 华峰氨纶为国内产能最大的氨纶生产企业.....	7
1.2 收购华峰新材，整合产业资源，打造聚氨酯制品领先企业.....	9
1.3 协同效应显著，资产周转率提升带动 ROE 上行.....	10
1.4 公司实行园区化生产，配套热电项目成本降低.....	12
二、氨纶行业整合加速，龙头企业市场份额提升	14
2.1 性能优异，氨纶需求仍将保持较快增长.....	14
2.2 抓住整合机遇，龙头企业扩产提升份额.....	15
2.3 公司氨纶成本优势突出.....	16
三、己二酸行业集中度高，规模优势逐渐显现	18
3.1 PA66 原料国产化进程加速，带动己二酸需求增长.....	18
3.2 供给过剩，落后产能逐步淘汰.....	19
3.3 循环生产，己二酸成本进一步降低.....	21
四、聚氨酯原液领域地位稳固	22
4.1 聚氨酯鞋底原液需求仍有提升空间.....	22
4.2 公司占据半数以上的市场份额.....	23
五、盈利预测及投资建议	24
5.1 盈利预测.....	24
5.2 投资建议.....	26
六、风险提示	26

## 图表目录

图 1：华峰氨纶核心指标概览图.....	6
图 2：公司控股股东为华峰集团.....	7
图 3：华峰集团业务坚持以化工板块为主，以金属、物流贸易等板块为辅.....	8
图 4：近两年公司营业收入增速较为平稳.....	8
图 5：近四年公司毛利率逐步提升.....	8

图 6：公司经营性现金流增速较快.....	8
图 7：公司资产负债率维持较低水平 .....	8
图 8：2019 年华峰新材营收约为 93.9 亿元.....	9
图 9：2019 年华峰新材实现扣非归母净利为 11.90 亿元.....	9
图 10：华峰新材聚氨酯原液营收占比超过 50% .....	10
图 11：主要产品毛利率在 15%–30%区间 .....	10
图 12：华峰集团化工板块主要涉及聚氨酯及聚酰胺产品 .....	11
图 13：华峰新材 MDI 采购价格较低（元/吨） .....	11
图 14：公司海外营收占比有所提升（%） .....	11
图 15：资产周转加快带动 ROE 上升 .....	12
图 16：2019 年公司资产周转率明显提升 .....	12
图 17：2019 年公司存货周转率明显提升 .....	12
图 18：氨纶平均库存天数高于涤纶（天） .....	12
图 19：华峰集团瑞安基地逐步向城市外围扩展.....	13
图 20：重庆基地可就近购买原料且靠近长江航道 .....	14
图 21：氨纶主要应用于针织内衣、袜子、运动衣等领域.....	15
图 22：国内氨纶表观消费增速相对较高 .....	15
图 23：国内氨纶行业开工率保持在 80%附近 .....	16
图 24：目前氨纶价差处于较低水平（元/吨） .....	16
图 25：小规模氨纶产能占比仍然较高 .....	16
图 26：国内氨纶企业开工率整体处于较高水平.....	16
图 27：2010 年以来华峰氨纶业务毛利率优势逐步扩大.....	17
图 28：华峰氨纶基本保持 2500 元/吨以上的毛利优势（元/吨） .....	17
图 29：公司氨纶成本中材料占比较高 .....	17
图 30：华峰氨纶单吨能源动力逐年降低（元/吨） .....	17
图 31：国内己二酸需求以 PU 和鞋底原液为主.....	19
图 32：全球己二酸需求以 PA66 为主 .....	19
图 33：国内尼龙 66 开工率保持较低水平 .....	19
图 34：国内己二酸行业开工率维持偏低水平.....	20
图 35：己二酸价差波动较大 .....	21
图 36：国内己二酸开工率水平较低.....	21
图 37：2019 年己二酸毛利率稍有下滑 .....	21
图 38：17–18 年华峰新材己二酸单吨毛利相对较高（元/吨） .....	21
图 39：公司新投产产能以环己烯法为主 .....	22
图 40：国内运动鞋销量增速较高 .....	23
图 41：PU 鞋底材料适用范围较广 .....	23
图 42：全球运动鞋市场规模增速较高 .....	23
图 43：国内运动鞋市场规模占比仍然较低 .....	23

图 44：华峰新材占据了国内聚氨酯鞋底原液的主要份额.....	24
图 45：公司聚氨酯原液产量规模明显高于同行.....	24
图 46：鞋底原液价格整体波动范围不大（元/吨）.....	24
图 47：国内鞋业出口增速有所降低.....	24
图 48：近三年公司 PE 中值为 19.8X .....	26
图 49：近三年公司 PB 中值为 2.3 X .....	26
表 1：公司未来氨纶及己二酸仍有扩产计划.....	10
表 2：公司逐步拓展海外销售渠道.....	11
表 3：公司重庆基地主要产品为氨纶、己二酸、聚氨酯原液及聚氨酯多元醇.....	13
表 4：白涛工业园区已形成天然气及氯氟化工、聚氨酯及聚酰胺、LNG 等页岩气深加工三大产 业集群.....	13
表 5：国内氨纶新产能主要为龙头企业释放.....	15
表 6：公司重庆 III/IV 期氨纶项目的单吨投资额明显低于同期其他项目.....	17
表 7：国内己二酸行业前五家企业贡献 88%产量.....	20
表 8：国外己二酸产能较为集中.....	20
表 9：预计 2020-2022 年公司营收分别为 147 亿元、173 亿元、187 亿元.....	25
表 10：公司目前在可比公司中估值处于偏低水平 .....	26

## 投资要点

### 关键假设

- 1、氨纶业务，预计氨纶销量伴随产能扩张逐步提升，假设 2020-2022 年氨纶销量分别为 18.3/21.3/22.5 万吨，假设价格变化幅度为-5%/3%/3%，毛利率分别为 23.32%/23.96%/24.33%。
- 2、聚氨酯原液业务，假设 2020-2022 年聚氨酯原液销量分别为 36.3/38.1/40.0 万吨，假设价格变化幅度为-2%/2%/2%，毛利率稳定在 24%。
- 3、己二酸业务，预计四期项目稳步投放，假设 2020-2022 年己二酸销量分别为 45.8/49.6/52.8 万吨，假设价格变化幅度为-10%/3%/3%，毛利率分别为 20%/22%/24 %。
- 4、环己酮业务，预计伴随产能投放产量逐步提升，假设 2020-2022 年环己酮销量分别为 8.5/19.5/20.0 万吨，假设价格变化幅度为-15%/3%/3%，毛利率分别为 23%/24%/25 %。

### 区别于市场的观点

市场认为未来 2-3 年氨纶行业扩产较多，产能过剩问题加剧。

我们认为未来三年行业确定性投产的产能有 13.5 万吨，其中 7 万吨来自华峰氨纶本身，另外泰和新材山东老产能会在新产能投产后逐步退出，实质性新增冲击有限。其次 2016 年以来氨纶价差维持低位，仅阶段性出现盈利扩张的情况，尤其进入 2019 年下半年以来部分企业持续亏损，目前行业内 5 万吨以下的中小企业产能占比 32.2%，2017 年以来陆续有小企业停产。若行业亏损状态持续则会加速落后产能淘汰速度，行业竞争格局得以优化，公司作为行业成本最低的龙头生产企业，伴随重庆基地新产能投产，市场份额及话语权将进一步提升。

### 股价上涨催化剂

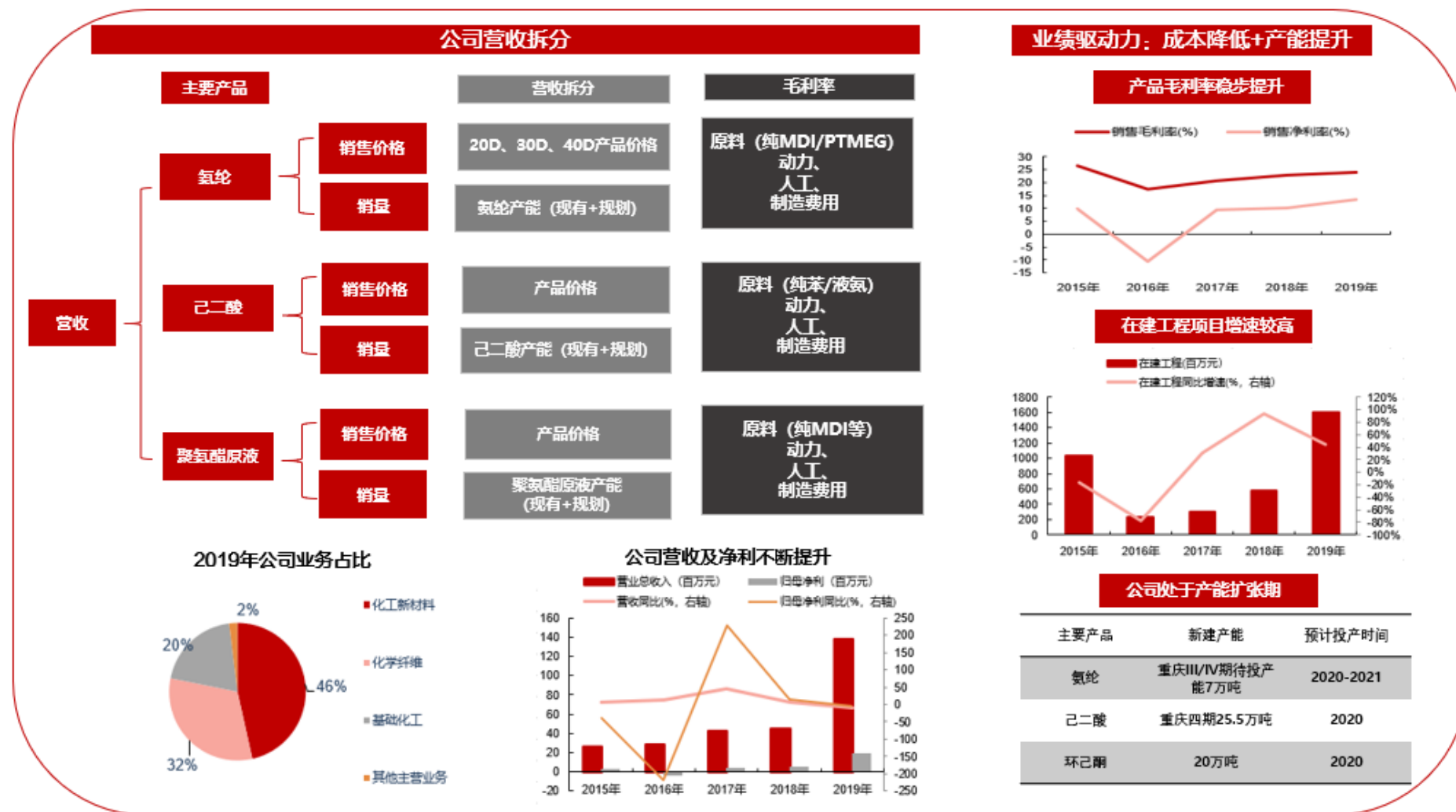
公司重庆基地近两年有 7 万吨氨纶产能及 25.5 万吨己二酸产能投产计划，项目投产后公司生产成本将进一步降低，市场份额扩大，龙头地位提升，业绩有望快速增长。

### 估值与目标价

华峰氨纶是目前国内产能最大的氨纶生产企业，2019 年成功收购华峰新材，整合延伸产业链，公司未来仍有新产能逐步投产，积极打造成全球聚氨酯制品龙头企业，长期成长空间较大。公司近三年 PE 中值为 19.8 X，PB 中值为 2.3 X。根据公司的主营业务结构，我们选择了泰和新材、新乡化纤、海利得等几家氨纶及工业丝生产企业作为可比公司，可比公司 2020 年平均估值为 19 倍 PE。参考可比公司平均估值及公司历史估值水平，我们给予公司 2020 年行业平均 19 倍 PE 目标市盈率，目标价为 6.65 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 华峰氨纶核心指标概览

图1：华峰氨纶核心指标概览图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心



## 一、打造全球聚氨酯制品领先企业

公司是国内氨纶产量排名第一的生产企业，控股股东为华峰集团，华峰集团化工板块主要分为聚酰胺和聚氨酯两大领域，2019 年公司成功收购了华峰集团旗下的华峰新材，实现了产业链的整合延伸。未来华峰集团将继续进行资产整合及产业融合，逐步将公司打造成全球聚氨酯制品龙头企业。

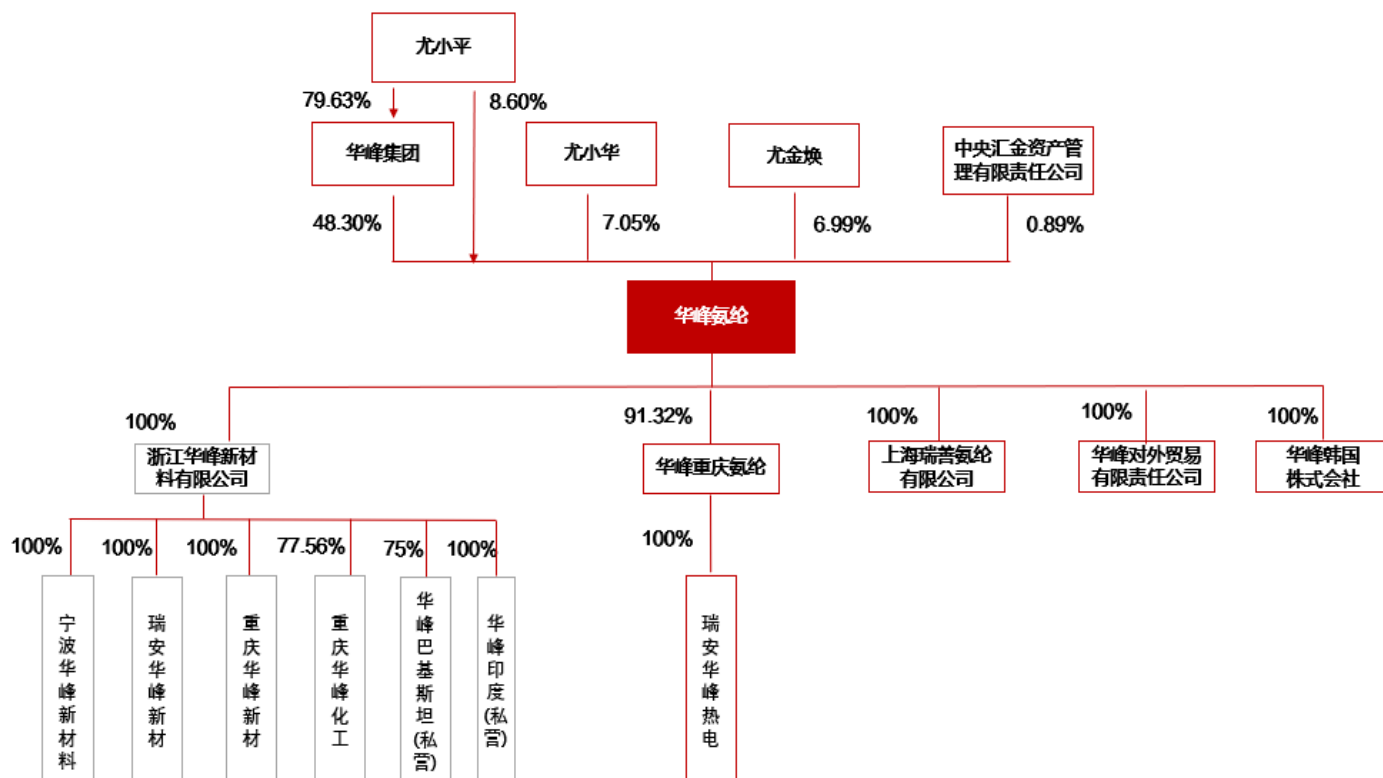
### 1.1 华峰氨纶为国内产能最大的氨纶生产企业

公司目前氨纶产量为全国第一、全球第二。公司成立于 1999 年，2006 年成功完成 A 股上市，公司是国内氨纶行业发展最早、技术最成熟的企业之一，也是目前国内产能最大的氨纶生产企业。现已形成了圆机、经编、包纱等专业氨纶产品，以及高回弹经编氨纶、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。公司“干禧”牌氨纶采用国际领先技术和生产设备生产，规格齐全，可满足各类弹性面料及特性织物的工艺要求。公司以直销为主、经销为辅，已建立了完善的销售网络和售后服务系统。

公司控股股东为华峰集团，持股比例为 48.3%。华峰集团主营业务主要由化工、金属、物流贸易等板块构成，其中化工板块收入逐年提高，华峰集团坚持以化工板块为主，以金属、物流贸易等板块为辅，致力于打造国际一流的高品质化工新材料供应商。华峰集团化工板块主要分为聚酰胺和聚氨酯两大领域，聚酰胺产品为尼龙 66，聚氨酯产品主要包括氨纶、鞋底原液、TPU、超纤等。

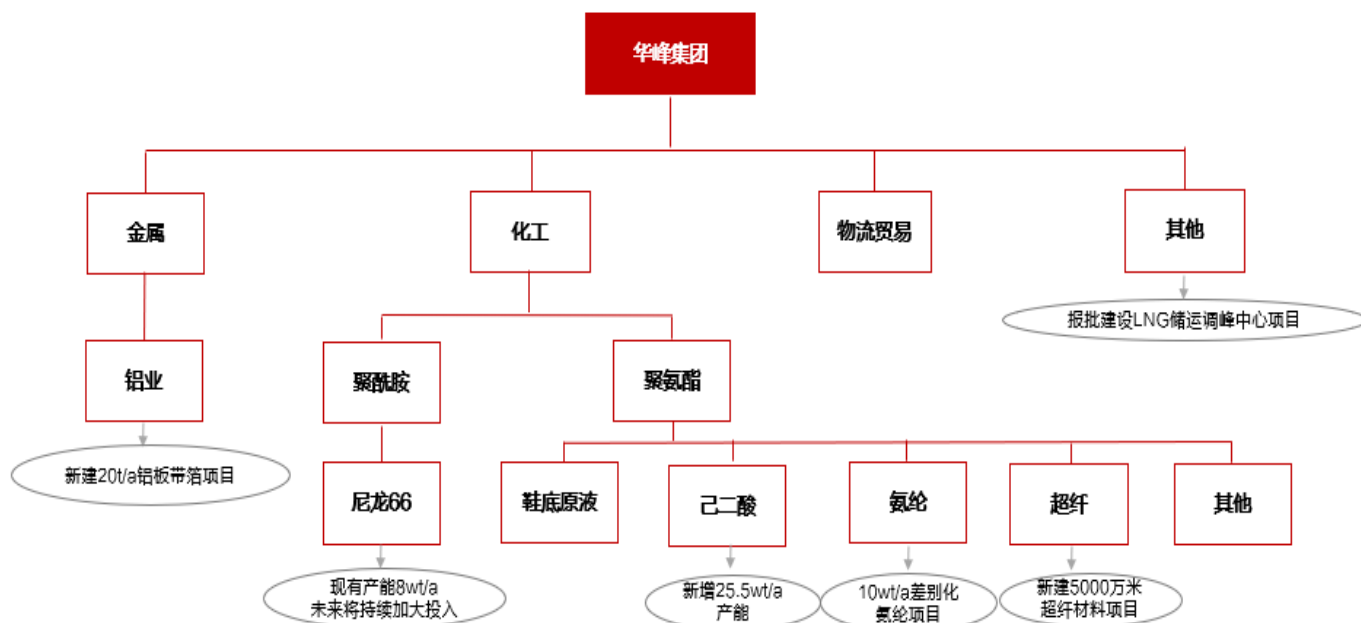
华峰氨纶 2019 年实现营收 137.85 亿元，同比-8.88%，实现归母净利 18.41 亿元，同比-4.92%，毛利率 24.02%，较 2018 年提升 1.17 pct。

图 2：公司控股股东为华峰集团



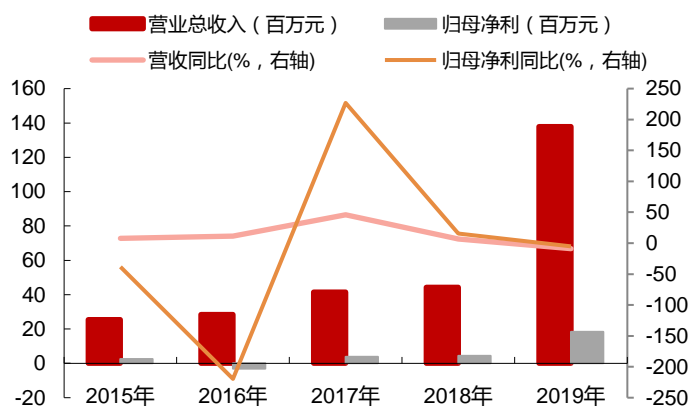
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 3：华峰集团业务坚持以化工板块为主，以金属、物流贸易等板块为辅



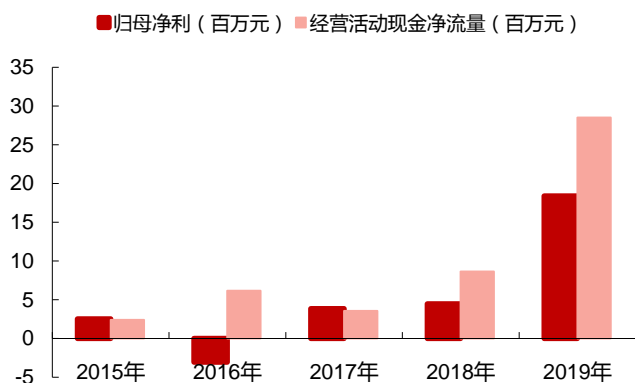
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 4：近两年公司营业收入增速较为平稳



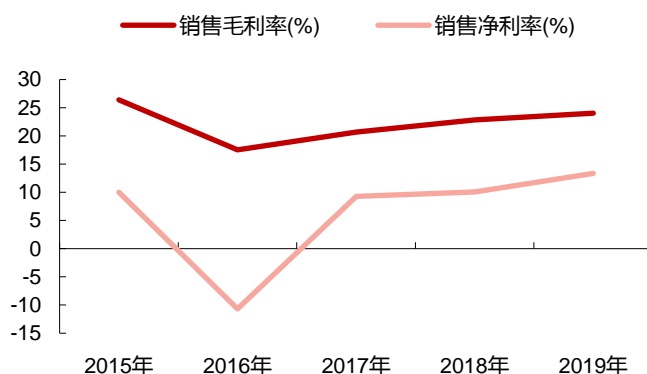
资料来源：wind，西部证券研发中心，注：2019年增速按照重组后口径追溯

图 6：公司经营现金流增速较快



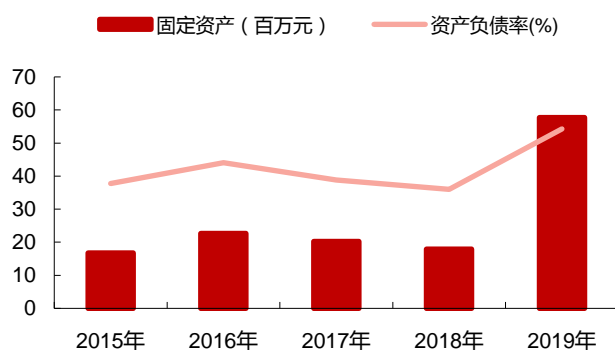
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 5：近四年公司毛利率逐步提升



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 7：公司资产负债率维持较低水平



资料来源：wind，西部证券研发中心



## 1.2 收购华峰新材，整合产业资源，打造聚氨酯制品领先企业

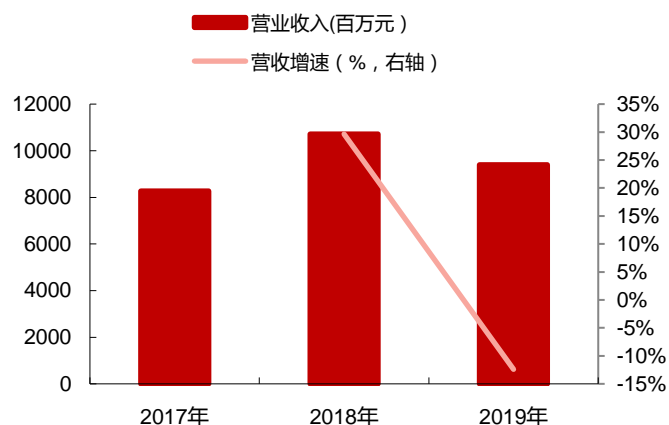
**收购华峰新材，整合延伸产业链。**公司于2019年12月以发行股份及支付现金的方式完成了对浙江华峰新材料有限公司的收购。通过本次重组公司实现了产业链整合延伸，进入聚氨酯行业中的聚氨酯制品材料制造领域以及基础化工原料行业的己二酸制造领域，丰富了上市公司业务类型和产品线。华峰新材与公司同属聚氨酯产业链，在原材料、产品、技术研发、业务和市场方面具有重叠及互补，可充分发挥协同效应。

**华峰集团将逐步实现资产整合及产业融合，打造成全球聚氨酯制品龙头企业。**本次收购是华峰集团优质产业资源整合过程中的重要一环，华峰集团将委托上市公司对浙江合成树脂、华峰TPU进行管理，并在未来满足一定条件的情况下，将上述公司股权注入上市公司。华峰集团通过有效整合旗下聚氨酯产业链的优质资源，提升华峰集团一体化运营水平，逐步实现华峰集团聚氨酯产业一体化发展的战略目标，实现从资源整合向产业聚合的跨越，将上市公司打造成全球聚氨酯制品行业龙头企业。

**华峰新材营业收入和利润水平远超华峰氨纶。**华峰新材2018年实现营业收入107.19亿元，实现净利润14.9亿元，华峰氨纶2018年实现营收44.36亿元，实现净利润4.45亿元，华峰新材的净利润水平约为华峰氨纶的3.35倍。资产规模方面，2018年华峰氨纶总资产59.38亿元，而华峰新材为86.53亿元，华峰新材约是华峰氨纶的1.46倍。本次交易完成后，华峰新材2019年、2020年和2021年实现的净利润业绩承诺分别不低于9.75亿元、12.45亿元和14.1亿元，合计36.3亿元。2019年实现扣非归母净利11.9亿元，大于2019年承诺净利润9.75亿元，实现了2019年度业绩承诺。

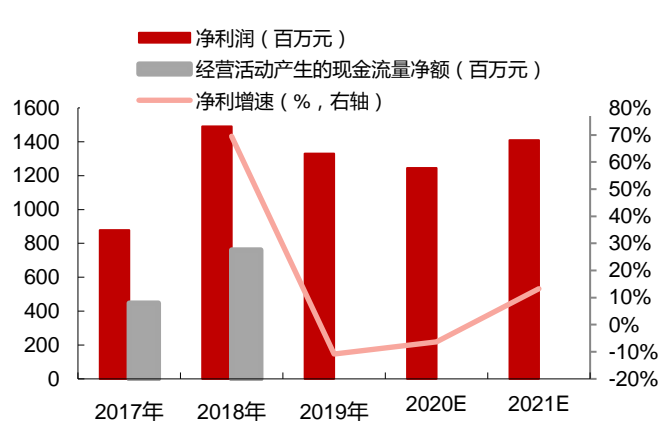
合并报表后2019年公司实现营业收入137.85亿元，同比增长211%，归母净利润18.41亿元，同比增长314%。合并后公司总资产达到169.75亿元，同比增长186%，完成收购后上市公司的盈利水平及总资产规模大幅提升。

图8：2019年华峰新材营收约为93.9亿元



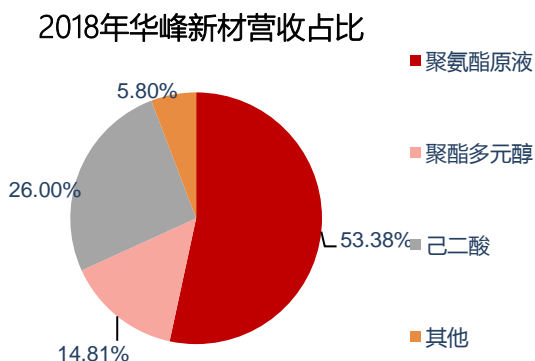
资料来源：wind，西部证券研发中心

图9：2019年华峰新材实现扣非归母净利为11.90亿元



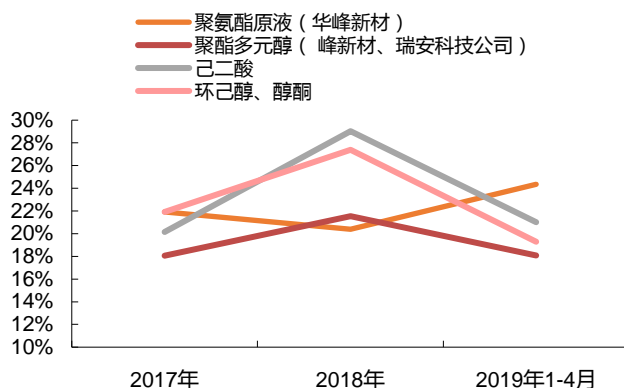
资料来源：wind，西部证券研发中心，注：2020-2021年为业绩承诺值

图 10：华峰新材聚氨酯原液营收占比超过 50%



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 11：主要产品毛利率在 15%–30% 区间



资料来源：wind，西部证券研发中心

表 1：公司未来氨纶及己二酸仍有扩产计划

产品	已有产能（万吨/年）	扩产计划
氨纶	15.5	差别化氨纶项目 3 万吨装置预计 2020 年投产，4 万吨装置预计 2021 年投产
己二酸	48	四期 25.5 万吨装置预计 2020 年投产，未来还有投产计划
聚氨酯原液	42	5 万吨新产能试生产及验收中
聚酯多元醇	42	5 万吨新产能试生产及验收中
环己酮		20 万吨装置 2020 年投产

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

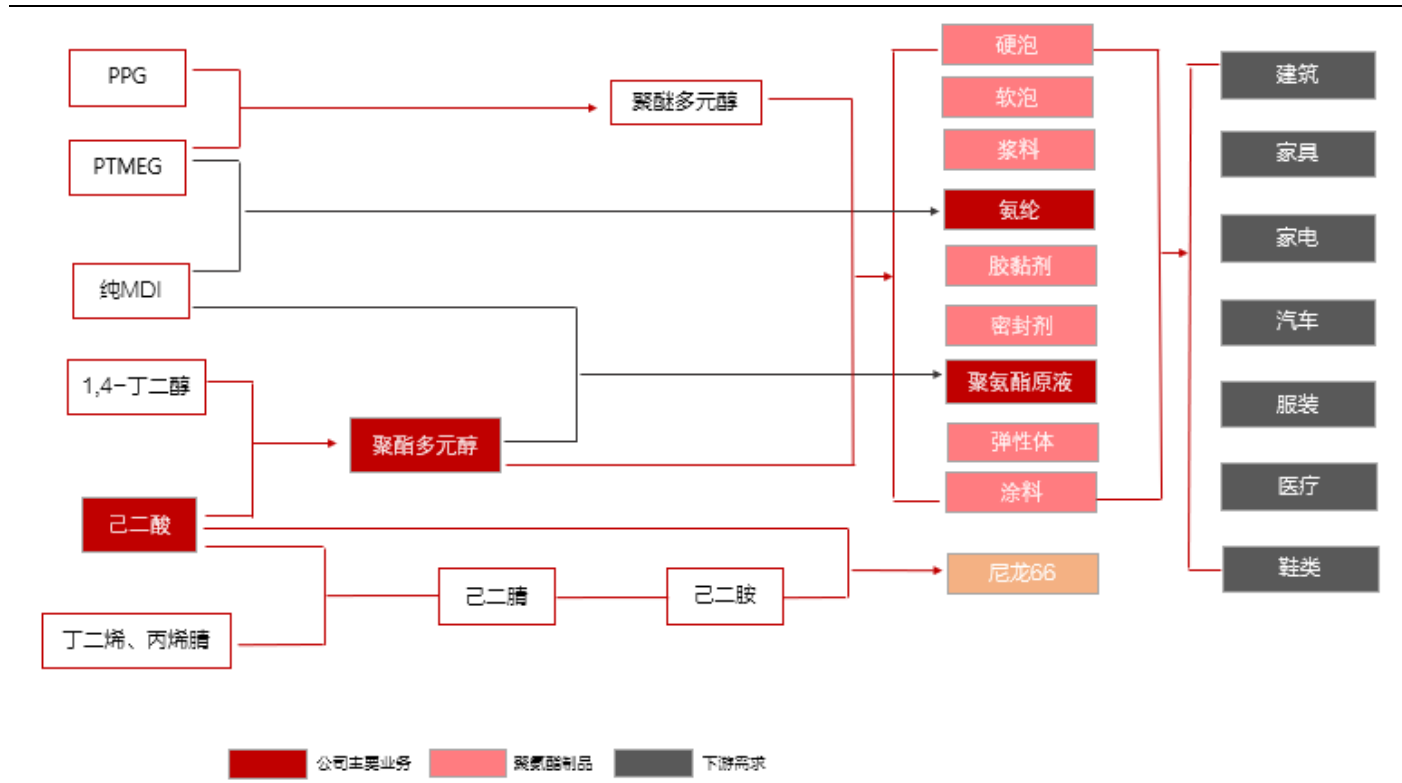
### 1.3 协同效应显著，资产周转率提升带动ROE上行

**协同采购议价能力提升，协同销售布局海外市场。**公司氨纶及聚氨酯原液的直接原料均为纯 MDI，华峰集团聚氨酯合成树脂、TPU 等聚氨酯产品原料均包括纯 MDI，华峰集团是国内最大的纯 MDI 下游用户，集团通过统一采购可明显降低 MDI 采购成本。近年来公司纯 MDI 单吨采购价格低于万华化学挂牌价约 3000 元以上，较汇得科技单吨 MDI 采购价低 1000 元以上。

公司氨纶及聚氨酯原液产品终端为纺织、制鞋行业，在纺织、制鞋业逐步向东南亚等地转移的过程中，公司通过资源整合，以优势业务相互为依托，提升在各产品领域内的竞争力，提升公司整体的品牌力，在国外销售渠道建设、资源的整合以及国际销售网络的完善方面产生较强的协同作用。公司已在海外多个区域设立子公司，在土耳其、印度、巴基斯坦、韩国等地均有所布局，多产品协同销售可提升公司整体国际化水平。

**资产周转率提升带动 ROE 上行。**公司过往主要以氨纶产品为主，因氨纶行业产能相对过剩且开停车成本相对较高，行业开工率一般处于较高水平，氨纶平均行业库存天数相对涤纶等产品来说处于较高水平，据卓创资讯数据显示，2019 年涤纶长丝库存平均天数为 13.8 天，而氨纶库存平均天数在 46.3 天，这也造成公司过往存货周转率明显低于涤纶长丝行业上市公司。相较于氨纶行业，聚氨酯原液及己二酸的库存水平相对较低，2018 年华峰新材存货周转率约为 8.99，华峰氨纶存货周转率为 5.13，2019 年合并报表后公司存货周转率提升至 8.09，存货周转天数由 70 天下降至 44.5 天，公司总资产周转率从 0.77 提升至 1.2，从而带动公司 ROE 上行。

图 12：华峰集团化工板块主要涉及聚氨酯及聚酰胺产品



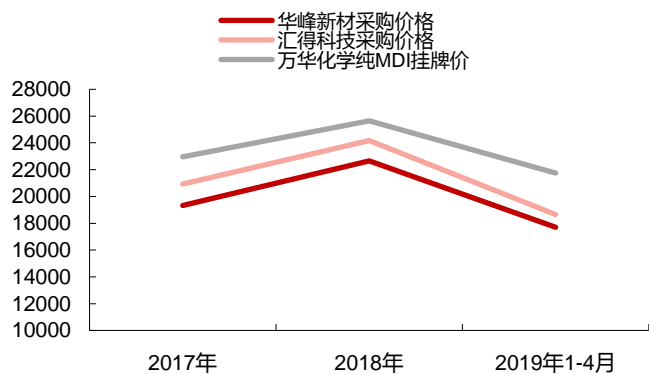
资料来源：公司公告、西部证券研发中心

表 2：公司逐步拓展海外销售渠道

公司	设立时间
华峰土耳其	2015 年 7 月
华峰巴基斯坦	2016 年 9 月
华峰印度	2019 年 9 月
华峰韩国	2019 年 12 月

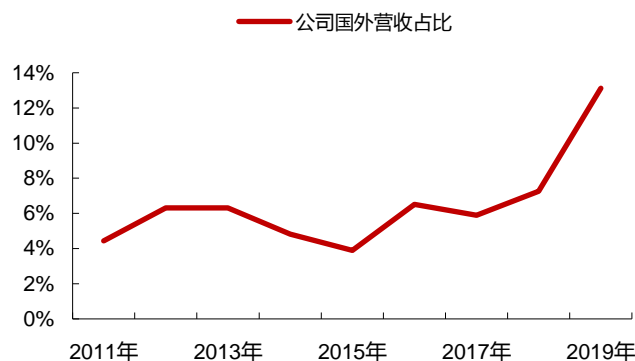
资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 13：华峰新材 MDI 采购价格较低（元/吨）



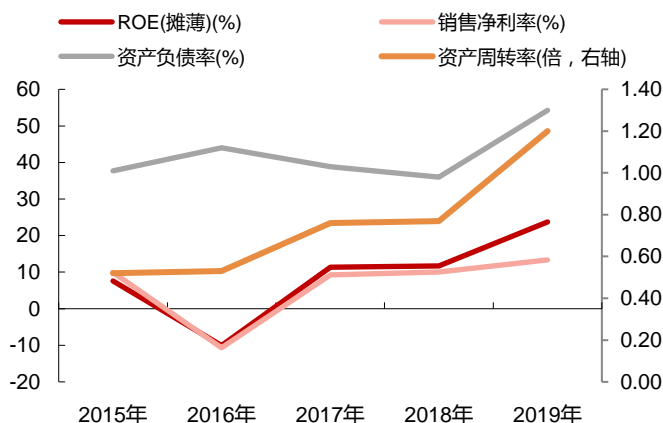
资料来源：wind，西部证券研发中心，注：汇得科技为 2019 年 H1 采购价格

图 14：公司海外营收占比有所提升（%）



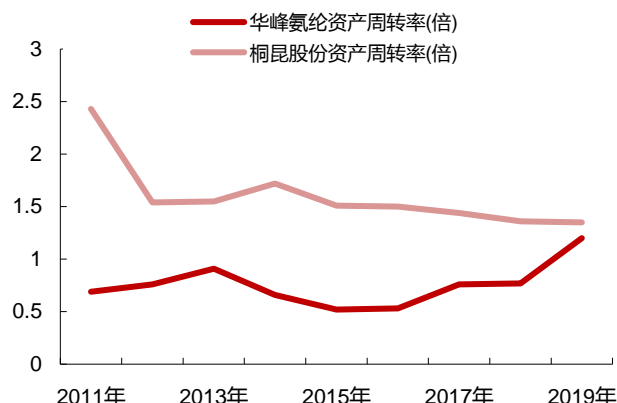
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 15：资产周转加快带动 ROE 上升



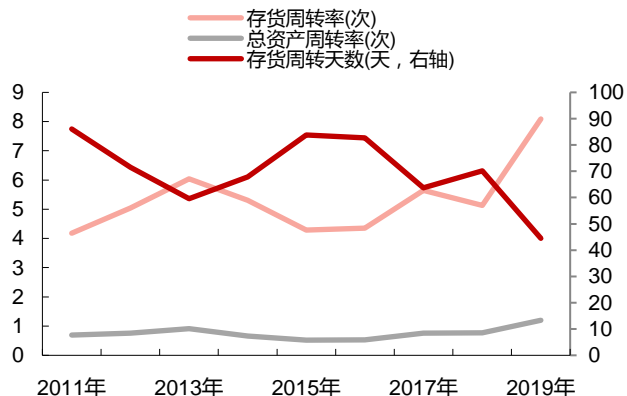
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 16：2019 年公司资产周转率明显提升



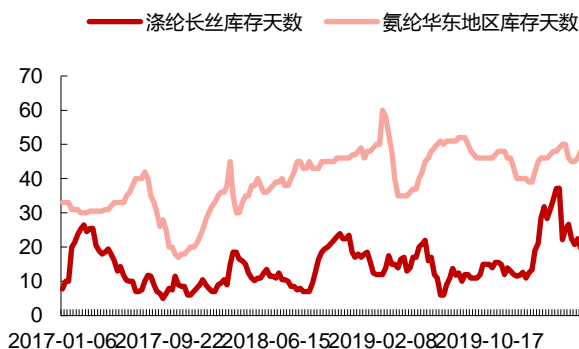
资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

图 17：2019 年公司存货周转率明显提升



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 18：氨纶平均库存天数高于涤纶（天）



资料来源：wind，西部证券研发中心

## 1.4 公司实行园区化生产，配套热电项目成本降低

公司最主要的生产基地位于浙江瑞安以及重庆涪陵，公司实行园区集中化生产并配套热电项目，生产成本大大降低。公司从瑞安起家，瑞安基地靠近江浙纺织企业，在客户开拓及产品研发上具备优势。公司重庆基地是华峰集团 2010 年在涪陵白涛化工园区投资建设的产业园，重庆基地具备明显的成本优势。

华峰集团在总部所在地瑞安共有三个生产基地，瑞安市莘塍工业园区、瑞安经济开发区东山厂区及瑞安丁山华峰新材料产业园。公司莘塍工业园区合计氨纶设计生产能力 6000t/a，因其产能建成超过 10 年，生产效率低，清洁生产成本低，公司已淘汰该产能，装置已于 2017 年 7 月关停。

公司瑞安经济开发区东山厂区位于瑞安市区东部，紧依瑞安市区，地理位置优越，开发区距温州机场仅 25km；区内公路直通机场，104 国道紧依开发区贯通全国。园区拥有完善的配套基础设施，先后完成了供水、供电、道路、通讯、排污、防洪等一系列高标准的基础设施建设，为企业长期、稳定的发展提供了保证。经过改扩建后公司东山厂区氨纶产能为 6.5 万吨。

华峰集团瑞安丁山华峰新材料产业园位于瑞安滨海起步区丁山二期围垦区，大部分项目土建施工已基本完成，将于 2020 年逐步实现投产。公司年产 15 万吨聚氨酯中间体、30 万吨革用聚

氨酯树脂及 5 万吨水性聚氨酯树脂装置建设项目于 2019 年 12 月进行项目批前公示。江苏合成树脂、台州合成树脂已经开始逐步搬迁至滨海新区生产基地，并停止原有生产基地的运营。

公司重庆基地是华峰集团 2010 年在涪陵白涛化工园区投资建设的产业园，园区具备明显的成本优势。华峰重庆基地的优势主要有以下几点，一是**能源成本优势**，园区配套热电联产、地方电网自成体系，基础供应充足且价格相对较低，页岩气，能源成本低于沿海地区。二是**产业集聚优势**，重庆园区产业特色鲜明，集中度高，有雄厚的产业基础，天然气化工、氯碱化工、精细化工产业链集群聚合力强，公司主要原料纯 MDI 可就近从长寿工业园重庆巴斯夫购买，同处白涛工业园的重庆弛源化工具备 PTMEG 供应能力，公司贴近原料产地，运输半径小，原料供应稳定。三是**先进技术优势**，重庆基地采用多头纺、高速纺、节能高效的技术及工艺，生产过程的高度自动化、智能化，生产效率进一步提升。公司目前工业园在已拥有年产 48 万吨己二酸、9 万吨差别化氨纶项目生产能力，随着重庆已有产能的全面释放及未来采用领先工艺技术的新项目的投产，公司生产规模将进一步扩大，低成本产能占比大幅提高，有望进一步降低公司生产成本、提高盈利能力。

图 19：华峰集团瑞安基地逐步向城市外围扩展



资料来源：高德地图，西部证券研发中心

表 3：公司重庆基地主要产品为氨纶、己二酸、聚氨酯原液及聚氨酯多元醇

产品	已有产能 (万吨/年)	未来新增 (万吨/年)
氨纶	9	3+4
己二酸	48	25.5
聚氨酯原液	42	5
聚酯多元醇	42	5

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 4：白涛工业园区已形成天然气及氯氟化工、聚氨酯及聚酰胺、LNG 等页岩气深加工三大产业集群

产业集群	主要公司	主要产品
天然气、氯氟化工	建峰集团、天原化工	合成氨、尿素、三聚氰胺、聚四氢呋喃、甲烷氯化物等
聚氨酯及聚酰胺	华峰集团、元利科技、同辉科发	己二酸、聚氨酯材料、氨纶
LNG 等页岩气深加工	通汇能源、龙冉能源	LNG



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 20：重庆基地可就近购买原料且靠近长江航道



资料来源：高德地图，西部证券研发中心

## 二、氨纶行业整合加速，龙头企业市场份额提升

氨纶凭借良好的性能优势，在时尚休闲面料需求提升的过程中消费量不断增加，但国内氨纶供给相对充裕，2016 年以来氨纶价差维持低位，2020-2021 年包括公司在内的龙头企业仍有扩产计划，行业集中度将进一步提升，中小产能逐步退出市场，带动行业格局出现改善，氨纶价格有望实现底部回升。

我们预计 2020-2022 年公司氨纶销量分别为 18.3/21.3/22.5 万吨，假设价格变化幅度为 -5%/3%/3%，不含税价格分别为 2.72/2.80/2.88 万元/吨，毛利率分别为 23.32%/23.96%/24.33%，净利润分别为 5.56/7.10/8.24 亿元，净利润增速分别为 2%/28%/16%。

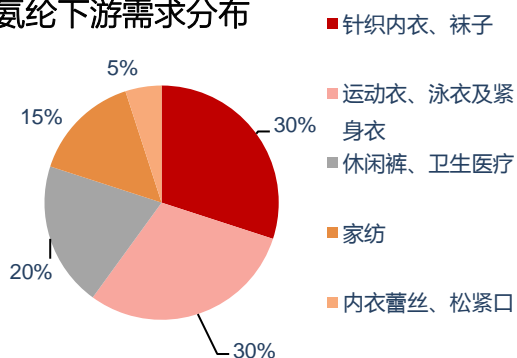
### 2.1 性能优异，氨纶需求仍将保持较快增长

**氨纶性能优异，表现需求增速较高。**氨纶具有高延伸性、低弹性模量、高弹性回复率，除强度较大外，其他物理机械性能与天然乳胶丝十分相似，氨纶比乳胶丝更耐化学降解，还具备耐汗、耐盐水、耐各种干洗剂等优势。氨纶一般不单独使用，而是少量地掺入织物中，在织物中添加 1-10% 的氨纶丝就可以显著改善织物的性能，增加弹性，可以广泛应用于泳装、运动衣等功能性面料中。

氨纶凭借良好的性能优势，在时尚休闲面料需求提升的过程中消费量不断增加，2019 年国内氨纶表现消费量达到 65 万吨，同比增速 7.1%，近十年复合增速 12.4%，超过涤纶长丝、棉花等需求增速，预计未来仍将保持高速增长。

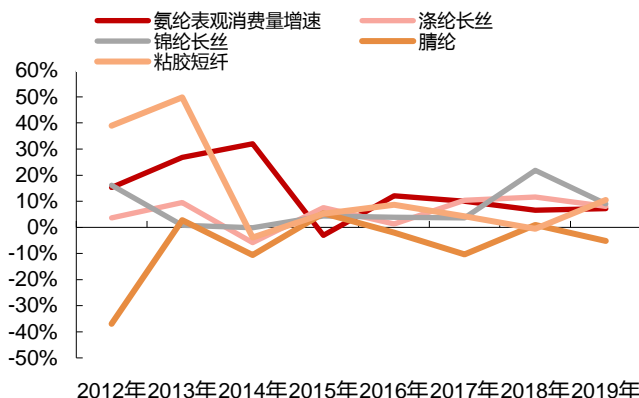
图 21: 氨纶主要应用于针织内衣、袜子、运动衣等领域

氨纶下游需求分布



资料来源：百川资讯、西部证券研发中心

图 22: 国内氨纶表观消费增速相对较高



资料来源：卓创资讯、西部证券研发中心

## 2.2 抓住整合机遇，龙头企业扩产提升份额

伴随旺盛的需求及高利润刺激，国内氨纶产能增速迅速提升，2009-2019 年国内氨纶产能复合增速为 10.8%，产量复合增速为 12.2%，尤其是 2010-2012 年及 2014 年前后，国内氨纶产能集中投产，造成氨纶供给逐步过剩。截止 2019 年底，国内氨纶产能约 86 万吨/年，同比增速 6.7%，氨纶产量 68.5 万吨，同比增速 7.6%。

**行业低谷龙头企业继续扩产，加速淘汰落后产能。**2016 年以来氨纶价差维持低位，仅阶段性出现盈利扩张的情况，然而氨纶行业开工率仍维持在较高水平，2019 年华峰氨纶产量接近 15 万吨，几乎处于满产状态，占比氨纶表观消费量的 23%。龙头企业在行业利润不佳的情况下仍可保持产能扩张的节奏，通过产能扩张实现单位成本的降低，不具备规模优势及资金优势的中小企业受到挤压，行业内陆续有企业退出市场。2020-2021 年华峰氨纶、泰和新材、晓星等仍有扩产计划，行业集中度将进一步提升，加速中小产能退出市场，带动行业格局出现改善，氨纶价格有望实现底部回升。

**公司氨纶产能国内排名第一，可充分享受价格弹性。**2019 年公司氨纶产量近 15 万吨，2020 年公司有 3 万吨新产能释放，假设 2020 年氨纶销量约为 18.25 万吨，近期氨纶 40D 价格约 2.9 万元/吨，氨纶价格每上涨 1000 元/吨，公司净利预计增加约 1.3 亿元。

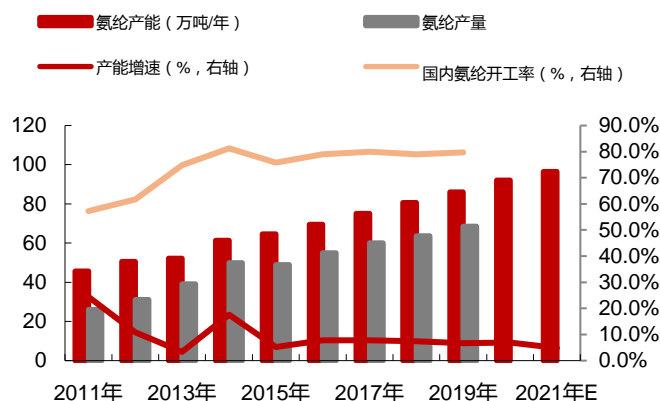
表 5: 国内氨纶新产能主要为龙头企业释放

企业	产能 (万吨/年)	投产时间	淘汰产能	产能 (万吨/年)	淘汰时间
新乡化纤	1.6	2018 年 3 月	英伟达（上海）	1.6	2017 年
广东晓星	2	2018 年 6 月	华峰氨纶（瑞安）	0.6	2017 年
杜钟氨纶	1.2	2019 年 1 月	蓝孔雀	0.5	2018 年
新乡化纤	4	2019 年 4 月	浙江薛永兴	1.5	2019 年
华峰氨纶	3	2019 年 11 月	浙江中柏	0.9	2019 年
华峰氨纶	3	2020 年			
	4	2021 年			
泰和新材	3	2020 年			
	1.5	2021 年	烟台老产能退出		
晓星	2	2021 年			

资料来源：卓创资讯、西部证券研发中心

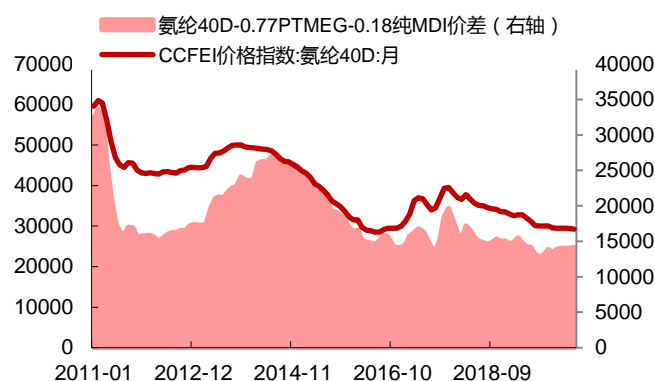


图 23：国内氨纶行业开工率保持在 80%附近



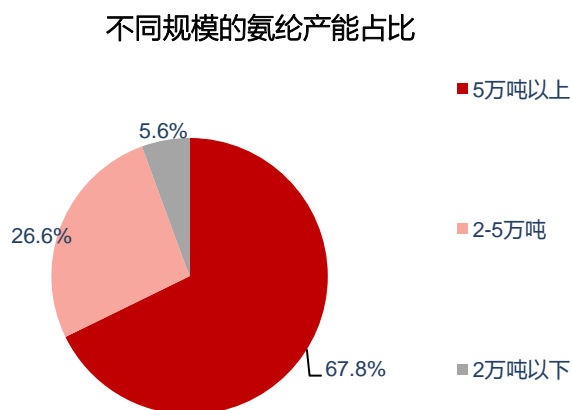
资料来源：卓创资讯、西部证券研发中心

图 24：目前氨纶价差处于较低水平（元/吨）



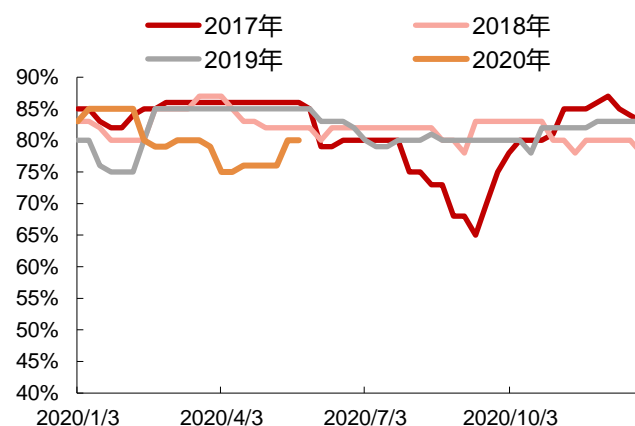
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 25：小规模氨纶产能占比仍然较高



资料来源：卓创资讯、西部证券研发中心

图 26：国内氨纶企业开工率整体处于较高水平



资料来源：卓创资讯、西部证券研发中心

## 2.3 公司氨纶成本优势突出

**氨纶生产企业毛利率差距逐步扩大。**根据各公司的年报数据显示，2010 年华峰氨纶、新乡化纤、泰和新材三家公司氨纶业务毛利率在 30%-32% 之间，相差不大，但近年来华峰氨纶的毛利率逐步高于其他两家公司，尤其 2015 年重庆基地投产后，华峰氨纶的毛利率较另外两家的毛利率高出 10pct 以上，单吨毛利具备 2500 元/吨以上的优势。

2018 年公司氨纶生产成本中，材料占比为 81.3%，人工工资占比 3.6%，能源动力占比 8.1%，其他占比 7%。从单吨各生产成本占比来看，2013 年以来人工工资单吨从 1000 元左右下降至 870 元，其他项从 4300 元左右下降至 1700 元，仅 2016 年因新项目投产而小幅上升，能源动力成本从 3700 元下降至 2000 元附近，除原材料外的单吨成本下降了 49%。**我们判断成本下降主要来自于单吨折旧的下降以及能源成本的降低。**

单吨折旧的下降来自于单吨投资额的下降，华峰重庆 III/IV 期部分纺丝装置、供汽、供电等都将依托 I/II 期，单吨投资额为 2.63 万元，低于华峰重庆 I/II 期 3.35 万元，按照残值 5%，折旧时间 10 年来计算，单吨折旧较 I/II 期下降 687 元，较瑞安基地下降 1282 元。重庆基地平均单吨投资额为 2.9 万元，低于 2019-2020 年投产的其他新项目，单吨折旧较同期其他项目低 370 元，较瑞安基地下降 1024 元。

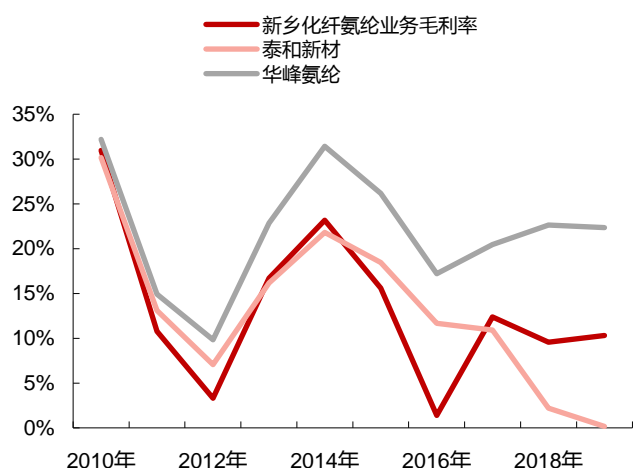
能源成本的降低主要来自电价成本的下降，平均生产一吨氨纶耗电约 2000-3000kWh，公司位于重庆涪陵的生产基地拥有自备电厂，用电成本低，若电价降低 0.3 元/ kWh，则单吨电费可下降 600-900 元。综合来看，结合重庆当地天然气价格、水运物流费用等因素，公司氨纶生产具备明显的成本优势。

表 6：公司重庆 III/IV 期氨纶项目的单吨投资额明显低于同期其他项目

项目	投资额 (亿元)	产能 (万吨/a)	单吨投资额 (万元)	单吨折旧 (元/吨)	投产时间
华峰重庆差别化氨纶项目（III/IV 期）	26.3	10	2.63	2499	2019-2021 年投产
新乡化纤年产四万吨超细旦氨纶纤维项目	11.8	4	2.95	2803	2019 年投产
宁夏越华差别化氨纶项目二期	9	3	3.00	2850	二期预计 2020-2021 年投产
泰和新材 15000 吨/年高效差别化粗旦氨纶工程	4.5	1.5	3.00	2850	预计 2020 年 12 月底投料试车
宁夏越华差别化氨纶项目一期	10	3	3.33	3167	2017 年 10 月 21 日一期投产
华峰重庆年产 6 万吨差别化氨纶项目（I、II 期）	20.12	6	3.35	3186	2015 年 3 月和 2016 年 7 月分别投产
晓星衢州年产六万吨特殊用途差别化氨纶丝项目	22.3	6	3.72	3531	2017-2018 年投产
连云港杜仲年产 1.2 万吨差别化氨纶纤维工程	4.5	1.2	3.75	3563	2019 年已投产
平均			3.3	3135	

资料来源：公司年报，各公司官网，西部证券研发中心

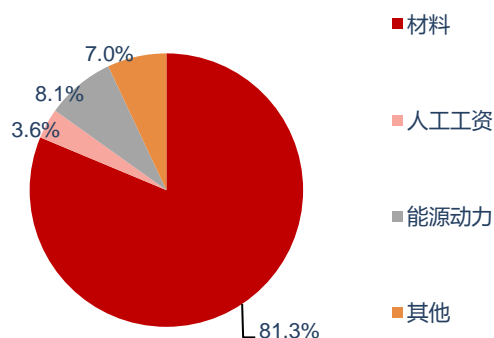
图 27：2010 年以来华峰氨纶业务毛利率优势逐步扩大



资料来源：wind，西部证券研发中心

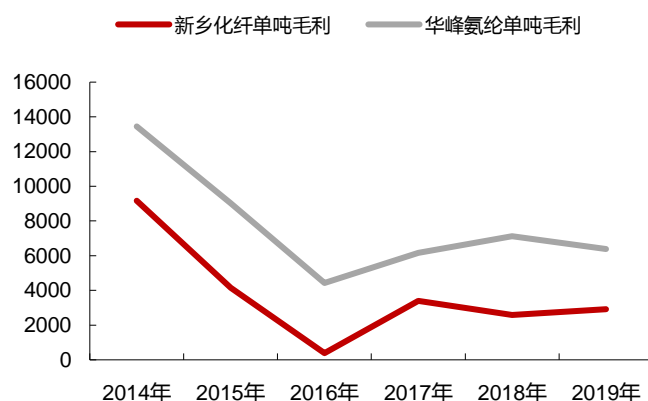
图 29：公司氨纶成本中材料占比较高

2018 年华峰氨纶成本占比



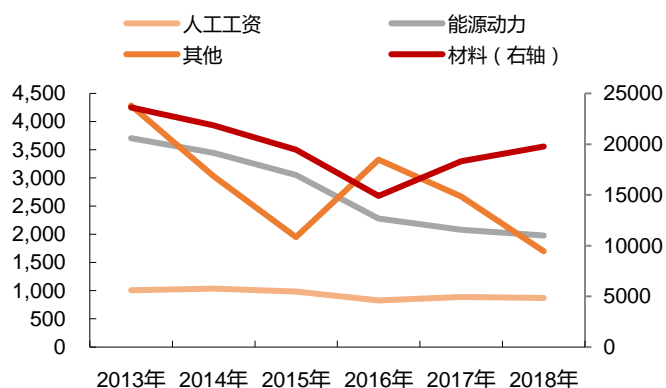
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 28：华峰氨纶基本保持 2500 元/吨以上的毛利优势（元/吨）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 30：华峰氨纶单吨能源动力逐年降低（元/吨）



资料来源：wind，西部证券研发中心

### 三、己二酸行业集中度高，规模优势逐渐显现

国内外己二酸消费结构差异明显，国内 PA66 的消费占比明显偏低，未来预计伴随 PA66 原料己二腈国产化进程加速，有望带动国内己二酸需求提升。与此同时国内供给集中度高，小企业开工不足三成，环己烷法工艺成本相对较高，面临淘汰压力。2020-2021 年仅华峰氨纶及华鲁恒升有扩产计划，伴随成本较低的环己烯法产能投产，高成本的环己烷法工艺路线的装置有可能会面临挑战，行业供给格局有望出现改善。

我们预计 2020-2022 年公司己二酸销量分别为 45.8/49.6/52.8 万吨，假设价格变化幅度为 -10%/3%/3%，不含税价格分别为 6483/6677/6877 元/吨，毛利率分别为 20%/22%/24%，净利润分别为 2.85/3.63/4.55 亿元，净利润增速分别为 -7%/27%/25%。

#### 3.1 PA66原料国产化进程加速，带动己二酸需求增长

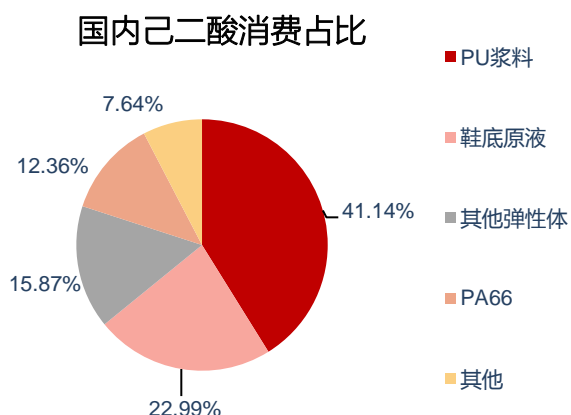
**国内外己二酸消费结构差异明显。**国内己二酸需求以 PU 浆料、鞋底原液、弹性体和 PA66 为主，分别占比 41%、23%、16%和 14%，从全球范围来看，一半左右的己二酸用于生产 PA66。尼龙 66 是一种性能优良的工程塑料，具有高强度、耐冲击性、耐油性、耐化学性、耐磨性和自润滑性，广泛应用于汽车工业、仪器壳体以及其它需要有抗冲击性和高强度要求的产品。近五年国内尼龙 66 表观需求复合增速为 2.1%。由于技术垄断，PA66 的原料己二腈的关键技术无法突破，原料成本高、订货周期长、运输困难等不利因素使国内企业长期受控于国外厂商，导致国内 PA66 的产量增速不高，也限制了对己二酸的需求。

**己二腈国产化进程加速，有望带动国内己二酸需求提升。**尼龙 66 的两大主要原材料是己二胺和己二酸，其中己二胺由己二腈加氢制得，目前己二腈的生产技术掌握在英威达、奥升德、索尔维、旭化成四家公司手中，这四家公司同时控制着下游己二胺和 PA66 的大部分市场份额，目前英威达几乎垄断了全球己二腈的对外供应，全球己二腈市场处于紧张状态。

**政策层面**，2017 年 12 月 13 日，国家发改委发布的《新材料关键技术产业化实施方案》中，将单套装置规模达到 5 万吨/年己二腈列入重点新材料关键技术产业化项目；2019 年 10 月 30 日，国家发改委修订发布的《产业结构调整指导目录发布（2019 年本）》的鼓励类产业中，列入了万吨级己二腈生产装置，鼓励开发自主知识产权的己二腈生产工艺技术，突破技术封锁。

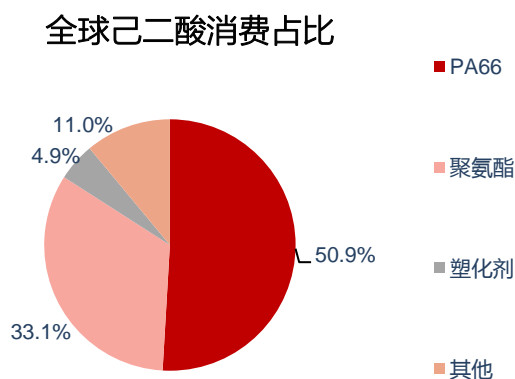
**研发层面**，2015 年以来，我国己二腈技术国产化进程加快，2015 年 9 月中国天辰工程有限公司、山东海力化工股份有限公司和天津振博科技有限公司开发了“丁二烯直接氢氰化法”合成己二腈技术，已建成的 50 吨/年丁二烯直接氢氰化法合成己二腈的全流程中试连续生产装置实现了连续稳定运行，产品质量达标；2019 年 2 月 20 日，阳煤集团公司科技创新示范（中试）基地项目开工奠基，项目一期入驻丁二烯直接氰化法制取己二腈技术开发项目等，建设中试装置。阳煤化工研究院承担的己二腈技术开发项目经过 5 年的实验室研发，现已打通全部流程，获得合格己二腈产品。2019 年 7 月 25 日中国化学公告，下属子公司天辰公司、控股股东全资子公司国化投资、战略投资人齐翔腾达等将共同投资建设 100 万吨尼龙 66 新材料产业基地，一期项目包含 20 万吨/年己二腈装置，项目工期 3 年。2019 年底河南峡光高分子材料有限公司与瑞典国际化工技术公司年产 5 万吨己二腈工艺许可与工程签约仪式，项目可行性报告编制完成，并通过专家评审，项目选址已完成。上述项目顺利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 31: 国内己二酸需求以 PU 和鞋底原液为主



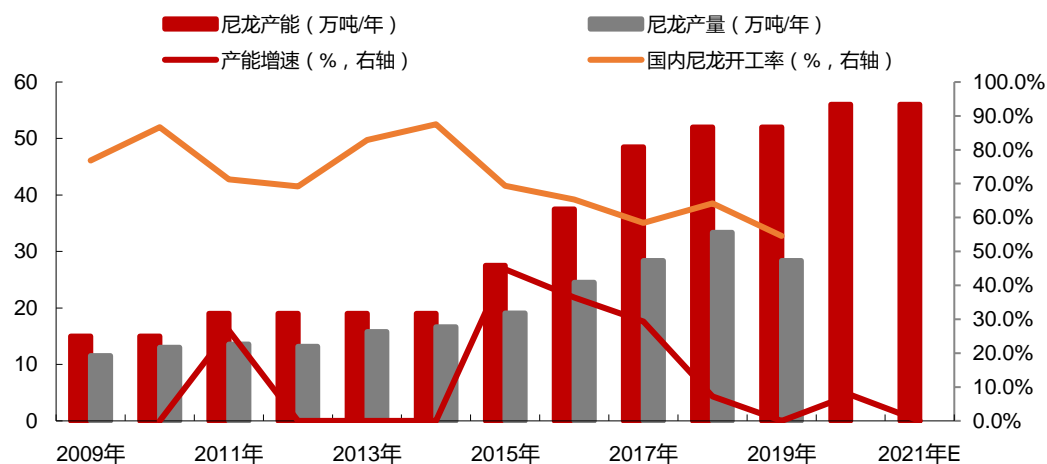
资料来源: 卓创资讯、西部证券研发中心

图 32: 全球己二酸需求以 PA66 为主



资料来源: 彭博、西部证券研发中心

图 33: 国内尼龙 66 开工率保持较低水平



资料来源: 卓创资讯、西部证券研发中心

### 3.2 供给过剩, 落后产能逐步淘汰

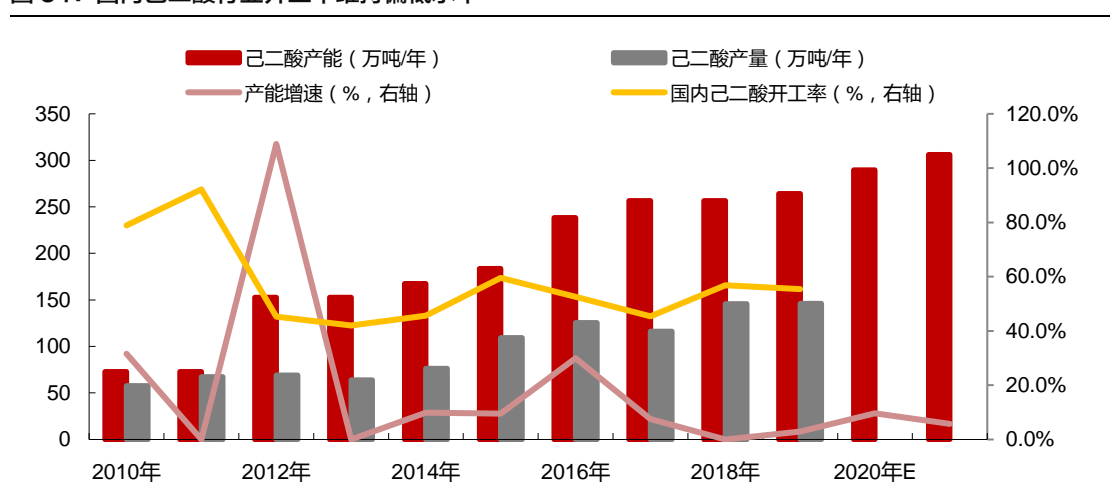
国内供给集中度高, 小企业开工不足三成。伴随国内己二酸工艺发展不断成熟, 成本不断降低, 2009-2019 年国内己二酸产能复合增速为 16.9%, 产量复合增速为 10.4%, 尤其是 2010-2012 年及 2014-2016 年间, 国内己二酸产能集中投产, 产能供给增速远大于需求增速, 行业平均产能利用率仅维持在 50%-60% 附近。根据率捷咨询数据, 2018 年国内重庆华峰、河南神马、海力、华鲁恒升、唐山中浩五家企业己二酸产能占比约 71%, 贡献的产量占比达到 88%, 且重庆华峰开工率超过 100%, 河南神马及华鲁恒升均达到 85% 以上的开工率, 而其他企业的平均不足三成。截止 2019 年底, 国内己二酸产能约 264 万吨/年, 同比增速 2.9%, 己二酸产量 146.2 万吨, 同比增速 0.3%。

环己烷法工艺成本相对较高, 面临淘汰压力。目前己二酸的主流生产工艺主要有环己烷法和环己烯法, 环己烷法是 20 世纪 70 年代美国杜邦公司开发, 由苯全部加氢的方式得到环己烷, 然后与空气反应生成环己醇和环己酮的混合物, 最后经过硝酸氧化得到己二酸; 环己烯法是 20 世纪 80 年代日本旭化成开发, 由苯部分加氢生成环己烯, 再通过水合反应及硝酸氧化得到己二酸。由于环己烯法工艺氢气消耗得以降低, 转化率相对较高, 副产品较少, 生产的副产物环

己烷可以外售，因此近年来投产的己二酸产能多以环己烯法为主，目前国内环己烯法产能占比超过70%，而环己烷法产能多为2010年以前投产，且部分装置出现停车情况，产能利用率不高，面临淘汰压力。

**龙头企业扩产，进一步提升市场份额。**2015年以来己二酸价差维持低位，仅阶段性出现盈利扩张的情况，己二酸产能增速也逐步降低，近年来仅龙头企业持续扩张产能。2019年国内CR6达到68%，2020-2021年仅华峰氨纶及华鲁恒升有扩产计划，伴随成本降低的环己烯法产能投产，高成本的环己烷法工艺路线的装置有可能会面临挑战，行业供给格局有望出现改善，从而带动己二酸价格底部回升。

图 34：国内己二酸行业开工率维持偏低水平



资料来源：卓创资讯、西部证券研发中心

表 7：国内己二酸行业前五家企业贡献 88%产量

国内产商	2018 年产量(万吨)	占比	国内产商/新产能	产能 (万吨/年)	开工率
重庆华峰	53.92	34.04%	重庆华峰	48	112.33%
河南神马	35	22.09%	河南神马	40	87.50%
山东海力 (含江苏海力)	24	15.15%	山东海力	52.5	45.71%
华鲁恒升	14.5	9.15%	华鲁恒升	16	90.63%
唐山中浩	12	7.57%	唐山中浩	15	80.00%
其他	19	11.99%	其他	70.5	26.95%
合计	158.42	100.00%	合计	242	65.46%
新产能			华峰氨纶	25.5	2020 年
			华鲁恒升	16.6	2020-2021 年

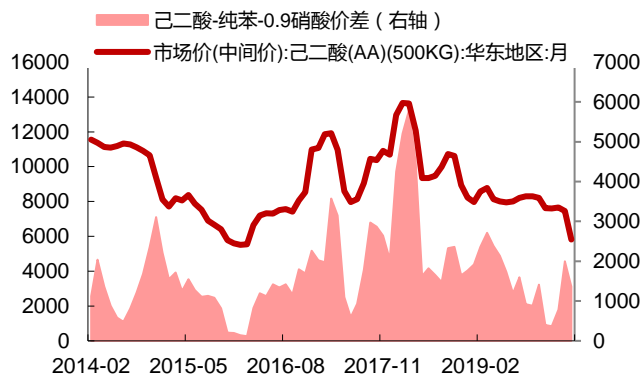
资料来源：率捷咨询、西部证券研发中心

表 8：国外己二酸产能较为集中

国外产商	产能 (万吨/年)	产能占比
巴斯夫 (含索尔维)	80	40%
奥升德	48	24%
英威达	35	17%
兰蒂奇	17	8%
旭化成	12	6%
朗盛	9	4%
合计	201	

资料来源：率捷咨询、西部证券研发中心

图 35：己二酸价差波动较大



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 36：国内己二酸开工率水平较低



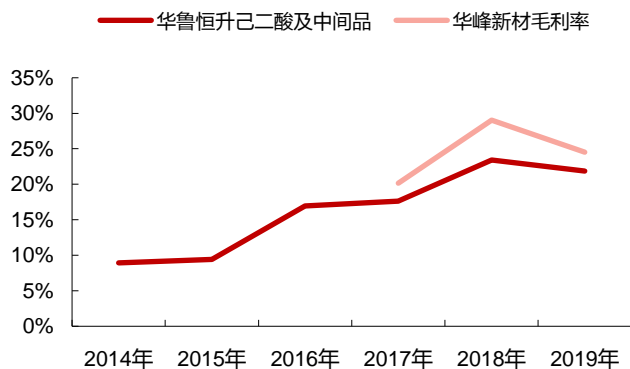
资料来源：卓创资讯、西部证券研发中心

### 3.3 循环生产，己二酸成本进一步降低

公司目前共有 48 万吨/年己二酸产能，目前公司生产的己二酸在保障自用（生产聚氨酯原液、聚酯多元醇）的基础上同时对外销售，2017 年、2018 年和 2019 年 1-4 月，华峰新材自用己二酸的数量（扣除外购部分）占己二酸产量比分别为 53.37%、40.67%和 47.78%。己二酸（四期）项目计划 2020 年投产，届时将新增 25.5 万吨/年己二酸产能，一期项目采用环己烷氧化法生产，二三四期采用环己烯水合法生产。

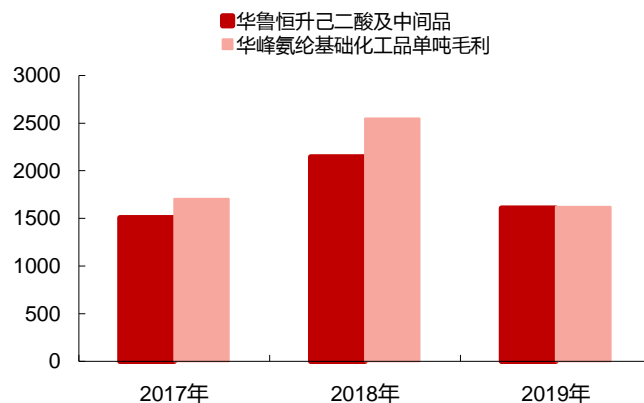
**单耗下降，循环生产，助力成本进一步降低。**环己烯法项目在生产过程中，原料消耗相对更少，单耗下降，产品收率更高；与此同时，采用环己烷氧化法+环己烯工艺法相结合的生产工艺，环己烯法生产的环己烷可以直接供一期装置使用，可以省略一期加氢环节，同时产生的尾气含有可燃气体，可作为燃料气利用，有效降低生产成本，有效平衡物料耗用、促进副产物的再利用、提高原材料使用效率。

图 37：2019 年己二酸毛利率稍有下滑



资料来源：wind，西部证券研发中心，注华峰氨纶 2019 年为基础化工品毛利率

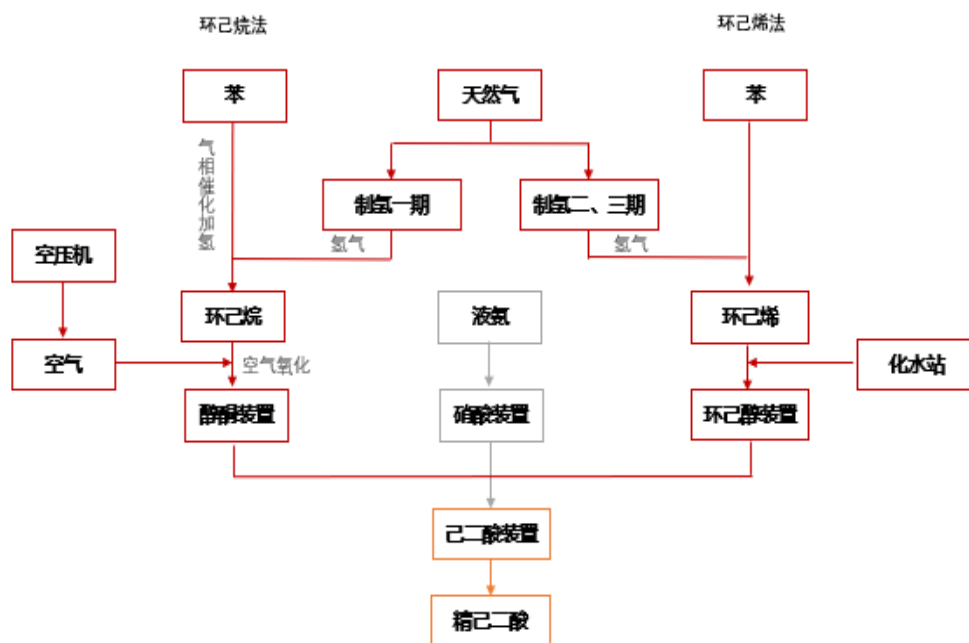
图 38：17-18 年华峰新材己二酸单吨毛利相对较高（元/吨）



资料来源：wind，西部证券研发中心，注华峰氨纶 2019 年为基础化工品单吨毛利



图 39：公司新投产产能以环己烯法为主



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

#### 四、聚氨酯原液领域地位稳固

聚氨酯鞋底性能优异，需求潜在提升空间较大，2018 年国内运动鞋市场规模仅占比全球总市场的 7.1%，国内运动鞋市场规模的扩大有望持续带动聚氨酯鞋底原液市场需求增长。公司作为老牌龙头企业，市场占有率达到 60%以上，公司将持续在中高端市场发力，继续扩大市场份额。

我们预计 2020-2022 年公司聚氨酯原液销量分别为 36.3/38.1/40.0 万吨,假设价格变化幅度为 -2%/2%/2%,不含税价格分别为 1.46/1.49/1.52 万元/吨,毛利率稳定在 24%。净利润分别为 6.12/6.79/7.64 亿元,净利润增速分别为-19%/11%/12%。

#### 4.1 聚氨酯鞋底原液需求仍有提升空间

公司生产的聚氨酯原液以鞋底原液为主。公司生产的聚氨酯原液可分为鞋底原液和制品原液，鞋底原液主要用于生产聚氨酯鞋底，制品原液主要用于生产聚氨酯制品（如轮胎、记忆枕、家具、高铁垫片等）。目前公司的聚氨酯原液以鞋底原液为主。

鞋底种类繁多，所用原材料也有所不同，常用的原胶料有硫化橡胶、PVC（聚氯乙烯）、EVA（乙烯-醋酸乙烯共聚物）、TPR（热塑橡胶）、PU（聚氨酯）等等材料，不同的鞋底根据不同的功能需求选择相应的原胶料，亦可由不同特性或功能的原胶料共混来达到相应需求。以往PVC以价格低廉保持了竞争优势，随着人们生活水平的提高，市场对产品质量要求有所提高。

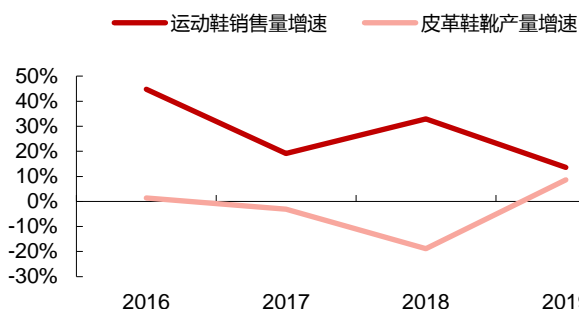
**聚氨酯鞋底性能优异，需求仍有提升空间。**聚氨酯鞋底是介于橡胶与塑料之间的微孔弹性体，是含开孔的微孔弹性结构，具有优越的回弹性和很大的能量吸收能力，同时聚氨酯鞋底密度低，质地柔软，穿着舒适轻便；尺寸稳定性好，储存寿命长；具有优异的耐磨性能、耐挠曲性能和优异的减震、防滑性能等。聚氨酯多用于制造高档皮鞋、运动鞋、旅游鞋等。聚氨酯鞋底虽然价格相对较高，但其物理、化学性能均优于 PVC、EVA、TPR 等其他材料，可以提高鞋的质



量和使用寿命，因此聚氨酯鞋底需求逐步提升。

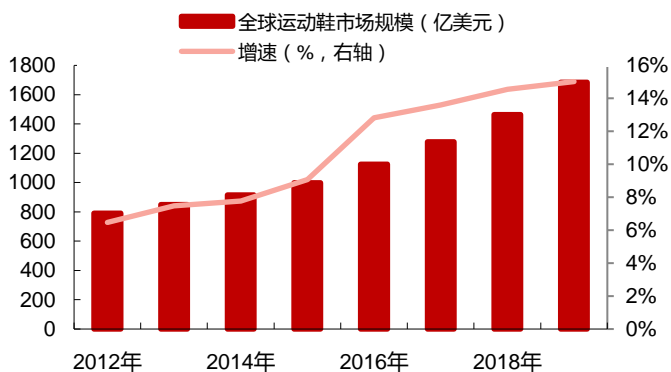
**运动鞋市场规模扩大有望带动聚氨酯鞋底原液需求增长。**近年来人们对时尚舒适关注度的提高使得全球运动鞋市场进一步发展，2011-2018 年全球运动鞋市场规模不断扩大，近五年复合增速达到 12%，2018 年全球运动鞋市场规模高达 1465 亿美元，全球运动鞋市场规模较大且有望持续高速扩张，与此同时 2018 年国内运动鞋市场规模仅占比全球总市场的 7.1%，国内运动鞋市场规模的扩大有望持续带动聚氨酯鞋底原液市场需求增长。

图 40：国内运动鞋销量增速较高



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 42：全球运动鞋市场规模增速较高



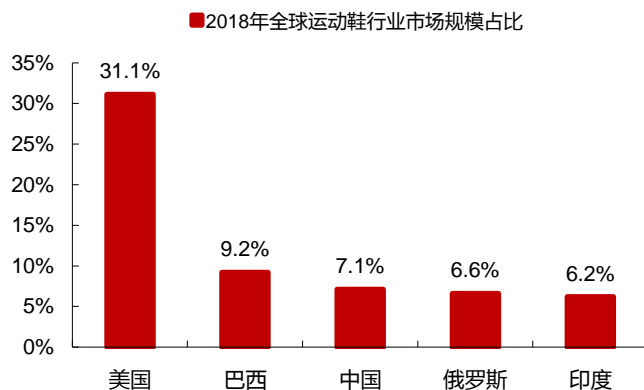
资料来源：艾媒数据、西部证券研发中心

图 41：PU 鞋底材料适用范围较广

鞋底原材料	适用范围
硫化橡胶和 PU	绅士鞋底、女鞋底、工作鞋底、安全鞋底及运动鞋底
PVC	拖鞋、凉鞋及便鞋
EVA	专业运动鞋底
TPR	女鞋、休闲鞋底

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 43：国内运动鞋市场规模占比仍然较低



资料来源：艾媒数据、西部证券研发中心

## 4.2 公司占据半数以上的市场份额

**国内聚氨酯原液产能利用率较低。**从产能分布的国家来看，全球聚氨酯鞋底原液主要集中在德国、意大利、美国等国家，其中中国是全球最大的聚氨酯鞋底原液生产国。我国 1986 年从日本引进聚氨酯鞋底原液生产技术以来，聚氨酯鞋底原液发展极为迅速，根据率捷咨询统计数据，2018 年中国地区聚氨酯鞋底原液生产企业总产能约 117 万吨，总产量约 54 万吨，产能利用率约为 46%。

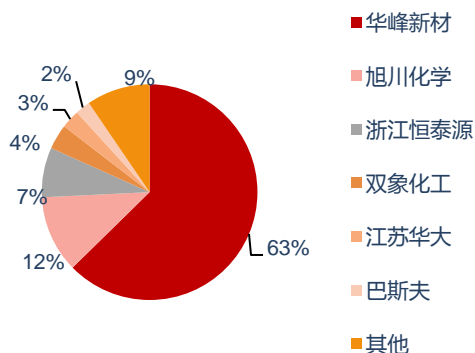
**市场竞争激烈，小企业生存压力较大。**随着聚氨酯原液行业不断发展与成熟，行业内企业的地位不仅取决于规模和成本，更将依赖技术的研发、创新和品质的提升，行业内龙头企业的优势将更加突出。由于受宏观经济下行、行业竞争激烈、原材料价格上涨、劳动力成本上升等因素影响，国内下游终端鞋企也正面临产业转型，部分制鞋企业逐步向东南亚地区转移，下游鞋企

对聚氨酯鞋底原液的需求量增速有所减缓。聚氨酯鞋底原液行业内规模较小的厂家同时要承受激烈的市场竞争和环保要求的压力，来自鞋企的新增订单量主要集中于有竞争优势的大型生产企业。

**公司产量占据半壁江山，着力抢占中高端市场份额。**目前国内聚氨酯鞋底原液市场呈现明显的寡头垄断，公司在国内聚氨酯鞋底原液市场占据绝对优势地位，市场占有率达到 60%以上。行业内其他企业竞争剩余的市场份额，在中高端市场，除公司外，主要是大型跨国公司如巴斯夫、旭川化学等在华投资的公司及国内拥有一定规模的企业之间的竞争；在中低端市场，主要是本土企业特别是众多小型和微型生产企业之间的竞争。

图 44：华峰新材占据了国内聚氨酯鞋底原液的主要份额

聚氨酯鞋底原液主要生产企业份额



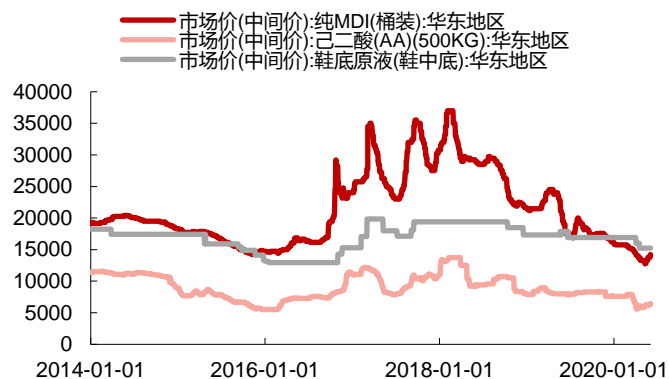
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 45：公司聚氨酯原液产量规模明显高于同行

生产企业	2018年产量(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

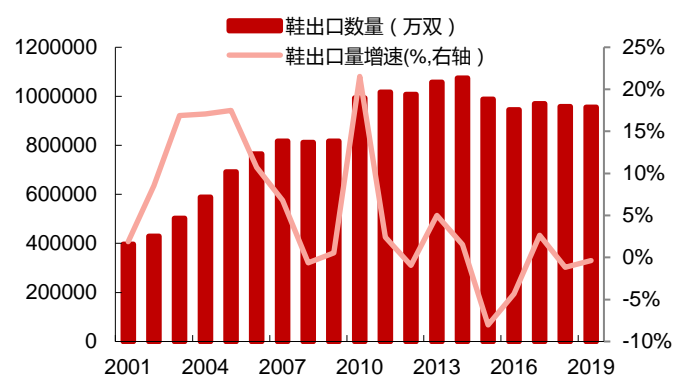
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 46：鞋底原液价格整体波动范围不大（元/吨）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 47：国内鞋业出口增速有所降低



资料来源：海关总署，西部证券研发中心

## 五、盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做出如下假设：

- 1、氨纶业务，预计氨纶销量伴随产能扩张逐步提升，假设 2020-2022 年氨纶销量分别为 18.3/21.3/22.5 万吨，假设价格变化幅度为-5%/3%/3%，毛利率分别为 23.32%/23.96%/24.33%。
- 2、聚氨酯原液业务，假设 2020-2022 年聚氨酯原液销量分别为 36.3/38.1/40.0 万吨，假设价格变化幅度为-2%/2%/2%，毛利率稳定在 24%。

3、己二酸业务，预计四期项目稳步投放，假设 2020-2022 年己二酸销量分别为 45.8/49.6/52.8 万吨，假设价格变化幅度为-10%/3%/3%，毛利率分别为 20%/22%/24 %。

4、环己酮业务，预计伴随产能投放产量逐步提升，假设 2020-2022 年环己酮销量分别为 8.5/19.5/20.0 万吨，假设价格变化幅度为-15%/3%/3%，毛利率分别为 23%/24%/25 %。

我们预计 2020-2022 年公司营收为 147 亿元、173 亿元、187 亿元，归母净利为 16.03 亿元、20.12 亿元、23.44 亿元，对应 EPS 为 0.35 元、0.43 元、0.51 元，对应目前 PE 为 15.6X、12.4X、10.6X。

表 9：预计 2020-2022 年公司营收分别为 147 亿元、173 亿元、187 亿元

产品	单位	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
氨纶	营业收入（百万）	4,411	4,365	4962	5951	6490
	营收增速（%）	6.59%	-1.04%	13.69%	19.93%	9.05%
	不含税单价（元/吨）	31440	28618	27188	28003	28843
	销量（万吨）	14.03	15.25	18.25	21.25	22.5
	毛利率（%）	22.64%	22.33%	23.32%	23.96%	24.33%
聚氨酯原液	营业收入（百万）	5580	5218	5310	5688	6096
	营收增速（%）	13.65%	-6.47%	1.7%	7.1%	7.2%
	不含税单价（元/吨）	16604	14943	14644	14937	15236
	销量（万吨）	33.60	34.92	36.26	38.08	40.01
	毛利率（%）	21.06%	26.00%	24.00%	24.00%	24.00%
聚酯多元醇	营业收入（百万）	1548	1190	609	702	798
	营收增速（%）	12.12%	-23.14%	-48.79%	15.28%	13.58%
	不含税单价（元/吨）	11622	9414	8755	9017	9288
	销量（万吨）	13.32	12.64	6.96	7.79	8.59
	毛利率（%）	22.92%	20.97%	20.00%	20.00%	20.00%
己二酸	营业收入（百万）	2718	2278	2969	3311	3631
	营收增速（%）	88.85%	-16.17%	30.30%	11.54%	9.65%
	不含税单价（元/吨）	8784	7203	6483	6677	6877
	销量（万吨）	30.94	31.63	45.80	49.59	52.79
	毛利率（%）	29.03%	24.00%	20.00%	22.00%	24.00%
环己酮	营业收入（百万）	607	465	560	1323	1398
	营收增速（%）	468.34%	-23.34%	20.42%	136.29%	5.64%
	不含税单价（元/吨）	9237	7751	6589	6786	6990
	销量（万吨）	6.57	6.00	8.50	19.50	20.00
	毛利率（%）	27.39%	27.05%	23%	24%	25%
其他	营业收入（百万）	24.71	268.51	281.94	296.04	310.84
	营业成本（百万）	9.92	210.85	221.39	232.46	244.09
	毛利（百万）	14.79	57.66	60.55	63.57	66.75
总	营业收入（百万）	<b>4,436</b>	<b>13,785</b>	<b>14,692</b>	<b>17,273</b>	<b>18,724</b>
	营业成本（百万）	<b>3,422</b>	<b>10,474</b>	<b>11,355</b>	<b>13,231</b>	<b>14,234</b>
	毛利（百万）	<b>1,014</b>	<b>3,311</b>	<b>3,337</b>	<b>4,042</b>	<b>4,489</b>
	毛利率（%）	<b>22.85%</b>	<b>24.02%</b>	<b>22.71%</b>	<b>23.40%</b>	<b>23.98%</b>

资料来源：公司年报，西部证券研发中心

## 5.2 投资建议

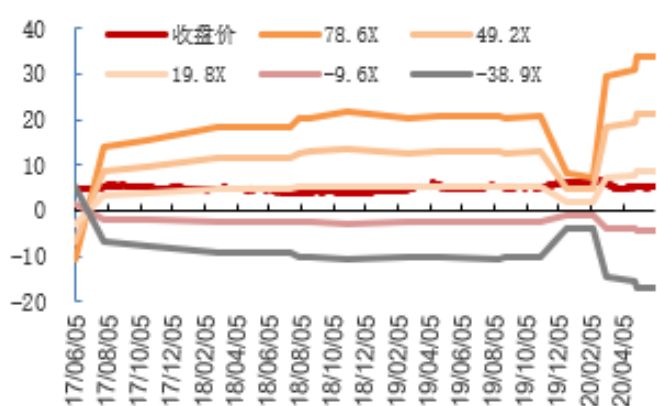
华峰氨纶是目前国内产能最大的氨纶生产企业, 2019 年成功收购华峰新材, 整合延伸产业链, 公司未来仍有新产能逐步投产, 积极打造成全球聚氨酯制品龙头企业, 长期成长空间较大。公司近三年 PE 中值为 19.8 X, PB 中值为 2.3 X。根据公司的主营业务结构, 我们选择了泰和新材、新乡化纤、海利得等几家氨纶及工业丝生产企业作为可比公司, 可比公司 2020 年平均估值为 19 倍 PE。参考可比公司平均估值及公司历史估值水平, 我们给予公司 2020 年行业平均 19 倍 PE 目标市盈率, 目标价为 6.65 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 10: 公司目前在可比公司中估值处于偏低水平

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (X)			
				TTM	2020E	2021E	2022E	TTM	2020E	2021E	2022E
002254	泰和新材	12.87	78.61	0.37	0.48	0.67	0.84	34.49	26.60	19.16	15.23
000949	新乡化纤	3.36	42.26	1.57	2.26	3.59	4.20	26.87	18.73	11.76	10.06
002206	海利得	3.33	40.73	0.23	0.30	0.38	0.45	14.23	11.23	8.83	7.47
均值				0.73	1.01	1.55	1.83	25.20	18.86	13.25	10.92
002064	华峰氨纶	5.48	253.92	0.43	0.35	0.43	0.51	12.89	15.8	12.6	10.8

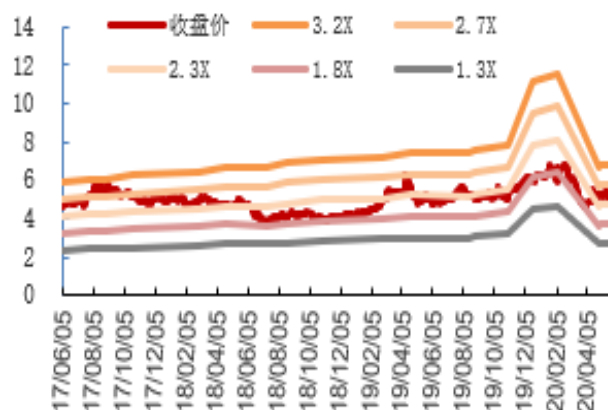
资料来源: wind、西部证券研发中心, 来自 wind 一致预期, 注: 采用 2020 年 6 月 5 日数据

图 48: 近三年公司 PE 中值为 19.8X



资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 49: 近三年公司 PB 中值为 2.3 X



资料来源: wind, 西部证券研发中心

## 六、风险提示

### 1、新项目投产进度低于预期风险

公司未来仍有氨纶新产能投产计划, 若新项目投产进度低于预期, 则氨纶产销量或将不及预期。

### 2、疫情持续时间超预期风险

若疫情持续时间较长或有所反复, 则可能影响下游纺织服装及制鞋业的景气度, 公司产品产销量可能会受到影响。

### 3、原材料价格波动风险

公司主要原材料为 MDI、纯苯等, 原材料价格受国际油价及国内原煤价格影响, 若原材料价格大幅波动则可能对生产成本造成影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	685	2,206	1,031	1,307	1,519	营业收入	4,436	13,785	14,692	17,273	18,724
应收款项	1,219	2,350	2,430	2,608	2,835	营业成本	3,422	10,474	11,355	13,231	14,234
存货净额	718	1,872	2,178	2,559	2,675	营业税金及附加	31	81	90	109	115
其他流动资产	37	1,807	641	828	1,092	销售费用	89	380	330	403	458
<b>流动资产合计</b>	<b>2,658</b>	<b>8,235</b>	<b>6,280</b>	<b>7,303</b>	<b>8,121</b>	管理费用	330	875	932	1,096	1,188
固定资产及在建工程	2,367	7,371	9,364	10,916	12,406	财务费用	50	132	187	197	179
长期股权投资	464	579	492	512	528	其他费用/( -收入 )	9	(301)	(37)	(63)	(134)
无形资产	298	563	634	736	877	<b>营业利润</b>	<b>505</b>	<b>2,144</b>	<b>1,834</b>	<b>2,300</b>	<b>2,684</b>
其他非流动资产	152	226	167	198	203	营业外净收支	(1)	(53)	(10)	(21)	(28)
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,281</b>	<b>8,740</b>	<b>10,658</b>	<b>12,362</b>	<b>14,013</b>	<b>利润总额</b>	<b>504</b>	<b>2,091</b>	<b>1,824</b>	<b>2,278</b>	<b>2,656</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,938</b>	<b>16,975</b>	<b>16,938</b>	<b>19,665</b>	<b>22,134</b>	所得税费用	58	238	222	267	312
短期借款	406	2,662	2,760	2,453	1,794	<b>净利润</b>	<b>445</b>	<b>1,852</b>	<b>1,602</b>	<b>2,011</b>	<b>2,344</b>
应付款项	1,075	5,333	3,989	4,980	5,772	少数股东损益	0	(1)	(0)	(0)	(1)
其他流动负债	0	1	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>445</b>	<b>1,853</b>	<b>1,603</b>	<b>2,012</b>	<b>2,344</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,481</b>	<b>7,996</b>	<b>6,749</b>	<b>7,434</b>	<b>7,566</b>	<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款及应付债券	500	841	742	914	1,052	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	156	373	230	253	285	ROE	12.4%	32.1%	18.9%	19.8%	19.3%
<b>长期负债合计</b>	<b>656</b>	<b>1,214</b>	<b>972</b>	<b>1,167</b>	<b>1,338</b>	毛利率	22.8%	24.0%	22.7%	23.4%	24.0%
<b>负债合计</b>	<b>2,137</b>	<b>9,210</b>	<b>7,722</b>	<b>8,602</b>	<b>8,904</b>	营业利润率	11.4%	15.6%	12.5%	13.3%	14.3%
股本	1,677	4,298	4,298	4,298	4,298	销售净利率	10.0%	13.4%	10.9%	11.6%	12.5%
股东权益	3,801	7,764	9,216	11,063	13,230	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,938</b>	<b>16,975</b>	<b>16,938</b>	<b>19,665</b>	<b>22,134</b>	营业收入增长率	6.9%	210.8%	87.9%	101.8%	133.5%
						营业利润增长率	19.8%	324.8%	-14.5%	25.4%	16.7%
						归母净利润增长率	15.5%	316.2%	-13.5%	25.5%	16.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	445	1,852	1,602	2,011	2,344	资产负债率	36.0%	54.3%	45.6%	43.7%	40.2%
折旧摊销	269	582	457	625	784	流动比	1.79	0.93	0.93	0.98	1.07
营运资金变动	50	132	187	197	179	速动比	1.31	0.80	0.61	0.64	0.72
其他	99	284	(727)	181	119	<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>863</b>	<b>2,851</b>	<b>1,520</b>	<b>3,015</b>	<b>3,425</b>	<b>每股指标</b>					
资本支出	(48)	(5,287)	(2,522)	(2,283)	(2,417)	EPS	0.10	0.40	0.35	0.43	0.51
其他	(125)	3,182	188	50	66	BVPS	0.82	1.67	1.99	2.39	2.85
<b>投资活动现金流</b>	<b>(173)</b>	<b>(2,105)</b>	<b>(2,334)</b>	<b>(2,233)</b>	<b>(2,351)</b>	<b>估值</b>					
债务融资	(194)	2,538	(211)	(340)	(687)	P/E	56.0	13.5	15.6	12.4	10.6
权益融资	(50)	2,387	(150)	(165)	(177)	P/B	2.4	3.0	2.5	2.1	1.7
其它	37	(4,745)	0	0	0	P/S	5.6	1.8	1.7	1.4	1.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(207)</b>	<b>179</b>	<b>(362)</b>	<b>(505)</b>	<b>(863)</b>						
汇率变动											
<b>现金净增加额</b>	<b>483</b>	<b>925</b>	<b>(1,175)</b>	<b>276</b>	<b>211</b>						

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心



## 西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队：

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕哈屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weillili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。