

山东赫达(002810)/化工

产能释放叠加产品结构调整, 业绩拐点显现

评级: 买入(首次)

市场价格:

分析师: 商艾华

执业证书编号: S0740518070002

分析师: 张倩

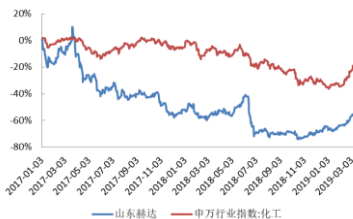
执业证书编号: S0740118040026

Email: zhangqian@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	1.19
流通股本(亿股)	0.61
市价(元)	21.68
市值(亿元)	25.80
流通市值(亿元)	13.22

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	570.17	651.40	910.52	1264.90	1391.69
增长率 yoy%	15.03%	14.25%	39.78%	38.92%	10.02%
净利润	48.18	46.32	72.99	117.54	162.55
增长率 yoy%	-2.23%	-3.86%	57.56%	61.04%	38.30%
每股收益(元)	0.40	0.39	0.61	0.99	1.37
每股现金流量	0.38	0.56	1.79	0.86	1.78
净资产收益率	7.37%	6.86%	9.61%	13.76%	16.14%
P/E	54	56	35	22	16
P/B	4.06	3.80	3.40	3.01	2.55

投资要点

- 公司致力于非离子型纤维素醚产品, 行业领军企业。**公司主要产品是非离子型纤维素醚, 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。为市场提供近百个品种纤维素醚系列产品, 成为中国纤维素醚行业领军企业之一。公司其他主导产品包括石墨制化工设备、HPMC 植物胶囊、原乙酸三甲酯、双丙酮丙烯酸酯等。
- 公司 18-19 年产能大幅提升, 夯实行业领军地位。**16 年开始, 公司为适应市场发展, 计划新增建设 2 万吨/年建材级纤维素醚的生产规模, 增幅 100%。2 万吨/年新增产能现已投产。公司参股子公司赫尔希主营业务为 HPMC 植物胶囊的生产销售, 建有生产线 12 条, 年生产 HPMC 植物胶囊 35 亿粒。18 年 4 月, 开始建设年产 50 亿粒 HPMC 植物胶囊项目, 生产线分批投产, 预计 19 年全部建设完成, 达到年产 85 亿粒 HPMC 植物胶囊的产能规划。
- 2018 乘扩产之风, 借销售高增之势, 实现公司业绩拐点。**公司发布 2018 年年报预增报告, 预期实现营业收入 9.1 亿元, 同比增长 39.78%。公司业绩实现高增的因素主要有: (1) 建材级纤维素醚新增 2 万吨/年产能在 18Q4 实现顺利投产; (2) 18 年子公司赫尔希的胶囊业务高速增长且带动公司医药级纤维素醚业务的同步增长。公司产品销量增长的同时, 产品结构也逐渐向高毛利业务倾斜, 18Q3 公司的毛利率及净利率水平均有所提升。
- 公司业绩增长驱动力: 产能释放叠加产品结构调整。**

新产能投产伴随新订单签订, 新增产能消化有保障。公司建材级纤维素醚新增产能的消化主要来自于两方面: (1) 公司 2017 年及 2018 年 H1 贸易代销建材级纤维素醚产品金额分别约为 6400 万元及 8800 万元, 根据 18 年 H1 数据并结合公司 18 年 Q4 新增产能顺利投产的情况, 我们保守预计公司 18 年全年贸易代销建材级产品约 1 亿元(约 4000 吨)。我们预计贸易代销随着公司新扩产能的投产将大部分转为公司自产自销。(2) 公司公告称, 为了充分释放公司新增 2 万吨/年纤维素醚改建项目产能, 与法国圣戈班、德国可耐福签订重大合同合作协议: 计划 2018 年 7 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日向法国圣戈班供应纤维素醚产品约 4000 吨, 向德国可耐福供应纤维素产品约 7000 吨, 大客户大订单提升了公司新增产能可消化的确定性。子公司植物胶囊业务迎合保健品行业的快速发展, 现有订单充盈。

胶囊业务提升, 带动产品结构调整, 提升毛利率。近几年公司建材级纤维素醚产品毛利率约为 16-17%, 医药食品级纤维素醚产品毛利率约为 35-36%。2016 年及 2017 年公司业务整体净利润率水平分别为 8.2%和 7.16%。根据公司 18 半年报数据披露, 子公司赫尔希胶囊业务得到快速发展。该业务在 17 年营业收入仅为 2942.7 万元, 净利润 152.1 万元, 而 18 年上半年已实现营业收入 3709.7 万元, 净利润 1028.8 万元, 净利润约为 27.7%。高盈利能力的胶囊业务的占比提升将提升公司综合毛利率, 增强盈利能力。

此外, 子公司福川化工产品原乙酸三甲酯的主要竞争对手在 18Q4 面临环保整改问题, 造成原乙酸三甲酯近半年内涨价幅度较大, 将对公司 18 年 Q4 及 19 年业绩产生较大贡献。

- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 2018-2020 年可实现营业收入分别为 910.52/1264.90/1391.69 百万元, 同比增速分别为 39.78%、38.92%、10.02%; 净利润分别为 72.99/118.04/163.05 百万元, 同比增速分别为 56.53%、61.73%、38.13%; 对应 EPS 分别为 0.61/0.99/1.37 元。首次覆盖, “买入”评级。
- 风险提示:** 公司新增产能投产不顺利, 下游需求不旺盛造成新增产能消化困难, 胶囊业务及医药食品级产品食品安全风险

内容目录

1.山东赫达，将纤维素醚溶于生活.....	- 3 -
1.1 公司介绍.....	- 3 -
1.2 公司致力于非离子型纤维素醚产品，行业领军企业.....	- 3 -
1.3 2018 乘扩产之风，借产品高增之势，实现公司业绩拐点.....	- 5 -
2.行业分析：建材级稳步增长，医药食品级潜力可观.....	- 6 -
2.1 上游：精制棉为主要原材料.....	- 7 -
2.2 供应端：大型跨国集团掌控高端产品输出，国内产能较集中但供给过剩.....	- 8 -
2.3 下游：建材级稳定增长，医药食品级具有发展潜力.....	- 9 -
2.3.1 建材级纤维素醚下游需求稳定增长，海外高端客户采购向国内企业转移.....	- 9 -
2.3.2 医药级及食品级纤维素醚发展向好.....	- 10 -
2.3.3 HPMC 胶囊借保健品行业发展高增趋势，发展潜力不可小觑.....	- 10 -
3.公司业绩增长驱动力：产能释放叠加产品结构调整.....	- 12 -
3.1 产能释放，新增订单带动业绩高增.....	- 12 -
3.2 胶囊业务提升，带动产品结构调整，提升毛利率.....	- 12 -
4.盈利假设及预测.....	- 13 -
5.风险提示.....	- 13 -

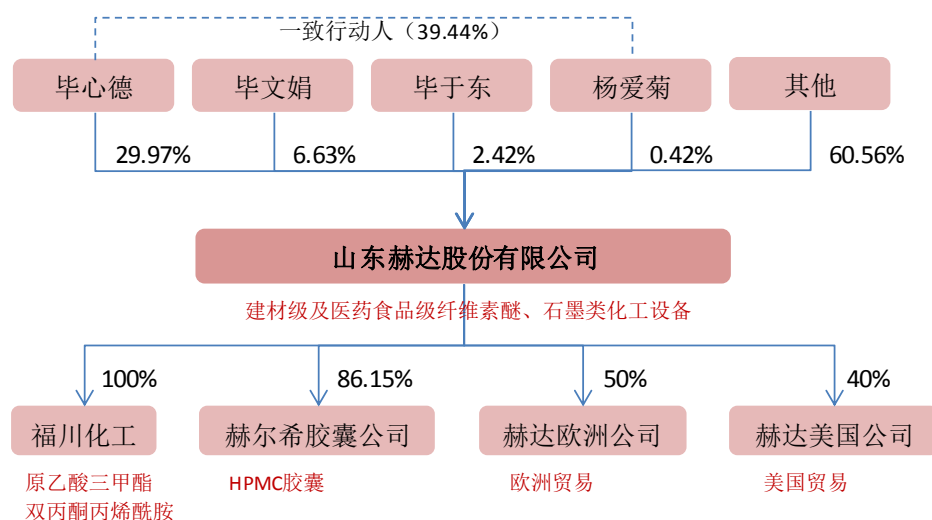
1. 山东赫达，将纤维素醚溶于生活

1.1 公司介绍

山东赫达股份有限公司（以下简称“赫达”或“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。

公司下设纤维素醚事业部、石墨设备事业部两个生产事业部，拥有全资子公司烟台福川化工有限公司、控股子公司山东赫尔希胶囊有限公司、合资子公司山东赫达欧洲公司、山东赫达美国公司。

图表 1：公司股权结构

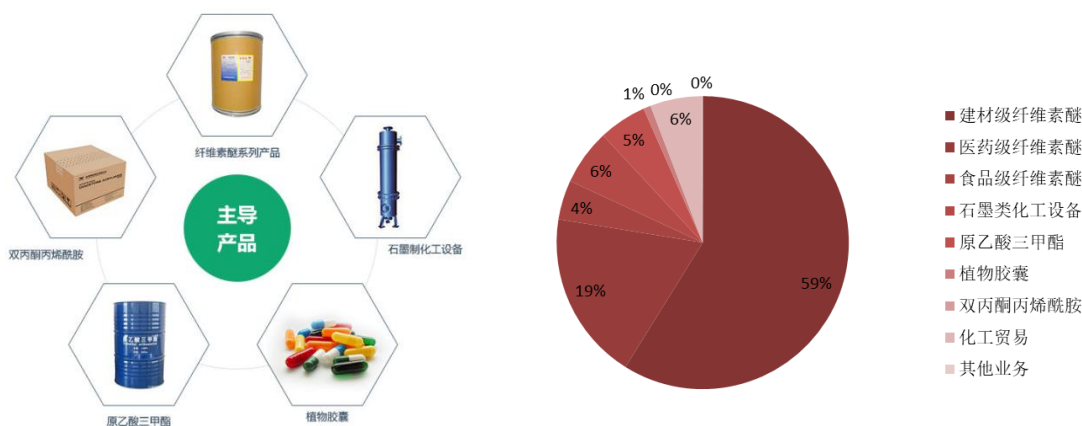


来源：公司公告、中泰证券研究所

1.2 公司致力于非离子型纤维素醚产品，行业领军企业

公司主营非离子型纤维素醚产品。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，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。为市场提供近百个品种纤维素醚系列产品，成为中国纤维素醚行业领军企业之一。公司其他主导产品包括石墨制化工设备、HPMC 植物胶囊（子公司赫尔希业务）、原乙酸三甲酯（子公司福川化工）、双丙酮丙烯酰胺（子公司福川化工）等。

图表 2: 公司主营产品及收入占比



来源: 公司官网、中泰证券研究所 (收入占比数据取自 2016H1, 公司 16H1 后未披露细分业务占比数据)

公司 18-19 年产能大幅提升, 夯实行业领军地位。自 2013 年起, 公司在周村化工新材料产业园区开始建设纤维素醚项目, 达到 4000 吨/年医药食品级纤维素醚及 18900 吨/年建材级纤维素醚的产能。于 2016 年开始, 公司为适应市场发展, 计划新增建设 20000 吨/年建材级纤维素醚的生产规模, 现 2 万吨/年新增产能已投产。公司参股子公司赫尔希主营业务为 HPMC 植物胶囊生产销售, 建有生产线 12 条, 年生产 HPMC 植物胶囊 35 亿粒。2018 年 4 月, 开始建设年产 50 亿粒 HPMC 植物胶囊项目, 生产线分批投产, 预计 2019 年将全部建设完成, 达到年产 85 亿粒 HPMC 植物胶囊的产能规划。

图表 3: 公司发展史

2018	20000 吨/年建材级纤维素醚新产能投产, 实现建材级纤维素醚总产能 38900 吨/年
2016	中小板上市, 募投建设 20000 吨/年建材级纤维素醚生产线
2015	投资建设 MVR 蒸发项目及高温熔融废盐再生项目
2014	成立控股子公司山东赫尔希胶囊有限公司, 专注于植物胶囊的研发、生产及销售
2014	为推进欧洲市场的开发力度, 在荷兰成立欧洲分公司
2013	公司投资建设 24000 吨/年纤维素醚项目一期工程
2007	新产品“羟乙基纤维素”顺利投产
2000	开始纤维素醚系列产品的研发
1997	更名为山东赫达股份有限公司, 并发行股票上柜交易
1990	王村铆焊厂更名为“淄博石墨化工设备厂”, 专注石墨换热器系列产品研发、生产及销售
1972	王村铆焊厂成立, 企业性质为王村镇镇办集体所有制企业, 主要以承接铆焊、安装

来源: 公司官网、中泰证券研究所

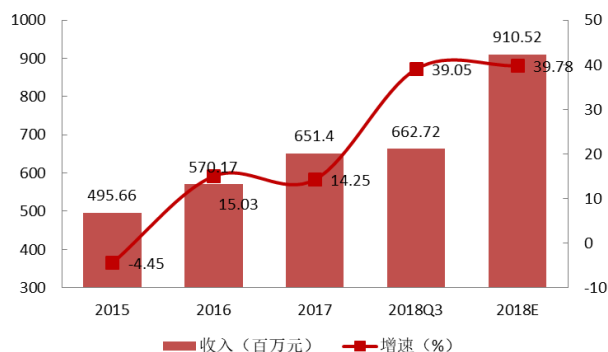
图表 4: 公司主营产品产能情况

产品	产能	备注
建材级纤维素醚	38900 吨/年	2018 年 9 月新增 2 万吨/年
医药及食品级纤维素醚	4000 吨/年	
植物胶囊 (赫尔希)	35 亿粒/年	2018 年 8 月前是 12 条生产线, 2019 年生产线达到 24 条
石墨类化工设备	生产 30 万平米, 维修 26 万平米	
原乙酸三甲酯 (福川)	5000 吨/年	
双丙酮丙烯酰胺 (福川)	1000 吨/年	

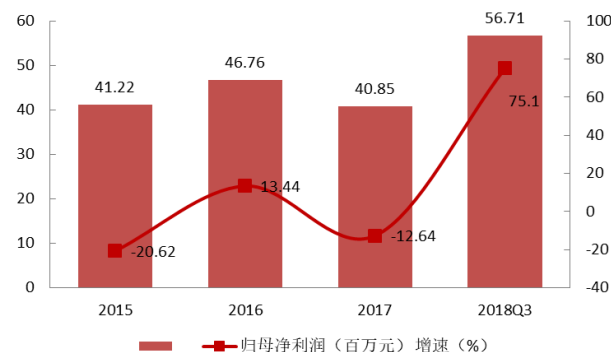
来源: 公司官网、中泰证券研究所

1.3 2018 乘扩产之风, 借产品高增之势, 实现公司业绩拐点

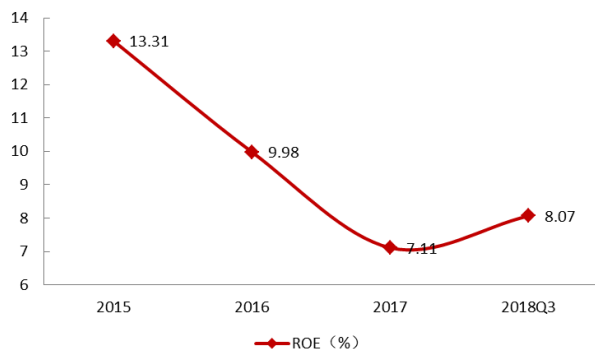
公司发布 2018 年年报预增报告, 预期实现营业收入 9.1 亿元, 同比增长 39.78%。公司业绩实现高增的因素主要有: (1) 建材级纤维素醚新增 2 万吨/年产能在 18Q4 实现顺利投产; (2) 18 年子公司赫尔希的胶囊业务高速增长且带动公司医药级纤维素醚业务的同步增长。公司产品销量增长的同时, 产品结构也逐渐向高毛利业务倾斜, 18Q3 公司的毛利率及净利率水平均有所提升。

图表 5: 公司营业收入及增速


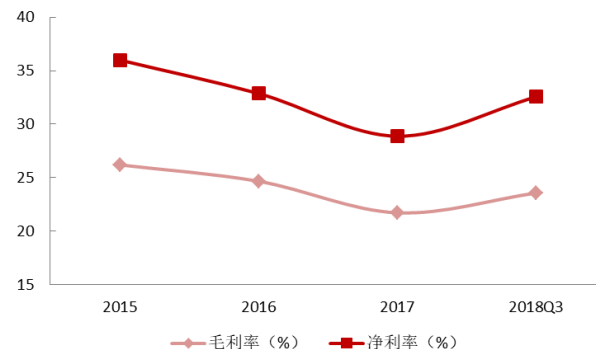
来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 公司归母净利润及增速


来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 公司 ROE 水平在 18Q3 回升


来源: wind、中泰证券研究所

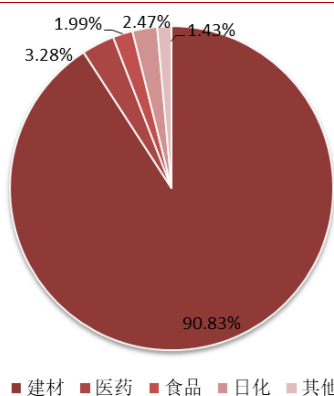
图表 8: 公司毛利率及净利率


来源: wind、中泰证券研究所

2.行业分析：建材级稳步增长，医药食品级潜力可观

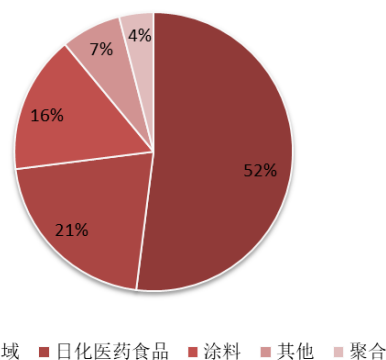
纤维素醚是以天然纤维素为原料，醚化后得到的一类多种衍生物的总称，经过醚化引入醚基团后可改善亲水性，大大提高在水和有机溶剂中的溶解性能。纤维素醚是一种重要的添加剂，主要用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应及航天航空等诸多领域，具有溶液增稠性、良好水溶性、悬浮或乳胶稳定性，保护胶体作用。根据纤维素醚的电离性可将纤维素醚分为离子型、非离子型和混合型产品。2017年非离子型纤维素醚产品产量占比约40%，收入占比接近50%，是一种重要的纤维素醚种类。由于山东赫达主营为非离子型纤维素醚，所以行业分析以非离子型纤维素醚为例。

图表 9：我国非离子型纤维素醚应用领域



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 10：全球非离子型纤维素醚应用领域



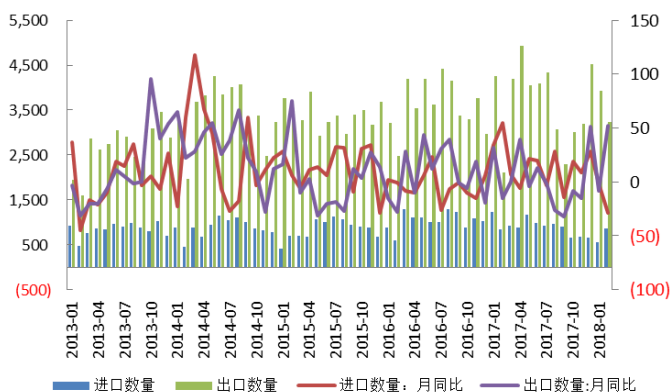
来源：公司公告、中泰证券研究所

非离子型纤维素醚的应用领域涵盖了建材、医药、食品、日化等行业。我国非离子型纤维素醚 90%的应用集中在建材行业，国外的非离子型纤维素醚的应用较均衡。建材级纤维素醚的添加可提高建筑材料的保水性、增稠性，改善施工的和易性。医药级纤维素醚可应用于薄膜包衣、植物胶囊及缓控释制剂等药用辅料，特别是缓控释添加方向是国家重点支持研究开发方向。食品级纤维素醚是一种公认的食品安全添加剂，可以起到增稠、保水、改善口感等作用，在发达国家得到普遍应用。

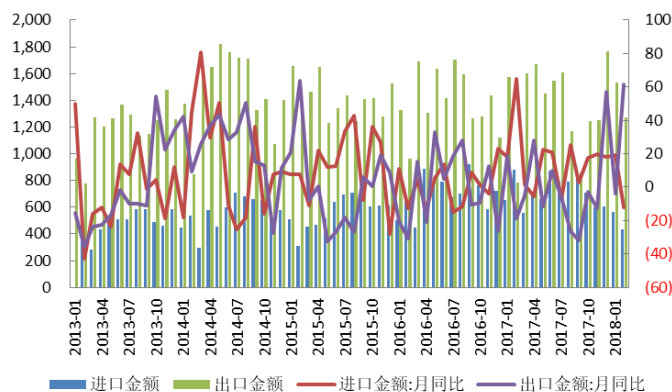
图表 11: 非离子型纤维素醚产品介绍

用途	备注
<p>建 可以提高建筑材料的保水性、增稠性,改善施工的和易性,被广泛应用于改善和优化包括砌筑砂浆、保温砂浆、瓷砖粘接砂浆、自流平砂浆,以及 PVC 树脂制造、乳胶漆、耐水腻子等在内的建材产品的性能。</p>	<p>本公司的建材级纤维素醚以中高端型号的建材级 HPMC 为主,主要应用于保温砂浆,瓷砖粘结剂、自流平、壁纸胶等干混砂浆领域,以及聚氯乙烯(PVC)等领域;另一部分普通型号产品,主要应用于预拌砂浆、普通砂浆和刮墙腻子等</p>
<p>医药 医药级纤维素醚是应用于薄膜包衣、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。医药级缓控释制剂专用的医药级纤维素醚核心技术长期由国外知名企业控制,国内仅少数企业掌握用于控释制剂纤维素醚的生产能力,价格昂贵,制约了产品推广应用和医药产业升级。医药级 HPMC 是生产缓控释制剂的重要原料,属于国家重点支持研究开发的药用辅料,符合国家产业政策支持发展方向。</p>	<p>目前公司的医药级纤维素醚 HPMC 的主要应用领域包括薄膜包衣、粘合剂、药膜剂、软膏剂、分散剂、植物胶囊、缓释制剂、控释制剂(CR级)(小批量)等</p>
<p>食品 是一种公认的安全食品添加剂,在食品行业可用作食品增稠剂、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 作为食品添加剂使用。</p>	

来源: 公司官网, 公司招股书, 中泰证券研究所

图表 12: 纤维素醚出口进口量及同比


来源: wind、中泰证券研究所

图表 13: 纤维素醚出口进口金额及同比


来源: wind、中泰证券研究所

我国纤维素醚整体出口增加,进口减少,中低端产品实现进口替代。根据纤维素醚进出口数据显示,我国 2017 年进口以高单价产品为主(均价 5.16 万元/吨),出口以低价值产品为主(均价 2.52 万元/吨)。进入 18 年,出口数量及出口金额均实现同比增长,而进口数量及进口金额同比下滑。

2.1 上游: 精制棉为主要原材料

生产纤维素醚所需的主要原材料包括精制棉(或木浆)和部分常用化学溶剂,如

环氧丙烷、氯甲烷、液碱等。

精制棉成本占比较高，占建材级纤维素醚成本比重约为 26-28%，占医药级纤维素醚成本比重约为 18-20%。生产精制棉的主要原料是短绒棉，近几年，短绒棉价格波动较大，18 年 Q4 价格波动恢复平稳，短绒棉价格止跌。精制棉价格波动对建材级产品的利润影响较大，对高毛利的医药食品级产品影响较小。

图表 14: 近几年短绒棉价格走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 原材料棉短绒价格波动弹性测试

产品	主要原料	涨幅	营业利润敏感性变化		
			2016H1	2015	2014
建材级纤维素醚	精制棉	1%	-1.27%	-1.16%	-0.94%
医药食品级纤维素醚	精制棉	1%	-0.25%	-0.25%	-0.19%

来源: wind, 中泰证券研究所

2.2 供应端: 大型跨国集团掌控高端产品输出, 国内产能较集中但供给过剩

发达国家的大型跨国企业是全球非离子型纤维素醚的最主要供应商, 占据高端产品的供应。建材级纤维素醚产能集中在美国陶氏(产能 10 万吨)、美国亚什兰(产能 8 万吨)、日本信越(产能 8 万吨)及韩国乐天(产能 4 万吨)等大型公司, 产能及销量占行业 70%以上。

国内纤维素醚产能大于需求, 产能集中在头部企业。2018 年国内非离子型纤维素醚的产能大约为 30 万吨每年, 国内需求量在 22 万吨左右。目前国内较大的厂家有山东瑞泰、山东赫达、山东一滕、山东天盛、上海惠广、北方天普、重庆鹏凯、浙江中维、湖州展望、安徽山河等还包括河北及其他的部分厂家, CR5

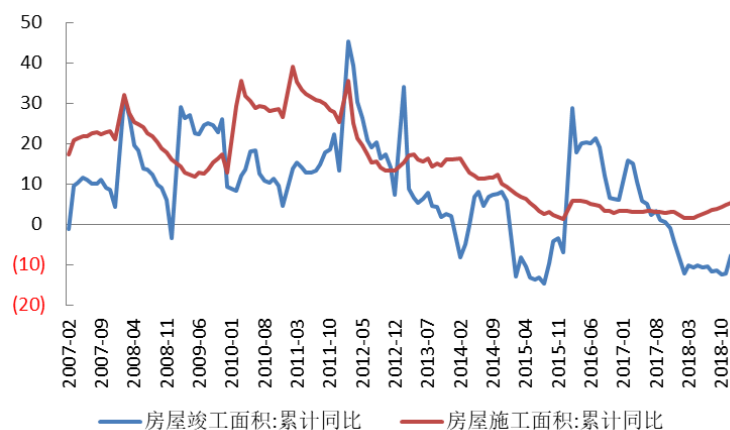
接近 50%。

2.3 下游：建材级稳定增长，医药食品级具有发展潜力

全球纤维素醚市场主要集中在欧洲，北美和日本等发达国家和地区。我国的纤维素醚产地主要集中在山东、河北、江苏、浙江、河南和四川等省份。主要消费市场集中在华东、华南和华北等经济较发达的地区。

2.3.1 建材级纤维素醚下游需求稳定增长，海外高端客户采购向国内企业转移

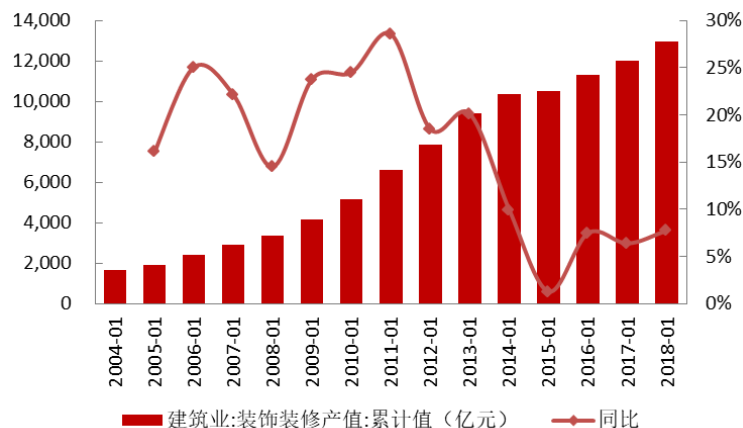
图表 16：房地产竣工面积及施工面积同比增速 (%)



来源：wind、中泰证券研究所

建材级纤维素醚下游需求稳定增长。建材级纤维素醚的销量占纤维素醚产品的90%以上，按照18年国内市场需求建材级纤维素醚22万吨，均价2.5万元/吨计算，国内建材级纤维素醚市场规模约为55亿元。建材类应用方向主要有预搅拌泥浆及装修环节的瓷砖粘结剂、墙纸胶及刮墙腻子等。近两年，房地产行业每年新开工及竣工面积总量提升萎靡，装修装饰行业保持小幅增幅，导致近两年国内建材级非离子型纤维素醚总销量及销售价格比较稳定。

图表 17：装饰装修行业发展趋势



来源：wind、中泰证券研究所

图表 18: 国内非离子型纤维素醚销量

	2017	2018
建材级销量 (万吨)	16-20	16
价格	2.5-3.5	2.5-3.5
医药级销量 (吨)	13000	12000
价格	4-7	5.5-8
食品级销量 (吨)	3000	5000
价格	4-6.5	4.5-6.5

来源: 中国纤维素行业协会、中泰证券研究所

海外高端客户采购向国内企业转移。2012 年欧洲债务危机发生之后, 一些国家客户为应对危机、降低成本, 增加从中国等新兴国家的纤维素醚采购量。以山东赫达为例, 公司在 2018 年发布两个重大合同公告, 德国可耐福及法国圣戈班在 2018 年下半年及 2019 年将加大对公司的建材级纤维素醚产品的采购量。

2.3.2 医药级及食品级纤维素醚发展向好

医药食品级纤维素醚对产品杂质、水分、细菌和重金属含量等指标要求非常严格, 对主要原材料精制棉的纯净度、生产环境洁净度的要求高, 需要专用的设备和符合条件的车间场所, 生产反应时间较长, 生产技术难度、成本和价格较高。药品生产对品质一致性的要求, 需要各批次纤维素醚质量保持很高的稳定性, 对医药级纤维素醚的生产控制过程要求高, 技术难度大。因此, 国内具备规模化生产医药级纤维素醚能力的企业仍然较少, 代表性企业有山东赫达及山东瑞泰。

医药缓控释制剂 (包括缓释制剂和控释制剂) 专用的医药级纤维素醚核心技术长期由国外知名企业控制, 国内仅少数企业掌握用于控释制剂纤维素醚的生产能力, 价格昂贵, 制约了产品推广应用和医药产业升级。医药级 HPMC 是生产缓控释制剂的重要原料, 属于国家重点支持研究开发的药用辅料, 符合国家产业政策支持发展方向。

医药级 HPMC 也是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料, 占 HPMC 植物胶囊原料的 90% 以上, 制成的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, 符合消费者对食品药品的安全卫生需求, 是动物明胶胶囊的重要补充和理想替代品之一。国外市场对植物胶囊的需求增长较快, 我国在植物胶囊领域的起步较晚, 产销量小, 未来的市场需求潜力大。全球 2017 年空心胶囊的量约 7000 亿粒, 按照一亿粒胶囊需要消耗医药级纤维素醚 12.5 吨计算, 总量在 87500 吨, 单胶囊用医药级纤维素醚的潜在收入规模约为 50 亿元。植物胶囊的需求增加将是未来国内市场对医药级 HPMC 需求的主要增长点之一。

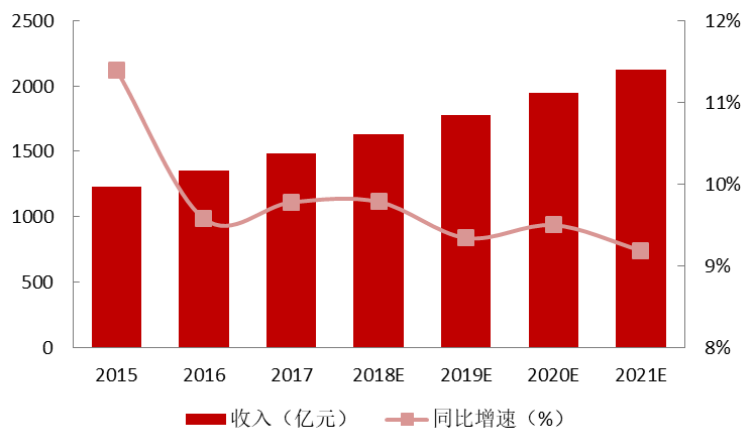
2.3.3 HPMC 胶囊借保健品行业发展高增趋势, 发展潜力不可小觑

按照原料划分, 胶囊可以分为明胶胶囊、植物胶囊。其中明胶胶囊目前占比 90% 左右。HPMC 胶囊是植物胶囊的一种, 最早是由 Capsugel 公司在 1997 年推出, 原材料主要是精制棉或者木浆, 领域主要是药品和保健品, 目前市场渗透率约为 10%。植物空心胶囊解决了中药胶囊制剂易发脆及交联固化反应等难题, 适合于

吸湿性强的中成药或保健食品的填充，也适合部分特殊人群使用。

HPMC 植物胶囊的增长一方面来自于下游保健品行业的快速增长。欧睿数据显示，2018 年我国保健品行业的市场规模接近 1600 亿元，同比增速 9.8%。其中，植物胶囊潜在应用维生素和膳食补充剂类保健品占比接近 90%。

图表 19：中国保健品行业市场规模



来源：欧睿、中泰证券研究所

HPMC 植物胶囊的增长一方面来自于对传统明胶胶囊的替代。传统的明胶胶囊近几年受食品健康负面新闻的影响，不同程度上遭到消费者的排斥，特别是保健品行业的目标消费群体。HPMC 植物胶囊符合保健品的商品宣传定位：健康，纯天然。根据最大胶囊企业 Capsugel 的调查，在美国有 35% 的保健品用户表示在选择产品时非常看重素食或非动物来源；在欧洲有超过 45% 的保健品用户表示，如果知道产品使用的胶囊是植物源胶囊，他们将更愿意购买该产品。另一方面，对于某些可能与明胶产生交联固化反应的药物，需要用更稳定的植物性胶囊来装载。

我们估计全球 HPMC 软胶囊产量接近 1000 亿粒，占胶囊市场份额约 10%，其中，70% 是来自保健品，如维生素 E 软胶囊、深海鱼油软胶囊等。国外大型跨国集团植物胶囊售价在 400 元/万粒左右，对应现有的市场规模约为 40 亿元。下游行业发展及植物胶囊的渗透率提升，市场规模将随之增长。

图表 20: 使用 HMPG 胶囊的保健品举例



诺和维他辅酶Q10
NOVO VITA ACTIVE Q10+
120粒



GNC 银杏精华胶囊
GNC GINKGO 120MG

规格 100粒 保质期 3年 原产地 美国

储存方式
勿让儿童接触，置于阴凉干燥的地方

食用方法
每日1-2粒，随餐食用。

营养成分表			
品名	规格	每份含量	%DV
辅酶Q10胶囊 NOVO VITA ACTIVE Q10+	120粒/瓶		
产地	丹麦		
主要成分	癸烯醌(辅酶Q10) 米粉 抗坏血酸(维生素C) 环糊精 植物胶囊(羟丙基甲基纤维素)	每份1粒 每瓶100份	
服用方法	成人每日1次, 1次1-4粒; 11岁以上儿童每日随餐1粒, 饭后服用	每份含银杏提取物 (提供24%银杏类黄酮, 28.8mg 6%的萜内酯, 7.2mg)	120mg **
保质期	3年	** 无具体日推荐量	
储存方法	放置阴凉干燥处	其它成份: 磷酸二钙, 植物纤维素胶囊, 纤维素	
温馨提示	未成年人、孕妇、过敏体质人群请在医生指导下使用	温馨提示: 正在服用华法令、阿司匹林等扩张血管药物的人士需慎食银杏提取物。孕妇、治疗期间请咨询医师, 18岁以下不建议服用, 手术前两周停止服用	

来源: 淘宝网、中泰证券研究所

3. 公司业绩增长驱动力: 产能释放叠加产品结构调整

3.1 产能释放, 新增订单带动业绩高增

建材级纤维素醚及胶囊业务新增产能, 18Q4 顺利投产。公司建材级纤维素醚新增产能 2 万吨/年, 增长 100%。子公司赫尔希胶囊业务新增生产线陆续投产, 预计 19 年全部投产, 新增产能 50 亿粒。

新产能投产伴随新订单签订, 新增产能消化有保障。公司建材级纤维素醚新增产能的消化主要来自于两方面: (1) 公司 2017 年及 2018 年 H1 贸易代销建材级纤维素醚产品金额分别约为 6400 万元及 8800 万元, 根据 18 年 H1 数据并结合公司 18 年 Q4 新增产能顺利投产的情况, 我们保守预计公司 18 年全年贸易代销建材级产品约 1 亿元 (约 4000 吨)。我们预计贸易代销随着公司新扩产能的投产将大部分转为公司自产自销。(2) 公司公告称, 为了充分释放公司新增 2 万吨/年纤维素醚改建项目产能, 与法国圣戈班、德国可耐福签订重大合作协议: 计划 2018 年 7 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日向法国圣戈班供应纤维素醚产品约 4000 吨, 向德国可耐福供应纤维素产品约 7000 吨, 大客户大订单提升了公司新增产能可消化的确定性。子公司植物胶囊业务迎合欧美保健品行业的快速发展, 现有订单充盈。植物胶囊业务由 17 年的 2942.7 万元收入增长至 18 年上半年 3709.7 万元, 实现了快速增长。

3.2 胶囊业务提升, 带动产品结构调整, 提升毛利率

近几年公司建材级纤维素醚产品毛利率约为 16-17%, 医药食品级纤维素醚产品毛利率约为 35-36%。2016 年及 2017 年公司业务整体净利润率水平分别为 8.2% 和 7.16%。根据公司 18 半年报数据披露, 子公司赫尔希胶囊业务得到快速发展。

该业务在 17 年营业收入仅为 2942.7 万元，净利润 152.1 万元，而 18 年上半年已实现营业收入 3709.7 万元，净利润 1028.8 万元，净利润约为 27.7%。高盈利能力的胶囊业务的占比提升将提升公司综合毛利率，增强盈利能力。

此外，子公司福川化工产品原乙酸三甲酯的主要竞争对手在 18Q4 面临环保整改问题，造成原乙酸三甲酯近半年内涨价幅度较大，将对公司 18 年 Q4 及 19 年业绩产生较大贡献。

4. 盈利假设及预测

公司收入来源由自营业务和贸易代销业务所构成。我们预计公司 2018-2020 年可实现营业收入分别为 910.52/1264.90/1391.69 百万元，同比增速分别为 39.78%、38.92%、10.02%；2018-2020 年可实现净利润分别为 72.99/118.04/163.05 百万元，同比增速分别为 56.53%、61.73%、38.13%；对应 EPS 分别为 0.61/0.99/1.37 元。

图表 21：公司自营业务收入盈利假设及预测

收入假设及预测		2017	2018E	2019E	2020E
建材级	销量 (吨/年)	15682.86	21500	29525	31001.25
	单价 (万元/吨)	2.19	2.184	2.184	2.1
	收入 (万元)	34319.52	46956.00	64482.60	65102.63
	毛利率	16.30%	17.00%	16.50%	16.00%
医药级	销量 (吨/年)	2777.98	3500	5000	6500
	单价 (万元/吨)	4.79	4.704	4.704	4.8
	收入 (万元)	13305.18	16464.00	23520.00	31200.00
	毛利率	35.89%	36.51%	36.51%	37.00%
食品级	销量	721.607	900	1000	1100
	单价	4.04	4.54	4.54	4.54
	收入	2915.56	4082.40	4536.00	4989.60
	毛利率	29.94%	30.48%	30.00%	30.00%
植物胶囊 (86.15%)	销量 (亿粒)	7	35	60	100
	单价 (万元/亿粒)	250	250	250	250
	收入 (万元)	1750	8750	15000	25000
	毛利率	40.00%	47.00%	50.00%	55.00%
原乙酸三甲酯 (双丙酮丙烯酰胺)	权益收入 (万元)	1505.00	7525.00	12900.00	21500.00
	销量	1600	3000	3500	3000
	单价 (万元/吨)	2.54	2.50	3.00	2.50
	收入 (万元)	4058.14	7500.00	10500.00	7500.00
石墨设备	毛利率	12.20%	13.00%	15.00%	14.00%
	收入 (万元)	2483.53	3317.24	3317.24	3317.24
自营业务收入总和		58586.93	85844.64	119255.84	133609.465

来源：中泰证券研究所

5. 风险提示

- (1) 公司新增产能投产不顺利。
- (2) 下游需求不旺盛造成新增产能消化困难。
- (3) 胶囊业务及医药食品级产品食品安全风险。

图表 22: 公司盈利预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	651.40	910.52	1264.90	1391.69	净利润	46.63	72.99	118.04	163.05
营业成本	509.89	696.99	953.32	1008.00	折旧与摊销	45.96	49.29	63.52	74.98
营业税金及附加	7.93	9.11	12.65	13.92	财务费用	11.55	14.23	17.78	19.40
销售费用	24.88	34.77	48.31	53.15	资产减值损失	3.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	46.79	65.28	90.69	99.78	经营营运资本变动	-1.77	77.25	-96.44	-45.45
财务费用	11.55	14.23	17.78	19.40	其他	-39.30	-0.11	0.07	-0.02
资产减值损失	3.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	66.09	213.64	102.97	211.96
投资收益	0.30	0.00	0.00	0.00	资本支出	-167.48	-200.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	4.00	-10.50	-15.00	-12.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-163.48	-210.50	-215.00	-112.00
营业利润	54.31	90.14	142.15	197.43	短期借款	55.00	57.82	200.20	-52.89
其他非经营损益	-0.50	-1.02	-0.76	-0.89	长期借款	71.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	53.80	89.12	141.38	196.54	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	7.18	16.13	23.35	33.49	支付股利	-4.78	-4.59	-7.24	-11.66
净利润	46.63	72.99	118.04	163.05	其他	23.82	-19.88	-27.78	-16.40
少数股东损益	0.30	0.00	0.50	0.50	筹资活动现金流净额	145.75	33.35	165.18	-80.94
归属母公司股东净利润	46.32	72.99	117.54	162.55	现金流量净额	46.94	36.49	53.16	19.02
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	100.09	136.58	189.73	208.75	成长能力				
应收和预付款项	165.33	191.47	291.70	328.94	销售收入增长率	14.25%	39.78%	38.92%	10.02%
存货	127.35	138.66	227.27	252.43	营业利润增长率	0.00%	65.98%	57.70%	38.90%
其他流动资产	16.52	23.59	32.58	35.80	净利润增长率	-0.31%	56.53%	61.73%	38.13%
长期股权投资	0.14	0.14	0.14	0.14	EBITDA 增长率	5.55%	37.42%	45.42%	30.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	530.19	684.41	824.40	852.94	毛利率	21.72%	23.45%	24.63%	27.57%
无形资产和开发支出	94.33	90.85	87.37	83.88	三费率	12.78%	12.55%	12.39%	12.38%
其他非流动资产	74.72	84.69	99.65	111.62	净利率	7.16%	8.02%	9.33%	11.72%
资产总计	1108.66	1350.39	1752.86	1874.51	ROE	6.86%	9.61%	13.76%	16.14%
短期借款	156.00	213.82	414.02	361.13	ROA	4.21%	5.40%	6.73%	8.70%
应付和预收款项	141.37	262.34	362.44	382.60	ROIC	7.16%	9.16%	11.81%	13.65%
长期借款	95.40	95.40	95.40	95.40	EBITDA/销售收入	17.16%	16.88%	17.67%	20.97%
其他负债	36.64	19.54	22.91	24.89	营运能力				
负债合计	429.41	591.10	894.76	864.02	总资产周转率	0.65	0.74	0.82	0.77
股本	95.56	119.06	119.06	119.06	固定资产周转率	1.89	2.09	2.09	1.93
资本公积	190.94	167.43	167.43	167.43	应收账款周转率	5.67	7.31	7.58	6.30
留存收益	386.40	454.79	565.09	715.98	存货周转率	4.01	5.21	5.19	4.19
归属母公司股东权益	675.24	755.28	853.58	1005.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.30%	—	—	—
少数股东权益	4.01	4.01	4.51	5.01	资本结构				
股东权益合计	679.25	759.30	858.10	1010.49	资产负债率	38.73%	43.77%	51.05%	46.09%
负债和股东权益合计	1108.66	1350.39	1752.86	1874.51	带息债务/总负债	58.55%	52.31%	56.93%	52.84%
					流动比率	1.27	1.01	0.94	1.09
					速动比率	0.87	0.73	0.65	0.76
					股利支付率	10.31%	6.29%	6.16%	7.17%
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	111.81	153.65	223.45	291.81	每股指标				
PE	55.72	35.37	21.96	15.88	每股收益	0.39	0.61	0.99	1.37
PB	3.80	3.40	3.01	2.55	每股净资产	5.70	6.38	7.21	8.49
PS	3.96	2.83	2.04	1.85	每股经营现金	0.56	1.79	0.86	1.78
EV/EBITDA	19.43	17.41	12.56	9.34	每股股利	0.04	0.04	0.06	0.10
股息率	0.19%	0.18%	0.28%	0.45%					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。