

2019年02月14日

山东赫达 (002810.SZ)

纤维素醚和胶囊放量，业绩维持快速增长

■ **非离子型纤维素醚龙头，建材级产能释放打破瓶颈：**公司是国内非离子型纤维素醚龙头，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有很强的竞争实力，下游广泛应用于建材、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。随着公司新增 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，纤维素醚总计产能达到 42900 吨。

■ **医药和食品级纤维素醚壁垒较高，公司竞争优势明显：**公司在医药和食品级纤维素醚的生产上具有研发优势和资质优势，2010 年研发成功了药品缓控释专用 HPMC (CR 级) 并开始批量生产，同时公司拥有植物胶囊专用 HPMC、羟乙基长链疏水性改性羧甲基醚、药用包衣辅料用 HPMC、食品添加剂甲基纤维素等十多项技术储备品种。公司医药食品级纤维素醚执行《中国药典》和《食品添加剂国标》设定的标准。截至目前，公司已经取得了纤维素醚的药用辅料注册批件，以及药品食品的生产许可。

■ **植物胶囊有望快速放量，助力公司维持高增长：**目前公司拥有 HPMC 植物胶囊设计产能 35 亿粒/年，未来公司将加大对植物胶囊二代产品的研发投入，将研发植物胶囊专用纤维素醚作为医药级产品的首要攻克课题，启动年产 50 亿粒植物胶囊技改项目，进一步加大对植物胶囊产业的拓展。

■ **投资建议：**公司处于产能快速释放时期，有望在市场竞争中抢得先机。预计 2018 年-2020 年净利润分别为 0.7、1.25 和 1.65 亿元，对应 PE 30、17、13 倍，首次覆盖给予买入-A 评级，6 个月目标价 22 元。

■ **风险提示：**项目进度不及预期、下游需求不及预期等。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	570.2	651.4	913.1	1,415.9	1,876.1
净利润	48.2	46.3	70.4	125.3	165.2
每股收益(元)	0.40	0.39	0.59	1.05	1.39
每股净资产(元)	5.30	5.67	6.36	7.23	8.47

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	44.3	46.1	30.3	17.1	12.9
市净率(倍)	3.4	3.2	2.8	2.5	2.1
净利润率	8.5%	7.1%	7.7%	8.8%	8.8%
净资产收益率	7.6%	6.9%	9.3%	14.6%	16.4%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.4%	1.0%	0.8%
ROIC	8.6%	9.0%	10.4%	10.2%	12.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告

其他化学制品

投资评级 **买入-A**

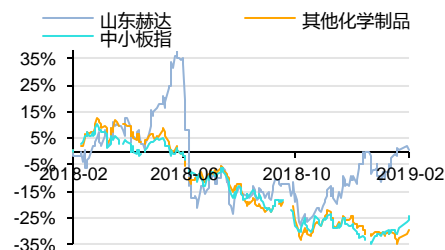
首次评级

6 个月目标价：**22 元**
股价 (2019-02-13) **17.94 元**

交易数据

总市值(百万元)	2,136.01
流通市值(百万元)	1,101.38
总股本(百万股)	119.06
流通股本(百万股)	61.39
12 个月价格区间	12.81/29.51 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.0	22.22	22.01
绝对收益	13.69	24.41	-0.01

张汪强 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

乔璐 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518100001
qiaolu@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 非离子纤维素醚行业龙头，业绩稳步增长.....	3
2. 纤维素醚需求增速较快，市场前景广阔.....	5
2.1. 下游应用广泛，建材医药食品市场存在广阔空间.....	5
2.2. 政策利好，带动纤维素醚行业加速发展.....	8
2.3. 行业马太效应凸显，强者愈强.....	9
3. 改建项目试生产，依靠质量品牌和规模优势有望顺利消化.....	10
3.1. 公司竞争优势.....	10
3.2. 改建项目进入试生产，产能供应充分.....	11
4. 投资建议.....	12
5. 风险提示.....	12

图表目录

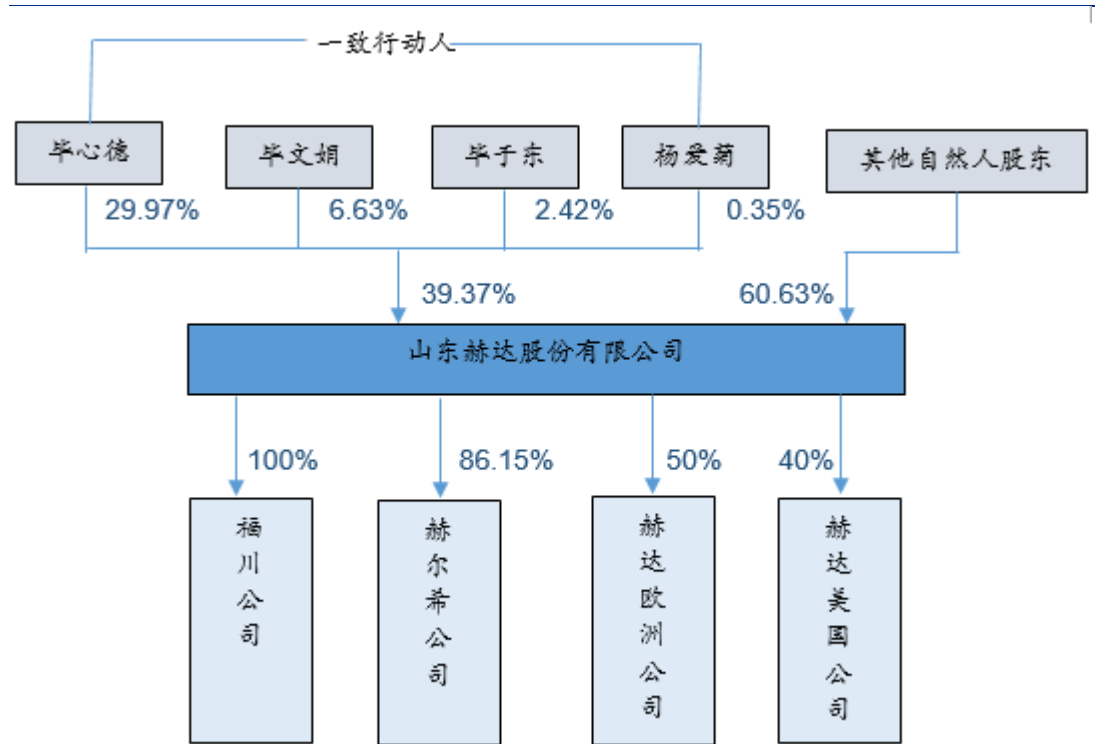
图 1: 公司股权结构.....	3
图 2: 2011 年以来公司营收及增速.....	4
图 3: 2011 年以来公司归母净利润及增速.....	4
图 4: 2011 年以来公司毛利率净利率.....	4
图 5: 2011 年以来公司期间费用率.....	4
图 6: 非离子型纤维素醚下游应用.....	5
图 7: 2001 年以来国内建筑业房屋竣工面积.....	6
图 8: 2001 年以来国内建筑业房屋施工面积.....	6
图 9: 化学药品制剂行业主营业务收入.....	7
图 10: 中成药制造行业主营业务收入.....	7
图 11: 山东赫达 PE-Band.....	12
图 12: 山东赫达 PB-Band.....	12
表 1: 公司产品介绍.....	3
表 2: 建材级纤维素醚具体用途及功能.....	5
表 3: 医药级纤维素醚具体用途及功能.....	7
表 4: 食品级纤维素醚具体用途及功能.....	8
表 5: 近年来纤维素醚行业相关国家政策.....	8
表 6: 国外竞争对手概况.....	9
表 7: 国内竞争对手概况.....	9
表 8: 公司客户简介.....	11
表 9: 公司产品产能情况.....	12

1. 非离子纤维素醚行业龙头，业绩稳步增长

山东赫达股份有限公司成立于 1992 年，总部位于百年商埠—周村化工新材料产业园区，注册资本 11906.4 万元，于 2016 年 8 月登陆深圳证券交易所中小板。公司从 2000 年起开始进入非离子型纤维素醚行业，经过十多年的研发和技术积累，公司掌握了生产纤维素醚的核心技术，从小型装置成长为大规模装置连续生产，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有较强竞争实力。

公司股权结构清晰。控股股东、实际控制人毕心德持有公司股份 29.97%，毕文娟、毕于东、杨爱菊与毕心德构成一致行动人，合计持有公司股份 39.37%，其他自然人股东持有公司股份 60.63%。公司有一家全资子公司烟台福川化工有限公司，一家控股子公司山东赫尔希胶囊有限公司，另有两家国外分公司，负责拓展公司海外业务。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司主营产品是非离子型纤维素醚，其中 HPMC 是公司的最主要产品，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。

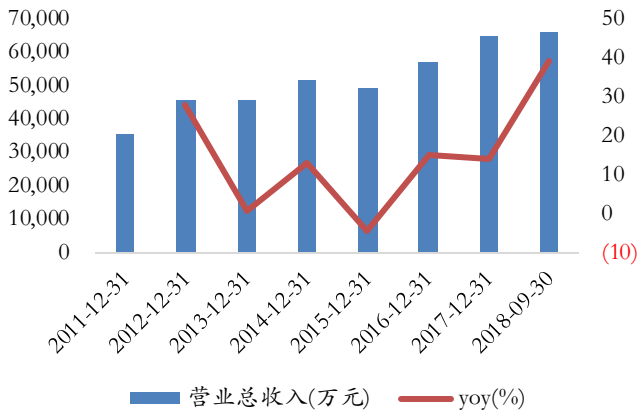
表 1：公司产品介绍

产品名称	产品应用
建材级 HPMC 为主，少量 HEMC	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、蜂窝陶瓷、壁纸胶。预拌砂浆、普通砂浆、刮墙腻子等。PVC 树脂建材，涂料。
医药级 HPMC	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 HPMC	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，安信证券研究中心

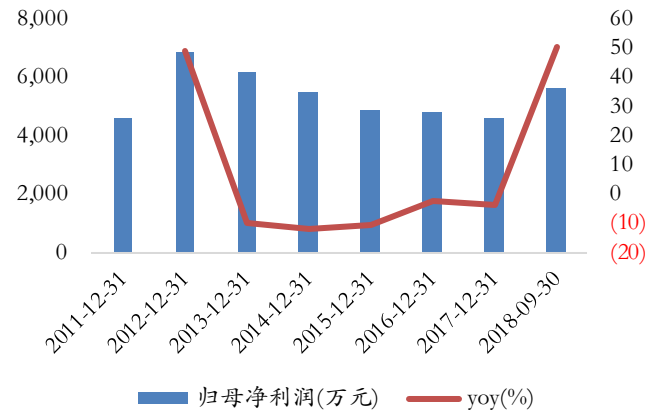
公司业绩稳步增长。2018 年前三季度，公司实现营业收入 6.63 亿元，同比增长 39.05%，实现归母净利润 5,682 万元，同比增长 50.19%。公司业绩 2018 年实现快速增长的原因是主营产品产能的逐步释放，尤其是控股子公司赫尔希胶囊有限公司业绩的增长十分耀眼，产品的产销情况良好。并且随着 20000 吨/年纤维素醚改建项目投产，未来公司的产能供给更加充足，经营业绩也会进一步增长。从 2011 年到 2017 年，公司的年营业收入复合增速 10.58%，这也显示出公司业绩长久以来的稳步增长。

图 2：2011 年以来公司营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

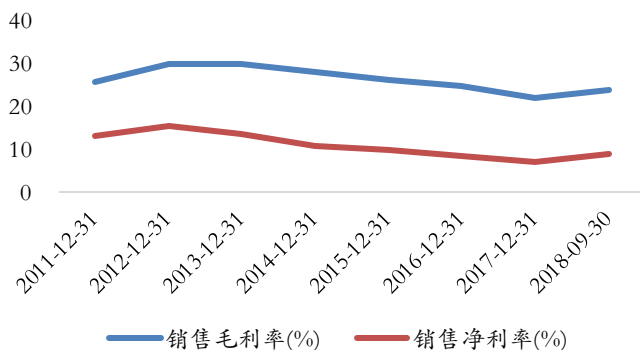
图 3：2011 年以来公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

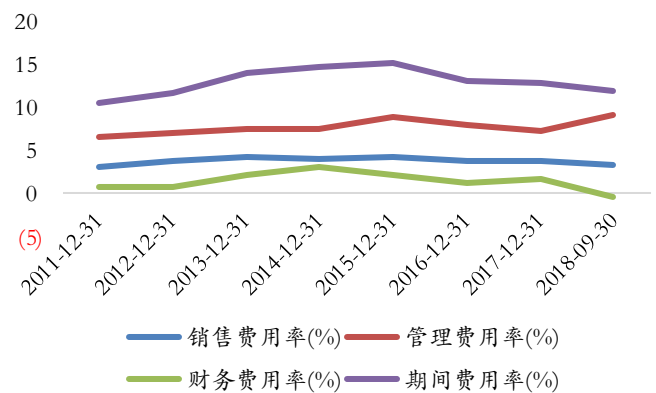
近年来公司毛利率净利率维持稳定。公司产品的的主要原料为精制棉和木浆、钢材、石墨电极以及氯甲烷、环氧丙烷等基础化工原料，这些主要原料的价格波动会对纤维素醚的毛利率产生一定程度的影响。2017 年之前受主要原材料价格下降的影响，销售价格和单位成本相应下降，但纤维素醚售价降幅大于主要原料和能源价格降幅；2017 年环保趋严后，主要原材料价格上升，销售价格和单位成本相应上升，但主要原料和能源的价格涨幅大于纤维素醚的售价涨幅，因此公司产品的毛利率净利率逐年下滑。但随着公司研发实力的逐年增强，产品品质的逐年提升，公司产品未来的议价能力也将逐步增强，公司的毛利率净利率也会随之上升。从 2011-2017 年，期间费用率分别为 10.48%、11.78%、14.05%、14.69%、15.22%、13.13%、12.78%，一直以来公司的费用率均保持在合理的范围内。

图 4：2011 年以来公司毛利率净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2011 年以来公司期间费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

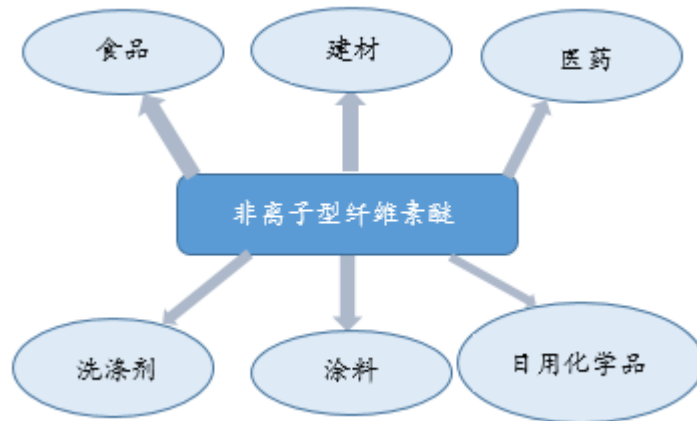
2. 纤维素醚需求增速较快，市场前景广阔

2.1. 下游应用广泛，建材医药食品市场存在广阔空间

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。

公司的主营产品是非离子型纤维素醚，HPMC 是最主要的产品。由于建筑工程领域的总投资规模大，市场范围广且需求量大，使得建材级纤维素醚的整体市场需求量远大于其他领域对纤维素醚的需求量，主要应用于预拌砂浆、粘结剂、PVC、腻子等。目前，我国的建材级纤维素醚（含建筑、PVC 和涂料等领域）需求量约占非离子型纤维素醚需求量的 90%以上。

图 6：非离子型纤维素醚下游应用



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

建材级纤维素醚

在建筑材料的应用领域，纤维素醚可作为许多建筑材料的添加剂，用于改善建材的诸多性能，以符合建材的节能、环保等要求。目前，HPMC 主要被用作建材添加剂。

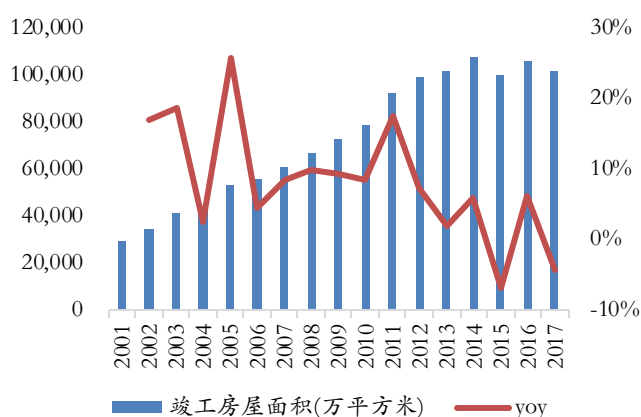
表 2：建材级纤维素醚具体用途及功能

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。
瓷砖粘接砂浆	提高粘接砂浆的抗下垂能力，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。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

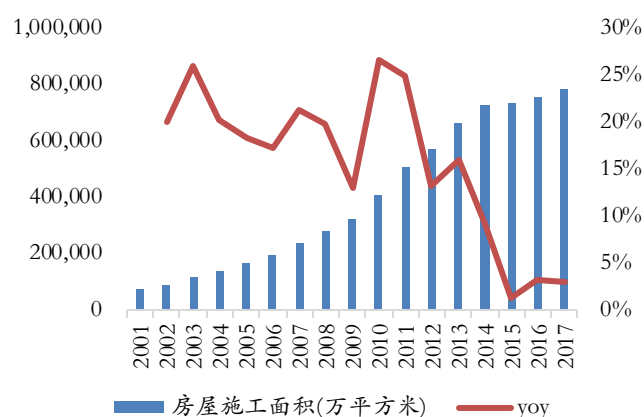
建筑行业的投资规模、房地产的施工面积、竣工面积、房屋装修面积及其变化情况、居民收入水平及装修习惯等，是影响国内市场对建材级纤维素醚需求的主要因素。国内建筑行业投资规模的增长，对预拌砂浆（含湿拌砂浆和干混砂浆）、PVC 树脂制造、乳胶漆、腻子、勾缝剂、瓷砖、石膏板等建材的需求量也会随之增加。根据国家统计局网站数据，从 2001 年到 2017 年，国内房屋施工面积从 7.72 亿平方米增长至 78.15 亿平方米，年复合增速达到 16%；国内房屋竣工面积从 2.99 亿平方米增长至 10.15 亿平方米，年复合增速达到 8%。

图 7：2001 年以来国内建筑业房屋竣工面积



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2001 年以来国内建筑业房屋施工面积



资料来源：Wind，安信证券研究中心

近年来随着国内房地产行业一系列调控政策的实施，使得建材级纤维素醚的需求增速产生一定的影响，但是既有建筑物节能改造方面，仍对建材级纤维素醚有大量需求。国务院 2008 年 8 月颁布的《民用建筑节能条例》明确了新建建筑物的节能强制性标准，并对现有建筑的节能改造标准提出了要求。2011 年 1 月，财政部、住房城乡建设部联合下文《关于进一步开展北方采暖地区既有居住建筑供热计量及节能改造工作的通知》，要求进一步扩大节能改造规模，到 2020 年基本完成对北方具有改造价值的老旧住宅的节能改造，到“十二五”期末，各省（区、市）要至少完成当地具备改造价值的老旧住宅节能改造面积的 35% 以上。该领域将为建材级纤维素醚带来潜在的市场需求。

同时，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出，加快城镇棚户区和危房改造，加强城市基础设施建设。包括：基本完成城镇棚户区和危房改造任务。加快推进集中成片棚户区 and 城中村改造，有序推进旧住宅小区综合整治、危旧住房和非成套住房改造，棚户区改造政策覆盖全国重点镇。加快城市供水设施改造与建设；加强市政管网等地下基础设施改造与建设等。该规划的实施，将有利于增加建材级纤维素醚的国内需求量。

医药级纤维素醚

纤维素醚是一种重要的药用辅料，作为生产薄膜包衣、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。医药级 HPMC 是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料之一，占 HPMC 植物胶囊生产原料的 90% 以上，制成的 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较，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、在高温环境囊壳性状稳定。植物胶囊由于具有上述优势，受到欧美发达国家和伊斯兰国家欢迎。

医药级纤维素醚是生产缓控释制剂的关键原料之一。其中，缓释制剂可实现药效缓慢释放的

作用，控释制剂实现控制药效释放时间及剂量的作用。缓控释制剂可保持服用者血药浓度平稳，消除普通制剂吸收特性造成血药浓度的峰谷现象引致的毒副作用，并延长药物作用时间，减少服药次数和用药量，提高药效，可较大幅度提高药品的附加值。

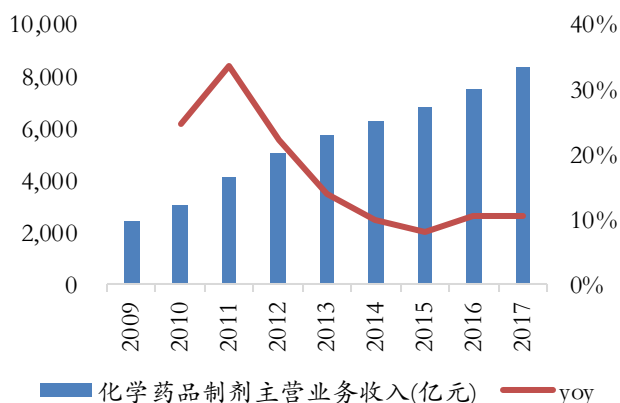
表 3：医药级纤维素醚具体用途及功能

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或臭味；或改善外观。	HPMC、HPC、MC、EC
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：公司公告，安信证券研究中心

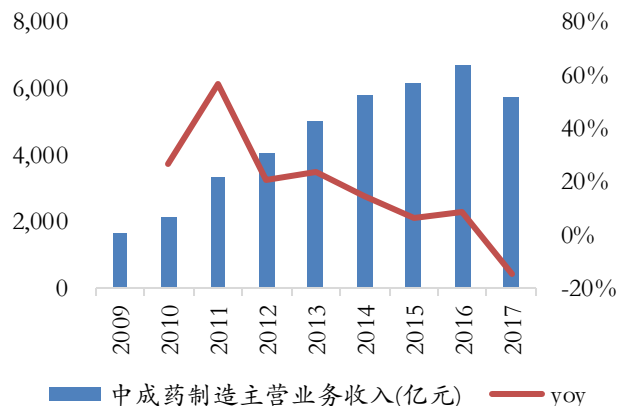
我国药用辅料主要用于化学药品制剂、生物生化制品和中成药等制剂产品，在药品生产中的占比约 2~3%。根据工业和信息化部发布的《2017 年医药工业经济运行分析》，2017 年医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29826 亿元，同比增长 12.20%。其中，化学药品制剂行业 8340.6 亿元，中成药制造业 5735.8 亿元，生物药品制造业 3311.0 亿元，三者合计 17387.4 亿元。如果按照我国药用辅料占药品制剂总产值的 3%的比例估算，2017 年国内药用辅料的总产值约 521.62 亿元。从 2009 年到 2017 年，我国化学药品制剂行业主营业务收入年复合增速高达 16%，生物药品制造行业主营业务收入年复合增速高达 20%，中成药制造行业主营业务收入年复合增速高达 16%，这显示出我国药品制造行业的高速发展，随之带动药用辅料行业的高速发展。

图 9：化学药品制剂行业主营业务收入



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：中成药制造行业主营业务收入



资料来源：Wind，安信证券研究中心

食品级纤维素醚

食品级纤维素醚是公认的安全食品添加剂，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，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。中国、美国、欧盟以及其他很多国家允许 HPMC 和离子型纤维素醚 CMC 作为食品添加剂使用。

表 4：食品级纤维素醚具体用途及功能

用途	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
	肉馅	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	更酥脆，并使其表面纹理及色泽更均匀
挤压食品添加剂	方便面饼干	优越的粘合性改善面粉产品的强度、弹性和口感
	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：公司公告，安信证券研究中心

我国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。随着人们对健康食品认识的提高，国内食品行业对纤维素醚的消费量有望进一步增长。

2.2. 政策利好，带动纤维素醚行业加速发展

纤维素醚的应用范围和消费量与经济发展水平相关。纤维素醚在发达国家应用广泛，欧洲、北美和日本等发达国家和地区是全球最大的纤维素醚消费地区。我国在认识和应用技术方面落后于发达国家，目前产品的应用覆盖范围较小。随着我国经济发展水平的提高，对纤维素醚的需求量也将逐步增加，发展潜力大。近年来，国家相继出台多种政策鼓励纤维素醚产业的发展，纤维素醚行业有着极为广阔的发展前景。

表 5：近年来纤维素醚行业相关国家政策

颁布时间	颁布部门	政策名称	相关内容
2011.12	国家工信部	《建材工业“十二五”规划》	着力开发集安全、环保、节能于一体的绿色建筑材料，促进建材工业向绿色功能产业转变；重点发展具有安全、环保、节能、降噪、防渗漏等功能新型建筑材料及制品，满足绿色建筑发展需要。
2012.02	国家工信部	《工业节能“十二五”规划》	以水泥、平板玻璃和新型墙体材料为重点，大力发展预拌混凝土、预拌砂浆、混凝土制品等水泥基材料制品；到 2015 年，新型墙体材料产量比重达到 65% 以上。
2008.04	科技部、财政部和国家税务总局	《高新技术企业认定管理办法》	“纤维素衍生物及缓控释口服制剂等在内的药品制剂新辅料”被列入国家重点支持的高新技术领域。
2011.03	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	将“药物新剂型、新辅料的开发和生产”列为鼓励类。医药级纤维素醚及 HPMC 植物胶囊作为药品制剂和新辅料，符合国家产业发展方向。
2012.01	国家工信部	《医药工业“十二五”规划》	“新型药用辅料”是国家重点支持的五个领域之一：根据药物制剂发展的需要，开发和应用能够改善药品性能、提供特殊功能、保证药品安全性和药效的系列化、功能化新型药用辅料，促进新制剂或释药系统的研发，提高药品的安全性、有效性、质量可控性和顺应性。重点开发高效崩解剂、共加工辅料、安全性高的包衣材料和注射剂用辅料。

2013.03	科技部、国家发展和改革委员会和财政部	《新药专项“十二五”实施计划》	新型药用辅料开发的关键技术被列入研究课题，重点研究建立改善药品的性能、提供特殊功能、保证药品用药安全和药效等新药用辅料研究开发的新技术和新方法，促进相关创新制剂或释药系统的研究开发，重点开展缓控释材料、快速崩解材料和速释材料等药用辅料研究。
---------	--------------------	-----------------	--

资料来源：政府公告，安信证券研究中心

2.3. 行业马太效应凸显，强者愈强

目前，非离子型纤维素醚市场处于充分竞争状态。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。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。

表 6：国外竞争对手概况

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：公司公告，安信证券研究中心

国内产能较大的非离子型纤维素醚生产企业北方天普、山东赫达、山东瑞泰、河南天盛、山东一滕、上海惠广、浙江中维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。许多小企业由于资金实力不足，为降低生产成本，在水处理和尾气治理方面的环保投入不达标。随着国家和全社会日益重视环境保护，行业内那些无法满足环保要求的企业将逐步关停或减产。届时我国纤维素醚制造业的集中度将进一步提高。

表 7：国内竞争对手概况

公司名称	主要非离子型纤维素醚产品
北方天普化工有限公司	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
浙江中维药业有限公司	HPMC、MC 等
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

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 改建项目试生产，依靠质量品牌和规模优势有望顺利消化

3.1. 公司竞争优势

技术及研发优势

公司采用改进的“一步法”生产工艺生产纤维素醚。该工艺包含了公司具有多项自主知识产权的多项先进工艺和装置，例如：稀释剂直接分离回收的纤维素醚生产工艺、精制棉风送加料装置、卧式螺旋沉降离心机氮气保护装置、粉碎筛分连续成套装置、独立化碱浓碱加料装置、气提机进出口密封系统、用于纤维素醚粉碎自动分料装置、纤维素醚生产氯甲烷回收装置和纤维素醚溶剂回收旋液分离装置等。与国内外其他厂家的生产工艺相比，公司改进的“一步法”生产工艺具有工艺流程合理、操作控制参数准确可靠、反应过程更加优化、反应充分、产品取代度均匀、溶液透明度高优势。

公司在 2010 年研发成功了药品缓控释专用 HPMC（CR 级）并开始批量生产。该项技术被山东省经济和信息化委员会列为 2012 年省级技术创新项目。目前，公司的缓控释专用 HPMC（CR 级）已经通过了国内多家厂家评审合格并开始批量供货。

目前，公司拥有植物胶囊专用 HPMC、羟乙基长链疏水性改性羧甲基醚、药用包衣辅料用 HPMC、食品添加剂甲基纤维素等十多项技术储备品种，有助于优化公司产品结构，保持技术领先优势，持续提升盈利能力。

产品质量优势

公司十分重视产品质量控制，将产品质量视为公司竞争力的核心要素，通过严格执行 ISO9001:2008、ISO14001:2004 和 GB/T28001-2001 的标准要求，强化质量控制措施，推动公司产品质量达到德国等发达国家的严苛标准要求。目前，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、美国药典和国家卫计委的相关要求，具备了替代进口产品和国际同类产品的实力。

公司拥有一批专业的纤维素醚生产和质控人员，具有丰富的生产控制和质量控制经验，同时，公司拥有较为完善的产品质量检测检验体系，投建了原材料、产成品质量检测中心，该检验中心根据不同产品的应用范围，设有不同的应用实验平台，包括建材应用实验室和医药应用实验室，从应用指标和使用效果方面保证了产品质量稳定性。

品牌优势

公司自 2000 年进入纤维素醚市场以来，通过持续提升产品质量和完善客户服务能力，“赫达”品牌纤维素醚已经在国内外同行树立了的高品质产品形象，在国内纤维素醚市场具有较高的品牌影响力，在国际纤维素醚市场享有良好声誉，被许多国家的客户所认可。2011 年 12 月，公司的赫达牌纤维素醚产品，被山东省名牌战略推进委员会及山东省质量技术监督局认定为“山东名牌”。2009 年 11 月和 2012 年 7 月，公司“赫达”商标被山东省工商行政管理局认定为“山东省著名商标”。

客户资源优势

公司的纤维素醚产品具备了较强的市场竞争力，赢得了国内外市场大客户的认可。该等客户对纤维素醚供应商技术研发、产品质量要求较高。目前公司产品已稳定销往德国、荷兰、南非、土耳其、印度等 60 多个国家和地区。与国内众多竞争对手相比较，公司的客户资源优势明显，国内外市场均衡发展。

表 8: 公司客户简介

行业	客户名称	所在地	客户简介
建材行业	德国可耐福	德国	可耐福创建于 1932 年，总部位于德国依普霍芬，是世界领先的建筑系统与绿色建材的制造商。目前，可耐福在全球 80 个国家拥有 12 个子品牌、220 个生产基地、逾 27,400 名员工。在中国仍保持着以石膏产品为核心业务，多种建筑材料及配套系统共同发展的格局，为建筑提供涉及建筑外墙、内墙、吊顶、地面等全系统解决方案。
	德高广州建材	中国	德高(广州)建材有限公司，创建于 1998 年，是全球著名的干砂浆领导公司—法国 PAREX 集团在中国设立的全资企业。经过十多年的发展，德高中国已成为中国特种干砂浆行业的领导者之一，德高 K11 防水浆料、德高瓷砖填缝料、德高 TTB 瓷砖胶等产品以其可靠的品质深获广大用户的信赖，已成为中国市场的领导产品。
医药行业	美国 KERRY BIOSCIENCE	美国	KerryBio-Science 是生物和药物成分创新和应用领域的领先公司之一。它服务于烹饪，咸味，面包，饮料，乳制品和糖果行业。该公司在美国，欧洲，中东，非洲和亚太地区设有工厂。KerryBio-Science 专注于健康，营养和食品安全领域。它提供酵母，蛋白质水解产物，乳化剂，酶，水胶体，培养物和发酵产物。该公司拥有 950 多名员工。KerryBio-Science 提供用于细胞组织培养和发酵的成分以及用于生产药物和发酵产品的诊断介质。它还提供冰淇淋，运动饮料，酵母和蔬菜提取物。
	河南天方药业	中国	天方药业是以成品制剂、化学合成原料药和生物发酵原料药的生产销售及医药经营为主营业务，集科、工、贸于一体的大型综合性医药企业。
	江苏正大天晴	中国	正大天晴药业集团是集科研、生产和销售为一体的创新型医药集团企业，是国内知名的肝健康药物研发和生产基地，为国家重点高新技术企业、国家火炬计划连云港新医药产业基地重点骨干企业，2017 年位列中国医药工业百强企业榜第 17 位。
食品行业	江苏辰星	中国	江苏辰星海洋生物科技有限公司是一家专注于植物胶囊开发的外商独资企业，是中国最专业的海藻植物空心胶囊生产企业，年产植物空心胶囊 40 亿粒，是拥有自主知识产权的专业生产企业。
	苏州维益	中国	维益是全球化的奶油制造商，拥有混合脂奶油、植脂奶油、乳脂奶油完整的产品结构，作为烘焙和餐饮领域的主要品牌之一，多年来一直致力于促进饼房，餐饮及零售市场的发展。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资质优势

公司医药食品级纤维素醚执行《中国药典》和《食品添加剂国标》设定的标准，从生产过程到最终产品均实现标准化，确保了产品安全性。截至目前，公司已经取得了纤维素醚的药用辅料注册批件，以及药品食品的生产许可，公司产品还通过了 halal 伊斯兰清真认证、OUKosher 犹太认证和 UKAS 的 FSSC22000 食品安全体系认证。根据欧盟相关规定，公司的纤维素醚已完成与化工原料环氧丙烷、环氧乙烷和氯甲烷有关的 REACH 注册。

3.2. 改建项目进入试生产，产能供应充分

据公告，随着新增 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，纤维素醚总计产能达到 42900 吨。

与此同时，公司为了提高产品附加值、扩大下游市场对医药级纤维素醚的消费量，投资建设 HPMC 植物胶囊项目，目前拥有 HPMC 植物胶囊设计产能 35 亿粒/年。未来公司将加大对植物胶囊二代产品的研发，将研发植物胶囊专用纤维素醚作为医药级产品的首要攻克课题，启动年产 50 亿粒植物胶囊技改项目，进一步加大对植物胶囊产业的拓展。

公司同时拥有 5000 吨/年原乙酸三甲酯产能，并且正在攻克双丙酮丙烯酰胺目前在生产流程以及工艺中存在的问题，预计可扩产 1000 吨/年。公司石墨类化工设备的生产能力 30 万平方米/年，维修能力 26 万平方米/年。

表 9: 公司产品产能情况

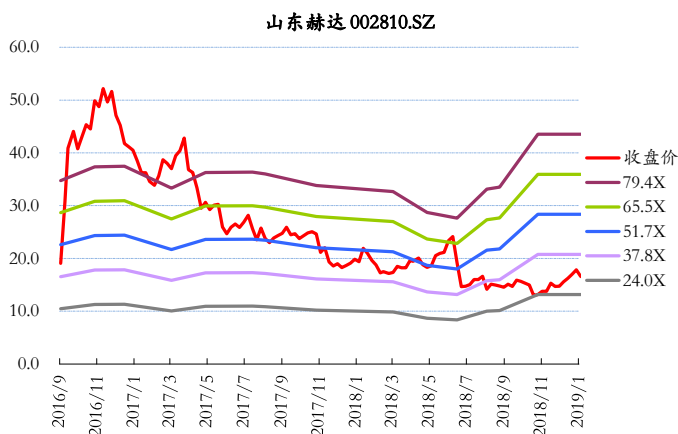
产品	产能
建材级纤维素醚	38900 吨/年
医药食品级纤维素醚	4000 吨/年
植物胶囊	35 亿粒/年
原乙酸三甲酯	5000 吨/年
双丙酮丙烯酰胺	正在攻克双丙酮丙烯酰胺目前在生产流程以及工艺中存在的问题, 预计可扩产 1000 吨/年
石墨类化工设备	生产能力 30 万平方米/年, 维修能力 26 万平方米/年

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4. 投资建议

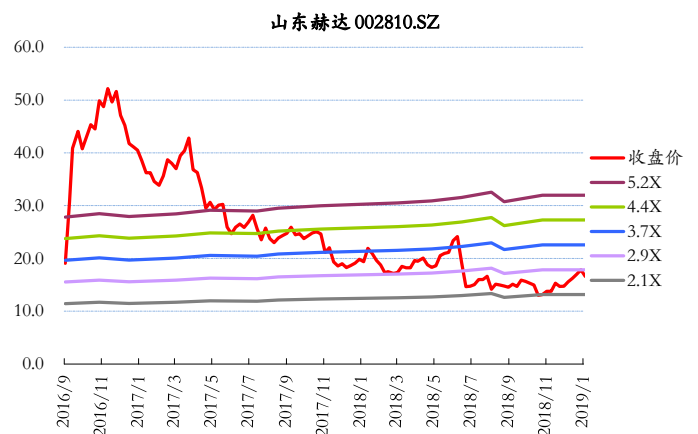
公司处于产能快速释放时期, 有望在市场竞争中抢得先机。预计 2018 年-2020 年净利润分别为 0.7、1.25 和 1.65 亿元, 对应 PE 30、17、13 倍, 首次覆盖给予买入-A 评级, 6 个月目标价 22 元。

图 11: 山东赫达 PE-Band



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 12: 山东赫达 PB-Band



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5. 风险提示

项目进度不及预期、下游需求不及预期等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	570.2	651.4	913.1	1,415.9	1,876.1	成长性					
减:营业成本	429.6	509.9	693.0	1,059.1	1,399.5	营业收入增长率	15.0%	14.2%	40.2%	55.1%	32.5%
营业税费	7.3	7.9	9.7	16.8	21.7	营业利润增长率	11.2%	0.0%	44.1%	84.1%	33.0%
销售费用	21.9	24.9	36.5	55.9	78.8	净利润增长率	-2.2%	-3.9%	52.0%	77.9%	31.9%
管理费用	45.3	46.8	72.9	106.2	152.0	EBITDA 增长率	4.8%	-0.7%	85.4%	49.5%	15.9%
财务费用	7.7	11.6	19.7	31.2	29.7	EBIT 增长率	3.6%	-4.5%	65.5%	78.9%	26.3%
资产减值损失	4.4	3.0	3.4	3.0	3.1	NOPLAT 增长率	3.9%	10.3%	45.9%	78.9%	26.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.0%	26.3%	83.3%	6.5%	0.5%
投资和汇兑收益	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	净资产增长率	60.9%	7.0%	12.0%	13.4%	17.1%
营业利润	54.3	54.3	78.2	144.0	191.6	利润率					
加:营业外净收支	1.7	-0.5	3.5	1.6	1.5	毛利率	24.7%	21.7%	24.1%	25.2%	25.4%
利润总额	56.0	53.8	81.8	145.6	193.2	营业利润率	9.5%	8.3%	8.6%	10.2%	10.2%
减:所得税	9.2	7.2	12.3	21.8	29.0	净利润率	8.5%	7.1%	7.7%	8.8%	8.8%
净利润	48.2	46.3	70.4	125.3	165.2	EBITDA/营业收入	18.5%	16.1%	21.3%	20.5%	17.9%
						EBIT/营业收入	10.9%	9.1%	10.7%	12.4%	11.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	226	191	196	171	122
						流动资产周转天数	211	214	203	190	188
						应收账款周转天数	63	65	62	63	63
						存货周转天数	71	70	67	68	67
						总资产周转天数	533	557	576	492	405
						投资资本周转天数	389	395	446	384	300
						投资回报率					
						ROE	7.6%	6.9%	9.3%	14.6%	16.4%
						ROA	5.2%	4.2%	3.8%	6.0%	7.6%
						ROIC	8.6%	9.0%	10.4%	10.2%	12.1%
						费用率					
						销售费用率	3.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.2%
						管理费用率	7.9%	7.2%	8.0%	7.5%	8.1%
						财务费用率	1.3%	1.8%	2.2%	2.2%	1.6%
						三费/营业收入	13.1%	12.8%	14.1%	13.7%	13.9%
						偿债能力					
						资产负债率	30.0%	38.7%	58.0%	58.1%	53.3%
						负债权益比	42.8%	63.2%	138.2%	138.6%	114.0%
						流动比率	1.53	1.27	0.92	1.05	1.16
						速动比率	1.01	0.87	0.60	0.66	0.76
						利息保障倍数	8.09	5.12	4.97	5.62	7.46
						分红指标					
						DPS(元)	0.16	-	0.08	0.19	0.14
						分红比率	39.7%	0.0%	13.2%	17.6%	10.3%
						股息收益率	0.9%	0.0%	0.4%	1.0%	0.8%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	68.8	100.1	73.0	113.3	150.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	110.0	124.0	192.1	306.4	355.0
应收票据	44.8	28.2	91.7	90.5	142.1
预付账款	7.2	13.1	42.6	30.1	58.1
存货	124.9	127.3	213.1	319.6	375.1
其他流动资产	9.5	16.5	8.7	11.6	12.2
可供出售金融资产	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	346.1	343.5	652.5	690.5	577.6
在建工程	35.7	186.7	393.3	345.3	345.3
无形资产	95.9	93.9	91.6	89.4	87.1
其他非流动资产	55.5	66.7	44.3	52.2	49.1
资产总额	907.1	1,108.7	1,811.6	2,057.5	2,160.4
短期债务	101.0	156.0	439.4	493.8	537.2
应付账款	88.3	111.9	171.8	254.5	307.5
应付票据	10.0	-	9.9	10.3	14.4
其他流动负债	38.8	55.0	56.5	71.4	79.5
长期借款	23.7	95.4	363.4	354.7	201.8
其他非流动负债	10.3	11.0	10.0	10.4	10.5
负债总额	272.1	429.4	1,051.0	1,195.2	1,150.9
少数股东权益	3.7	4.0	3.1	1.6	0.6
股本	95.6	95.6	119.1	119.1	119.1
留存收益	535.8	577.3	638.4	741.6	889.8
股东权益	635.1	679.3	760.6	862.3	1,009.5

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	46.8	46.6	70.4	125.3	165.2
加:折旧和摊销	44.0	46.0	96.2	115.1	115.1
资产减值准备	4.4	3.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	10.5	9.2	19.7	31.2	29.7
投资损失	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
少数股东损益	-1.4	0.3	-0.9	-1.5	-1.0
营运资金的变动	-111.3	-45.4	-148.3	-121.2	-119.3
经营活动产生现金流量	45.0	66.1	36.8	148.6	189.4
投资活动产生现金流量	-70.6	-163.5	-599.8	-99.7	0.4
融资活动产生现金流量	19.4	145.7	536.0	-8.6	-153.0

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.40	0.39	0.59	1.05	1.39
BVPS(元)	5.30	5.67	6.36	7.23	8.47
PE(X)	44.3	46.1	30.3	17.1	12.9
PB(X)	3.4	3.2	2.8	2.5	2.1
P/FCF	-18.0	84.5	-42.2	28.6	41.4
P/S	3.7	3.3	2.3	1.5	1.1
EV/EBITDA	44.1	22.9	14.6	9.8	8.0
CAGR(%)	38.3%	52.1%	12.7%	38.3%	52.1%
PEG	1.2	0.9	2.4	0.4	0.2
ROIC/WACC	1.0	1.1	1.2	1.2	1.4
REP	7.3	2.8	1.6	1.5	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张汪强、乔璐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034