

中信证券研究部



王喆
首席化工分析师
S1010513110001



袁健聪
化工分析师
S1010517080005

核心观点

公司产品价格中枢有望上升，同时自有优质产能在建，业绩长期有所支撑，看好公司长期发展。下调公司 2019/20/21 年归母净利润预测为 7.02/8.36/10.01 亿元，维持目标价 10 元，维持“买入”评级。

■ 产品跌价，2018 年归母净利下降。公司 2018 年营业收入 60.45 亿元，同比下降 7.58%；归母净利 6.11 亿元，同比下降 39.21%。分季度来看，四个季度的收入和归母净利分别为：14.13/15.23/13.86/17.22 亿元和 2.52/1.68/2.45/-0.54 亿元。从利润表看，四项费用相对稳定，2018 年为 10.23 亿元，较 2017 年 9.92 亿元仅增约 3,000 万元，业绩下降主要来自于主要产品量、价的下跌，其中：PVC、PVC 制品、稀土几项毛利率较 2017 年下降明显（23%），毛利贡献减少约 2.3 亿元。

■ 2019 年一季报归母净利下降，经营现金流转好。2019 年公司收入 14.05 亿元，同比下降 0.58%，归母净利 1.90 亿元，同比下降 24.61%，预计仍受到氯碱产品跌价的影响。但经营现金流同环比均变好，主要是本期主要业务景气度较高，公司加大销售回款力度，销售回款较好；同时，本期销售收到的银行承兑汇票中，较多金额用于贴现取得银行存款。我们预计，虽然目前收入业绩受影响，但 2019 年随着产品量价回升，公司整体计划实现营业收入 80 亿元（同比增 32.34%）仍能够实现。

■ PVC 新产能持续推进，可转债申请材料获受理。公司于 2018 年 12 月完成可转债材料修订披露，拟公开发行规模不超过 24.5 亿转债，其中 23 亿用于“年产 30 万吨聚氯乙烯及配套项目”建设，1.5 亿元用于补充流动资金。2019 年 3 月，本次可转换公司债券发行申请材料已获得中国证监会受理。上述募投项目建成后，公司将合计拥有 100 万吨 PVC 产能，进一步扩大公司 PVC、烧碱等产品产能，巩固规模优势，提升盈利水平。

■ 围绕氯碱产业链，积极推进氢能业务。公司围绕氯碱产业链不断进行产业链延伸，近期公司利用自产氢气优势，积极推进氢能项目开发。公司于 2018 年 12 月公告拟建设加氢站，以提高氯碱装置生产氢气的利用效率，一座加氢站总投资 2,646 万元，预计建成后年收入 1,080 万元，年均利润 563 万元。2019 年 1 月乌海市批复同意公司在乌海共计建设 8 座加氢站。2019 年 2 月 18 日、4 月 23 日公司分别与北京航天试验技术研究所以及雄川氢能科技签订项目合作协议进行氢能相关技术、设备开发、运营管理。

■ 风险因素：原料价格上涨；PVC、烧碱价格下行；新项目投产不及预期。

■ 盈利预测及估值。由于氯碱国内总产能新增有限，石灰石原料供应收紧，公司产品价格中枢有望上升，同时自有优质产能在建，业绩长期有所支撑，看好公司长期发展。考虑到短期产品价格压力，下调公司 2019/20/21 年归母净利润预测为 7.02/8.36/10.01 亿元（原 2019/20 年预测为 14.71/16.12 亿元），对应 EPS 为 0.27/0.32/0.39 元，维持目标价 10 元（对应 2019/20/21 年分别为 37/31/26 倍），维持“买入”评级。

鸿达兴业	002002
评级	买入（维持）
当前价	5.39 元
目标价	10 元
总股本	2,589 百万股
流通股本	2,550 百万股
52 周最高/最低价	7.24/2.78 元
近 1 月绝对涨幅	2.47%
近 6 月绝对涨幅	81.48%
近 12 月绝对涨幅	-13.48%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,541	6,045	5,883	7,474	8,640
营业收入增长率	6%	-8%	-3%	27%	16%
净利润(百万元)	1,005	611	702	836	1,001
净利润增长率	23%	-39%	15%	19%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.41	0.24	0.27	0.32	0.39
毛利率%	36%	32%	30%	32%	32%
净资产收益率 ROE%	17.35%	10.03%	10.58%	11.48%	12.43%
每股净资产（元）	2.24	2.35	2.56	2.81	3.11
PE	14.43	24.89	21.67	18.21	15.21
PB	2.63	2.50	2.29	2.09	1.89

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 4 月 29 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,541	6,045	5,883	7,474	8,640
营业成本	4,196	4,086	4,099	5,108	5,855
毛利率	35.84%	32.40%	30.32%	31.66%	32.24%
营业税金及附加	73	84	82	104	120
销售费用	380	333	324	411	476
营业费用率	5.81%	5.51%	5.51%	5.51%	5.51%
管理费用	284	223	217	275	318
管理费用率	4.34%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%
财务费用	328	356	295	343	427
财务费用率	5.02%	5.89%	5.02%	4.59%	4.94%
投资收益	(11)	(11)	(9)	(10)	(10)
营业利润	1,231	755	865	1,029	1,235
营业利润率	18.82%	12.49%	14.71%	13.77%	14.29%
营业外收入	5	3	11	6	7
营业外支出	9	5	5	7	6
利润总额	1,226	754	871	1,029	1,236
所得税	213	142	164	189	231
所得税率	17.36%	18.79%	18.89%	18.35%	18.68%
少数股东损益	8	1	4	4	4
归属于母公司股东的净利润	1,005	611	702	836	1,001
净利率	15.36%	10.11%	11.94%	11.18%	11.59%

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,944	1,452	1,432	1,946	2,143
存货	670	613	592	773	870
应收账款	1,784	1,855	1,566	2,110	2,466
其他流动资产	835	1,009	878	1,104	1,313
流动资产	5,233	4,929	4,468	5,933	6,791
固定资产	7,515	7,634	7,712	10,677	11,594
长期股权投资	290	279	279	279	279
无形资产	357	428	428	428	428
其他长期资产	942	872	2,259	2,259	1,059
非流动资产	9,104	9,213	10,679	13,643	13,361
资产总计	14,338	14,142	15,146	19,576	20,152
短期借款	2,689	2,539	3,179	6,503	5,805
应付账款	1,596	2,057	1,793	2,249	2,695
其他流动负债	2,321	2,121	2,199	2,204	2,253
流动负债	6,606	6,718	7,171	10,956	10,753
长期借款	1,335	798	798	798	798
其他长期负债	553	482	482	482	482
非流动性负债	1,888	1,280	1,280	1,280	1,280
负债合计	8,494	7,998	8,451	12,236	12,033
股本	2,585	2,589	2,589	2,589	2,589
资本公积	1,063	1,072	1,072	1,072	1,072
归属于母公司所有者权益合计	5,791	6,090	6,637	7,278	8,052
少数股东权益	53	54	58	62	67
股东权益合计	5,844	6,144	6,695	7,340	8,118
负债股东权益总计	14,338	14,142	15,146	19,576	20,152

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,226	754	871	1,029	1,236
所得税支出	-213	-142	-164	-189	-231
折旧和摊销	385	392	798	1,035	1,083
营运资金的变化	-887	-28	358	-566	-225
其他经营现金流	360	453	202	428	497
经营现金流合计	871	1,430	2,064	1,737	2,360
资本支出	-181	-71	-2,263	-4,000	-800
投资收益	-11	-11	-9	-10	-10
其他投资现金流	-217	-346	0	0	0
投资现金流合计	-409	-428	-2,272	-4,010	-810
发行股票	1,187	0	0	0	0
负债变化	6,478	5,540	640	3,324	-698
股息支出	-284	-155	-155	-195	-227
其他融资现金流	-7,315	-7,152	-295	-343	-427
融资现金流合计	66	-1,768	189	2,787	-1,352
现金及现金等价物净增加额	528	-766	-20	513	197

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	6.22%	-7.58%	-2.67%	27.03%	15.61%
营业利润增长率	21.44%	-38.68%	14.64%	18.93%	19.98%
净利润增长率	22.88%	-39.21%	14.96%	19.00%	19.77%
毛利率	35.84%	32.40%	30.32%	31.66%	32.24%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	33.31%	32.15%	31.73%
净利率	15.36%	10.11%	11.94%	11.18%	11.59%
净资产收益率	17.35%	10.03%	10.58%	11.48%	12.43%
总资产收益率	7.01%	4.32%	4.64%	4.27%	4.97%
资产负债率	59.24%	56.55%	55.80%	62.50%	59.71%
所得税率	17.36%	18.79%	18.89%	18.35%	18.68%
股利支付率	28.29%	25.42%	27.77%	27.16%	26.79%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。