

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

业绩实现快速增长, 纤维素醚与植物胶囊行业前景广阔

——山东赫达(002810)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

市场数据(2019-03-04)

收盘价(元)	21.75
一年内最高/最低(元)	29.51/12.32
沪深300指数	3794.1
市净率(倍)	3.84
流通市值(亿元)	13.35

基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	6.18
每股经营现金流(元)	0.17
毛利率(%)	23.58
净资产收益率-摊薄(%)	7.72
资产负债率(%)	43.74
总股本/流通股(万股)	11906.4/6139.22
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2019年03月05日

事件: 公司公布2018年业绩快报, 预计2018年公司实现营业收入9.11亿元, 同比增长39.78%, 实现归属于上市公司股东的净利润7190万元, 同比增长55.23%, 基本每股收益0.63元。

- **产能释放与植物胶囊销量增长带动业绩快速增长。** 公司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, 包括各类中高端建材级、医药级和食品级非离子型纤维素醚。2018年公司业绩增长的主要动力为公司20000吨/年纤维素醚改建项目释放部分产能, 同时控股子公司山东赫尔希胶囊有限公司纤维素醚植物胶囊产品销售增量明显, 毛利率提升幅度较大。公司改建项目于2018年9月开始试生产, 预计当年贡献产量4000吨。此外植物胶囊业务自2016年开始逐步放量, 随着市场需求的不断提升, 销量实现了快速增长。2018年植物胶囊满产满销, 为公司业绩增长做出重要贡献。

- **纤维素醚行业保持快速增长, 公司龙头地位稳固。** 纤维素醚有“工业味精”之称, 用途广、改性效果良好、对环境友好, 广泛应用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应及航空航天等诸多领域。未来随着环保要求的提升, 建材领域的纤维素醚需求仍有增长空间。医药、食品领域则受益于下游应用领域的扩张, 需求有望保持较快增长, 推动纤维素醚行业的快速发展。随着2万吨建材及纤维素醚产能的投产, 公司总产能将提升至3.89万吨建材级和4000吨医药食品级, 从而打破过去的产能瓶颈, 成为我国纤维素醚行业产能最大、技术最高、产品最全的龙头企业。新产能投产后, 公司与海外建材巨头圣戈班、可耐福签订了长期合同, 有望保障新增产能的消化。

- **植物胶囊前景广阔, 产业链一体化提升公司竞争力。** 在纤维素醚业务的基础上, 公司积极向下游拓展, 于2014年投资建设112条线350亿粒纤维素醚植物胶囊的产能, 2016建成12条生产线共计35亿粒产能, 并于2018年实现满产满销。2019年预计进一步新增12条线50亿粒的产能。由于植物胶囊较动物明胶胶囊性能优势明显, 其市场正处于高速发展中, 年需求增速在20%以上。公司是业内唯一具有自备纤维素醚产能的植物胶囊企业, 在成本、原材料稳定性等方面均具有较大优势。随着新产能的逐步投产, 植物胶囊业务有望成为公司未来业绩的重要增长点。

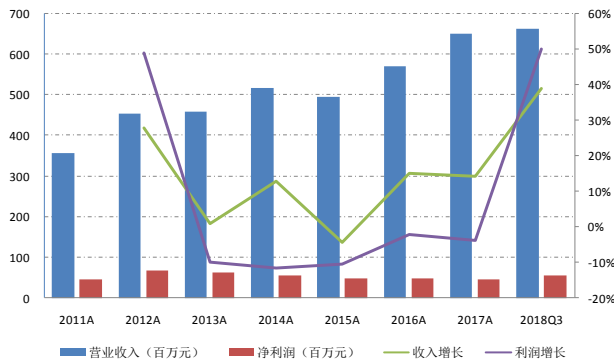
- **盈利预测和投资建议:** 预计公司2018、2019年摊薄后EPS分别为0.60元和0.96元, 以3月5日收盘价22.19元计算, 对应PE分别为36.7倍和23倍, 给予“增持”的投资评级。

风险提示: 产品价格大幅下跌, 新项目进展低于预期

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	570.2	651.4	910.5	1220.1	1488.5
增长比率	15.0%	14.2%	39.8%	34.0%	22.0%
净利润(百万元)	48.2	46.3	71.9	114.7	148.5
增长比率	-2.2%	-3.9%	55.2%	59.5%	29.4%
每股收益(元)	0.40	0.39	0.60	0.96	1.25
市盈率(倍)	54.8	57.0	36.7	23.0	17.8

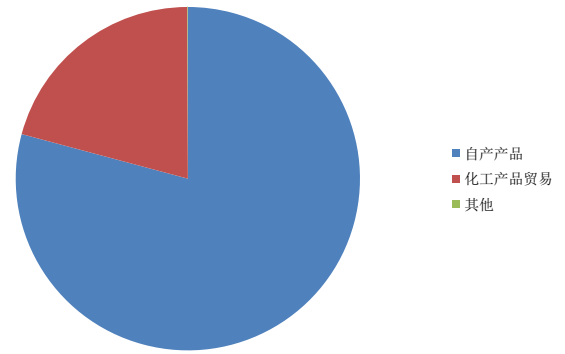
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



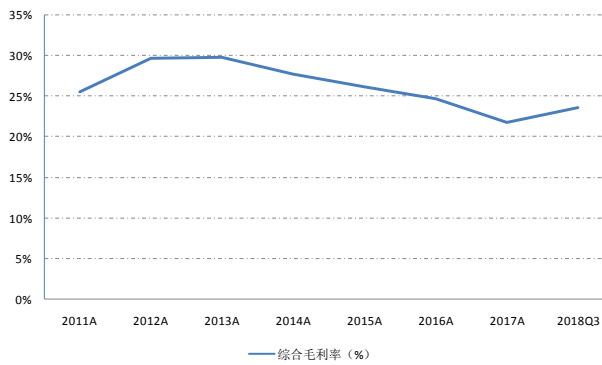
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



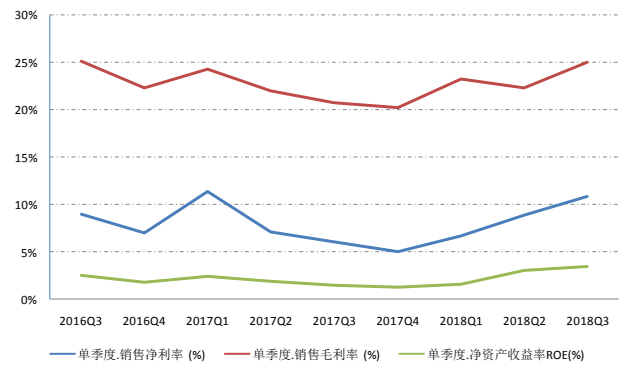
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 单季度盈利能力



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	570.2	651.4	910.5	1220.1	1488.5	成长性					
减: 营业成本	429.6	509.9	693.1	921.2	1,116.4	营业收入增长率	15.0%	14.2%	39.8%	34.0%	22.0%
营业税费	7.3	7.9	11.4	15.3	18.6	营业利润增长率	11.2%	0.0%	63.8%	54.4%	29.2%
销售费用	21.9	24.9	29.6	39.0	47.6	净利润增长率	-2.2%	-3.9%	55.2%	59.5%	29.4%
管理费用	45.3	46.8	78.4	100.0	128.0	EBITDA 增长率	4.8%	-0.7%	44.7%	34.3%	20.2%
财务费用	7.7	11.6	9.1	7.3	4.4	EBIT 增长率	3.6%	-4.5%	65.7%	47.4%	25.8%
资产减值损失	4.4	3.0	-	-	1.0	NOPLAT 增长率	3.9%	10.3%	43.0%	50.6%	25.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.0%	26.3%	13.3%	-5.8%	7.4%
投资和汇兑收益	0.3	0.3	-	-	5.0	净资产增长率	60.9%	7.0%	10.7%	10.8%	14.4%
营业利润	54.3	54.3	89.0	137.3	177.4	利润率					
加: 营业外净收支	1.7	-0.5	-1.0	-1.0	-1.0	毛利率	24.7%	21.7%	23.9%	24.5%	25.0%
利润总额	56.0	53.8	88.0	136.3	176.4	营业利润率	9.5%	8.3%	9.8%	11.3%	11.9%
减: 所得税	9.2	7.2	14.8	20.4	26.5	净利润率	8.5%	7.1%	7.9%	9.4%	10.0%
净利润	48.2	46.3	71.9	114.7	148.5	EBITDA/营业收入	18.5%	16.1%	16.6%	16.7%	16.4%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	10.9%	9.1%	10.8%	11.9%	12.2%
货币资金	68.8	100.1	72.8	97.6	119.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	226	191	138	103	79
应收帐款	110.0	124.0	191.3	238.3	286.4	流动营业资本周转天数	97	91	97	97	95
应收票据	44.8	28.2	91.3	65.7	118.9	流动资产周转天数	211	214	203	192	190
预付帐款	7.2	13.1	42.6	20.6	49.7	应收帐款周转天数	63	65	62	63	63
存货	124.9	127.3	213.1	250.2	303.9	存货周转天数	71	70	67	68	67
其他流动资产	9.5	16.5	8.7	11.6	12.2	总资产周转天数	533	557	467	372	324
可供出售金融资产	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	投资资本周转天数	389	395	337	259	214
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	ROE	7.6%	6.9%	9.6%	13.9%	15.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	4.2%	5.8%	9.1%	10.6%
固定资产	346.1	343.5	354.1	340.7	310.6	ROIC	8.6%	9.0%	10.2%	13.6%	18.1%
在建工程	35.7	186.7	130.7	91.5	64.0	费用率					
无形资产	95.9	93.9	91.6	89.4	87.1	销售费用率	3.8%	3.8%	3.3%	3.2%	3.2%
其他非流动资产	55.5	66.7	48.1	54.9	49.0	管理费用率	7.9%	7.2%	8.6%	8.2%	8.6%
资产总额	907.1	1,108.7	1,253.1	1,269.1	1,409.7	财务费用率	1.3%	1.8%	1.0%	0.6%	0.3%
短期债务	101.0	156.0	173.1	155.8	113.3	三费/营业收入	13.1%	12.8%	12.9%	12.0%	12.1%
应付帐款	88.3	111.9	171.8	199.0	249.4	偿债能力					
应付票据	10.0	-	9.9	7.7	12.1	资产负债率	30.0%	38.7%	40.0%	34.3%	32.3%
其他流动负债	38.8	55.0	56.4	62.8	70.7	负债权益比	42.8%	63.2%	66.6%	52.3%	47.8%
长期借款	23.7	95.4	79.7	-	-	流动比率	1.53	1.27	1.51	1.61	2.00
其他非流动负债	10.3	11.0	10.0	10.4	10.5	速动比率	1.01	0.87	0.99	1.02	1.32
负债总额	272.1	429.4	501.0	435.6	455.9	利息保障倍数	8.09	5.12	10.76	19.87	41.07
少数股东权益	3.7	4.0	5.3	6.5	8.0	分红指标					
股本	95.6	95.6	119.1	119.1	119.1	DPS(元)	0.04	-	0.18	0.29	0.25
留存收益	535.8	577.3	627.7	708.0	826.7	分红比率	9.9%	0.0%	30.0%	30.0%	20.0%
股东权益	635.1	679.3	752.1	833.5	953.8	股息收益率	0.2%	0.0%	0.8%	1.3%	1.1%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	46.8	46.6	71.9	114.7	148.5	EPS(元)	0.40	0.39	0.60	0.96	1.25
加: 折旧和摊销	44.0	46.0	53.4	58.8	62.6	BVPS(元)	5.30	5.67	6.27	6.95	7.94
资产减值准备	4.4	3.0	-	-	-	PE(X)	54.8	57.0	36.7	23.0	17.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.2	3.9	3.5	3.2	2.8
财务费用	10.5	9.2	9.1	7.3	4.4	P/FCF	-22.3	104.5	-64.8	38.4	56.8
投资收益	-0.3	-0.3	-	-	-5.0	P/S	4.6	4.1	2.9	2.2	1.8
少数股东损益	-1.4	0.3	1.3	1.2	1.5	EV/EBITDA	20.1	21.4	18.5	13.1	10.7
营运资金的变动	-111.3	-45.4	-147.2	-17.3	-122.3	CAGR(%)	35.3%	47.6%	14.7%	35.3%	47.6%
经营活动产生现金流量	45.0	66.1	-11.4	164.7	89.7	PEG	1.6	1.2	2.5	0.7	0.4
投资活动产生现金流量	-70.6	-163.5	-0.1	-0.0	5.1	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.0	1.4	1.8
融资活动产生现金流量	19.4	145.7	-15.7	-139.9	-73.3	REP	3.8	3.1	3.0	2.3	1.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。