

2019年03月12日

公司研究

评级：买入（维持）

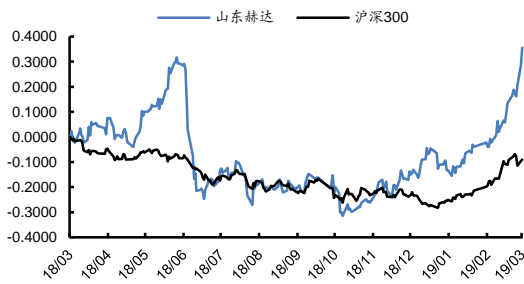
研究所

证券分析师：代鹏举 0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈博 S0350518010001  
010-88576983 chenb05@ghzq.com.cn  
联系人：卢昊 S0350118050025  
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

## 纤维素醚龙头产能扩张，业绩仍将高增长

### ——山东赫达（002810）年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
山东赫达	38.7	57.0	36.7
沪深 300	12.8	18.4	-9.0

市场数据

2019-03-12

当前价格（元）	25.31
52 周价格区间（元）	12.32 - 26.43
总市值（百万）	3013.51
流通市值（百万）	1553.84
总股本（万股）	11906.40
流通股（万股）	6139.22
日均成交额（百万）	40.09
近一月换手（%）	84.78

相关报告

《山东赫达（002810）业绩快报点评：公司新产能释放，业绩或持续大幅增长》——  
2019-03-01

《山东赫达（002810）调研简报：非离子纤维素醚龙头，扩产将带来业绩持续增长》——  
2019-01-18

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司 2018 年度业绩公告，实现收入 9.13 亿，同比增长 40.18%，归母净利润 0.73 亿，同比增长 58.47%，扣非净利润 0.72 亿，同比增长 77.15%，每股收益 0.64 元。公司每 10 股派发现金红利 2.00 元并转增 6 股。

公司预计 2019 年 Q1 归母净利润 0.21~0.27 亿元，同比增长 100%~150%。

投资要点：

■ 我国纤维素醚行业发展较为成熟，但医药级和食品级纤维素醚仍有较大空间。纤维素醚主要有两大类：离子型和非离子型。非离子型纤维素醚较离子型产品在增稠、乳化、成膜、保护胶体、保持水分、粘合、抗敏等方面具有更优良的性能，广泛用于油田开采、乳胶涂料、高分子聚合反应、建筑材料、日用化学品、食品、制药、造纸、纺织印染等领域。目前我国非离子纤维素醚总产能占全球近 4 成，但从消费结构上看，医药食品级占比不到 10%，与全球水平相比仍有差距。从中国海关数据看，2010 年初级其他纤维素醚进口量、出口量、出口均价和进口均价分别为 1.25 万吨、1.64 万吨、3686 美元/吨和 6855 美元/吨，2018 年初级其他纤维素醚进口量、出口量、出口均价和进口均价分别为 1.47 万吨、5.29 万吨、4035 美元/吨和 8316 美元/吨。可以看出，出口均价远低于进口均价，这反映出高端的食品药品级纤维素醚仍有缺口，而建材级别已经实现进口替代并转向净出口。

■ 国内非离子型纤维素醚龙头，产能居首位，新建 2 万吨/年建材级项目转固，放量带来业绩高增长。公司主要从事非离子型纤维素醚研发、生产和销售，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。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、双丙酮丙烯酰胺等。从 2000 年开始，公司经过多年的研发和技术积累掌握了具有自主知识产权的规模化生产纤维素醚的核心技术，新增产能工艺先进、设备自动化程度高，产品质量稳定，一方面降低产品单位成本，另一方面将增厚公司业绩，将给公司业绩增长增加新动能。公司是国内少数有能力生产医药级纤维素醚的企业之一，目前产能 0.4 万吨/年，主要用于包衣材料、缓控释制剂、膜材、稳定剂、助悬

剂、片剂黏合剂、增黏剂、植物胶囊等。食品级纤维素醚可作为乳化剂、粘结剂、增稠剂和稳定剂。

- **公司控股子公司赫尔希胶囊有限公司业绩亮眼，2019年预计仍大幅增长。** 赫尔希是公司持股 86%的子公司，以公司自产的医药级纤维素醚为原料生产植物胶囊，2018年赫尔希净利润达 2106 万元，同比增长 1285%，业绩超预期。其原有年产能 35 亿粒，并于 2018 年内启动的年产能 50 亿粒植物胶囊技改项目，新增生产线 12 条，截至 2018 年底已新增 4 条生产线并已满负荷生产，剩余 8 条生产线将分两批于 2019 年底前全部投产，2019 年销售目标 63 亿粒，业绩贡献有望翻倍。
- **原乙酸三甲酯市场供给突现短期，近期价格大幅上涨，预计 2019 年盈利有望超预期。** 公司全资子公司福川化工拥有年产 5000 吨原乙酸三甲酯产能，用途比较广泛，主要作为生产医药以及农药的化学中间体。比如合成维生素 B1、维生素 A1、磺胺啉等药物中间体，还可用于染料和香料工业等生产的原料。该产品自 2018 年 Q4 开始，由于供货量减少、下游市场复苏，造成市场供需不平衡，导致该产品价格大幅度提升，原乙酸三甲酯将成为福川公司业绩的强劲增长点。
- **盈利预测和投资评级：** 我们看好公司非离子型纤维素醚龙头地位，且新增 2 万吨/年装置达产，控股子公司赫尔希胶囊产能大增，原乙酸三甲酯市场好转，同时考虑到植物胶囊新产能逐步释放和公司 2019 年植物胶囊销售目标，预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 1.36/1.60/1.76 亿元，EPS 分别为 0.96/1.12/1.24 元/股，维持买入评级。
- **风险提示：** 公司新建建材级非离子纤维素醚项目市场不及预期风险，子公司赫尔希产品市场不及预期风险，公司产品价格下跌风险，产品出口不及预期风险，汇率大幅波动风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	913	1120	1292	1395
增长率(%)	40.2%	22.6%	15.3%	8.0%
归母净利润（百万元）	73	136	160	176
增长率(%)	58%	86%	17%	10%
摊薄每股收益（元）	0.62	0.96	1.12	1.24
ROE(%)	9.51%	15.12%	15.24%	14.53%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：山东赫达盈利预测表

证券代码:	002810.sz	股票价格:	25.31	投资评级:	增持	日期:	2019/3/12		
<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	10%	15%	15%	15%	EPS	0.62	0.96	1.12	1.24
毛利率	25%	27%	27%	27%	BVPS	6.36	6.24	7.28	8.41
期间费率	11%	12%	11%	12%	<b>估值</b>				
销售净利率	8%	12%	12%	13%	P/E	41.05	26.38	22.50	20.45
<b>成长能力</b>					P/B	3.98	4.06	3.48	3.01
收入增长率	40%	23%	15%	8%	P/S	3.30	3.21	2.78	2.58
利润增长率	58%	86%	17%	10%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
总资产周转率	0.69	0.72	0.75	0.77	营业收入	913	1120	1292	1395
应收账款周转率	4.13	4.18	3.87	3.79	营业成本	682	822	949	1019
存货周转率	4.42	4.37	4.12	3.94	营业税金及附加	6	7	9	10
<b>偿债能力</b>					销售费用	32	40	47	50
资产负债率	42%	42%	39%	33%	管理费用	56	72	81	88
流动比	1.28	1.20	1.47	2.05	财务费用	3	10	10	13
速动比	0.87	0.81	1.00	1.42	其他费用/(-收入)	(11)	(3)	(1)	(1)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业利润	89	165	194	213
现金及现金等价物	77	86	110	142	营业外净收支	(1)	(1)	(2)	(2)
应收款项	221	268	334	368	利润总额	88	164	193	212
存货净额	154	190	233	261	所得税费用	11	28	33	36
其他流动资产	29	33	44	76	净利润	77	136	160	176
<b>流动资产合计</b>	<b>481</b>	<b>576</b>	<b>720</b>	<b>847</b>	少数股东损益	3	0	0	0
固定资产	675	839	794	763	归属于母公司净利润	73	136	160	176
在建工程	26	20	50	60	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
无形资产及其他	93	93	89	84	经营活动现金流	98	209	126	77
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	77	136	160	176
<b>资产总计</b>	<b>1322</b>	<b>1559</b>	<b>1718</b>	<b>1804</b>	少数股东权益	3	0	0	0
短期借款	80	90	93	96	折旧摊销	53	66	79	75
应付款项	173	229	220	185	公允价值变动	(0)	0	0	0
预收帐款	13	19	18	20	营运资金变动	(36)	7	(113)	(174)
其他流动负债	109	142	158	111	投资活动现金流	(157)	(207)	(98)	(39)
<b>流动负债合计</b>	<b>375</b>	<b>479</b>	<b>489</b>	<b>412</b>	资本支出	(171)	(224)	(64)	(54)
长期借款及应付债券	161	166	168	169	长期投资	(0)	0	0	0
其他长期负债	14	12	12	12	其他	14	17	(34)	15
<b>长期负债合计</b>	<b>175</b>	<b>178</b>	<b>180</b>	<b>181</b>	筹资活动现金流	41	8	(8)	(10)
<b>负债合计</b>	<b>550</b>	<b>657</b>	<b>669</b>	<b>593</b>	债务融资	(10)	15	5	4
股本	119	142	142	142	权益融资	49	0	0	0
股东权益	772	902	1049	1210	其它	2	(7)	(13)	(14)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1322</b>	<b>1559</b>	<b>1718</b>	<b>1804</b>	现金净增加额	(19)	11	20	28

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，3年券商行研经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

## 【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。