



2019-04-22

公司点评报告

买入/维持

山东赫达 (002810)

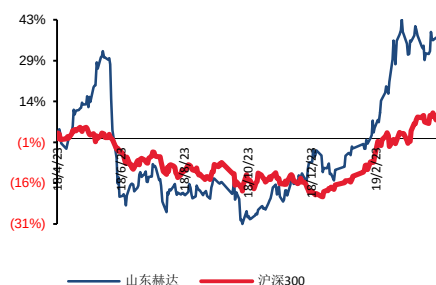
目标价: 30

昨收盘: 25.51

材料 材料 II

非离子纤维素醚产业链龙头，成长期业绩持续兑现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	119/61
总市值/流通(百万元)	3,037/1,566
12 个月最高/最低(元)	29.51/12.81

相关研究报告:

山东赫达 (002810)《【太平洋化工】山东赫达年报点评: 业绩高增长符合预期, 未来持续优化产品结构, 维持“买入”》--2019/03/12

山东赫达 (002810)《【太平洋化工】山东赫达跟踪点评: 2018 年业绩同比+55%, 预计今明两年持续高增长》--2019/02/28

山东赫达 (002810)《【太平洋化工】山东赫达: 非离子纤维素醚产业链龙头, 植物胶囊快速发展, 业绩高增长》--2018/12/24

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师: 杨伟

事件: 公司发布 2019 年一季报, 一季度实现营业收入 2.32 亿元, 同比+34.16%; 归母净利润 0.29 亿元, 同比+167.81%, 环比+71.86%, 高于 2018 年报中预计的 0.213-0.266 亿元。公司预计 2019 年 H1 归母净利润 0.704-0.8 亿, 同比增长 120%-150%, 对应 Q2 单季度归母净利润 0.419-0.515 亿元。

主要观点:

1. 公司处于成长期, 业绩高增长

公司从 2000 年开始进入非离子型纤维素醚行业, 掌握核心技术, 主要产品包括建材级纤维素醚、医药食品级纤维素醚等。公司 2018 年研发投入 3564 万元, 同比+59.6%。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, 总计 42900 吨, 同比+87%, 维持国内龙头地位。同时, 拥有 35 亿粒/年植物胶囊、1000 吨/年双丙酮丙烯酸酯、5000 吨/年原乙酸三甲酯。

2018Q1-2019Q1, 公司单季度分别实现归母净利润 0.11 亿元、0.21 亿元、0.25 亿元、0.17 亿元、0.29 亿元, 预计 2019Q2 为 0.419-0.515 亿元, 再创新高。2019 年公司业绩持续保持高增长, 主要由于销量提升, 同时, 高毛利率的植物胶囊快速增长, 福川公司 2018 年下半年减亏, 2019 年预计扭亏为盈。

2. 细分行业龙头, 预计未来两年持续高增长

纤维素醚有“工业味精”之称, 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, 改性效果良好, 被广泛应用于建材、医药、食品、纺织、日化、石油开采、采矿、造纸、聚合反应及航空航天等诸多领域。行业需求增速在 10%以上。

与以动物骨皮为原料采用传统方法生产的动物明胶胶囊相比, 植物胶囊无污染、天然、保质期更长、安全性更高。但在我国 HPMC 植物胶囊产业起步晚, 还是一个新兴产业, 产量和消费量小, 市场前景广阔。为提高产品附加值, 公司从 2014 年开始布局 HPMC 植物胶囊, 自主研发出 HPMC 植物胶囊产品, 2017 年开始对外批量销售, 2018 年产销显著增长。2019 年公司将新增植物胶囊产能 50 亿粒/年 (总计 12 条线, 截至 2018 年底已投产 4 条, 剩余 8 条分两批于 2019 年底前全部

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

投产)至 85 亿粒/年，同比+143%，国内第一。公司储备土地充足，远期规划植物胶囊产能 350 亿粒/年。预计公司下一步重点优化产品结构，提升产品附加值，重点提高高毛利率的医药及食品级纤维素醚、植物胶囊占比。

3. 盈利预测及评级

我们预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 1.43 亿元、1.70 亿元、1.90 亿元，对应 EPS 1.20 元、1.43 元、1.59 元，PE 21.3X、17.9X 和 16.0X。考虑公司为非离子型纤维素醚与植物胶囊龙头，处于产能扩张期，业绩高增长，2019-2021 年归母净利润 CAGR 达 37.3%，维持“买入”评级。

风险提示：原材料及产品价格大幅波动、汇兑。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	913	1,244	1,410	1,509
(+/-%)	40.2%	36.2%	13.4%	7.0%
净利润(百万元)	73	143	170	190
(+/-%)	85.1%	94.5%	18.9%	11.8%
摊薄每股收益(元)	0.62	1.20	1.43	1.59
市盈率(PE)	41.4	21.3	17.9	16.0

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	77	214	445	693	营业收入	913	1,244	1,410	1,509
应收票据	41	41	41	41	营业成本	682	942	1,055	1,120
应收账款	179	244	277	296	营业税金及附加	6	8	9	10
预付账款	16	22	25	26	销售费用	32	44	49	53
存货	154	213	239	253	管理费用	56	77	89	95
其他流动资产	14	14	14	14	财务费用	3	10	11	12
流动资产合计	481	748	1,039	1,323	资产减值损失	15	8	3	3
其他长期投资	9	9	9	9	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	投资收益	4	4	4	4
固定资产	675	568	477	401	营业利润	89	159	198	221
在建工程	31	31	31	31	营业外收入	0	8	0	0
无形资产	93	93	93	93	营业外支出	1	2	1	1
其他非流动资产	33	33	33	33	利润总额	88	165	197	220
非流动资产合计	841	734	643	567	所得税	11	21	25	28
资产合计	1,322	1,482	1,682	1,891	净利润	77	144	171	191
短期借款	80	80	80	80	少数股东损益	3	1	1	2
应付票据	10	10	10	10	归属母公司净利润	73	143	170	190
应付账款	163	226	253	268	NOPLAT	119	151	181	202
预收款项	13	18	20	21	EPS (摊薄)	0.62	1.20	1.43	1.59
其他应付款	46	46	46	46					
一年内到期的非流动	37	37	37	37					
其他流动负债	26	26	26	26	主要财务比率				
流动负债合计	375	442	472	488	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	161	100	100	100	成长能力				
应付债券	0	10	10	10	营业收入增长率	40.2%	36.2%	13.4%	7.0%
其他非流动负债	14	14	14	14	EBIT增长率	121.6%	26.3%	19.8%	11.7%
非流动负债合计	175	124	124	124	归母公司净利润增长率	85.1%	94.5%	18.9%	11.8%
负债合计	550	566	595	612	获利能力				
归属母公司所有者权	757	900	1,070	1,260	毛利率	25.3%	24.3%	25.2%	25.8%
少数股东权益	15	16	18	19	净利率	8.4%	11.6%	12.1%	12.7%
所有者权益合计	772	916	1,087	1,279	ROE	9.7%	15.9%	15.9%	15.1%
负债和股东权益	1,322	1,482	1,682	1,891	ROIC	11.7%	13.5%	14.0%	13.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	41.6%	38.2%	35.4%	32.4%
单位:百万元					债务权益比	37.8%	26.3%	22.2%	18.8%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	流动比率	128.1%	169.2%	220.4%	271.0%
经营活动现金流	183	192	235	255	速动比率	87.0%	120.9%	169.7%	219.1%
现金收益	179	257	271	278	营运能力				
存货影响	-27	-59	-26	-15	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
经营性应收影响	-88	-79	-38	-24	应收账款周转天数	71	71	71	71
经营性应付影响	103	67	29	17	应付账款周转天数	86	86	86	86
其他影响	15	6	-1	-1	存货周转天数	81	81	81	81
投资活动现金流	-192	6	6	6	每股指标 (元)				
资本支出	-209	2	2	2	每股收益	0.62	1.20	1.43	1.59
股权投资	4	4	4	4	每股经营现金流	1.53	1.62	1.98	2.14
其他长期资产变化	14	0	0	0	每股净资产	6.36	7.56	8.98	10.58
融资活动现金流	19	-61	-11	-12	估值比率				
借款增加	4	-51	0	0	P/E	41.4	21.3	17.9	16.0
财务费用	-3	-10	-11	-12	P/B	4.0	3.4	2.8	2.4
股东融资	16	0	0	0	EV/EBITDA	17.4	11.9	11.2	10.9
其他长期负债变化	3	0	0	0					

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。