

山东赫达(002810)/

半年报持续高增, 三季度报预期同比增长 80-100%

评级: 买入(维持)

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: S0740518120002

Email: zhangqian@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|----------|-------|
| 总股本(亿股) | 1.90 |
| 流通股本(亿股) | 1.86 |
| 市价(元) | 13.51 |
| 市值(亿元) | 25.73 |
| 流通市值(亿元) | 25.07 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1, 山东赫达(002810.SZ): 产能释放叠加产品结构调整, 业绩拐点显现(20190310)

2, 山东赫达(002810.SZ): Q1 业绩超预期, 关注 Q2 业绩预增仍将大幅增长(20190423)

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 651.40 | 913.11 | 1223.03 | 1397.35 | 1514.42 |
| 增长率 yoy% | 14.25% | 40.18% | 33.94% | 12.72% | 8.38% |
| 净利润 | 46.32 | 76.71 | 142.11 | 177.95 | 197.51 |
| 增长率 yoy% | -3.86% | 64.51% | 93.60% | 20.25% | 10.99% |
| 每股收益(元) | 0.39 | 0.51 | 1.00 | 1.24 | 1.38 |
| 每股现金流量 | 0.56 | 0.68 | 2.08 | 1.24 | 1.90 |
| 净资产收益率 | 6.86% | 9.94% | 15.57% | 16.87% | 16.22% |
| P/E | 41.58 | 26 | 14 | 11 | 10 |
| P/B | 2.84 | 2.49 | 2.11 | 1.83 | 1.59 |

备注:

投资要点

■ **事件: 公司发布 2019 半年报, 实现营业收入 5.32 亿元, 同比增长 25.43%; 实现归母净利润 8044.9 万元, 同比增长 151.4%; 扣非后归母净利润 840 2.3 万元, 同比增长 169.49%。同时预告 2019 三季度报业绩, 预期实现归母净利润 10227.35-11363.72 万元, 同比增长 80.00%-100.00%。**

■ **公司业绩增长驱动力: 产能释放叠加产品结构调整。**

(1) **新产能投产伴随新订单签订, 新增产能贡献高业绩增速。**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 18Q4 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。

- **主营产品营业收入(纤维素醚):** 公司 20000 吨/年纤维素醚改建项目完工释放产能, 销量和销售收入较去年同期出现增长, 且净利润率环比增长 3.28 个百分点。
- **贸易产品:** 公司 20000 吨/年纤维素醚改建项目完工释放产能, 弥补产能不足, 贸易产品销量及销售收入较去年同期下降。
- **福川化工:** 福川公司生产线改造, 技术更新, 产品售价提高, 产量及销量提升, 收入较去年同期大幅增长。子公司福川化工产品原乙酸三甲酯自 2018 年四季度开始, 市场供货量减少, 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, 价格从四季度 2.3 万元/吨涨至今年约 3.3 万元/吨。分析 2018 年年报, 公司全年销售原乙酸三甲酯约 1000 吨, 19H1 销量则接近 2000 吨, 实现量的大幅增长。福川化工净利润率环比增加 1.36 个百分点。目前供需关系依然紧张, 预计价格及销售今年将维持坚挺, 原乙酸三甲酯业务将成为福川公司业绩的强劲增长点。
- **赫尔希胶囊公司:** 赫尔希公司生产线稳步达产, 产品认可度逐步提高, 收入较去年同期出现大幅增长。按照胶囊销售均价推算, 19Q1 公司销售 HPMC 胶囊约 11 亿粒, 19Q2 实现 HPMC 胶囊销售约 16 亿粒, Q2 环比增长 45.5%。盈利能力方面, Q2 净利润率环比增加 3.24 个

百分点。赫尔希胶囊业务实现量增的同时，规模效应带动盈利能力。预期 19 年全年可实现胶囊销售约 60 亿粒。

(2) 胶囊业务及福川化工业务提升，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 18-24%，医药食品级纤维素醚产品毛利率约为 35-37%。2017 年及 2018 年公司业务整体净利润率水平分别为 7.16%和 8.40%。根据公司 19 半年报数据披露，子公司赫尔希胶囊业务得到快速发展。19 年高盈利能力的胶囊业务（26.7%）的占比持续提升将增加公司的盈利能力。福川化工产品 19 年量价齐升，实现净利率约 35.7%，净利润占比接近 30%，大幅提升公司盈利水平。

- **19 年下半年业绩预期持续高增长。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 年贸易代销建材级纤维素醚产品金额分别约为 6400 万元及 1.3 亿元，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。18 年，按照合同公司向可耐福供建材级纤维素醚 2260 吨，向圣戈班供建材级纤维素醚 829 吨，其中，圣戈班因全球工厂试用实验时间较长，该合同销售量将在 2019 年二季度开始逐步释放。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。
- 公司预计 2019 年三季报的增速区间为 80-100%，低于半年报增长速度。我们分析原因可能有：（1）公司 18 年下半年业绩开始为业绩拐点，同比基数较大；（2）公司 19 年上半年出售欧洲子公司股权，获得投资收益 497.14 万元人民币；（3）公司保守预估 9-10 月可能会产生引起限产行为的事件，造成公司原材料的供应不足或产品生产量的下滑。
- **盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 1.42/1.78/1.97 亿元，对应 PE 分别为 14/11/10 倍，给予“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，原乙酸三甲酯涨价持续性不确定。**

图表 1: 公司二季度业绩拆分 (元)

| 公司名称 | 主要业务 | 营业收入 | 净利润 | 净利润变化 | 净利润率 | 净利润率变化 |
|--------------|------------------------|----------------|---------------|----------------|--------|-------------------|
| 赫达 母公司 | 纤维素醚产 品、石墨设备 及其他 | 241,757,624.49 | 27,913,393.21 | 环比增长 77.97% | 11.55% | 环比增加 3.28 个百分点 |
| 福川化工 子公司 | 原乙酸三甲 酯、双丙酮丙 烯酰胺 | 35,497,512.41 | 13,131,429.85 | 环比增长 10.78% | 35.67% | 环比增加 1.36 百分点 |
| 赫尔希胶 囊子公司 | 胶囊业务 | 33,198,197.98 | 9,644,239.92 | 环比增长 72.42% | 26.73% | 环比增加 3.24 个百分点 |

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 913.11 | 1223.03 | 1397.35 | 1514.42 | 净利润 | 76.71 | 142.11 | 177.95 | 197.51 |
| 营业成本 | 681.67 | 901.19 | 1015.64 | 1093.53 | 折旧与摊销 | 53.60 | 70.78 | 80.68 | 90.41 |
| 营业税金及附加 | 5.91 | 12.23 | 13.97 | 15.14 | 财务费用 | 3.06 | 4.89 | 5.59 | 6.06 |
| 销售费用 | 32.18 | 44.30 | 50.16 | 54.53 | 资产减值损失 | 15.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 56.14 | 85.61 | 97.81 | 106.01 | 经营营运资本变动 | 17.24 | 78.73 | -90.27 | -22.89 |
| 财务费用 | 3.06 | 4.89 | 5.59 | 6.06 | 其他 | -68.22 | 0.16 | 0.28 | 0.27 |
| 资产减值损失 | 15.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 97.51 | 296.67 | 174.23 | 271.36 |
| 投资收益 | 4.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -170.94 | -200.00 | -200.00 | -100.00 |
| 公允价值变动损益 | -0.26 | -0.26 | -0.26 | -0.26 | 其他 | 13.72 | -10.76 | -15.26 | -12.26 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -157.22 | -210.76 | -215.26 | -112.26 |
| 营业利润 | 89.27 | 174.54 | 213.91 | 238.89 | 短期借款 | -76.00 | 58.59 | 111.19 | -102.99 |
| 其他非经营损益 | -1.15 | -1.02 | -1.08 | -1.05 | 长期借款 | 65.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 88.12 | 173.52 | 212.82 | 237.83 | 股权融资 | 51.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 11.42 | 31.41 | 34.87 | 40.33 | 支付股利 | 0.00 | -14.68 | -28.42 | -35.49 |
| 净利润 | 76.71 | 142.11 | 177.95 | 197.51 | 其他 | -0.51 | -23.21 | -15.59 | -3.06 |
| 少数股东损益 | 3.30 | 0.00 | 0.50 | 0.50 | 筹资活动现金流净额 | 40.50 | 20.69 | 67.18 | -141.53 |
| 归属母公司股东净利润 | 73.41 | 142.11 | 177.45 | 197.01 | 现金流量净额 | -17.86 | 106.60 | 26.15 | 17.56 |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 财务分析指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 76.86 | 183.46 | 209.60 | 227.16 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 236.87 | 250.44 | 335.45 | 365.54 | 销售收入增长率 | 40.18% | 33.94% | 14.25% | 8.38% |
| 存货 | 154.16 | 179.25 | 251.81 | 266.06 | 营业利润增长率 | 64.39% | 95.51% | 22.55% | 11.68% |
| 其他流动资产 | 12.85 | 17.44 | 19.85 | 21.47 | 净利润增长率 | 64.51% | 85.27% | 25.22% | 10.99% |
| 长期股权投资 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | EBITDA 增长率 | 30.52% | 71.45% | 19.97% | 11.72% |
| 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 | 700.83 | 833.83 | 956.92 | 970.29 | 毛利率 | 25.35% | 26.32% | 27.32% | 27.79% |
| 无形资产和开发支出 | 93.55 | 90.00 | 86.46 | 82.91 | 三费率 | 10.01% | 11.02% | 10.99% | 11.00% |
| 其他非流动资产 | 46.32 | 56.09 | 70.86 | 82.62 | 净利率 | 8.40% | 11.62% | 12.74% | 13.04% |
| 资产总计 | 1321.81 | 1611.07 | 1931.51 | 2016.63 | ROE | 9.94% | 15.57% | 16.95% | 16.28% |
| 短期借款 | 80.00 | 138.59 | 249.78 | 146.79 | ROA | 5.80% | 8.82% | 9.21% | 9.79% |
| 应付和预收款项 | 211.87 | 346.92 | 396.63 | 424.27 | ROIC | 8.27% | 13.19% | 14.34% | 14.31% |
| 长期借款 | 161.04 | 161.04 | 161.04 | 161.04 | EBITDA/销售收入 | 15.98% | 20.46% | 21.48% | 22.14% |
| 其他负债 | 96.80 | 51.96 | 73.98 | 71.43 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 549.72 | 698.51 | 881.43 | 803.53 | 总资产周转率 | 0.75 | 0.83 | 0.79 | 0.77 |
| 股本 | 119.06 | 142.57 | 142.57 | 142.57 | 固定资产周转率 | 1.79 | 1.72 | 1.76 | 1.76 |
| 资本公积 | 218.80 | 195.29 | 195.29 | 195.29 | 应收账款周转率 | 6.07 | 6.98 | 6.70 | 5.89 |
| 留存收益 | 459.80 | 587.24 | 736.26 | 897.78 | 存货周转率 | 4.81 | 5.37 | 4.69 | 4.21 |
| 归属母公司股东权益 | 757.04 | 897.52 | 1034.55 | 1197.06 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 79.67% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 15.04 | 15.04 | 15.54 | 16.04 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 772.08 | 912.56 | 1050.09 | 1213.10 | 资产负债率 | 41.59% | 43.36% | 45.63% | 39.85% |
| 负债和股东权益合计 | 1321.81 | 1611.07 | 1931.51 | 2016.63 | 带息债务/总负债 | 43.85% | 42.90% | 46.61% | 38.31% |
| | | | | | 流动比率 | 1.28 | 1.21 | 1.16 | 1.41 |
| 业绩和估值指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 速动比率 | 0.87 | 0.86 | 0.80 | 0.98 |
| EBITDA | 145.94 | 250.21 | 300.18 | 335.35 | 股利支付率 | 0.00% | 10.33% | 16.02% | 18.01% |
| FE | 26.24 | 13.55 | 10.85 | 9.78 | 每股指标 | | | | |
| PB | 2.49 | 2.11 | 1.83 | 1.59 | 每股收益 | 0.51 | 1.00 | 1.24 | 1.38 |
| PS | 2.11 | 1.57 | 1.38 | 1.27 | 每股净资产 | 5.42 | 6.40 | 7.37 | 8.51 |
| EV/EBITDA | 12.10 | 7.97 | 6.88 | 5.76 | 每股经营现金 | 0.68 | 2.08 | 1.22 | 1.90 |
| 股息率 | 0.00% | 0.76% | 1.48% | 1.84% | 每股股利 | 0.00 | 0.10 | 0.20 | 0.25 |

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。