

投资评级:增持(首次)

基本数据	2021-12-29
收盘价 (元)	6.14
流通股本 (亿股)	31.17
每股净资产 (元)	3.33
总股本 (亿股)	31.20

最近 12 月市场表现



分析师 龚斯闻

SAC 证书编号: S0160518050001
gsw@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ▶ **事件:签订《氢气供销合同》，预收款七千万。**2021年12月15日公司发布公告，全资子公司乌海化工与乌海金财特来电新能源有限公司签订《氢气供销合同》。乌海化工拟以35元/kg价格向金财特来电方供应氢气，金财特来电预付氢气费用7000万元，合同期一年。
- ▶ **氯碱化工巨头转型切入氢能源赛道。**公司为氯碱化工龙头企业，拥有烧碱产能和PVC产能各110万吨，并副产氢气。公司拟非公开募集55亿资金，由全资子公司乌海化工投建5万吨制氢项目，其中年产3万吨液氢填补我国量产液氢领域的空白。项目预计第5年完全达产，达产后，将增加公司年收入48亿元，增加年均净利润9.8亿元。
- ▶ **地方政策强支持，副产氢气早布局。**内蒙古自治区政府近期印发《新能源装备制造发展方案》，针对氢能源要求实现：产业规模较快增长，创新能力明显增强，产业链集聚稳步提升。公司氢气产能主要布局内蒙古，氢能源产业链已具备先发优势，政策支持下有望实现快速发展。公司早在2016年已设立氢能源研究院，目前以公司氯碱工业副产氢气技术为基础，深入氢能源“制氢”、“储氢运氢”及“用氢”全产业链进行布局。
- ▶ **双碳国策驱动氢能源进入快速发展期。**氢能源作为清洁、高效、安全的二次能源，是全球能源转型重要方向，我国氢能源于2019年进入快速发展期，产业扶持政策大量出台。我国已成为全球第一的氢能源生产国，2020年度氢气产量达2500万吨，双碳背景下，预计国内氢气需求量在2030年达到3500万吨，2060年达到1.3亿吨。
- ▶ **投资建议：**公司传统化工业务2021年明显好转，同时具备大量副产氢气产能，未来将重点布局氢能源产业链。我们预计公司2021-2023年营收71.3/86.5/98.2亿元，归母净利润17.4/20.6/23.2亿元，对应PE9.1/7.7/6.9倍。给予“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**氢能产业链下游需求不及预期；氢能产业扶持政策不及预期；公司投资氢能产业链资金来源不确定性风险及其他债务风险；公司传统化工业务周期波动风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5300	5394	7130	8650	9820
收入增长率(%)	-12.33	1.78	32.19	21.32	13.53
归母净利润(百万元)	630	814	1744	2062	2323
净利润增长率(%)	3.12	29.18	114.30	18.23	12.68
EPS(元/股)	0.24	0.31	0.67	0.80	0.90
PE	17.10	9.55	9.12	7.71	6.85
ROE(%)	8.66	10.92	18.96	18.32	17.11
PB	1.48	1.04	1.73	1.41	1.17

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1、 化工巨头转型氢能源.....	4
1.1 发挥自身氯碱工业优势，呼应地方产业政策支持.....	4
1.2 国内氯碱化工、氢能源及新材料的领航企业.....	5
2、 双碳背景下氢能源空间远大.....	7
2.1 能源转型叠加政策扶持，氢能源空间广阔.....	7
2.2 氢能源产业链走向绿氢化、多样化.....	9

图表目录

图 1：不同制氢技术的成本对比	4
图 2：氯碱工业中常用离子交换膜法制碱	4
图 3：公司营业收入（亿元）	6
图 4：归母净利润（亿元）	6
图 5：公司毛利率水平.....	6
图 6：公司各项业务营收占比	6
图 7：公司各项费用率水平	7
图 8：我国氢能源产业扶持政策	7
图 9：氢能源应用场景汇总图	8
图 10：我国氢气产量（万吨）	9
图 11：氢能源产业链.....	10

表 1:《内蒙古自治区新能源装备制造业高质量发展实施方案(2021—2025)》

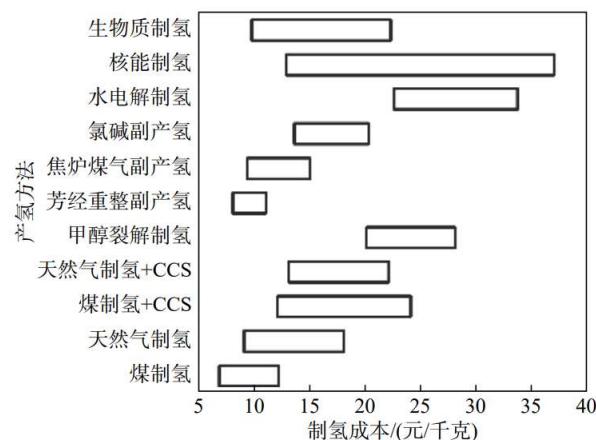
..... 5

1、化工巨头转型氢能源

1.1 发挥自身氯碱工业优势，呼应地方产业政策支持

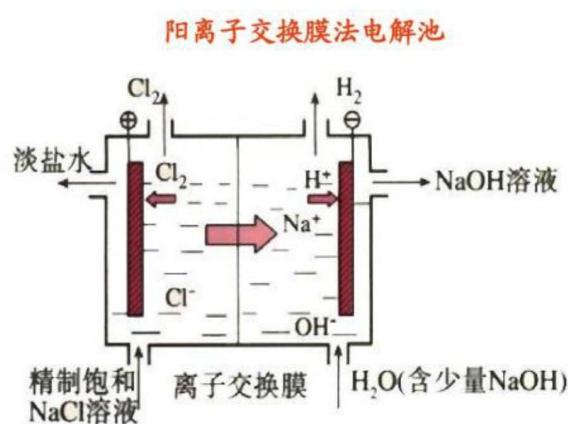
拟定增扩张制氢产能。公司于2021年6月24日发布非公开发行股票预案（二次修订稿），预案显示公司计划募资55亿元，其中49.85亿元用于投资年产量5万吨的氢能源生产项目。5万吨产能含3万吨液氢和2万吨气态氢，3万吨液氢采用离子膜电解碱水制氢，制建成后经深冷液化并以液氢瓶或专用运输车辆向全国范围内销售；2万吨气态氢采用离子膜电解盐水制氢，制建成后以充装气瓶或专用运输车辆供应就近市场需求。

图1：不同制氢技术的成本对比



数据来源：北京理工大学，财通证券研究所

图2：氯碱工业中常用离子交换膜法制碱



数据来源：无忧图库，财通证券研究所

前瞻布局氢能源，氯碱副产物制氢延伸至全产业链。公司于2016年设立氢能源研究院，围绕氯碱工业副产物制氢技术，不断延伸渗透氢能源产业链。针对氢气储运，公司积极探索氢气液化、稀土储氢及储氢装备等前沿技术。年产5万吨氢能源项目采用的技术方案与公司现有的氯碱化工副产氢气技术工艺接近，技术方案成熟，无需重复研发。该项目本质上是公司在氢能源上下游技术积累的集中转化。目前氯碱工业对副产氢气的使用主要在与氯气反应制备盐酸和燃烧产热，然而后者需要较大投资，因此大量氯碱副产氢气被直接放空，造成浪费。

表1:《内蒙古自治区新能源装备制造业高质量发展实施方案(2021—2025)》

主要目标	具体要求
产业规模	规划“十四五”期间，形成年产800万千瓦以上风电整机及其零部件、400万千瓦以上太阳能电池及组件、360万千瓦以上储能装备、 <u>5000套以上燃料电池汽车电堆系统、800台套以上制氢及工业副产氢提纯设备、40万吨以上储氢设备的生产能力</u> 。新能源装备制造业产值达到1000亿元以上。
创新能力	建成一批自治区级新能源装备制造(产业)创新中心、技术创新中心、产业技术研究院、工程研究中心、重点(工程)实验室等创新平台，在风电、光伏、 <u>氢能及储能</u> 装备等重点领域，建成2—3个国家级企业技术中心和技术创新中心。企业研发投入持续增加， <u>企业研发经费投入占营业收入比例达到3%以上</u> 。
集聚产业链	规划建设新能源装备制造基地，打造风电、光伏装备制造2条全产业链， <u>培育氢能、储能装备制造两个新增长极</u> ，培育一批链主企业、龙头企业和“专精特新”中小企业。 <u>到2025年，培育1—2家年销售收入超100亿元、3—5家超50亿元、10家以上超10亿元的企业</u> 。
氢能装备	制氢装备： <u>重点发展工业副产制氢提纯装备</u> 及高效率、低成本、长寿命的可再生能源电解水制氢。储运氢装备：以大容量、低能耗为主导方向，发展低温液氢储运、高压气氢储运。氢能应用装备：建设小型化、高效率、寿命长的乘用车及商用车氢燃料电池项目。力争新增燃料电池汽车电堆系统产能5000万套。

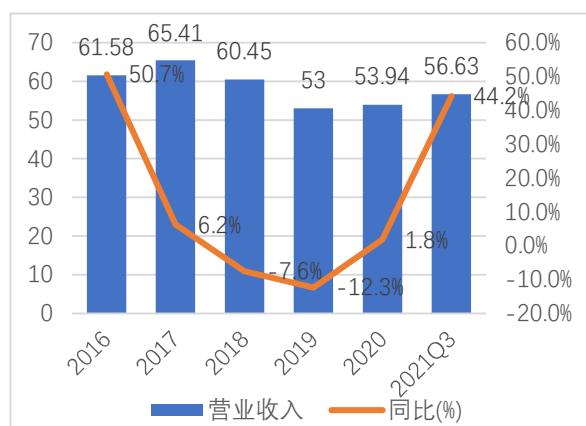
数据来源：内蒙古自治区人民政府，财通证券研究所

地方产业政策强势扶持，助力转型可再生能源。2021年11月25日，内蒙古自治区人民政府印发《内蒙古自治区新能源装备制造业高质量发展实施方案(2021—2025年)》，《方案》要求以光伏、风电及氢能源为主线，全面推进碳达峰、碳中和在内蒙古自治区的发展。《方案》针对氢能源要求实现：产业规模较快增长，创新能力明显增强，产业链集聚稳步提升。公司布局氢能源行业较早，有望在产业政策扶持下，实现氢能源产业规模、研发创新能力及产业链集聚的快速提升。增发投向年产5万吨的制氢项目，经公司测算满产后可实现年营收48亿元，净利润9.8亿元，助力公司成为集产业规模、研发创新和全产业链渗透的国内氢能源龙头企业。

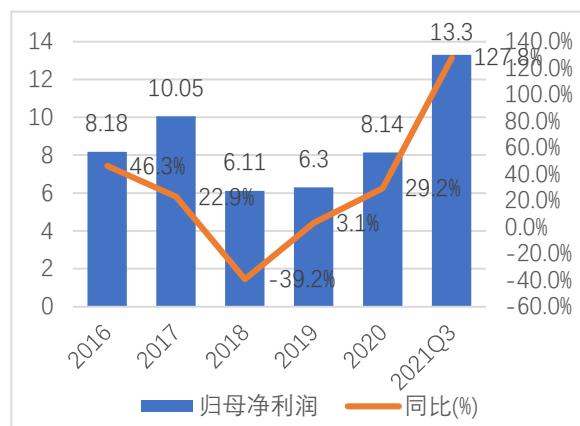
1.2 国内氯碱化工、氢能源及新材料的领航企业

国内氢能源、新材料及大环保产品服务的领航者。鸿达兴业集团创立于1991年，总部设于广州，并于2004年在深交所上市。公司主营产品及服务包括土壤调理剂产品及土壤治理环境修复服务、各型PVC及稀土新材料产品、氢能源服务及塑料等大宗原材料交易服务。公司拥有PVC产能110万吨、烧碱产能110万吨、电石产能162万吨、土壤调理剂产能120万吨，各项业务结合，有效形成“资源能源—电石—PVC/烧碱—土壤修复及氢能源利用—PVC新材料—综合电子交易”的一体化循环经济产业链。公司在业内屡创第一：建设经营国内唯一的塑

料电子交易所，广东塑料交易所；创办国内第一家非营利性土壤研究机构，广东地球土壤研究院；投资建设国内第一个民用液氢制造厂。

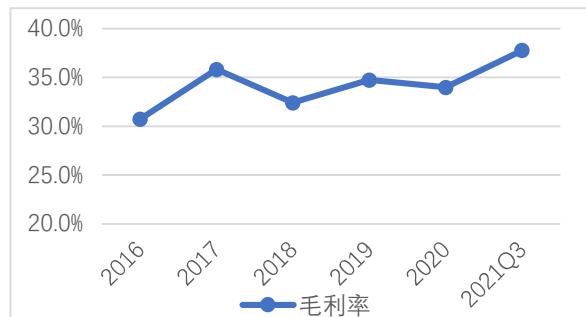
图3：公司营业收入（亿元）


数据来源：Wind，财通证券研究所

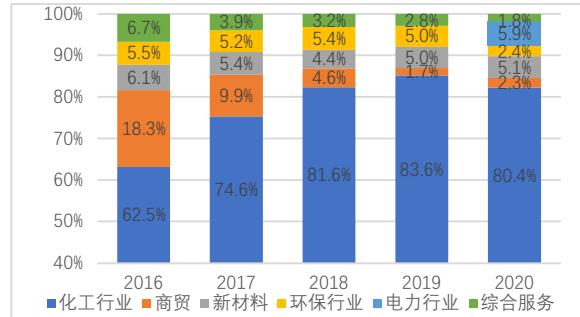
图4：归母净利润（亿元）


数据来源：Wind，财通证券研究所

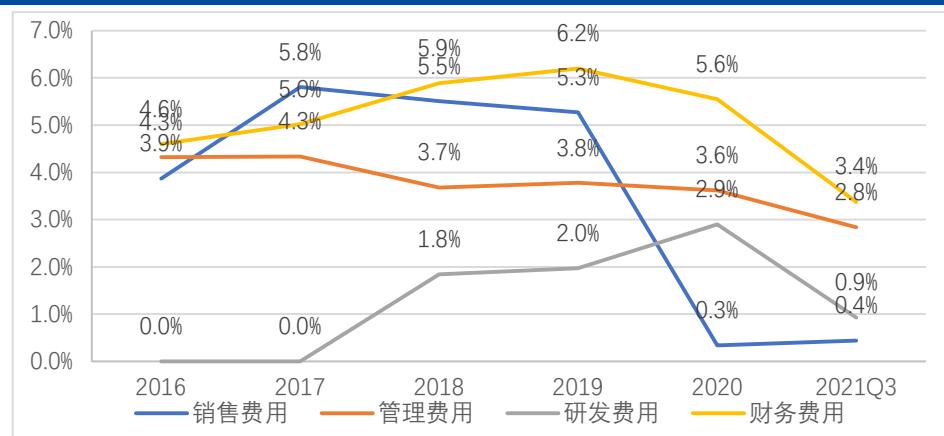
后疫情时期盈利能力有效恢复。2021年前三季度公司盈利能力显著增长。截至2021Q3，公司实现营业收入56.63亿元，同比增长44.2%，实现归属母公司股东的净利润13.3亿元，同比增长127.8%。公司营业收入和归母净利润的大幅增长主要源于PVC及烧碱等主营产品价格在年内大幅上行，相关产品盈利增加，同时氢能源、稀土新材料等利润增长良好。公司毛利率水平近年来趋于稳定，2021年截至Q3公司毛利率达37.8%，同比上升3.8pct，主要由于PVC及烧碱等主营产品价格大幅上行。2020年度后销售费用因运费计入营业成本而大幅减少。

图5：公司毛利率水平


数据来源：Wind，财通证券研究所

图6：公司各项业务营收占比


数据来源：Wind，财通证券研究所

图7：公司各项费用率水平


数据来源：Wind，财通证券研究所

2、双碳背景下氢能源空间远大

2.1 能源转型叠加政策扶持，氢能源空间广阔

氢能源高效清洁，能源转型需求迫切。氢能源指氢在化学变化中释放出的能量，可用于储能、发电、交通工具燃料和家用燃料等场景，是一种来源广泛、清洁无碳、灵活高效且应用场景丰富的二次能源。由于全球气候变化，世界各国均加快转向清洁能源，能源转型成为全球共识。我国2018年二氧化碳排放量达92亿吨，占全球二氧化碳排放量的27.8%，已连续多年成为全球最大碳排放国，能源转型需求迫切。推广氢能源使用可有效优化能源结构，提高能源安全，促进不同能源间协同优化并且显著降低碳排放。

图8：我国氢能源产业扶持政策


数据来源：赛迪科创，财通证券研究所

政策扶持助力氢能源迈入快速发展。我国氢能源产业布局始于2003年，历经以探索氢能源使用可行性的起步阶段（2003年至2015年）和研究、应用具体化的推广阶段（2016年至2018年），2019年后进入快速发展阶段。在起步阶段，国家出台一系列扶持政策，开展氢燃料电池示范项目，对符合标准的加氢站给予财政补贴，并开展高效制氢运氢的技术研究。进入推广阶段后，有关部门接连出台《关于加快推进氢能源利用的提案》及《能源技术革命创新行动计划（2016-2030年）》等关键政策，详细规划氢能源产业布局，并明确将可再生能源制氢和氢燃料电池技术作为重点应用发展方向，同时将氢能储能作为创新研究方向。2019年我国首次将氢能写入政府工作报告，明确要求加快氢能源产业布局。2020年4月，国家能源局发布《能源法（征求意见稿）》，正式将氢能源纳入新能源产业，氢能源进入快速发展时代。

图9：氢能源应用场景汇总图

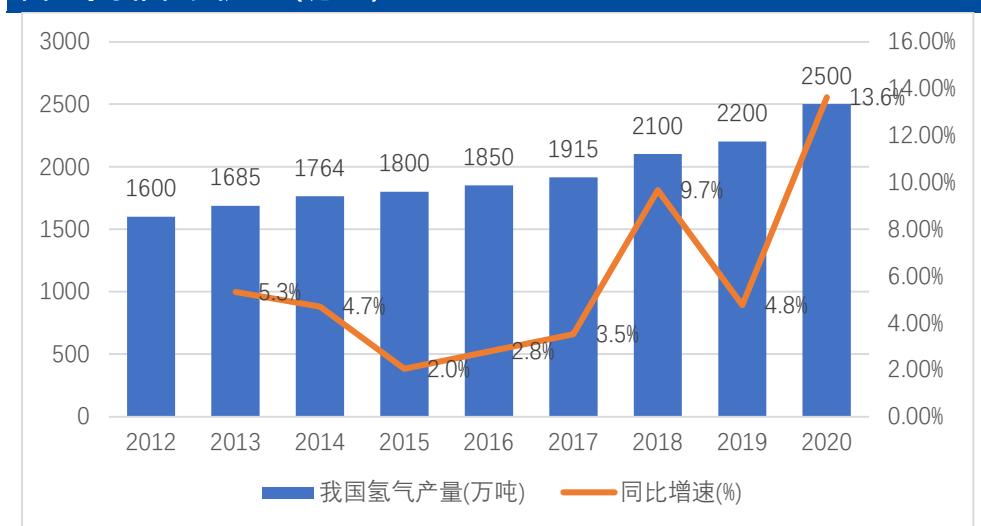


数据来源：CNKI，财通证券研究所

我国产氢已全球居首，氢能需求长期巨大。我国目前为全球第一产氢大国，国内氢气产量自2012年以来呈现稳步上升趋势。2020年度国内氢气产量达2500万吨，同比增加13.6%。国内氢能源主要应用场景在工业领域，合成氨用氢占比32%，甲醇制备用氢占比27%，炼化与化工用氢占比25%，其余各领域合计用氢16%。中国氢能联盟发布的《中国氢能源及燃料电池产业白皮书2020》指出，在2030年碳达峰实现的情况下，我国氢能源年需求量可达3715万吨，在终端能源消费中占比超5%；在2060年碳中和实现的情况下，氢能年需求量将增至1.3亿吨，并在终端能源消费中占比超20%。白皮书同时预测2060年氢需求中，工

业领域仍为主导，需求量约为7794万吨，占比60%；交通运输领域用氢约4051万吨，占总需求31%；建筑和电力领域占比约9%。

图10：我国氢气产量（万吨）



数据来源：中国煤炭工业协会，财通证券研究所

2.2 氢能源产业链走向绿氢化、多样化

氢气制备未来逐渐转向可再生能源。氢能源作为二次能源，必须通过一次能源转换制取，然后运输至终端用户，并按用户需求转化成电能、热能或机械动力使用，氢能源产业链因此分为“氢气制备”、“氢气储运”及“氢气使用”三个环节。氢气制备技术按照碳排放强度可分为灰氢、蓝氢和绿氢。灰氢指使用化石能源重整制得氢气，成本最低，技术最成熟，然而碳排放最高。灰氢目前占全球氢源供应达 96%，占国内氢源供应 77.3%。蓝氢指加装碳捕捉和收集（CCS）技术的化石能源制氢和工业副产氢，碳排放相对大幅减少，国内氢源占比 21.2%；绿氢指使用可再生能源制氢。根据中国氢气联盟预测，我国氢源中短期仍以化石能源为主，氢源占比逐渐下降；可再生能源制绿氢逐步上升，预计到 2050 年占氢源的 70%。

图11：氢能源产业链


数据来源：赛迪科创，财通证券研究所

储氢运氢需因地制宜，用氢场景多样化。 储氢技术分为物理与化学两种路线，物理方法主要包括常温高压储氢、低温液化储氢、低温高压储氢和多孔材料吸附储氢四种；化学方法主要包括金属氢化物储氢和有机液体储氢两种。氢气运输则主要有气管拖车、液氢槽车/船及氢气管网三种。氢气储运需要根据输氢距离和体量因地制宜，固态储氢或有机液体储氢密度高且方便运输，如有技术突破则可大大降低运输成本。氢气在多个行业有广泛应用前景。交通行业中，燃料电池及储氢系统的降本是氢燃料电池推广的必要条件，加氢便利度也极大程度影响着氢动力应用渗透；工业领域中，氢气作为化工原料已在炼油、合成氨、甲醇制备中得到广泛应用，用绿氢逐步代替灰氢、用氢能代替焦炭炼钢将成为工业部门降低碳排放的主要趋势。

公司财务报表及指标预测

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5300	5394	7130	8650	9820	成长性					
减:营业成本	3711	3561	4490	5480	6330	营业收入增长率	-12%	2%	32%	21%	14%
营业税费	67	69	46	56	64	营业利润增长率	-1%	36%	105%	18%	13%
销售费用	26	18	31	36	39	净利润增长率	3%	29%	114%	18%	13%
管理费用	200		235	303	344	EBITDA 增长率	-3%	29%	106%	14%	8%
研发费用	104	156	78	130	147	EBIT 增长率	-3%	34%	121%	18%	9%
财务费用	329	300	314	275	225	NOPLAT 增长率	1%	26%	135%	18%	9%
资产减值损失	0	0	0	0	0	投资资本增长率	23%	8%	-1%	16%	8%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	净资产增长率	19%	3%	24%	23%	21%
投资和汇兑收益	-4	0	0	0	0	利润率					
营业利润	744	1013	2077	2457	2769	毛利率	30%	34%	37%	37%	36%
加:营业外净收支	0	12	6	6	6	营业利润率	14%	19%	29%	28%	28%
利润总额	744	1025	2083	2463	2775	净利润率	12%	15%	25%	24%	24%
减:所得税	114	205	312	369	416	EBITDA/营业收入	22%	27%	43%	40%	38%
净利润	630	814	1744	2062	2323	EBIT/营业收入	14%	19%	32%	31%	29%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	运营效率					
货币资金	3158	668	76	1960	3160	固定资产周转天数	506	670	499	401	340
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	-18	66	86	99	111
应收帐款	1949	1910	2071	2654	3040	流动资产周转天数	521	357	250	339	376
应收票据	41	6	88	118	135	应收帐款周转天数	134	129	106	112	113
预付帐款	1005	721	763	877	950	存货周转天数	58	69	61	63	65
存货	588	670	750	946	1127	总资产周转天数	1158	1212	895	859	816
其他流动资产	27	29	29	29	29	投资资本周转天数	898	955	716	685	654
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	9%	11%	19%	18%	17%
长期股权投资	379	105	105	105	105	ROA	4%	5%	10%	10%	11%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	5%	6%	14%	14%	14%
固定资产	7353	9894	9740	9509	9156	费用率					
在建工程	842	1526	1676	1626	1476	销售费用率	0%	0%	0%	0%	0%
无形资产	412	415	410	410	411	管理费用率	4%	4%	3%	4%	4%
其他非流动资产	87	542	542	542	542	财务费用率	6%	6%	4%	3%	2%
资产总额	16808	17907	17484	20360	21945	三费/营业收入	10%	10%	8%	7%	6%
短期债务	2324	3145	2961	3535	2880	偿债能力					
应付帐款	1181	1807	1845	2177	2428	资产负债率	56%	58%	47%	44%	37%
应付票据	1270	428	12	150	173	负债权益比	129%	138%	88%	79%	60%
其他流动负债	28	23	23	23	23	流动比率	1.08	0.78	0.80	1.10	1.48
长期借款	168	1240	1390	990	640	速动比率	0.85	0.57	0.55	0.85	1.17
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	2.35	3.23	6.80	9.26	11.11
负债总额	9483	10394	8201	8983	8210	分红指标					
少数股东权益	54	61	87	119	154	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2589	2591	2591	2591	2591	分红比率					
留存收益	2945	3121	4865	6927	9250	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益	7325	7513	9284	11377	13736	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(元)	0.24	0.31	0.67	0.80	0.90
净利润	630	820	1771	2093	2359	BVPS(元)	2.81	2.88	3.55	4.35	5.24
加:折旧和摊销	384	465	809	837	857	PE(X)	17.10	9.55	9.12	7.71	6.85
资产减值准备	131	0	0	0	0	PB(X)	1.48	1.04	1.73	1.41	1.17
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	329	315	331	286	261	P/S	2.03	1.44	2.23	1.84	1.62
投资收益	4	0	0	0	0	EV/EBITDA	11.63	9.25	6.71	5.40	4.43
少数股东损益	0	0	27	31	35	CAGR(%)					
营运资金的变动	-997	-989	-476	-660	-648	PEG	5.49	0.33	0.08	0.42	0.54
经营活动产生现金流量	456	637	2459	2544	2816	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-805	-1633	-803	-549	-350	REP					
融资活动产生现金流量	2044	-1285	-2247	-112	-1266						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。