

证券研究报告
化工行业
2022年08月18日



山东赫达(002810)深度报告： 国内纤维素醚龙头，多产品扩能保障高速增长

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
山东赫达	20.3%	-24.7%	-19.2%
沪深300	-0.7%	5.3%	-12.8%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1560	1951	2582	3286
增长率(%)	19	25	32	27
归母净利润 (百万元)	330	459	640	841
增长率(%)	31	39	40	31
摊薄每股收益 (元)	0.97	1.34	1.87	2.46
ROE(%)	21	23	24	24
P/E	63.47	29.46	21.11	16.07
P/B	13.62	6.73	5.11	3.87
P/S	13.52	6.93	5.23	4.11
EV/EBITDA	44.95	24.43	16.89	12.79

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《山东赫达2022年中报业绩点评: 山东赫达2022年中报点评: Q2业绩环比+34%, 多产品扩能打开成长空间 (买入)*化学制品*董伯骏, 李永磊》——
2022-07-28

➤ 国内纤维素醚龙头，业绩进入高速增长期

公司是国内纤维素醚行业龙头，现有纤维素醚产能3.4万吨/年。同时进入植物胶囊领域，拓展业务版图，现有植物胶囊产能277亿粒/年。纤维素醚和植物胶囊是公司业绩贡献前两大业务，2018年起，纤维素醚和植物胶囊新项目产品产能释放，推动公司业绩迈向新的成长阶段。2018-2021年，公司营收由9.13亿元增长到15.60亿元，CAGR为24.4%；盈利能力大幅增强，归母净利润由0.73亿元增长至3.30亿元，CAGR为63.3%。

➤ 多产品持续扩能，有望再造一个赫达

公司目前在建项目丰富，将分别于2022-2023年迎来第一个集中投产期，包括4.1万吨/年纤维素醚项目、350亿粒/年纤维素植物胶囊项目，预计将新增4.1万吨/年纤维素醚、73亿粒植物胶囊，届时公司纤维素醚产能将达到7.5万吨/年，植物胶囊产能将达350亿粒/年。此外，今年4月发布的可转债募投项目，包含3万吨/年纤维素醚和150亿粒植物胶囊，打开公司长期成长空间。

从固定资产和在建工程的角度，目前公司在建工程高于固定资产。截止至2022H1，公司固定资产7.62亿元，在建工程10.15亿元，随着在建工程转固，公司固定资产有望翻倍。

➤ 切入植物肉新领域，培育新的业绩增长点

公司与高起成立米特加，布局植物肉新领域。据公司公告，米特加700吨植物肉中试项目于2021年8月试生产，2022年5月9日，米特加（淄博）植物基肉制品基地开工。据米特加官方微信公众号，总投资15亿元，分两期建设，建成后植物肉年产能达到10万吨，有望成为全球最大植物基食品单体生产工厂，打开二次成长曲线。

➤ **盈利预测与估值：**公司进入快速增长阶段，纤维素醚、植物胶囊新建项目集中于2022-2023年投产释放效益，公司将进入业绩收获期。我们看好公司产业链一体化带来的竞争优势，以及多产品扩能带来的长期成长。基于公司历史业绩及未来发展规划，我们下调公司盈利预测，预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为4.59/6.40/8.41亿元，对应PE为29、21、16倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**上游原材料价格波动风险，产品价格下跌风险，下游终端房地产、医药、食品行业需求不及预期，新建项目产能建设及投产进度低于预期，新冠疫情蔓延影响开工、物流及下游需求。

公司盈利预测关键假设

图表1：公司主要产品营收贡献拆分

主要业务板块		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
纤维素醚	建材级	产能 (吨)	30000	30000	30000	50000	60000	70000
		销量 (吨)	25800	31600	32000	37000	43200	53200
		单价 (万元/吨)	2.38	2.36	2.57	2.50	2.50	2.50
		单吨成本 (万元/吨)	1.80	1.66	1.80	1.73	1.73	1.73
		营收 (百万元)	614	746	822	925	1080	1330
		毛利 (百万元)	150	221	246	285	333	410
		毛利率 (%)	24.4%	29.7%	30.0%	30.8%	30.8%	30.8%
	医药食品级	产能 (吨)	4000	4000	4000	15000	15000	20000
		销量 (吨)	3400	3594	3217	6300	11700	16000
		单价 (万元/吨)	4.45	4.28	4.77	4.42	4.42	4.42
		单吨成本 (万元/吨)	2.51	2.36	2.64	2.62	2.62	2.62
		营收 (百万元)	151	154	153	278	517	707
		毛利 (百万元)	66	69	69	113	211	288
		毛利率 (%)	43.5%	44.9%	44.7%	40.7%	40.7%	40.7%
植物胶囊	销量 (亿粒)	49.69	89.71	141.53	188.36	280.00	382.50	
	单价 (万元/亿粒)	209.56	218.25	224.30	202.00	202.00	202.00	
	单位成本 (万元/亿粒)	75.45	81.02	81.45	77.80	77.80	77.80	
	营收 (百万元)	104	196	317	380	566	773	
	毛利 (百万元)	67	123	202	234	348	475	
	毛利率 (%)	64.0%	62.9%	63.7%	61.5%	61.5%	61.5%	
其他	营收 (百万元)	243	214	267	367	419	476	
	毛利 (百万元)	91	68	53	90	106	122	
	毛利率 (%)	37.2%	31.8%	19.9%	24.5%	25.2%	25.7%	
营收合计 (百万元)		1113	1309	1560	1951	2582	3286	
毛利合计 (百万元)		373	481	570	722	997	1295	
毛利率		33.5%	36.8%	36.6%	37.0%	38.6%	39.4%	
净利润合计 (百万元)		162	255	330	459	640	841	

资料来源：Wind，国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

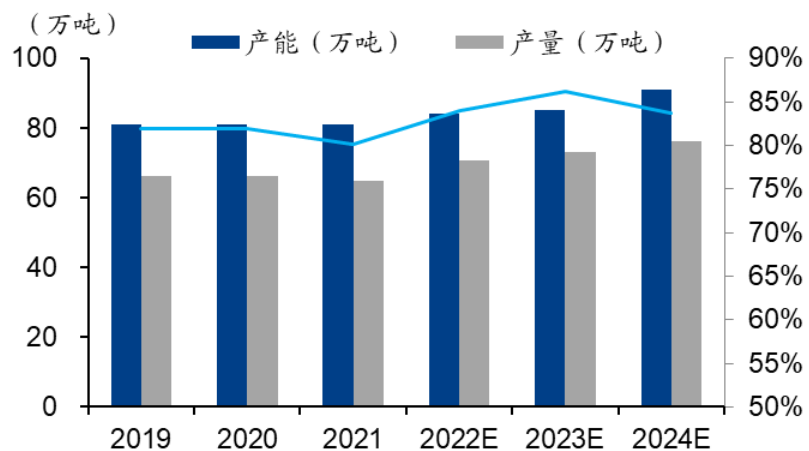
预计国内纤维素醚需求提升，行业开工率保持高位

图表2：纤维素醚行业供需平衡表

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
产能 (万吨)	80.9	80.9	80.9	84	85	92.5
产量 (万吨)	66.3	66.2	64.8	70.4	72.9	75.6
产能利用率	82%	82%	80%	84%	86%	82%
进口量 (万吨)	1.6	1.7	1.8	1.6	1.7	1.8
出口量 (万吨)	6.2	7.2	8.8	12.2	12.6	13.0
表观消费量 (万吨)	61.7	60.7	57.8	59.8	62.0	64.4
建材			19.1	19.1	19.1	19.1
石油			9.2	9.3	9.4	9.5
食品			8.7	9.9	11.3	12.8
医药			4.6	5.0	5.4	5.8
其他			16.2	16.5	16.8	17.2
表观消费量增速		-1.7%	-4.8%	3.4%	3.7%	3.9%

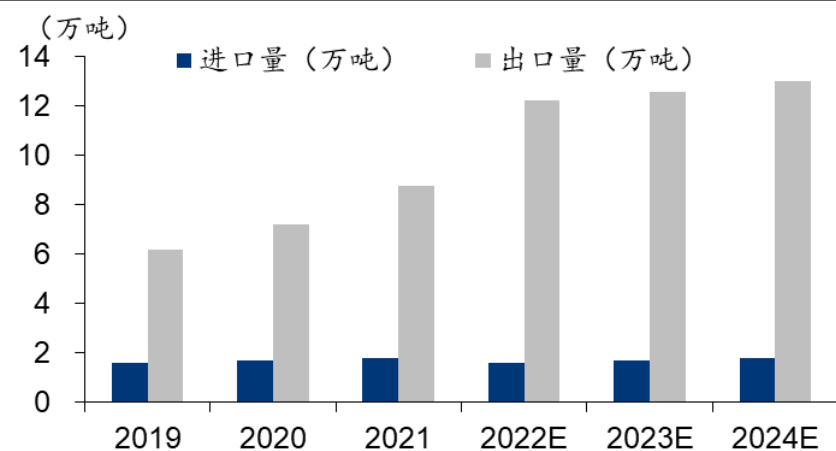
资料来源：百川盈孚，wind，国海证券研究所

图表3：国内纤维素醚行业开工率保持高位



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表4：国内纤维素醚行业出口预计将持续增长



资料来源：wind，国海证券研究所

- **盈利预测和投资评级：**公司进入快速增长阶段，纤维素醚、植物胶囊新建项目集中于2022-2023年投产释放效益，公司将进入业绩收获期。我们看好公司产业链一体化带来的竞争优势，以及多产品扩能带来的长期成长。基于公司历史业绩及未来发展规划，我们下调公司盈利预测，预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为4.59/6.40/8.41亿元，对应PE为29、21、16倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**上游原材料价格波动风险，产品价格下跌风险，下游终端房地产、医药、食品行业需求不及预期，新建项目产能建设及投产进度低于预期，新冠疫情蔓延影响开工、物流及下游需求。

图表5：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1560.49	1951.05	2582.18	3285.73
增长率(%)	19.22	25.03	32.35	27.25
归母净利润（百万元）	329.54	458.70	640.30	841.10
增长率(%)	30.65	39.20	39.59	31.36
摊薄每股收益（元）	0.97	1.34	1.87	2.46
ROE(%)	21.28	22.86	24.19	24.11
P/E	40.67	29.46	21.11	16.07
P/B	8.73	6.73	5.11	3.87
P/S	8.66	6.93	5.23	4.11
EV/EBITDA	28.96	24.43	16.89	12.79

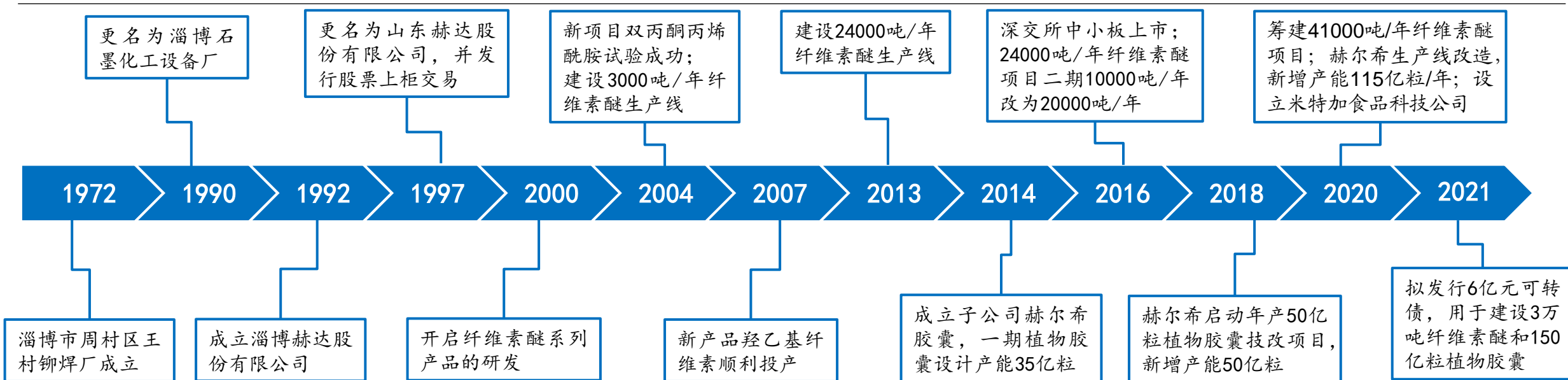
资料来源：wind，国海证券研究所

- 一、国内纤维素醚龙头，业绩进入高速增长期
- 二、纤维素醚应用广，植物胶囊、人造肉带来新增长点
- 三、公司全产业链布局，多产品扩能有望再造一个赫达
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

1.1 国内纤维素醚龙头，不断完善产业链布局

- 山东赫达于2016年登陆深交所中小板上市，是国内纤维素醚行业的领军企业。公司起家于石墨化工设备的生产，2000年开始研发非离子型纤维素醚，经过二十余年的技术研发和经验积累，掌握了纤维素醚核心技术，产品具有明显竞争力。公司不断扩大产能，现已成长为国内外领先的纤维素醚供应商。
- 公司不断向下游延伸产业链，完善产业链布局。2014年，公司打通医药级纤维素醚下游应用——植物胶囊，成立山东赫尔希胶囊公司，进入植物胶囊领域。2020年，公司向食品级纤维素醚下游产业链延伸，与高起共同设立米特加食品科技公司，正式进军植物蛋白人造肉市场，推动产业链布局更加完善。2021年，拟发行6亿元可转债，进一步扩大纤维素醚和植物胶囊产能。

图表6：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

1.1 国内纤维素醚龙头，持续扩产巩固地位

- ▶ 公司纤维素醚产能行业领先，现有纤维素醚产能**3.4万吨/年**。其中建材级纤维素醚产能3万吨/年，医药食品级纤维素醚产能0.4万吨/年。目前公司还有4.1万吨/年纤维素醚项目在建，一期项目包含2万吨/年建材涂料级纤维素醚、1.1万吨/年医药食品级纤维素醚，一期项目预计2022年投产；二期项目主要是1万吨/年建材涂料级纤维素醚，预计2023年投产，届时公司纤维素醚产能将达7.5万吨/年。此外，2022年4月26日，公司公告拟发行6亿元可转债，规划建设3万吨/年纤维素醚新产能。
- ▶ **2014年，公司进入植物胶囊领域，扩大业务版图。**截止至2021年底，公司植物胶囊现有产能277亿粒/年，73亿粒/年在建，预计2023年3月全部投产，届时植物胶囊产能将达350亿粒/年。此外，公司6亿元可转债募投项目中拟新增150亿粒/年植物胶囊。

图表7：公司主要产品及产能情况



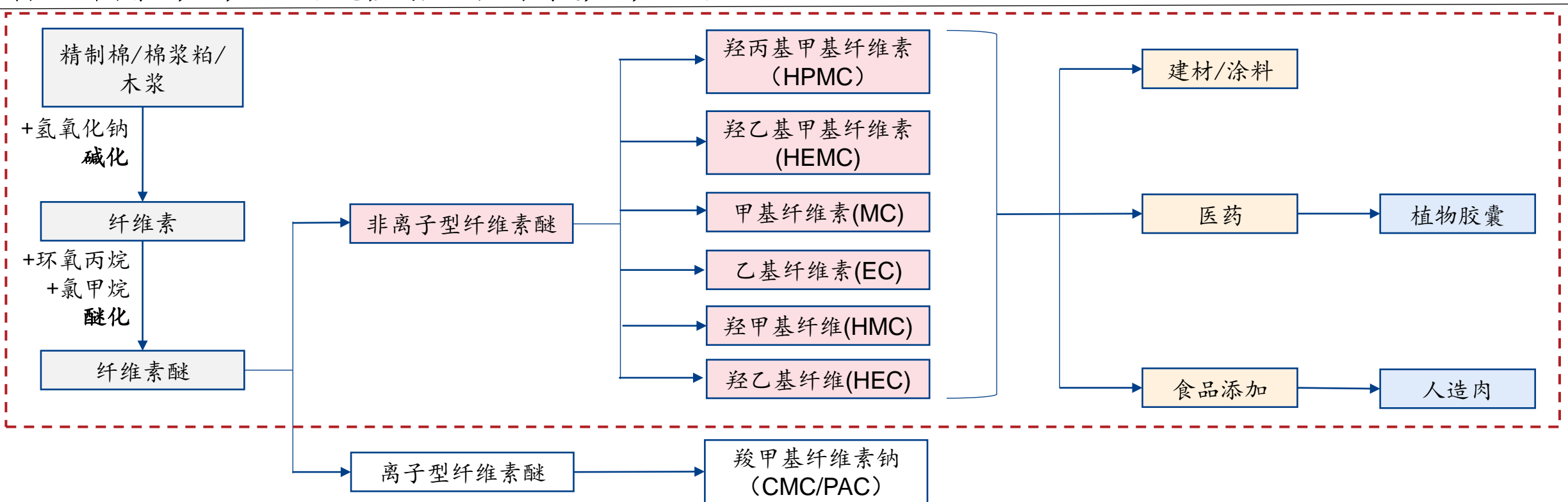
主要产品	细分	现有产能	拟新增产能	预计投产时间
非离子型纤维素醚	建材涂料级	3万吨/年	一期：2万吨/年	2022年
			二期：1万吨/年	2023年
	医药食品级	0.4万吨/年	一期：1.1万吨/年	2022年
			可转债项目：3万吨/年	2024-2025年
植物胶囊		277亿粒/年	73亿粒/年	2023年3月
			可转债项目：150亿粒/年	2024-2025年
原乙酸三甲酯		5000吨/年	5000吨/年	2023-2025年
双丙酮丙烯酰胺		1000吨/年	1000吨/年	2023-2025年

资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.1 公司实现纤维素醚上下游全产业链布局

➤ 公司实现从精制棉到纤维素醚，再到植物胶囊、人造肉的全产业链布局。纤维素醚的上游原材料主要是精制棉/棉浆粕/木浆，经过碱化后得到纤维素，再加入环氧丙烷和氯甲烷进行醚化，得到纤维素醚。纤维素醚分为非离子型和离子型，公司产品为非离子型纤维素醚，包括羟丙基甲基纤维素（HPMC）、羟乙基甲基纤维素(HEMC) 等。下游应用涉及建材/涂料、医药、食品添加剂等，公司目前已实现下游医药领域植物胶囊、食品添加领域人造肉业务的布局。

图表8：纤维素醚产品产业链（红色虚线框的为山东赫达产品产业链）

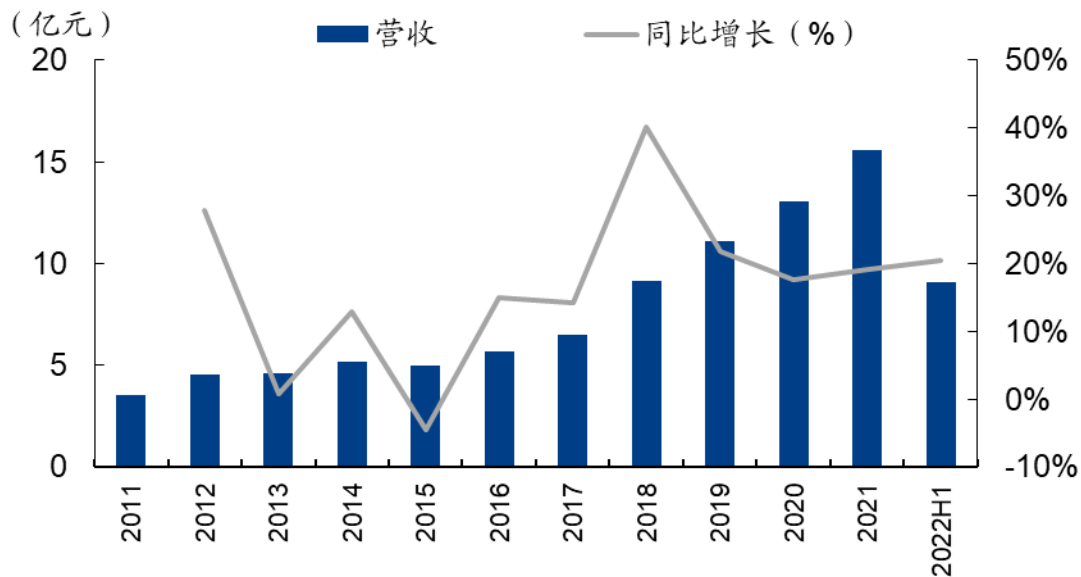


资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.2 公司业绩迈向快速成长阶段

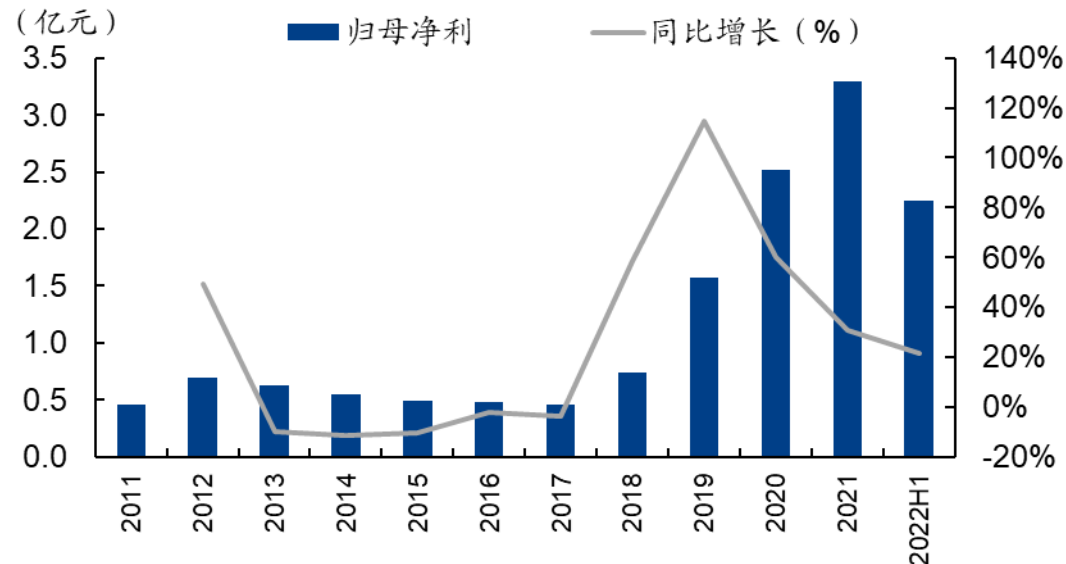
- **2018年是公司业绩和发展的分水岭。**2011-2017年，公司营收由3.56亿元增长到6.51亿元，CAGR 10.6%，但由于原有纤维素醚产线建设较早，公司业绩受国内宏观经济周期影响较大，归母净利润在0.46-0.69亿元间波动。
- **2018年起，随着2万吨/年纤维素醚改建项目投入生产、35亿粒植物胶囊全部建设完成，新项目产品产能释放，推动公司业绩迈向新的成长阶段。**2017-2021年，公司营业收入由6.51亿元增长到15.60亿元，CAGR为24.4%；盈利能力大幅增强，归母净利润由0.73亿元增长至3.30亿元，CAGR为63.3%。
- **2022年H1实现营收9.07亿元，同比+20.54%；实现归母净利润2.25亿元，同比+21.28%。**其中，2022年Q2实现营收5.16亿元，同比+21.70%，环比+31.56%；实现归母净利润1.29亿元，同比+21.75%，环比+33.90%。

图表9：公司营业收入变化情况（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表10：公司归母净利润变化情况（亿元）

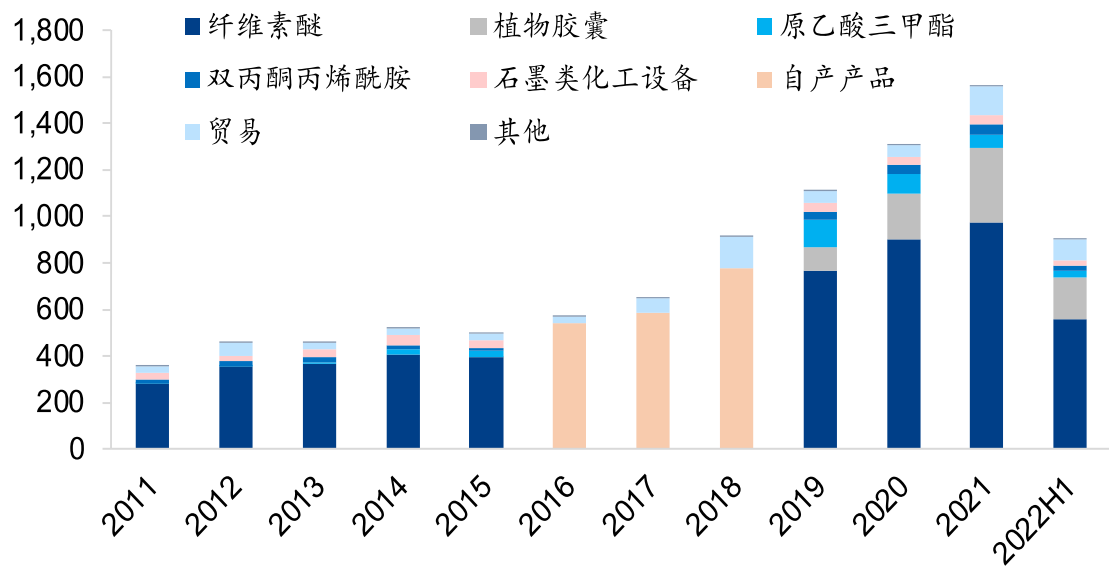


资料来源：Wind，国海证券研究所

1.2 纤维素醚公司业绩贡献主力，植物胶囊成长性强

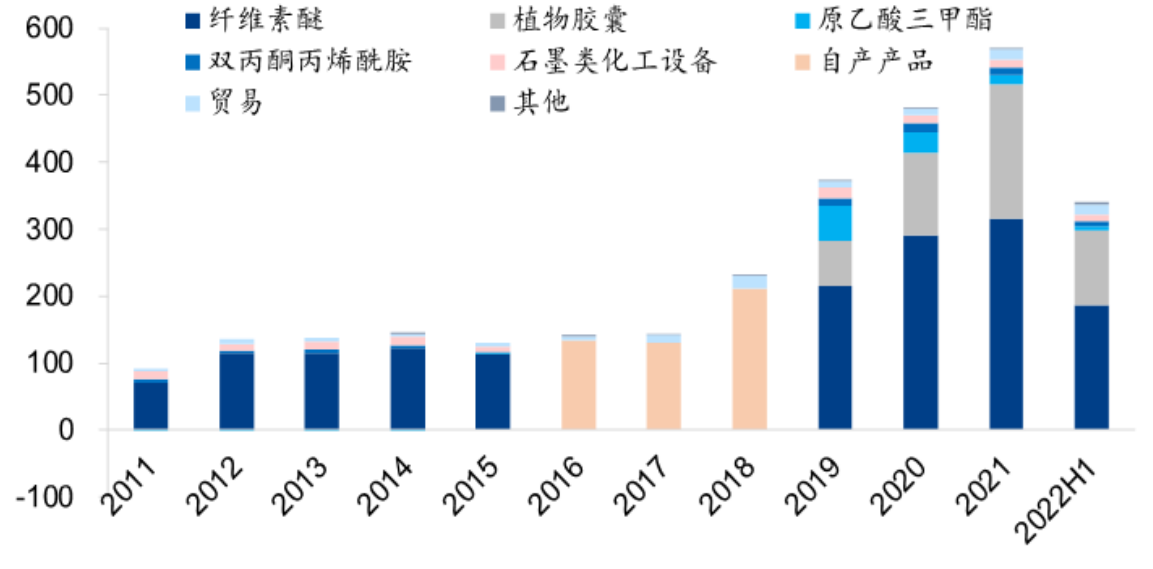
- 公司的第一大业务是纤维素醚，其次是植物胶囊业务，且植物胶囊业务成长性强。从营业收入构成来看，2019-2021年，纤维素醚营业收入贡献比例在62.5%-68.8%之间，植物胶囊业务营收占比由9.4%提升至20.3%，成为第二大业务。
- 从毛利贡献来看，2019-2021年，纤维素醚毛利贡献比例在55.2%-60.3%之间，植物胶囊业务的毛利贡献由17.9%提升至35.4%。2021年H1，纤维素醚/植物胶囊业务营收占比分别为61.6%/19.8%，毛利占比分别为54.4%/33.1%。

图表11：公司各产品营业收入贡献（百万元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表12：公司各产品毛利贡献（百万元）

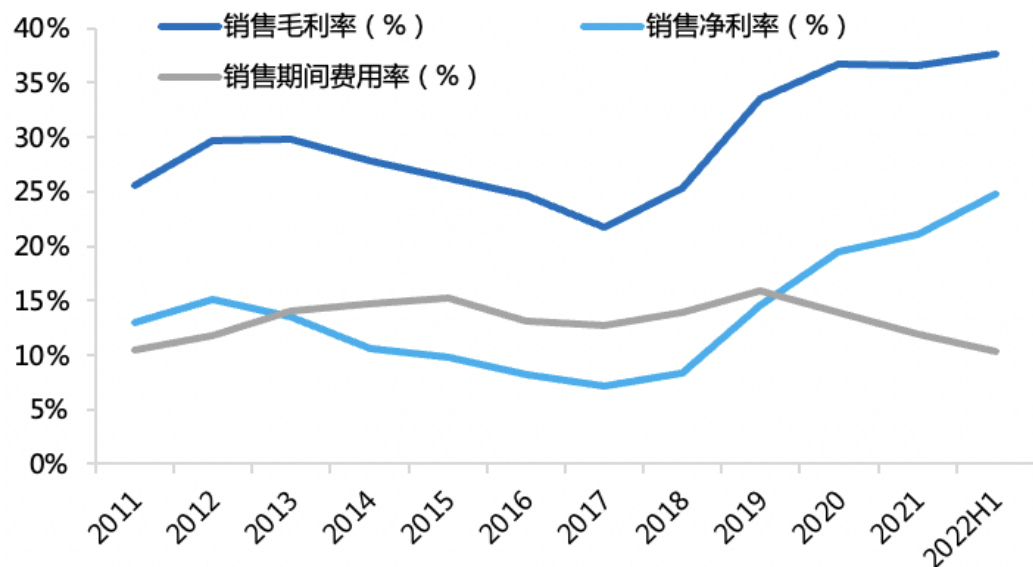


资料来源：Wind，国海证券研究所

1.2 公司产品结构优化，毛利率和净利率持续提升

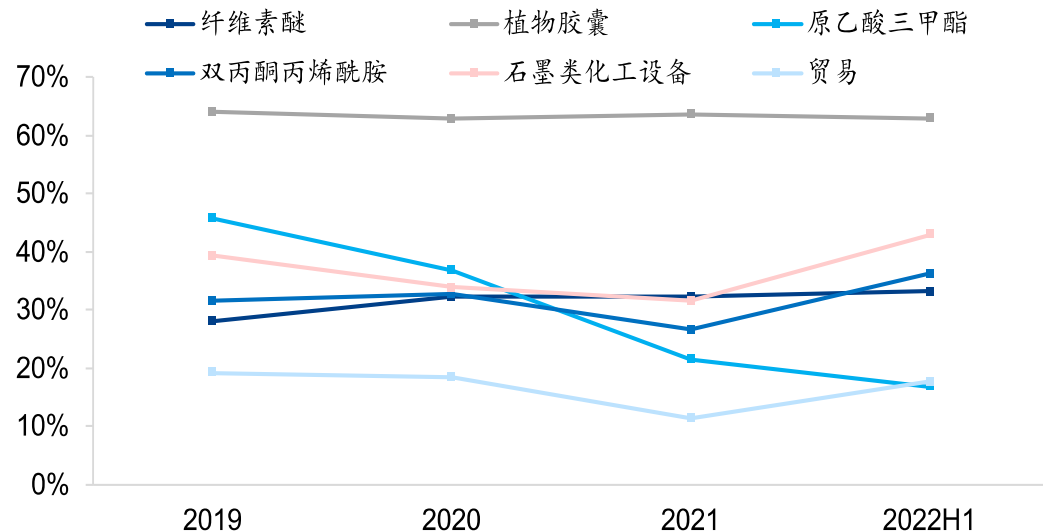
- ▶ 受益于公司产品向高端化发展，产品结构优化，自2018年起，公司毛利率和净利率不断提升。2017年-2021年，公司毛利率由21.7%提升至36.6%，净利率由7.2%提升至21.1%。2022H1毛利率和净利率分别为37.60%/24.83%，同比分别变动-1.16个pct/+0.15个pct。
- ▶ 分产品毛利率看，一方面，第一大业务纤维素醚毛利率稳中有升；另一方面，产品向高端化发展，毛利率高且稳定的植物胶囊业务快速成长，2019-2021年，植物胶囊平均毛利率在63%以上。2022H1，纤维素醚/植物胶囊毛利率分别为33.2%/63.0%。
- ▶ 公司期间费用率整体相对稳定，近三年呈现下降趋势，从2019年起，连续下降至2021年12.0%，2022H1进一步降至10.1%。

图表13：2018年以来，公司毛利率、净利率不断提高



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表14：公司分产品毛利率情况

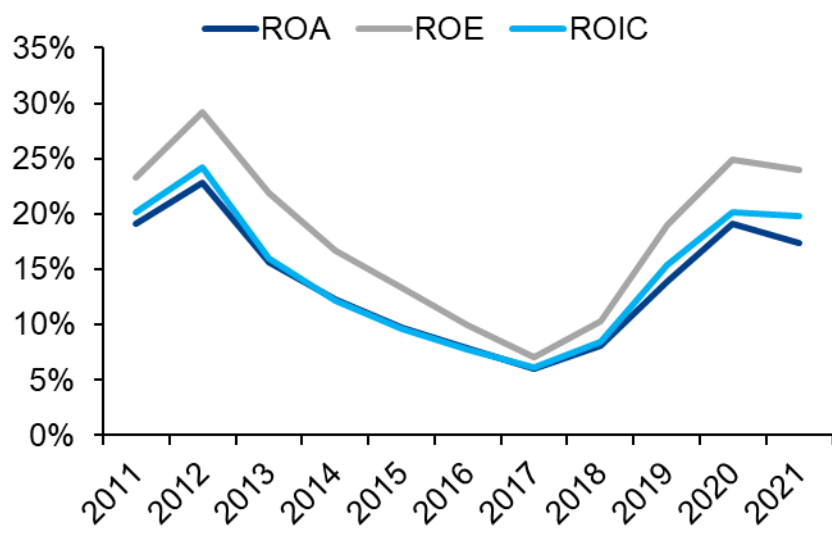


资料来源：Wind，国海证券研究所

1.2 公司投资回报率提升，经营活动现金流高增

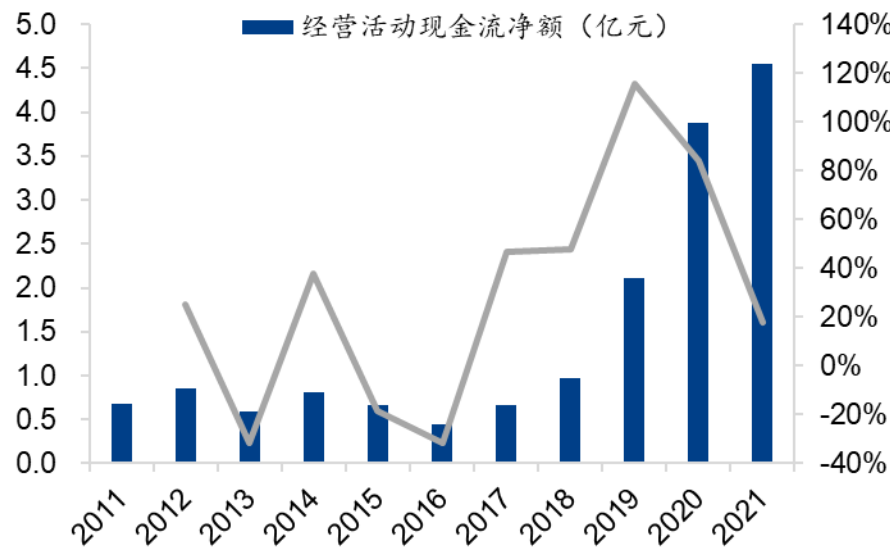
- 自2017年以来，受益于公司整体盈利能力的改善，公司投资回报率持续提升。2017年-2021年，ROA/ROE/ROIC分别由6.0%/7.1%/6.1%提升至17.4%/24.0%/19.8%。
- 伴随着公司产品营收规模扩大以及盈利能力高增，公司经营活动现金流量金额也大幅增长。2017-2021年，公司经营活动现金流量净额增长了6倍，由0.66亿元增长至4.56亿元，为公司扩张产品产能提供了良好的现金支撑。因此，我们也可以看到公司资产负债率维持相对低位，2021年，资产负债率为41.3%。

图表15：公司投资回报率情况



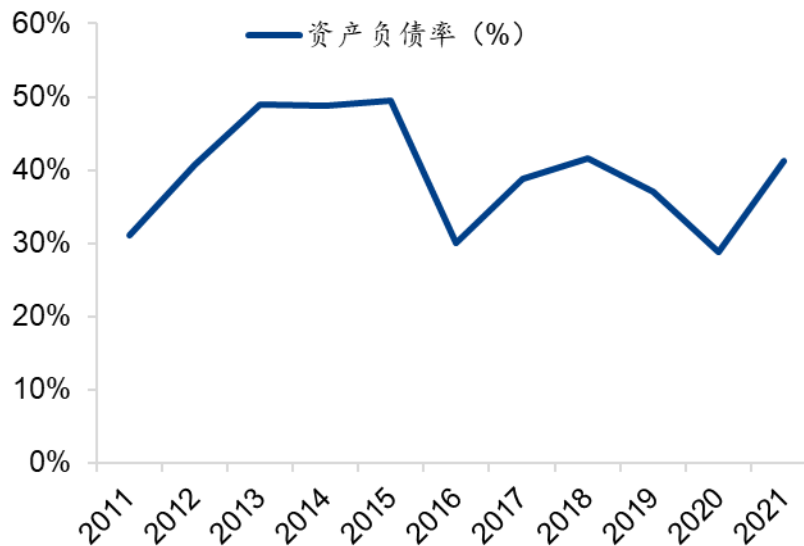
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表16：公司经营活动现金流量



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表17：公司资产负债率

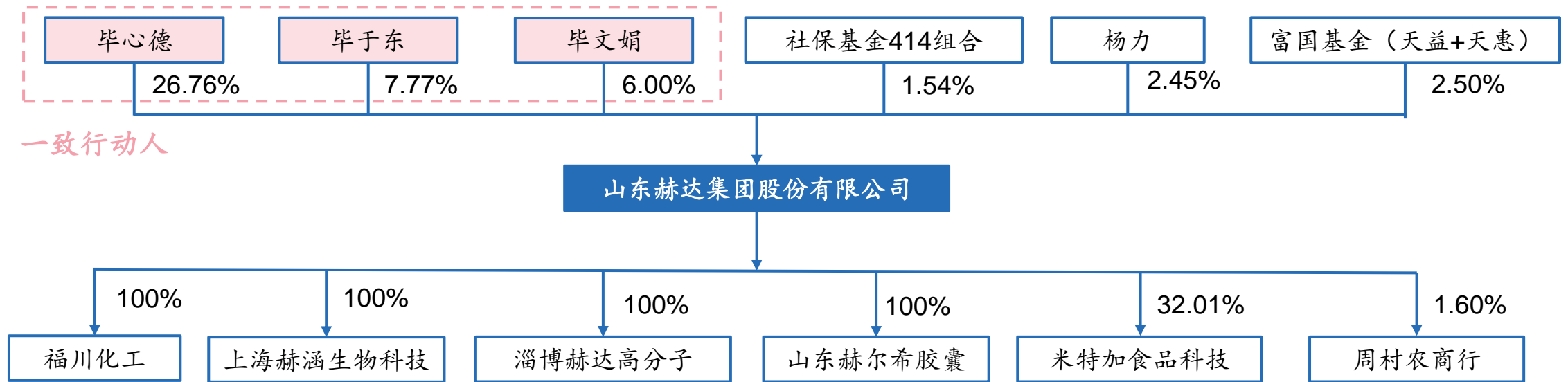


资料来源：Wind，国海证券研究所

1.3 公司股权结构稳定且集中，实际控制人是毕心德

- ▶ 公司股权结构清晰且稳定，控股股东及实际控制人是毕心德，持有公司26.76%的股权，毕心德的儿子毕于东、女儿毕文娟、与其共同构成一致行动人，合计持有公司40.53%的股权。其余股东持股比例相对较少且分散。毕于东自2007年起就开始负责管理公司的核心业务，目前担任公司董事长兼总经理。
- ▶ 子公司方面，福川化工主要生产乙酸三甲酯、双丙酮丙烯酰胺；上海赫涵负责生物科技的技术推广和应用；赫达高分子主要从事纤维素醚的生产；2014年公司设立子公司赫尔希胶囊，专注于纤维素植物胶囊的研发和生产。2020年公司与高起在上海共同设立米特加食品科技，正式进军植物蛋白人造肉市场。

图表18：公司股权架构图



资料来源：wind, 国海证券研究所

1.3 开展第二期股权激励计划，彰显公司对未来发展信心

- 2018年5月，公司首次实施股权激励计划，授予限制性股票数量366万股，占当时公司总股本的3.83%，授予价格11.36元/股，激励对象共85人，包含5名董监高管、80名核心骨干。以2017年净利润为基数，2018/2019/2020年净利润增速分别为65%/248%/446%，公司超额完成业绩考核目标，已完成解除三个限售期。
- **2021年9月，公布第二期股权激励计划，充分彰显公司管理层及员工对公司未来发展的信心。**2021年11月，第二期股权激励计划首次授予限制性股票登记完成，首次授予119.5万股，占当时公司总股本的0.35%，授予价格22.34元/股，激励对象共48人，包含3名董监高管、45名核心骨干；还预留30万股。第二期首次授予业绩考核要求为：以2020年净利润2.55亿元为基数，2021/2022/2023年净利润增长率分别不低于30%/70%/120%，即2021/2022/2023年净利润不低于3.32/4.34/5.61亿元。该业绩目标具有一定的挑战性，有助于充分调动员工积极性，助力公司长期成长。

图表19：公司股权激励计划

名称	时间	授予股票数量 (万股)	授予价格 (元/股)	激励对象人数	解除限售公司业绩考核要求
股票激励计划（第一期）	2018年5月	366	11.36	85	业绩考核年度为2018-2020年，以2017年净利润为基数，2018/2019/2020年净利润增长率分别不低于30%/50%/90%
股票激励计划（第二期） 首次授予	2021年11月	119.5	22.34	48	业绩考核年度为2021-2023年，以2020年净利润为基数，2021/2022/2023年净利润分别不低于3.32/4.34/5.61亿元
股票激励计划（第二期） 预留部分		30	未定	未定	业绩考核年度为2022-2024年，以2020年净利润为基数，2022/2023/2024年净利润分别不低于4.34/5.61/7.14亿元

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

- 一、国内纤维素醚龙头，业绩进入高速增长期
- 二、纤维素醚应用广，植物胶囊、人造肉带来新增长点
- 三、公司全产业链布局，多产品扩能有望再造一个赫达
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

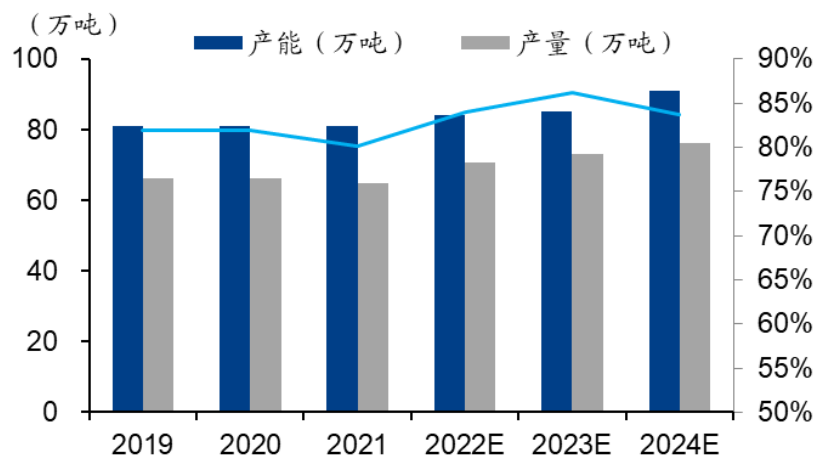
预计国内纤维素醚需求提升，行业开工率保持高位

图表20：纤维素醚行业供需平衡表

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
产能 (万吨)	80.9	80.9	80.9	84	85	92.5
产量 (万吨)	66.3	66.2	64.8	70.4	72.9	75.6
产能利用率	82%	82%	80%	84%	86%	82%
进口量 (万吨)	1.6	1.7	1.8	1.6	1.7	1.8
出口量 (万吨)	6.2	7.2	8.8	12.2	12.6	13.0
表观消费量 (万吨)	61.7	60.7	57.8	59.8	62.0	64.4
建材			19.1	19.1	19.1	19.1
石油			9.2	9.3	9.4	9.5
食品			8.7	9.9	11.3	12.8
医药			4.6	5.0	5.4	5.8
其他			16.2	16.5	16.8	17.2
表观消费量增速		-1.7%	-4.8%	3.4%	3.7%	3.9%

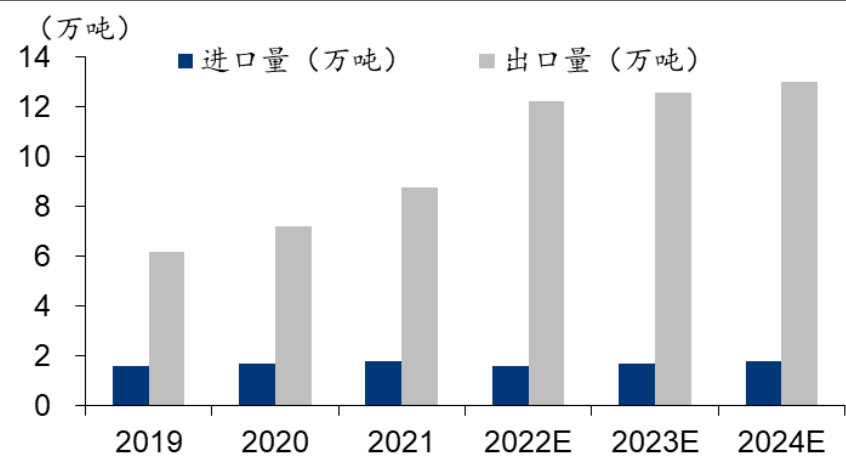
资料来源：百川盈孚，wind，国海证券研究所

图表21：国内纤维素醚行业开工率保持高位



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表22：国内纤维素醚行业出口预计将持续增长

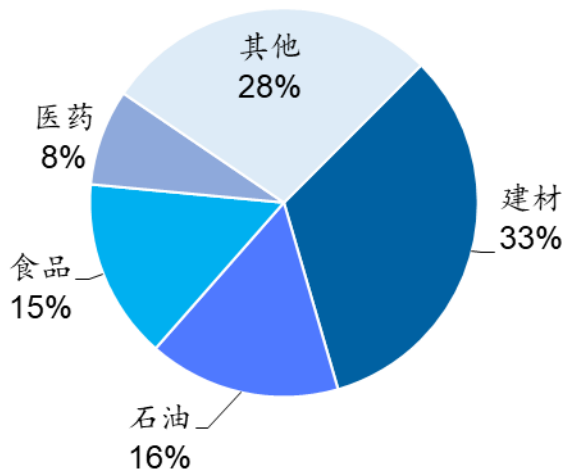


资料来源：wind，国海证券研究所

2.1 纤维素醚被称为“工业味精”，广泛用于建材、医药、食品领域

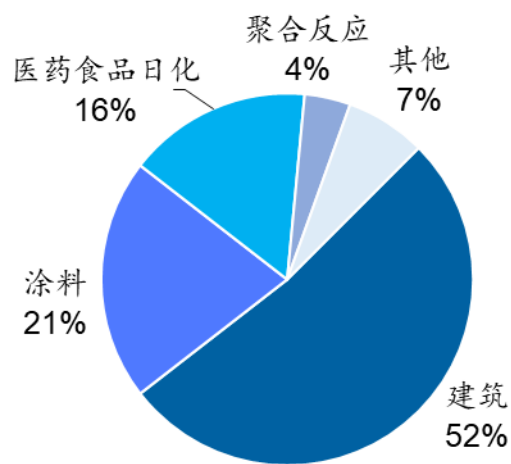
- 纤维素醚有“工业味精”之美誉，虽然添加比例较低，应用范围广泛。纤维素醚分为离子型纤维素醚和非离子型纤维素醚，二者主要用途差异较大，在食品添加剂、日化和石油钻井等应用领域有一定互补性。据百川盈孚，国内纤维素醚下游建材占比33%，石油16%，食品15%，医药8%。公司主要生产非离子型纤维素醚，产品包括建材级、医药级和食品级。
- 据公司招股说明书，全球范围内，非离子型纤维素醚下游应用占比分别为：建筑领域占52%、医药食品日化领域占21%、涂料领域占16%。在消费区域分布上，亚洲约占43%、西欧占19%、北美占13%、中东欧约占9%。中国是全球非离子型纤维素醚消费量最大市场，消费占比约为全球的28%。

图表23：2021年国内纤维素醚消费领域占比



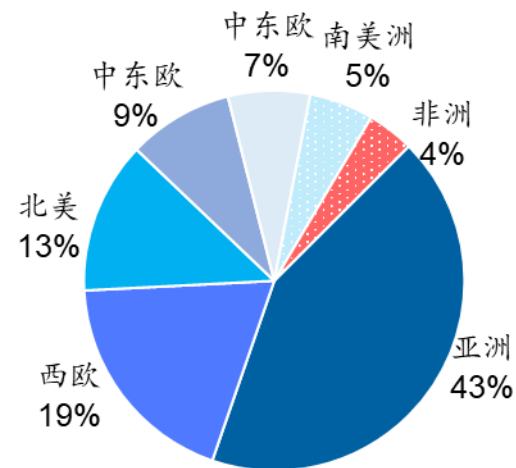
资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表24：2013年全球非离子型纤维素醚消费占比



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

图表25：2013年全球非离子型纤维素醚消费地区占比



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

2.1 国内纤维素醚行业格局有望优化

- 美国陶氏、日本信越、美国亚什兰、韩国乐天是全球非离子型纤维素醚的最主要供应商，且以中高端的医药级纤维素醚为主。其中陶氏和日本信越分别拥有10万吨/年非离子型纤维素醚产能，产品种类丰富。
- 国内纤维素醚行业供给相对分散，且以建材级纤维素醚为主，产品同质化竞争严重。据百川盈孚，国内现有纤维素醚产能80.9万吨。未来国内行业新增产能主要来自山东赫达和清水源，公司现有非离子型纤维素醚产能3.4万吨/年，预计到2025年公司纤维素醚产能将达到10.5万吨/年，有望成为全球领先的纤维素醚供应商，提升国内行业集中度。

图表26：国内外主要纤维素醚产品产能

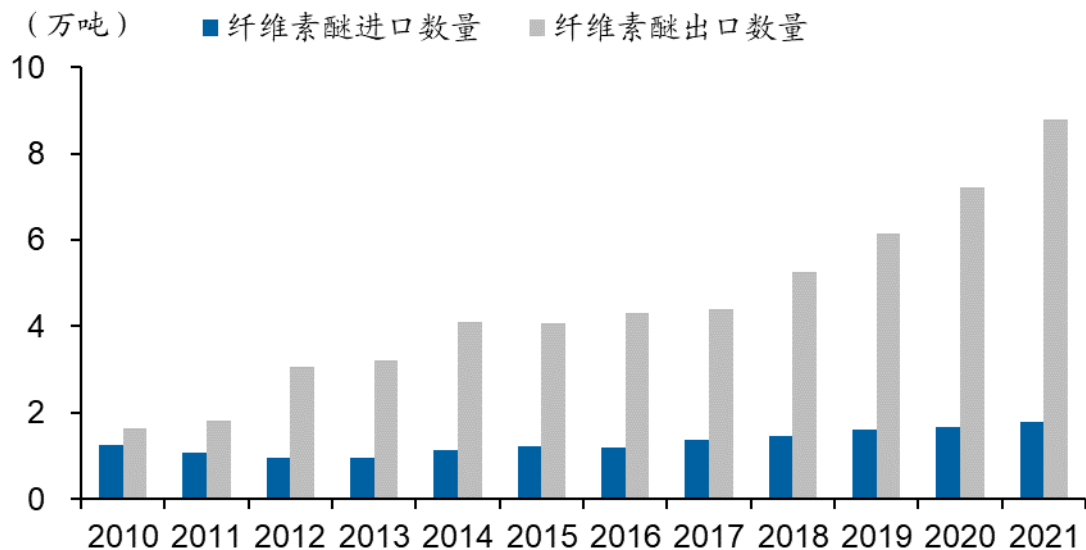
生产企业	现有产能（万吨/年）	主要纤维素醚产品	扩产计划
海外			
美国陶氏	10	HPMC、HEC、MC、HEMC、EC	暂无
日本信越	10	HPMC、HEC、HEMC、MC	暂无
美国赫克力士/亚什兰	8	HPMC、HEC（为主）、HEMC	在美扩大HEC的产能，具体产能未公布；在比利时提高Benecel纤维素醚产能，2023年完工产能提高50%
韩国乐天	4.5	HPMC、HEC、HEMC	暂无
国内			
山东赫达	3.4	HPMC、HEMC、HEC、HMC、EC、MC	4.1万吨/年纤维素醚项目，一期3.1万吨/年2022年投产，二期1万吨/年2023年投产；可转债项目规划建设3万吨/年
山东一腾（未上市）	5	HPMC、HEC	暂无
河北双牛（未上市）	3.5	HPMC	暂无
上虞创峰（未上市）	2	HPMC、HEC、HEMC	暂无
泰安瑞泰（未上市）	2	HPMC、EC	暂无
其他	65	非离子型+离子型	清水源拟建设6万吨/年建材级纤维素醚，建设期2年
国内合计	80.9	非离子型+离子型	行业预计新增合计13.1万吨

资料来源：公司招股书、百川盈孚、中化新闻网、国海证券研究所 注：韩国乐天2016年收购三星精密化学 国内合计的纤维素醚产能包括离子型和非离子型

2.1 国内纤维素醚出口增长快，进口的产品附加值更高

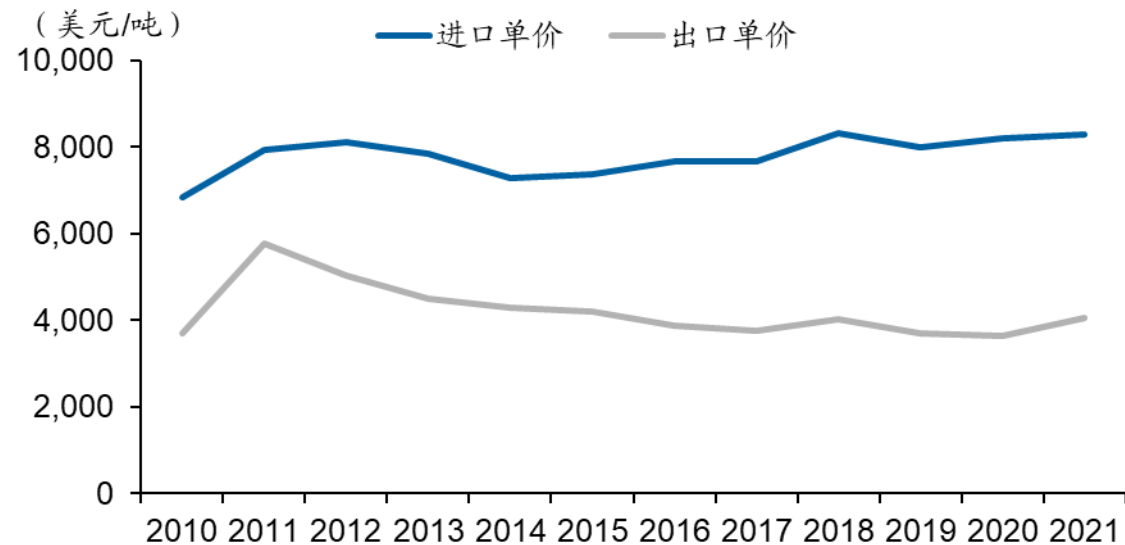
- 从进出口情况看，国内纤维素醚行业的出口量大于进口量，且出口增速快。2010年-2021年，国内纤维素醚出口量由1.64万吨增长至8.64万吨，CAGR为16.5%，出口的纤维素醚主要以中低端应用的建材级纤维素醚为主；进口量较为平稳，在0.95-1.80万吨间波动。
- 从进出口单价来看，进口纤维素醚的平均单价明显高于出口平均单价，主要由于进口的纤维素醚多为高端应用的纤维素醚，产品附加值更高。

图表27：国内纤维素醚进出口数量



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表28：国内纤维素醚进出口单价

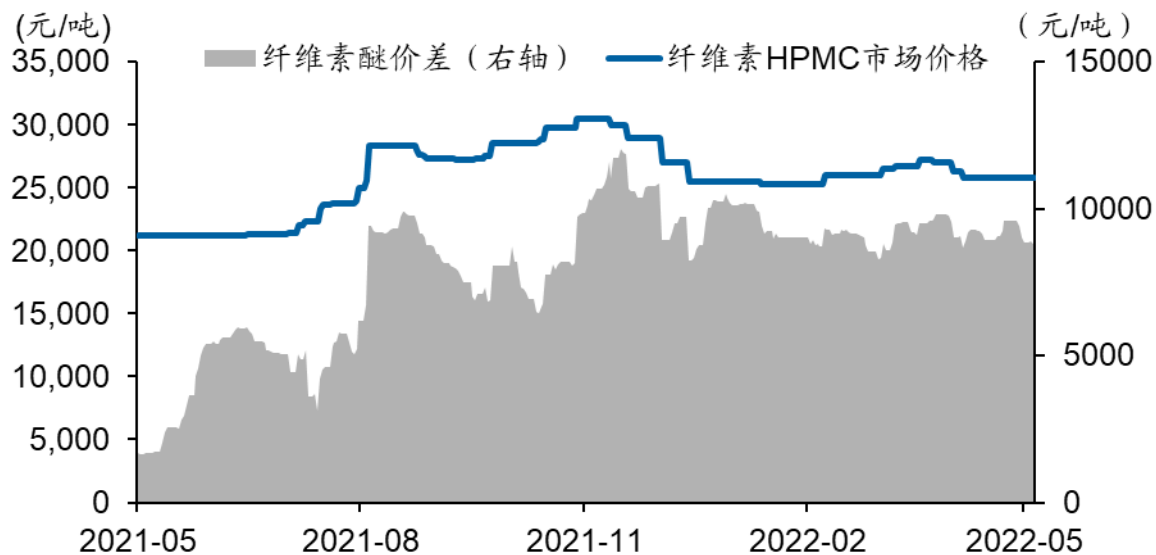


资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2 部分原材料价格回落，HPMC成本压力缓解

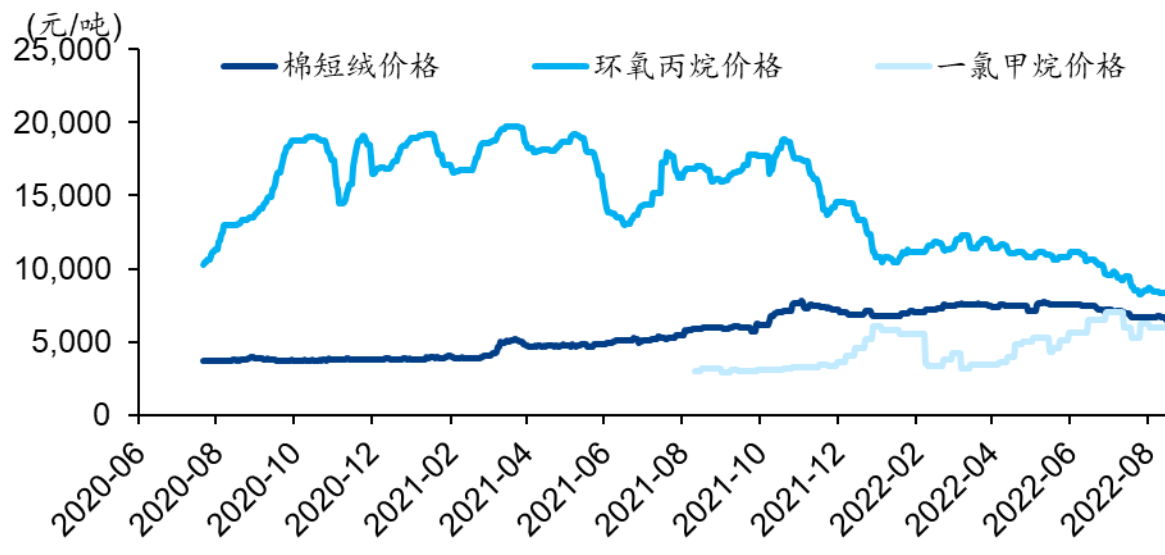
- ▶ 纤维素醚市场价格上游原材料：精制棉、氯甲烷、环氧丙烷价格影响。据百川盈孚，生产一吨纤维素醚的需要消耗0.93吨精制棉、0.75吨氯甲烷、0.25吨环氧丙烷。据公司2021年年报，棉浆粕、氯甲烷、环氧丙烷、精制棉的采购金额占比分别为29.71%、11.25%、10.35%、9.87%。
- ▶ 纤维素醚的价格价差受原材料价格影响。2021年上半年，环氧丙烷价格受供需紧平衡影响一度达到19000元/吨以上的高位，纤维素醚价差收缩。2021年9月-10月，受限电限产的政策影响，棉短绒、环氧丙烷、氯甲烷的价格均上涨，虽然纤维素醚在原料价格的推动下也涨价，但成本压力依然较大。2022年以来，环氧丙烷价格回落至11000元/吨附近，成本压力有所缓解。

图表29：纤维素HPMC市场价格情况



资料来源：Wind，国海证券研究所 注：由于无法获得精制棉的价格，此处使用精制棉原料棉短绒的价格近似计算价差

图表30：上游主要原材料市场价格情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3.1 纤维素醚下游应用最大的是建材领域

- 纤维素醚具有增稠、保水、缓凝等优良特性，被广泛用于改善和优化包括预拌砂浆（含湿拌砂浆和干混砂浆）、PVC树脂制造、乳胶漆、腻子粉、石膏砂浆等在内的建材产品的性能，使之符合节能、环保等要求，提高建筑、装饰的施工效率。

图表31：建材级纤维素醚（HPMC）产品的具体用途和作用



预拌砂浆



建筑节能系统



为瓷砖粘结剂提供湿粘力和操作时间



自流平砂浆



石膏基产品



PVC



腻子、粉末涂料

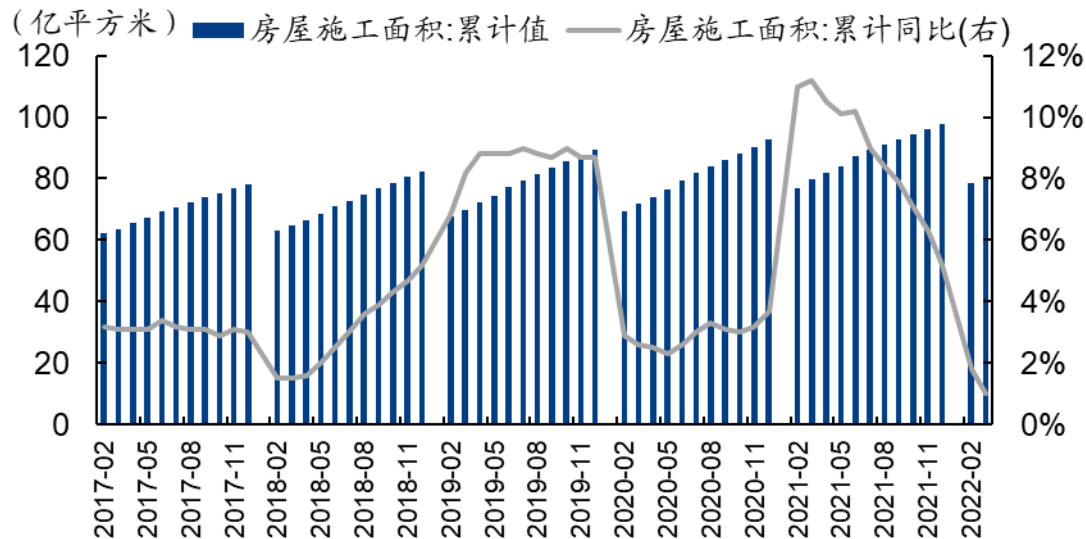
用途	功能
砌筑砂浆	保水增稠，提高和易性，改善施工条件，提高效率。
外墙保温砂浆	增加砂浆的保水能力，改善流动性和施工性，提高砂浆的初期强度和避免开裂。
瓷砖粘接砂浆	提高粘结砂浆的抗下垂能力，改善砂浆的早期粘结强度，抵抗较强的剪力以防止瓷砖滑落。
自流平砂浆	改善砂浆的流动度和抗沉降性能，便于施工。
耐水腻子	可替代传统工业胶水，提高腻子的保水性、粘稠度、耐擦洗度和附着力，消除甲醛危害。
乳胶漆	增稠、防止颜料凝胶化，有助于颜料分散，提高胶乳的稳定性和粘度，有助于施工的流平性能。
石膏砂浆	提高增稠性、保水性和缓凝性。
PVC	起分散剂作用，调节PVC树脂的密度，提高树脂热稳定性和控制粒度分布。
陶瓷	陶瓷釉浆的黏结剂，起悬浮、解凝、保水作用，增加生釉强度，减少釉的干燥收缩，使胚体和釉结合牢固。

资料来源：公司招股书，公司官网，国海证券研究所

2.3.1 建材领域纤维素醚需求相对稳定

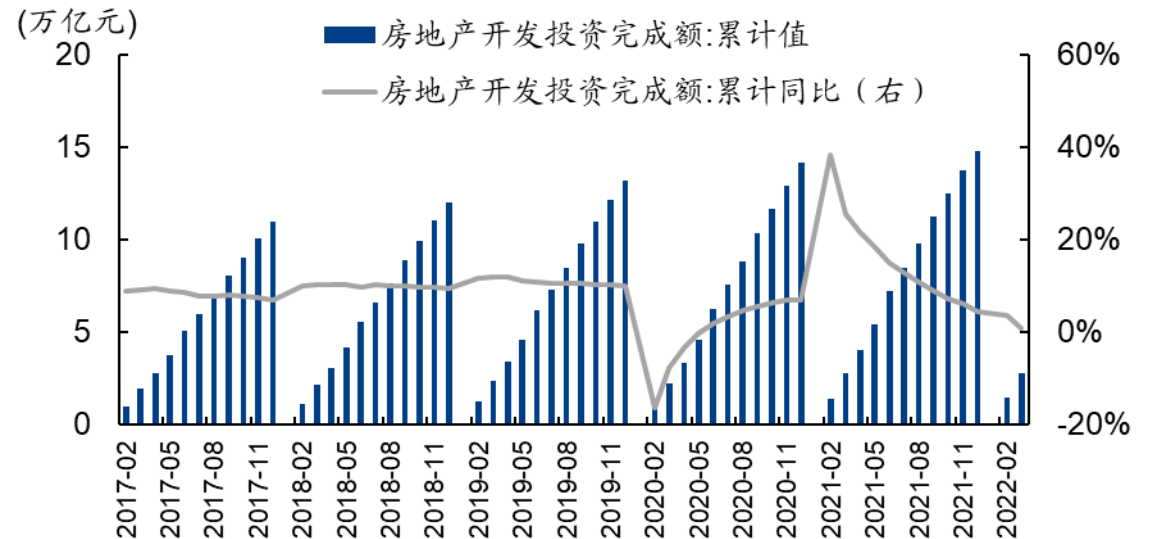
- ▶ 下游基建和房地产行业会对建材级纤维素醚的需求增速产生一定影响。但由于纤维素醚应用领域广泛，市场覆盖面宽，使用成本占用户的总成本比重很低，下游对于纤维素醚价格并不敏感，所以周期性特征不明显。
- ▶ 稳增长背景下，预计建材领域纤维素醚需求相对稳定。在房住不炒政策背景下，房地产行业进入调整阶段。但政策驱动下，瓷砖胶替代水泥砂浆将带来建材级纤维素醚需求提升，**2021年12月14日，住建部发布公告禁止“饰面砖水泥砂浆粘贴工艺”**。瓷砖胶等粘结剂是纤维素醚的下游，作为水泥砂浆的替代，具有粘结强度高、不易老化脱落的优点，但由于使用成本较高，普及率较低。水泥拌砂浆工艺被禁止背景下，预计瓷砖胶等粘结剂使用普及将带来建材级纤维素醚有望需求提升。

图表32：我国房屋施工面积累计情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表33：我国房地产开发投资完成额情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3.2 医药领域用纤维素醚附加值较高

- 医药级纤维素醚是医药行业的重要辅料，在医药行业广泛用于缓控释制剂、植物胶囊膜材、包衣材料、稳定剂、助悬剂、片剂黏合剂、增黏剂等。
- 医药级纤维素醚生产技术难，产品附加值高。医药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，生产控制过程要求高、生产技术难度较高。以医药缓控释制剂专用的医药级纤维素醚为例，核心技术长期由国外知名企业控制，国内仅少数几家企业掌握其生产能力，因此产品销售价格较高。公司在2010年研发成功并掌握了医药缓释、控释制剂专用的 HPMC（CR 级）生产技术并实现规模化生产。

图表34：医药级纤维素醚产品的具体用途和作用

用途	功能	常用纤维素
缓控释制剂	通过做骨架材料达到药品缓慢持续释放的效果，以延长药效时间。	HPMC、EC
植物胶囊	凝胶、成膜性，避免发生交联固化反应。	HPMC
片剂包衣	避免药物受氧或湿气降解；给药后提供期望的释药模式；掩盖药物的不良气味或改善外观。	HPMC、HPC、MC、EC
助悬剂	通过增加黏度降低药物颗粒在整个介质中的沉降速度。	HPMC、CMC、HPC、MC
片剂黏合剂	在制粒过程中，用于引起粉末颗粒黏合	HPMC、CMC、MC
片剂崩解剂	在固体制剂中使制剂可崩解成小颗粒从而容易分散或溶解。	HPC、CMC、MCC

资料来源：公司招股书，公司官网，国海证券研究所

图表35：植物胶囊和缓控释制剂应用示例



胶囊级羟丙基甲基纤维素 [CAS编码：9004-65-3]



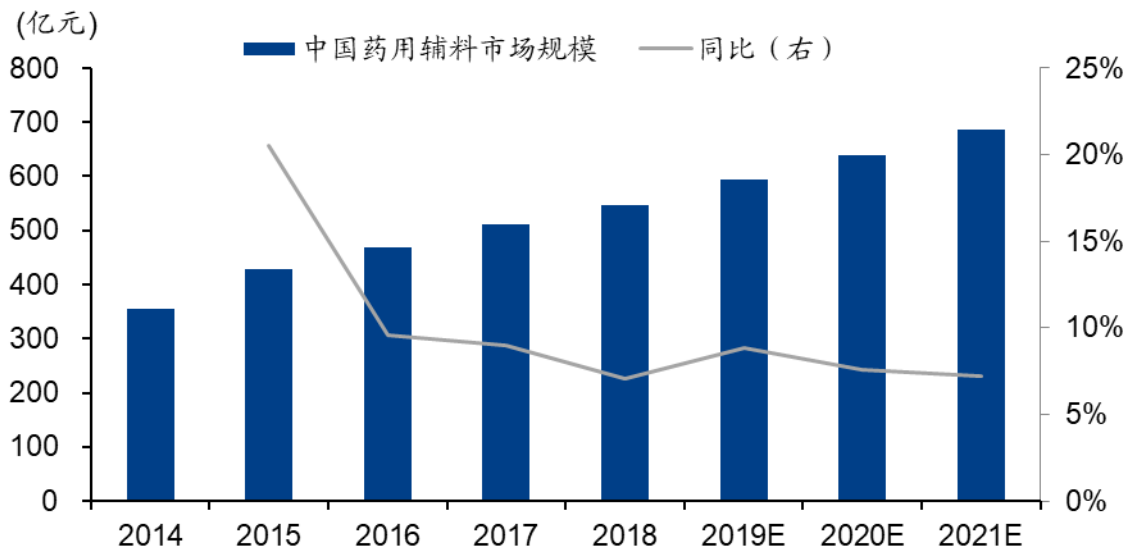
缓控释专用羟丙基甲基纤维素 [CAS编码：9004-65-3]

资料来源：公司官网，国海证券研究所

2.3.2 下游药用辅料市场空间广阔

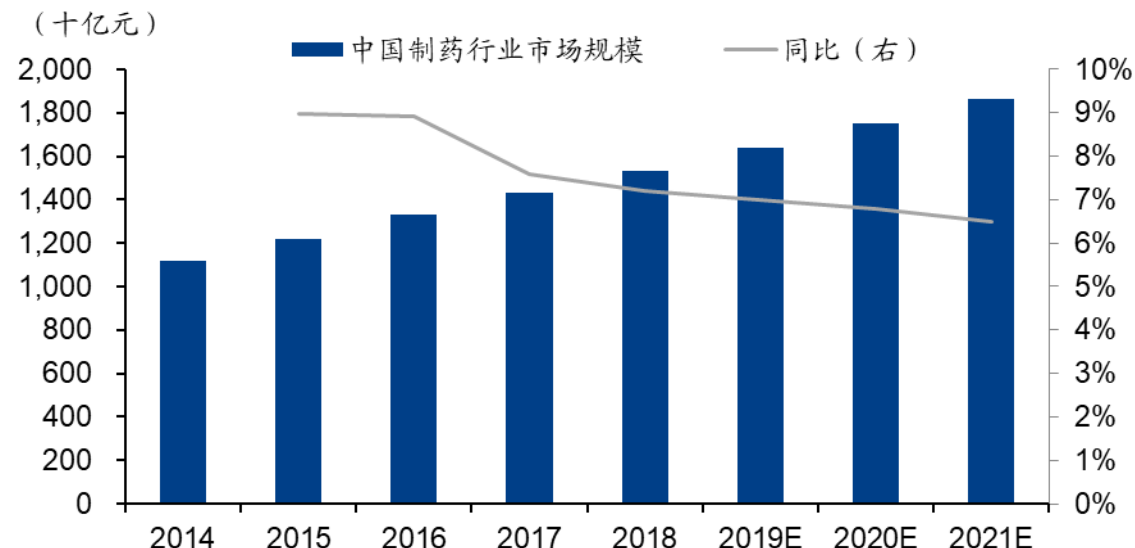
- 我国药品的开发路径惯有“重原料药、抓制剂、轻辅料”观念，大规模发展原料药和制剂产业的同时，药用辅料产业的重视程度还存在不足。据药智咨询，我国药用辅料起步较晚，在整个制药行业产值中占比3-5%，而国外药用辅料占整个药品制剂产值的10-20%。
- 作为药物合成的基础原材料，药用辅料市场规模受到整个制药行业的驱动。在国内人口老龄化加剧以及人均医疗消费支出不断提升的背景下，叠加药品一致性评价、全国集采、原研药专利集中到期，国内制药市场规模将持续扩大，药用辅料具有广阔发展空间。

图表36：中国药用辅料市场规模



资料来源：头豹研究院，国海证券研究所

图表37：中国制药行业市场规模



资料来源：头豹研究院，国海证券研究所

2.3.2 植物胶囊优势明显，渗透率有望提高

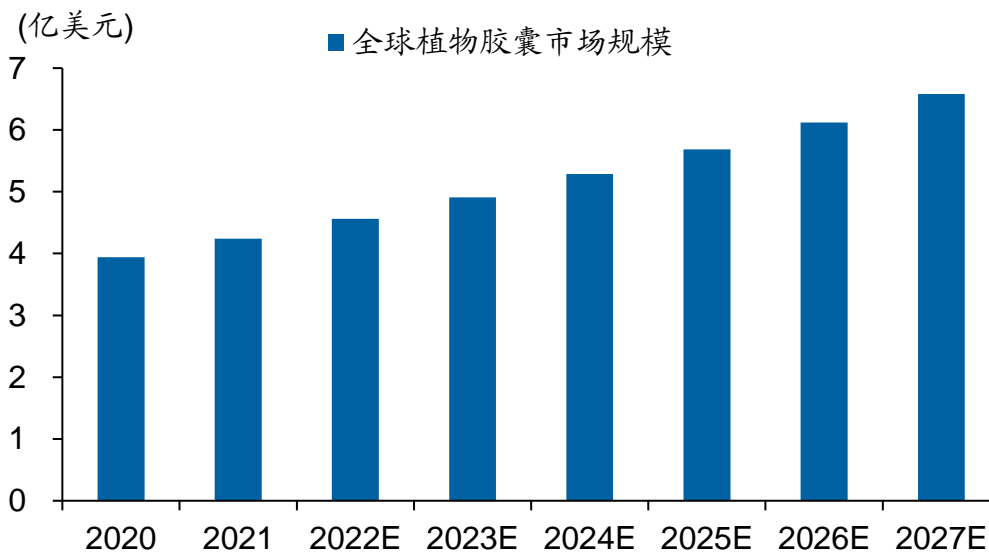
- 植物胶囊是医药级 HPMC 下游重要的应用领域，植物胶囊是以植物纤维素或水溶性多糖为原料制成，相对于传统的明胶空心胶囊具有适应性广、无交联反应风险和稳定性高的优势，释药速度相对稳定，个体差异较小，但价格相对较高。动物明胶的生产提取是由动物的皮和骨作为原材料，2012年曝光的毒胶囊事件，一些企业用生石灰处理皮革废料，熬制成工业明胶，重金属铬含量最高超标90倍，使得人们对动物明胶的安全性产生担忧。
- 植物胶囊优势明显，市占率有望提高。随着人们健康意识的增强以及可支配的医疗消费支出提升，植物胶囊有望替代明胶胶囊，提高市场占比。据Brandessence Market Research数据，2020年，全球植物胶囊市场规模为3.94亿美元，预计到2027年将达到6.58亿美元（CAGR 7.6%）。

图表38：植物胶囊和明胶胶囊对比

对比项目	植物胶囊	明胶胶囊
环境污染	植物胶囊提取很多采取物理提取，污染低	原材料化学反应发酵而成，污染高
安全性	安全性高，来源于植物，不含任何防腐剂	原材料来自动物，安全性难追踪，含化学添加剂
交联反应	植物空心胶囊有较强的惰性，不易和含醛基药物发生交联反应	主要成分胶原蛋白，易于氨基酸、含醛基的药物发生交联反应，造成胶囊崩解时间延长，溶出度降低
储存条件	易于存储，降低企业的储存成本	对储存条件严苛，易脆碎，失水硬化
有效期	36个月左右	18个月左右
适用性	适合任何种族	受到回教、犹太教、素食主义者的抵制
价格	价格高（青岛聚大洋阿里巴巴报价：260元/万粒）	价格低（盛蓝胶囊阿里巴巴报价：169元/万粒）
填充环境	比较宽松	要求很高

资料来源：观研天下，国海证券研究所

图表39：全球植物胶囊市场规模



资料来源：Brandessence Market Research，国海证券研究所

2.3.3 食品级纤维素醚是一种常用的食品添加剂

- 食品级纤维素醚是公认的安全食品添加剂，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和离子型纤维素醚CMC作为食品添加剂使用。我国的食品级纤维素醚在食品生产中的使用比例较低，主要由于国内消费者对纤维素醚的食品添加剂功能认识较晚，叠加其售价较高，因此目前还处于应用推广阶段。随着人们对健康食品认识的提高，国内食品行业对纤维素醚的消费量有望进一步增长。

图表40：食品级纤维素醚产品应用示例



羧甲基纤维素钠



羟丙基甲基纤维素/甲基纤维素

资料来源：公司官网，国海证券研究所

图表41：食品级纤维素醚产品应用示例

应用	产品	功能
甜点添加剂	冷冻乳制品	改善口感、组织及质地；控制冰晶的形成
	内馅	增稠；抑制食品水分流失；避免露馅
调味料添加剂	烤肉酱	增稠；增加酱料的粘着性、味道持久度
	沙拉酱	帮助增稠及塑型
饮料添加剂	酒精饮料	非离子型产品，它能与饮料相容
	果汁	助悬浮性能；增稠，不会掩盖饮料的味道
烘焙食品添加剂	甜圈及酥皮	改善质地；减少油脂吸附；抑制食品水分流失
	煎饼威化饼	更酥脆，并使其表面纹理及色泽更均匀
	方便面饼干	优越的粘合性改善面粉产品的强度、弹性和口感
挤压食品添加剂	直接挤压膨发食品	减少粉屑产生；改善质地及口感。

资料来源：公司招股书，国海证券研究所

2.3.3 植物肉成为消费新热点，高频餐饮联名合作

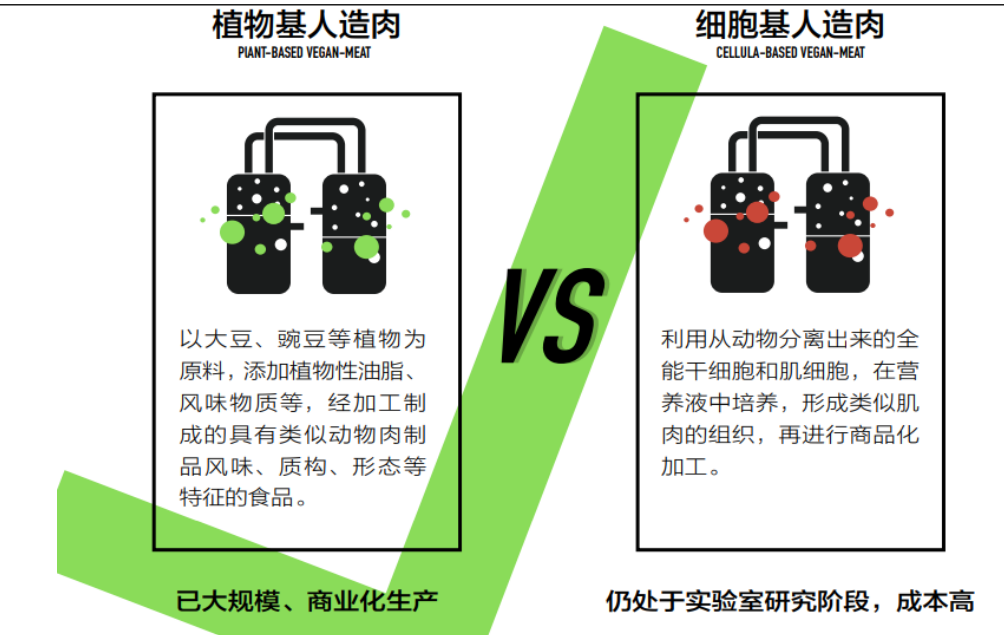
- ▶ 植物肉实现规模化、商业化生产，成为消费新热点。人造肉分为植物基人造肉和细胞基人造肉：植物基人造肉以大豆、豌豆为原材料，添加酵母发酵合成植物性血红蛋白产品，目前已实现规模化和商业化生产。细胞基人造肉是利用从动物分离出来的全能干细胞和肌细胞，在营养液中培养，形成类似肌肉的组织，再进行商品化加工，但仍处于实验室研究阶段、且成本高。
- ▶ 因为植物肉的“新”，植物肉生产厂家往往更倾向于选择与知名餐饮品牌合作进行推广。Beyond Meat和肯德基、星巴克等品牌合作，纷纷推出植物肉新品；星期零也与喜茶、奈雪、德克士等著名品牌展开合作。

图表42：主要餐饮品牌开始推出植物肉产品



资料来源：央广网，动点科技，国海证券研究所

图表43：植物基人造肉和细胞基人造肉对比

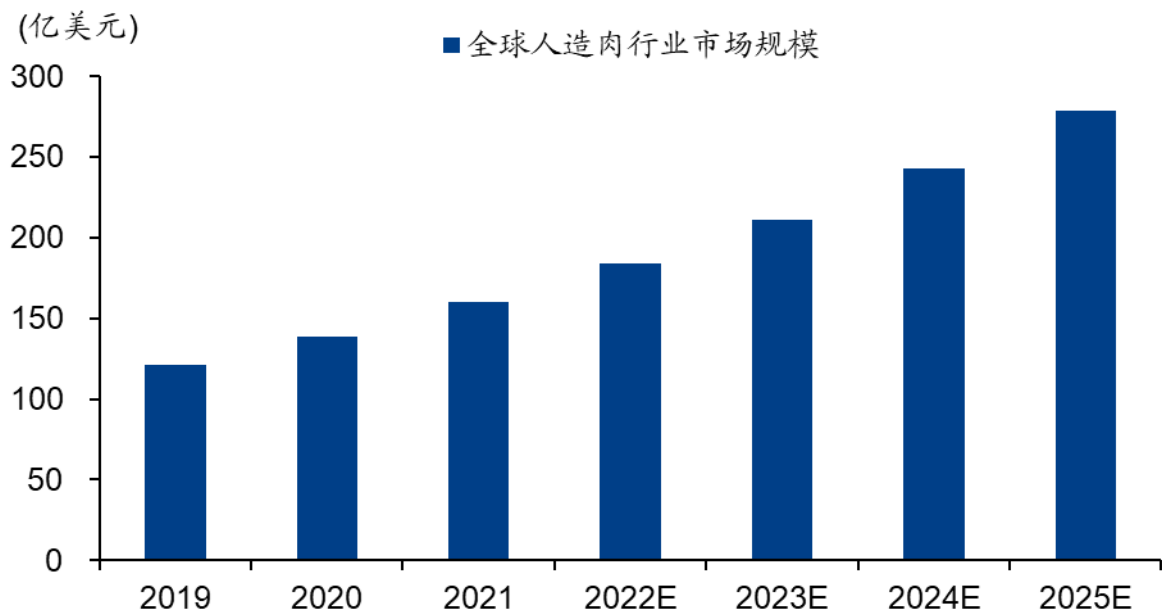


资料来源：《2021中国植物肉行业洞察白皮书》

2.3.3 植物肉行业市场规模持续扩张

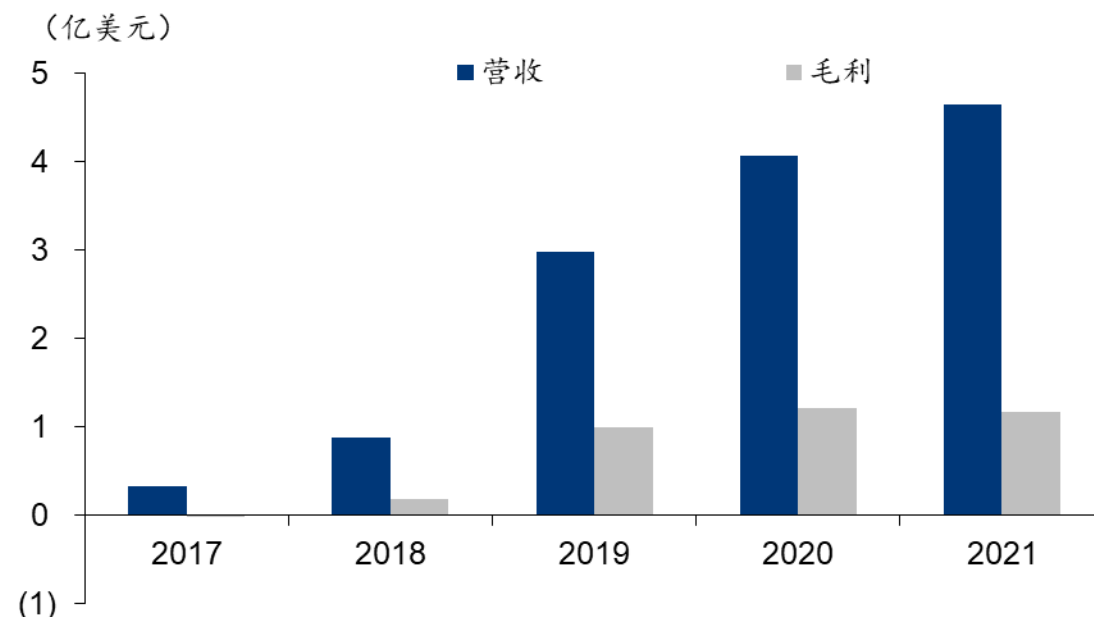
- ▶ 全球兴起植物肉热潮，行业市场规模持续增长。据彭博商业周刊和星期零发布的《2021中国植物肉行业洞察白皮书》，2020年全球植物基人造肉市场规模约139亿美元，预计以每年约15.0%的复合增长率增长，到2025年或将达279亿美元。
- ▶ 2019年5月，人造肉第一股 Beyond Meat在纳斯达克挂牌上市，业绩增速亮眼。2017-2021年，公司营业收入由0.33亿美元增长至4.65亿美元，CAGR为94%。2021年，疫情影响下，供应链问题制约了Beyond Meat产品在终端的销售，叠加上游大豆、豌豆原材料涨价，Beyond Meat业绩增速放缓。

图表44：全球人造肉市场规模



资料来源：《2021中国植物肉行业洞察白皮书》，国海证券研究所

图表45：人造肉第一股Beyond meat营收情况

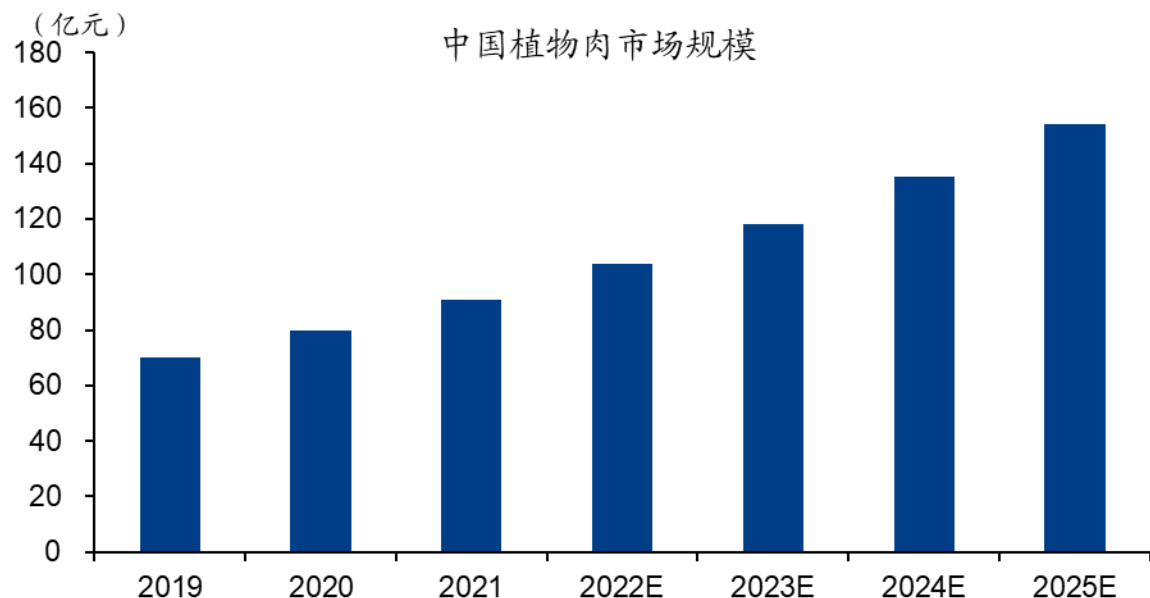


资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3.3 中国植物肉市场潜力大，但还处于起步阶段

- 国内植物肉行业处于初创期。由于国内并不盛行素食，且人们对口感要求高，国内植物肉行业处于起步阶段。在全球掀起植物肉热潮的背景下，国内外企业纷纷抢占中国市场，包括Beyond Meat、Impossible Foods、嘉吉、雀巢等国际巨头，传统食品制造商金锣集团、双汇集团等，以及初创公司星期零、珍肉等，还有从产业链上游切入的供应商山东赫达、雪榕生物等。
- 中国植物肉市场规模蕴含巨大潜力。国家发改委5月10日发布《“十四五”生物经济发展规划》，提出要发展合成生物学技术，探索研发“人造蛋白”等新型食品，实现食品工业迭代升级，降低传统养殖业带来的环境资源压力。据前瞻研究院，2021年，中国植物肉市场规模约91亿元，预计2021-2025年CAGR 14%，到2025年中国植物肉行业的市场规模有望达到154亿元。

图表46：中国植物肉市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

图表47：国内植物肉竞争格局



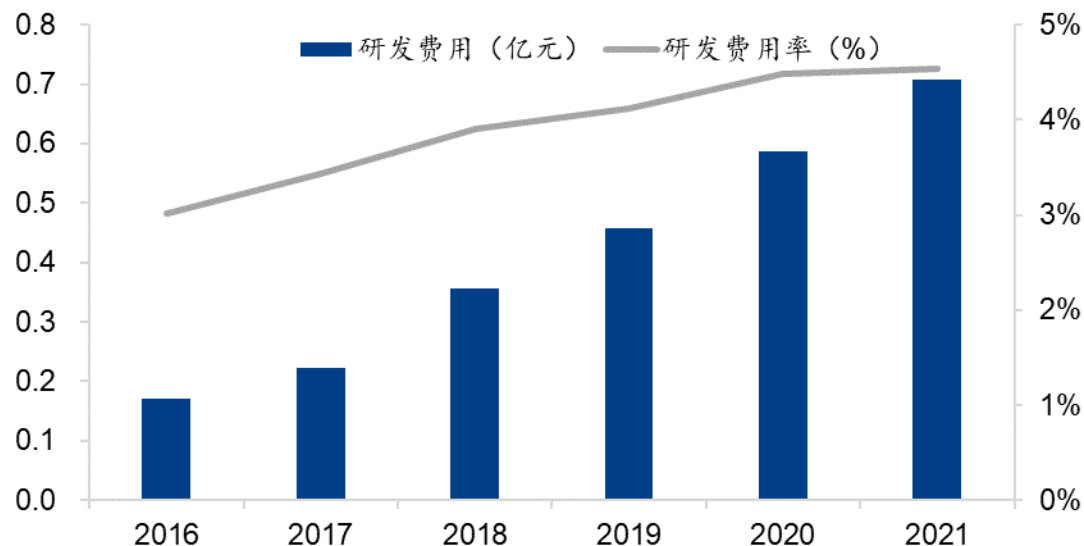
资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

- 一、国内纤维素醚龙头，业绩进入高速增长期
- 二、纤维素醚应用广，植物胶囊、人造肉带来新增长点
- 三、公司全产业链布局，多产品扩能有望再造一个赫达
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

3.1 公司持续研发投入，具有技术领先优势

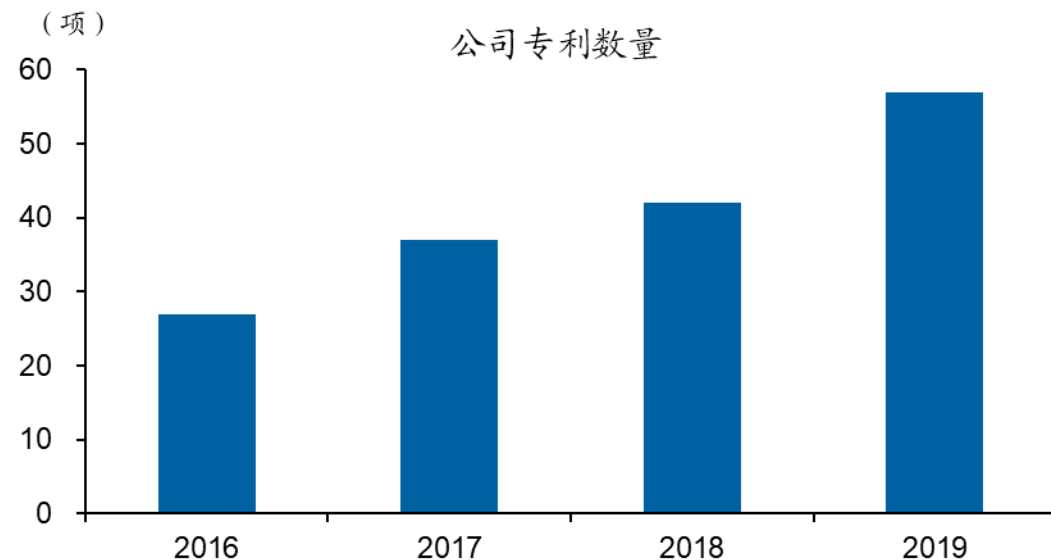
- ▶ 公司持续加大研发投入，为公司产品升级和技术创新注入源源不断的动力。2016年-2021年，公司研发支出由研发支出由0.17亿元增加至0.71亿元，研发人员数量由77人增加至193人，研发人员数量占比由10.12%提升至12.44%。
- ▶ 公司在生产工艺、新技术和新产品的研发方面有明显优势。2010年研发成功了药品缓控释专用HPMC（CR级）并批量生产，该技术被列为2012年山东省省级技术创新项目。2016年6月，公司缓控释专用羟丙基甲基纤维素获得国家发明专利，该产品填补了国内空白。2019年赫尔希公司被认定为国家级“绿色工厂”、国家级“高新技术企业”。2020年公司“新型绿色建筑材料用纤维素醚工艺应用研究项目”获得淄博市重大科技创新成果。2021年8月，公司被国家工信部评为专精特新“小巨人”企业。

图表48：公司研发支出及研发费用率情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表49：公司专利数量逐年增多

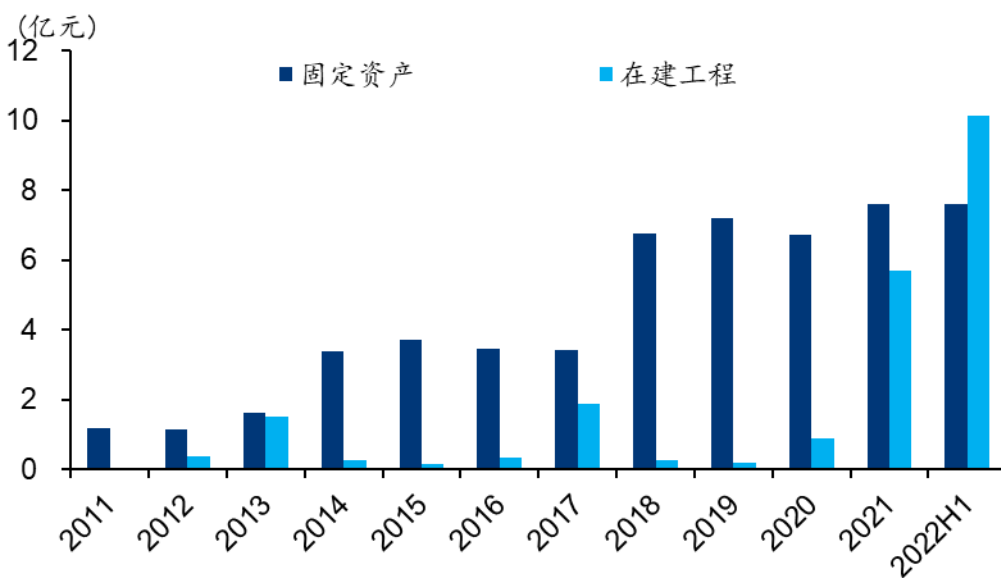


资料来源：Wind，国海证券研究所

3.2 多产品持续扩能，有望再造一个赫达

- ▶ 公司多产品持续扩能，有望再造一个赫达。公司目前在建项目丰富，将分别于2022-2023年迎来第一个集中投产期，包括4.1万吨/年纤维素醚项目、350亿粒/年纤维素植物胶囊项目，预计将新增4.1万吨/年纤维素醚、73亿粒植物胶囊，届时公司纤维素醚产能将达到7.5万吨/年，植物胶囊产能将达350亿粒/年。此外，今年4月发布的可转债募投项目，包含3万吨/年纤维素醚和150亿粒植物胶囊，打开公司长期成长空间。
- ▶ 从固定资产和在建工程的角度，目前公司在建工程高于固定资产。截止至2022H1，公司固定资产7.62亿元，在建工程10.15亿元，随着在建工程的建设完成转固，公司固定资产有望翻倍。

图表50：公司固定资产和在建工程情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表51：公司未来拟新建项目

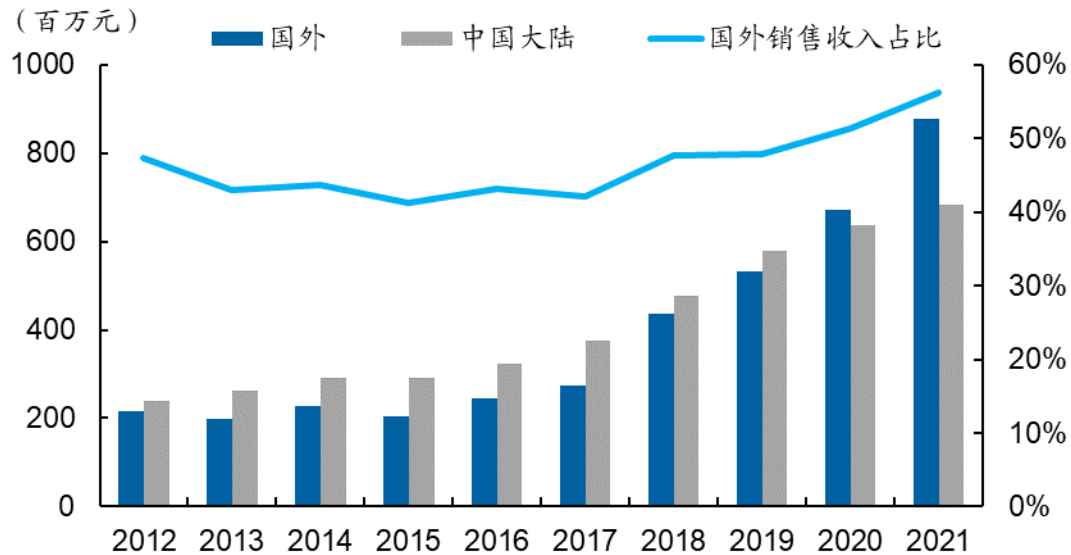
新建项目	投资金额 (亿元)	产能(吨)	预计投产时间
淄博赫达4.1万吨/年纤维素醚项目			
一期	9.96	31000	2022年
纤维素混合醚 (HEMC/HPMC)		20000	
羟丙基甲基纤维素醚 (HPMC)		10000	
乙基纤维素醚 (EC)		1000	
二期	3.24	10000	2023年
纤维素混合醚 (HEMC/HPMC)		10000	
350亿粒/年纤维素植物胶囊项目	3.05	350亿粒	已投产277亿粒，剩余73亿粒2023年投产
可转债募投项目			
淄博赫达30000t/a纤维素醚项目	9.16	30000	2024-2025年
赫尔希年产150亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目	1.82	150亿粒	2024-2025年

资料来源：Wind，国海证券研究所

3.3 客户资源优质，新增产能订单获取无忧

- 纤维素醚产品具备了较强的市场竞争力，赢得国内外市场大客户的认可。这些客户对纤维素醚供应商技术研发、产品质量要求较高。比如建材领域的客户意大利马贝、法国圣戈班、德国可耐福公司以及国内的东方雨虹、三棵树，医药领域的印度 IRIS INGREDIENTS、美国 KERRY BIOSCIENCE、国内的正大天晴，这些客户在下游行业中的市占率较高，通过供应商认证后能够保证稳定、大量的产品采购需求，我们认为优质的下游客户资源，有利于公司释放新产能时快速获取订单。
- 目前公司产品已稳定销往德国、法国、意大利等70多个国家和地区，实现国内外市场均衡发展。近两年来，公司不断开拓海外市场，海外销售收入占比提升，2021年，公司实现海外销售收入8.77亿元，占总营收的56%。

图表52：公司海外销售收入占比不断提升



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表53：公司下游主要客户

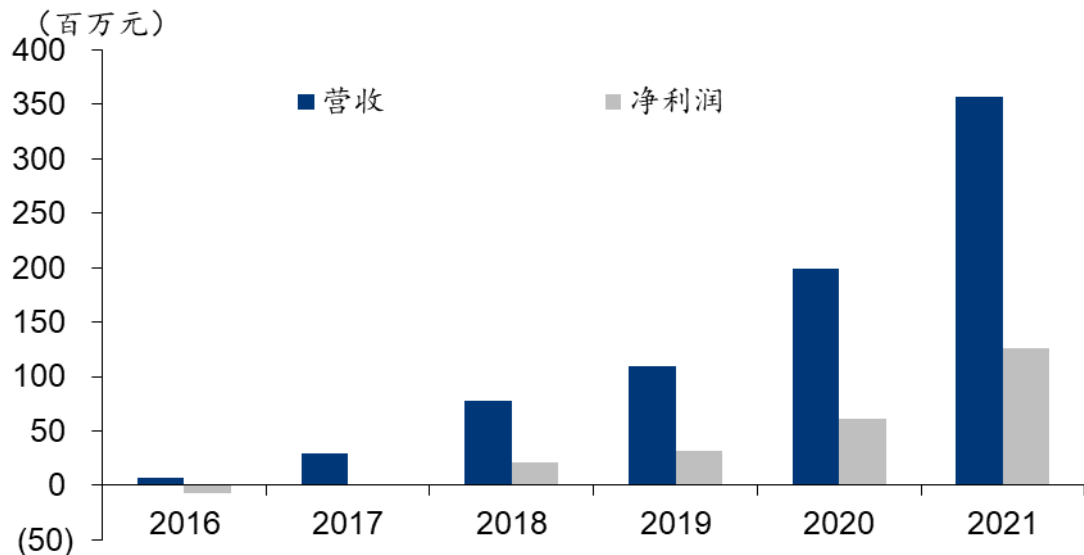


资料来源：各公司官网，国海证券研究所

3.4 植物胶囊一体化优势明显，赫尔希持续为公司带来业绩增量

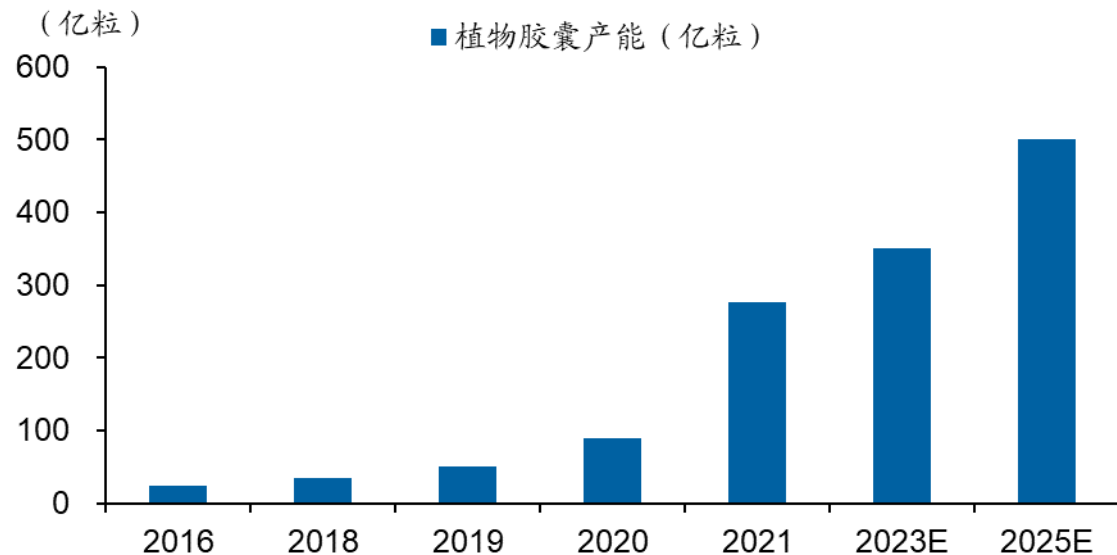
- ▶ 公司不断向下游突破，实现从医药级纤维素醚到植物胶囊的全产业链布局，成本优势明显。公司是国内唯一一家实现上游医药级纤维素醚自给的植物胶囊生产企业，医药级HPMC是生产HPMC植物胶囊的最主要的原料，占HPMC植物胶囊生产原料的99%以上。相较于其他植物胶囊企业，一体化生产模式具有明显的成本优势和原料质量保障优势。
- ▶ 随着植物胶囊产能不断扩大释放，以及技术改造带来提质增效，赫尔希营收和净利润实现快速增长。全资子公司赫尔希负责植物胶囊研发、生产与销售，2021年，营收和净利润分别为3.56亿元、1.26亿元，同比分别+78.6%、105.1%。截止至公司2021年年报，植物胶囊产能277亿粒，预计2023年将达到350亿粒，2025年将达到500亿粒，持续为公司带来业绩增量。

图表54：子公司赫尔希营收和净利润持续高增



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表55：公司植物胶囊产能不断释放



资料来源：Wind，国海证券研究所

3.5 切入植物肉新领域，培育新的业绩增长点

- 与高起成立米特加，布局植物肉新领域。设立之初，公司对米特加持股30%。2021年8月，为提升米特加平台价值和市场开拓能力，米特加通过增资扩股引入番茄资本，番茄资本是中国第一支专注于餐饮品牌和餐饮供应链的专业化投资机构，有望带动相关产业与社会资源推进米特加快速发展。在此轮增资中，公司对米特加的持股提升至32.1%。
- 据公司公告，米特加700吨植物肉中试项目于2021年8月进行试生产，且米特加（淄博）生产基地10万吨植物肉项目已开工。中试项目包括植物肉糜、植物肉饼、植物肉丸、植物牛肉粒、植物鸡块等在内的数十种植物基产品。2022年5月9日，米特加（淄博）植物基肉制品生产基地开工。据米特加官方微信公众号，该项目总投资15亿元，占地面积210亩，分两期建设，一期占地100亩、二期及后续占地110亩，建成后植物肉年产能达到10万吨，将成为全国最大的植物肉生产基地。

图表56：米特加中试车间破土动工



资料来源：米特加官网

图表57：米特加（淄博）植物基肉制品生产基地项目开工



资料来源：米特加官方微信公众号

- 一、国内纤维素醚龙头，业绩进入高速增长期
- 二、纤维素醚应用广，植物胶囊、人造肉带来新增长点
- 三、公司实现全产业链布局，多产品扩能有望再造一个赫达
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

- **盈利预测和投资评级：**公司进入快速增长阶段，纤维素醚、植物胶囊新建项目集中于2022-2023年投产释放效益，公司将进入业绩收获期。我们看好公司产业链一体化带来的竞争优势，以及多产品扩能带来的长期成长。基于公司历史业绩及未来发展规划，我们下调公司盈利预测，预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为4.59/6.40/8.41亿元，对应PE为29、21、16倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**上游原材料价格波动风险，产品价格下跌风险，下游终端房地产、医药、食品行业需求不及预期，新建项目产能建设及投产进度低于预期，新冠疫情蔓延影响开工、物流及下游需求。

图表58：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1560.49	1951.05	2582.18	3285.73
增长率(%)	19.22	25.03	32.35	27.25
归母净利润（百万元）	329.54	458.70	640.30	841.10
增长率(%)	30.65	39.20	39.59	31.36
摊薄每股收益（元）	0.97	1.34	1.87	2.46
ROE(%)	21.28	22.86	24.19	24.11
P/E	40.67	29.46	21.11	16.07
P/B	8.73	6.73	5.11	3.87
P/S	8.66	6.93	5.23	4.11
EV/EBITDA	28.96	24.43	16.89	12.79

资料来源：wind，国海证券研究所

- 一、国内纤维素醚龙头，业绩进入高速增长期
- 二、纤维素醚应用广，植物胶囊、人造肉带来新增长点
- 三、公司实现全产业链布局，多产品扩能有望再造一个赫达
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

- 上游原材料价格波动风险
- 产品价格下跌风险
- 下游终端房地产、医药、食品行业需求不及预期
- 新建项目产能建设及投产进度低于预期
- 新冠疫情蔓延影响开工、物流及下游需求

山东赫达盈利预测表

证券代码： 002810.SZ

股价： 38.76

投资评级： 买入

日期： 2022/08/18

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)					每股指标与估值				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	168	56	226	551	营业收入	1560	1951	2582	3286	每股指标				
应收款项	302	355	485	608	营业成本	990	1229	1585	1991	EPS	0.97	1.34	1.87	2.46
存货净额	232	226	331	391	营业税金及附加	11	20	24	28	BVPS	4.52	5.86	7.73	10.18
其他流动资产	108	162	173	224	销售费用	20	21	26	33	估值				
流动资产合计	810	798	1215	1773	管理费用	86	115	152	187	P/E	63.5	29.5	21.1	16.1
固定资产	761	1100	1483	1838	财务费用	10	4	9	8	P/B	13.6	6.7	5.1	3.9
在建工程	694	670	741	744	其他费用/(-收入)	71	82	108	135	P/S	8.7	6.9	5.2	4.1
无形资产及其他	352	406	468	526	营业利润	377	530	736	967	财务指标				
长期股权投资	19	28	29	34	营业外净收支	0	0	0	0	2021A	2022E	2023E	2024E	
资产总计	2636	3001	3936	4915	利润总额	377	530	736	967	盈利能力				
短期借款	195	50	20	10	所得税费用	47	71	96	126	ROE	21%	23%	24%	24%
应付款项	509	430	685	778	净利润	330	459	640	841	毛利率	37%	37%	39%	39%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	期间费率	7%	7%	7%	7%
其他流动负债	138	169	219	273	归属于母公司净利润	330	459	640	841	销售净利率	21%	24%	25%	26%
流动负债合计	842	648	924	1062	现金流量表 (百万元)					成长能力				
长期借款及应付债券	182	282	302	302	经营活动现金流	456	367	790	853	收入增长率	19%	25%	32%	27%
其他长期负债	63	63	63	63	净利润	330	459	640	841	利润增长率	31%	39%	40%	31%
长期负债合计	245	345	365	365	少数股东权益	0	0	0	0	营运能力				
负债合计	1087	994	1289	1427	折旧摊销	93	80	120	126	总资产周转率	0.59	0.65	0.66	0.67
股本	343	343	343	343	公允价值变动	-1	0	0	0	应收账款周转率	5.23	5.58	5.40	5.49
股东权益	1548	2007	2647	3488	营运资金变动	23	-149	58	-84	存货周转率	6.73	8.65	7.80	8.41
负债和股东权益总计	2636	3001	3936	4915	投资活动现金流	-723	-417	-591	-500	偿债能力				
					资本支出	-699	-438	-624	-531	资产负债率	41%	33%	33%	29%
					长期投资	-19	-14	-9	-11	流动比	0.96	1.23	1.32	1.67
					其他	-5	35	41	43	速动比	0.66	0.85	0.92	1.26
					筹资活动现金流	178	-63	-29	-29					
					债务融资	196	-45	-10	-10					
					权益融资	27	0	0	0					
					其它	-45	-18	-19	-19					
					现金净增加额	-93	-112	170	325					

化工小组名称

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

刘 学，宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理，5年化工期货研究经验。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

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

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597