

中小市值主题精选系列之山东赫达调研报告

——山东赫达（002810）：非离子型纤维素醚龙头

2016年12月01日

推荐/首次

山东赫达

报告摘要：

国内非离子型纤维素醚龙头企业。纤维素醚素有“工业味精”之称，具有用途广、单位使用量小、改性效果好、对环境友好等优点，被广泛应用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应及航天航空等诸多领域。公司目前拥有建材级纤维素醚 1.9 万吨，医药食品级纤维素醚 4000 吨。建材级纤维素醚作为高性能外加剂，可以提高建筑材料的保水性、增稠性，改善施工的和易性，被广泛用于改善和优化包括砌筑砂浆、保温砂浆、瓷砖粘接砂浆、自流平砂浆，以及 PVC 树脂制造、乳胶漆、耐水腻子等在内的建材产品的性能，使之符合节能、环保等要求，提高建筑、装饰的施工效率。近年来受宏观经济影响，建材级产品平稳增长，尤其是中高端型号产品，与德国汉高，可耐福，三棵树等下游企业建立了良好的合作关系。

食品医药领域应用成为新增长点。医药级纤维素醚是医药行业的重要辅料，广泛用于薄膜包衣、粘合剂、药膜剂、软膏剂、分散剂、植物胶囊、缓控释制剂等药用辅料。食品级纤维素醚是一种公认的安全食品添加剂，在食品行业可用作食品增稠剂、稳定剂和保湿剂，在发达国家得到普遍应用，主要用于烘焙食品、胶原蛋白肠衣、植脂奶油、果汁、酱料、肉类及其他蛋白质产品、油炸食品等。目前医药级和食品级产品主要进口厂商提供，公司顺应产业发展趋势，自主研发，成功开发出相关产品，未来随着市场接受度不断提升，公司该产品有望快速增长。

盈利预测：我们预计公司 16-18 年净利润 0.5 亿，0.58 亿和 0.61 亿元，EPS 分别为 0.52，0.61 和 0.64 元，首次给予推荐评级。

风险提示：公司产能释放低于预期

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	518.74	495.66	550.00	605.00	665.50
增长率（%）	12.97%	-4.45%	10.96%	10.00%	10.00%
净利润（百万元）	54.99	49.29	49.56	58.16	61.58
增长率（%）	0.56%	17.36%	0.56%	17.36%	5.87%
净资产收益率（%）	15.66%	12.65%	11.30%	12.44%	12.36%
每股收益（元）	0.77	0.69	0.52	0.61	0.64
PE	76.44	85.30	113.49	96.70	91.35
PB	12.00	10.81	12.83	12.03	11.29

资料来源：wind、东兴证券研究所

虞瑞捷

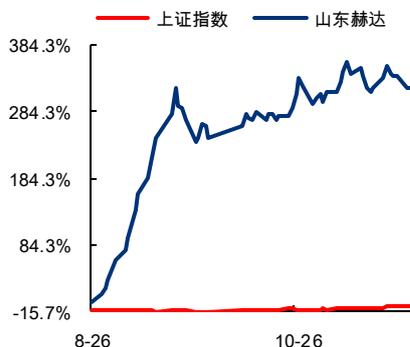
010-66555181

执业证书编号：

yurj@dxzq.net.cn

s1480516040001

52 周股价走势图



资料来源：wind 东兴证券研究所

目 录

1. 国内纤维素醚龙头企业.....	3
2. 建材领域发展平稳，积极开拓医药食品领域.....	4
2.1 建材级纤维素醚.....	5
2.2 医药食品级纤维素醚.....	7
3. 行业竞争分散，公司占比高.....	9
4. 盈利预测.....	11
5. 风险提示.....	11

表格目录

表 1: 公司医疗食品级产品用途.....	8
表 2: 公司盈利预测表.....	12

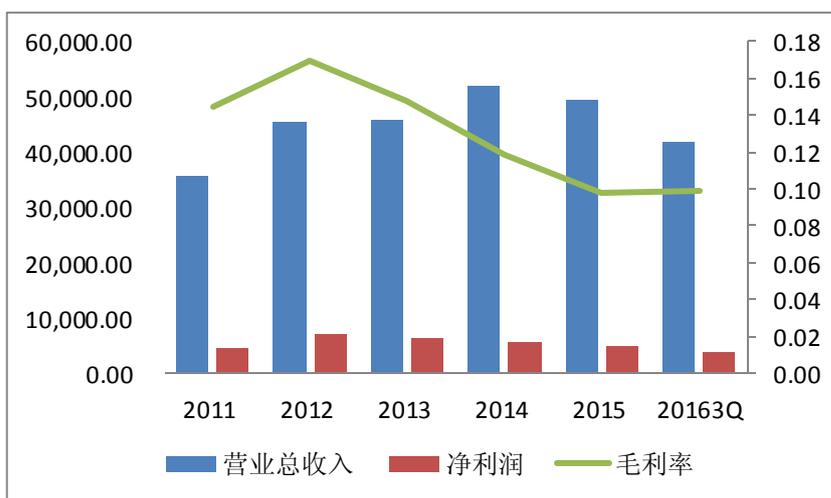
插图目录

图 3: 非离子型纤维素醚用途.....	4
图 4: 2013 年以来各类纤维素醚产品收入占比对比情况（%）.....	5
图 5: 建材级纤维素醚用途.....	5
图 6: 房地产企业 2006-2015 施工面积、竣工面积.....	6
图 7: 公司所生产的建材级纤维素醚产品类型与主要用途.....	6
图 8: 公司生产建材级纤维素醚产品均价（万元/吨）.....	7
图 9: 2012-2014 医药级纤维素醚销量及增长率.....	8
图 10: 公司生产食品医药级纤维素醚单价（万元/吨）.....	9
图 11: 2011-2016 年以来我国进出口纤维素醚价格（万元/吨）.....	9
图 12: 2011-2015 年每年我国进出口纤维素醚数量（吨）.....	10
图 13: 公司 2013-2015 纤维素醚销量和出口份额（%）.....	11

1. 国内纤维素醚龙头企业

公司主要产品是非离子型纤维素醚，具有自主研发、生产中高端型号建材级、医药级和食品级非离子型纤维素醚的能力。纤维素醚素有“工业味精”之称，具有用途广、单位使用量小、改性效果好、对环境友好等优点，在其添加领域内可明显改善和优化产品性能，有利于提高资源利用效率和产品附加值，被广泛应用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应及航天航空等诸多领域，是国民经济各领域必不可少的环保型添加剂。

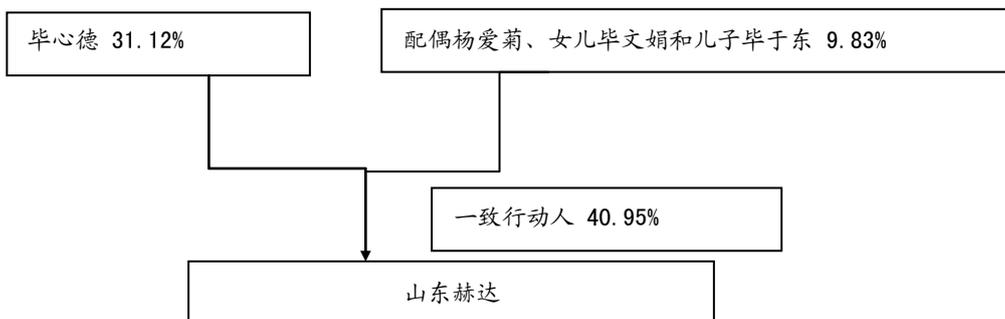
图 1：山东赫达收入及净利润（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司控股股东为毕心德，持有公司 31.12% 的股份。毕心德与其配偶杨爱菊、女儿毕文娟和儿子毕于东作为具有一致行动关系的共同实际控制人，合计持有公司总股本的 40.95%。

图 2：山东赫达公司股东结构图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 建材领域发展平稳, 积极开拓医药食品领域

非离子型纤维素醚被广泛应用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应及航天航空等诸多领域。其中, 非离子型纤维素醚用量最大的是建材

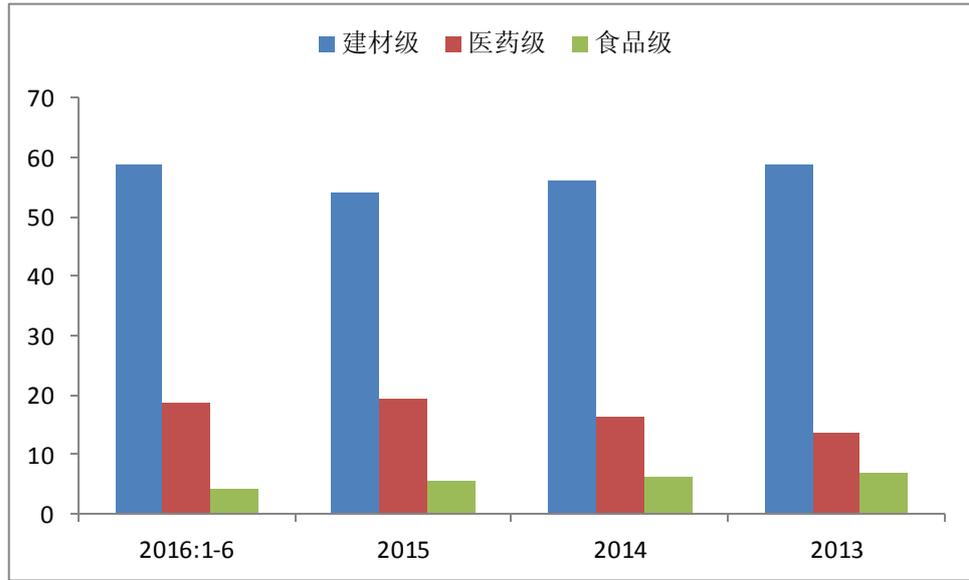
图1: 非离子型纤维素醚用途领域



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

领域包括建材、医药、食品等。2016年1-6月建材级纤维素醚占公司主营业务收入的58.93%, 2013年以来占比均超过50%, 是公司收入的主要来源。

图 2：2013 年以来各类纤维素醚产品收入占比对比情况（%）

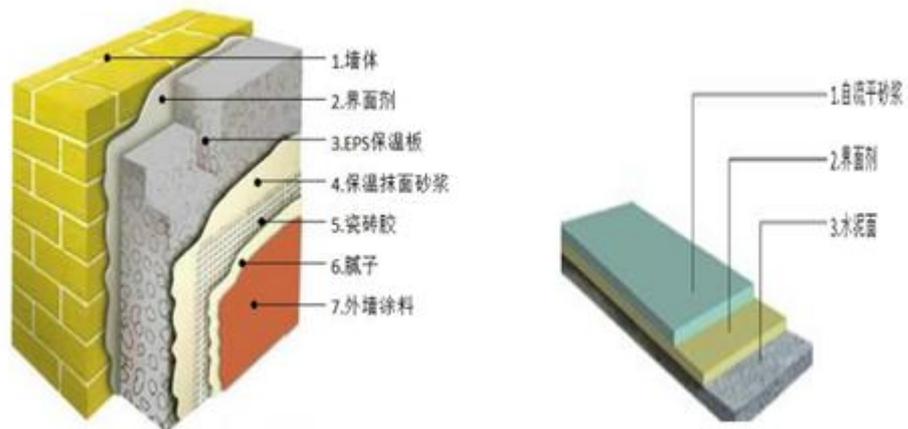


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.1 建材级纤维素醚

纤维素醚被广泛用于改善和优化包括预拌砂浆（含湿拌砂浆和干混砂浆）、PVC 树脂制造、乳胶漆、腻子等在内的建材产品的性能，并间接地应用于各类型建筑工程的砌筑及抹面施工、内外墙装修。

图 3：建材级纤维素醚用途



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在我国北方的寒冷地区，在砌筑墙体和装饰外墙时，一般需要用到墙体砌筑砂浆、界面剂、保温抹面砂浆、瓷砖胶、外墙腻子和外墙涂料等建材；在地板修建时，需要使

用界面剂和自流平砂浆，该等建材中需要添加 0.2%~0.5%的建材级纤维素醚。如果按照目前民用建筑物内外墙和室内装修的技术要求，估算每套房子（按每套住宅平均建筑面积 80 平方米计算）完成室内外装修装饰需耗用约 5 公斤建材级纤维素醚。

图 4：房地产企业 2006-2015 施工面积、竣工面积



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

根据国家统计局数据，2015 年房地产开发企业房屋施工面积 735693 万平方米，据此测算 2015 年对建材级纤维素醚的需求约为 4.6 万吨。

纤维素醚在预拌砂浆中的添加量一般占万分之二左右。根据商务部网站数据，2013 年，全国生产预拌砂浆约 4,122 万吨，同比增长 50%以上。据此计算，2013 年对普通型号建材级纤维素醚的需求量约 8,244 吨。国家强制推广使用预拌砂浆，推动国内市场的预拌砂浆产量和使用量迅速增加，将带动对建材级纤维素醚的需求增长。

公司生产的建材级纤维素醚分为中高端型号和普通型号两大类。在建材级纤维素醚领域，公司以中高端型号的建材级 HPMC 为主，增加包括普通型号建材级 HPMC 在内的产品种类及产销量。

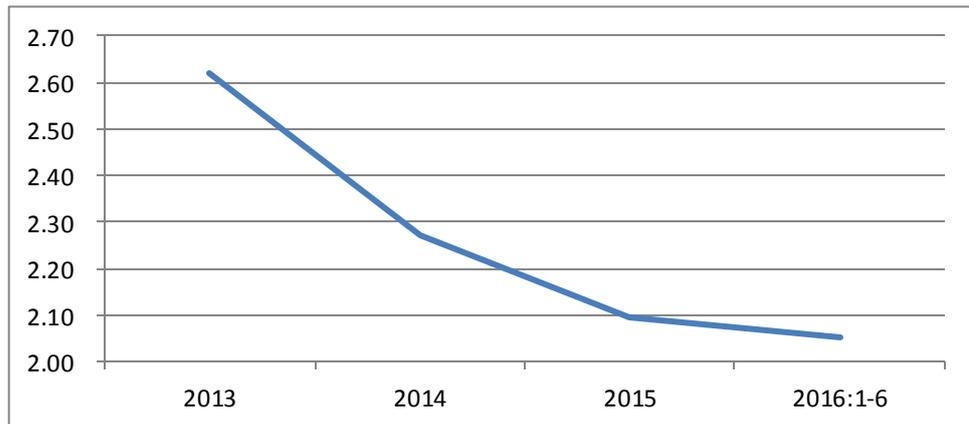
图 5：公司所生产的建材级纤维素醚产品类型与主要用途

公司分类	主要产品型号	主要用途领域
中高端型号	凝胶温度为 75℃ 的建材级 HPMC	干混砂浆系列（保温砂浆、瓷砖粘结剂、自流平、壁纸胶）
	HEMC（凝胶温度高于 75℃）	干混砂浆系列
	PVC 专用 HPMC	聚氯乙烯（PVC）
普通型号	凝胶温度为 60℃ 的建材级 HPMC	湿拌砂浆、普通砂浆和刮墙腻子等

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

一般情况下，大型客户采购建材级纤维素醚的数量较大，对关键理化指标、不同批次产品质量稳定性的要求较高，消费的建材级纤维素醚以中高端型号为主。中高端型号建材级纤维素醚的生产技术难度、生产成本和销售价格通常高于普通型号的产品。

图 6：公司生产建材级纤维素醚产品均价（万元/吨）



资料来源：公司公告东，兴证券研究所

2.2 医药食品级纤维素醚

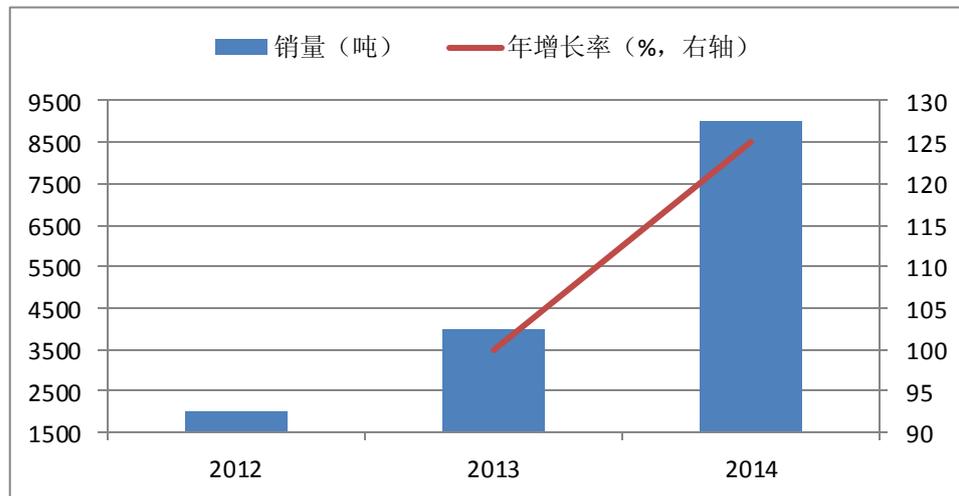
医药级纤维素醚在国内市场的主要应用领域包括薄膜包衣、粘合剂、药膜剂、软膏剂、分散剂、植物胶囊、缓控释制剂等。植物胶囊和缓控释制剂将成为未来国内市场对医药级纤维素醚需求的重要增长点。公司的食品级纤维素醚主要应用于胶原蛋白肠衣和植脂奶油等诸多领域。

医药级纤维素醚是生产纤维素醚植物胶囊的主要原料，占纤维素醚植物胶囊生产原料的 90%以上。目前，全球植物胶囊的年销售量超过 1,000 亿粒，其中 HPMC 植物胶囊的年均增长率超过 25%。此外，医药级纤维素醚还是生产缓控释制剂的关键原料之一。

根据中国纤维素行业协会的统计数据，2012 年、2013 年和 2014 年，我国的医药级纤维素醚销量约 2,000 吨、4,000 吨和 9,000 吨，年平均增长率 116.67%。预计在未来 5 年内，国内外市场对我国医药级纤维素醚需求量的年均增长率很可能超过 20%。

在医药食品级纤维素醚领域，包括公司、湖州展望、山东瑞泰、泸州北方、山东光大、山河药辅等在内的国内本土企业先后进入了医药级纤维素醚细分市场，并在国内市场占有一定份额。公司在 2011 年成功研制出了“缓控释用羟丙基甲基纤维素”并开始小批量供货。

图 7：2012-2014 医药级纤维素醚销量及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

食品级纤维素醚是公认的安全食品添加剂，主要用于烘焙食品、胶原蛋白肠衣、植脂奶油、果汁、酱料、肉类及其他蛋白质产品、油炸食品等。

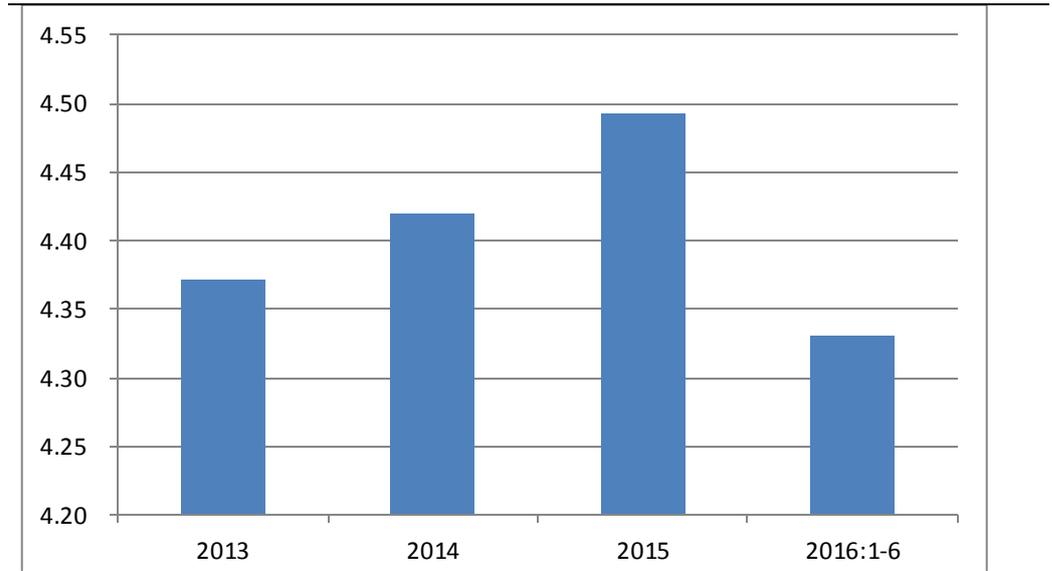
我国的食品级纤维素醚在食品生产中的使用比例较低。主要原因是，国内消费者对纤维素醚作为食品添加剂功能认识的起步较晚，在国内市场仍处于应用推广阶段，加上食品级纤维素醚的售价较高，纤维素醚在我国食品生产中的使用领域较少。

表 1：公司医疗食品级产品用途

医药级	包衣材料、缓控释制剂、膜材、稳定剂、助悬剂、片剂黏合剂、增黏剂、植物胶囊。
食品级	食品，可作为乳化剂、粘结剂、增稠剂和稳定剂。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：公司生产食品医药级纤维素醚单价（万元/吨）

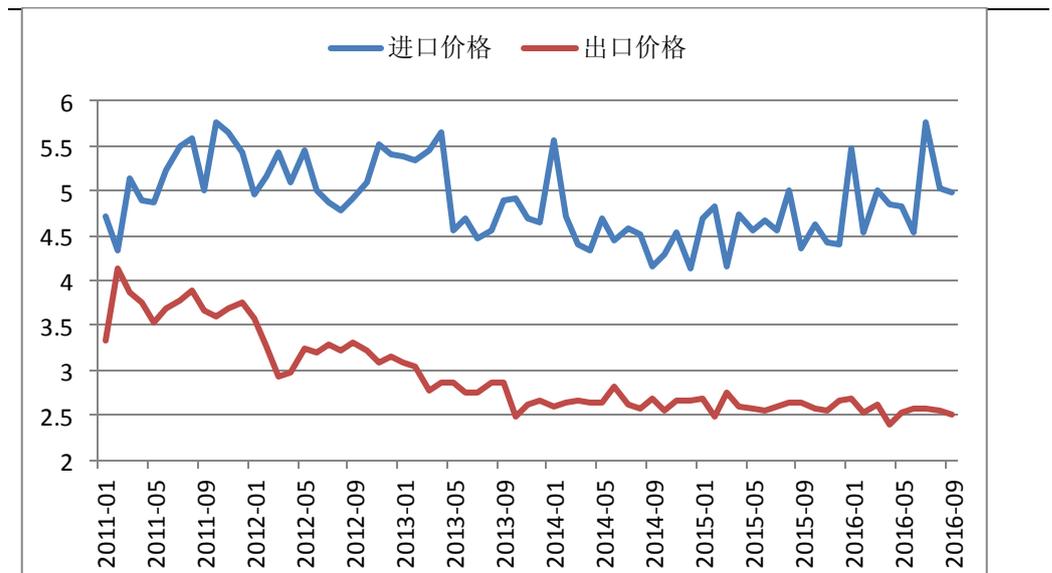


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 行业竞争分散，公司占比高

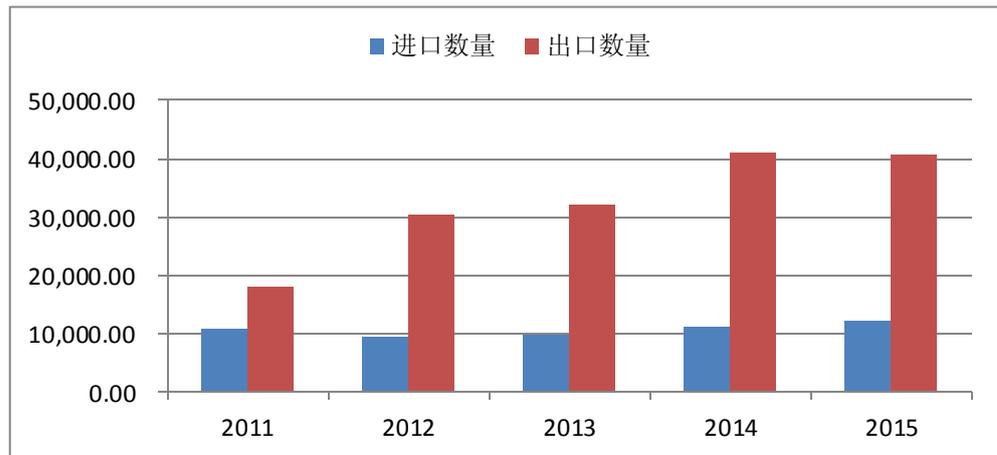
国外大型纤维素醚厂家的销售市场主要集中在欧美及日本等经济发达地区。美国陶氏化学、日本信越、美国赫克力士/亚什兰、韩国三星等跨国企业，是目前全球产量最大的纤维素醚生产企业和纤维素醚高端市场的最主要供应商。我国所需的少部分医药级、食品级产品和高端型号建材级纤维素醚由国外知名企业提供，进口量占国内市场消费总量比例很低。

图 9：2011-2016 年以来我国进出口纤维素醚价格（万元/吨）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 10：2011-2015 年每年我国进出口纤维素醚数量（吨）



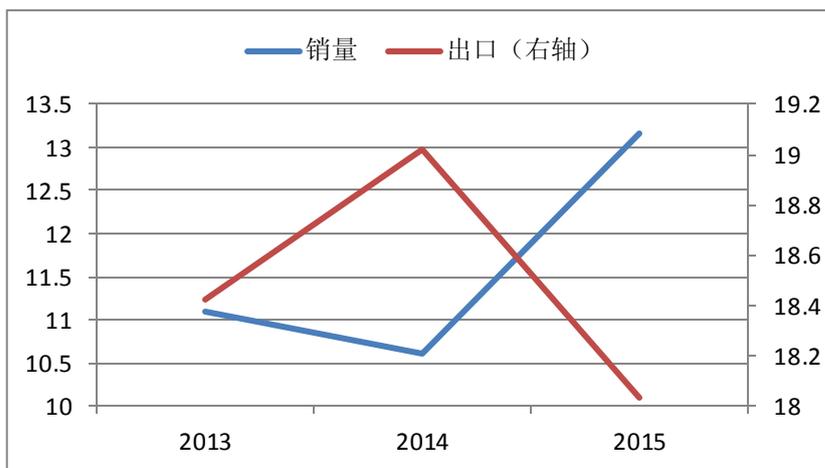
资料来源：wind，东兴证券研究所

中国的纤维素醚产业，竞争力日益增强，已在建材级产品市场形成了巨大的产业规模和本土化优势，基本实现了替代进口，是国内建材级纤维素醚的主要供应商。

目前，非离子型纤维素醚市场处于充分竞争状态。根据中国纤维素行业协会提供的数据，国内产能较大的非离子型纤维素醚生产企业赫克力士天普、山东赫达等企业的总产能超过全国总产能 50%。其他产能在 4,000 吨以下的非离子型纤维素醚小型生产企业众多，除个别企业外，大多生产普通型号建材级纤维素醚，总产能约 10 万吨/年。2014 年我国主要的非离子型纤维素醚生产企业的建材级纤维素醚产能约 19.3 万吨、产量约 13.2 万吨。

根据中国纤维素行业协会对本行业内主要纤维素醚生产企业销量的统计数据、海关进出口统计数据，以及本公司的纤维素醚销量计算，2013 年、2014 年和 2015 年，公司自产纤维素醚的销量占国内主要非离子型纤维素醚企业的销量的比例分别为 11.09%、10.60%和 13.17%；2013 年、2014 年和 2015 年，公司自产纤维素醚出口量占全国非离子型纤维素醚出口量的比例分别为 18.42%、19.02%和 18.03%。

图 11：公司 2013-2015 纤维素醚销量和出口份额（%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 16-18 年净利润 0.5 亿，0.58 亿和 0.61 亿元，EPS 分别为 0.52，0.61 和 0.64 元，首次给予推荐评级。

5. 风险提示

公司产能释放低于预期

表 2: 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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	237	303	637	786	868	营业收入	519	496	550	605	666
货币资金	52	47	333	435	464	营业成本	375	366	411	452	497
应收账款	69	83	92	101	111	营业税金及附加	3	3	4	4	5
其他应收款	4	7	8	9	10	营业费用	21	21	22	24	27
预付款项	13	30	50	73	98	管理费用	38	44	44	48	53
存货	67	100	112	124	136	财务费用	17	11	10	7	10
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2.98	2.60	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	460	478	815	900	926	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	1	1	1	1	投资净收益	0.76	0.39	0.00	0.00	0.00
固定资产	339.81	370.52	613.14	706.06	739.97	营业利润	62	49	60	70	74
无形资产	80	79	71	63	55	营业外收入	3.91	10.37	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.31	0.93	0.00	0.00	0.00
资产总计	697	781	1452	1686	1794	利润总额	66	58	60	70	74
流动负债合计	257	320	875	890	907	所得税	11	10	10	12	13
短期借款	145	189	0	0	0	净利润	55	49	50	58	62
应付账款	71	84	93	103	113	少数股东损益	0	-1	0	0	0
预收款项	10	12	18	24	31	归属母公司净利润	55	49	50	58	62
一年内到期的非	19	19	0	0	0	EBITDA	190	178	161	192	208
非流动负债合计	83	66	125	315	375	EPS (元)	0.77	0.69	0.52	0.61	0.64
长期借款	75	58	118	178	238	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	340	386	1000	1205	1282	成长能力					
少数股东权益	6	5	5	5	5	营业收入增长	12.97%	-4.45%	10.96%	10.00%	10.00%
实收资本(或股	72	72	96	96	96	营业利润增长	-9.59%	-21.48%	22.25%	17.36%	5.87%
资本公积	7	7	7	7	7	归属于母公司净利	0.56%	17.36%	0.56%	17.36%	5.87%
未分配利润	231	264	249	232	213	获利能力					
归属母公司股东	351	390	438	468	498	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	697	781	1443	1678	1786	净利率(%)	10.57%	9.79%	9.01%	9.61%	9.25%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
经营活动现金流	81	66	748	277	160	偿债能力					
净利润	55	49	50	58	62	资产负债率(%)	49%	49%	69%	72%	72%
折旧摊销	111.55	117.73	0.00	114.95	123.95	流动比率	0.92	0.95	0.73	0.88	0.96
财务费用	17	11	10	7	10	速动比率	0.66	0.64	0.60	0.74	0.81
应收账款减少	0	0	-9	-9	-10	营运能力					
预收帐款增加	0	0	6	6	7	总资产周转率	0.79	0.67	0.49	0.39	0.38
投资活动现金流	-91	-77	-310	-200	-150	应收账款周转率	9	7	6	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.41	6.39	6.19	6.17	6.17
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.77	0.69	0.52	0.61	0.64
筹资活动现金流	26	4	-152	24	19	每股净现金流(最新	0.22	-0.10	3.00	1.06	0.30
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.91	5.44	4.59	4.89	5.21
长期借款增加	0	0	60	60	60	估值比率					
普通股增加	0	0	24	0	0	P/E	76.44	85.30	113.49	96.70	91.35
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	12.00	10.81	12.83	12.03	11.29
现金净增加额	16	-7	286	102	29	EV/EBITDA	23.10	24.96	33.69	28.02	25.93

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

虞瑞捷

多年化工行业和中小市值研究经验，2011，2012，2014，2015 年新财富团队成员。2016 年加入东兴证券研究所。

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。