

2015年12月17日 星期四

土壤修复、供应链金融和稀土新材料三大业务突破在即

投资要点:

**PVC行业逐步回暖，公司产业一体化竞争力强：**行业小产能正在出清，产能集中度和产能利用率稳步提升，行业产能公司目前已经形成上游（电力、电石）→中游（PVC、电石渣、PVC 稀土助剂）→（PVC 下游制品、环保产品等）一体化产业链，公司凭借一体化优势每生产一吨 PVC 成本比同行低 400-500 元，毛利率高出 10 个百分点左右，油价暴跌乙烯法生产路线成本依然较高，我们认为其无法对电石法形成压力，同时电价下调或收购蒙华海电带来电价下降弹性较大带来超预期收益。

**土壤修复初见成效，海外市场带来惊喜：**公司利用 PVC 副产物电石渣，无害化处理后生产土壤改良剂，已签合同 10 万吨土壤改良剂预计可带来 3 亿元收入，同时原料充沛扩产迅速，今年承包内蒙古地区土壤治理后可种植水稻，效果明显，承包土地约 10 万亩大规模试验并探索盈利模式，国内和东南亚市场可能是率先开花之地。

**塑交所实力雄厚，不只是供应链金融，综合电商也是看点：**公司通过 12.83 亿元收购实际控制人周奕丰旗下广东塑料交易所，切入供应链金融领域，其年均 1000 亿成交额和交易接近 90% 的交割为业务的开展提供充足的客户资源，7-8 个点的综合服务费用成为未来主要收入来源，初期定义为化工品批发的万商台目前已发展成一个集商品批发和零售于一体的综合性电商平台，跨境电商业务初步开启，综合电商业务有望成为另一大看点。

**稀土新材料进入收获期：**收购达茂稀土和组建联丰稀土打造自有稀土产业链，新达茂稀土进行冶炼、分离年均上半年并表 5 月底到 6 月份产生竟然净利润接近 1250 万元，预计其完整年度净利润可达到 1 亿元，其为公司稀土深加工及应用产业链提供原料支持，稀土新材料即将进入收获期，预期稀土业务未来产值在 10 亿元以上。

**盈利预测：**假设塑交所 16 年并表，中谷矿业项目逐步达产，只考虑土壤改良剂产品销售收入，预计 15-17 年 EPS 分别为 0.54/0.79/0.96 元，考虑三大新业务突破在即以及当前估值水平，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧导致毛利下滑、土壤修复推广不及预期、塑交所业绩达不到承诺等。

财务和盈利预测摘要	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	3320.01	4095.15	5921.00	6985.00
增长率（%）	37.39%	23.35%	44.59%	17.97%
净利润（百万）	347.05	523.05	769.93	931.58
增长率（%）	17.39%	50.71%	47.20%	20.99%
每股收益（EPS/元）	0.36	0.54	0.79	0.96
市盈率（P/E）	71.17	47.44	32.43	26.69

数据来源：WIND、众成研究

评级：买入

上次评级：无

2015年12月16日

收盘价（元） 25.62

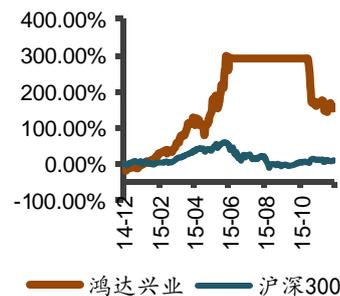
52周内高（元） 41.47

52周内低（元） 8.10

总市值（亿元） 249.04

流通市值（亿元） 99.26

鸿达兴业与沪深 300 的涨幅图



资料来源：WIND、众成研究

相关研究报告：

无

分析师：陈业宝

证书编号：S1320515090001

邮箱：chenyebao@zczq.com

研究助理：桂亚洲

证书编号：S1320114110003

邮箱：guiyazhou@zczq.com

联系电话：0531-87037376

## 正文目录

1. PVC 领域产业一体化龙头 .....	3
1.1. 公司概况 .....	3
1.2. 公司经营情况 .....	4
2. PVC 行业逐步回暖，一体化以及低成本提升公司竞争力 .....	5
2.1. 小产能逐步出清，电石法依然是主导 .....	5
2.2. 一体化产业链降成本，提升公司竞争力 .....	6
3. 收购塑交所 95.64% 股权实现全资控股，供应链金融正式启航 .....	7
4. 土壤治理初见成效，市场不局限于国内 .....	9
4.1. 我国土壤修复市场格局正初步形成 .....	9
4.2. 公司盐碱地治理初见成效，与柬埔寨合作突破迈向海外 .....	10
5. 稀土新材料 .....	13
6. 盈利预测与估值 .....	14
7. 风险提示 .....	14

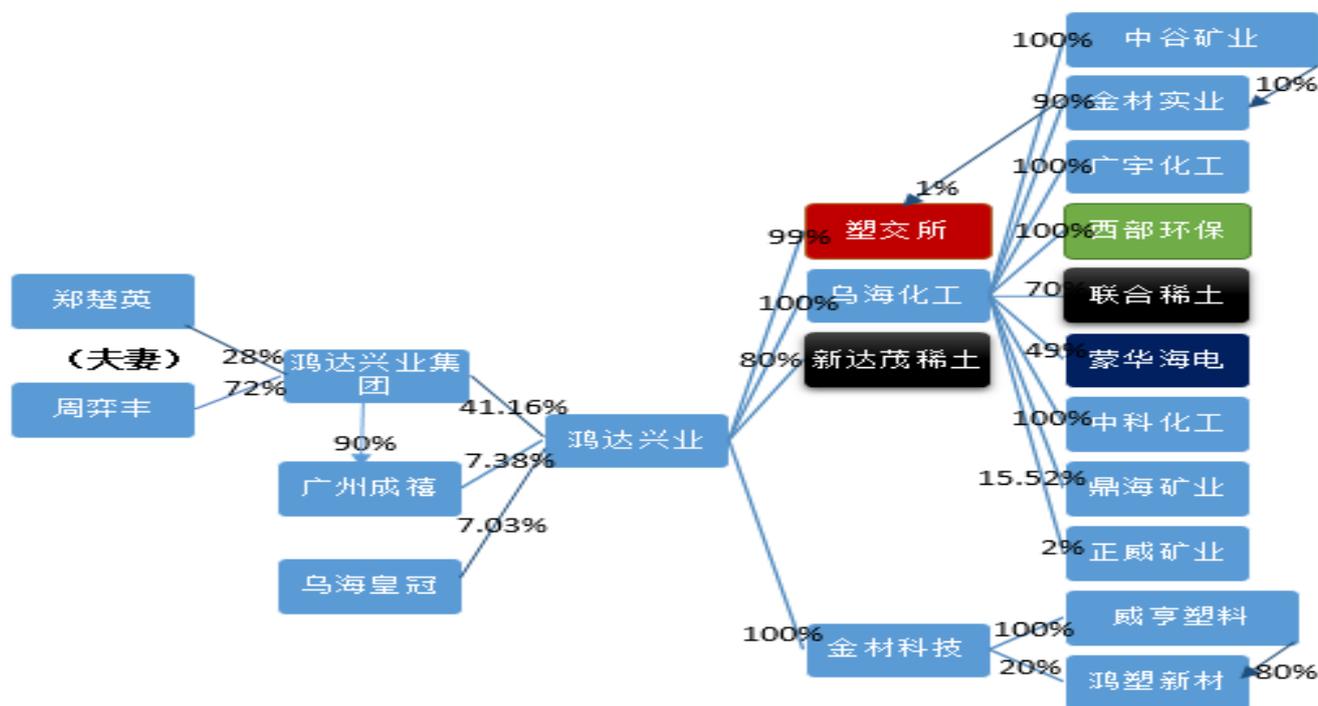
## 图表目录

表 1: 乙烯法和电石法比较 .....	5
表 2: 生产一吨 PVC 乙烯法和电石法 PVC 成本比较 .....	6
表 3: 公司产能情况 .....	6
表 4: 不同产能利用率和电价下调对公司影响 .....	7
表 5: 我国耕地质量情况 .....	10
表 6: 各种修复技术评价参数表 .....	11
表 7: 销量、价格预测表 .....	14
表 8: 公司各项业务可对比公司 .....	14
图 1: 公司股权结构图 .....	3
图 2: 公司产业链结构图 .....	3
图 3: 公司 13-15 年营收和净利润情况 单位: 亿元 .....	4
图 4: 公司 13-14 年收入构成和毛利构成 .....	4
图 5: PVC 行业整体严重过剩 .....	5
图 6: 两条线路 PVC 价格走势 单位: 元/吨 .....	6
图 7: 塑交所和公司盈利模式图 .....	7
图 8: 塑交所物流中心覆盖区域 .....	8
图 9: 共供应链业务流程 .....	8
图 10: 万商贷和万商台 .....	9
图 11: 我国土壤酸碱分布 .....	10
图 12: 公司土壤治理前后对比图 .....	12
图 13: 公司稀土产业链 .....	13

## 1. PVC 领域产业一体化龙头

### 1.1. 公司概况

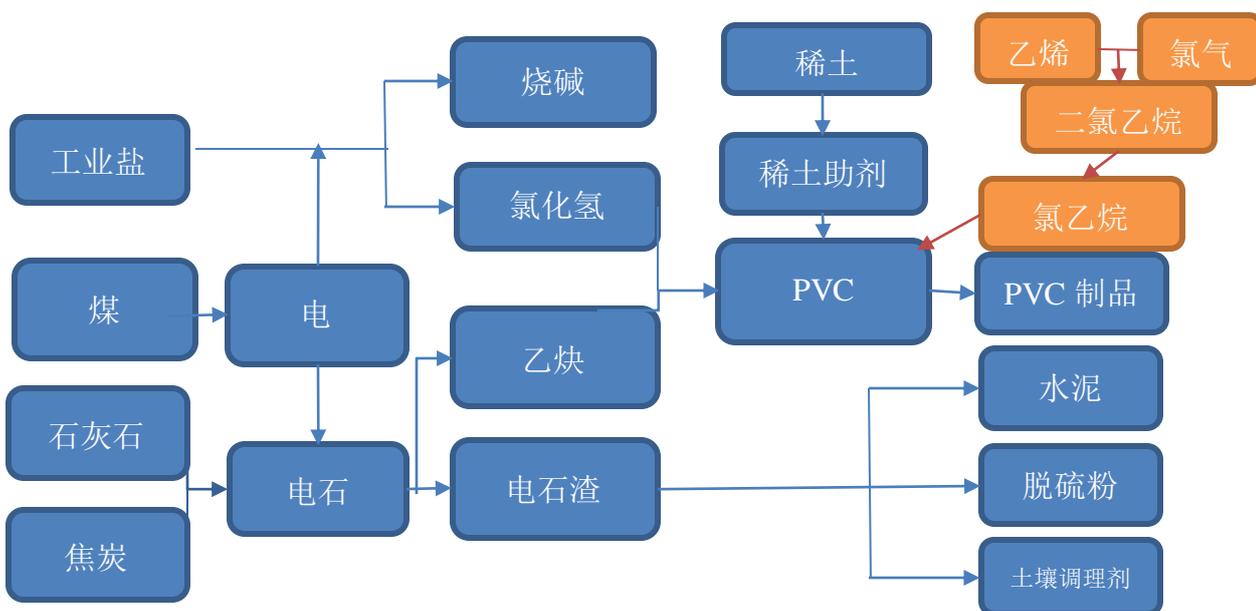
图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告、众成研究（红色为供应金融、绿色为环保、黑色为稀土相关、蓝色为 PVC 相关）

2013 年 5 月反向收购江苏金材科技股份有限公司并实现借壳上市，并以此开始上下游之间的整合，上游收购电力公司蒙海电 49% 股权以及扩建电石产能寻求降低生产成本，下游通过收购稀土公司以及稀土研究院股权进行 PVC 的深度开发利用，对于废料电石渣综合利用（水泥、土壤调理剂以及脱硫粉），近期收购实际控制人关联公司塑交所 100% 股权进入供应链金融领域。上市公司定位于控股型公司，实际控制人为周奕丰夫妇，直接和间接持有上市公司接近 47.8% 股权。

图 2：公司产业链结构图



资料来源：众成研究（蓝色为公司产业链条，黄色为乙烯法 PVC 链条）

公司经过多次收购和重组，目前已经形成上游（电力、电石）→中游（PVC、电石渣、PVC 稀土助剂）→（PVC 下游制品、环保产品等）一体化产业链，主要产品包括 PVC、烧碱、纯碱、PVC 制品以及新业务土壤调理剂，在整个 PVC 产业不景气的情况下，公司抓住机遇进一步向下延伸，未来主要看点在土壤治理、稀土新材料以及塑交所供应链金融服务等。

## 1.2. 公司经营情况

公司 15 年前三季度实现营业收入 26.26 亿元，同比增长 20.32%，归属于上市公司股东扣非后净利润 3.17 亿元，同比增长 25.12%，15 年电石全部实现自给，成本降低，氯碱产品毛利率明显提高同比增加 3 个百分点，同时收购的新达茂稀土开始贡献收益，上半年便实现净利润近 1250 万元，中谷矿业目前已进入试生产过程之中，我们预计 16 年初可开始产生收益。公司预计全年可实现净利润 5-5.5 亿元，同比增长 44.07%-58.48%。

图 3：公司 13-15 年营收和净利润情况

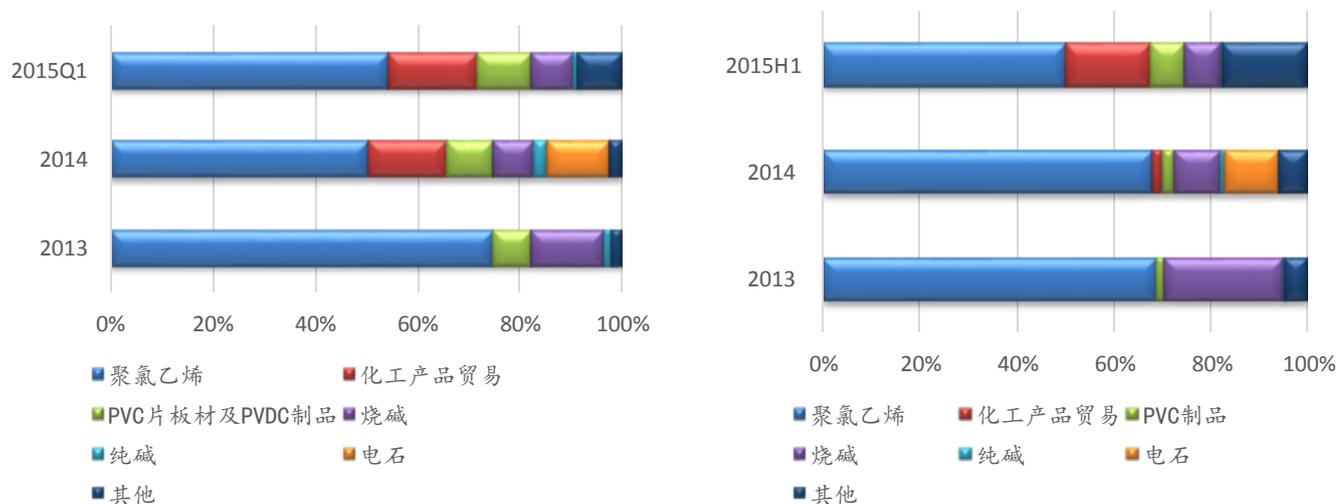
单位：亿元



资料来源：WIND、众成研究（15 年属于预测值）

从公司 13-14 以及 15 年上半年，PVC 业务占据收入和毛利的 70%左右，随着产能的逐渐扩大以及产业链的完善，产品毛利率水平也在逐步提升，PVC2013 年和 2014 毛利率在 24%左右，15 年开始接近 30%，产品整体毛利率也相比以往有 2-3 个百分点的提升，未来土壤调理剂、稀土加工以及稀土助剂和供应链服务等新业务将成为成为新的增长点和毛利率提升点。

图 4：公司 13-14 年收入构成和毛利构成



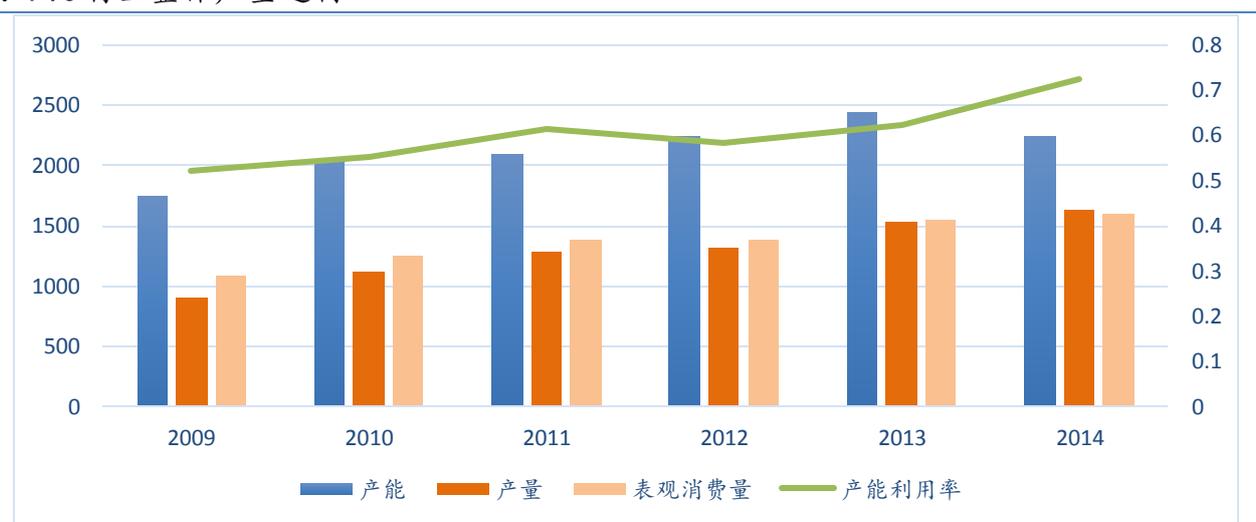
资料来源：WIND、众成研究

## 2. PVC 行业逐步回暖，一体化以及低成本提升公司竞争力

### 2.1. 小产能逐步出清，电石法依然是主导

PVC 下游主要应用包括型材、管材以及电缆料等，下游消费主要是房地产以及市政工程，08 年之前的房地产火热市场带来 PVC 产能急剧扩张，全球经济危机后，地产降温，但是 4 万亿的经济刺激计划和各类大型工程导致产能退出延后，但是随着 13 年之后整固定资产的投建增速快速萎缩，PVC 行业需求增长快速放缓，因此导致当前 PVC 行业整体产能过剩较为严重，近几年产能利用率在 60%左右，随着 13 年大概 150 万吨左右的产能的退出，14 和 15 年的整体产能利用率能达到 70%左右，行业产销基本维持在平衡状态，大部分厂家以销定产。15 年前三季度共生产 1212.1 万吨，表观消费量 1216.28 万吨，预计全年产消与去年相当。

图 5: PVC 行业整体严重过剩



资料来源: WIND、众成研究

目前国内年产 30 万吨以下的 PVC 工厂 50 多家，占比 60%左右，而且大部分属于 10 万吨左右的老厂，整体产能 700 万吨左右，占据总产能的 30%左右。

PVC 的生产路线除了目前占据主流的电石法之外，还有油头乙烯法，如公司产业链结构图中所示，以往由于油价较高市场对于乙烯法线路关注较少，但是随着 14 年底油价的大幅下滑，市场担忧乙烯路线成本下降扩产抢占市场，对此我们认为不必担忧。

表 1: 乙烯法和电石法比较

线路	优缺点	品质	企业分布	产能
电石法	电石生产,成本低,但是能耗高	能满足大部分需求	华北、西北等地区,主要是内蒙古、新疆(电力和煤炭便宜)	82%
乙烯法	能耗低,原料乙烯价格价高	略优于电石法	华东地区(考虑到原料易得性)	18%

资料来源: 公开资料、众成研究

由于原料和成本等因素，目前电石法基本在华北和西北等地区，乙烯法在华东等地区，因此我们选取各地区原料以及现货价格进行对比，由于乙烯法产品质量优势(目前这种优势已经不大)，市场价格普遍比电石法高出 300-500 元左右。

通过对比乙烯法和电石法成本来看，电石法依然占据较大优势，目前市场最低乙烯价格在 850 美元左右即使乙烯下跌 150 美元/吨，成本依然在 4500 元/吨左右，以目前成本和 PVC(乙烯法)价格来看，该路线确实能有不错的收益，但是以国内乙烯法 PVC 龙头氯碱化工的营收数据来看，多年来 PVC 一直处于亏损状态，并且部分乙烯法厂商早已停产，准备开工也需要将近半年的时间进行检修等工作，即使未来油价继续下跌，我们也不用过度担心乙烯法 PVC 路线扩产抢占电石法市场，而且即使是打价

格战电石法 PVC 企业依然有不错的退守空间,通过调研得知目前乙烯法的收益并不足以给予厂家以信心进行扩产(乙烯法前期固定投资较大,成本比较一表中其他 400 元的差距主要是在于固定资产的折旧摊销)。

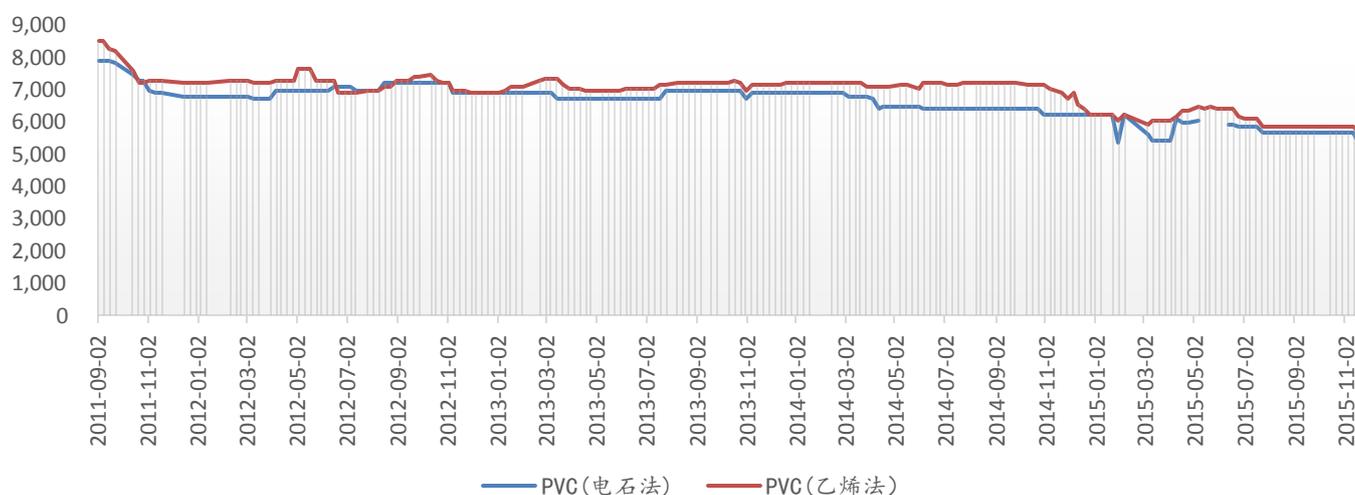
表 2: 生产一吨 PVC 乙烯法和电石法 PVC 成本比较

电石法 PVC			乙烯法 PVC		
原料	消耗 (吨)	单价 (元/吨)	原料	消耗 (吨)	单价 (元/吨)
电石	1.5	2100	乙烯	0.5	6500
氯化氢	0.78	150	氯气	0.67	600
其他	1000		其他	1400	
成本合计	4350		成本合计	5050	
电石法 PVC 现价	5300 (华北)		乙烯法 PVC 现价	5650 (华东)	

资料来源: WIND、众成研究

图 6: 两条线路 PVC 价格走势

单位: 元/吨



资料来源: wind、众成研究

## 2.2. 一体化产业链降成本, 提升公司竞争力

目前, 公司电石基本实现自给自足, 而且公司每生产 1 吨乙烯只需要 1.45 吨电石, 每生产 1 吨电石需要消耗电量 3400 度左右, 由于参股公司蒙华海电热电联产供电均价相比当地便宜 0.07 元/度, 热电联产余热煅烧石灰石以及水蒸气生产乙炔成本进一步降低, 综合之下公司每生产一吨 PVC 成本相比其他公司低 400 元左右, 我们通过查询公司 15 年上半年共生产 16.4 吨, PVC 毛利 2.44 亿元左右, 进行测算可以得到每吨毛利在 1500 元左右, 与前面比较测算中结果大致相当。

表 3: 公司产能情况

产品	产能 (万吨) 以及相应公司	总产能 (万吨)
PVC	乌海化工 30+中谷矿业 30 (试生产)	60
烧碱	乌海化工 30+中谷矿业 30 (试生产)	60
电石	乌海化工 50+中谷矿业 50+广宇化工 12	112
PVC 板材	金材科技 6	6
电石渣水泥	乌海化工 120	120
稀土助剂	达茂稀土 10	10
脱硫粉	乌海化工 50	50
土壤调理剂	西部环保 10	120

资料来源: 公司公告、众成研究

公司除了在本领域具备竞争优势外，公司成品库紧邻铁路货运站，可直发全国主要消费市场，专业塑料化工物流车队以及铁路车皮，年运输量可达100万吨，广东塑交所作为全国大型塑料交易所14年PVC交割量达到100万吨，因此公司下游销售相比其他企业存在核心竞争优势。公司14年共生产PVC31万吨，基本完全销售，产能利用率达到103.3%，此前由于担忧关联交易问题，所有公司产品基本上没在塑交所进行交易，在此次塑交所注入之后，以塑交所的交割量完全可以覆盖公司新投产的PVC产能，因此我们认为中谷矿业开始投产后将很快实现满产满销。

电石法PVC行业属于高耗能产业，因此电价的下调对于公司属于利好，近期电力市场化改革，市场预期电价将会下调。并且公司近期正在计划收购蒙华海电剩余51%股权，若是收购完成后，公司通过使用自配电厂价格预计可下降0.1元/度，仅按照现有消耗20亿度电量来计算便可节省成本2亿元，在中谷矿业开始投产后以及其他项目投产之后这个节省成本将会翻倍。我们对公司60万吨PVC和112万吨电石进行弹性分析，以产能100%利用和下调1毛钱（公司收购蒙华海电预计电价下调幅度）进行计算预计可增厚公司EPS0.3元。

表 4：不同产能利用率和电价下调对公司影响

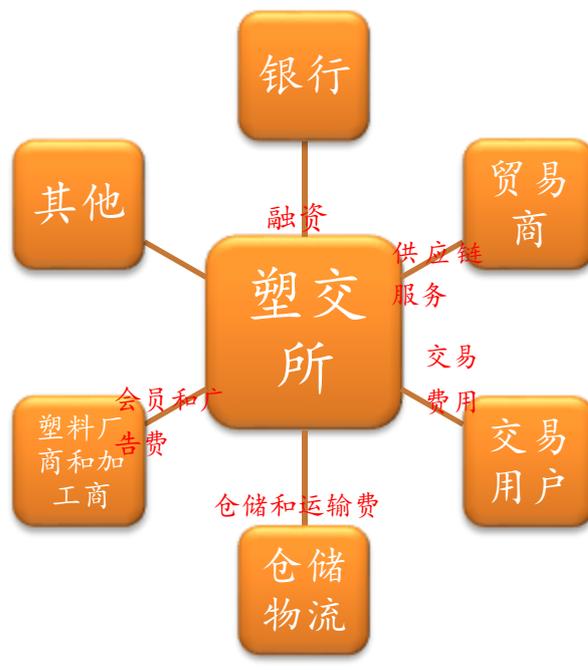
产能利用率/ 下调幅度 (元/度)	0.01	0.02	0.03
110%	3300	6600	9900
100%	3000	6000	9000
90%	2700	5400	8100

资料来源：众成研究

### 3. 收购塑交所 95.64% 股权实现全资控股，供应链金融正式启航

公司于15年4月以1099.7万元收购广东塑料交易所4.36%股权，11月公布以12.72亿元收购其余95.64%股权实现全资控股，广东塑料交易所是经国务院六部委联席会议备案保留的全国唯一一家塑料交易所，其发布的“广塑指数”被誉为“中国塑料第一指数”，广泛被企业和机构等采纳使用作为行业标准。

图 7：塑交所和公司盈利模式图



资料来源：公司官网、众成研究

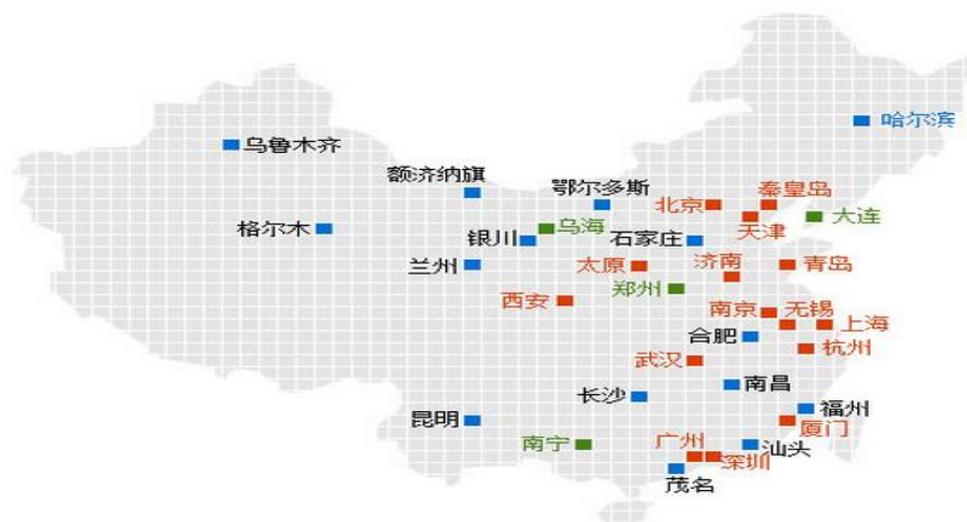
根据公司介绍，塑交所从2005年9月开始运营，目前年交易额超过1000亿元，目前将近99%的

交易进行交割，各项服务覆盖超过 30 万家企业，产品涵盖 PVC、PE、PP、ABS、PS 五大通用塑料和烧碱、纯碱、PVC 塑料板材、聚氯乙烯糊树脂等行业通用产品，通过“电子交易+仓储物流+供应链融资+信息技术”的配套服务打通产业链，形成了连接上下游及贸易商的一体化服务体系。

**电子交易：**塑交所采用电子竞价交易和电子协议交易互相结合的模式，交易平台 24 小时全天候连续交易。交易收入之中，交易所用户席位租金 2 万元/年，1.5 万元/半年，交易商租金抵免优惠；交易手续费 10 元/吨，交收手续费 20 元/吨。

**仓储物流：**交易所以广州为中心，设立华南、华东、华北、西南和西北五大区域物流中心，在天津、上海、浙江、成都和汕头等地建立了 20 多个仓库，总库容 80 万吨，汽车专线年运输量可以达到 100 万吨，铁路和海运综合运输能力在 300 万吨左右，三大运输渠道基本覆盖全国各地。

图 8：塑交所物流中心覆盖区域



资料来源：塑交所官网、众成研究

**供应链融资：**主要是货物质押融资，针对卖方的仓单质押获得贷款（现货质押）以及针对买方的提货权质押授信（资金垫付），早期公司通过银行融得资金进行放款获得利差，顺应利率市场化发展与供应链企业资金需求，以广东塑料交易所丰富的大宗商品交易、物流、供应链金融运作经验为基础，打造的“互联网+供应链金融”生态系统，后塑交所创新推出“万商贷”和“万商台”，扩展供应链金融服务。

图 9：共供应链业务流程



资料来源：塑交所官网、众成研究

目前公司通过提供如仓储物流、信息咨询、供应链融资等一系列的服务，收取综合服务费，大概在 7-8 个点，若是塑交所接近 1000 亿的交割客户里面，1-2% 的客户有融资等一系列服务的需求，带来的收入便可超过 1 亿元。

塑交所出了提供上述服务之外，同时也在电商以及 P2P 等领域有所布局，拓展收入来源。

**P2P 万商贷：**由于万商贷合作方一般是塑交所客户，对于企业资质和资金状况都有一定了解，项目质量有所保证，通过向投资者发行产品募集资金，给予 8-11% 的年化收益率，然后提供给需要融资的商户，获取中间服务费用，目前进展顺利。

**综合电商万商台：**万商台早期推出定位于化工批发交易平台，后逐渐扩展到塑料化工原料、助剂、机械和制品等六大类 147 种交易品种，目前拥有自营店、专业市场、原材料板块以及各地区小型批发市场。15 年初顺应跨境电商机遇，引进国际一线品牌，设立线下商品展示基地和海外直采基地，开通美国、俄罗斯、印度和日本等跨境直邮，公司跨境电商业务于 9 月初正式上线，双十一期间也参与了活动，目前万商台已经成为一个集商品批发和零售于一体的综合性电商平台，有望成为公司未来一大新的看点。

图 10：万商贷和万商台



资料来源：塑交所官网、众成研究

塑交所 14 年和 15 年前三季度分别实现营业收入 2.23 亿元和 1.86 亿元，净利润-170 万元和 2106 万元，交易对手承诺塑交所 15-18 年税后净利润分别不低于 0.5 亿元、1 亿元、1.5 亿元和 2 亿元，塑交所早年布局目前开始进入收获期，考虑到未被市场所挖掘的跨境电商业务，整体估值理应比普通供应链金融公司有所提升。

## 4. 土壤治理初见成效，市场不局限于国内

### 4.1. 我国土壤修复市场格局正初步形成

我国幅员辽阔，各地的气候条件、地理环境、工业特征与生活习惯都不尽相同，导致土壤污染具有很强的地域性，需要在选择修复工艺和实施方案时因地制宜，2014 年全国土壤修复企业十强，在竞争格局上北京建工在土壤修复领域仍具有较大的优势，项目范围涉及广，其代表了北京地区的国有土壤修复企业；杭州大地环保、北京高能时代为主的民营修复企业则分食长三角等地的中小型项目；湖南永清为大中型区域性土壤修复企业，以重金属治理为主，成为湘江重金属污染的“主力军”等区域性土壤修复企业。随着各家公司上市融资和全国跑马圈地，土壤修复市场的格局正在初步形成。

随着我国城市化进程的加快和农业可持续发展的要求，土壤修复这个市场已逐渐被资本所关注，土壤修复产业具有明显的生命周期，期间伴随着周期性的投入，当前我国仅重金属污染的耕地就有 2000 万公顷，即使用成本最低的修复技术，修复资金也将达到数万亿元，整体资金需求非常大，民营企业难以承担，因此我国多采取 BOT、EPC 等模式开展，但是目前土壤修复项目仍以小资金量的中

小型项目为主，大型项目相对较少。

全国 18.26 亿亩耕地依次划分为十等，每个等级的土地面积及土地质量情况如表所示。

表 5：我国耕地质量情况

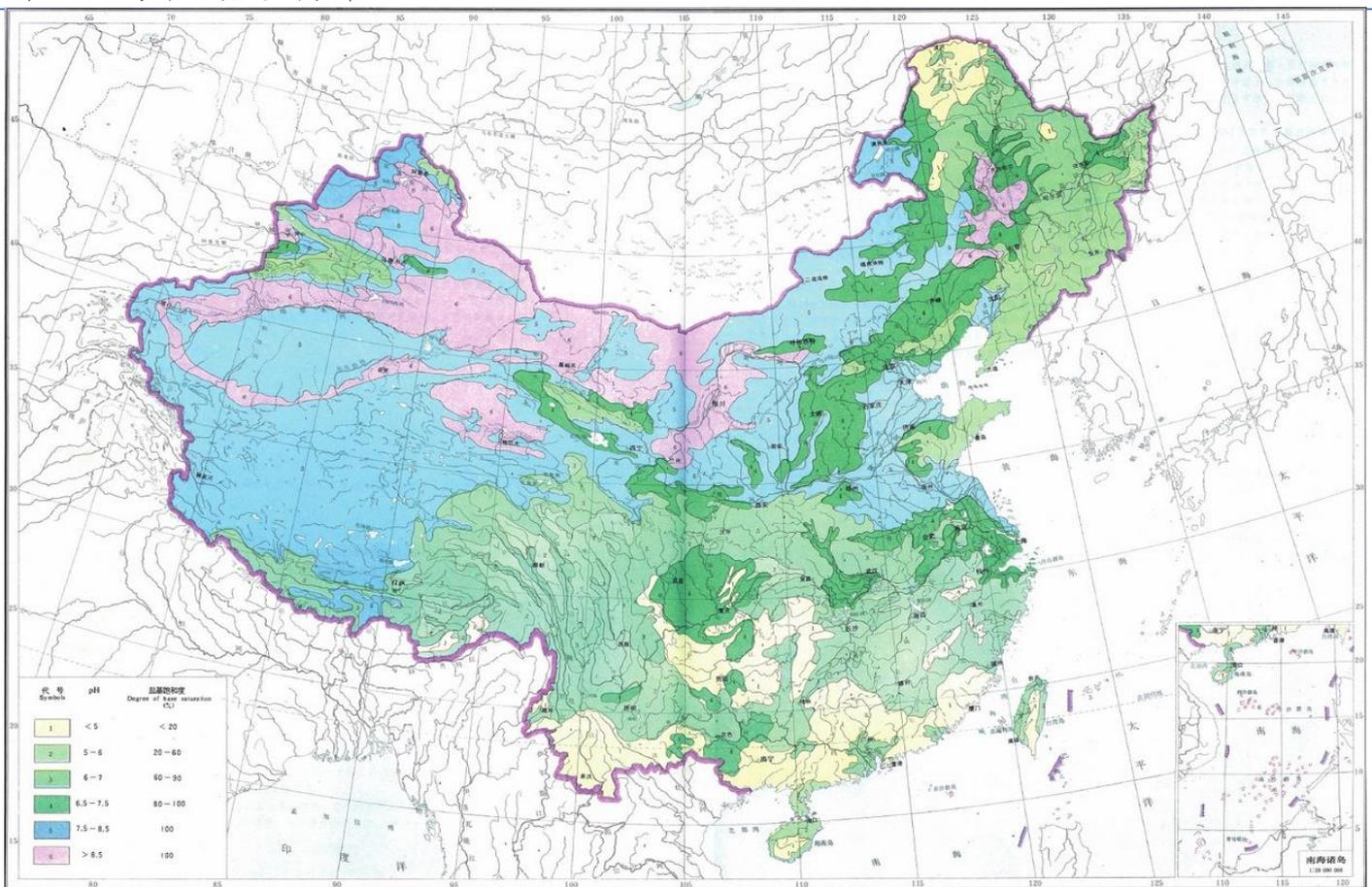
等级	面积 (亿亩)	占比	土地质量
1 等-3 等	4.98	27.3%	基础地力较高，基本不存在障碍因素，良田
4 等-6 等	8.18	44.8%	所处环境基本适宜，存在一定障碍因素，一般田
7 等-10 等	5.10	27.9%	基础地力较差，生产障碍因素突出，短期难以改善，差田

资料来源：关于全国耕地质量等级情况的公报

酸碱性是土壤的一个重要评价标准，直接影响农作物的吸收，一般作物在中性、弱酸性、弱碱性土壤中生长最适宜，过酸过碱都会影响作物的生长，但也有少数仅能在酸性或碱性土壤中生长。在西北和北方地区雨量较少，土壤中保留碳酸钙等盐类较多，土壤多呈碱性。在湿润多雨的南方，土壤中盐类大量被淋失，土壤由中性向酸性发展。其实土壤酸碱度不仅仅受气候条件的影响，也和成土母质的性质有关。例如同在南方，在石灰岩上的土壤由于含方解石较多，多呈碱性或中性，而酸性土壤由于施用有机肥料和石灰，土壤已经接近中性或微碱性了。

我国的酸性土壤主要分布在长江以南的热带及亚热带地区，主要集中在海南、两广地区及浙江等大部分地区，约占全国耕地面积的 21%，土壤面积达到 8 亿亩左右。我国的碱性土壤主要广泛分布于新疆、甘肃、东北及华北的 16 个省区的半干旱、干旱地区，盐碱地面积高达 5 亿多亩，相当于现有耕地的三分之一。整体上来说，在从地理分布上有“南酸北碱”的规律。

图 11：我国土壤酸碱分布



资料来源：中国土壤图集、众成研究

## 4.2. 公司盐碱地治理初见成效，与柬埔寨合作突破迈向海外

全国人大代表、鸿达兴业集团董事长和公司实际控制人周奕丰，亲自带团队 2013 年在广东做土壤污染调研的事情，并在十二届全国人大三次会议会后专门呼吁土壤污染治理迫在眉睫，建议设立”

超级基金“满足土壤修复的巨额资金需求，同时以电石渣无害化处理及农用资源治理酸性土壤作为工业废渣改良土壤的重点。

而且对于土壤改良确认成效后，可根据社会经济发展需要采取不同的方式收回或置换：

- (1) 由国家或者当地政府通过财政补贴等形式收回；
- (2) 给予参与改良的企业同比例的工商业用地指标置换，允许企业或个人合法转让或买卖获得的工商业用地指标；
- (3) 对参与置换的工商业用地指标，在征地时收取每亩 3 万-5 万元的土地指标转让费用，将该笔费用纳入设立土壤改良的专项基金，通过工商业用地反哺农业，协助解决土壤治理的部分资金需求。同时，支持农地适度流转，深入开展农民收入倍增计划，通过土壤改良治理，实现耕地有效运作，粮食安全生产，保障农民收益，共同保护生态环境和资源可持续发展。

表 6：各种修复技术评价参数表

分类方法	技术	成熟型	适合目标污染物	适合土壤类型	治理成本	污染物去除率 (%)	修复时间 (月)
污染源	植物修复	规模应用	普适	无关	低	75	24
	生物通风	中试规模	除挥发和重金属外	除黏土外	低	90	1-12
	生物堆	中试规模	除重金属外	淤质土壤	低	75	1-12
	热处理	中试规模	除重碳水化合物外	除淤质黏土外	中	90	1-12
	土壤淋洗 (原/异位)	中试规模	普适	不确定	中	50	1-12
	化学氧化 (原/异位)	中试规模	普适	不确定	中	50-90	1-12
	电动	规模应用	无机物和重金属	普适	高	50	不确定
	气提	中试规模	挥发性	除黏土、淤质外	低	75-90	6-24
	挖掘	中试规模	普适	普适	低	95	11-3
	暴露途径	帽封	中试规模	除挥发性外	普适	低	75-90
稳定/固化		中试规模	除挥发性和杀虫剂外	普适	中	90	6-12
垂直/水平阻控		中试规模	除挥发性外	普适	中	不确定	24
受体	改变利用方式	中试规模	普适	普适	低	不确定	不确定
	移走受体	中试规模	普适	普适	低	不确定	不确定

资料来源：环境保护部、众成研究

公司土壤修复技术成本低，虽然相比其他技术普适性不足，只对酸碱土壤有效，但是从国内受污面积来看，酸碱污染属于面积最大并且也是市场空间最大，目前技术不是最大问题，最大的问题在于寻找到可行的商业模式进行推广，公司现有模式具备良好的可行性，因此我们期待公司在土壤修复领域异军突起在环保领域占据一席之地。

公司于 13 年 12 月通过全资子公司乌海化工以 2450 万元收购西部环保 100% 股权，进入土壤改良领域，并在 15 年 4 月和 5 月，与内蒙古鄂尔多斯市独贵塔拉镇人民政府以及乌海市海南区陶亥镇签署了《土地流转意向书》，目前共承包土地约 10 万亩，修复酸碱土地，增加农业耕地面积，用于建设高标准农田和耕地指标置换。

我们认为实际控制人早年便有进入土壤修复领域的意愿，在公司电石渣无害化处理变为土壤改良剂技术成熟后便开始积极展开行动，同时一旦公司实际盐碱地治理出现明显效果并且具备大规模推广后，将会主动呼吁政府成立超级基金，并借助资本市场力量展开大型土壤修复项目行动。

**技术：**西部环保主要采用两种方法改良碱性土壤，一是利用电石废渣和盐酸作为原辅材料，经过无害化处理加工成土壤改良剂，并且电石渣又因其强碱性的特点可以通过配比的调整用于修复酸性土壤，目前这种工艺较为成熟；二是用腐植酸综合盐碱地，此为传统工艺。同时公司的土壤改良剂目前

已获得肥料登记认证，有助于加快公司土壤修复产品在国内外市场的推广工作。

**优势：**一是成本低，公司土壤调理剂的主要原料电石渣和盐酸是PVC产业链的副产物品，具备明显成本优势，土壤改良剂毛利率较高；二是土壤治理属于长周期的过程，将盐碱地改造成功达到正常农用耕地的要求至少需要三年，公司示范项目属于行业领先，为公司开展和推广土壤治理工作积累宝贵经验。

另外根据和公司交流情况来看，目前经过西部环保的土壤修复后效果较为明显，虽然不能达到一般田的标准，但是治理后的土地可以种植农作物且能看到作物正常生长，在内蒙古地区承包的土地治理后能够种植水稻（图片如下），土壤治理效果明显，经公司统计和方差分析，其增产效果显著，如当季水稻增产8%~10%等。

图 12：公司土壤治理前后种植水稻



资料来源：鸿达兴业、众成研究

**盈利模式：**公司目前主要是通过PPP模式进行土壤修复的推广，盈利来源大概三种模式。

一是，通过土壤治理增加可耕地面积，增加地方政府农用耕地指标，从获得地方政府“占补平衡”补贴（目前各地补贴标准不一，整体上水田比旱田补贴要高，低者至少1000元/亩，高者可达到5000元/亩以上，考虑到大部分盐碱地以及酸性土壤地区周边地价较为便宜，1000元/亩较宜），该收入目前是土壤修复业务的主要盈利模式；

二是，通过销售土壤改良剂，目前公司拥有土壤改良剂 120 万吨，平均售价 3000 元，每亩土地年需调理剂 0.1 吨，公司产能可以修复 1200 万亩土地；

三是，若土壤修复成功可将土地租赁农户种地获取租金收入或者直接进行土地流转获取收益，目前公司正在与部分有意向的农业公司进行接触。

我国盐碱地和酸性土壤面积大概 13.2 亿亩，可耕地面积红线 18 亿亩，假设转化一亿亩，占补平衡补贴 1000 亿元，土壤改良剂大概需要 1000 万吨，市场空间 300 亿元左右。

公司现有大约 120 万吨土壤改良剂产能，同时每生产一吨 PVC 大概会产生 3 吨左右的电石渣，公司 60 万吨 PVC 大致会产生电石渣 180 万吨，同时早年生产的大量电石渣有专门存储起来，因此短期内若是土壤改良剂进行扩产自身基本能满足，若是未来继续扩大可以通过外购其他 PVC 厂家电石渣用于生产。

近期子公司西部环保与柬埔寨毅信集团 (NGY) 签署合作意向，双方拟结合西部环保在土壤改良剂领域的技术优势和 NGY 公司的农业管理经验，建立土壤改良等领域的合作，未来 NGY 公司将确保每年采购不少于 10 万吨土壤改良剂，预计年均带来营收 3 亿元左右，东南亚地区土壤整体偏酸性，部分地区达到 PH 值达到 4-5，必须进行治理才能进行农作物种植，对于整个东南亚农业作为重要基石的地区，土壤改良的需求市场广阔，未来东南亚土壤治理可能出现超预期事件。

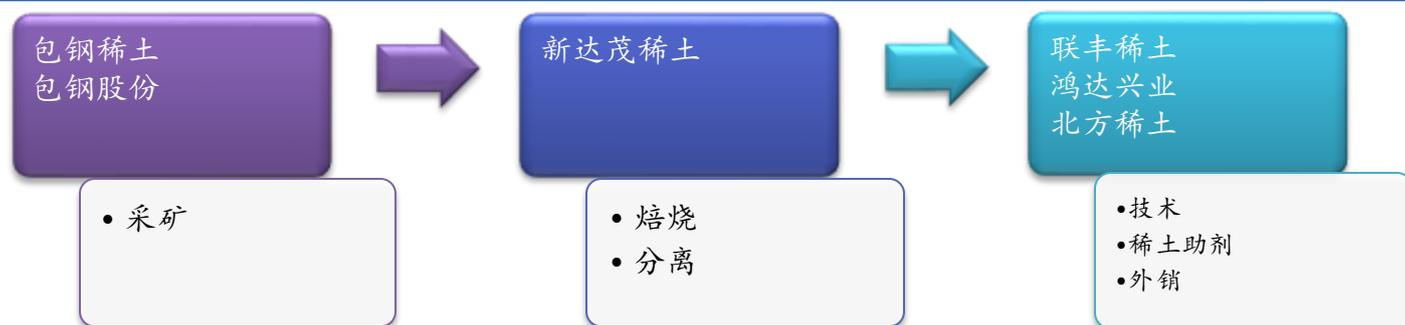
## 5. 稀土新材料

**联丰稀土研究院：**公司于 2013 年 12 月由全资子公司和包头稀土研究院合资设立内蒙古联丰化工稀土研究院，开发稀土抗氧化剂、稀土热稳定剂、稀土改性材料等产品，以用于塑料化工产品性能的改善，公司拥有其 70% 权益。

**战略合作、新达茂稀土：**2014 年公司与包头市签署关于稀土深加工战略合作协议，同时与包钢股份、包钢稀土等公司签署了战略合作协议。15 年 4 月以 5000 万元受让达茂稀土和其经营资产成立新达茂稀土，公司拥有 80% 股权，北方稀土受让新达茂稀土 20% 股权。

**投建“稀土深加工及应用产业链”项目：**通过新达茂稀土在包钢股份巴润矿区投资设立新选矿厂，包钢股份承诺每年向公司提供约 20 万吨左右铁矿石，供公司开展铁精矿选矿业务。此外，包钢稀土承诺每年向新达茂稀土提供 2 万吨稀土精矿，新达茂稀土生产出来的镧、铈等稀土原料，供公司深加工项目使用，其他稀土原料以市场价格销售给包钢稀土。

图 13：公司稀土产业链



资料来源：公司公告、众成研究

包头稀土研究院于 14 年成功研发出 PVC 稀土热稳定剂，并建成 5000 吨中试生产线，经过客户使用后效果良好，能够实现进口替代，公司已向中科院和包办研究院购买专利技术用于各类稀土新材料的产业化。

新达茂稀土拥有全国最大的碳酸稀土及单一氧化稀土分离生产线，目前拥有原矿采选产能 15000 吨，碳酸稀土冶炼产能 30000 吨，稀土氧化物分离产能 4000 吨，并且是全国少数几家拥有从原矿采选、焙烧冶炼到稀土氧化物分离的全产业链企业，其 15 年上半年产生净利润 1247.66 万元。由于其业绩上半年并表 5 月底和 6 月，预计全年新达茂稀土可产生净利润在 1 个亿左右。

## 6. 盈利预测与估值

公司现拥有 PVC 产业一体化链条，在成本、流通以及销售各领域具备核心竞争优势，将充分受益于 PVC 行业的小产能退出带来的整体景气度提升，下游领域深度开发，以新达茂稀土为核心的稀土新材料平台生产各类 PVC 相关改良产品，目前开始贡献收益；以西部环保为核心的环保平台利用公司副产物电石渣开展土壤修复，修复初见成效，获得海外市场的关注；以塑交所为核心的供应链金融平台，一方面为公司 PVC 等产品销售提供保障，另一方面其自身来源与交易、仓储物流以及金融服务的收益有业绩承诺暴涨，旗下万商台从早期单一的化工批发向综合集商品批发和零售于一体的综合性电商平台转型，其 B2B 和跨境电商有望成为新的突破点。

在不考虑塑交所和新达茂稀土稀土冶炼、分离业务的情况下，在公司产能 100% 利用之下，我们对于公司各项产品可供销量和大致市场价格以及可产生收入进行预测，推算可产生收入接近 60 亿元。

表 7：销量、价格预测表

产品	PVC	电石	烧碱及纯碱	土壤调理剂	PVC 片材	电石渣水泥	稀土助剂	脱硫粉
销量 (万吨)	60	25	60	10	6	120	10	50
价格 (元/吨)	5200	2300	1000	3000	9000	250	3000	200
收入 (万元)	312000	57500	60000	30000	54000	30000	30000	10000

资料来源：公司公告、WIND、众成研究

我们假设塑交所 16 年并表、同时中谷矿业未来 16 年达产 80%，之后满产，其余各项产品产能利用逐步提升，西部环保（暂不考虑占补平衡等收入）土壤改良剂产品销售 15-17 年分别销售 5 万吨、10 万吨和 15 万吨，我们预计公司 15-17 年营业收入分别为 40.95 亿元、59.21 亿元和 69.85 亿元，归属于母公司股东净利润分别为 5.23 亿元、7.70 亿元和 9.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.54 元、0.79 元和 0.96 元，考虑到公司稀土新材料、土壤修复和供应链金融等新业务前景，给予“买入”评级。

表 8：公司各项业务可对比公司（2015.12.16）

行业	公司	代码	流通市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
					2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
PVC	金发科技	600143.SH	210.94	8.20	0.36	0.46	0.57	22.90	17.78	14.30
	中泰化学	002092.SZ	140.14	9.66	(0.03)	0.23	0.37	(328.6)	41.18	26.02
稀土	厦门钨业	600549.SH	205.28	19.16	0.34	0.43	0.61	55.55	45.00	31.58
	北方稀土	600111.SH	508.99	14.20	0.13	0.13	0.12	108.98	110.5	114.6
	五矿稀土	000831.SZ	200.79	21.22	0.02	0.08	0.19	1369.03	275.9	109.6
土壤修复	高能环境	603588.SH	128.08	78.72	1.01	1.53	2.18	78.03	51.46	36.04
	永清环保	300187.SZ	93.76	45.94	0.44	0.73	1.11	105.01	63.10	41.54
供应链金融	瑞茂通	600180.SH	261.47	24.80	0.51	0.67	1.00	48.27	37.04	24.70
	欧浦智网	002711.SZ	118.64	38.04	0.52	0.92	1.01	72.72	41.50	37.59
	保税科技	600794.SH	84.24	6.89	0.09	0.11	0.12	73.30	62.52	58.89
	怡亚通	002183.SZ	429.25	41.89	0.53	0.92	1.46	78.79	45.65	28.66
	鸿达兴业	002002.SZ	247.00	25.62	0.54	0.79	0.96	47.44	32.43	26.69

数据来源：WIND、众成研究

## 7. 风险提示

- 1) PVC 行业竞争加剧导致毛利下滑；
- 2) 土壤修复推广及应用不及预期；
- 3) 塑交所收购无法完成或收益达不到承诺目标。

财务预测

单位：百万元

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3320.01	4095.15	5921.00	6985.00
减：营业成本	2528.37	2923.94	4351.94	5200.33
营业税金及附加	18.42	22.72	32.85	38.75
营业费用	75.54	93.17	134.71	158.92
管理费用	127.17	156.86	226.80	267.56
财务费用	143.66	201.30	148.46	77.75
资产减值损失	15.55	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	412.02	697.16	1026.24	1241.69
加：其他非经营损益	16.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	428.94	697.16	1026.24	1241.69
减：所得税	82.00	174.29	256.56	310.42
净利润	346.94	522.87	769.68	931.27
减：少数股东损益	(0.11)	(0.17)	(0.25)	(0.31)
归属母公司股东净利润	347.05	523.05	769.93	931.58
现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	(83.53)	(1648.31)	4608.54	4500.33
投资性现金净流量	(481.36)	(0.13)	0.00	0.00
筹资性现金净流量	987.98	618.72	(2502.24)	(2500.00)
现金流量净额	423.06	(1029.72)	2106.30	2000.33
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EBIT	557.31	898.46	1174.70	1319.44
EBITDA	726.74	1664.94	1941.19	2059.57
EPS (元)	0.36	0.54	0.79	0.96
PE (倍)	71.17	47.44	32.43	26.69
PB (倍)	8.96	7.57	6.15	5.02

资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	34.71	3.30	6.50	150.94
应收和预付 款项	62.89	63.46	190.52	136.57
存货	52.29	19.57	134.72	61.84
其他流动资产	0.44	0.44	0.44	0.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和 在建工程	165.12	419.35	399.59	352.42
无形资产和 开发支出	33.82	30.14	26.46	22.78
其他非流动 资产	0.69	0.34	0.00	0.00
资产总计	349.96	536.61	758.22	724.99
短期借款	58.00	160.04	185.14	0.00
应付和预收 款项	28.61	36.50	102.64	74.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.41	0.00	(0.00)	0.00
负债合计	87.02	196.53	287.78	74.60
股本	59.80	59.80	59.80	59.80
资本公积	43.99	43.99	43.99	43.99
留存收益	158.36	235.65	366.25	546.54
归属母公司 股东权益	262.16	339.44	470.04	650.33
少数股东权 益	0.78	0.64	0.39	0.06
股东权益合 计	262.94	340.08	470.44	650.39
负债和股东 权益合计	349.96	536.61	758.22	724.99

数据来源：WIND、众成研究

## 免责条款

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

## 分析师声明:

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,本报告清晰准确地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,特此声明。

## 投资评级和相关定义:

报告发布日后的12个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。公司投资评级的量化标准:

买入:相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持:相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性:相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

减持:相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级:由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级等相关信息。

暂停评级:根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

## 免责声明:

本报告由众成证券有限责任公司(以下简称“本公司”)制作及发布,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。

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。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;若征得本公司同意进行引用、刊发或转载,需注明出处为“众成证券有限责任公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。