

强烈推荐-A (维持)

山东赫达 002810.SZ

当前股价: 18.92 元

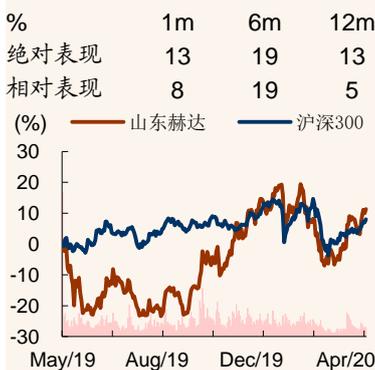
2020年05月11日

植物胶囊继续扩产, 实控人拟认购定增彰显信心

基础数据

上证综指	2895
总股本(万股)	19030
已上市流通股(万股)	13640
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	26
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	17.5
资产负债率	32.5%
主要股东	毕心德
主要股东持股比例	30.01%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《山东赫达(002810)——一季度业绩兑现高增长, 多点发力确保实现今年目标》2020-04-28
- 2、《山东赫达(002810)——一季度经营受到疫情不利影响, 业绩仍实现增长实属不易》2020-04-14
- 3、《山东赫达(002810)——业绩持续兑现高增长, 第二个五年发展规划指明方向》2020-04-11

周铮

010-57601786  
zhouzheng3@cmschina.com.cn  
S1090515120001

钟浩

zhonghao1@cmschina.com.cn  
S1090518040001

段一帆

duanyifan@cmschina.com.cn  
S1090518030001

事件:

公司发布公告, 一是子公司山东赫尔希胶囊拟新建植物胶囊产能, 二是拟非公开发行股票募集资金 2 亿元用于补充流动性, 三是拟以现金 7000 万元受让高起持有的赫尔希胶囊 13.85% 的股权。

评论:

1、实控人拟认购定增彰显对未来发展信心, 植物胶囊继续扩产向既定目标迈进。

公司在一季度受疫情影响的不利局面下仍保持高增长, 日前毕于东先生履新董事长之后, 为积极推进五年计划目标的实现, 对公司未来的发展进行一系列布局。一是拟以现金 7000 万元受让高起持有的赫尔希公司 1350 万股股权 (占其总股本的 13.85%), 收购完成后, 赫尔希由公司控股子公司变为全资子公司。二是拟投资 1.18 亿元, 对赫尔希原 2 号胶囊车间生产线进行双机头改造, 同时新建 14 条产线, 并对胶囊输送设备及研发中心进行升级改造, 建成后公司植物胶囊产能将达到 200 亿粒/年。三是拟非公开发行不超过 1379.31 万股 (利润分配预案实施后上调为 1418.44 万股) 募集资金 2 亿元, 用于补充流动资金, 非公开发行的股票价格为 14.5 元/股 (利润分配预案实施后调整为 14.1 元/股), 实控人之一同时也是公司新任董事长毕于东先生拟认购 1.5 亿元, 彰显了对公司未来发展的信心, 并引进战略投资者高起 (拟认购剩余的 0.5 亿元); 2017-2019 年高起控制的上海泰远是公司前十大客户, 专注于纤维素醚销售已十多年且开始涉足植物胶囊的市场开拓, 未来将仅代理公司销售相关产品并加大采购量; 尤其在食品级纤维素醚产品上其具有丰富的市场和人脉资源, 其正在推动公司纤维素醚在人造肉领域的应用, 且已形成向公司的部分采购, 未来会对公司纤维素醚产品进入人造肉行业起到关键的助推作用。

2、植物胶囊全球需求快速增长, 公司第二轮扩产迅速卡位市场。

植物胶囊相较动物明胶胶囊性能优势明显, 正处于高速成长期, 年需求增速 10%-20%。公司是行业中唯一从上游纤维素醚做到植物胶囊产业链一体化的企业, 在原料、设备及过程控制等方面具有明显优势。公司原有的 35 亿粒产能自 2016 年开始放量, 销量由 2016 年的 5 亿粒快速增长至 2019 年的近 50 亿粒, 预计 2020 年销量有望超 80 亿粒, 其中美国地区增长迅速。公司植物胶囊于近日获得国内药用辅料登记证, 可应用于国内保健品及药品领域, 有利于公司产品快速打开在国内保健品领域的销售。公司 2018 年投资 1.07 亿第一轮扩产 50 亿粒植物胶囊产能, 本次投资 1.18 亿元继续第二轮扩产 115 亿粒产能, 建设期 24 个月, 预计于 2022 年 5 月投产, 建成后植物胶囊总产能将达到 200 亿粒, 向公司五年计划的产能目标 500 亿粒迈进。

### 3、下游建材行业集中度提升带动公司纤维素醚产品销量，扩产保障未来增长。

我国地产行业呈现出集中化和大型化的趋势，而大型地产商对建材企业的供应及服务能力要求较高，建材行业龙头企业的市占率近年来不断提升，而公司的纤维素醚作为建材行业水泥砂浆、涂料等产品的重要原材料之一，对产品的保水性能有较好的增强作用，大型建材企业对于产品质量的要求较高，严格按各企业的适宜比例添加纤维素醚，而小企业则较少或不添加。下游建材行业集中度提升有利地带动了公司产品销量，公司主要客户如金隅集团、东方雨虹、三棵树等采购量快速或即将大幅提升，2018年Q3投产的2万吨新产能消化顺利，预计今年纤维素醚产能将达到满负荷状态。为了满足日益增长的市场需求，继续扩大市占率，公司在高青化工园区扩产4万吨/年纤维素醚项目，预计在建材级、医药级多个品类均有扩产计划，建成后总产能将达到8万吨的级别，向全球前三大纤维素醚供应商的目标迈进。

### 4、医药食品级产品将打开成长空间，下游客户开拓顺利。

公司已成为我国纤维素醚行业产能最大、技术最高、产品系列最全的龙头企业，医药级产品由于下游应用不断拓展将打开行业成长空间。下游植物胶囊的扩产带来对医药级产品的需求相应增加，国内仅有少数企业可生产医药级产品，公司控制国内60%以上的原材料供应，并与全球第二大胶囊厂商印度ACG达成初步战略合作意向，未来将向ACG供应植物胶囊专用纤维素醚产品。同时不断开拓下游医药客户，正大天晴、江苏德源药业等多家药厂的相关产品（公司供应药用辅料HPMC）通过仿制药一致性评价，预计医药级产品未来销量将继续保持增长。食品级纤维素醚传统下游如蛋糕、奶油等继续保持稳定增长外，全球人造肉商业化推进顺利，公司食品级产品作为原材料之一将受益这一趋势。

### 5、维持“强烈推荐-A”投资评级。

我们预计公司2020-2022年净利润为2.01亿/2.67亿/3.44亿元，对应EPS为1.06/1.4/1.81元，对应PE为17.9/13.5/10.5倍，维持“强烈推荐-A”评级。

**6、风险提示：原材料价格上涨、产能消化不及预期、植物胶囊市场推广不利、非公开发行股票审批不通过。**

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	481	630	644	813	1205
现金	77	190	124	149	393
交易性投资	0	2	2	2	2
应收票据	41	4	5	6	8
应收款项	179	205	233	300	368
其它应收款	1	1	1	1	2
存货	154	148	179	227	275
其他	29	80	100	128	157
<b>非流动资产</b>	841	852	967	1008	948
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	675	719	773	803	795
无形资产	94	91	82	74	67
其他	72	42	111	131	86
<b>资产总计</b>	<b>1322</b>	<b>1482</b>	<b>1611</b>	<b>1821</b>	<b>2152</b>
<b>流动负债</b>	375	396	384	385	428
短期借款	80	78	81	20	0
应付账款	173	165	211	266	323
预收账款	13	17	22	27	33
其他	109	136	71	71	71
<b>长期负债</b>	175	152	152	152	152
长期借款	161	134	134	134	134
其他	14	18	18	18	18
<b>负债合计</b>	<b>550</b>	<b>548</b>	<b>536</b>	<b>537</b>	<b>580</b>
股本	119	190	190	190	190
资本公积金	177	129	139	134	149
留存收益	461	595	721	927	1192
少数股东权益	15	19	25	33	42
归属于母公司所	757	914	1050	1251	1531
<b>负债及权益合计</b>	<b>1322</b>	<b>1482</b>	<b>1611</b>	<b>1821</b>	<b>2152</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	98	210	265	282	358
净利润	73	158	201	267	344
折旧摊销	54	80	88	93	96
财务费用	9	13	14	10	6
投资收益	(4)	(7)	(14)	(14)	(14)
营运资金变动	(34)	(37)	(35)	(92)	(94)
其它	0	3	11	17	19
<b>投资活动现金流</b>	(157)	(57)	(190)	(121)	(21)
资本支出	(145)	(76)	(204)	(135)	(35)
其他投资	(12)	18	14	14	14
<b>筹资活动现金流</b>	41	(52)	(141)	(136)	(92)
借款变动	31	(46)	(62)	(61)	(20)
普通股增加	24	71	0	0	0
资本公积增加	(14)	(48)	10	(5)	15
股利分配	0	(24)	(76)	(60)	(80)
其他	(0)	(5)	(14)	(10)	(6)
<b>现金净增加额</b>	<b>(19)</b>	<b>101</b>	<b>(66)</b>	<b>25</b>	<b>244</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	913	1113	1390	1787	2193
营业成本	682	740	943	1193	1449
营业税金及附	6	10	12	16	20
营业费用	32	39	39	63	77
管理费用	56	84	103	134	165
研发费用	36	46	56	71	88
财务费用	3	9	14	10	6
资产减值损失	(15)	(13)	0	0	0
公允价值变动	(0)	2	2	2	2
<b>投资收益</b>	6	12	12	12	12
营业利润	89	186	237	314	404
营业外收入	0	1	1	1	1
<b>营业外支出</b>	1	6	6	6	6
利润总额	88	182	233	309	399
所得税	11	20	26	35	45
净利润	77	162	207	275	354
<b>少数股东损益</b>	3	4	6	7	10
<b>归属于母公司净</b>	<b>73</b>	<b>158</b>	<b>201</b>	<b>267</b>	<b>344</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	40%	22%	25%	29%	23%
营业利润	64%	109%	27%	32%	29%
净利润	58%	115%	28%	33%	29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.3%	33.5%	32.1%	33.2%	34.0%
净利率	8.0%	14.2%	14.5%	14.9%	15.7%
ROE	9.7%	17.2%	19.2%	21.3%	22.5%
ROIC	7.6%	14.3%	17.2%	19.9%	21.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.6%	37.0%	33.3%	29.5%	26.9%
净负债比率	21.1%	18.7%	13.4%	8.5%	6.2%
流动比率	1.3	1.6	1.7	2.1	2.8
速动比率	0.9	1.2	1.2	1.5	2.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	4.8	4.9	5.8	5.9	5.8
应收帐款周转率	4.9	5.2	6.2	6.6	6.4
应付帐款周转率	4.8	4.4	5.0	5.0	4.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.62	0.83	1.06	1.40	1.81
每股经营现金	0.82	1.10	1.40	1.48	1.88
每股净资产	6.36	4.81	5.52	6.58	8.04
每股股利	0.20	0.40	0.32	0.42	0.54
<b>估值比率</b>					
PE	30.7	22.8	17.9	13.5	10.5
PB	3.0	3.9	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	25.1	13.2	10.6	8.6	7.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周铮：**招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**段一帆：**招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

**钟浩：**招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。