

买入 维持
鸿达兴业 (002002)
2015年4月30日

双刀出鞘打造大环保新材料生态圈

有色金属行业高级分析师: 施毅
SAC 执业证书编号:
S0850512070008
sy8486@htsec.com
021-23219480

基础化工行业高级分析师: 刘威
SAC 执业证书编号:
S0850515040001
lw10053@htsec.com
0755-82764281

有色金属行业首席分析师: 钟奇
SAC 执业证书编号:
S0850513110001
zq8487@htsec.com
021-23219962

有色金属行业高级分析师: 刘博
SAC 执业证书编号:
S0850512080001
liub5226@htsec.com
021-23219401

4月29日收盘价: 20.7元
6个月目标价: 29.2元

事件: 公司4月27日晚间公布年报及一季报: 每10股派发2元(含税), 14年实现收入33.2亿元, 同比增长37.39%, 归属于上市公司股东的净利润为3.47亿元, 同比增长17.39%, 折合EPS0.4069元。2015年一季度实现收入7.2亿元, 同比增长27.44%, 归属上市公司股东的净利润为0.8亿元, 同比增长30.75%, 折合EPS为0.09元。2015年中报预计达到净利润为2.0-2.5亿元, 同比增长61.59-101.99%。

年报点评: 1. 2014年业绩未达标, 股东按承诺回购注销差价股权。公司在收购乌海化工时曾承诺2014年度实现的业绩(扣除非经常性损益及2014年度会计估计变更影响后的净利润)为4.2亿元, 根据公司与各重组方签订的《盈利补偿协议》, 公司拟向各重组方回购合计应补偿股份数1757.23万股并注销, 回购总价1元。其中, 向鸿达兴业集团回购1203.70万股, 向成禧公司回购283.44万股, 向皇冠实业回购270.09万股。

表1 2014年公司生产计划(万吨)

	2014年实际产量	完成计划产量(%)
PVC	31	110.71
烧碱	23.85	108.41
纯碱	7.61	95.13
电石	53.26	106.52
PVC片板材、医药包装材料和 PVC塑料模板等塑料制品	3.25	65
电石渣水泥及熟料	37.53	53.61
环保脱硫剂	8.43	-
土壤调理剂	0.25	34.72

资料来源: 公司2014年报, 海通证券研究所

2. 2015年中报大幅好转。 1) 子公司乌海化工电石项目一期和子公司中谷矿业电石项目均于2014年3月末投产, 本期较上年同期除实现电石全部自给, 氯碱产品生产成本大幅降低外, 部分电石对外销售。2) 本期较上年同期增加环保脱硫剂等新产品销售, 相应收入和利润增加。3) 近期主要产品聚氯乙烯价格明显回升。

3. 公司在稀土、新材料和土壤修复的产业地位进一步明确。公司在 2015 年 1 月主营业务正式增加了聚氯乙烯树脂及专用料、纯碱、水泥的销售；环保脱硫剂、土壤改良剂、调理剂、重金属修复剂、盐水脱钠、过滤膜、过滤材料、汽车尾气稀土催化器和催化剂、汽车微粒过滤器等环保产品的研发、销售；脱硫脱硝、土壤治理等环境修复工程；高分子材料用环保稀土热稳定剂、稀土抗氧化剂及环保加工助剂、稀土化工材料的研发、销售；PVC 医药包装材料、PVC 农膜、特种 PVC 偏光薄膜的研究、生产、销售；塑料模板、塑料建筑与装饰材料的研发、销售；室内外装饰装潢设计与施工，市政工程、园林艺术设计与施工，建筑装修装饰工程设计与施工。

4. 2015 年计划实现营业收入 450000 万元。2015 年生产计划为：

表 2 2015 年公司生产计划 (万吨)

	2015 年 计划产量	2014 年 实际产量	计划增长 (%)
PVC	52	31	167.74
烧碱	38	23.85	155.84
PVC 片板材、医药包装材料和 PVC 塑料模板等塑料制品	6.22	3.25	191.38
电石渣水泥及熟料	110	37.53	293.10
环保脱硫剂	20	8.43	237.25
土壤调理剂	10	0.25	4000
稀土助剂等	3		

资料来源：公司 2014 年报，海通证券研究所

海通观点：公司土壤修复、新材料、稀土产业地位进一步确认，发展空间辽阔。

1. 土壤修复市场概况：环境保护的新热点，尚未被市场深度发掘

2004 年，北京市地铁五号线施工导致的“宋家庄事件”，开启了我国污染土壤调查与修复。上海市筹备 2010 年世博会时成立了土壤修复中心，并对园区内的原工业用地污染土壤进行调查、评估和处理，开始了我国土壤修复的前奏，并推动了立法的进程。

图 1 搬迁后土壤污染的场地地面



资料来源：百度文库、海通证券研究所

土壤修复是采用一定的技术手段，根据土壤生态系统理论，对各种污染土壤治理和定向培育的过程。世界各国都开始重视对土壤的治理技术的研究，污染土壤的修复技术研究成为了当前环境保护工程科学和技术研究的一个新热点。在土壤修复行业，已有的土壤修复技术达到一百多种，常用技术也有十多种，大致可分为物理、化学和生物三种方法。

表 3 物理修复技术及其适用的污染类型

修复技术	简要解释	优缺点	适用类型
物理分离修复技术	借助物理手段将污染物从土壤胶体上分离出来的技术	设备简单、费用低、可持续处理；扬尘污染，筛子被堵	重金属等
土壤蒸汽浸提修复技术	通过降低土壤空隙的蒸气压，把土壤中的污染物转化为蒸气形式加以去除的技术	效率高；成本高，时间长	VOC
稳定化土壤修复技术	采用添加重金属抑制剂和强化胶结剂是污染物固定起来的技术	效果好、时间短；成本高，处理后不能再农用	重金属等
玻璃化修复技术	将污染区进行高温处理，使污染物形成玻璃质材料降低金属污染物活性的过程	效率较好；成本高，处理后不能再农用	有机物、重金属等
热力学修复技术	利用高温所去除或破坏土壤中有毒物质的过程	效率较好；成本高，后不能再农用	有机物、重金属等
电动修复技术	抽地下水和土壤中的金属离子，通过电迁移作用去除	效率较好；成本高	有机物、重金属等

资料来源：百度百科、海通证券研究所整理

表 4 生物修复技术及其适用的污染类型

修复技术	简要解释	优缺点	适用类型
微生物修复技术	利用天然存在或特别培养的微生物在可调控的环境条件下将有毒污染转化为无毒物质的处理技术	快速、安全、费用低；条件严格，不宜重金属污染	有机物
植物修复技术	利用植物及其根际圈微生物体系的吸收、挥发和转化、降解的作用机制来清除环境中污染物质的技术	成本低、无二次污染	重金属、有机物等

资料来源：百度百科、海通证券研究所整理

表 5 化学修复技术及其适用的污染类型

修复技术	简要解释	优缺点	适用类型
土壤酸碱中和	利用酸碱中和反应的原理是用磷石膏或白云石对盐碱地、酸性土壤进行改良	效果好、易操作、费用合理；操作困难、易造成二次污染	盐碱地、酸性土壤
化学淋洗技术	借助促进土壤环境中污染物溶解的液体来淋洗污染的土壤达到污染物去除的技术	长效性、易操作、费用合理；治理深度有限，可能有二次污染	重金属、苯系物、石油、卤代烃等
原位化学氧化技术	将化学氧化剂注入土壤氧化其中污染物，转化为低毒、低移动性产物的技术	效果好、易操作、治理深度不受限使用范围窄、费用高、存在氧化剂污染	多氯联苯等
化学脱卤技术	向受卤代有机物污染的土壤中注入试剂以置换取代污染物中的卤素或使其分解部分挥发而得以去除	长效性、易操作、深度不受限；费用高，淋洗液的二次污染	重金属、苯系物、石油、卤代烃等
溶剂浸提技术	用溶剂将有害化学物质从污染土壤中提取或去除的技术	效果好、长效性、易操作、治理深度不受限；费用高，溶剂污染问题	多氯联苯等
原位化学还原技术	利用化学还原剂将污染物还原为难熔态，降低在土壤中的迁移性和生物可利用性	效果好、易操作、治理深度不受限；使用范围窄、费用高，存在氧化剂污染	有机物
土壤性能改良技术	有针对性地采取改良剂或认为改变土壤氧化-还原电位的工程技术	成本低、效果好；使用范围窄、稳定性差	有机物、重金属等

资料来源：百度百科、海通证券研究所整理

虽然土壤的修复技术很多，但没有一种修复技术可以针对所有污染土壤。相似的污染状况不同的土壤性质、不同的修复要求，也会限制一些修复技术的使用。另外，大多数修复技术对土壤或多或少会带来一些副作用。

1.1 我国土壤修复市场现状：市场格局正逐步形成，机会错过将不复还

我国的土壤修复行业的市场格局正在初步形成，土壤修复市场正在逐步被引爆，涉足该领域的企业数量呈现快速增长趋势。统计显示 2013 年全国土壤修复项目数量总计 42 个，2014 年全国土壤修复项目数量总计 57 个，总体呈现平稳趋势，但目前行业中企业数量的增长超过修复项目的增长速度。

由于我国幅员辽阔，各地的气候条件、地理环境、工业特征与生活习惯都不尽相同，所以我国的土壤污染具有很强的地域性，需要在选择修复工艺和实施方案时因地制宜，企业的区域性或许会成为企业发展的重要因素。

中国环境修复产业联盟按照 2014 年土壤修复企业业务相关营业收入指标，评出 2014 年度全国土壤修复企业十强，从下表我们可看出不同地区的土壤恢复主营业务、修复技术都有所差异。

在竞争格局上，北京建工在土壤修复领域仍具有较大的优势，项目范围涉及广，其代表了北京地区的国有土壤修复企业；杭州大地环保、北京高能时代为主的民营修复企业则分食长三角等地的中小型项目；湖南永清为大中型区域性土壤修复企业，以重金属治理为主，成为湘江重金属污染的“主力军”等区域性土壤修复企业。

表 6 国内土壤修复行业主要企业简介

名称	主营业务	土壤修复技术
北京建工环境修复股份有限公司	环境修复，涵盖地下水、水体、场地、土壤重金属污染、矿山等	热解吸修复技术
北京鼎实环境工程有限公司	污染场地修复、矿山、生态环境固体废物综合治理	固化稳定化，热脱附物理修复
中节能大地环境修复有限公司	污染场地及地下水修复、湖泊肌瘤与治理、矿山修复及荒漠化治理	纳米零价铁水修复
北京高能时代环境技术股份有限公司	工业污染场地修复、流域治理、矿山修复、农田改良及修复、地下水修复	阻隔填埋
北京金隅红树林环保技术股份有限公司	污染土修复、工业废物无害化处置及资源化利用	水泥窑焚烧，热脱附与水泥窑结合方法
河北煜环环保科技有限公司	土壤与地下水污染防治	渗坑修复，异位填埋
中节能六合天荣环保科技有限公司	烟气治理	镁化脱硫
武汉都是环保工程技术股份有限公司	污水污泥废气处理，固体废物处理，土壤修复	氧化，酸化，超滤
永清环保股份有限公司	重金属土壤修复，脱硝脱硫	重金属离子矿化稳定化技术
江苏上田环境修复有限公司	土壤、地下水修复	土工布脱水技术、沉淀物原位处理技术

资料来源：中国环境修复网，海通证券研究所整理

土壤修复产业具有一定的生命周期，其间也伴随着资金的周期性投入。而且越是发达的国家，这种趋势越明显。根据美国土壤修复产业发展的历史经验及我国在土壤修复产业的资金投入，我国土壤修复行业目前在生命周期中处于起步阶段，人员、技术和装备仍处在初期阶段，污染土壤修复技术的研发或营业还处在试验阶段。

随着我国城市化进程的加快和农业可持续发展的要求，催生着土壤修复这个巨大的潜在市场。由于我国土壤修复产业起步较晚、产业链并不完善、现有市场规模较小，行业标准缺失，需要形成清晰的市场盈利模式和产业链，满足市场发展的需要。

表 7 美国土壤修复产业发展的生命周期

阶段	时间	平均土壤修复资金占 GDP 的比重
准备阶段	20 世纪 80 年代至 90 年代	0.056%
起步阶段	1993 年-2001 年	0.123%
跃进阶段	2001 年-2004 年	0.70%
调整阶段	2005 年-	0.49%

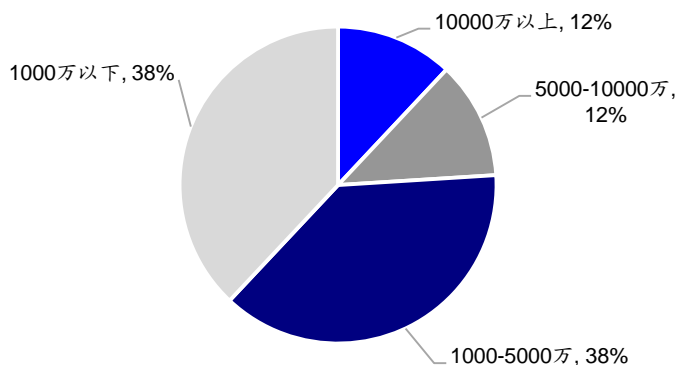
资料来源：产业信息网，海通证券研究所

未来土壤修复行业的发展更多地倾向于环境友好型的生物修复技术，从单一的修复技术向联合的修复技术进行转变，而且还基于设备化的快速场地修复技术以及土壤修复决策支持系统及修复后的评估技术。

1.2 资金来源多数为通过 BOT、EPC 模式参与的国家专项资金

土壤修复的成本非常高，需要大量的资金支持，土壤修复的资金决定这行业的命运。在发达国家中，长期实行“污染者付费”政策+企业和土地所有者分别承担着不同的数额、比例的修复资金。但在我国，虽然政府的项目数量只是近半数，但是资金来源多数为通过 BOT、EPC 模式参与的国家专项资金，国家财政出资约占 30%，地方财政是主要的资金来源。当前我国仅重金属污染的耕地就有 2000 万公顷，即使用成本最低的修复技术，修复资金也将达到数千亿元，资金缺口非常大。而且我国的土壤修复项目仍以小资金量的中小型项目为主，大型项目相对较少。

图 2 我国土壤修复项目的资金分布



资料来源：中国产业信息网，中国生态修复网，海通证券研究所整理

1.3 我国土壤修复技术尚显薄弱

由于我国土壤污染面积大、分布广、类型多、程度深，对土壤修复技术的工艺要求高，而我国现有的土壤修复技术尚显薄弱，还有部分技术正处在试验阶段，而且国内还少成功的大面积的土壤修复案例。况且各种修复技术都各有其劣势，所以在大规模的土壤修复开展前，应做好土壤修复的技术和设备的研发工作。

1.4 土壤修复前景：发展空间广阔

2013 年年初，随着国务院办公厅《近期土壤环境保护和综合治理工作安排》发布，土壤环境保护将成为国家及社会重点关注的领域，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。2013 年 8 月，国务院发布《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》，提出重点研发污染土壤原位稳定剂、异位固定剂，生物修复技术、安

全处理处置和资源化利用技术,进一步明确当前我国重点发展的土壤修复技术。2014年3月环保部发布《土壤污染防治行动》,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10亿~15亿元之间。

2014年4月17日环保部和国土资源部联合公布了《全国土壤污染状况调查公报》,全国土壤总的超标率为16.1%,其中重度污染点位比例为1.1%。

表8 我国土壤的环境质量状况

土壤类型	点位污染超标率	不同污染程度的点位比例				主要污染物
		轻微	轻度	中度	重度	
耕地	19.4%	13.7%	2.8%	1.8%	1.1%	镉、镍、铜、砷、汞、铅、滴滴涕、多环芳烃
林地	10.0%	5.9%	1.6%	1.2%	1.3%	砷、镉、六六六、滴滴涕
草地	10.4%	7.6%	1.2%	0.9%	0.7%	镍、镉和砷
未利用地	11.4%	8.4%	1.1%	0.9%	1.0%	镍和镉

资料来源:全国土壤污染状况调查公报,海通证券研究所

2014年12月发布《关于全国耕地质量等级情况的公报》,全国18.26亿亩耕地依次划分为十等,并说明每个等级的土地面积及土地质量情况,如表:

表9 我国耕地质量等级情况

等级	耕地面积(亿亩)	占耕地总面积比例	土地质量
一等—三等	4.98	27.3%	基础地力较高,基本不存在障碍因素,应按照用养结合凡是开展农业生产,确保耕地质量稳中有升。
四等—六等	8.18	44.8%	所处环境气候条件基本适宜,农田基础设施建设具备一定基础,障碍因素不名宿,是今后增产的重点区域和重要突破口。
七等—十等	5.10	27.9%	基础地力相对较差,生产障碍因素突出,短时间内难以得到根本改善,应持续开展农田基础设施和耕地内在质量建设。

资料来源:关于全国耕地质量等级情况的公报,海通证券研究所

全国土壤环境状况不容乐观,部分地区土壤污染十分严重,那么对于土壤修复的需求也十分巨大。如我国受污染耕地约3.5亿亩,但在土壤修复中所统计到的耕地项目仅占1%,数量和平均投资额均远远低于工业污染场地和矿区项目。全国受污染的土壤面积占耕地面积的1/5左右,总面积超过2000万公顷,农田污染修复规模高达50万亿元,给土壤修复行业带来了潜在的发展机会

由于我国相当一部分农林牧用地和工矿业场地等污染严重,还有更多的传统产业正在或即将面临降产能、转产、搬迁或关停,加上政府、公众和企业等对土壤污染、食品安全、生活环境等问题的关注度越来越高,也给土壤污染修复工作带来巨大的市场需求和想象空间,预计可形成万亿级的市场规模。2014年12月31日,BCC research发布了全球环境修复技术市场报告,预测中国环境修复市场规模将在2019年达到87亿美元(约合550亿人民币)。

而且当前我国土壤修复产业的产值尚不及环保产业总产值的2%,而发达国家的这一指标已经达到30%以上,可见,我国土壤修复行业仍具有很大空间。根据全国第四次环保产业调查结果来看,在我国环境服务业中,涉及土壤治理的生态修复企业仅仅占3.7%,还有巨大的提升空间。

1.5 海外市场概况:拥有较全面的污染场地管理框架和法律法规标准体系

土壤污染在很多国家已经成为严重的环境和发展问题,对环境和公众健康构成了巨大威胁。从20世纪60年代起,荷兰、美国、日本等发达国家就因倾倒化学废弃物而导致严重的土壤污染问题,发达国家相继建立了较为全面的污染场地管理框架和法律法规标准体系。

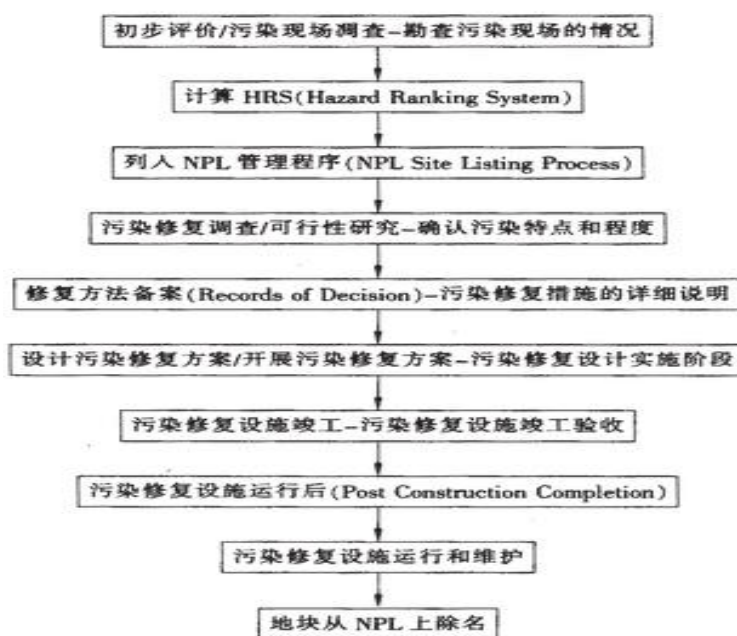
表 10 国际土壤修复行业主要企业简介

名称	主营业务	土壤修复技术
美国 ESD	环境、能源、工程服务	公司复合式物化与生物土壤处置专利技术
英国 ERM	咨询机构, 主营环境、健康、安全、社会咨询	原位、非原位以及增强的生物修复; 原位热处理
日本同和	土壤修复, 危险废弃物处理及金属回收	土壤原位净化专利技术
荷兰 DHV	国际咨询工程机构, 主要服务于基础设施、建筑、水和航空领域	N/A
加拿大 RemedX	环境修复企业	混合生物处理; 热处理

资料来源: 产业信息网, 海通证券研究所

在荷兰, 1970 年就开始起草了《土壤保护法》, 是欧盟成员国最早就土壤保护进行立法的国家之一, 完成全国土壤污染调查并向社会公众开放土壤污染场地数据管理系统和土壤修复决策工具箱, 为企业修复土壤提供技术支持。

图 3 目标地块污染评价及治理流程图



资料来源: 海通证券研究所整理

1.6 土壤酸碱性地区分布导致土壤修复技术差异

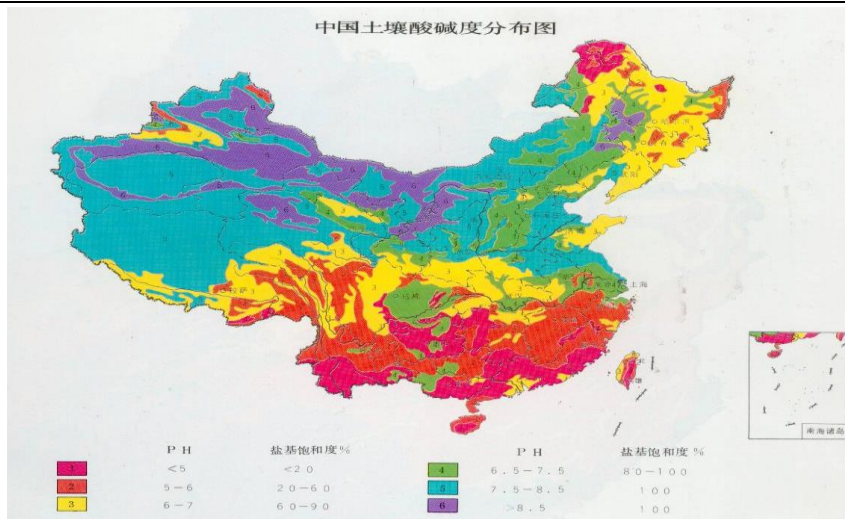
酸碱性是土壤的一个重要特征, 也是影响土壤肥力的一个重要因素。一般作物在中性、弱酸性、弱碱性土壤中生长最适宜, 过酸过碱都会影响作物的生长, 但也有少数仅能在酸性或碱性土壤中生长。在西北和北方地区雨量较少, 土壤中保留碳酸钙等盐类较多, 土壤多呈碱性。在湿润多雨的南方, 土壤中盐类大量被淋失, 土壤由中性向酸性发展。其实土壤酸碱度不仅仅受气候条件的影响, 也和成土母质的性质有关。例如同在南方, 在石灰岩上的土壤由于含方解石较多, 多呈碱性或中性, 而酸性土壤由于施用有机肥料和石灰, 土壤已经接近中性或微碱性了。

植物根和微生物的呼吸可以产生碳酸。在土壤有机质分解过程中会产生二氧化碳、氨和各种有机酸, 二氧化碳溶于水形成碳酸, 氨气在硝化细菌作用下变成硝酸。在土壤中施用硫酸铵、氯化钾等化学肥料后, 铵和钾被土壤胶体或植物利用后, 遗留的酸根形成硫酸或盐酸等。当土壤溶液中氢离子浓度减少时, 土壤胶体所吸附的氢离子解离出来补充到溶液中去。由于这些酸类的存在, 土壤中氢离子浓度逐渐增加, 而使土壤酸性增强。

土壤溶液中如含有碳酸钠、碳酸氢钠等盐类或土壤胶体上吸附有较多的钠离子时，都会使土壤溶液中的氢氧离子浓度显著提高，土壤溶液呈碱性，PH 值升高。

我国的酸性土壤主要分布在长江以南的热带及亚热带地区，主要集中在海南、两广地区及浙江等大部分地区，约占全国耕地面积的 21%。我国的碱性土壤主要广泛分布于新疆、甘肃、东北及华北的 16 个省区的半干旱、干旱地区，盐碱地面积高达 5 亿多亩，相当于现有耕地的三分之一。整体上来说，在从地理分布上有“南酸北碱”的规律。

图 4 我国土壤酸碱度分布图



资料来源：中国土壤图集，海通证券研究所整理

1.7 土壤酸碱性危害较大，土壤修复刻不容缓

在酸性土壤中，可溶性磷易于铁、铝化合，形成磷酸铁、磷酸铝而降低有效性。土壤中的交换性钾、钙、镁等易被氢离子置换出来，遇到雨水就会被流失掉，造成钾、钙、镁、磷等元素的短缺。在碱性土壤中，可溶性磷易于钙结合，生成难溶性磷钙盐类，会降低磷的有效性，而且许多微量元素如硼、锰、锌和铁的有效性会大大降低，使作物营养元素不足，发生各种生理性病害。

过酸或过碱的土壤都不适合作物的生长，需要采取适当的改良措施。我国目前获农业部登记的土壤调理剂产品有四十多种，年产量约 200-300 万吨，主要用于土壤结构、酸化、盐碱地改良以及土壤污染修复等。

对酸碱性土壤可以用酸碱中和的方法进行土壤修复，其主要是利用酸碱中和反应的原理对土壤进行改良方法。对于碱性土壤通常用磷石膏、过磷酸钾、脱硫石膏、有机或无机肥料等实现，酸性土壤常用石灰或石灰石粉来改良土壤，通过多年的实践人们发现一些矿物或工业副产物能改良酸性土壤，如白云石、粉煤灰及碳法滤泥及黄磷矿渣粉等。

表 11 酸碱性土壤降低土壤养分有效性的具体表现

表现	具体说明
土壤结构被破坏，不利土壤的良性发育	酸或碱性土壤中氢或钠较多，而钙较少，难以形成良好的土壤结构，不利于作物生长
抑制土壤微生物的活动	土壤微生物一般适宜中性环境，酸碱性土壤都会严重抑制土壤微生物的活动，进而影响氮素及其他养分的转化和供应，根瘤菌、硝化细菌等大多在中性土壤中生长
不利作物的生长发育	除少数作物外，一般作物都适宜在中性或近中性土壤中生长
产生各类毒害物质	过酸的土壤易产生游离的 Al ³⁺ 和有机酸，直接危害作物；含碳酸钠较多的碱性土壤对作物有毒害作用
病害的生存及发作	地下害虫的生存要求一定的 pH 环境条件，如竹蝗喜酸而金龟子喜碱。有些病害只在一定的 pH 值内发作，如猝倒病往往在碱性和中性土壤上发生

资料来源：产业信息网，海通证券研究所

2. 西部环保合作概述：推广土壤修复应用

全资二级子公司西部环保有限公司为加快土壤修复产品的推广应用，发挥在土壤治理方面的产品和技术优势，修复西部地区盐碱类退化土地，探索土地修复产业的经营和合作模式，2015年4月20日，经充分协商西部环保与独贵塔拉镇人民政府、杭锦旗人民政府共同签署了《土地流转意向书》，西部环保拟在内蒙古鄂尔多斯市杭锦旗独贵塔拉镇流转承包农业土地约3.6万亩，实际流转承包土地面积以实际丈量面积及与农户最终签订的土地流转合同为准。

表 12 协议主体及内容

合同主体	合同内容			
	流转方式	流转用途	流转面积	流转期限
甲方：西部环保有限公司	转包	农业生产	3.6 万亩	2015 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日
乙方：独贵塔拉镇人民政府				
丙方：杭锦旗人民政府				

资料来源：鸿达兴业 20150421 关于子公司签署农业土地承包经营权流转意向协议的公告，海通证券研究所

2.1 全力打造闭环环保生态圈

西部环保与杭锦旗独贵塔拉镇在农业土地承包经营权方面的合作有利于双方充分利用各自优势，进一步合理优化土地资源，修复盐碱类退化土地，实行土地规模经营。西部环保为公司全资子公司内蒙古乌海化工有限公司持有 100% 股权的全资子公司，西部环保利用乌海化工工业废渣和其他产品加工成土壤调理剂系列产品，可用于改良酸性、碱性土壤。通过田间试验结果显示，西部环保生产的土壤调理剂能有效调节土壤酸碱度，能够提高土壤地力，为农作物补充中微量元素，提高农作物产量。

本次合作可以充分发挥西部环保在土壤治理方面的产品和技术优势，大力利用农业集约用地和企业化运作方式在西部地区推广盐碱类退化土地修复工作。拟流转的部分土地为盐碱荒地，可经过土壤修复调理为农用耕地，为国家和地方政府增加耕地面积和耕地指标，获得地方政府关于“占补平衡”的补贴；经过土壤修复治理达到国家高标准农田，获得国家相关补贴；拟流转土地中的退化土地，经过修复调理后可提高农业亩产和农牧产品质量，西部环保将推广玉米等农业种植。本次合作有助于加快西部环保土壤调理剂产品的推广，充分发挥土壤调理剂生产线产能，并探索土壤修复产业的商业模式，有望为公司未来发展开辟新的发展空间和带来利润增长。

基于鸿达兴业的一体化循环经济，充分利用蒙西的独特资源优势，广宇化工生产电石、硅铁等产品，而中谷矿业主要生产 PVC，烧碱和电石。电石经过水解得到以氢氧化钠为主要成分的电石渣。对于碱性土壤，西部环保利用电石废渣和盐酸作为原辅材料，经过无害化处理，加工成农业上的土壤改良剂或多员复合肥料，用钙离子置换钠离子进行土壤修复。既解决了工业废渣对环境的污染，还能治理土壤污染。对于南方的酸性土壤，可以用公司的聚氯产品进行中和，降低 PH 值，公司形成了针对酸碱性土壤的系列土壤修复产品。

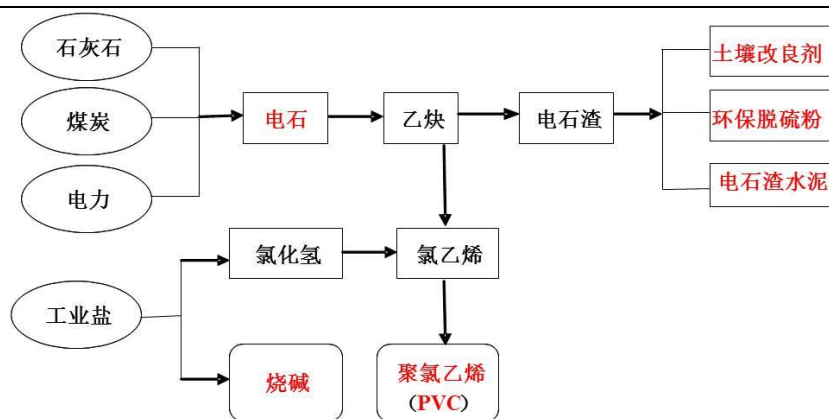
3. 从塑料材料到氯碱产业链

目前，公司有两个主要子公司，分别是乌海化工以及金材科技。金材科技位于江苏扬州市，是以生产药用包装材料、PVC 片板材、PVC 软膜、木塑材料等产品为主的 PVC 制品企业，年产能 8 万吨。公司 2014 年重点推出木塑环保产品，在建材、装饰材料领域广泛替代木材使用。

乌海化工位于内蒙古西部的乌海市，区位优势明显，公司及乌海周边拥有煤炭、石灰石、电力、电石等资源。业务涵盖氯碱产业链，包括电力、电石、PVC、烧碱、电石渣水泥、环保脱硫粉、土壤改良剂。

氯碱是一个产业链条较长的产业，乌海化工的完整产业链有利于企业抵御市场波动的风险。以毛利贡献举例，2012 年烧碱价格创出历史新高，毛利贡献超过 PVC；2013 年 PVC 毛利快速上升，烧碱毛利下降；2014 年新增的电石产能和衍生的环保产品对毛利产生重要的贡献。

图 5 乌海化工循环经济产业链示意图

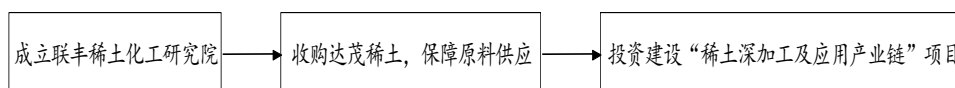


资料来源：20120809 发行股份购买资产暨关联交易预案，海通证券研究所

4. 积极布局稀土产业链

2014 年 2 月，公司正式与包头稀土研究院共同出资成立内蒙古联丰稀土化工研究院有限公司，从事稀土助剂、稀土化工材料的研发、销售。并且 10 月 14 日公告显示，公司拟收购达茂稀土，并且与包头市政府、包钢股份和包钢稀土公司签署了稀土产业战略合作和项目合作协议。公司计划通过新建或整合包头市现有生产企业，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。预计公司将受益于近期稀土打黑、收储等政策带来的稀土行业回暖。

图 6 鸿达兴业稀土产业链布局示意图



资料来源：201410 公告，海通证券研究所

5. 收购广东塑交所，整合线下线上资源，提升公司战略价值

公司今年 4 月 21 日公告以对价 1099.7 万元受让栾中杰持有的广东塑料交易所股份有限公司 4.36% 的股权。无需提交公司股东大会审议。

表 13 本次交易完成后塑交所的持股比例

持股方	持股比例
鸿达兴业集团	47.27%
周奕丰	25.45%
广东新能源集团	18.18%
鸿达兴业股份有限公司	4.36%
其他股东	4.73%

资料来源：公司 20150422 公告，海通证券研究所

塑交所主要面向国内外塑料企业提供塑料原材料及相关产品的电子交易、撮合、物流、供应链货押、信息资讯和技术服务服务。成立于 2004 年 3 月 23 日，是经国务院六部委备案批准的全国唯一一家塑料现货电子交易所。塑交所注册

资本：5500 万元；法定代表人：周奕丰。塑交所各项业务发展迅猛，服务覆盖全球千万家企业，已发展成为全国客户规模、交易规模最大、交易品种最齐全的塑料现货交易中心。

表 14 塑交所基本情况表

	截止 2015 年 3 月 31 日 (万元)	截止 2014 年 12 月 31 日 (万元)
总资产	44962.13	45266.82
净资产	25828.56	25222.51
营业收入	15534.01	21862.56
净利润	606.05	3028.96

资料来源：公司 20150422 公告，海通证券研究所

本次的受让后公司将尝试整合线上线下资源，利用互联网增强塑料化工、稀土新材料、土壤修复以及相关农业开发产品的市场竞争力和品牌影响力。将塑交所在大宗工业原材料电子交易平台、B-C 电子商务和现代物流等方面具有的较强优势积极发挥。塑交所作为国内知名的综合性电子商务平台，业务发展良好，参股后公司可获得部分投资收益，有助于提升公司的行业知名度，将为公司可持续发展提供新的动力。

6. 盈利预测及估值

公司当前主要盈利点在于 PVC 生产，在 2015-17 年，随着产能扩产（从 30 万吨/年到 60 万吨/年），业绩明显增厚。此外，公司无论是之前稀土助剂以及此次土壤修复合作意向尝试均体现其深化加工产品、专注环保领域的决心与格局观。结合公司此前业绩承诺以及稀土业务开展进度，我们预计 2015-17 年摊薄后 EPS 分别为 0.6、0.91 和 1.1 元。给予公司 2015 年 48.7 倍市盈率估值，对应目标价 29.2 元，买入评级。

表 15 公司盈利预测表 (万元)

项目	2014	2015Q1	2015	2016	2017
营业收入	332001	72329	456154	653368	777299
同比增速			37%	43%	19%
营业成本	252837	54186	349721	499266	592214
毛利率	23.8%	25.1%	23.3%	23.6%	23.8%
营业税金及附加	1842	349	2530	1960	2332
占收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.3%	0.3%
销售费用	7554	2231	14069	20151	23974
占收入	2.3%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用	12717	2524	15920	22802	27128
占收入	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用	14366	2868	11474	13769	16522
占收入	4.33%	3.97%	2.52%	2.11%	2.13%
利润总额	42894	9944	62440	95419	115129
所得税	8200	1888	11855	18116	21858
所得税率	19.12%	19%	19%	19%	19%
净利润	34694	8056	50586	77303	93271
少数股东权益	-11	-3	-19	-30	-36
少数股东权益占比	0%	0%	0%	0%	0%
归属母公司净利润	34705	8059	50605	77333	93307
总股本 (亿股)	8.62	8.62	8.45	8.45	8.45
摊薄后 EPS (元)	0.40	0.09	0.60	0.91	1.10
增速			49%	53%	21%

资料来源：WIND，海通证券研究所整理