东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩超预期，氯碱产业链一体化优势明显

——鸿达兴业（002002）事件点评

2017 年 02 月 28 日

强烈推荐/首次

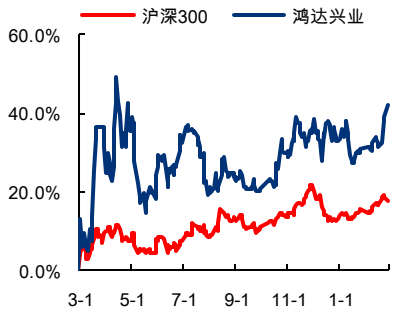
鸿达兴业 | 事件点评

刘宇卓
010-66554030 liuyuzhuo@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480516110002
杨若木
010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480510120014

交易数据

52 周股价区间（元）	7.83-13.7
总市值（亿元）	189.54
流通市值（亿元）	162.46
总股本/流通 A 股(万股)	242068/207486
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.91

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

事件：

公司发布 2016 年业绩快报：全年实现营业收入 54.90 亿元，YoY+34.35%，归属净利润 8.54 亿元，YoY+52.70%，略超业绩预告区间 7.5~8.5 亿元的上限，合 EPS 0.35 元。

主要观点：

1. 氯碱产品产能翻倍，产品涨价贡献增量

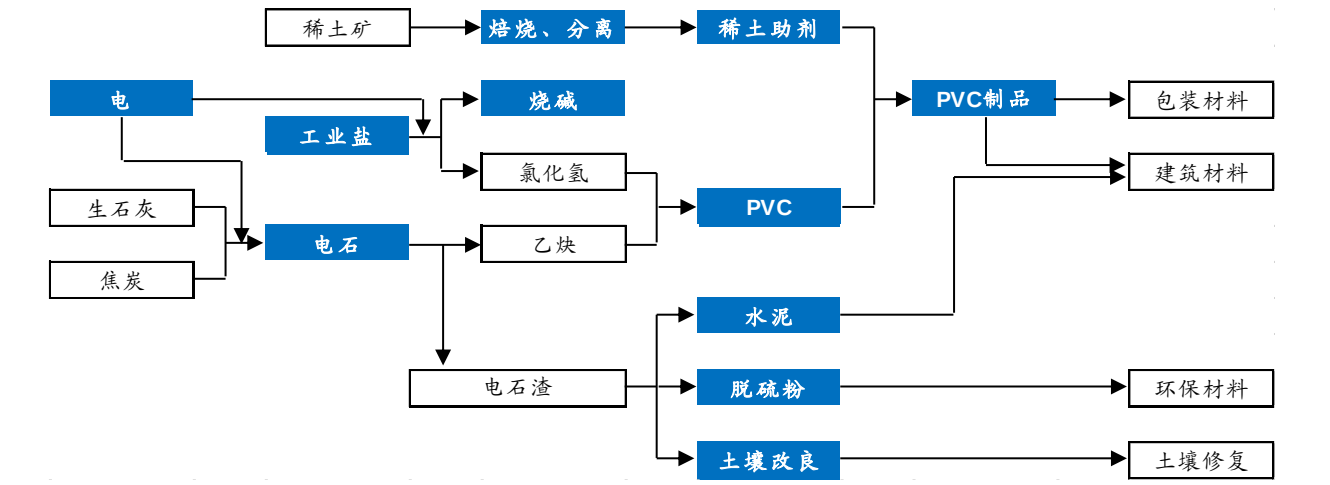
PVC/烧碱产能翻倍。子公司乌海化工拥有 PVC、烧碱产能 30 万吨，中谷矿业 30 万吨 PVC/烧碱综合利用项目于 2016 年 6 月末转固投产，使公司氯碱产品产能翻倍。预计 2017 年中谷矿业产能进一步释放，氯碱产品产量有望提升 30%以上。

电石在满足自给之余，仍有新建计划。按照 1 吨 PVC 消耗 1.4 吨电石计算，公司 60 万吨 PVC 对电石的需求量约 84 万吨。公司目前拥有电石产能 87 万吨，可满足自给需求。乌海化工尚有 25 万吨电石新建项目，未来投产后将在保障自供的同时对外销售。

氯碱产品 2016 年下半年涨价，推动公司业绩超预期。

- PVC 产品自 2016 年 6 月末的 5000 元/吨左右一路飙升 40%至 2016 年 12 月中旬的高位 7000 元/吨左右，目前回落至 6500 元/吨左右。
- 烧碱产品自 2016 年 8 月中旬的 570 元/吨上涨 64%至 2016 年 11 月底的 935 元/吨，目前基本维持在 945 元/吨。

图 1：公司氯碱产业链具上下游一体化优势



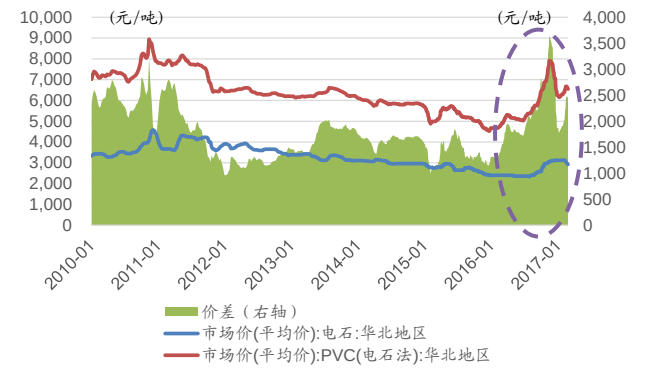
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1：公司化工产品产能情况

单位：万吨	乌海化工	中谷矿业	广宇化工	合计
PVC	30	30（2016 年 6 月末投产）		60
烧碱	30	30（2016 年 6 月末投产）		60
电石	25+25（在建）	50	12	112

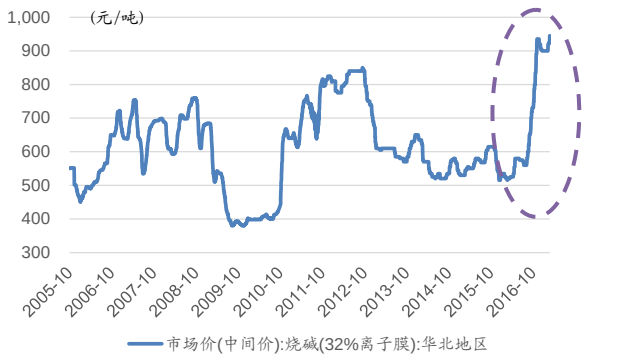
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：PVC、电石历史价格及价差



资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

图 3：烧碱历史价格



资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

2、土壤调理剂国内外推广良好，销量有望翻倍

子公司西部环保自主研发的土壤调理剂，可用于治理酸性土壤、碱性以及盐碱退化土壤，为农作物补充钙镁硅等中微量元素。公司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（先将电石渣制成粉末，再添加硅、镁等促进植物生长的原料），加工成土壤改良剂，通过钙离子置

换盐碱地里的钠离子进行土壤修复，这种工艺目前较为成熟。此外，电石渣又因其强碱性的特点，可以用于修复酸性土壤。二是用腐植酸（主要原料是盐酸+煤）中和盐碱地，这种工艺较为传统。

土壤修复示范基地可带动的市场空间巨大。西部环保的土壤修复示范基地所处的河套平原是西北地区重要的农业耕种区域，拥有 960 万亩耕地，其中 40%存在不同程度的盐碱退化问题，因盐碱退化不能种植的耕地达到 200 万亩以上。据不完全统计，西部环保土壤修复示范基地邻近的西北、华北和东北的盐碱退化耕地面积超过 2 亿亩。

通过土地流转模式促进土壤调理剂推广。公司自 2015 年初开始流转土地进行土壤改良，小范围的改良和试种工作取得了良好成效，截至 2016 年 12 月末，西部环保已签署土地流转协议的土地面积合计约 7.07 万亩，已签署农村土地承包经营权流转（租赁）意向协议的土地面积合计约 13.57 万亩。

2016 年，西部环保在鄂尔多斯市杭锦旗独贵塔拉镇和乌海市海南区巴音陶亥镇针对已实施第一阶段改良的 3.83 万亩土地开展试种，种植的作物主要包括小麦、玉米、水稻、葵花等。根据西部环保的经营规划，改良阶段和改良初期 1-2 年内作为土壤改良示范基地，由西部环保负责开展试验种植，土壤质量相对稳定后主要采用转租的模式给专业化农业种植公司和种植农户进行种植经营。

土壤调理剂销量翻倍增长。公司 2014 年土壤调理剂产量/销量分别为 0.27 万吨/0.25 万吨，2015 年产量/销量分别为 6.47 万吨/4.24 万吨，2016 年前三季度销量为 7.69 万吨，预计全年销量超过 10 万吨。

土壤调理剂计划建设国内网点 30 个，目前已建成 17 个。西部环保在前期土壤调理剂营销推广的基础上开展了营销网点的建设，并同步开展了产品试用、产品订货推广会、经销商开发等营销推广活动。目前营销网点已建成 17 个，

土壤调理剂海外拓展取得突破。公司在柬埔寨、越南、美国等海外市场同步进行土壤调理剂的推广，目前已在越南市场实现销售。

图 4：公司土壤修复业务盈利模式

商业模式		销量/土地面积	销售单价/流转单价/自营收益	收入（万元）	占收入比例
土壤调理剂的生产和销售		80 万吨	2,500 元/吨	200,000.00	95.88%
土壤修复示范基地[注]	修复改良后土地流转（转包）	12 万亩	450 元/亩	5,400.00	2.59%
	修复改良后土地流转（自营）	2 万亩	600 元/亩	1,200.00	0.58%
土壤修复技术咨询服务		-	-	2,000.00	0.96%
合计		-	-	**208,600.00**	**100.00%**

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：公司土壤调理剂预期销售情况

项目	运营期（年）				
	T2	T3	T4	T5	T5 以后
生产负荷	15%	30%	80%	100%	100%
土壤调理剂收入（万元）	30,000.00	60,000.00	160,000.00	200,000.00	200,000.00
销量（万吨/年）	12.00	24.00	64.00	80.00	80.00

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：公司土壤调理剂网店建设情况

序号	所在省份	营销网点地址	业务覆盖区域	房屋租赁情况
1	新疆	乌苏市乌伊公路东疾病预防控制中心西侧	塔城地区	已签约
2	新疆	乌鲁木齐喀什西路	乌市周边区域	准备签约
3	新疆	伊宁县阿克苏路	伊利州	准备签约
4	云南	嵩明县城东街	嵩明县、曲靖市、会东县、会泽县等云南北部地区	已签约
5	云南	玉溪市澄江县	玉溪市	已签约
6	云南	云南省昆明市官渡区	昆明市	已签约
7	广东	清远市人民二路	清远市郊、清新县	已签约
8	广东	阳山县阳城镇大塘路	阳山县	已签约
9	广东	英德市黄龙镇大久岩村	英德市	已签约
10	广东	增城三江南区富民一街	增城区、博罗县、黄埔区	已签约
11	广东	江门鹤山市沙坪镇人民西路	江门市、肇庆市	准备签约
12	广东	阳江市东风三路	阳江市	准备签约
13	广东	惠州市龙门县龙城街道	龙门县、新丰县	已签约
14	广东	梅州市环市北路	梅州市	已签约
15	海南	海口市海榆中线金鹿工业园	海口市、文昌市、琼海市、定安县、临高县等东北区域	已签约
16	海南	三亚市海棠区林新村	三亚市、陵水县、乐东县白沙县等南部区域、	已签约
17	广西	玉林市一环北路	玉林市	已签约
18	广西	博白县水鸣镇龙利村	博白县、廉江市	已签约
19	广西	陆川县温泉中路	陆川县	已签约
20	广西	百色西林县外滩路	西林县、广南县、隆林县、等百色市行政区域	已签约
21	广西	贺州市光明社区八达西路	贺州市	准备签约
22	广西	柳江县成团镇白露村	柳州市	已签约
23	广西	桂林荔浦县青山镇松林村	桂林市	准备签约
24	广西	梧州市龙圩镇龙城西路	梧州市	准备签约
25	内蒙古	包头市九原区哈林胡同镇	九原区、乌拉特前、中旗	准备签约
26	内蒙古	包头市东河区沙尔沁镇	东河区、呼和浩特市	准备签约
27	青海	西宁市宁城东昆仑东路	西宁市、海东市	准备签约
28	山东	济南市新泺大街	济南市、泰安市	准备签约
29	江苏	常州市新北区大丁家村	常州、江阴、无锡市	准备签约
30	甘肃	武威市民勤县民勤北路	武威市	准备签约

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3、广东塑交所提升产业链协同效益

广东塑交所是我国最大的塑料现货电子交易中心，形成了电子商务、综合物流、供应链金融等互相融合促进的业务模式。公司于 2016 年 1 月完成对广东塑交所的收购，使产业链协同效益进一步发挥。交易对方承诺塑交所 2016~2018 年扣非净利润分别不低于 1 亿元、1.5 亿元、2 亿元。

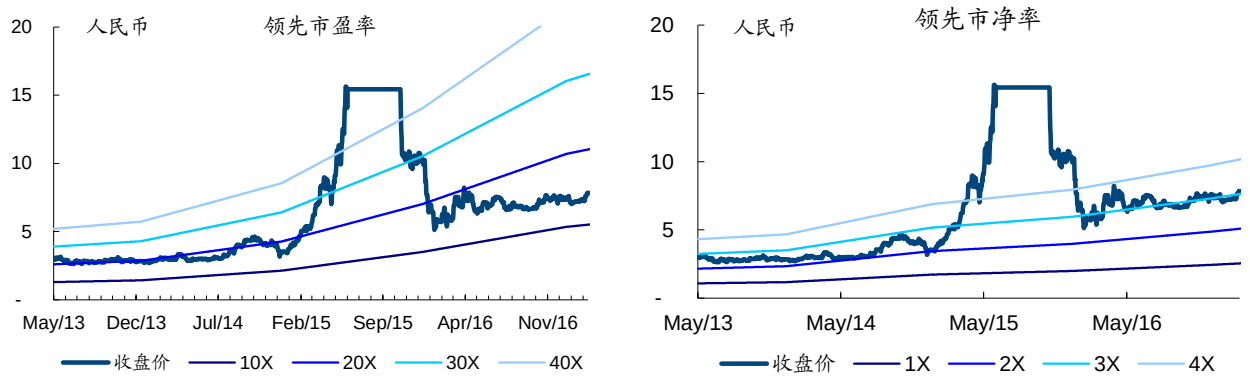
结论：

暂不考虑增发影响，我们预计 2016~2018 年净利润分别为 8.53 亿元、12.91 亿元、15.47 亿元，EPS 分别为 0.35 元、0.53 元、0.64 元。目前股价对应 P/E 分别为 22 倍、15 倍、12 倍。**首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**

风险提示：

产品价格下滑、新业务开拓不及预期。

图 7：P/E 和 P/B 区间



资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2466	3264	4430	6769	8501
货币资金	1210	1260	1559	2791	4097
应收账款	461	837	1206	1681	1874
其他应收款	43	95	360	497	544
预付款项	304	251	136	190	212
存货	276	387	556	768	841
其他流动资产	172	435	612	841	933
非流动资产合计	7283	8367	8693	9000	9087
长期股权投资	288	306	306	306	306
固定资产	3649	3909	4143	4367	4572
无形资产	155	274	265	256	248
其他非流动资产	3192	3878	3980	4070	3962
资产总计	9749	11631	13123	15769	17588
流动负债合计	4704	5343	6203	7728	8258
短期借款	1534	2201	2201	2201	2201
应付账款	986	966	1388	1917	2097
预收款项	127	289	417	581	647
一年内到期的非	494	351	0	0	0
非流动负债合计	2199	2068	2068	2068	2068
长期借款	1920	1950	1950	1950	1950
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	6916	7438	8271	9796	10327
少数股东权益	3	39	39	39	39
实收资本（或股	862	972	2421	2421	2421
资本公积	1175	2060	2060	2060	2060
未分配利润	793	1122	332	1452	2741
归属母公司股东	2830	4154	4813	5933	7222
负债和所有者权	9749	11631	13123	15769	17588

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-99	332	1581	2097	2050
净利润	347	519	853	1291	1547
折旧摊销	163	205	224	243	263
财务费用	144	180	158	145	135
应收账款减少	-18	781	867	1107	426
预收帐款增加	1332	113	1213	1525	530
投资活动现金流	-481	-163	-577	-550	-350
公允价值变动收	0	0	0	0	0
长期股权投资减	-478	-105	-550	-550	-350
投资收益	1	18	0	0	0
筹资活动现金流	988	-82	-705	-315	-394
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	1189	555	-351	0	0
普通股增加	54	965	0	0	0
资本公积增加	-238	885	0	0	0
现金净增加额	408	87	299	1232	1306

利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3320	3810	5490	7655	8532
营业成本	2547	2671	3839	5303	5803
营业税金及附加	18	28	41	57	63
营业费用	76	117	173	241	269
管理费用	127	176	269	375	418
财务费用	144	180	158	145	135
资产减值损失	16	30	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	18	0	0	0
营业利润	412	653	1051	1591	1907
营业外收入	19	18	0	0	0
营业外支出	2	5	0	0	0
利润总额	429	665	1051	1591	1907
所得税	82	125	198	300	360
净利润	347	540	853	1291	1547
少数股东损益	0	-21	0	0	0
归属母公司净利润	347	519	853	1291	1547
EBITDA	573	825	1209	1736	2042
EPS（元）	0.14	0.21	0.35	0.53	0.64

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长	37.39%	14.76%	44.10%	39.44%	11.46%
营业利润增长	21.74%	58.40%	61.08%	51.34%	19.85%
归属于母公司净利润	17.39%	49.57%	64.34%	51.34%	19.85%
获利能力					
毛利率(%)	23.29%	29.89%	30.07%	30.73%	31.99%
净利率(%)	10.45%	14.17%	15.54%	16.87%	18.14%
总资产净利润（%）	3.56%	4.46%	6.50%	8.19%	8.80%
ROE(%)	12.26%	12.99%	17.73%	21.76%	21.42%
偿债能力					
资产负债率(%)	71%	64%	63%	62%	59%
流动比率	0.52	0.61	0.71	0.88	1.03
速动比率	0.47	0.54	0.62	0.78	0.93
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.49	0.64	0.87	0.94
应收账款周转率	9.46	5.87	5.38	5.30	4.80
应付账款周转率	3.40	3.24	3.32	3.81	3.96
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.21	0.35	0.53	0.64
每股净现金流(最新	0.17	0.04	0.12	0.51	0.54
每股净资产(最新摊	1.17	1.72	1.99	2.45	2.98
估值比率					
P/E	54.61	36.51	22.22	14.68	12.25
P/B	6.70	4.56	3.94	3.19	2.62
EV/EBITDA	12.91	10.54	15.03	10.26	8.25

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。