华泰证券 HUATAI SECURITIES

公司研究/首次覆盖

2017年08月22日

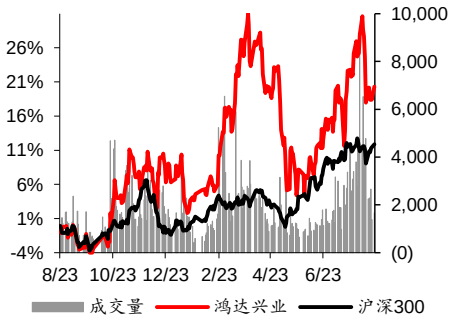
基础化工/塑料 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元)：	8.18
合理价格区间(元)：	9.00-10.00

刘曦 执业证书编号：S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

股价走势图



资料来源：Wind

氯碱业务高景气，土壤修复空间广阔

鸿达兴业(002002)

产业链布局完善的氯碱龙头

鸿达兴业是国内产业链布局完善的氯碱企业，产品涵盖 PVC、烧碱、土壤调理剂等，目前电石/PVC/烧碱产能分别为 112/70/70 万吨；2016 年公司收入为 61.57 亿元（YoY 61.6%），实现净利润 8.18 亿元（YoY 57.5%）；2017H1 公司收入为 30.73 亿元（YoY 37.4%），实现净利润 5.05 亿元（YoY 82.9%）；2017 年 1-9 月预计实现净利润 7-8 亿元，同比增长 34.2%-53.4%。

PVC 业务景气回升，资源优势显著

受益于地产、出口需求回升，及落后产能退出，PVC 价格及盈利自 2016 年下半年以来快速回升，且后续伴随环保压力提升，原料电石供应或持续偏紧，进而对 PVC 价格构成支撑，利好一体化程度较高、环保治理较为规范的龙头企业。公司 PVC 业务具备较为明显的资源和运输优势，有望充分受益。

烧碱业务维持高景气

烧碱生产副产大量的液氯，2016 年以来伴随环保压力提升，耗氯产品生产受限，液氯需求萎缩、外销困难，氯碱企业为避免液氯胀库，只能被动下降开工率，造成烧碱供给的进一步收缩。伴随环保督察的常态化，耗氯产品开工不足，液氯胀库压力或持续存在，结合需求端氧化铝等领域的增长，预计烧碱将维持高盈利，公司具备成本优势，且可以加工为固态产品实现长距离运输。

土壤修复业务前景广阔

公司土壤调理剂以 PVC 生产过程中的副产品电石渣为原料，目前已成功取得农业部颁发的肥料登记证。2017 年 2 月公司与通辽市科尔沁左翼中旗人民政府、广州华南土壤改良基金管理公司签署了《土壤改良 PPP 项目合作协议》，拟对科尔沁左翼中旗的 100 万亩盐碱退化土地通过土地流转方式，进行土壤改良和综合开发，修复后用于农牧业生产，该项目估算总投入 25 亿元，未来有望快速复制发展，前景广阔。

定增募投项目聚焦新兴业务

公司拟定增募集资金不超过 12.15 亿元，用于土壤修复项目、PVC 生态屋及环保材料项目，及偿还银行贷款，预计将于近期完成发行。上述项目聚焦 PVC 产业链延伸的新兴业务，盈利前景良好。

首次覆盖，给予“增持”评级

公司是国内氯碱行业的领军企业，氯碱业务受益于自身资源优势和行业复苏，经营态势良好，稀土新材料、土壤修复等新兴业务依托优势资源，持续完善产业链，发展潜力较大，公司整体处于快速发展期。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.50、0.67、0.83 元（暂未考虑增发对公司股本和盈利的影响），我们认为可以给予公司 2017 年 EPS 18-20 倍 PE，对应目标价为 9.0-10.0 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：下游需求大幅下滑风险、环保政策执行力度不达预期风险、项目进度不达预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,421
流通 A 股(百万股)	2,076
52 周内股价区间(元)	6.62-9.03
总市值(百万元)	19,800
总资产(百万元)	13,024
每股净资产(元)	1.69

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,087	6,158	7,188	8,740	10,366
+/-%	23.09	50.68	16.73	21.59	18.60
归属母公司净利润(百万元)	559.06	817.80	1,216	1,630	2,014
+/-%	61.09	46.28	48.67	34.06	23.58
EPS (元，最新摊薄)	0.23	0.34	0.50	0.67	0.83
PE (倍)	35.42	24.21	16.29	12.15	9.83

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

产业链布局完善的氯碱龙头 4
PVC 业务景气回升，资源优势显著 6
烧碱业务维持高景气 11
土壤修复业务前景广阔 13
塑交所立足电子交易综合服务提供商 15
稀土加工及新材料业务势头良好 16
定增募投项目聚焦新兴业务 17
首次覆盖，给予“增持”评级 18
风险提示 19
PE/PB - Bands 19

图表目录

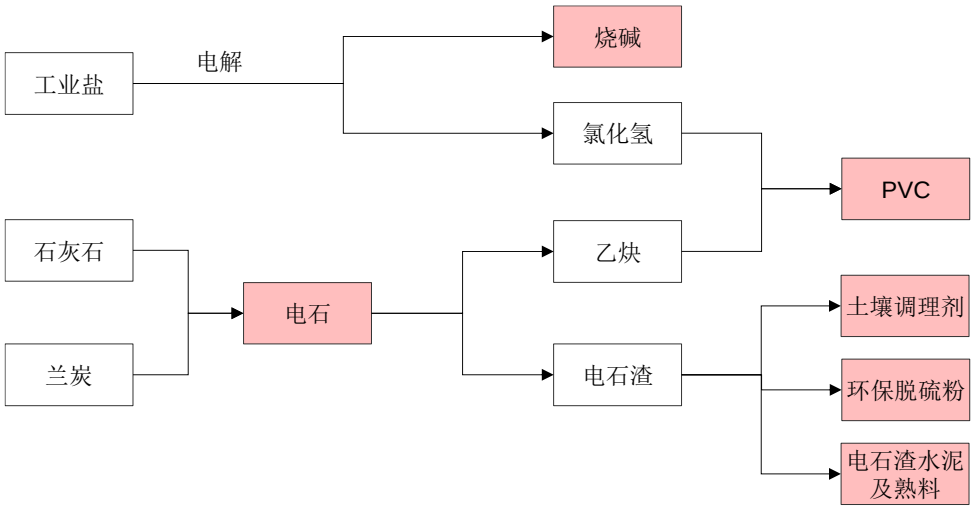
图表 1： 鸿达兴业产业链简图 4
图表 2： 鸿达兴业主要产品分类及产能情况 4
图表 3： 鸿达兴业收入增长情况 5
图表 4： 鸿达兴业毛利增长情况 5
图表 5： 鸿达兴业主要股权及业务结构 5
图表 6： 主要子公司经营情况 5
图表 7： 国内 PVC 表观消费量稳中有升 6
图表 8： 国内 PVC（粉）出口量快速增长 6
图表 9： 2016 年 PVC 制品下游需求领域分布 6
图表 10： 2016 年以来国内房屋新开工面积保持增长 6
图表 11： 国内 PVC 产能及开工率走高 7
图表 12： 2016 年国内 PVC 产能区域分布 7
图表 13： 2014-2016 年国内 PVC 长期停车企业统计表 7
图表 14： 2016 年国内 PVC 产能前十企业 8
图表 15： 电石法 PVC 盈利震荡上行 8
图表 16： 国内电石产量增长放缓 9
图表 17： 2016 年国内电石产能区域分布 9
图表 18： 国内电石行业开工率下降 9
图表 19： 电石价格底部回升 9
图表 20： 内蒙古地区工业用电具备价格优势 10
图表 21： 公司 PVC 业务毛利率行业领先 10
图表 22： 国内烧碱表观消费量 2016 年起重归增长 11
图表 23： 2015 年国内烧碱下游需求结构 11

图表 24： 国内烧碱产能稳中有升 11
图表 25： 2016 年国内烧碱产能分布 11
图表 26： 2015 年以来液氯价格持续走低 12
图表 27： 2016 下半年以来烧碱价格大幅上涨 12
图表 28： 国内土壤修复市场规模预测 13
图表 29： 全国土壤修复订单规模高速增长 13
图表 30： 近年来国内土壤修复相关政策法规不完全统计 14
图表 31： 广东塑料交易所业务架构 15
图表 32： 本次非公开发行募集资金投资项目情况 17
图表 33： 土壤调理剂项目收入规划 17
图表 34： 土壤调理剂预期销售情况 17
图表 35： 鸿达兴业盈利预测假设 18
图表 36： 可比公司估值情况 18
图表 37： 鸿达兴业历史 PE-Bands 19
图表 38： 鸿达兴业历史 PB-Bands 19

产业链布局完善的氯碱龙头

鸿达兴业股份有限公司（以下简称“鸿达兴业”或“公司”）是国内产业链布局完善的氯碱企业，PVC、电石、土壤调理剂产能和综合经营实力在国内名列前茅。公司现有电石产能 112 万吨（主要内供）、PVC 产能 70 万吨（含在建 10 万吨）、烧碱产能 70 万吨（含在建 10 万吨）；另有土壤调理剂等环保产品产能 120 万吨、碳酸稀土冶炼产能 3 万吨、稀土氧化物分离产能 4000 吨。

图表1： 鸿达兴业产业链简图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2： 鸿达兴业主要产品分类及产能情况

产品种类	产能	产量	销量	经营主体
PVC	70（含在建）	63.11	62.50	乌海化工、中谷矿业
烧碱	70（含在建）	47.29	45.69	乌海化工、中谷矿业
电石	112	87.06	2.50	乌海化工、中谷矿业、广宇化工
PVC 制品		2.82	2.36	金材科技、威亨塑胶
化工产品贸易			19.34	金材实业
土壤调理剂	120	16.10	13.22	西部环保
稀土化工产品	3+0.4	1.10	1.05	新达茂稀土

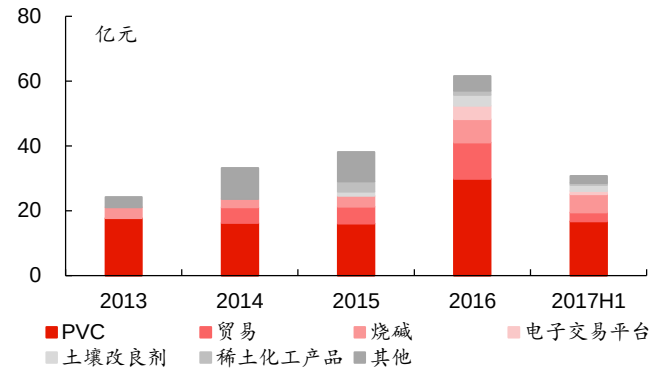
单位：万吨，

备注：均为 2016 年数据，稀土化工产品产能包括 3 万吨碳酸稀土冶炼产能和 0.4 万吨稀土氧化物分离产能

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

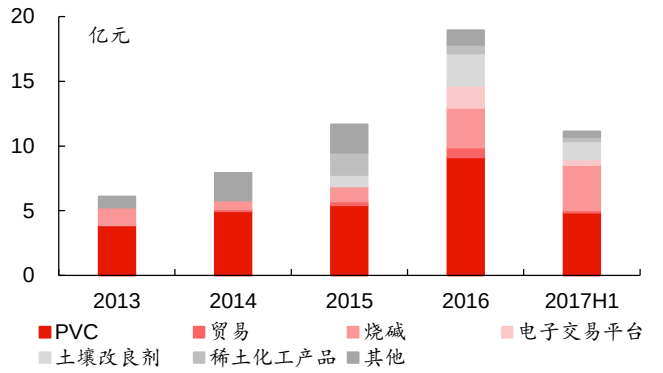
2013 年以来，公司主营业务收入、毛利均保持稳步增长，盈利能力稳定，其中 PVC 产品是公司主要的利润来源。2016 年公司子公司中谷矿业 PVC/烧碱综合项目一期投产，公司产品销量增加带动业绩大幅增长。公司 2016 年收入为 61.57 亿元，同比增长 61.6%，实现净利润 8.18 亿元，同比增长 57.5%；2017H1 收入为 30.73 亿元，同比增长 37.4%，实现净利润 5.05 亿元，同比增长 82.9%；2017 年 1-9 月预计实现净利润 7-8 亿元，同比增长 34.2%-53.4%。

图表3： 鸿达兴业收入增长情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

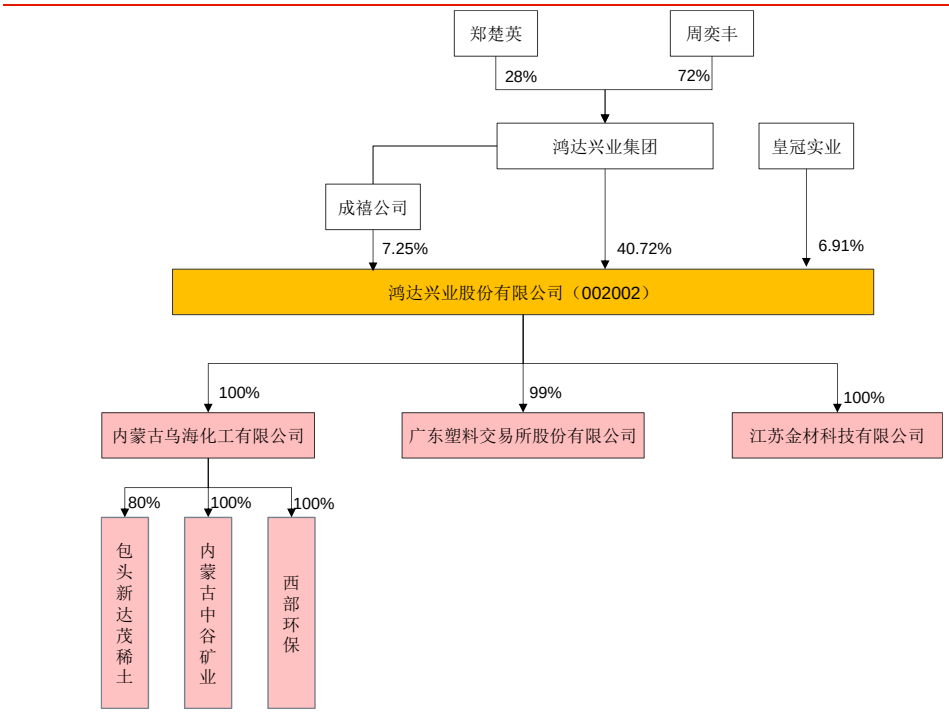
图表4： 鸿达兴业毛利增长情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司现有江苏和内蒙古两个生产基地。内蒙古基地以乌海化工为主体，产品包括 PVC、烧碱、纯碱、电石、水泥、液氯、盐酸和二水钙等，其 PVC、烧碱年产能均为 40 万吨（含在建产能各 10 万吨），乌海化工全资子公司内蒙古中谷矿业现具备 PVC、烧碱产能 30 万吨。江苏基地以金材科技为主，主营 PVC 制品及技术研发。

图表5： 鸿达兴业主要股权及业务结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 主要子公司经营情况

公司名称	主要产品或服务	持股比例	净资产	2016 年收入	2016 年净利	2017H1 收入	2017H1 净利
母公司			3179	0	371	0	-12
内蒙古乌海化工	聚氯乙烯、烧碱、电石、土壤调理剂	100%	2156	5395	736	2817	465
广东塑交所	塑料电子交易撮合、国内贸易	100%	443	572	117	259	61
江苏金材科技	PVC 片板材、PVC 生态屋	100%	191	394	-9		

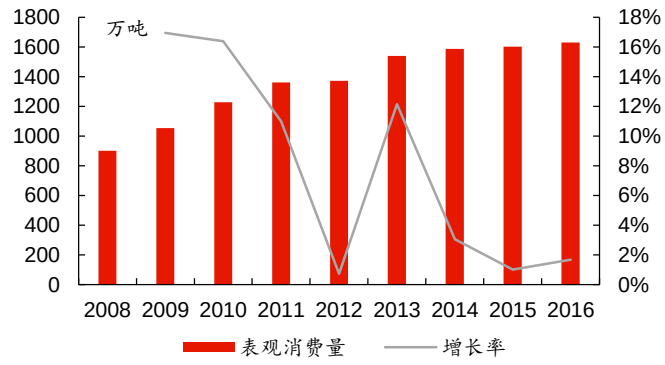
注：江苏金材截止至 2016 年 12 月 31 日，其他截止至 2017 年 6 月 30 日，单位：百万元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

PVC 业务景气回升，资源优势显著

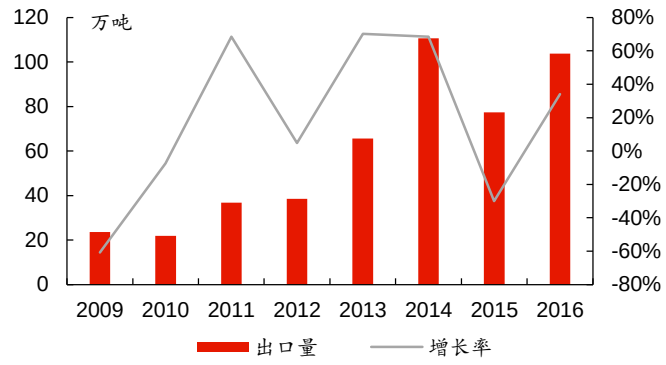
PVC（聚氯乙烯）是世界五大通用塑料之一，广泛应用于建筑业、制造业和包装材料等领域，其中建筑领域需求占比超过 60%。2008 年以来，国内 PVC 表观消费量持续增长，目前国内已是全球最大的 PVC 消费国，消费量约占全球的 30%。2016 年国内 PVC 表观消费量为 1630 万吨，同比增长 1.7%，2011-2016 年 CAGR 为 3.6%。出口量也显著增加，据海关总署统计，2016 年国内 PVC 出口量为 103.7 万吨，同比增长 34.1%，2011-2016 年 CAGR 为 23.0%。

图表7： 国内 PVC 表观消费量稳中有升



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

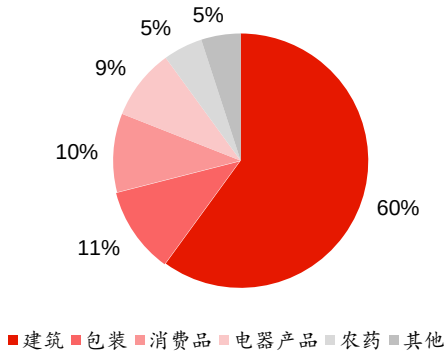
图表8： 国内 PVC（粉）出口量快速增长



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

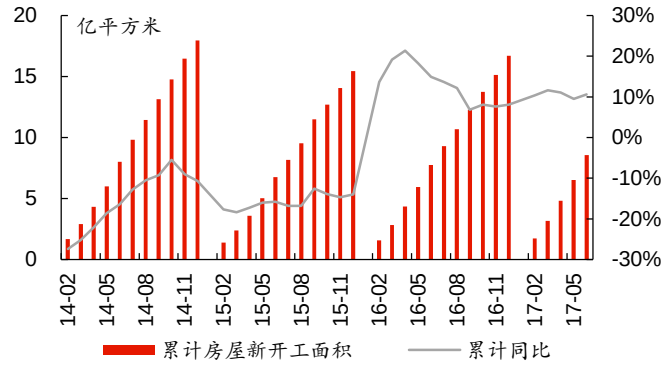
2016 年以来国内房屋新开工面积保持增长，带动 PVC 需求增长稳定。此外，近年来在“以塑代钢、以塑代木”、国家支持地下管廊建设和海绵城市建设等政策的推动下，PVC 在建筑装饰领域的消费规模快速扩大，海绵城市和节水、水利设施等基础设施建设也拉动了 PVC 管道、PVC 建材的市场需求。长期而言，PVC 产品需求预计将保持稳中有升。

图表9： 2016 年 PVC 制品下游需求领域分布



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

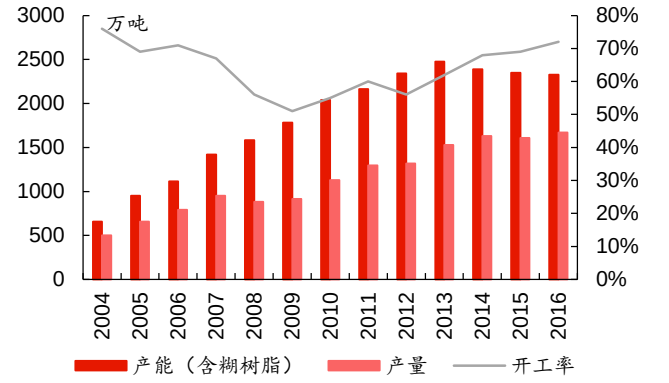
图表10： 2016 年以来国内房屋新开工面积保持增长



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

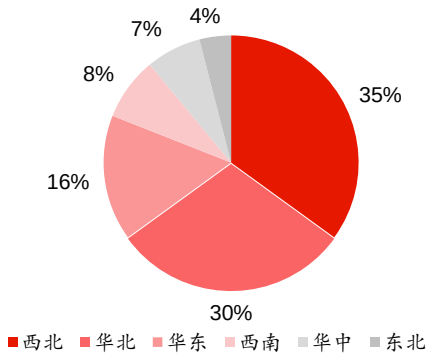
2016 年，国内 PVC 总产能为 2326 万吨（其中电石法占 82%，乙烯法占 18%），同比减少 0.9%，较 2013 年 2476 万吨的最高点减少 6.1%。相应地，PVC 行业的开工率保持稳步上升的态势，从 2012 年的 52%上升至 2016 年的 72%。PVC 产量仍保持小幅增长，2016 年国内 PVC 总产量为 1669 万吨，同比增长 3.7%，2013-2016 年 CAGR 为 2.9%。

图表11： 国内 PVC 产能及开工率走高



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表12： 2016 年国内 PVC 产能区域分布



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

随着中、东部地区部分 PVC 产能退出，新增产能逐渐向 PVC 产业条件良好的中西部地区转移，据卓创资讯统计，2016 年西北地区 PVC 产能约占国内总产能的 35%，其次是华北地区，约占国内总产能的 30%。

图表13： 2014-2016 年国内 PVC 长期停车企业统计表

企业名称	地区	产能	工艺	停车情况
常州化工	江苏常州	16	电石法	2014 年初起长期停车
上海氯碱	上海	35	乙烯法	2014 年初起长期停车
上海氯碱	上海	4	糊树脂	2014 年淘汰 4 万吨产能
海洋化工	山东滨州	25	电石法	2014 年 3 月起长期停车
天津化工	天津汉沽	6	混合法	2014 年初淘汰 6 万吨老装置
芜湖融汇	安徽芜湖	10	电石法	2014 年 4 月起长期停车
正海科技	山东烟台	4	糊树脂	2014 年 4 月起长期停车
神马正华	河南新乡	5	电石法	2014 年 7 月起长期停车
河南神马	河南平顶山	20	电石法	2014 年 8 月老厂装置长期停车
湖南株化	湖南株洲	20	电石法	2014 年 8 月起长期停车
内蒙晨宏力	内蒙阿拉善左旗	5	电石法	2014 年 2 月底起长期停车
河北金牛	河北沧州	23	混合法	2014 年 9 月起停车
昊华宇航	河南焦作	10	电石法	2015 年淘汰 10 万吨装置
四平昊华	吉林四平	28	电石法	2015 年 9 月起长期停车
天津渤天	天津	30	电石法	2016 年 3 月装置全线停车
合计		241		

注：产能单位为万吨

资料来源：产业信息网，卓创资讯，华泰证券研究所

近年来国内 PVC 行业的发展趋势是向规模化、产业链一体化方向发展。一方面，西部地区依托本地资源优势和政策鼓励，大力发展以电石法 PVC 为核心的“煤—电—PVC”一体化循环经济项目；另一方面，华东、华北等传统氯碱强省加快闲置落后产能的清退。PVC 龙头厂商逐步向西北地区聚集，行业集中度进一步提升。2016 年国内 PVC 产能前十的企业合计拥有 PVC 产能 843 万吨，约占全国总产能的 36.2%。

图表14： 2016 年国内 PVC 产能前十企业

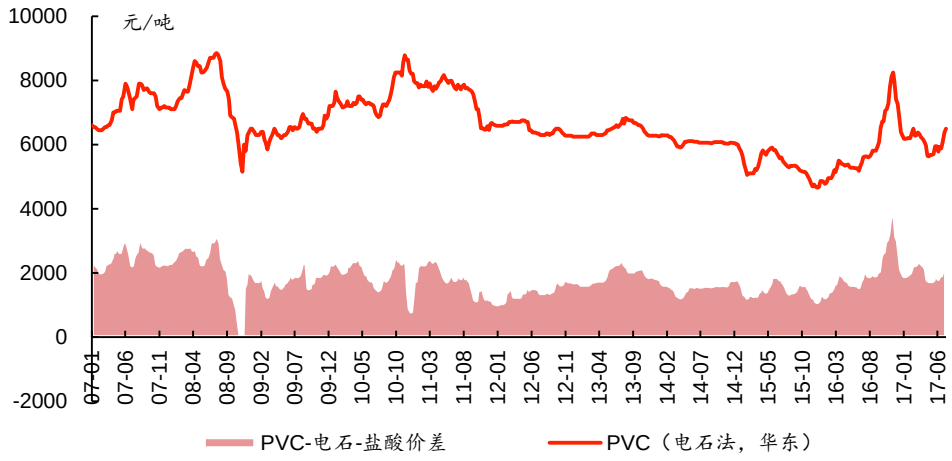
企业名称	PVC		糊树脂	总产能
	电石法	乙烯法		
新疆中泰化学	150		3	153
新疆天业	130		10	140
陕西北元化工	110			110
天津大沽化工	10	70		80
鸿达兴业	70			70
内蒙古君正化工	70			70
齐鲁石化		60		60
山东信发化工	60			60
内蒙古亿利化学	50			50
新疆圣雄	50			50
合计				843

单位：万吨

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

2016 年下半年以来，下游房地产行业周期性复苏，提振了对 PVC 的需求，叠加环保因素造成的供给收缩，PVC 价格开始迎来一波快速上涨，电石法 PVC 华东市场价格从 5500 元/吨一度上涨至 2016 年 11 月 8250 元/吨的高位，涨幅近 60%。目前电石法 PVC 华东市场价格为 7025 元/吨，虽较高点有所回落，但仍处于近 5 年来的相对高位。在国内环保不断趋严的背景下，PVC 价格后续仍存上涨动力。

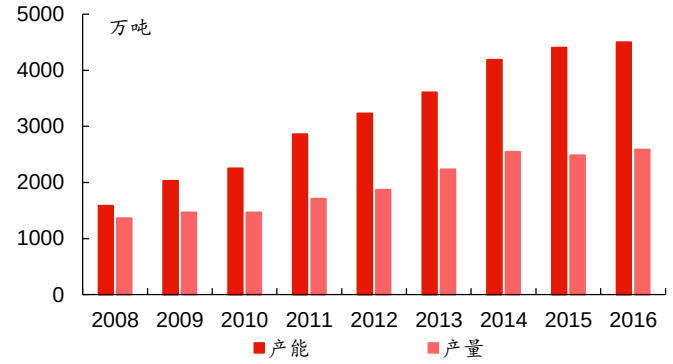
图表15： 电石法 PVC 盈利震荡上行



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

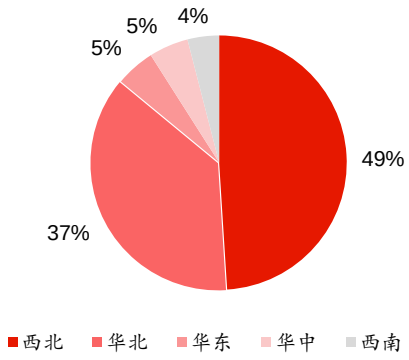
电石约占电石法 PVC 生产成本的 70%，国内电石产能主要分布在发电能力比较集中、石灰石和焦炭、兰炭等资源较为丰富的西北、西南等地区，粉尘污染是电石生产的主要污染，电石原材料的加工、运输过程中，反应时生成的炉气中都有粉尘产生，主要成分为 CaO 和 C。此外，生产电石过程中产生的电石渣也是工业废料的一种，电石渣堆放不仅占用大量土地，还会污染周边环境。

图表16： 国内电石产量增长放缓



资料来源：中国电石工业协会，国家统计局，华泰证券研究所

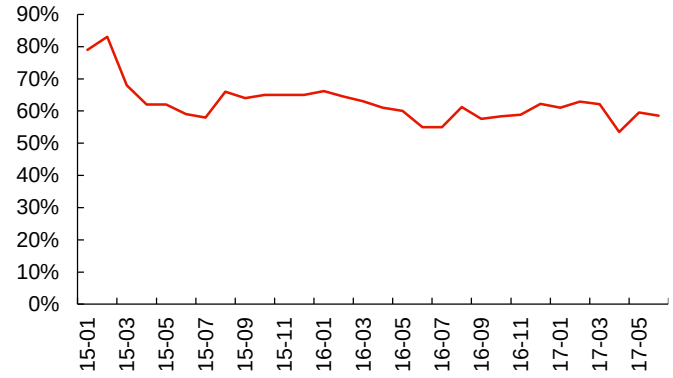
图表17： 2016 年国内电石产能区域分布



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

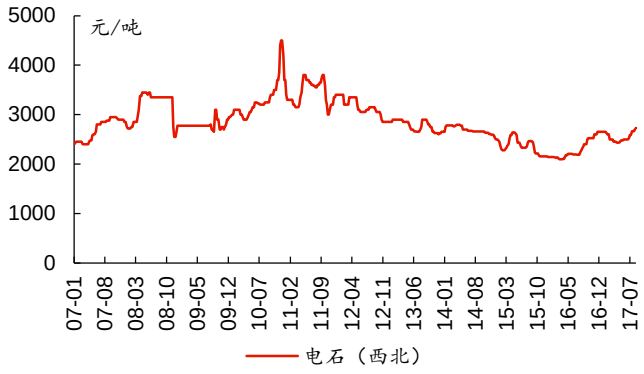
今年以来，北方地区环保力度加大，对煤炭和危化品管控严格，电石原料石灰石开采受限，电石企业开工率有所下滑。据百川资讯统计，2017 年 7 月国内电石开工率为 58%，较 2 月份 63%的高点已下降 5 个百分点。此外，近期焦炭价格持续上涨，也从成本端对电石价格构成支撑。目前电石西北市场价格为 2730 元/吨，较今年 4 月低点的 2430 元/吨已上涨 12.3%，后续伴随环保督查深入及冬季京津冀“2+26”大气污染防治强化督察展开，电石供应或持续偏紧，进而对 PVC 价格构成支撑，利好一体化程度较高、环保治理较为规范的龙头企业。

图表18： 国内电石行业开工率下降



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

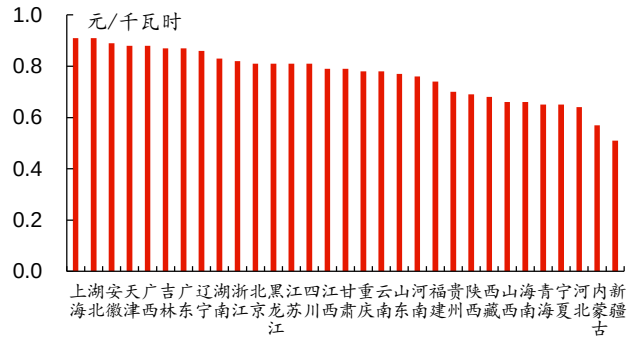
图表19： 电石价格底部回升



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

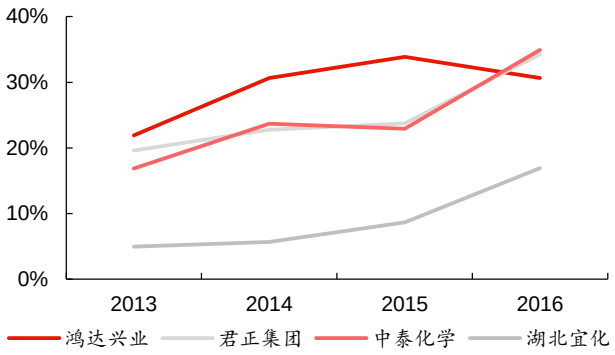
乌海地区丰富的资源为公司电力与电石供应提供了重要保障，公司现配套电石产能 112 万吨，受益于内蒙古地区低廉的电力价格，可完全覆盖自身 PVC 生产，能有效降低生产成本，并为后续的产能扩张奠定了资源基础，同时其电石生产设备自动化程度高也能提高生产效率，公司 PVC 业务过往毛利率显著高于同类可比公司，仅在 2016 年由于新投产装置调试、原料单耗较高，导致其毛利率有所下降。公司 PVC 业务 2016 年实现营收 29.84 亿元，毛利 9.14 亿元，毛利率为 30.6%，2017H1 实现营收 16.72 亿元（YoY 112%），毛利 4.86 亿元（YoY 71.7%），毛利率为 29.1%。

图表20： 内蒙古地区工业用电具备价格优势



资料来源：中国期货研究院，华泰证券研究所

图表21： 公司 PVC 业务毛利率行业领先



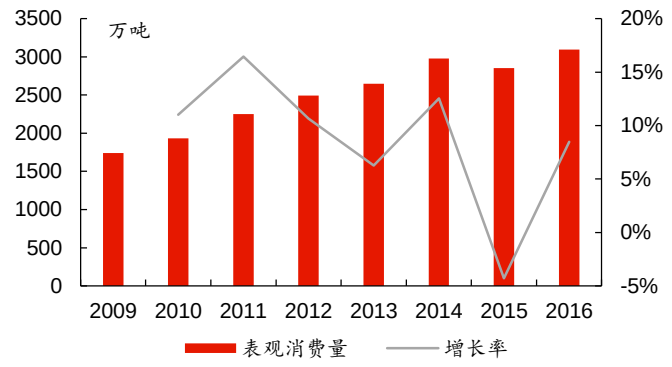
资料来源：Wind，华泰证券研究所

另一方面，公司全资子公司乌海化工厂区内设有包兰铁路支线货运站，产品可以包装后直接上站发运，通过铁路货运至天津、秦皇岛等港口后，经海运直抵华南、华东等主要 PVC 消费区域，物流费用较低，比西北其它区域的 PVC 企业更具物流成本优势；同时，广东塑交所拥有专业塑料化工物流车队，为 PVC 产品提供仓储、运输服务，具备较强的汽车和铁路运输能力。此外，塑交所还是中远海运集团、中外运等海运公司的 VIP 客户，并建立了长期的友好合作关系，结合运输严查超载，西北地区化工品运费上升的趋势，公司运输优势有望进一步显现。

烧碱业务维持高景气

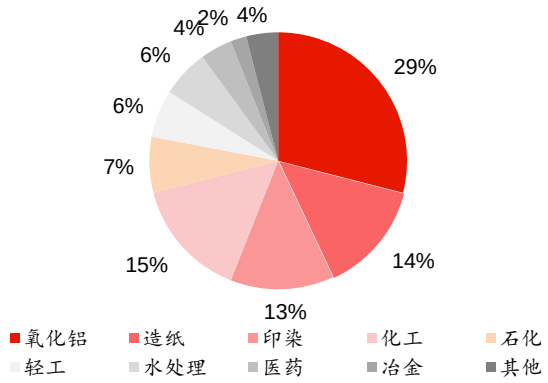
烧碱作为重要的基础化工原料，广泛应用于氧化铝等金属冶炼、医药、造纸、纺织印染工业和肥皂制造业等，其中氧化铝领域的需求占比达 30%，2016 年国内烧碱表观消费量为 3094 万吨，同比增长 8.5%，2011-2016 年 CAGR 为 6.6%。今年以来氧化铝新增产能较多，相应带动烧碱需求提升，造纸和印染需求基本保持平稳。

图表22： 国内烧碱表观消费量 2016 年起重归增长



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

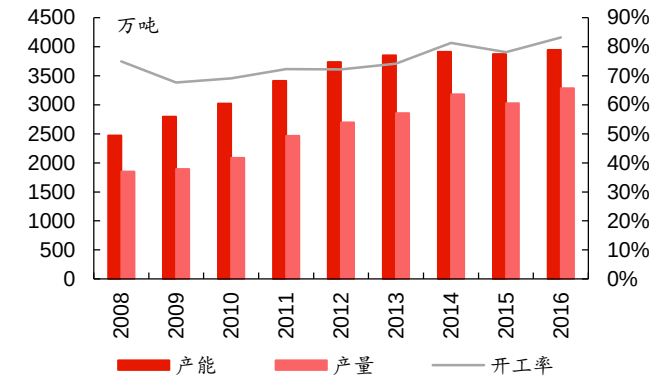
图表23： 2015 年国内烧碱下游需求结构



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

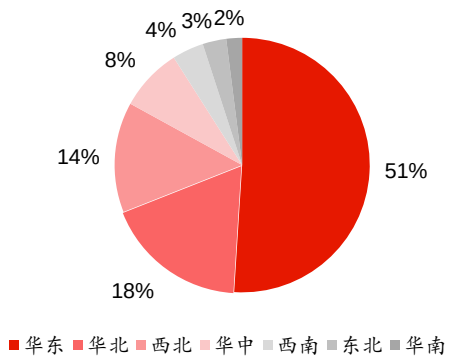
截止 2016 年，国内烧碱产能达到 3945 万吨，同比增长 1.9%，2011-2016 年 CAGR 为 2.9%。华东地区的烧碱产能占全国总产能的 50%以上，其次是华北地区，占比 18%。从行业的产能利用率来看，近年来烧碱行业开工率稳步上行，从 2009 年的 67.7%逐步上升到 2016 年的 83.2%。

图表24： 国内烧碱产能稳中有升



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

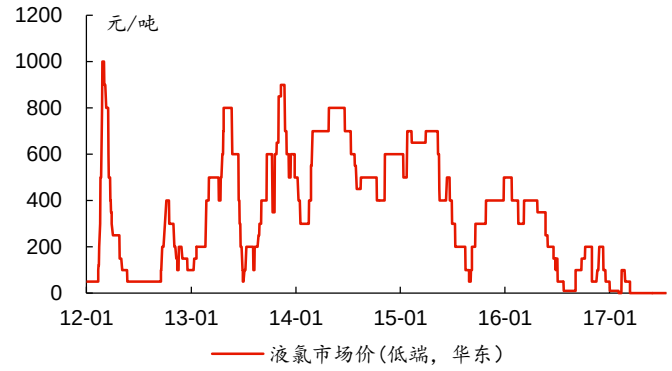
图表25： 2016 年国内烧碱产能分布



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

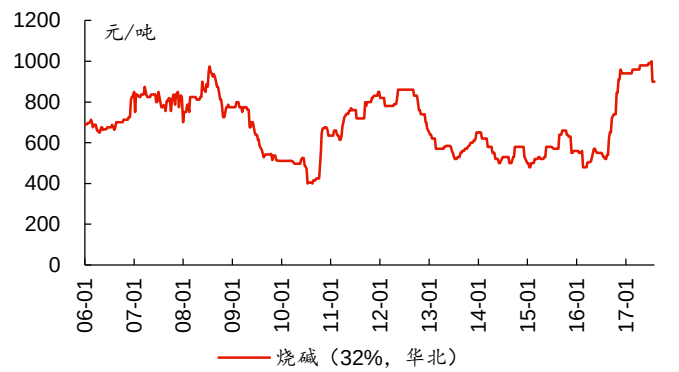
烧碱主要通过电解原盐生产，同时会副产大量的液氯，液氯主要通过生产 PVC、PO 和氯化工等产品消化，但仍有不少企业没有配套相应产能或不能完全消化，需将液氯外卖。2016 年以来伴随环保压力提升，耗氯产品生产受限，液氯需求萎缩、外销困难，价格从 2016 年年初的 500-600 元/吨下降到目前的基本免费，甚至倒贴运费。氯碱企业（不包括 PVC 生产企业）为避免液氯胀库，只能被动下降开工率，造成烧碱供给的进一步收缩。

图表26： 2015 年以来液氯价格持续走低



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 2016 下半年以来烧碱价格大幅上涨



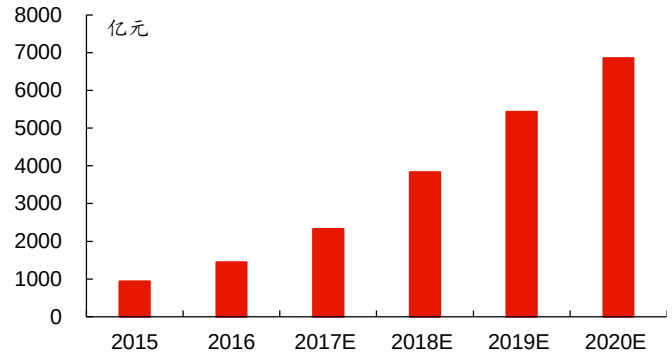
资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

目前，32%离子膜烧碱华北市场价格为 900 元/吨，较去年 3 月低点的 480 元/吨已累计上涨近 100%，近期价格虽有所回调，但仍在高位运行。伴随环保督察的常态化，耗氯产品开工不足，液氯胀库压力或持续存在（公司液氯用于下游 PVC 生产不存在胀库问题），结合需求端氧化铝等领域的增长，预计烧碱将维持高盈利。公司烧碱业务 2016 年实现营收 7.19 亿元，毛利 3.05 亿元，毛利率为 42.5%，2017H1 实现营收 5.62 亿元（YoY 230%），毛利 3.51 亿元（YoY 490%），毛利率为 62.4%。受益于内蒙地区低廉的电力价格和丰富的煤炭资源，公司烧碱产品具备成本优势，且可以加工为固态产品实现长距离运输，满足东部地区需求。

土壤修复业务前景广阔

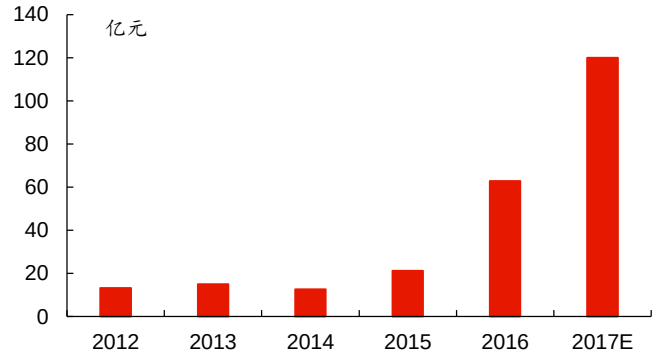
公司依托广东地球土壤研究院的研发优势，大力发展土壤改良业务。乌海化工全资子公司西部环保自主研发的土壤调理剂以 PVC 生产过程中的副产品电石渣为原料，既解决了电石生产过程中电石渣等废料的污染处理问题，又创造了新的利润增长点。该产品用于治理酸性土壤、盐碱土壤，提高土壤地力，为农作物补充中微量元素，提高农作物产量和品质，目前已成功取得农业部颁发的肥料登记证，产品远销东南亚等地区。该业务 2016 年实现营收 3.38 亿元，毛利 2.52 亿元，毛利率达 74.4%，2017H1 实现营收 1.87 亿元（YoY 43.6%），毛利 1.37 亿元（YoY 42.3%），毛利率为 73.4%。

图表28： 国内土壤修复市场规模预测



资料来源：江苏省环保产业技术研究院，华泰证券研究所

图表29： 全国土壤修复订单规模高速增长



资料来源：前瞻产业研究院，华泰证券研究所

2016 年 5 月，国务院印发《土壤污染防治行动计划》（“土十条”），提出构建和完善土壤污染防治体系，为管控与执法提供法规依据，是土壤修复事业的里程碑。“土十条”的提出标志着国内土壤修复市场将进入大规模启动阶段，政府大力推动土壤修复行业发展，在政策面给予强力支持。

“十三五”规划纲要（草案）强调要推进农业现代化，完善农业支持保护力度，以粮食主产区为重点，优先建设确保口粮安全的高标准农田，开展土壤改良等田间工程建设，确保建成高标准农田 8 亿亩。此外，广东、福建、江苏、吉林、湖北等 20 多个省市区相继出台地方性土壤污染防治实施方案或法规。随着土壤修复相关政策法规的推进，土壤修复行业将大有可为，“十三五”土壤修复行业有望迎来黄金发展期。

图表30： 近年来国内土壤修复相关政策法规不完全统计

政策名称	发布时间	发布单位	主要内容
《污染地块土壤环境管理办法（试行）》	2016 年 12 月	环保部	首次明确土壤治污修复终身责任制，土壤修复受到高度重视。
《土壤污染防治行动计划》（“土十条”）	2016 年 5 月	国务院	总体目标定位为到 2020 年，土壤污染恶化趋势得到遏制；农用地土壤得到有效保护；建设用地土壤安全得到基本保障；土壤污染防治示范取得明显成效，土壤环境管理体制机制基本健全。强调政府和社会资本合作（PPP）模式，带动更多社会资本参与土壤污染防治。
《湖北省土壤污染防治条例》	2016 年 2 月	湖北省人大	坚持预防为主、突出保护优先，在土壤环境保护标准、土壤污染防治规划、产业政策、环评等方面均作出了具体规定，注重对土壤污染产生的源头控制。
《国家环境保护“十三五”科技发展规划（征求意见稿）》	2015 年 11 月	环保部	中央预计投入 300 亿元，建设一批国家环境保护重点实验室和国家环境保护工程中心。其中，土壤和地下水污染防治领域投入达到 30 亿元，占总投入的 10%。
《关于推行环境污染第三方治理的意见》	2015 年 1 月	国务院	首次提出把污染场地修复纳入治理范围，建议采用环境绩效合同服务模式引入第三方治理。
《土地整治蓝皮书》	2014 年 6 月	国土资源部	中国耕地受到中、重度污染的面积约 5000 万亩，很多地区土壤污染严重工业污染、矿产开发成了农业土壤污染的主要原因，农业污染本身占比很小。
《土壤污染防治行动计划》	2014 年 3 月	环保部	要实施重度污染耕地种植结构调整，开展污染地块土壤治理与修复试点、建设 6 个土壤环境保护和污染治理示范区。预计单个示范区用于土壤保护和污染治理的财政投入在 10 亿-15 亿之间。
《污染场地土壤修复技术导则》等 5 项标准	2014 年 2 月	环保部	为各地开展场地环境状况调查、风险评估、修复治理提供技术指导与支持，为推进土壤和地下水污染防治法律法规体系建设提供基础支撑
《近期土壤环境保护和综合治理工作按票》	2013 年 1 月	国务院	力争到 2020 年，建成国家土壤环境保护体系，使全国土壤环境质量得到明显改善。
《土地复垦条例》	2011 年 3 月	国务院	强调土地复垦过程中要保护土壤质量与生态环境，避免污染土壤和地下水。
《污染场地土壤修复技术导则》（征求意见稿）	2009 年 12 月	环保部	详细说明了污染场地修复工程程序和内容，特别对常用修复技术和施工方案的选择进行了说明。

资料来源：华泰证券研究所

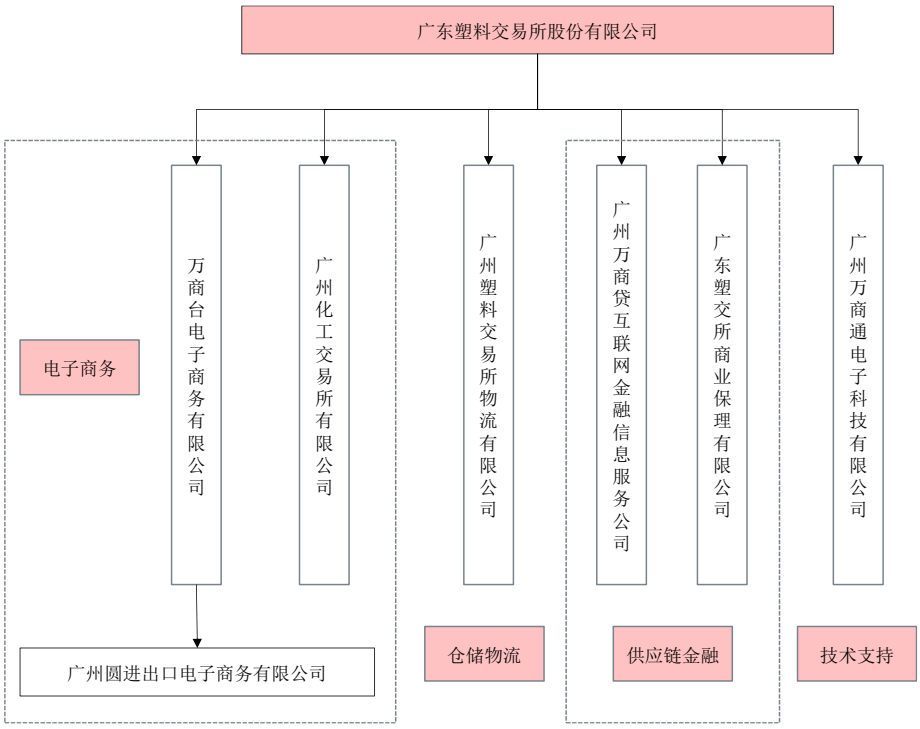
通过在内蒙古自治区流转/承包土地进行土壤修复，公司在鄂尔多斯市杭锦旗、乌海市巴音陶亥镇等地建设了土壤修复示范基地。2017 年 2 月，公司与内蒙古通辽市科尔沁左翼中旗人民政府、广州华南土壤改良基金管理公司签署了《通辽市 100 万亩盐碱地土壤改良 PPP 项目合作协议》，公司拟对科尔沁左翼中旗的 100 万亩盐碱退化土地通过土地流转方式，进行土壤改良和综合开发，修复后土地用于农牧业生产，项目估算总投入 25 亿元。

通辽 PPP 项目涉及的土地流转分两期进行，第一期土地流转期限为 2017 年至 2026 年，第二期土地流转期限自 2027 年至 2036 年。项目拟流转的土地为盐碱退化土地，经过土壤改良治理达到国家高标准农田标准，获得相关补贴，产生一定的经营效益。同时有助于加快公司土壤修复产品的推广应用，为公司创造新的利润增长点，提升公司的整体竞争力。

塑交所立足电子交易综合服务提供商

2016 年 1 月，公司以 12.47 亿元现金收购广东塑交所股份有限公司（以下简称“塑交所”）95.64%的股权，收购完成后塑交所成为公司全资子公司。交易对方承诺塑交所 2016、2017、2018 年扣非后净利润分别不低于 1.0、1.5、2.0 亿元（2016 年实际净利润为 1.17 亿元）。塑交所业务 2016 年实现营收 4.10 亿元，毛利 1.71 亿元，毛利率为 41.6%；2017H1 实现营收 1.02 亿元（YoY-57.1%），毛利 0.43 亿元（YoY-34.8%），毛利率为 42.8%。

图表31： 广东塑料交易所业务架构



资料来源：塑交所官网，华泰证券研究所

塑交所是全国唯一一家塑料交易所，是国内最大、配套服务最完善的大宗商品现货电子交易所，其创立的“塑交所-中国塑料价格指数”是塑料行业的价格风向标。塑交所通过互联网为塑料行业企业提供公开、透明、高效的交易平台，面向国内外塑料企业提供电子商务、仓储物流、供应链金融、信息技术支持等服务。

公司利用塑交所在电子交易、现代物流以及信息技术等方面的优势，整合线上线下资源，推动公司 PVC 下游新材料、土壤调理剂等业务的发展，完善产业链布局，增强公司产品的竞争力和品牌影响力。

稀土加工及新材料业务势头良好

2015 年 4 月，鸿达兴业以 5000 万元收购包头新达茂稀土有限公司 80%的股权。新达茂稀土主营稀土精粉、碳酸稀土、稀土分离产品的生产与销售，现有碳酸稀土冶炼产能 3 万吨、稀土氧化物分离产能 4000 吨；2016 年稀土化工产品产量为 1.10 万吨，销量为 1.05 万吨；2016 年实现营收 1.27 亿元，毛利 0.66 亿元，毛利率为 51.8%；2017H1 实现营收 0.59 亿元（YoY-18.9%），毛利 0.34 亿元（-24.1%），毛利率为 58.2%。

通过收购新达茂稀土，公司新增稀土冶炼分离加工业务，同时为公司稀土助剂产品的原料供应提供保障，公司子公司包头联丰稀土新材料成功研发了稀土热稳定剂，稀土热稳定剂不但可以取代铅镉盐类和有机锡类等有毒稳定剂，而且具有相当好的热稳定性、光稳定性和透明性及着色力，广泛应用于型材、管材、板材、片材等 PVC 制品的加工过程。

此外，公司拟在包头投资建设“稀土深加工及应用产业链”项目，建设 10 万吨/年稀土助剂和催化剂、1000 吨/年稀土颜料等生产项目。稀土助剂属于新一代 PVC 加工助剂，可替代传统加工助剂产品，国内每年仅 PVC 助剂的消费规模可达 50-100 万吨；稀土颜料可替代含有害重金属的传统颜料产品，在塑料、金属制品生产和化妆品、食品等行业有广阔市场空间。

定增募投项目聚焦新兴业务

公司拟非公开发行不超过 2.19 亿股，每股发行价格不低于 5.55 元/股，募集资金不超过 12.15 亿元，用于土壤修复项目、PVC 生态屋及环保材料项目，以及偿还银行贷款。本次非公开发行的对象为包括公司控股股东鸿达兴业集团在内的不超过 10 名特定对象，其中控股股东鸿达兴业集团认购的股份限售期为 36 个月，其他发行对象认购的股份限售期为 12 个月。上述方案已于 2017 年 6 月获得中国证监会批准，预计将于近期完成发行。

图表32： 本次非公开发行募集资金投资项目情况

项目名称	项目投资总额	本次募集资金拟投入额	建设期
土壤修复项目	861	617	3 年
PVC 生态屋及环保材料项目	399	238	1 年
偿还银行贷款	360	360	
总计	1620	1215	

单位：百万元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

其中，土壤修复是公司针对电石废渣开展综合利用的重要举措，PVC 生态屋及环保材料是公司向氯碱化工产业链下游延伸的重点方向，募投项目的推进将进一步完善公司循环经济产业链，降低公司产品的成本，提升公司的盈利能力。

图表33： 土壤调理剂项目收入规划

项目名称		销量/土地面积	销售单价/流转单价/自营收益	收入（百万元）	占收入比
土壤调理剂的生产和销售		80 万吨	2500 元/吨	2000	95.88%
土壤修复	修复改良后土地流转（转包）	12 万亩	450 元/亩	54	2.59%
示范基地	修复改良后土地流转（自营）	2 万亩	600 元/亩	12	0.58%
土壤修复技术咨询服务				20	0.96%
总计				2086	100%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

土壤修复项目计划建设期 3 年，项目建成后，公司将新增土壤调理剂产能 80 万吨，修复改良后土地流转 14 万亩（其中转包 12 万亩，自营 2 万亩）。该项目预计在第 5 年达到预期销量，可实现收入 20.86 亿元，净利润 3.47 亿元。

图表34： 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（百万元）	300	600	1600	2000	2000
销量（万吨/年）	12	24	64	80	80

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

PVC 生态屋及环保材料项目实施主体为全资子公司中科装备，项目建设期 1 年，项目建成后，中科装备将具备年产 1250 套 100 平方米单层 PVC 生态屋以及 500 万张 PVC 建筑模板的生产能力。完全达产可实现年收入 9.19 亿元，净利润 1.63 亿元。

首次覆盖，给予“增持”评级

鸿达兴业是国内氯碱行业的领军企业，其氯碱业务受益于自身资源优势和行业复苏，经营态势良好，稀土新材料、土壤修复等新兴业务依托优势资源，持续完善产业链，发展潜力较大，公司整体处于快速发展期。

图表35： 鸿达兴业盈利预测假设

产品	指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
PVC	销量（万吨）	35	63	70	80	92
	销售均价（元/吨）	4579	4774	4800	4800	4800
	收入（百万元）	1604	2984	3360	3840	4416
	毛利率	34%	31%	31%	33%	34%
化工产品贸易	销量（万吨）	12	19	20	25	30
	销售均价（元/吨）	4524	5828	5800	5800	5800
	收入（百万元）	521	1127	1160	1450	1740
	毛利率	6%	7%	7%	7%	7%
烧碱	销量（万吨）	20	46	50	58	67
	销售均价（元/吨）	1696	1573	2200	2100	2000
	收入（百万元）	340	719	1100	1218	1340
	毛利率	35%	42%	54%	54%	54%
土壤改良剂	销量（万吨）	4	13	18	32	45
	销售均价（元/吨）	2930	2559	2600	2600	2600
	收入（百万元）	124	338	468	832	1170
	毛利率	71%	74%	70%	68%	65%
电子交易平台	收入（百万元）		410	500	600	700
	毛利率		42%	40%	40%	40%
其他	收入（百万元）	1221	579	600	800	1000
	毛利率	32%	31%	30%	30%	30%
总计	收入（百万元）	3810	6158	7188	8740	10366
	同比增长	23.1%	50.7%	16.7%	21.6%	18.6%
	毛利率	31.1%	30.8%	33.7%	35.2%	35.6%

资料来源：华泰证券研究所

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.50、0.67、0.83 元（暂未考虑增发对公司股本和盈利的影响），参考可比公司估值及未来业绩增长情况，我们认为可以给予公司 2017 年 EPS 18-20 倍 PE，对应目标价为 9.0-10.0 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表36： 可比公司估值情况

		EPS（元）		PE（倍）			
上市公司	最新价（元）	2016	2017E	2016	2017E	BPS（元）	PB
中泰化学	16.06	0.95	1.26	16.9	12.7	7.22	2.2
君正集团	5.74	0.19	0.26	30.2	22.1	1.68	3.4
新疆天业	9.45	0.89	0.70	10.6	13.5	5.80	1.6
平均				19.2	16.1		2.4

备注：股价为 2017 年 8 月 21 日收盘价，EPS 均采用 Wind 一致预期，BPS 为 2017 年 3 月 31 日数据

资料来源：华泰证券研究所

风险提示

下游需求大幅下滑风险

如果下游房地产、基建增速大幅放缓甚至下滑，将会造成对 PVC 产品的需求大幅下滑，影响公司 PVC 产品销售。

环保政策执行力度不达预期风险

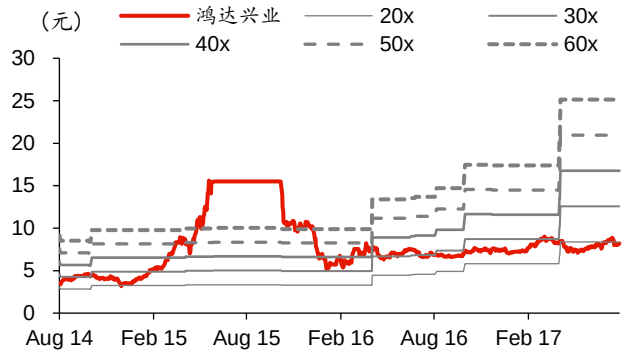
如果环保高压政策未能延续，部分中小产能复产，将会增加 PVC 和烧碱的供给，进而导致 PVC 和烧碱产品的价格下降。

项目进度不达预期风险

公司本次定增募投的土壤修复项目和 PVC 生态屋及环保材料项目建设和后期销售存在不达预期的风险。

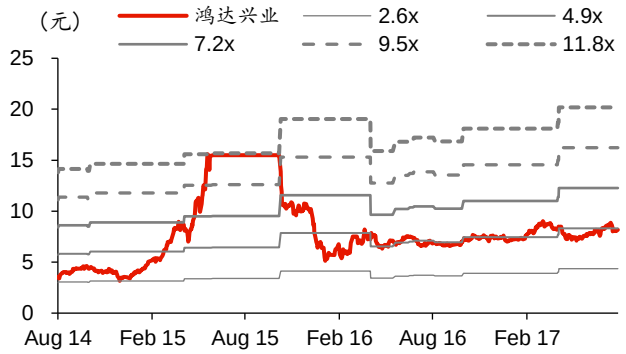
PE/PB - Bands

图表37： 鸿达兴业历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表38： 鸿达兴业历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,716	3,930	5,794	6,636	7,654
现金	1,393	1,188	2,171	2,268	2,636
应收账款	889.06	1,177	1,374	1,709	2,005
其他应收账款	280.36	319.55	358.02	468.49	539.53
预付账款	259.72	513.35	528.69	629.12	751.75
存货	406.84	525.28	609.31	731.55	852.86
其他流动资产	487.65	206.48	753.00	829.06	869.37
非流动资产	8,434	8,808	8,881	9,222	9,713
长期投资	305.74	301.13	301.13	301.13	301.13
固定投资	3,985	7,374	7,798	8,260	8,824
无形资产	274.97	272.63	263.42	254.21	245.00
其他非流动资产	3,868	859.83	518.65	406.74	343.33
资产总计	12,150	12,738	14,675	15,858	17,367
流动负债	5,595	6,833	6,950	6,949	6,903
短期借款	2,271	2,456	1,800	1,500	1,000
应付账款	982.76	890.88	1,505	1,651	1,817
其他流动负债	2,341	3,486	3,644	3,798	4,086
非流动负债	2,112	2,037	1,871	1,896	1,910
长期借款	1,950	1,590	1,590	1,590	1,590
其他非流动负债	162.39	447.33	281.46	305.62	320.33
负债合计	7,707	8,870	8,821	8,845	8,813
少数股东权益	39.35	44.90	44.90	58.48	69.11
股本	972.04	2,421	2,421	2,421	2,421
资本公积	2,153	38.45	1,034	1,034	1,034
留存公积	1,310	1,380	2,354	3,500	5,030
归属母公司股	4,404	3,823	5,809	6,955	8,485
负债和股东权益	12,150	12,738	14,675	15,858	17,367

现金流量表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	197.93	633.08	1,787	2,077	2,609
净利润	579.78	823.34	1,216	1,643	2,025
折旧摊销	229.90	351.28	414.95	458.93	508.86
财务费用	184.80	283.29	260.62	202.54	163.03
投资损失	(17.56)	4.60	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(780.42)	(895.52)	(183.98)	(251.31)	(99.69)
其他经营现金	1.42	66.08	99.43	43.73	31.74
投资活动现金	(2.32)	(264.90)	(622.31)	(793.40)	(994.15)
资本支出	119.81	106.44	600.00	800.00	1,000
长期投资	10.92	0.00	30.08	0.00	0.00
其他投资现金	128.41	(158.45)	7.77	6.60	5.85
筹资活动现金	(68.19)	(590.38)	(181.80)	(1,186)	(1,247)
短期借款	736.92	185.59	(656.19)	(300.00)	(500.00)
长期借款	30.00	(360.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	109.78	1,449	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	939.95	(2,115)	996.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,885)	249.99	(521.61)	(886.16)	(747.34)
现金净增加额	127.98	(219.22)	982.71	97.77	367.32

利润表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,087	6,158	7,188	8,740	10,366
营业成本	2,815	4,264	4,764	5,668	6,679
营业税金及附加	29.89	48.75	53.91	65.55	77.75
营业费用	138.26	238.21	273.14	332.12	393.91
管理费用	209.17	265.81	323.46	419.52	518.30
财务费用	184.80	283.29	260.62	202.54	163.03
资产减值损失	29.23	39.44	40.00	50.00	60.00
公允价值变动收益	(0.01)	(0.01)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.56	(4.60)	20.00	20.00	20.00
营业利润	697.54	1,014	1,493	2,022	2,494
营业外收入	22.69	24.72	30.00	35.00	40.00
营业外支出	5.79	2.39	3.53	3.15	3.28
利润总额	714.44	1,036	1,520	2,054	2,531
所得税	134.66	212.57	303.95	410.86	506.22
净利润	579.78	823.34	1,216	1,643	2,025
少数股东损益	20.72	5.54	0.00	13.59	10.63
归属母公司净利润	559.06	817.80	1,216	1,630	2,014
EBITDA	1,112	1,648	2,169	2,684	3,166
EPS (元)	0.23	0.34	0.50	0.67	0.83

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	23.09	50.68	16.73	21.59	18.60
营业利润	69.30	45.31	47.33	35.44	23.33
归属母公司净利润	61.09	46.28	48.67	34.06	23.58
获利能力(%)					
毛利率	31.11	30.75	33.73	35.15	35.57
净利率	13.68	13.28	16.91	18.65	19.43
ROE	12.69	21.39	20.93	23.43	23.74
ROIC	9.87	14.63	18.86	22.25	24.83
偿债能力					
资产负债率(%)	63.43	69.64	60.11	55.77	50.75
净负债比率(%)	59.32	52.77	45.23	39.46	32.79
流动比率	0.66	0.58	0.83	0.95	1.11
速动比率	0.59	0.50	0.74	0.85	0.98
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.49	0.52	0.57	0.62
应收账款周转率	5.64	5.54	5.23	5.26	5.18
应付账款周转率	2.86	4.55	3.98	3.59	3.85
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.34	0.50	0.67	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.26	0.74	0.86	1.08
每股净资产(最新摊薄)	1.82	1.58	2.40	2.87	3.51
估值比率					
PE (倍)	35.42	24.21	16.29	12.15	9.83
PB (倍)	4.50	5.18	3.41	2.85	2.33
EV_EBITDA (倍)	20.57	13.88	10.55	8.53	7.23

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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：Z23032000。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com