



2019 年 01 月 27 日

买入(首次评级)

当前价: 17.45 元

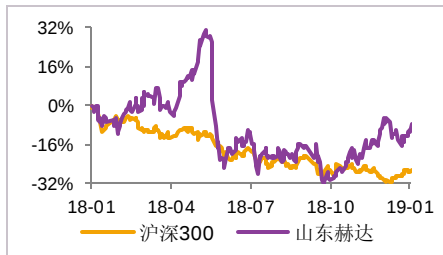
分析师: 于庭泽

执业编号: S0300518070002

电话: 010-66235689

邮箱: yutingze@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	651.4	913.1	1336.	1630.
(+/-) %	14.2	40.2	46.4	21.9
归母净利润	46.3	71.3	133.7	176.4
(+/-) %	-3.9%	53.8	87.6	32.0
EPS(元)	0.48	0.60	1.12	1.48
P/E	36.0	29.2	15.5	11.8

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

山东赫达(002810.SZ)

【联讯化工】山东赫达公司深度报告-国内非离子纤维素醚龙头，打破产能瓶颈业绩爆发在即

投资要点

◇ 公司是国内非离子纤维素醚行业龙头

公司主要产品为非离子纤维素醚，具备同时生产建材级、医药级和食品级纤维素醚能力，技改扩产完成后产能达到 4 万吨/年，是国内非离子纤维素醚行业龙头。

◇ 技改扩建完成，打破产能瓶颈

公司原有纤维素醚产能 2.3 万吨/年，由于需求旺盛，自产产品供不应求，公司通过贸易外购弥补产能缺口，贸易收入占比不断提升；随着 18 年 9 月 20000 吨/年纤维素醚技改扩建项目完成投入试生产，产能有望充分释放，打破产能瓶颈。

◇ 布局下游植物胶囊市场，提升盈利能力

植物胶囊是医药级纤维素醚的重要下游，产品利润率高。公司积极布局植物胶囊市场，成立子公司山东赫尔希胶囊有限公司，随着赫尔希产能逐步释放，不仅有效利用公司自产纤维素醚，同时极大提升了公司盈利能力。18 年上半年赫尔希实现收入 3709.7 万元，净利润达到 1028.8 万元，净利率达到 27.7%，利润占比近 1/3。

◇ 看好公司新产能投放以及产业链的纵向布局，首次覆盖予以“买入”评级

公司深耕纤维素醚行业，产品线完备，全面覆盖建材级、医药级以及食品级产品生产，并延伸拓展产业链至下游植物胶囊领域提升盈利能力，随着新建产能达产，公司业绩有望大幅释放，预计公司 18-20 年实现归母净利润 0.71/1.34/1.76 亿，同比增速 53.8%/87.6%/32.0%，EPS0.60/1.12/1.48 元，对应 PE29.2/15.5/11.8 倍，首次覆盖予以“买入”评级。

◇ 风险提示

原材料价格波动、需求不达预期



投资要件

区别于市场的看法

市场对于公司新产能投放后的产能利用率存在疑问。我们认为一方面公司过去产品一直供不应求，需要通过贸易弥补产能缺口，新产能投放后可以打破产能瓶颈；另外公司打通产业链下游，布局植物胶囊领域，随着植物胶囊子公司产能逐步释放，可以有效去化公司新增产能，同时提升公司整体盈利能力。

盈利预测与投资评级

预计 2018/2019/2020 年公司归母净利将达到 0.71/1.34/1.76 亿，同比增速 53.8%/87.6%/32.0%，对应 PE29.2/15.5/11.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

我们考虑了未来纤维素醚产销量的增长，包括植物胶囊产能的逐步释放，主要假设如下

产品	2018	2019	2020
建材级纤维素醚			
单价(万元/吨, 不含税下同)	2.33	2.33	2.33
销量(吨)	20,000	30,000	35,000
毛利率	17.41%	17.41%	17.41%
医药食品级纤维素醚			
单价(万元/吨)	4.91	4.91	4.91
销量(吨)	3,500	6,000	7,500
毛利率	35.96%	35.96%	35.96%
植物胶囊			
单价(元/万粒)	219.83	219.83	219.83
销量(亿粒)	30.00	65.00	100.00
毛利率	45.10%	45.10%	45.10%

股价上涨的催化因素

- 1、植物胶囊（赫尔希公司）销量爆发，业绩持续释放
- 2、公司重大合同订单签订
- 3、公司医药食品级纤维素醚新客户开拓



目 录

一、非离子纤维素醚行业龙头，优势显著	5
二、非离子型纤维素醚行业概况	7
（一）产业链上游：精制棉成本占比较高	8
1、棉短绒：价格持续回落，纤维素醚生产成本降低	9
2、木浆：精制棉的替代品	9
（二）产业链下游：非离子型纤维素醚应用领域广泛，前景广阔	11
1、建材级纤维素醚：符合国家产业政策对新型建筑材料节能、环保发展方向的要求	11
2、医药级纤维素醚：植物胶囊前景广阔	13
3、食品级纤维素醚：公认的安全食品添加剂	15
（三）中国纤维素醚产量高，出口增加，进口替代明显	16
（四）全球非离子型纤维素醚产能主要集中于国外企业，国内企业产能分散，集中度低	18
三、公司主要看点	19
（一）技改扩建完成，打破产能瓶颈	19
（二）签订重大出口合同，布局下游植物胶囊市场，有利于公司充分消化新增产能	20
四、盈利预测与投资建议	21

图表目录

图 1： 山东赫达股权结构	5
图 2： 山东赫达营业收入（万元）与归母净利润（万元）	6
图 3： 山东赫达盈利能力开始回暖	6
图 4： 山东赫达公司利润水平有所上升	6
图 5： 山东赫达公司三费率下降	6
图 6： 山东赫达公司偿债能力上升	6
图 7： 山东赫达公司产业结构	7
图 8： 山东赫达公司纤维素醚产业分布	7
图 9： 非离子型纤维素醚用途	8
图 10： 纤维素醚产业链	8
图 11： 棉短绒价格走势（元/吨）	9
图 12： 棉短绒出口情况	9
图 13： 棉短绒进口情况	9
图 14： 2017 年我国进口棉短绒分地区进口额占比	9
图 15： 木浆价格走势（元/吨）	10
图 16： 木浆供需情况	10
图 17： 全球木浆库存及出运量	10
图 18： 我国非离子型纤维素醚行业需求结构图	11



图 19: 墙体结构剖面图	12
图 20: 地板结构剖面图	12
图 21: 房地产施工面积和竣工面积.....	12
图 22: 房地产投资情况	12
图 23: 全国预拌砂浆产量（万吨）	13
图 24: 全国涂料（油漆）产量.....	13
图 25: 建房及装修材料类居民消费价格指数(上年=100).....	13
图 26: 全球药用空心胶囊需求量分布	15
图 27: 中国药用空心胶囊需求量（亿粒）	15
图 28: 中国纤维素醚产量和销量	17
图 29: 全球纤维素醚产量及中国产量占比	17
图 30: 国内非离子纤维素醚产能情况	17
图 31: 纤维素醚进出口情况	17
图 32: 中国初级其它纤维素醚（MC、HEC、HPC、HEMC 和 HPMC）进口量和出口量（万吨）	17
图 33: 非离子型纤维素醚各产品的产能占比.....	18
图 34: 公司贸易收入占比逐年提升.....	19
图 35: 2016-2020 年赫达公司纤维素醚产能投放进度（吨）	20
图 36: 公司出口收入占比情况.....	21
图 37: 子公司赫尔希胶囊有限公司经营业绩情况.....	21
附录: 公司财务预测表（百万元）	23
表 1: 非离子型纤维素醚和离子型纤维素醚性能比较.....	7
表 2: 建材领域具体用途和作用.....	11
表 3: 纤维素醚在医药领域的具体用途和作用.....	13
表 4: 植物胶囊与传统动物胶囊的对比.....	15
表 5: 食品领域具体用途和作用.....	16
表 6: 国外非离子型纤维素醚产品主要生产厂家.....	19
表 7: 国内非离子型纤维素醚产品主要生产厂家.....	19
表 8: 公司重大经营合同.....	21



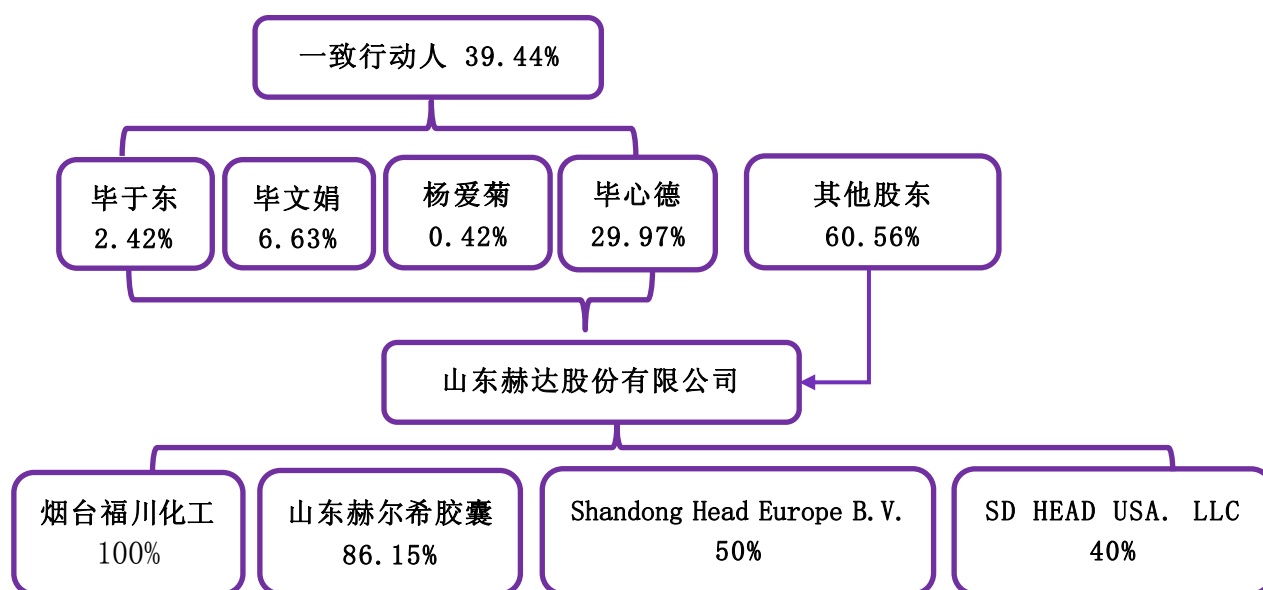
一、非离子纤维素醚行业龙头，优势显著

山东赫达自 1992 年成立以来，致力于水溶性高分子化合物的研发、生产和销售，主要产品是非离子型纤维素醚，公司能够自主研发并大规模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。公司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，在国内同行业企业中名列前茅。

公司是国内非离子纤维素醚的龙头企业。赫达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，公司具有 1.89 万吨/年的建材级纤维素醚产能以及 0.4 万吨/年的医药食品级纤维素醚产能，领先国内其他企业，在非离子纤维素醚行业稳居龙头地位。2018 年 9 月试生产的 2 万吨纤维素醚改建项目产能有望进一步提升公司市占率，产品更加高端化。

山东赫达股权结构稳定。山东赫达的实际控制人是毕心德，持有公司 29.97%的股份，毕心德与杨爱菊、毕于东、毕文娟为公司一致行动人，合计持股占比 39.44%；公司控股赫尔希胶囊公司与福川化工公司，并在美国与欧洲参股两家公司，股权具体结构如下：

图1： 山东赫达股权结构

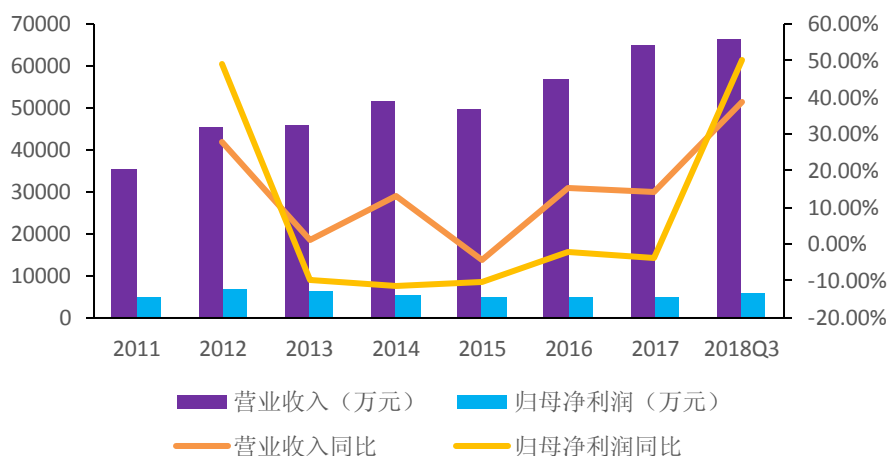


资料来源：公司公告、联讯证券

公司自 2015 年以来逐步走出行业低迷局势，业绩稳步提升。2018 年前三季度归母净利润 5681.86 万元，超过 2017 年全年利润总和，较 2017 年前三季度净利润同比提升 50.19%。公司预告 2018 年总归母净利润 6021-7874 万元，增幅位于 30%至 70%之间，相较同行业公司来说处在高速增长的状态。



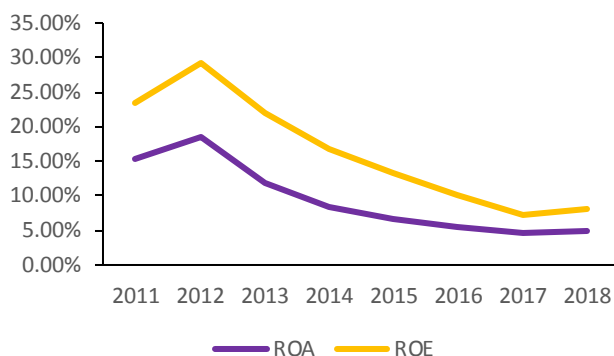
图2： 山东赫达营业收入（万元）与归母净利润（万元）



资料来源: wind、联讯证券

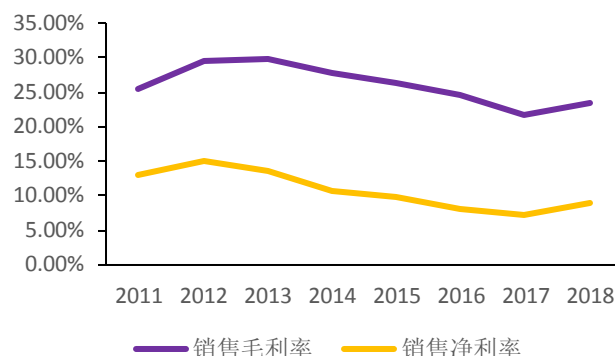
新增产能逐步释放，盈利能力开始回暖。在 2012 年公司 ROE 到达 30% 的高值后，直到 17 年资本回报率一直呈现下降的趋势，利润率同样有所下降。自 2018 年起随着植物胶囊等高附加值品种市场逐步打开，公司盈利能力开始回升，资本回报率和利润率均有提升；此外三费率自 2015 年以来逐渐下降，显示出公司良好成本控制能力。

图3： 山东赫达盈利能力开始回暖



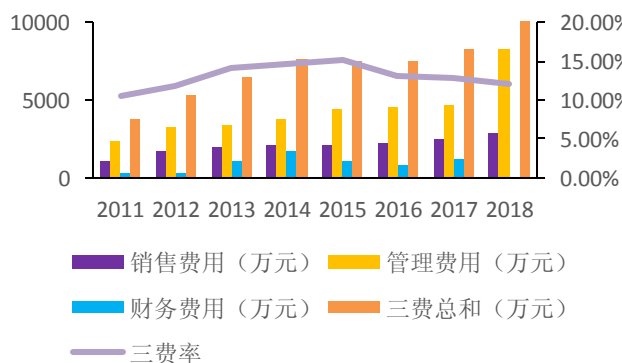
资料来源: wind、联讯证券

图4： 山东赫达公司利润水平有所上升



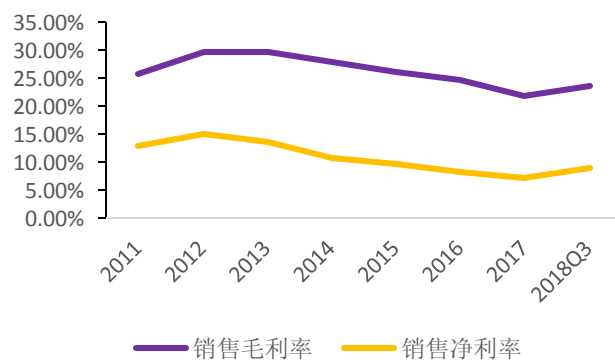
资料来源: wind、联讯证券

图5： 山东赫达公司三费率下降



资料来源: wind、联讯证券

图6： 山东赫达公司偿债能力上升

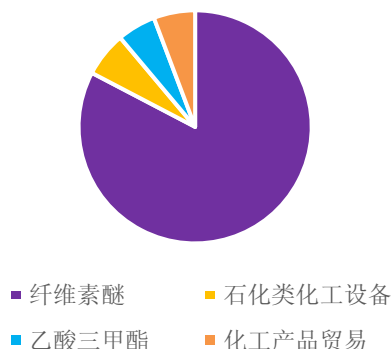


资料来源: wind、联讯证券



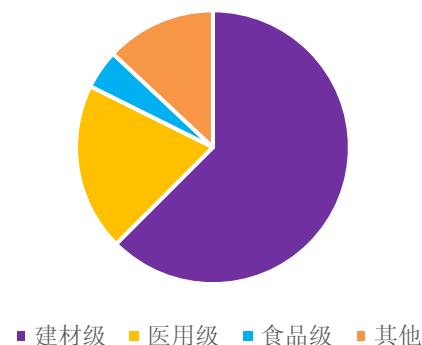
公司产品结构完善，产业链多元化布局。公司主营非离子纤维素醚，并生产石墨化工设备、原乙酸三甲酯、双丙酮丙烯酰胺等，同时以自产医药级纤维素醚为原料生产 HPMC 植物胶囊，形成了产业链的横向纵向多元化布局，且主营业务纤维素醚以建材级为主、医药食品级为辅，有效减少了产品单一的经营风险。

图7： 山东赫达公司产业结构



资料来源：wind、联讯证券

图8： 山东赫达公司纤维素醚产业分布



资料来源：wind、联讯证券

二、非离子型纤维素醚行业概况

纤维素醚分为离子型纤维素醚和非离子型纤维素醚。离子型纤维素醚包括 CMC 及其改性产品 PAC，非离子型纤维素醚主要包括 HPMC、HEMC、HEC、MC、HPC、EC 等。非离子型纤维素醚行业上游原材料主要为精制棉和米浆，下游应用主要在建材、医疗、食品等方面。

表1： 非离子型纤维素醚和离子型纤维素醚性能比较

		离子型纤维素醚（CMC）	非离子型纤维素醚如 HPMC
性能	耐温性	CMC 水溶液在 50℃以下时具有良好的稳定性，但当达到 50℃以上，则其性能容易受到破坏性打击而失效	有些凝胶温度高的 HPMC 在温度达到其溶液的沸点，其性能仍不会受到破坏，当温度再次降低时，性质再次显现。
	耐盐性	CMC 在不同金属离子、不同 PH 值的环境下的性质变化较大。	HPMC 在不同 PH 值、不同金属离子的环境中性质更加稳定。同时，非离子型纤维素醚还具有相对更好的物理、化学和生物稳定性，性能受外界条件影响较小，具有绝佳的水分保持能力，应用于建材时优势明显。HPMC 水溶液具有表面活性，产生的烷基醚具有独特的热凝胶化作用，可用于部分特殊场合的应用。
应用领域		离子型纤维素醚 CMC 及其改性产品 PAC 等具有较好的水溶性、增稠、黏结、成膜、保护胶体、保持水分及分散稳定性等特性。离子型纤维素醚的生产工艺成熟、制取容易且成本相对较低，主要用于食品添加剂、石油钻井的抑制剂和降失水剂、日化助剂，涂料、粘合剂、日用化工、环氧树脂固化剂、感光树脂助剂、纺织助剂、医疗卫生等领域，产销量较大。	非离子型纤维素醚包括 HPMC、HEMC、HEC、MC、HPC、EC 等，其中使用量最大的是 HPMC、HEMC 和 HEC，可作为成膜剂、胶黏剂、分散剂、保水剂、增稠剂、乳化剂和稳定剂等助剂，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，非离子型纤维素醚使用量最大的是建材领域，主要应用于预拌砂浆、粘结剂、PVC、腻子等。

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

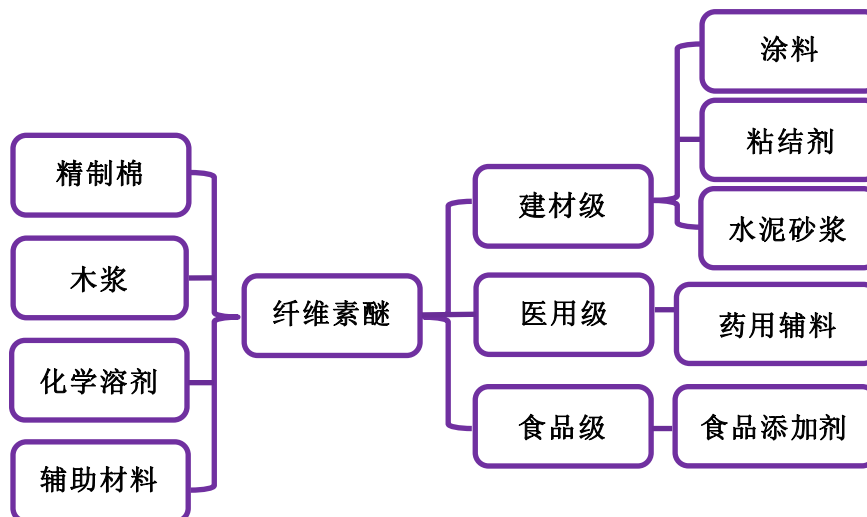


图9： 非离子型纤维素醚用途



资料来源：公司招股说明书、联讯证券

图10： 纤维素醚产业链



资料来源：公司公告、联讯证券

（一）产业链上游：精制棉成本占比较高

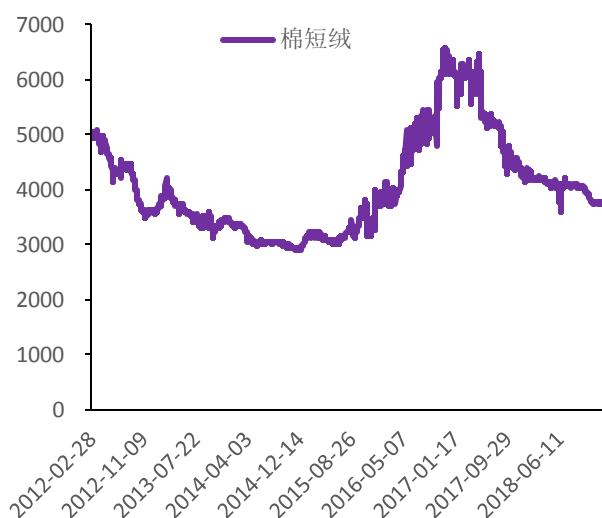
生产纤维素醚的主要原材料为精制棉或木浆。其他原料包括部分化学溶剂，例如环氧丙烷、甲苯、氯甲烷、液碱、片碱等。作为主要原料的精制棉和木浆受种植、气候、供求形势的影响较大，价格具有一定的波动性。原材料的价格波动以及供需格局在一定程度上影响着纤维素醚生产企业的成本和产品售价。其中，精制棉在纤维素醚生产的成本中占比较高，2013 年至 2015 年，精制棉成本在建材级纤维素醚的生产总成本占比依次为 32.72%、30.59%、31.73%。精制棉的主要原材料是棉短绒，因而它们的价格会呈现出一定的联动关系。



1、棉短绒：价格持续回落，纤维素醚生产成本降低

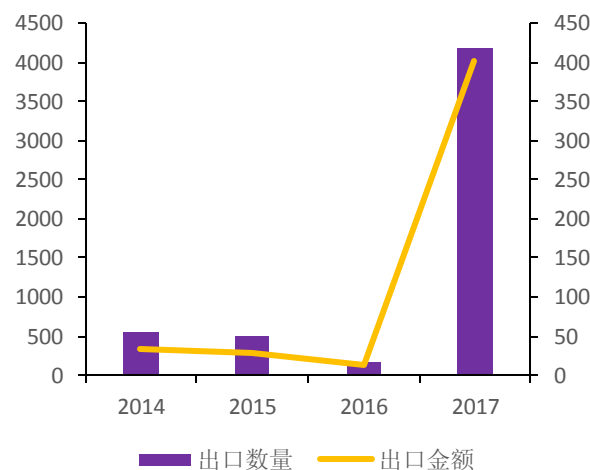
棉短绒价格持续回落。棉短绒是棉花生产过程中的一种副产品，可用于生产棉浆、精制棉等。棉短绒的价格会在一定程度上影响精制棉的价格。2014 年至 2016 年，国内棉短绒价格持续上涨，我国棉短绒进口逐渐增加，出口降低；然而自 2017 年起，受中储粮对棉花去库存政策的影响，国内棉价持续下滑，棉短绒价格也同时回落，我国棉短绒的出口量大幅上升，进口大幅下跌。

图11： 棉短绒价格走势（元/吨）



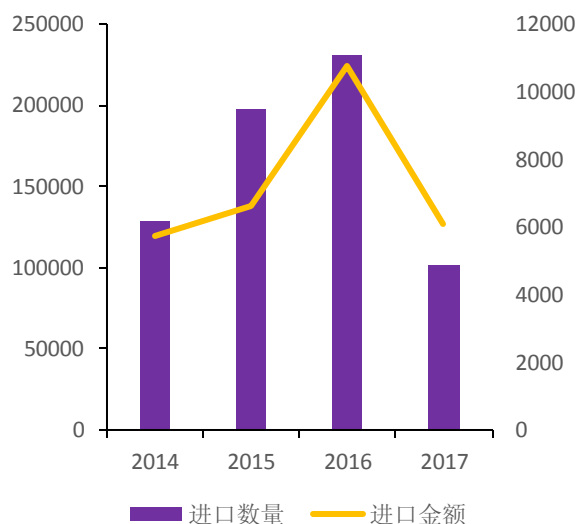
资料来源：wind、联讯证券

图12： 棉短绒出口情况



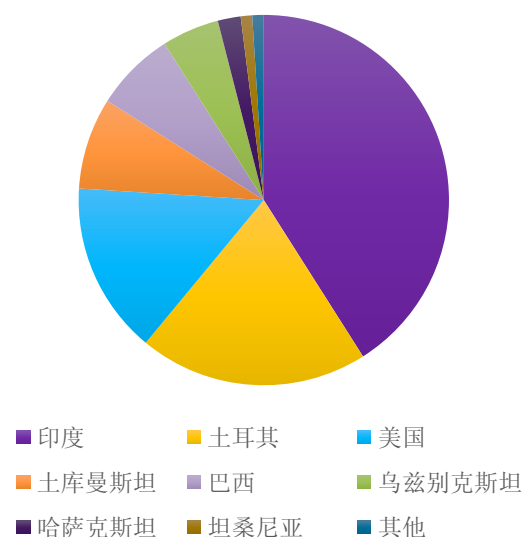
资料来源：中国产业信息网、联讯证券

图13： 棉短绒进口情况



资料来源：中国产业信息网、联讯证券

图14： 2017 年我国进口棉短绒分地区进口额占比



资料来源：我的农产品网、联讯证券

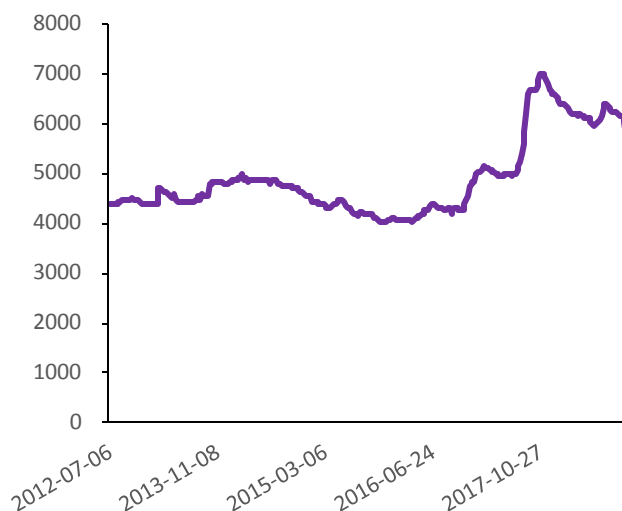
2、木浆：精制棉的替代品

国内木浆供不应求，严重依赖进口。2016 年以来，棉短绒的价格波动剧烈，不利于纤



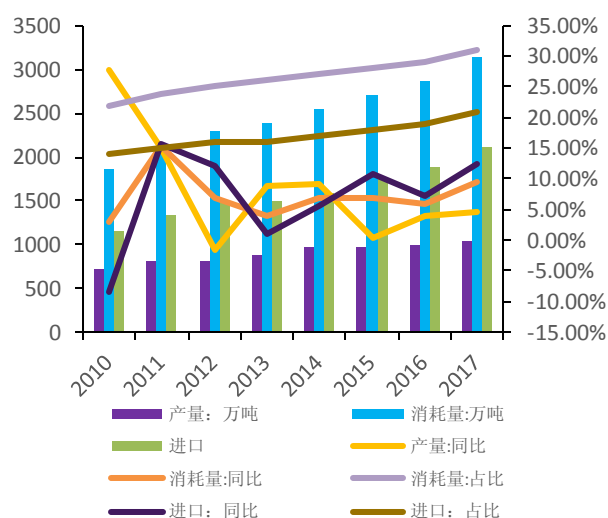
纤维素醚生产企业控制生产成本和提高盈利能力。当棉短绒价格较高而木浆价格较低时，企业可采用木浆作为精制棉的替代品用于降低成本。木浆是以木材为原料制成的纸浆。亚洲为最大木浆消耗地区，其中中国消耗量居首位。国内木浆产量不能满足消费需求，产能的不足直接导致了严重的进口依赖。我国是世界上最大的木浆进口国。

图15: 木浆价格走势(元/吨)



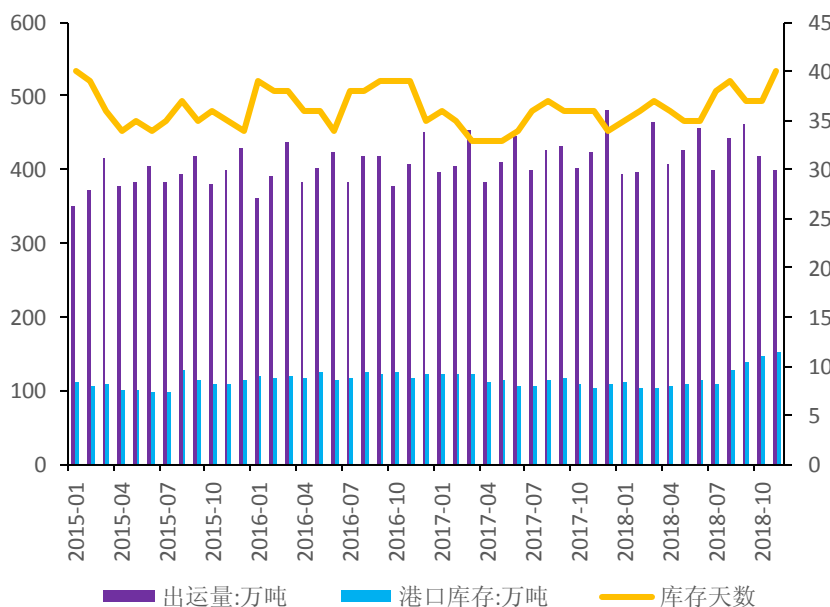
资料来源: wind、联讯证券

图16: 木浆供需情况



资料来源: wind、联讯证券

图17: 全球木浆库存及出运量



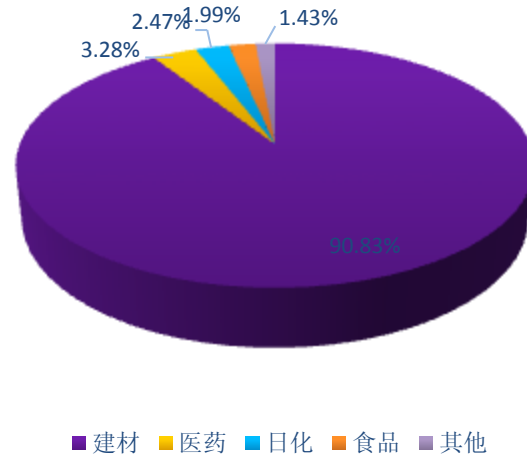
资料来源: wind、联讯证券



（二）产业链下游：非离子型纤维素醚应用领域广泛，前景广阔

非离子型纤维素醚广泛，根据它的用途，分为建材级纤维素醚、医药级纤维素醚和食品级纤维素醚等。

图18： 我国非离子型纤维素醚行业需求结构图



资料来源：公司公告、联讯证券

1、建材级纤维素醚：符合国家产业政策对新型建筑材料节能、环保发展方向的要求

建材级纤维素醚可改善多种建材的性能。建材级纤维素醚作为高性能外加剂，主要被应用于改善和优化预拌砂浆、保温砂浆、耐水腻子、PVC 树脂制造、乳胶漆等建材产品的性能，可以提高建材的保水性、增稠性、缓凝性等诸多性能，改善施工的和易性，起到节能、环保效用。建材级纤维素醚可提高建筑、装饰的施工效率，广泛应用于各类建筑工程的砌筑及抹面施工、内外墙装修。目前，HPMC 主要被用作建材添加剂。

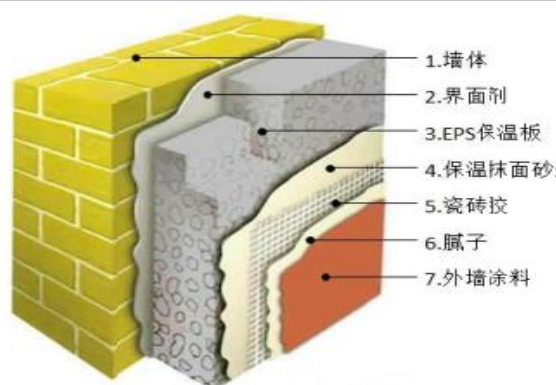
表2： 建材领域具体用途和作用

用途	功能
砌筑砂浆	保水增稠，提高和易性，改善施工条件，提高效率。
外墙保温砂浆	增加砂浆的保水能力，改善流动性和施工性，提高砂浆的初期强度和避免开裂。
瓷砖粘贴砂浆	提高粘结砂浆的抗下垂能力，改善砂浆的早期粘结强度，抵抗较强的剪力以防止瓷砖滑落。
自流平砂浆	改善砂浆的流动度和抗沉降性能，便于施工。
耐水腻子	可替代传统工业胶水，提高腻子的保水性、粘稠度、耐擦洗度和附着力，消除甲醛危害。
石膏砂浆	提高增稠性、保水性和缓凝性。
乳胶漆	增稠、防止颜料凝胶化，有助于颜料分散，提高胶乳的稳定性和粘度，有助于施工的流平性能。
PVC	起分散剂作用，调节 PVC 树脂的密度，提高树脂热稳定性和控制粒度分布，改善 PVC 树脂产品的表现物性、颗粒特性和熔融流变。
陶瓷	作为陶瓷釉浆的黏结剂，起悬浮、解凝、保水作用，增加生釉强度，减少釉的干燥收缩，使得胚体和釉结合牢固，不易脱落。

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

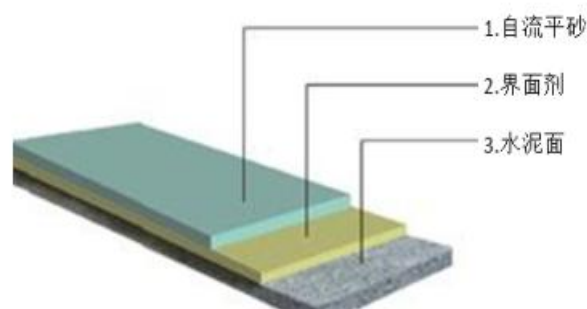


图19: 墙体结构剖面图



资料来源: 公司招股说明书、联讯证券

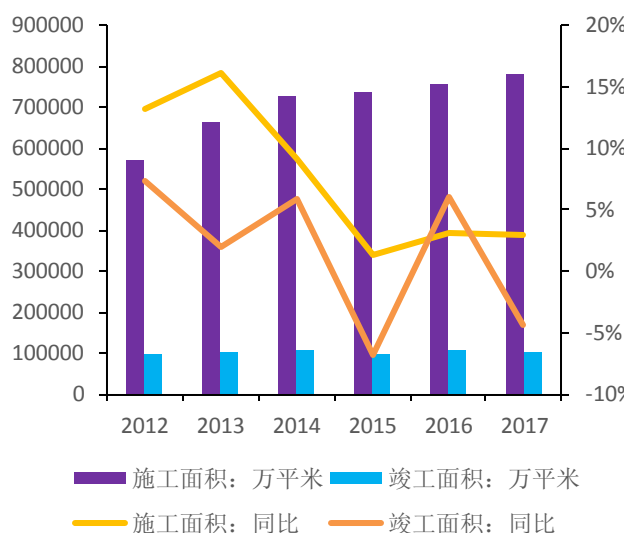
图20: 地板结构剖面图



资料来源: 公司招股说明书、联讯证券

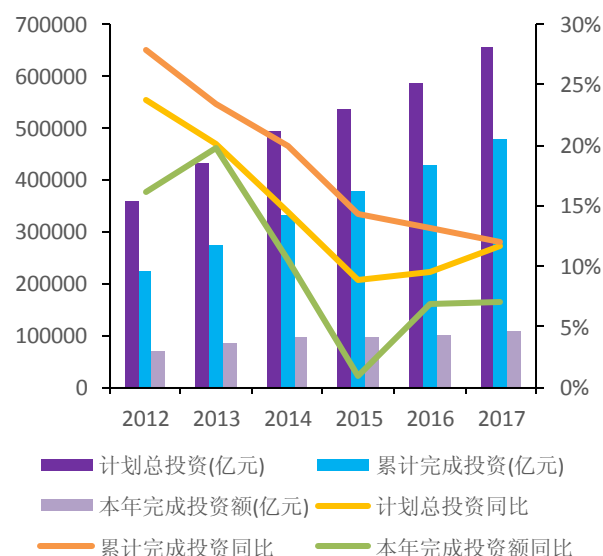
建材级纤维素醚使用范围广、市场需求量大，国家政策对其提供了一定的支持。建筑工程领域投资规模大，市场需求广，因而建材级纤维素醚需求很大。在全球范围内，约有 52% 的非离子型纤维素醚被应用于建材领域；国内此比例甚至达到了 90.83%。主要原因在于，一方面，我国建筑工程领域的投资规模大且在不断增长，虽增速在减缓，但体量较大；另一方面，我国各类建筑工程分散、种类多、施工进度差异大，因此，我国建材级纤维素醚具有使用范围广、市场需求量大、客户分散等特点。除此以外，政策上，新型城镇化将带动建筑行业的发展，另一方面，《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》提出了目标，如到 2020 年，城镇新建建筑能效水平比 2015 年提升 20%；城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过 50%，绿色建材应用比重超过 40%；完成既有居住建筑节能改造面积 5 亿平方米以上，公共建筑节能改造 1 亿平方米，全国城镇既有居住建筑中节能建筑所占比例超过 60%。纤维素醚作为安全环保型添加剂广受推崇，这些为我国建材级纤维素醚行业在未来一段时间内的发展提供良好的政策支持。

图21: 房地产施工面积和竣工面积



资料来源: 国家统计局、联讯证券

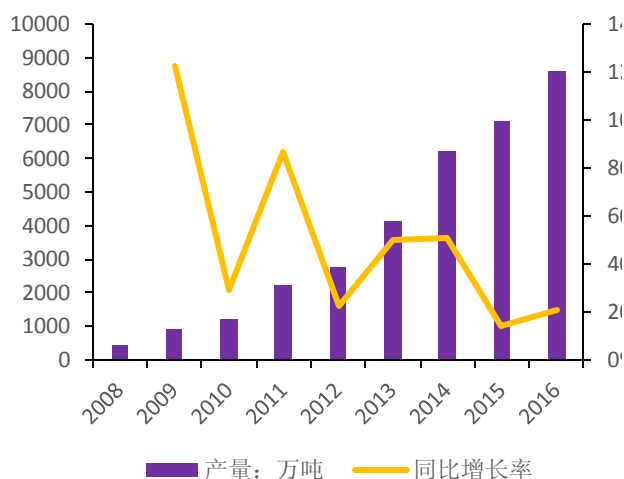
图22: 房地产投资情况



资料来源: 国家统计局、联讯证券

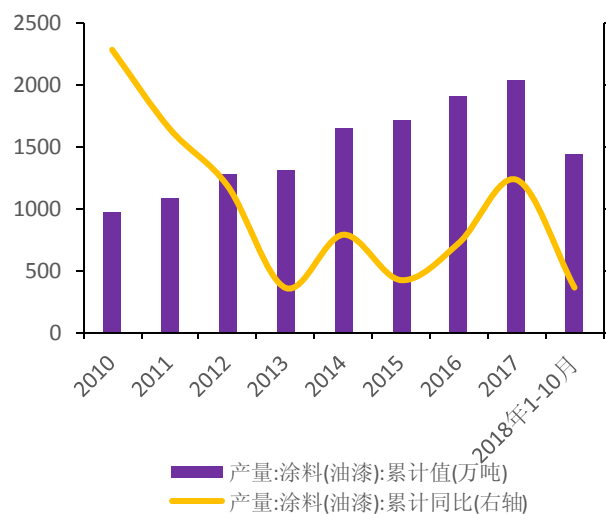


图23: 全国预拌砂浆产量(万吨)



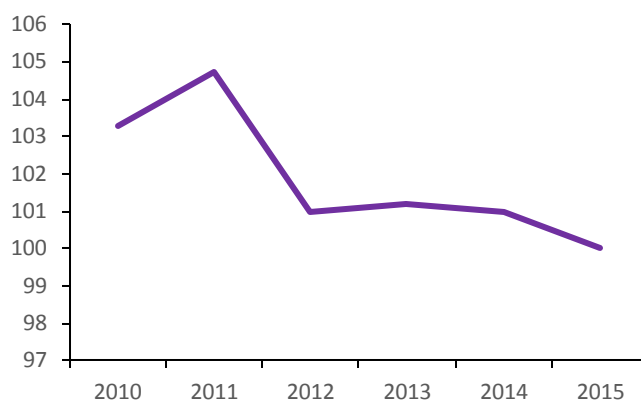
资料来源: wind、联讯证券

图24: 全国涂料(油漆)产量



资料来源: wind、联讯证券

图25: 建房及装修材料类居民消费价格指数(上年=100)



资料来源: 国家统计局、联讯证券

近年来建筑工程领域投资增速减缓。近年来, 虽然我国房地产投资额和房地产开发企业施工面积逐年上涨, 但增速有着较大幅度的降低。相应地, 全国预拌砂浆和涂料的产量的增速出现下滑。

2、医药级纤维素醚: 植物胶囊前景广阔

纤维素醚在医药领域应用广泛。纤维素醚作为骨架材料, 可以延长药效时间、促进药品分散和溶解; 当其作为胶囊和包衣时, 可避免降解发生交联固化反应, 因而是生产药用辅料的重要原料。

表3: 纤维素醚在医药领域的具体用途和作用

用途	功能	常用纤维素
缓控释制剂	通过做骨架材料达到药品缓慢持续释放的效果, 以延长药效时间。	HPMC、EC
植物胶囊	凝胶、成膜性, 避免发生交联固化反应。	HPMC
片剂包衣	在制备的片剂上包衣达到下列目的: 避免药物受空气中氧或湿气降解; 在给药后提供期望的药物释药模式; 掩盖药物的不良气味	HPMC、HPC、MC、EC



	或臭味；或改善外观。	
助悬剂	通过增加黏度来降低药物颗粒在整个介质中的沉降速度。	HPMC、CMC、HPC、MC
片剂黏合剂	在制粒过程中，用于引起粉末颗粒黏合	HPMC、CMC、MC
片剂崩解剂	在固体制剂中使制剂可崩解成小颗粒从而容易分散或溶解。	HPC、CMC、MCC

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

胶囊制剂与片剂相比优势较显著，胶囊剂的发展带动空心胶囊产业的蓬勃发展。胶囊制剂能够掩盖药物的不良气味，易于吞服，因而更受消费者青睐；此外，胶囊剂使用的辅料种类更少，检测项目也较少，研发成本更低，研发效率更高，药品可以更早上市，专利药品的市场独占期就更长，制药企业的新药利润相应地就会大幅度增加；另一方面，生产成本低，胶囊剂的生产车间制备工艺简单、生产工序少、质控参数少，交叉污染风险低、所需辅料单纯、成本低等优势。据权威专家估计，硬胶囊剂的综合成本比片剂要低 25-30%。药用空心胶囊在全球范围内需求广泛，2007 年，全球空心胶囊总销量就已经超过了 3100 亿粒，其中 94%是动物胶囊，余下 6%则来自于植物胶囊。2013 年，中国药用空心胶囊的需求量 2321.09 亿粒，且需求量在逐年增长，前景广阔。

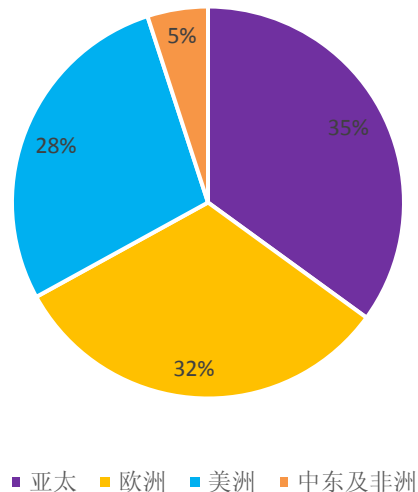
植物胶囊优势显著，医药级 HPMC 占 HPMC 植物胶囊原料的 90%以上，市场需求潜力大。HPMC 植物胶囊具有安全卫生、适用性广、无交联反应风险、稳定性高等优势。与动物明胶胶囊相比，植物胶囊在生产过程不需要添加防腐剂，而且在低湿条件下几乎不脆碎、在高湿环境囊壳性状稳定。近年来，植物胶囊因其具有的独特优势在发达国家被广泛应用于医药领域。2016 年，全球植物胶囊的年销售量超过 1000 亿粒，其中 HPMC 空心胶囊的年增长率超过 25%。然而，我国的动物明胶胶囊的产销量更大、应用更为广泛。2012 年，动物性空心胶囊对动物明胶的需求量约 2 万吨，其中药用胶囊剂约占 20%，且比例逐年增长。目前，我国植物胶囊的市占率仅仅不到 10%，而动物胶囊的市场占有率达到了 90%。主要原因是，大规模生产 HPMC 植物胶囊有一定的技术难度，相对于发达国家，我国生产植物胶囊的相关技术不够成熟，生产 HPMC 植物胶囊的企业较少，HPMC 植物胶囊的产量较小。目前，我国 HPMC 植物胶囊在国内市场消费量很小，占比很低，在短期内难以完全替代动物明胶胶囊。但另一方面，随着国家和民众对空心胶囊产品安全越来越重视，植物胶囊将成为未来空心胶囊产业升级的重要方向之一，是今后国内市场对医药级 HPMC 需求的主要增长点。



表4: 植物胶囊与传统动物胶囊的对比

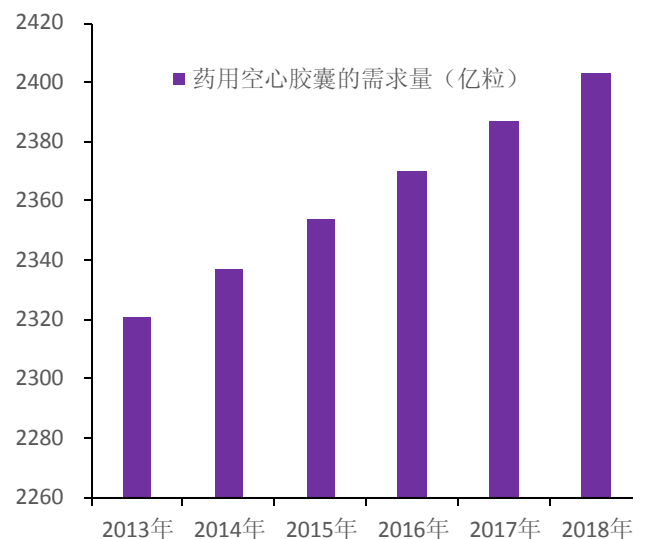
胶囊种类	原料及主要成分	特性	市场占有率
动物胶囊	主要成分为明胶,是以牛、猪等动物的骨或皮等为原料,由结缔组织或表皮组织中水解而来的蛋白质成分组成。	明胶具有良好的理化性质,崩解实现时间短,也比较容易实现胃溶、肠溶等不同类型;但仍存在一些安全风险,例如容易与某些物质发生交联作用,重金属、防腐剂和抑菌剂易超标等。	约 90%
植物胶囊	羟丙甲纤维素 (HPMC), 提取自纤维素原料。	原料从海洋或陆地植物中提取,健康、天然、有机,没有着色剂等添加剂,相对来说安全性高,含水量低,不易水解,稳定性高;但原料价格贵,工艺复杂,而且在各个国家如果作为药用辅料新导入的时候,还要先经历药辅材料的相关注册流程。	10%以下
	普鲁兰多糖,一种通过发酵生产的水溶性多糖,是出芽短梗霉菌以淀粉水解物、蔗糖或其他糖类为底物发酵生产。	安全性高,广泛应用于食品药品行业。由于微生物对生长环境的要求较为严格,运用发酵工艺生产普鲁兰多糖需要严格控制较多的工艺参数并实时监控和应对调整。因而工艺复杂度较高,限制了产量和产能的扩大。	
	植物淀粉类,主要是指羟丙基淀粉。	化学性质稳定,来源广泛,与羟丙甲纤维素、普鲁兰多糖胶囊相比,原料成本低得多,但是在制备工艺上有较大挑战。	

图26: 全球药用空心胶囊需求量分布



资料来源: 公开资料、联讯证券

图27: 中国药用空心胶囊需求量(亿粒)



资料来源: 国家统计局、联讯证券

3、食品级纤维素醚: 公认的安全食品添加剂

食品级纤维素醚是公认的安全食品添加剂。食品级纤维素醚可用作食品增稠剂、稳定剂和保湿剂,起到增稠、保水、改善口感等作用,可作为多种食品的添加剂。很多国家允许非离子型纤维素醚 HPMC 作为食品添加剂使用。



我国对食品级纤维素醚的需求量有望提高。食品级纤维素醚在发达国家的食品生产中已经得到普遍应用，但在我国的使用比例比较低。一方面，国内对纤维素醚可作为食品添加剂的功能和优势还未形成一个普遍认识，食品级纤维素醚在我国市场的发展仍处于起步阶段；另一方面，食品级纤维素醚较一般的食品添加剂价格更高，因而其在我国的食品生产领域应用较少。近年来人们对食品安全重视程度逐渐提高，我国对食品级纤维素醚的需求量有望提高。

表5： 食品领域具体用途和作用

应用	产品	功能
甜点添加剂	冷冻乳制品	改善口感、组织及质地；控制冰晶的形成
	内馅	增稠；抑制食品水分流失；避免露馅
调味料添加剂	烤肉酱	增稠；增加酱料的粘着性、味道持久度
	沙拉酱	帮助增稠及塑型
饮料添加剂	酒精饮料	非离子型产品，它能与饮料相容
	果汁	助悬浮性能；增稠，不会掩盖饮料的味道
烘焙食品添加剂	甜圈及酥皮	改善质地；减少油脂吸附；抑制食品水分流失
	煎饼威化饼	更松脆，并使其表面纹理及色泽更均匀
挤压食品添加剂	直接挤压膨发食品	减少粉屑产生；改善质地及口感。

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

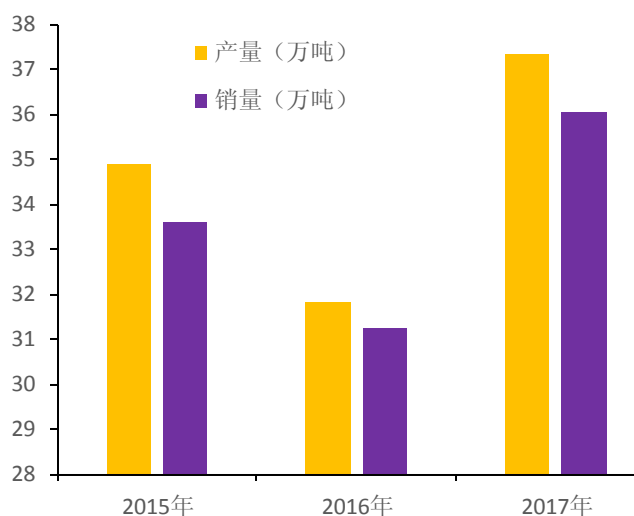
（三）中国纤维素醚产量高，出口增加，进口替代明显

全球纤维素醚产量逐年增长，中国产量全球占比超过 30%。2012 年，全球纤维素醚产量为 97 万吨，此后，全球纤维素醚产量保持增长，产量维持在 100 万吨以上。中国纤维素醚产量全球占比超过 30%，由于环保压力淘汰部分落后产能，2016 年中国纤维素醚的产量略有下降，但全球占比仍维持在 30%以上。

非离子纤维素醚占比持续提升。2017 年，中国纤维素醚产量超 35 万吨，非离子纤维素醚的产量逐年增加，占纤维素醚总产量比重逐年升高，2017 年，中国非离子纤维素醚的产量约为 13 万吨。占比超过 1/3。中国纤维素醚的自给率保持在较高水平，其中建材级产品市场形成了一定的产业规模和本土化优势，基本实现了进口替代，是国内建材级纤维素醚的主要供应商。

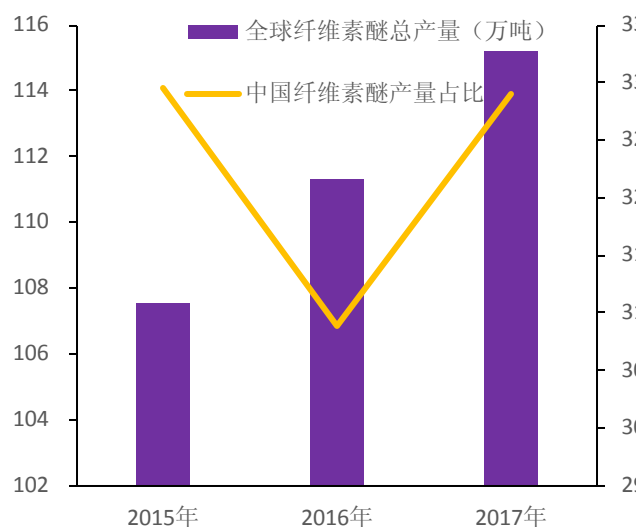


图28: 中国纤维素醚产量和销量



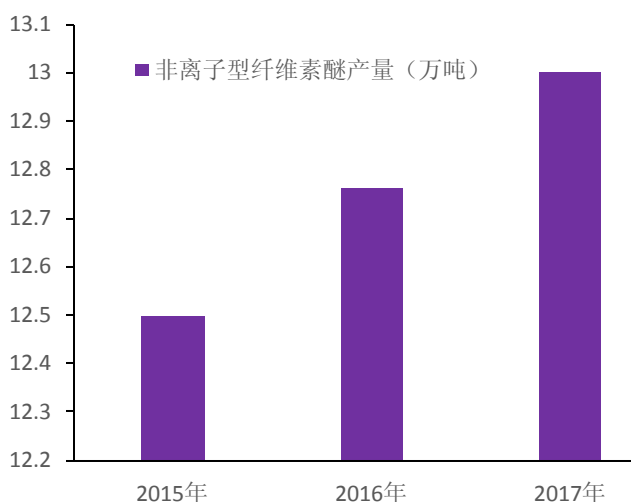
资料来源: 公开资料、联讯证券

图29: 全球纤维素醚产量及中国产量占比



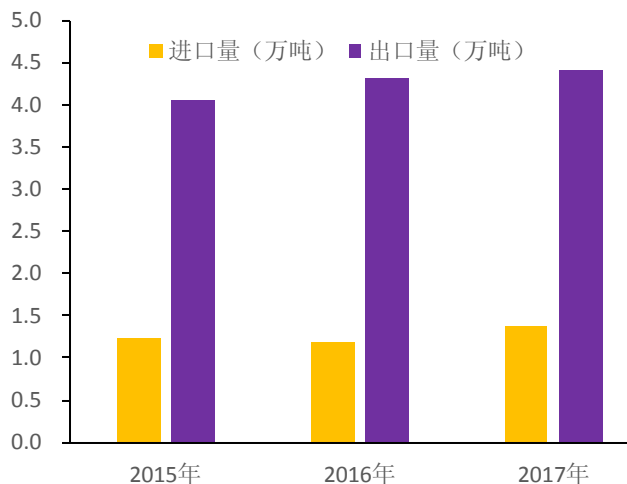
资料来源: 国家统计局、联讯证券

图30: 国内非离子纤维素醚产能情况



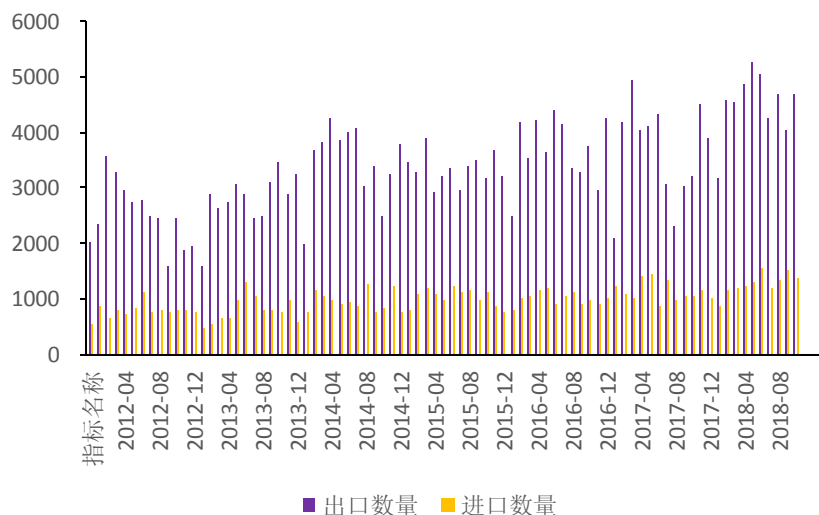
资料来源: 公开资料、联讯证券

图31: 纤维素醚进出口情况



资料来源: 国家统计局、联讯证券

图32: 中国初级其它纤维素醚 (MC、HEC、HPC、HEMC 和 HPMC) 进口量和出口量 (万吨)



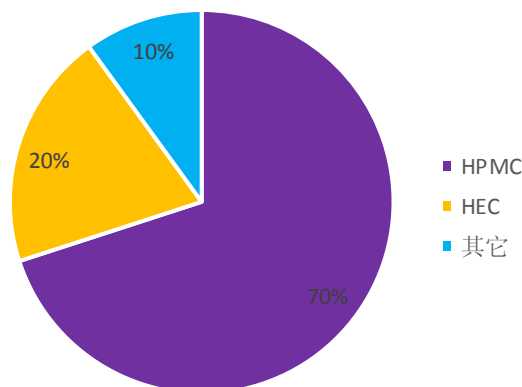
资料来源: wind、联讯证券

(四) 全球非离子型纤维素醚产能主要集中于国外企业, 国内企业产能分散, 集中度低

全球非离子型纤维素醚产能主要集中于国外企业。 非离子型纤维素醚主要由 HPMC、HEC 及其衍生物构成, 全球 HPMC 产能占比约 70%, HEC 产能占比约 20%。其中, 建材级 HPMC 生产厂家主要集中在美国陶氏、美国赫克力士/亚什兰、日本信越、韩国乐天。HEC 以美国赫克力士/亚什兰、陶氏化学等几家公司生产能力最强, 其次是英国、日本、荷兰、德国和俄罗斯等的企业。

国内非离子型纤维素醚行业产能分散, 集中度较低。 中国非离子型纤维素醚产能分布较为分散。国内较知名的生产厂家分别是山东赫达股份有限公司、北方天普化工有限公司、山东瑞泰化工集团有限公司、浙江中维化工有限公司、山东一滕集团化工有限公司、河南天盛精细化工有限公司、安徽山河药用辅料股份有限公司、湖州展望药业有限公司、重庆鹏凯、上海惠广等, 中小产能为数众多。在产品结构方面, 大多数企业集中生产一些对质量要求相对较低的建材级产品, 品种单一, 产品同质化竞争较为激烈。

图33: 非离子型纤维素醚各产品的产能占比



资料来源: wind、联讯证券



表6： 国外非离子型纤维素醚产品主要生产厂家

公司名称	主要非离子型纤维素醚产品
山东赫达股份有限公司	HPMC、HEMC 等
赫克力士天普化工有限公司	HPMC、MC、HEC、EC 等
山东瑞泰化工集团有限公司	HPMC、MC、HEC、EC、HPC 等
上海惠广精细化工有限公司	HPMC、MC、HEMC 等
河南天盛化学工业有限公司	HPMC 等
山东一滕新材料股份有限公司	HPMC 等
上虞市创锋化工有限公司	HPMC、HEC、HEMC 等
山东光大科技发展有限公司	HPMC
湖州展望药业有限公司	HPMC、HPC 等
安徽山河药用辅料股份有限公司	HPMC 等
浙江中维药业有限公司	HPMC、MC 等

资料来源：公开招股说明书、联讯证券

表7： 国内非离子型纤维素醚产品主要生产厂家

公司名称	主要非离子型纤维素醚产品
美国陶氏化学	HPMC、HEC、MC、HEMC、EC
日本信越	HPMC、HEC、HEMC、MC
美国赫克力士/亚什兰	HPMC、HEC、HEMC
韩国三星	HPMC、HEC、HEMC

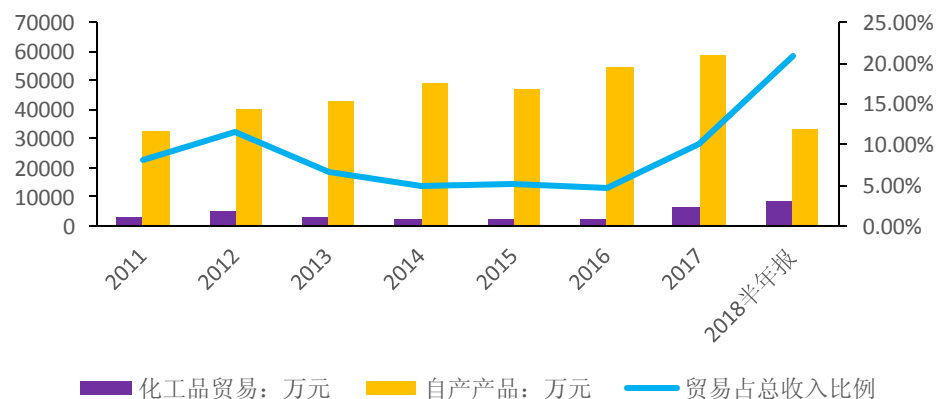
资料来源：公开招股说明书、联讯证券

三、公司主要看点

（一）技改扩建完成，打破产能瓶颈

公司过去纤维素醚产能不足。在完成技改扩建前，公司自产纤维素醚产能不足，产品供不应求，公司需要通过贸易外购弥补产能缺口，自 2016 年以来化工品贸易收入占比不断上升，2018 年上半年化工品贸易占总收入比例达到 20% 的高点。

图34： 公司贸易收入占比逐年提升



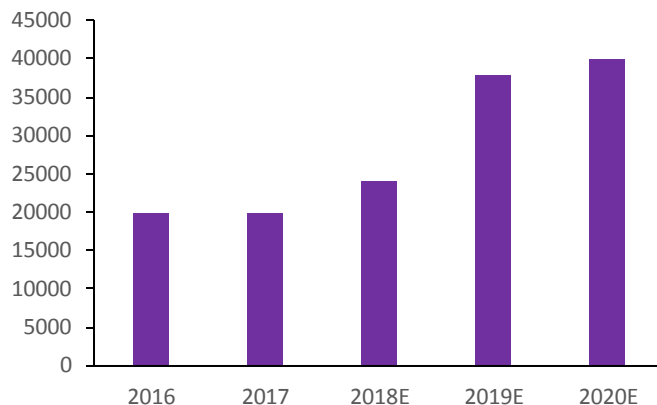
资料来源：公司公告、联讯证券



2 万吨纤维素醚技改扩建投产，打破产能瓶颈。2018 年 9 月，公司建设的 20000 吨/年非离子纤维素醚改建项目完工并进入试生产阶段，该项目预计 2018 年生产纤维素醚 4000 吨，2019 年估计达到 18000 吨，2020 年全面达产。公司设计纤维素醚产能达到 4 万吨/年，彻底打破产能瓶颈。

项目技术先进，绿色环保。公司在环保政策下继续对工艺技术进行优化改良，该项目在自动化、质量、安全和节能环保等方面都具有保障，其中通过采用德国 BHS 分离机可以大幅降低废水排放量，环保方面优势显著。

图35： 2016-2020 年赫达公司纤维素醚产能投放进度（吨）



资料来源：公司公告、联讯证券

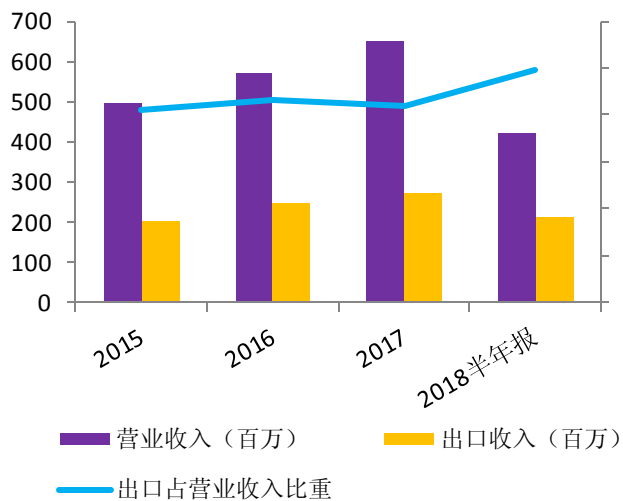
（二）签订重大出口合同，布局下游植物胶囊市场，有利于公司充分消化新增产能

公司与海外客户陆续签订重大合同。我国的纤维素醚产品出口比重较大，公司的出口占比接近 50%。为充分消化公司 20000 吨/年纤维素醚改建项目产能，公司与法国圣戈班、德国可耐福等海外客户签订重大经营合同。圣戈班集团是世界工业集团百强之一，可耐福创建于系全球领先的绿色建材制造商。这些重大合同的履行将对公司未来经营业绩产生积极的影响。

布局植物胶囊市场，提升盈利能力。山东赫尔希胶囊有限公司为公司的子公司，赫达公司专业生产羟丙甲纤维素，其主要产品植物空心胶囊以公司自产医药级纤维素醚为原料，产品附加值高，利润率高，不仅可以有效利用公司自产纤维素醚，同时极大提升了公司盈利能力。2018 年上半年赫尔希实现收入 3709.7 万元，净利润 1028.8 万元，净利率达到 27.7%，远超公司综合水平，利润占比达到近 1/3。

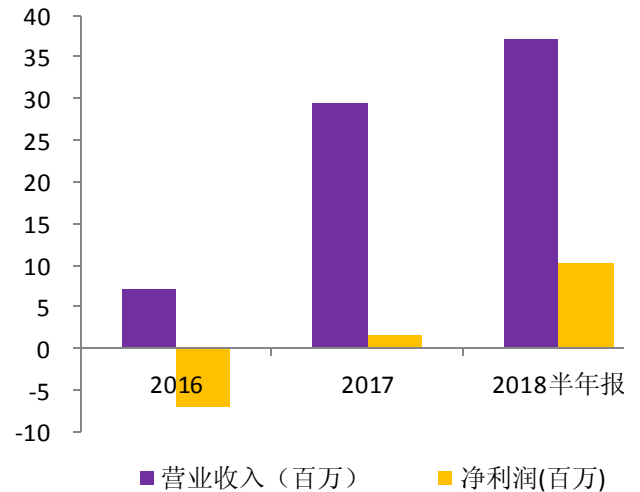


图36: 公司出口收入占比情况



资料来源: 公司公告、联讯证券

图37: 子公司赫尔希胶囊有限公司经营业绩情况



资料来源: 公司公告、联讯证券

表8: 公司签订海外客户重大经营合同情况

合作方	对收入的影响	对销量的影响
德国可耐福	合同执行期为 2018 年 7 月 1 日-2019 年 12 月 31 日, 结算方式为每批次货物装船发货后 60 日内付款	合计供应纤维素醚产品约 7000 吨
法国圣戈班	合同为期 3 年, 总金额约 3.6 亿人民币	供应纤维素醚产品约 4500 吨/年

资料来源: 公司公告、联讯证券

四、盈利预测与投资建议

公司是国内非离子纤维素行业龙头。公司具备同时生产建材级、医药级和食品级纤维素醚能力, 技改扩产完成后产能达到 3.8 万吨/年, 是国内非离子纤维素行业龙头。

技改扩建完成, 打破产能瓶颈。公司原有纤维素醚产能 2.3 万吨/年, 由于需求旺盛, 自产产品供不应求, 公司通过贸易外购弥补产能缺口, 贸易收入占比不断提升; 随着 18 年 9 月 20000 吨/年纤维素醚技改扩建项目完成投入试生产, 产能有望充分释放, 打破产能瓶颈。

布局下游植物胶囊市场, 提升盈利能力。植物胶囊是医药级纤维素醚的重要下游, 产品利润率高。公司积极布局植物胶囊市场, 成立子公司山东赫尔希胶囊有限公司, 随着赫尔希产能逐步释放, 不仅有效利用公司自产纤维素醚, 同时极大提升了公司盈利能力。18 年上半年赫尔希实现收入 3709.7 万元, 净利润达到 1028.8 万元, 净利率达到 27.7%, 利润占比近 1/3。

盈利预测与投资建议。我们考虑了未来纤维素醚产销量的增长, 包括植物胶囊产能的逐步释放, 主要假设如下表:



产品	2018	2019	2020
建材级纤维素醚			
单价(万元/吨, 不含税下同)	2.33	2.33	2.33
销量(吨)	20,000	30,000	35,000
毛利率	17.41%	17.41%	17.41%
医药食品级纤维素醚			
单价(万元/吨)	4.91	4.91	4.91
销量(吨)	3,500	6,000	7,500
毛利率	35.96%	35.96%	35.96%
植物胶囊			
单价(元/万粒)	219.83	219.83	219.83
销量(亿粒)	30.00	65.00	100.00
毛利率	45.10%	45.10%	45.10%

公司深耕纤维素醚行业，产品线完备，全面覆盖建材级、医药级以及食品级产品生产，并延伸拓展产业链至下游植物胶囊领域提升盈利能力，随着新建产能达产，公司业绩有望大幅释放，预计公司 18-20 年实现归母净利润 0.71/1.34/1.76 亿，同比增速 53.8%/87.6%/32.0%，EPS0.60/1.12/1.48 元，对应 PE29.2/15.5/11.8 倍，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，需求不达预期



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	409.3	466.5	691.5	916.5	经营活动现金流	66.1	80.3	81.9	160.7
现金	100.1	69.7	118.6	222.0	净利润	46.3	71.3	133.7	176.4
应收账款	149.8	186.0	272.4	332.1	折旧摊销	46.0	38.3	40.0	42.6
其它应收款	2.4	3.3	4.9	6.0	财务费用	9.2	15.3	16.0	17.8
预付账款	13.1	18.2	25.9	31.2	投资损失	-0.3	-7.2	-7.2	-7.2
存货	127.3	166.0	235.8	283.9	营运资金变动	-34.7	-45.3	-117.9	-81.6
其他	16.5	23.2	33.9	41.3	其它	-0.4	8.0	17.3	12.7
非流动资产	699.4	720.1	749.2	785.8	投资活动现金流	-163.5	-52.8	-62.8	-72.8
长期投资	8.6	8.6	8.6	8.6	资本支出	-164.0	-60.0	-70.0	-80.0
固定资产	530.2	550.4	569.0	586.1	长期投资	0.3	0.0	0.0	0.0
无形资产	94.2	94.7	105.2	124.7	其他	0.2	7.2	7.2	7.2
其他	66.4	66.4	66.4	66.4	筹资活动现金流	145.7	-57.8	29.8	15.4
资产总计	1108.7	1186.6	1440.7	1702.3	短期借款	55.0	5.0	-54.1	-56.8
流动负债	323.0	353.5	383.0	387.0	长期借款	90.2	-23.3	100.0	90.0
短期借款	156.0	161.0	106.8	50.0	其他	0.5	-39.5	-16.0	-17.8
应付账款	109.6	152.0	215.9	260.0	现金净增加额	48.4	-30.4	48.9	103.3
其他	57.3	40.5	60.3	77.0					
非流动负债	106.4	106.4	196.4	276.4	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	95.4	95.4	185.4	265.4	成长能力				
其他	11.0	11.0	11.0	11.0	营业收入	14.2%	40.2%	46.4%	21.9%
负债合计	429.4	459.9	579.5	663.5	营业利润	0.4%	53.3%	88.4%	32.2%
少数股东权益	4.0	4.5	5.4	6.5	归属母公司净利润	-3.9%	53.8%	87.6%	32.0%
归属母公司股东权益	675.2	722.2	855.9	1032.3	获利能力				
负债和股东权益	1108.7	1186.6	1440.7	1702.3	毛利率	21.7%	22.6%	24.9%	25.8%
					净利率	7.1%	7.8%	10.0%	10.8%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	6.9%	9.9%	15.6%	17.1%
营业收入	651.4	913.1	1336.7	1630.0	ROIC	5.9%	8.5%	12.7%	14.0%
营业成本	509.9	706.9	1004.1	1209.1	偿债能力				
营业税金及附加	7.9	11.1	16.3	19.9	资产负债率	38.7%	38.8%	40.2%	39.0%
营业费用	24.9	34.9	51.1	62.3	净负债比率	24.8%	21.6%	21.0%	19.7%
管理费用	46.8	65.6	96.0	117.1	流动比率	1.27	1.32	1.81	2.37
财务费用	11.6	15.3	16.0	17.8	速动比率	0.87	0.85	1.19	1.63
资产减值损失	3.0	3.0	3.0	3.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.59	0.77	0.93	0.96
投资净收益	7.2	7.2	7.2	7.2	应收账款周转率	5.67	6.81	7.40	6.85
营业利润	54.5	83.6	157.5	208.2	应付账款周转率	5.18	5.40	5.46	5.08
营业外收入	0.4	0.4	0.4	0.4	每股指标(元)				
营业外支出	0.9	0.9	0.9	0.9	每股收益	0.48	0.60	1.12	1.48
利润总额	54.0	83.1	157.0	207.7	每股经营现金	0.69	0.67	0.69	1.35
所得税	7.2	11.4	22.5	30.1	每股净资产	7.07	6.07	7.19	8.67
净利润	46.9	71.7	134.5	177.6	估值比率				
少数股东损益	0.3	0.5	0.9	1.2	P/E	36.0	29.2	15.5	11.8
归属母公司净利润	46.3	71.3	133.7	176.4	P/B	2.47	2.88	2.43	2.01
EBITDA	109.3	137.1	213.5	268.6					
EPS（元）	0.48	0.60	1.12	1.48					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

于庭泽，清华大学本硕，2018年5月加入联讯证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com