

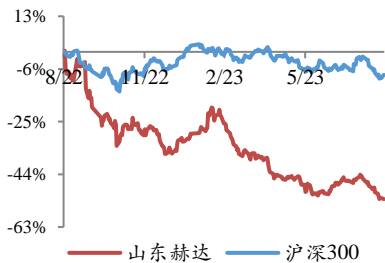
纤维素醚需求复苏，植物胶囊打开成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-29

收盘价（元）	16.41
近 12 个月最高/最低（元）	34.80/16.41
总股本（百万股）	342
流通股本（百万股）	316
流通股比例（%）	92.16
总市值（亿元）	56
流通市值（亿元）	52

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1.Q3 业绩符合预期，打造纤维素醚头部企业 2022-10-31

主要观点：

● 事件描述

8月28日，山东赫达发布了2023年半年报，2023年上半年实现营业收入7.50亿元，同比下降17.30%，实现扣非归母净利润1.58亿元，同比下降29.47%。单季度来看，2023年Q2实现归母净利润0.84亿元，环比增加15.53%，同比下降34.80%。2023年Q2实现扣非归母净利润0.88亿元，环比增加27.08%，同比下降31.11%。

● 地产消费链复苏，公司二季度业绩超预期

地产政策边际改善，二季度环比修复。公司2023年Q2单季度实现营收3.75亿元，同比下降27.19%，环比增加0.10%；实现归母净利润0.84亿元，同比下降34.80%，环比增加15.53%；扣非归母净利润0.88亿元，同比下降31.11%，环比增加27.08%。公司二季度业绩超预期主要源于地产消费链复苏，海外，美国6月新屋开工、营建许可分别为143.4及144万套，2Q23数据较1Q23略有回升，公司纤维素醚具有长期成本优势，供给端新增有限，纤维素醚产品率先受益，二季度出口有所修复。近期国内，政府多次释放促消费、稳经济信号，政策陆续出台下，国内地产链景气度有望得到修复。纤维素醚成本低位运行，公司根据成本灵活下调纤维素醚价格，有望进一步带动需求逐步复苏。

● 纤维素醚持续扩产，稳固行业龙头地位

公司是亚洲纤维素醚龙头企业。公司主要纤维素醚产品包括建材级纤维素醚 (HPMC、HEMC)、医药级纤维素醚 (HPMC) 和食品级纤维素醚 (HPMC)，公司的中高端型号建材级纤维素醚的技术指标已达到国际知名企业的同类产品标准，医药食品级纤维素醚 HPMC 的产品质量达到了中国药典、美国药典、欧洲药典、英国药典、印度药典、食品安全国家标准的相关要求。公司纤维素醚新增3万吨产能已基本建成，现有产能为6.4万吨，在原有产能上半年满产满销的情况下，新产能有望在下半年逐步放量。产能扩张叠加自身产品质量过硬，有利于加速推动国产替代进程，稳固自身龙头地位。

● 植物胶囊一体化优势显著，二代胶囊加速替代进程

公司是全球唯一拥有 HPMC-植物胶囊一体化产业链的企业。医药级 HPMC 是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料，占 HPMC 植物胶囊原料的 90% 以上，公司拥有自主生产医药级 HPMC 的能力，相较于海外对手具有显著的一体化优势。植物胶囊行业遇寒冬后快速出清，目前竞争格局向好，公司现有植物胶囊产能 277 亿粒，目前在植物胶囊领域的市占率在 10% 左右，在建产能 73 亿粒，计划在 2025 年将产能扩展至 500 亿粒。同时，公司正在积极开拓二代植物胶囊，其技术壁垒远高于明胶转化为植物胶囊的门槛，并且有望加速替代明胶胶囊进程，公司利用自身一体化优势持续拓展高附加值产品，未

来有望打开利润增长空间。

● 投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.81、4.77、6.68 亿元，同比增速为 7.8%、25.2%、40.0%。对应 PE 分别为 15、12、8 倍。给予“买入”评级。

● 风险提示

- (1)项目投产进度不及预期;
- (2)原材料价格大幅波动;
- (3)相关政策变动风险;
- (4)国际贸易风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1723	2072	2497	3043
收入同比 (%)	10.4%	20.2%	20.5%	21.8%
归属母公司净利润	354	381	477	668
净利润同比 (%)	7.4%	7.8%	25.2%	40.0%
毛利率 (%)	34.2%	33.6%	34.1%	37.1%
ROE (%)	18.8%	17.7%	18.1%	20.2%
每股收益 (元)	1.04	1.11	1.39	1.95
P/E	21.56	14.74	11.77	8.41
P/B	4.08	2.60	2.13	1.70
EV/EBITDA	17.40	8.48	6.77	4.40

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	858	917	2099	2740	营业收入	1723	2072	2497	3043
现金	151	443	991	1968	营业成本	1134	1376	1646	1913
应收账款	367	116	635	255	营业税金及附加	16	18	22	27
其他应收款	21	17	33	28	销售费用	25	29	34	42
预付账款	21	28	34	38	管理费用	120	132	160	197
存货	242	276	358	383	财务费用	-18	21	20	17
其他流动资产	55	38	49	67	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	2474	2569	2483	2314	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	37	48	59	71	投资净收益	35	25	34	43
固定资产	802	1929	1758	1580	营业利润	411	442	552	773
无形资产	184	184	184	184	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1451	408	482	479	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	3331	3486	4582	5054	利润总额	410	440	551	771
流动负债	1035	911	1529	1332	所得税	56	58	73	103
短期借款	230	285	342	395	净利润	354	382	478	669
应付账款	517	215	710	387	少数股东损益	0	1	0	1
其他流动负债	287	411	477	550	归属母公司净利润	354	381	477	668
非流动负债	415	415	415	415	EBITDA	467	688	789	1004
长期借款	358	358	358	358	EPS (元)	1.04	1.11	1.39	1.95
其他非流动负债	57	57	57	57					
负债合计	1450	1326	1944	1747					
少数股东权益	0	1	1	2					
股本	342	342	342	342					
资本公积	133	133	133	133					
留存收益	1406	1685	2162	2831					
归属母公司股东权益	1882	2160	2637	3306					
负债和股东权益	3331	3486	4582	5054					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	300	686	647	999	成长能力				
净利润	354	382	478	669	营业收入	10.4%	20.2%	20.5%	21.8%
折旧摊销	105	250	250	257	营业利润	9.3%	7.3%	25.1%	39.9%
财务费用	0	22	24	27	归属于母公司净利	7.4%	7.8%	25.2%	40.0%
投资损失	-35	-25	-34	-43	获利能力				
营运资金变动	-132	54	-74	87	毛利率 (%)	34.2%	33.6%	34.1%	37.1%
其他经营现金流	493	330	554	584	净利率 (%)	20.5%	18.4%	19.1%	22.0%
投资活动现金流	-487	-323	-132	-47	ROE (%)	18.8%	17.7%	18.1%	20.2%
资本支出	-468	-334	-151	-75	ROIC (%)	12.6%	13.5%	13.9%	15.9%
长期投资	-22	-15	-14	-15	偿债能力				
其他投资现金流	3	25	34	43	资产负债率 (%)	43.5%	38.0%	42.4%	34.6%
筹资活动现金流	197	-71	33	26	净负债比率 (%)	77.0%	61.4%	73.7%	52.8%
短期借款	35	54	57	53	流动比率	0.83	1.01	1.37	2.06
长期借款	176	0	0	0	速动比率	0.57	0.67	1.11	1.73
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.61	0.62	0.63
其他筹资现金流	-15	-125	-24	-27	应收账款周转率	5.18	8.57	6.65	6.84
现金净增加额	16	292	548	977	应付账款周转率	2.90	3.76	3.56	3.49
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.04	1.11	1.39	1.95
					每股经营现金流薄)	0.88	2.00	1.89	2.92
					每股净资产	5.49	6.31	7.70	9.65
					估值比率				
					P/E	21.56	14.74	11.77	8.41
					P/B	4.08	2.60	2.13	1.70
					EV/EBITDA	17.40	8.48	6.77	4.40

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。