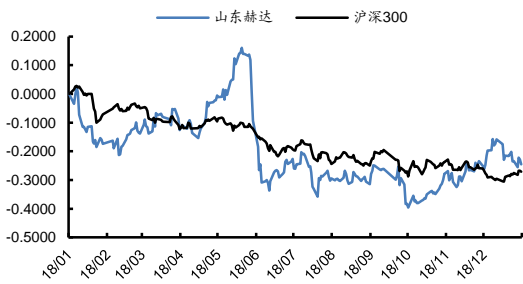


研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
证券分析师：陈博 S0350518010001
010-88576983 chenb05@ghzq.com.cn
联系人：卢昊 S0350118050025
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

非离子纤维素醚龙头，扩产将带来业绩持续增长 ——山东赫达（002810）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
山东赫达	0.7	22.2	-25.7
沪深300	-0.5	2.2	-27.2

市场数据

2019-01-17

当前价格（元）	15.99
52周价格区间（元）	12.32 - 24.59
总市值（百万）	1903.83
流通市值（百万）	981.66
总股本（万股）	11906.40
流通股（万股）	6139.22
日均成交额（百万）	37.35
近一月换手（%）	83.86

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ 我国纤维素醚行业发展较为成熟，但医药级和食品级纤维素醚仍有较大空间。纤维素醚主要有两大类：离子型和非离子型。非离子型纤维素醚较离子型产品在增稠、乳化、成膜、保护胶体、保持水分、粘合、抗敏等方面具有更优良的性能，广泛用于油田开采、乳胶涂料、高分子聚合反应、建筑材料、日用化学品、食品、制药、造纸、纺织印染等领域。目前我国非离子纤维素醚总产能占全球近4成，但从消费结构上看，医药食品级占比不到10%，与全球水平相比仍有差距。从中国海关数据看，2010年初级其他纤维素醚进口量、出口量、进口均价和出口均价分别为1.25万吨、1.64万吨、3686美元/吨和6855美元/吨，2017年初级其他纤维素醚进口量、出口量、进口均价和出口均价分别为1.37万吨、4.41万吨、3752美元/吨和7676美元/吨。可以看出，出口均价远低于进口均价，这反映出高端的食品药品级纤维素醚仍有缺口，而建材级别已经实现进口替代并转向净出口。

■ 国内非离子型纤维素醚龙头，产能居首位，新建2万吨/年产能今年达产放量，业绩高增长。公司主要从事非离子型纤维素醚研发、生产和销售，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。主导产品是纤维素醚系列产品，其他产品包括石墨制化工设备、HPMC植物胶囊、原乙酸三甲酯、双丙酮丙烯酸酰胺等。从2000年开始，公司经过多年的研发和技术积累掌握了具有自主知识产权的规模化生产纤维素醚的核心技术，在纤维素醚的产销规模、生产技术、产品种类、产品质量稳定性和生产环保措施等方面的综合实力方面业内领先。根据调研情况，公司建材级纤维素醚目前产能3.89万吨/年，主要用于干混砂浆、抹灰浆、石膏砂浆、自流平或其他建材的黏合剂、瓷砖粘结剂、涂料等领域。新产能投放后，一方面降低产品单位成本，另一方面将增厚公司业绩。公司是国内少数有能力生产医药级纤维素醚的企业之一，目前产能0.4万吨/年，主要用于包衣材料、缓控释制剂、膜材、稳定剂、助悬剂、片剂黏合剂、增黏剂、植物胶囊等。食品级纤维素醚可作为乳化剂、粘结剂、增稠剂和稳定剂。

■ 公司控股子公司赫尔希胶囊有限公司业绩亮眼，2019年预计仍大幅增长。赫尔希是公司持股86%的子公司，以公司自产的医药级纤维

素醚为原料生产植物胶囊。2018 年年产能 35 亿粒，产销良好，基本通过经销商出口，仅上半年实现营收 3710 万元，净利润 1029 万元。该产品作为国内龙头，目前市场占有率仍偏低，后续提升空间大。预计 2019 新增产线投产后，年总产能将大幅增长，贡献利润也随之增厚。

- **原乙酸三甲酯市场供给突现短期，近期价格大幅上涨，2018 年 11 月公司该产品扭亏为盈，预计 2019 年盈利有望维持。**原乙酸三甲酯用途比较广泛，主要作为生产医药以及农药的化学中间体。比如合成维生素 B1、维生素 A1、磺胺啉等药物中间体，还可用于染料和香料工业，食品添加剂、农药、油漆等生产的原料。根据调研，由于原乙酸三甲酯市场体量比较小，且近期国内同行的装置因不可抗力导致装置停产，市场供应大幅下滑，导致 2018 年年底该产品价格大幅度上涨，公司该产品扭亏为盈。预计在没有新增产能的情况下，该产品 2019 年将会有良好业绩表现。
- **盈利预测和投资评级：**我们看好公司非离子型纤维素醚龙头地位，且新增 2 万吨/年装置达产，控股子公司赫尔希胶囊产能大增，原乙酸三甲酯市场好转。预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 0.74/1.42/1.55 亿元，EPS 分别为 0.62/1.20/1.31 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**公司新建建材级非离子纤维素醚项目市场不及预期风险，子公司赫尔希产品市场不及预期风险，公司产品价格下跌风险，产品出口不及预期风险，汇率大幅波动风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	651	899	1259	1398
增长率(%)	14.2%	38.0%	40.1%	11.1%
归母净利润（百万元）	46	74	142	155
增长率(%)	-4%	59%	93%	9%
摊薄每股收益（元）	0.48	0.62	1.20	1.31
ROE(%)	6.82%	9.82%	16.14%	15.15%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：山东赫达盈利预测表

证券代码:	002810.sz	股票价格:	15.99	投资评级:	增持	日期:	2019/1/17		
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	10%	16%	15%	EPS	0.48	0.62	1.20	1.31
毛利率	22%	24%	26%	26%	BVPS	7.07	6.29	7.39	8.59
期间费率	14%	14%	12%	13%	估值				
销售净利率	7%	8%	11%	11%	P/E	32.99	25.76	13.35	12.24
成长能力					P/B	2.26	2.54	2.16	1.86
收入增长率	14%	38%	40%	11%	P/S	2.35	2.11	1.51	1.36
利润增长率	-4%	59%	93%	9%					
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	0.59	0.70	0.85	0.87	营业收入	651	899	1259	1398
应收账款周转率	4.28	5.19	4.91	4.85	营业成本	510	683	930	1034
存货周转率	4.00	5.52	5.20	4.92	营业税金及附加	8	10	14	15
偿债能力					销售费用	25	36	53	60
资产负债率	39%	41%	41%	36%	管理费用	47	67	78	87
流动比	1.27	1.05	1.28	1.63	财务费用	12	10	11	14
速动比	0.87	0.75	0.91	1.17	其他费用/(-收入)	(3)	(3)	(1)	(1)
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	54	90	173	188
现金及现金等价物	100	109	133	165	营业外净收支	(1)	(1)	(2)	(2)
应收款项	152	173	256	288	利润总额	54	89	171	187
存货净额	127	126	181	213	所得税费用	7	15	29	32
其他流动资产	30	32	51	85	净利润	47	74	142	155
流动资产合计	409	440	622	751	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	344	655	625	608	归属于母公司净利润	46	74	142	155
在建工程	187	57	87	97	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
无形资产及其他	94	94	89	85	经营活动现金流	66	176	113	90
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	47	74	142	155
资产总计	1109	1280	1480	1599	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	156	166	169	172	折旧摊销	46	38	64	61
应付款项	110	164	205	177	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	17	26	32	36	营运资金变动	(26)	64	(93)	(126)
其他流动负债	41	63	79	76	投资活动现金流	(163)	(179)	(87)	(54)
流动负债合计	323	418	486	461	资本支出	(148)	(219)	(64)	(54)
长期借款及应付债券	95	100	102	103	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	11	12	12	12	其他	(15)	40	(22)	(0)
长期负债合计	106	112	114	115	筹资活动现金流	146	11	(6)	(8)
负债合计	429	531	601	576	债务融资	127	15	5	4
股本	96	119	119	119	权益融资	0	0	0	0
股东权益	679	749	880	1022	其它	19	(4)	(11)	(12)
负债和股东权益总计	1109	1280	1480	1599	现金净增加额	48	8	20	28

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，3年券商行研经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。