太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2018-12-24

公司点评报告

买入/首次

山东赫达(002810)

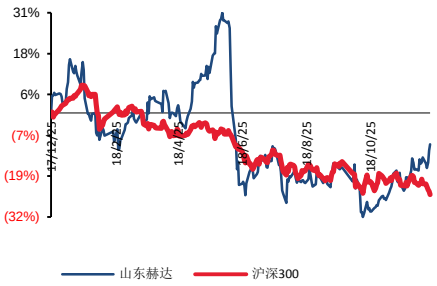
目标价：22.8

昨收盘：17.0

材料 材料II

非离子纤维素醚产业链龙头，植物胶囊快速发展，业绩高增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	119/61
总市值/流通(百万元)	2,024/1,044
12 个月最高/最低(元)	29.51/12.81

相关研究报告：

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：杨伟

电话：010-88695130

E-MAIL：yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

摘要：公司为非离子型纤维素醚产业链细分行业龙头，不断优化产品结构，处于产能扩张期，业绩高增长，2018-2020 年归母净利润 CAGR 达 48.4%，首次覆盖，给与“买入”评级。

主要观点：

1. 非离子纤维素醚产业链龙头，扩能带来业绩高增长

公司从 2000 年开始进入非离子型纤维素醚行业，掌握核心技术，主要产品包括建材级纤维素醚（HPMC）、医药食品级纤维素醚（HPMC）等。**新增 2 万吨/年建材级纤维素醚改建项目于 2018 年 9 月试生产后，公司目前拥有年产能建材级纤维素醚 38900 吨，医药及食品级纤维素醚 4000 吨，总计 42900 吨，同比+87%，维持国内龙头地位。**总体而言，过去几年，公司建材级产品营收占比较大，但毛利率呈下降趋势，随着环保趋严，同行落后产能的淘汰，同时规模效益增加，预计目前 16%的毛利率下行压力有限。医药及食品级产品毛利率相对稳定，维持在 35%以上。

公司积极拓展纤维素醚下游高端应用，已掌握 HPMC 植物胶囊大规模生产技术，毛利率有望明显提升，拥有植物胶囊产能 35 亿粒/年，新增 50 亿粒/年产能预计 2019 年内分批陆续投产，届时总计产能 85 亿粒/年，同比+143%，国内第一。

同时，公司拥有 5000 吨/年原乙酸三甲酯、1000 吨/年双丙酮丙烯酰胺、石墨类化工设备产能，营收占比较小。由于同行山东淄博万昌原乙酸三甲酯装置停产，预计 2019 年该产品盈利提升。

2018 年三季报，公司实现营业收入 6.63 亿元，同比+39.05%，归母净利润 0.57 亿元，同比+50.19%；其中 Q3 单季度实现营业收入 2.39 亿元，同比+45.76%，归母净利润 0.25 亿元，同比+154.05%。我们认为业绩增长主要来自（1）销量增加；（2）植物胶囊毛利率提升；（3）汇兑收益。

2. 小行业，大空间，植物胶囊快速发展

纤维素醚有“工业味精”之称，具有溶液增稠性，良好水溶性，悬浮或乳胶稳定性，保护胶体作用，改性效果良好，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。行业需求增速在 10%以上。**除了传统应用，HPMC 植**

物胶囊性能优良，但在我国产业起步晚，还是一个新兴产业，产量和消费量小，市场需求潜力大。预计公司下一步重点优化产品结构，提升产品附加值，重点提高高毛利率的医药及食品级纤维素醚、植物胶囊占比。公司储备土地充足，远期规划植物胶囊产能 350 亿粒/年。

3.盈利预测及评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 0.71 亿元、1.18 亿元和 1.51 亿元，对应 EPS 0.60 元、0.99 元和 1.27 元，PE 28.4X、17.2X 和 13.4X。**考虑公司为非离子型纤维素醚与植物胶囊龙头，处于产能扩张期，业绩高增长，2018-2020 年归母净利润 CAGR 达 48.4%，首次覆盖，给与“买入”评级。**

风险提示：原材料及产品价格大幅波动、汇兑。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	651	875	1,144	1,392
(+/-%)	14.2%	34.4%	30.7%	21.6%
净利润(百万元)	46	71	118	151
(+/-%)	-3.9%	53.6%	65.8%	28.3%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.60	0.99	1.27
市盈率(PE)	43.7	28.4	17.2	13.4

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表				单位：百万元
会计年度	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
货币资金	100	188	294	431
应收票据	28	28	28	28
应收账款	122	163	214	260
预付账款	13	17	22	27
存货	127	168	216	260
其他流动资产	19	19	19	19
流动资产合计	409	584	792	1,025
其他长期投资	9	9	9	9
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	344	296	255	219
在建工程	206	206	206	206
无形资产	94	94	94	94
其他非流动资产	47	47	47	47
非流动资产合计	699	652	610	575
资产合计	**1,109**	**1,236**	**1,403**	**1,600**
短期借款	156	156	156	156
应付票据	0	0	0	0
应付账款	110	145	186	224
预收款项	17	23	29	36
其他应付款	2	2	2	2
一年内到期的非流动	23	23	23	23
其他流动负债	15	15	15	15
流动负债合计	323	364	412	456
长期借款	95	100	100	100
应付债券	0	10	10	10
其他非流动负债	11	11	11	11
非流动负债合计	106	121	121	121
负债合计	**429**	**485**	**533**	**577**
归属母公司所有者权	675	746	864	1,016
少数股东权益	4	5	6	7
所有者权益合计	679	751	870	1,023
负债和股东权益	**1,109**	**1,236**	**1,403**	**1,600**

现金流量表				单位：百万元
会计年度	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
经营活动现金流	96	74	111	146
现金收益	101	132	170	200
存货影响	-2	-40	-48	-44
经营性应收影响	-6	-56	-58	-54
经营性应付影响	18	41	48	45
其他影响	-14	-2	-1	-1
投资活动现金流	-203	2	2	1
资本支出	-211	2	2	1
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	8	0	0	0
融资活动现金流	132	12	-8	-10
借款增加	145	15	0	0
财务费用	-12	-3	-8	-10
股东融资	-2	0	0	0
其他长期负债变化	1	0	0	0

利润表				单位：百万元
会计年度	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
营业收入	651	875	1,144	1,392
营业成本	510	672	864	1,042
营业税金及附加	8	11	14	17
销售费用	25	28	37	45
管理费用	47	67	80	97
财务费用	12	3	8	10
资产减值损失	3	10	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	54	85	138	177
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1
利润总额	54	83	137	176
所得税	7	11	18	23
净利润	47	72	119	153
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	46	71	118	151
NOPLAT	54	85	129	165
EPS（摊薄）	0.39	0.60	0.99	1.27

主要财务比率				
会计年度	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
成长能力				
营业收入增长率	14.2%	34.4%	30.7%	21.6%
EBIT增长率	-6.3%	57.9%	52.5%	27.5%
归母公司净利润增长率	-3.9%	53.6%	65.8%	28.3%
获利能力				
毛利率	21.7%	23.2%	24.5%	25.1%
净利率	7.2%	8.2%	10.4%	11.0%
ROE	6.9%	9.5%	13.7%	14.9%
ROIC	7.2%	10.1%	13.5%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	38.7%	39.2%	38.0%	36.1%
债务权益比	42.1%	40.0%	34.5%	29.4%
流动比率	126.7%	160.6%	192.4%	224.5%
速动比率	87.3%	114.4%	140.0%	167.5%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转天数	67	67	67	67
应付账款周转天数	77	77	77	77
存货周转天数	90	90	90	90
每股指标（元）				
每股收益	0.39	0.60	0.99	1.27
每股经营现金流	0.80	0.63	0.93	1.23
每股净资产	5.67	6.27	7.26	8.53
估值比率				
P/E	43.7	28.4	17.2	13.4
P/B	3.0	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	21.4	16.1	12.3	10.3

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。