东兴证券
DONGXING SECURITIES

氯碱传统业务积极扩张，环保材料新业务开始放量

——鸿达兴业（002002）财报点评

2017 年 04 月 25 日

强烈推荐/维持

鸿达兴业 | 财报点评

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

事件：

鸿达兴业发布 2016 年年报：实现营业收入 61.58 亿元，YoY+50.68%（调整后），归母净利润 8.18 亿元，YoY+46.28%（调整后），EPS 0.34 元，扣非后归母净利润 7.99 亿元，YoY+57.88%（调整后）。其中，第 4 季度单季实现营业收入 25.63 亿元，YoY+116.53%，归母净利润 2.96 亿元，YoY+46.30%，主因 4 季度氯碱产品涨价所致。公司拟每 10 股派息 1 元。

公司预计 2017 年 1 季度归母净利润区间为 3~3.5 亿元，YoY+177~223%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	930.01	972.97	1183.71	1281.49	955.30	1357.92	2563.04
增长率（%）	36.71%	4.08%	4.08%	77.17%	2.72%	39.56%	116.53%
毛利率（%）	33.12%	22.84%	38.47%	19.26%	41.84%	35.19%	30.02%
期间费用率（%）	15.56%	6.47%	16.01%	8.31%	17.22%	12.87%	13.33%
营业利润率（%）	14.33%	16.10%	22.23%	10.04%	21.62%	21.96%	14.83%
净利润（百万元）	122.88	113.20	202.41	108.41	167.62	245.63	296.13
增长率（%）	97.77%	-14.51%	122.74%	34.52%	36.41%	116.99%	46.30%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.05	0.08	0.04	0.07	0.10	0.12
资产负债率（%）	73.90%	65.74%	63.95%	70.77%	71.39%	69.96%	69.64%
净资产收益率（%）	4.28%	2.84%	4.87%	3.08%	4.87%	6.64%	7.75%
总资产收益率（%）	1.11%	0.97%	1.74%	0.89%	1.38%	1.97%	2.32%

观点：

氯碱产品价量齐升，土壤调理剂销量翻两翻，塑交所业务稳步增长。（1）PVC 产品销量 62.50 万吨，YoY+78%，实现收入 29.84 亿元，YoY+86%；烧碱产品销量 45.69 万吨，YoY+128%，实现收入 7.19 亿元，YoY+112%，主因中谷矿业 30 万吨 PVC/烧碱产能于 2016 年 6 月末投产。氯碱产品 2016 年下半年起涨价， PVC、电石、烧碱 2016 年市场均价分别同比增长 10%、-1%、11%至 5776 元/吨、2582 元/吨、1925 元/吨。（2）

土壤调理剂推广良好，销量达到 13.22 万吨，YoY+212%，收入 3.38 亿元，YoY+172%。（3）塑交所实现收入 5.72 亿元，净利润 1.35 亿元，扣非净利润 1.11 亿元，超出业绩承诺的 1 亿元。

氯碱产品产能持续提升。（1）PVC/烧碱产能翻倍。子公司乌海化工拥有 PVC、烧碱产能 30 万吨，目前在建年产 10 万吨稀土改性专用树脂项目；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。（2）**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。

土壤调理剂国内外推广良好，探索 PPP 项目模式，销量有望继续翻倍。西部环保目前已在广东、内蒙、广西、海南、新疆等国内省区和东南亚（柬埔寨、印尼、越南）、美国等国际市场销售土壤改良产品，在全国重点农业地区建设了约 20 个营销网点，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，有效推动土壤调理剂的销售、提供土壤修复技术服务以及开展土壤修复合作。公司于 2017 年 2 月与通辽市政府签订 100 万亩盐碱地土壤改良合作协议，探索土壤改良 PPP 模式在土地流转过程中的应用。我们预计 2017 年公司土壤调理剂销量有望达到 20~30 万吨。

大力发展 PVC 生态屋和环保建材，拓宽 PVC 下游应用。公司稳步推进 PVC 生态屋及环保材料项目的建设，大力发展 PVC 生态屋、装配式建筑，助力新型城镇化建设和棚户区、旅游景区、汽车营宿地、农家乐、家庭菜园的改造，通过国内外展会、网络销售等营销方式，积极抢占国内外市场，开发新型 PVC 应用，做大做强 PVC 制品业务板块。

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。塑交所 2015~2016 年业绩承诺已完成，2017~2018 年业绩承诺为扣非净利润分别不低于 1.5 亿元、2 亿元。

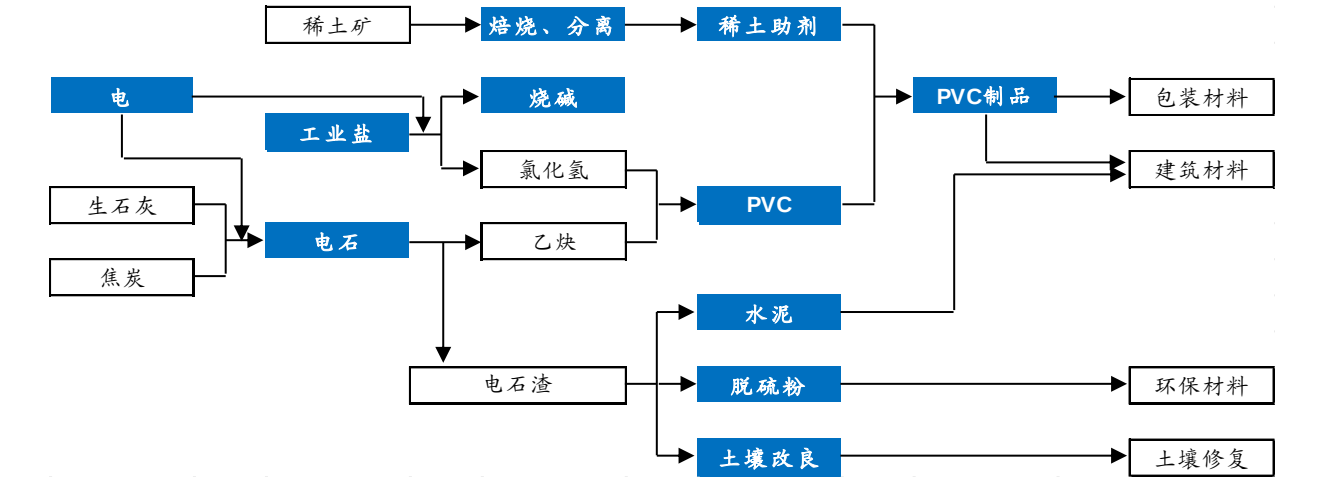
结论：

我们预计2017~2019年净利润分别为12.77亿元、15.54亿元、19.05亿元，暂不考虑增发摊薄影响，EPS分别为0.53元、0.64元、0.79元。目前股价对应P/E分别为16倍、13倍、10倍。维持“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 1：公司氯碱产业链具上下游一体化优势



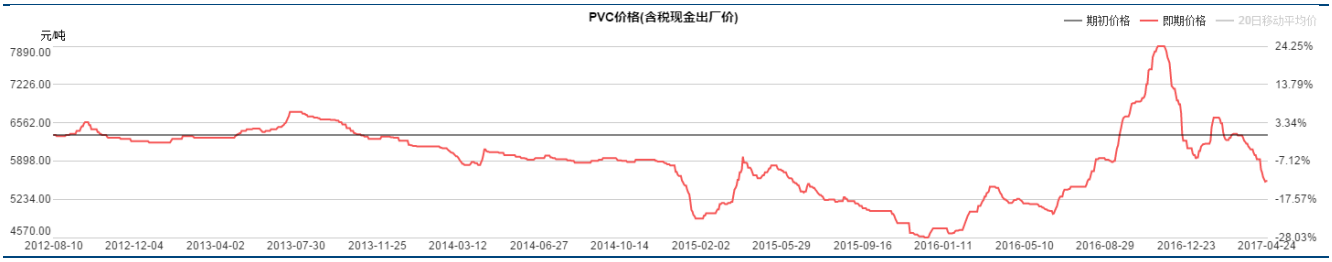
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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+10（在建）	30（2016 年 6 月末投产）		70
烧碱	30	30（2016 年 6 月末投产）		60
电石	25+25（在建）	50	12	112

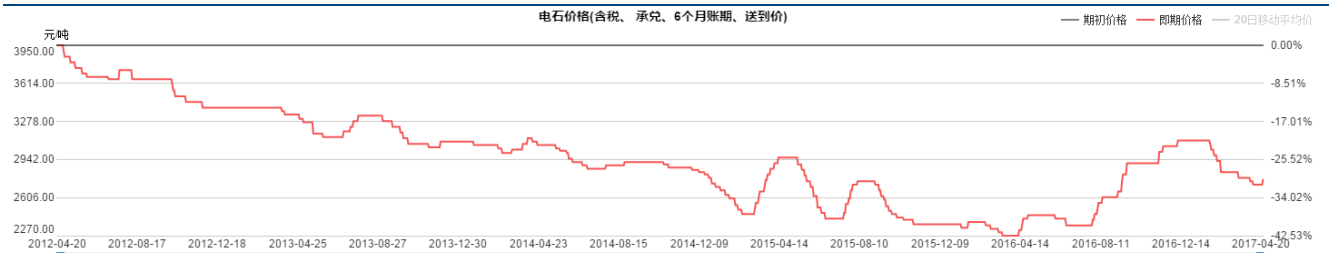
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：PVC 产品价格



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 3：电石产品价格

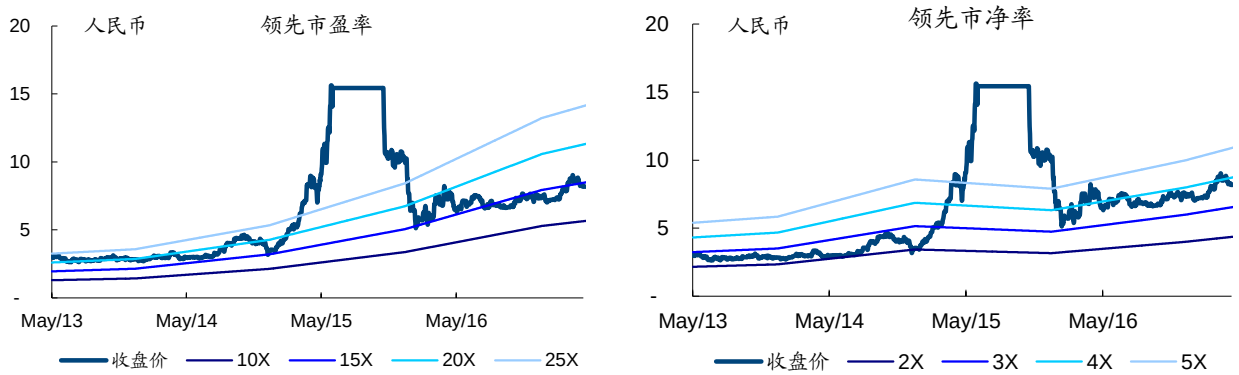


资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 4：烧碱产品价格

资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 5：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		利润表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	3264	3930	4606	6457	8685	**营业收入**	3810	6158	7174	8049	9108
货币资金	1260	1188	1481	2981	4792	**营业成本**	2671	4313	4771	5257	5810
应收账款	837	1177	1372	1539	1741	营业税金及附加	28	49	57	64	72
其他应收款	95	321	568	625	691	营业费用	117	238	251	282	319
预付款项	251	513	374	419	475	管理费用	176	266	287	322	364
存货	387	525	581	640	707	财务费用	180	283	249	222	207
其他流动资产	435	205	231	253	280	资产减值损失	30	39	0	0	0
非流动资产合计	8367	8808	8916	8793	8650	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	306	301	301	301	301	投资净收益	18	-5	0	0	0
固定资产	3909	7374	7779	7792	7666	**营业利润**	653	1014	1617	1966	2408
无形资产	274	273	263	254	245	营业外收入	18	25	0	0	0
其他非流动资产	3878	860	572	446	438	营业外支出	5	2	2	2	2
资产总计	11631	12738	13522	15250	17336	**利润总额**	665	1036	1614	1964	2406
流动负债合计	5343	6833	6601	7024	7508	所得税	125	213	331	403	494
短期借款	2201	2456	2456	2456	2456	**净利润**	540	823	1283	1561	1912
应付账款	966	891	985	1085	1199	少数股东损益	-21	-6	-6	-7	-8
预收款项	289	278	324	363	411	归属母公司净利润	519	818	1277	1554	1905
一年内到期的非流	351	634	0	0	0	EBITDA	825	1314	1857	2179	2605
非流动负债合计	2068	2012	2012	2012	2012	**EPS（元）**	0.21	0.34	0.53	0.64	0.79
长期借款	1950	1590	1590	1590	1590	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	7438	8870	8614	9036	9520	**成长能力**					
少数股东权益	39	45	51	57	65	营业收入增长	14.76%	61.62%	16.50%	12.19%	13.16%
实收资本(或股本)	972	2421	2421	2421	2421	营业利润增长	58.40%	55.30%	59.50%	21.62%	22.48%
资本公积	2060	38	38	38	38	归属于母公司净利润	49.57%	57.55%	56.17%	21.69%	22.55%
未分配利润	1122	1364	2399	3697	5291	**获利能力**					
归属母公司股东权	4154	3823	4858	6156	7750	毛利率(%)	29.89%	29.96%	33.50%	34.69%	36.21%
负债和所有者权	11631	12738	13522	15250	17336	净利率(%)	14.17%	13.37%	17.88%	19.39%	20.99%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	4.46%	6.42%	9.44%	10.19%	10.99%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	12.99%	21.54%	26.41%	25.35%	24.67%
经营活动现金流	332	633	1997	2327	2678	**偿债能力**					
净利润	519	818	1277	1554	1905	资产负债率(%)	64%	70%	64%	59%	55%
折旧摊销	205	331	442	473	493	流动比率	0.61	0.58	0.70	0.92	1.16
财务费用	180	283	249	222	207	速动比率	0.54	0.50	0.61	0.83	1.06
应收账款减少	781	721	382	352	417	**营运能力**					
预收帐款增加	113	950	406	423	484	总资产周转率	0.49	0.72	0.81	0.91	1.04
投资活动现金流	-163	-265	-575	-350	-350	应收账款周转率	5.87	6.11	5.63	5.53	5.55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.10	6.57	6.93	7.05	7.17
长期股权投资减少	-105	-106	-550	-350	-350	**每股指标（元）**					
投资收益	18	-5	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.34	0.53	0.64	0.79
筹资活动现金流	-82	-590	-1128	-478	-518	每股净现金流(最新	0.04	-0.09	0.12	0.62	0.75
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.72	1.58	2.01	2.54	3.20
长期借款增加	555	179	-634	0	0	**估值比率**					
普通股增加	965	12	0	0	0	P/E	38.15	24.21	15.50	12.74	10.40
资本公积增加	885	-2022	0	0	0	P/B	4.77	5.18	4.08	3.22	2.55
现金净增加额	87	-219	293	1500	1811	EV/EBITDA	10.87	14.17	9.73	7.87	6.15

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。