



东兴证券
DONGXING SECURITIES

氯碱传统业务量价齐升，环保材料 新业务开始放量

——鸿达兴业（002002）财报点评

2017 年 08 月 22 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

事件：

鸿达兴业发布 2017 年中报：实现营业收入 30.73 亿元，YoY+37%，归母净利润 5.05 亿元，YoY+83%，EPS 0.21 元，经营活动现金流 0.37 亿元。其中，第 2 季度单季实现营业收入 15.77 亿元，YoY+65%，QoQ+5%，归母净利润 2.01 亿元，YoY+20%，QoQ-34%。

公司预计 2017 年前 3 季度净利润区间 7~8 亿元，YoY+34~53%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	1183.71	1281.49	955.30	1357.92	2563.04	1496.21	1577.03
增长率（%）	4.08%	77.17%	2.72%	39.56%	116.53%	16.76%	65.08%
毛利率（%）	38.47%	19.26%	41.84%	35.19%	30.02%	36.65%	35.82%
期间费用率（%）	16.01%	8.31%	17.22%	12.87%	13.33%	10.30%	17.18%
营业利润率（%）	22.23%	10.04%	21.62%	21.96%	14.83%	25.32%	15.68%
净利润（百万元）	202.41	108.41	167.62	245.63	296.13	304.20	200.76
增长率（%）	122.74%	34.52%	36.41%	116.99%	46.30%	180.60%	19.77%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.04	0.07	0.10	0.12	0.13	0.08
资产负债率（%）	63.95%	70.77%	71.39%	69.96%	69.64%	67.75%	68.29%
净资产收益率（%）	4.87%	3.08%	4.87%	6.64%	7.75%	7.37%	4.91%
总资产收益率（%）	1.74%	0.89%	1.38%	1.97%	2.32%	2.35%	1.54%

观点：

氯碱产品产能释放，量价齐升。2017 年上半年，公司 PVC 产品营收 16.72 亿元，YoY+112%，毛利率下滑 7ppt 至 29%；烧碱产品营收 5.62 亿元，YoY+230%，毛利率提升 27ppt 至 62%。中谷矿业 30 万吨 PVC/烧碱产能于 2016 年 6 月末投产，导致 2017 年上半年 PVC、烧碱产销量同比大幅提升。受地产后周期拉动，上半年氯碱产品需求较好，产品均价同比大幅上涨，PVC、烧碱 2017 年上半年市场均价分别同比增长 18%、84%至 6018 元/吨、2898 元/吨。

土壤调理剂国内外推广良好，销量有望继续翻倍。2017 年上半年，公司土壤调理剂产品营收 1.87 亿元，

YoY+44%，毛利率小幅下滑 0.68ppt 至 73%。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。

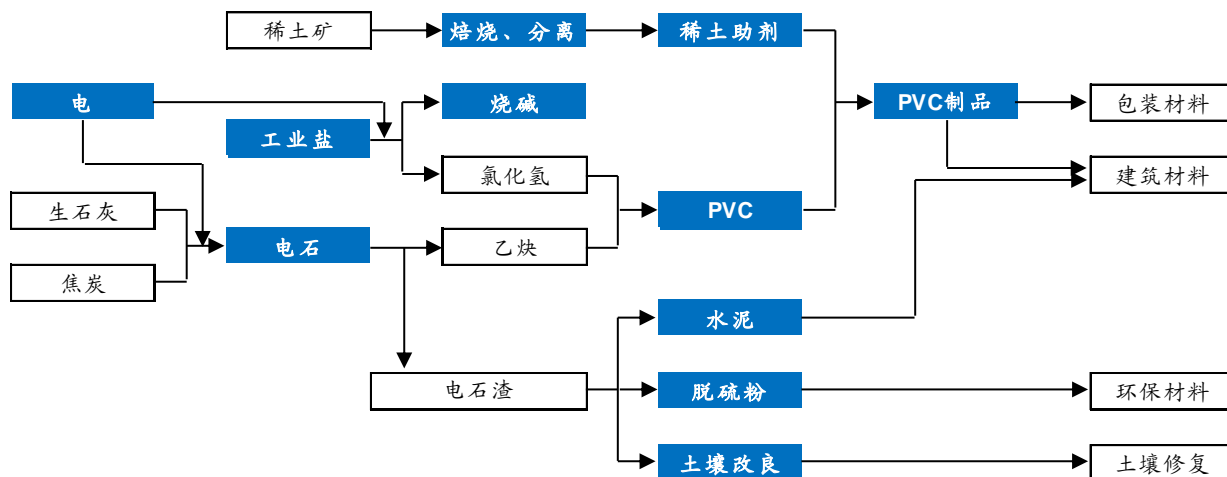
结论：

我们预计公司 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



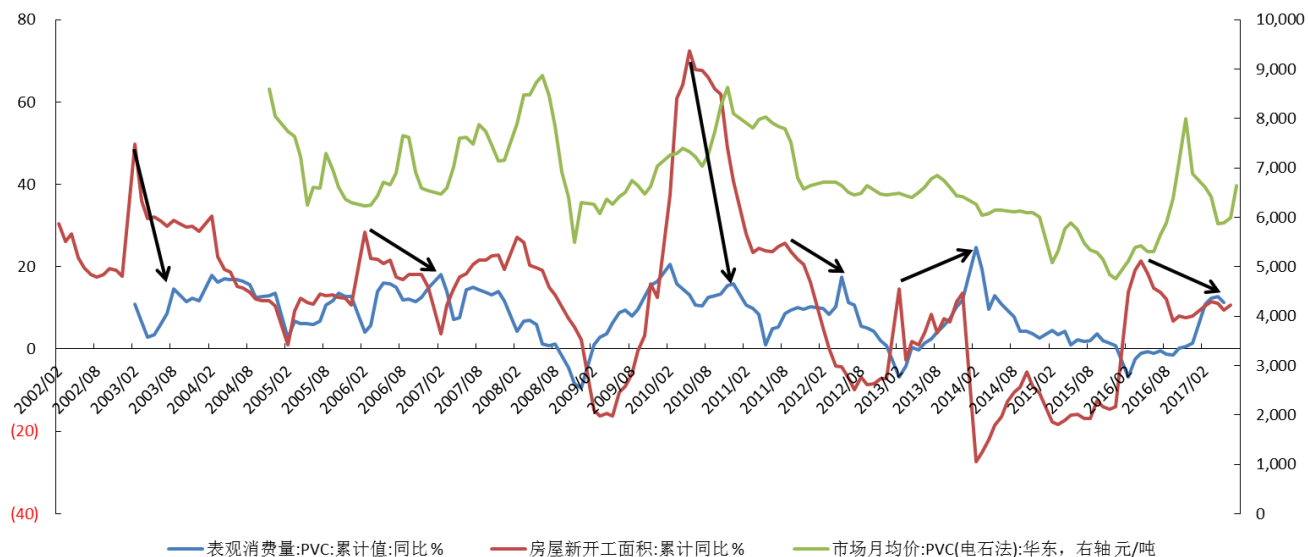
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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

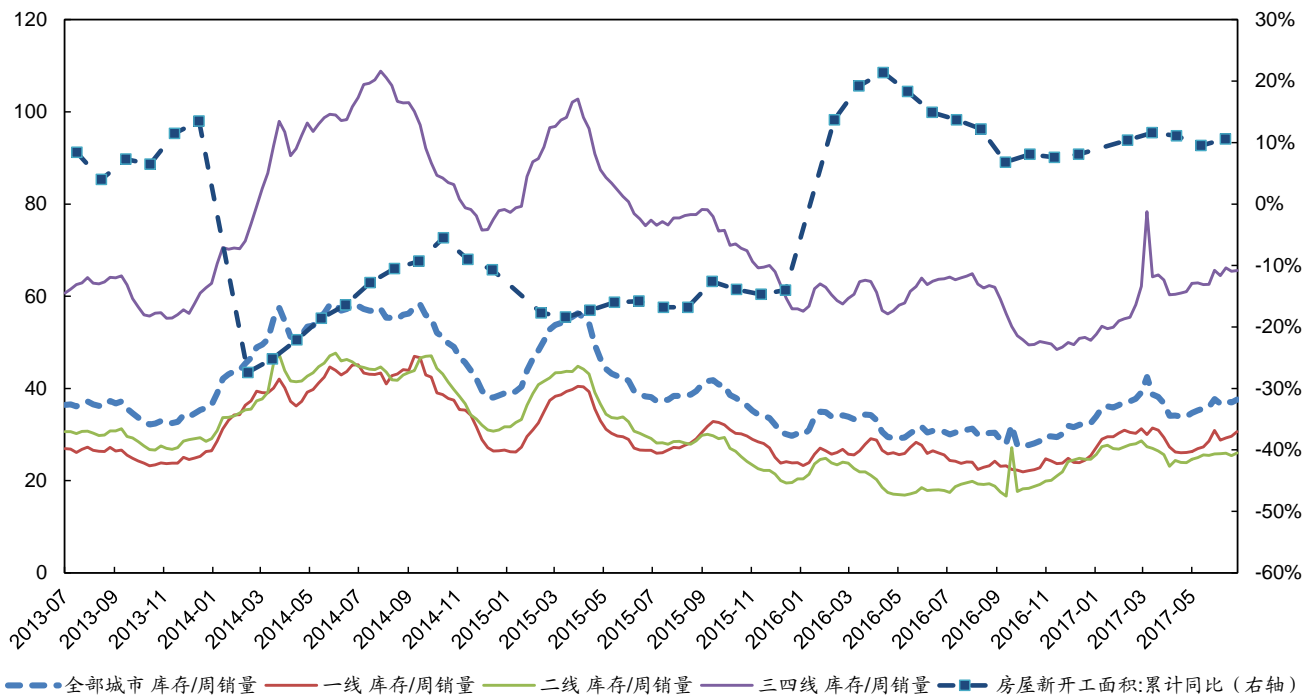
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2: PVC 表观消费量累计同比增速高点通常滞后房屋新开工面积累计同比增速高点 6-12 个月



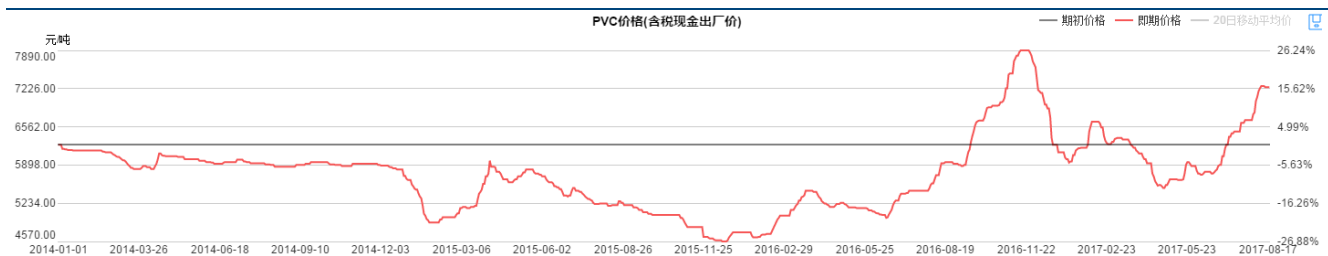
资料来源: 国家统计局, 中国氯碱网, 东兴证券研究所

图 3: 中国房地产新开工自 2016 年上半年起增速较高, 当前地产库存依然较低



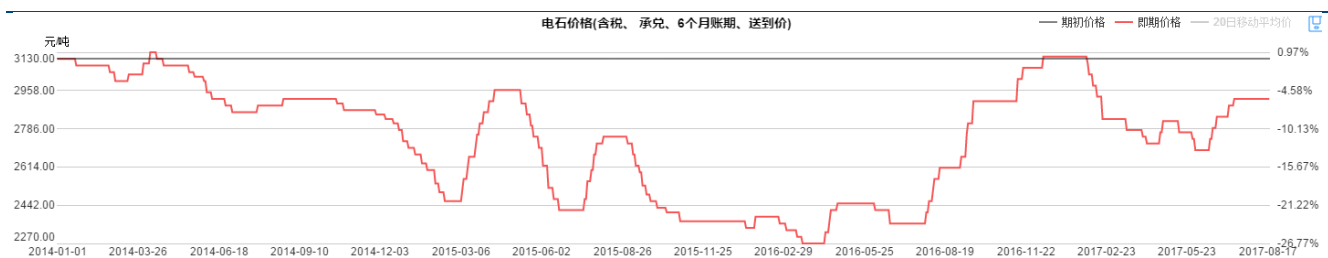
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 4: PVC 产品价格



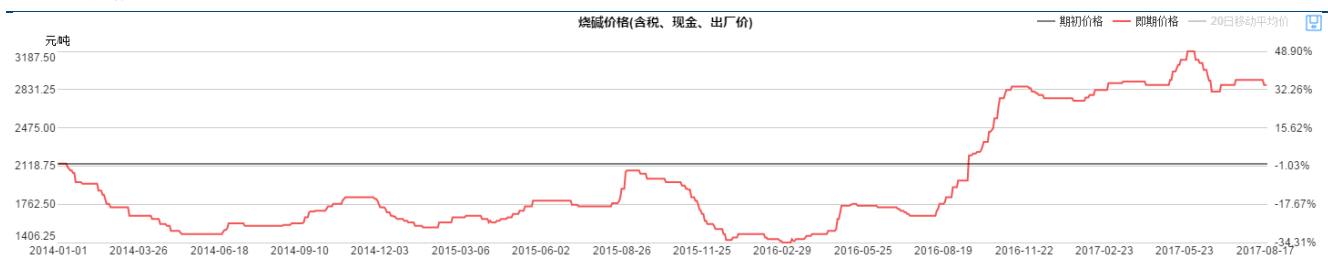
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 5: 电石产品价格



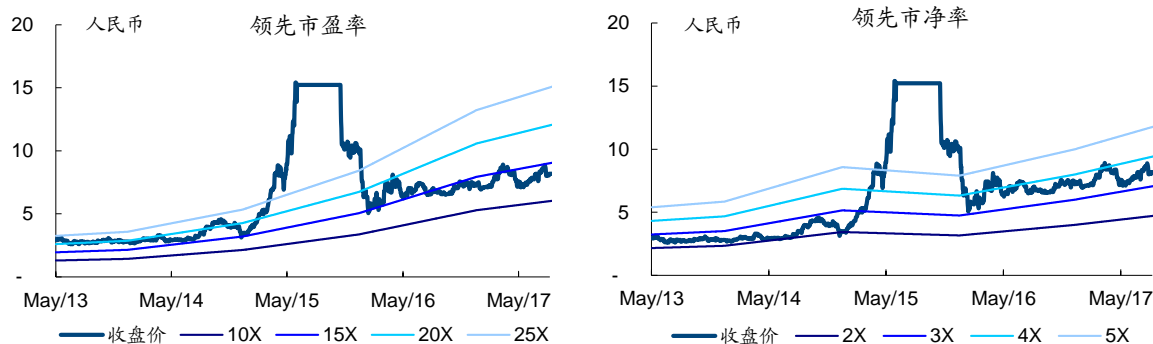
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 6: 烧碱产品价格



资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

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			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	BPS (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						
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, 从事基础化工行业研究, 2016 年加入东兴证券。

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法律责任。

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。