

信用评级公告

联合〔2022〕7970号

联合资信评估股份有限公司通过对山东赫达集团股份有限公司及其拟发行的公开发行人可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定山东赫达集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，山东赫达集团股份有限公司公开发行人可转换公司债券信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年九月七日

山东赫达集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁻本次债券信用等级：AA⁻

评级展望：稳定

债项概况：

本次债券发行规模：不超过6.00亿元(含6.00亿元)

本次债券期限：6年

转股期限：自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转换成公司股票的可转换公司债券本金并支付最后一年利息

募集资金用途：淄博赫达30000t/a纤维素醚项目；赫尔希年产150亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目；补充流动资金项目

评级观点

山东赫达集团股份有限公司（以下简称“公司”）从事纤维素醚和植物胶囊的研发、生产和销售，在行业地位、技术研发与客户关系等方面具备竞争优势，盈利情况良好。2019—2021年，公司营业总收入与利润总额持续增长，综合毛利率维持在较高水平。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来存在一定新增产能消化压力、存在较大筹资压力、货币资金受限程度高且对短期债务覆盖程度低等因素可能对公司信用水平产生不利影响。

本次债券的发行对公司债务结构影响很大，发行后公司债务负担将显著上升，但债务结构将有所优化。公司现金类资产和现金流入对本次债券保障能力一般。

未来，随着在建产能投产，产品结构优化，公司盈利水平有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA⁻，本次债券信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

评级时间：2022年9月7日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

优势

- 行业地位与技术研发优势。**截至2021年末，公司为国内纤维素醚行业领先企业。公司拥有植物胶囊专用HPMC等二十余项医药食品级纤维素醚技术品种，有利于产品结构优化并维持较高毛利率；公司具备先进的生产设备与全流程自动化控制系统，有利于保持产品质量稳定。
- 客户关系持久稳健。**公司与客户维持了较为稳定的合作关系，使得公司能在原材料上涨背景下更好转移产品成本，并在下游建材行业周期波动的情况下保持较为稳定的收入。
- 盈利情况良好。**2019—2021年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长18.42%；利润总额持续增长，年均复合增长43.91%；公司综合毛利率分别为33.49%、36.76%和36.55%，维持在较高水平。

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa-
个体信用等级				aa-
评级结果				AA-

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：蒲雅修 杨恒

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **存在一定新增产能消化压力。**公司当前重要在建项目投产后，纤维素醚难产能预计将由 2021 年的 3.4 万吨/年提升至 7.5 万吨/年，植物胶囊年产能预计将由 2021 年的 277 亿粒/年提升至 500 亿粒/年。2021 年，公司纤维素醚与植物胶囊销量分别为 3.52 万吨和 141.53 亿粒，未来或将存在一定产能消化压力。
2. **公司未来存在一定资本支出压力。**截至 2021 年末，公司重要在建项目尚需投资 12.12 亿元，资金来源为公司自筹；拟建项目尚需投资 10.98 亿元，其中 4.70 亿元使用本次债券募集资金。
3. **应收账款增长较快，关联交易规模较大。**2021 年及 2022 年 1-6 月，公司期末应收账款较期初分别增长 36.05% 和 56.07%，同期收入分别增长 19.22% 和 20.54%；公司关联交易占公司营业总收入的比重从 15.60% 增至 25.39%；期末应收账款中关联方欠款占比较高。
4. **货币资金受限程度高，存在短期偿债压力。**截至 2021 年末，公司货币资金 1.66 亿元，其中受限资金 0.67 亿元，占 40.65%。受短期债务大幅上升影响，截至 2022 年 6 月末，公司现金短期债务比为 0.45 倍。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
现金类资产（亿元）	2.58	3.24	1.88	1.74
资产总额（亿元）	14.82	16.90	26.36	30.97
所有者权益（亿元）	9.34	12.03	15.48	17.79
短期债务（亿元）	1.57	1.56	4.39	3.85
长期债务（亿元）	1.34	0.54	1.83	3.08
全部债务（亿元）	2.91	2.10	6.23	6.93
营业收入（亿元）	11.13	13.09	15.60	9.07
利润总额（亿元）	1.82	2.94	3.77	2.60
EBITDA（亿元）	2.75	3.90	4.70	--
经营性净现金流（亿元）	2.10	3.87	4.56	1.24
营业利润率（%）	32.60	35.76	35.82	36.59
净资产收益率（%）	17.35	21.17	21.28	--
资产负债率（%）	36.98	28.78	41.26	42.55
全部债务资本化比率（%）	23.76	14.84	28.68	28.04
流动比率（%）	158.96	171.11	96.21	99.79
经营现金流动负债比（%）	53.09	98.40	54.09	--
现金短期债务比（倍）	1.64	2.07	0.43	0.45
EBITDA 利息倍数（倍）	20.56	40.26	179.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.06	0.54	1.33	--

公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
资产总额（亿元）	13.59	14.80	19.47	21.55
所有者权益（亿元）	8.69	11.21	13.48	14.88
全部债务（亿元）	2.72	1.57	3.38	2.95
营业收入（亿元）	8.99	10.48	12.64	7.69
利润总额（亿元）	1.00	1.94	2.41	1.56
资产负债率（%）	36.09	24.24	30.74	30.93
全部债务资本化比率（%）	23.87	12.26	20.05	16.55
流动比率（%）	189.38	222.51	166.35	179.48
经营现金流动负债比（%）	46.50	91.35	57.40	--

注：1. 2022 年半年度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

主体评级历史：无

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山东赫达集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

山东赫达集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

一、主体概况

山东赫达集团股份有限公司（以下简称“公司”或“山东赫达”）成立于 1992 年 12 月，前身为淄博赫达股份有限公司，初始注册资本为 479.44 万元。2016 年 8 月，公司于深圳证券交易所上市，股票简称“山东赫达”，股票代码为“002810.SZ”，总股本增加至 9556.00 万股。后历经转增、回购、增发股份，截至 2022 年 6 月末，公司总股本为 3.43 亿股，毕心德为公司第一大股东，直接持有公司 26.76% 的股份；公司实际控制人为毕心德、毕于东、毕文娟，合计持有公司 40.53% 的股份。上述三位实际控制人为直系亲属关系，通过《一致行动协议》保持一致行动关系。截至 2022 年 6 月末，毕于东质押公司股份 200.00 万股，占公司总股本的 0.58%，占其所持股份的 7.52%；其他实际控制人所持公司股份不存在质押情况。

公司主要从事纤维素醚和植物胶囊的研发、生产和销售，同时也从事少量石磨设备及化工业务。截至 2021 年末，公司拥有员工 1449 人。截至 2022 年 6 月末，公司内设纤维素醚事业部、化工设备事业部等部门（详见附件 1-2）。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 26.36 亿元，所有者权益 15.48 亿元（全部为归属母公司所有者权益）；2021 年，公司实现营业总收入 15.60 亿元，利润总额 3.77 亿元。

截至 2022 年 6 月末，公司合并资产总额 30.97 亿元，所有者权益 17.79 亿元（全部为归属母公司所有者权益）；2022 年 1—6 月，公司实现营业总收入 9.07 亿元，利润总额 2.60 亿元。

公司注册地址：山东省淄博市周村区赫达路 999 号；法定代表人：毕于东。

二、本次债券概况

1. 本次债券相关条款

本次债券名称为“山东赫达集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模不超过 6.00 亿元（含 6.00 亿元），存续期为自发行之日起六年。本次债券每张面值为人民币 100.00 元，采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转换成公司股票的可转换公司债券本金和最后一年利息。本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

本次债券无担保。

（1）转股条款

初始转股价格的确定依据

本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方法及计算公式

在本次发行之后，若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次债券转股而增加的股本，下同）、配股以及派发现金股利等情况，则转股价格相应调整。具体的转股价格调整公式如下：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

转股价格向下修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。股东大会进行表决时，持有本次债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于上述股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或本次债券未转股余额不足人民币3000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次债券最后两个计息年度内，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。

最后两个计息年度本次债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若本次债券募集资金的使用与发行人在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次债券持有人享有一次回售的权利。本次债券持有人有权将其持有的本次债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。本次债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后将主要用于产能建设和补充流动资金。

本次债券拟募投项目共两个，均为产能建设项目；项目总投资 10.98 亿元，其中拟投入募集资金 4.70 亿元。本次债券拟补充公司流动资金 1.30 亿元。

“淄博赫达 30000t/a 纤维素醚项目”，拟通过在淄博市高青县新建厂房，建设纤维素混合醚生产线和羟丙基甲基纤维素醚生产线。项目建成后，将提升公司纤维素醚生产能力。本项目内部收益率（税后）为 17.86%，静态投资回收期（税后）为 6.50 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”，拟通过购置先进生产设备扩大公司植物胶囊的生产规模，提高生产效率。本项目建设期为两年，内部收益率（税后）为 55.05%，静态投资回收期（税后）为 3.36 年。

表1 本次债券募投项目（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金
淄博赫达 30000t/a 纤维素醚项目	9.16	3.20
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	1.50
补充流动资金	1.30	1.30
合计	12.27	6.00

资料来源：公司提供

除补充流动资金外，本次债券募投项目总投资为 10.98 亿元，拟使用募集资金 4.70 亿元，公司还需自筹 6.28 亿元。2021 年，公司利润总额、EBITDA 与经营活动现金净流入分别为 3.77 亿元、4.70 亿元与 4.56 亿元，对拟

投资支出覆盖程度较低。截至 2022 年 6 月末，公司现金类资产 1.74 亿元。综合考虑，公司未来存在一定资本支出压力。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

制造业投资 (%)	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同

期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，

较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

四、行业分析

公司主营业务属于化工原料行业，产业链上游原材料主要为精制棉、棉浆粕、木浆等大宗商品和氯甲烷、环氧丙烷、液碱等化学品；下游客户所处行业主要为建材、食品、医药、日化等制造企业。

1. 行业概况

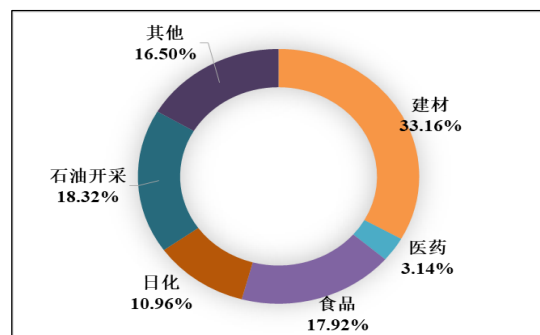
纤维素醚可作为添加剂或辅料广泛应用于建材、医药、食品、日化、石油开采等行业，其中建材类产品需求量最大。目前，中国纤维素醚市场仍处于增长阶段。

纤维素醚（Cellulose ether）是以天然纤维素为原料，经过一系列化学反应制成的高分子化合物。相较棉花中的天然纤维素，纤维素醚具有较强亲水性，具有溶液增稠、保水、黏合、成膜、稳定悬浮液等特性。纤维素醚可作为添加剂广泛应用于建材、食品、医药、日化、石油开采等诸多领域，具有单位用量少、改性效果强、环境友好等特点。此外，纤维素醚还可作为药用辅料生产缓控释制剂、植物胶囊、片剂包衣等。

按化学结构不同，纤维素醚可分为离子型、非离子型与混合型，并根据其分子上的取代基命名。以羟丙基甲基纤维素醚（HPMC）为例，H、P、M 和 C 分别代表羟基、丙基、甲基和纤维素醚；工业上应用较多的纤维素醚主要为 HPMC、CMC、HPC、HEC、MC、EC 等。按应用领域不同，纤维素醚可分为建材级、医药级、食品级和日化级等。通常，医药级和食品级产品的生产技术与附加值高于建材级和工业级产品，在价格上体现为：医药级>食品级>日化级>建材级。

在全球范围内，由于建筑工程领域的总投资规模大、市场范围广，建材级纤维素醚的市场需求量远大于其他领域对纤维素醚的需求量。医药级纤维素醚在发达国家应用技术成熟，受医药监管政策、制造成本、消费者接受度等因素影响，医药级纤维素醚在中国应用程度仍较低。

图1 2020年中国纤维素醚市场需求分布



资料来源：华经产业研究院

中国纤维素醚市场仍处于增长阶段，2019—2020 年每年产量在 45~50 万吨之间，2021 年在 55~60 万吨之间。研究机构 QYResearch 预测，2025 年中国纤维素醚市场容量将达到 65.28

万吨。根据 Markets and Markets 数据，全球纤维素醚及衍生品市场规模预计将从 2021 年的 57 亿美元增长到 2026 年的 87 亿美元，年均复合增长率达 9.4%。

表3 部分常见纤维素醚价格区间（单位：万元/吨）

应用领域	具体用途	羟丙基甲基 (HPMC)	羧甲基 (CMC)	羟丙基 (HPC)	羟乙基 (HEC)	乙基 (EC)
建材	砂浆（砌筑、外墙保温、瓷砖粘接、自流平砂浆、石膏砂浆）、乳胶漆、PVC、陶瓷添加剂	1.2~2.5	0.6~1	--	3.2~6	--
食品	甜点、调味料、饮料、烘焙食品、挤压食品添加剂	6.5~7.5	2~3	5.5~7.2	--	--
医疗	缓释制剂、植物胶囊、片剂包衣、助悬剂、片剂粘合剂、片剂崩解剂	19~30	5~9.5	22~26	--	16~25
日化	面膜、洗液、洗发水、防护霜添加剂	1.8~2.5	3~3.5	18~20	5~9.5	--
石油开采	石油、天然气的钻探、掘井等工程中所用的泥浆添加剂	--	0.6~1	--	--	--

注：1. “--”代表未找到相关货源；2. 价格区间为多数商品主流价格，不排除部分商品价格在区间之外的情况
资料来源：公司招股说明书、阿里巴巴 1688.com，联合资信整理

2. 行业竞争

纤维素醚低端市场竞争充分，高端市场存在技术壁垒。行业内大型企业具备规模优势和较强议价能力；小型企业数量众多，同时面临成本波动与监管风险。

纤维素醚行业低端市场进入壁垒不高。制造纤维素醚所需的棉浆粕等原材料相对易得，化学反应原理相对简单，生产设备主要为反应釜、离心机、干燥粉碎机等常见化工设备，技术壁垒较低。经测算，每吨建材级纤维素醚产能的固定资产投资约为3万元，行业资金壁垒一般。目前，非离子型纤维素醚市场处于充分竞争状态。

高端纤维素醚市场存在技术壁垒。领先企业经过长期技术沉淀与学习，能够提供性能参数更为优异、质量更为稳定的产品。同时，领先企业利用产品差异化优势与下游优质客户建立了稳定合作关系，行业新进入者需要较高前期研发投入与销售成本才能获得优质客户认可。长期以来，美国陶氏化学、日本信越化学、美国赫克力士/亚什兰、韩国乐天等跨国企业是纤维素醚高端市场的最主要供应商，主要销售市场在欧美及日本等发达地区。由于食品级、医药级

纤维素醚在中国的市场很小，中国纤维素醚进口量占国内市场消费总量比例很低。

中国境内产能较大的非离子型纤维素醚生产商包括山东赫达、北方天普纤维素有限公司、山东瑞泰化工（集团）有限公司、山东天盛纤维素股份有限公司、山东一滕新材料股份有限公司、上海惠广精细化工有限公司、美信佳中维药业股份有限公司、湖州展望药业有限公司、上虞市创峰化工有限公司等。这些规模较大的企业非离子型纤维素醚总产能超过全国总产能的50%。大型企业具备技术研发与客户资源优势，与上下游关系较为稳定，对下游议价能力较强。近年来，山东赫达、湖州展望、山东瑞泰等中国本土企业先后进入医药级纤维素醚市场，并在国内占有一定份额。

中国年产能能在4000吨以下的小型纤维素醚企业众多，大部分生产普通型号的建材级纤维素醚。小型企业下游客户多为为小型建材加工商，在房地产行业景气度下行情况下抗风险能力较弱，上下游关系稳定性较差。当原材料出现大幅波动，小型企业或因价格竞争而将无法将成本压力及时传导至下游。此外，小型企业由于资金实力不足，环保投入较低。随着环保政策趋

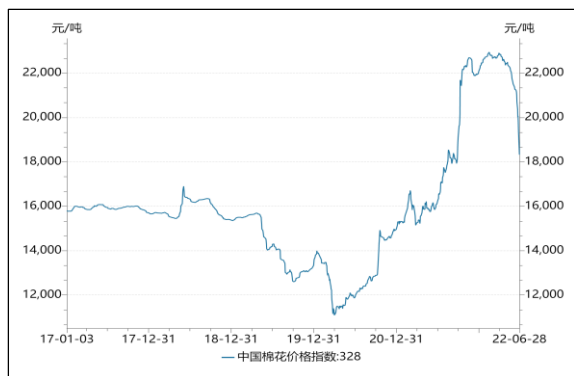
严，执法力度加大，小型企业可能因无法满足环保要求而减产或关停。

3. 上下游行业

纤维素醚上游为大宗商品和常见化学品，行业内企业对上游供应商的议价能力有限。纤维素醚下游涵盖建材、食品、医药等领域，行业内实力较强的客户对价格敏感度较低。

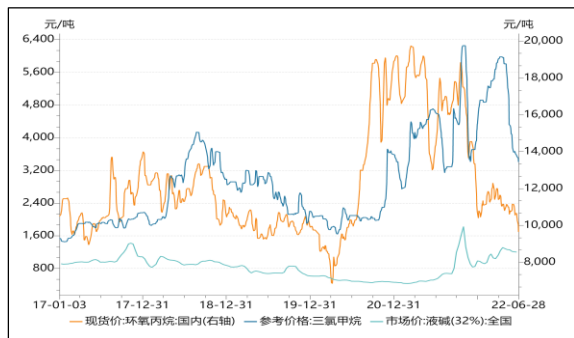
纤维素醚的上游主要为精制棉、棉浆粕、木浆等大宗商品和氯甲烷、环氧丙烷、液碱等常见化学品，价格波动不受单一供应商控制，纤维素醚制造企业对上游的议价能力有限。棉花价格对精制棉、棉浆粕的价格影响较大；2020年以来棉花价格持续上涨，2022年二季度以来出现回落迹象。化学品价格2020年以来持续上涨，2022年以来，部分化学品价格显著回落，部分化学品价格仍在高位波动。原材料价格波动对行业内企业的影响与其自身成本控制能力和对下游的议价能力相关。

图2 2017年以来棉花价格走势



资料来源：Wind

图3 2017年以来环氧丙烷、三氯甲烷和液碱价格走势



资料来源：Wind

纤维素醚主要作为添加剂和辅料使用，下游主要为建材、食品、医药、日化以及石油开采行业。以建材级产品为例，生产1吨砂浆中通常需要1~3kg纤维素醚。由于纤维素醚用量相对少，占下游企业总成本比重低，优质下游企业对其价格的敏感度也较低。当原材料价格波动时，产品质量好、客户实力强、客户关系稳定的纤维素醚生产商能够将原材料成本及时传导至下游；而产品同质化严重、客户关系不稳定的生产商利润则易被压缩。

建材级纤维素醚主要用于砂浆、乳胶漆、PVC、陶瓷添加剂，下游市场景气度与房地产行业景气度相关。2021年初，国内热点区域房地产迎来小规模复苏，长三角部分城市出现抢房现象。2021年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府对按揭贷款管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；房企新开工意愿普遍下降。2021年，全国房地产开发投资14.76万亿元，同比增长4.4%，增速较2020年下降2.6个百分点，除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长；全国土地购置面积2.16亿平方米，同比下降15.5%；全年房地产开发到位资金合计20.11万亿元，同比增长4.2%，增速较2020年下滑3.4个百分点；全年房地产新开工面积19.89亿平方米，同比下降11.4%；全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点。

食品级纤维素醚主要用于烘焙食品、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。医药级纤维素醚可用作植物胶囊、缓控释制剂等领域。植物胶囊的主要消费地为欧美和伊斯兰地区，价格（大于200元/万粒）远高于动物明胶胶囊（100~150元/万粒）。目前，中国对HPMC植物胶囊准入政策尚不明确，HPMC植物胶囊在中国境内使用率仍很低。缓释制剂可实现药效缓慢释放的作用，控释制剂实现控制药效释放时间及剂量的作用。控释制剂专用HPMC的核心生产技术长期掌握

在少数国际知名企业手中。

4. 行业政策

对于纤维素醚行业，地产政策可能影响建材级产品需求和企业应收款回收；医药政策影响纤维素醚在仿制药市场的推广；环保政策趋严可能导致纤维素醚市场集中度进一步上升。

与纤维素醚制造相关的政策涵盖地产、医药、环保等多个领域。

地产领域，2021年以来，地产政策调控不断升级，监管部门严查经营贷流入楼市。2021年末以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善。房地产行业景气度下行、地产企业信用违约可能影响建材市场需求及建材企业应收账款回收，进而可能增加纤维素醚生产企业的应收账款回款风险。

医药领域，仿制药一致性评价政策要求仿制药的四条溶出曲线与原研药保持一致。由于植物胶囊与明胶胶囊对药物的溶出度不同，对于原研药品种采用明胶胶囊的情况，仿制药更换为植物胶囊后，保持溶出曲线一致的难度较大。受此影响，植物胶囊在中国仿制药市场的拓展存在一定难度，未来更可能在原研药市场取得突破。

环保方面，环保政策日趋严格，对纤维素醚生产过程的环保技术及投入提出了更加严格的要求。高标准的环保措施增加了企业生产成本，也形成了较高资金门槛，无法满足环保要求的企业将很可能因监管处罚逐步减产或关停。行业内资金实力强、环保投入大的企业有望填补减产停产企业留出的市场需求，纤维素醚市场集中度可能进一步上升。

表4 纤维素醚及下游行业相关政策

发布时间	相关政策/文件	发布单位/会议	政策要点
2017年12月	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	国家药品监督管理局药品审评中心	开展仿制药一致性评价，保障仿制药在质量和疗效上与原研药一致，在临床上实现与原研药相互替代。
2020年7月	《石化和化工行业“十四五”规划指南》	六部联合印发	在“十四五”期间，行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享发展理念，坚持节约资源、保护环境为基本国策
2021年3月	《中国银保监会办公厅住房和城乡建设部办公厅中国人民银行办公厅关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	银保监会、住建部和央行	全面经营贷监管，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年12月	--	中央经济工作会议	坚持“房住不炒”定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设

资料来源：联合资信根据公开信息整理

5. 行业发展

未来，全球化与结构升级将是中国纤维素醚市场发展的主要趋势，行业将呈现强者恒强的竞争格局。

目前，中国建材级纤维素醚市场竞争激烈、利润空间较为有限；食品和医药级纤维素醚应用范围仍较小，纤维素醚产品在供给侧与需求侧的推广还需一定时间。

随着行业竞争加剧，具备技术、资质、资金、人才、规模等综合优势的大企业有望获得更多

市场份额。缺乏技术创新、服务能力和独特商业应用模式的企业将被逐步淘汰，竞争实力较弱的中小企业数量将大幅减少，行业将呈现强者恒强的竞争格局。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年6月末，公司总股本为3.43亿股，毕心德为公司第一大股东，直接持有公司26.76%

的股份；公司实际控制人为毕心德、毕于东、毕文娟，合计持有公司40.53%的股份。上述三位实际控制人为直系亲属关系，通过《一致行动协议》保持一致行动关系。截至2022年6月末，毕于东质押公司股份200.00万股，占公司总股本的0.58%，占其所持股份的7.52%；其他实际控制人所持公司股份不存在质押情况。

2. 企业规模和竞争力

公司为国内纤维素醚行业领先企业，在技术研发与客户资源等方面具备竞争优势，毛利率显著高于化工原材料行业平均水平。

公司主要从事纤维素醚和植物胶囊的研发、生产与销售，属于化工原料行业。公司为国内纤维素醚行业领先企业。得益于技术研发与客户资源优势，2019年以来，公司综合毛利率保持在35%左右，显著高于Wind化工原料行业上市公司平均水平（25%左右）。

公司的技术研发优势主要体现在产品种类、专利水平与质量控制方面。2016年6月，公司缓控释专用HPMC获得国家发明专利，该产品填补了国内相关领域空白。此外，公司拥有植物胶囊专用HPMC、羟乙基长链疏水性改性羧甲基醚、药用包衣辅料用HPMC、食品添加剂甲基纤维素、应用于硝苯地平缓释片的羟丙甲纤维素、滴眼液用羟丙甲纤维素等二十余项医药食品级纤维素醚技术品种。医药食品级纤维素醚技术难度大、附加值高，拥有此类产品供应能力有助于优化公司产品结构，提升盈利能力。未来，若中国医药食品级纤维素醚应用范围得以扩大，技术领先优势将有利于公司进一步拓展市场份额。公司具备先进的生产设备与全流程自动化控制系统，有助于保持产品质量稳定。截至2021年末，公司拥有“稀释剂直接分离回收的纤维素醚生产工艺”“纤维素混合醚气固法生产工艺”等纤维素醚领域专利技术，以及“崩解时限可控的羟丙甲纤维素空心硬胶囊”等植物胶囊领域专利。

公司主要客户为建材、医药等行业实力较强的大型企业，该类客户对纤维素醚产品质量

和供应商的交付能力要求较高，对产品价格敏感度相对较低。公司与客户维持了较为稳定的合作关系，使得公司能在原材料上涨背景下更好转移产品成本，并在下游建材行业周期波动的情况下保持较为稳定的收入和毛利率。

表5 公司部分主要客户

客户行业	客户名称/简称
建材行业	意大利马贝（Mapei）、法国圣戈班（Saint-Gobain）、德国可耐福公司（Knauf Gips KG）、德高（广州）建材有限公司、北京东方雨虹防水技术股份有限公司、福建三棵树、美国雷帝等
医药行业	印度 IRIS INGREDIENTS、美国 KERRY BIOSCIENCE、正大天晴药业集团股份有限公司、石家庄市华新药业有限责任公司、江苏德源股份有限公司、东北制药集团股份有限公司、浙江京新药业股份有限公司、齐鲁制药有限公司等

资料来源：公司年报

3. 人员素质

公司高级管理人员具备丰富的行业经验和企业管理经验；公司员工结构符合当前经营需要。

截至2021年末，公司董事7人，其中3名独立董事；高级管理人员6人，其中3人由董事兼任；监事3人。

公司董事长兼总经理毕于东先生，1981年生，本科学历，曾任公司外贸部经理、总经理助理、常务副总、董事会秘书、董事。

截至2021年末，公司员工以生产人员和技术人员为主，员工结构符合公司当前经营需要。

表6 截至2021年末公司员工情况（单位：人）

专业类别	员工数	教育程度	员工数
生产人员	1051	研究生及以上	18
销售人员	60	本科	222
技术人员	193	大专	411
财务人员	23	中专及以下	798
行政人员	122	--	--
合计	1449	合计	1449

资料来源：公司年报

此外，公司是中国较早进入纤维素醚行业的厂家之一，技术及销售方面人才储备较为丰富，且相关人员对国内外市场情况较为熟悉，有利于公司开发出贴近市场需求的产品。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91370300164367239P），截至2022年7月8日，公司无未结清的关注/不良/违约类贷款；公司已结清的贷款中有12笔关注类贷款，均已正常还款；自2019年以来，公司不存在已结清的关注/不良/违约类贷款。

截至2022年9月6日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依法建立了较为完善的法人治理结构及运作机制。

公司依照《公司法》等相关法律法规要求，建立了由股东大会、董事会及其专门委员会、监事会、高级管理人员以及独立董事、董事会秘书等组成的较为完善的法人治理结构及运作机制，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范、相互协调、相互制衡的公司治理体系。

股东大会是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划等事项。

董事会是公司的日常决策机构，下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和战略委员会四个专门委员会。董事会向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议，并做出决定或提交股东大会审议。公司设董事7人，其中独立董事3人。

监事会是公司的监督机构，负责对公司董事、高级管理人员的行为及公司的财务进行监督。公司设监事3人，其中职工代表监事1人，由职工代表大会选举产生。

公司设总经理1人，副总经理3人，财务总监1人，董事会秘书1人。公司总经理由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。

2. 管理水平

公司建立了较为规范的管理制度和内部控制制度。

公司根据《企业内部控制基本规范》及其配套指引的规定，结合公司自身具体情况建立了由董事会负责、管理层直接领导，覆盖各项业务活动的内控管理体系，内容涵盖治理结构、组织架构、人力资源、内部审计、信息与沟通、关联交易、担保业务、资产管理等多个领域，并根据公司业务发展需要及外部监管要求，公司持续完善内部控制管理体系及规范制度建设。

表7 截至2022年7月末公司已制定的管理制度

制度名称	
股东大会议事规则	信息披露管理制度
董事会议事规则	总经理工作细则
监事会议事规则	董事会秘书工作细则
独立董事制度	子公司管理制度
关联交易管理制度	内部审计管理制度
对外担保管理制度	董事会专门委员会实施细则
对外投资管理制度	重大事项内部报告制度
募集资金管理制度	内幕信息知情人登记制度
信息披露管理制度	投资者关系管理制度
股东大会议事规则	董事、监事、高级管理人员持有和买卖本公司股票管理制度

资料来源：公司提供

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，得益于下游需求增长，公司营业总收入稳健增长；得益于产品结构优化与海外销售占比上升，公司综合毛利率维持在较高水平。

公司主要从事纤维素醚和植物胶囊的研发、生产和销售，还从事少量石墨化工设备、双丙酮丙烯酰胺、原乙酸三甲酯业务。2019—2021年，得益于下游需求增长，公司营业总收入稳健增长。其中，纤维素醚收入持续增长，占营业总收入比重随其他板块收入的增加而下降；植物胶囊收入快速增长，占营业总收入比重快速上升；其他主营业务收入规模有所波动，占总收入比重呈下降趋势；其他业务收入规模很小，对总收

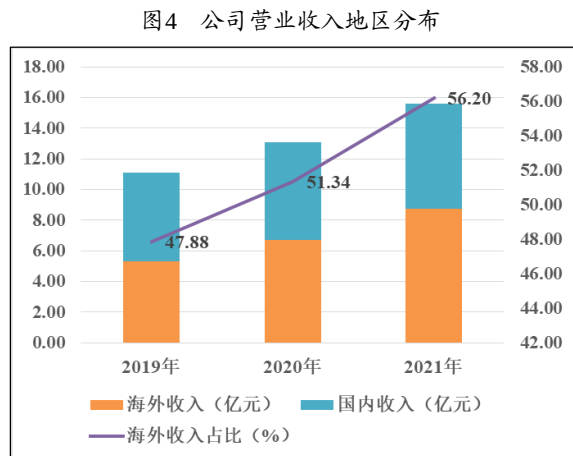
入影响不大。

表 8 2019—2021 年公司营业总收入、构成及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2021 年 收入同 比变化 (%)	三年收 入复合 变化 (%)
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)		
纤维素醚	7.65	68.77	28.16	8.99	68.72	32.26	9.76	62.53	32.28	8.49	12.92
植物胶囊	1.04	9.36	64.00	1.96	14.96	62.88	3.17	20.34	63.69	62.15	74.60
其他产品	2.41	21.69	36.95	2.12	16.21	31.32	2.64	16.93	19.24	24.55	4.63
其他业务	0.02	0.19	69.57	0.02	0.12	94.41	0.03	0.19	81.26	94.10	20.70
合计	11.13	100.00	33.49	13.09	100.00	36.76	15.60	100.00	36.55	19.22	18.42

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

分地区看，2019—2021年，公司海外业务收入快速增长，占营业总收入比重持续上升，并于2020年超过国内业务收入。海外业务毛利率整体高于国内业务，海外销售占比上升有利于公司提高毛利率水平。



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从毛利率看，2019—2021年，公司综合毛利率保持在较高水平；得益于纤维素醚产品结构优化、海外业务收入占比上升，公司纤维素醚毛利率持续上升；植物胶囊毛利率有所波动，其他主营业务毛利率持续下降。

2022年1—6月，公司实现营业总收入9.07亿元，同比增长20.54%；实现利润总额2.60亿元，同比增长22.67%。

2. 纤维素醚

公司纤维素醚产品覆盖建材、医药和食品领域，产品类型以HPMC为主，同时包含少量建

材级HEMC。战略上，公司采取多品类产品差异化路线，注重技术研发与产品质量，为下游客户提供高质量、高附加值产品。

表 9 公司纤维素醚产品用途

主要产品	主要用途
建材级 HPMC 为主 少量 HEMC	抹灰砂浆：包括普通水泥基抹灰砂浆，石膏基抹灰砂浆等； 特种砂浆：瓷砖胶粘剂，勾缝剂，装饰砂浆，保温粘接和抹面砂浆等； 找平材料：内外墙腻子，石膏以及水泥基自流平砂浆等； 涂料类：真石漆，内外墙乳胶漆等； 防水材料：JS 防水，渗透结晶防水砂浆等
医药级 HPMC	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
食品级 HPMC	可作为乳化剂、粘结剂、增稠剂和稳定剂

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 原材料采购

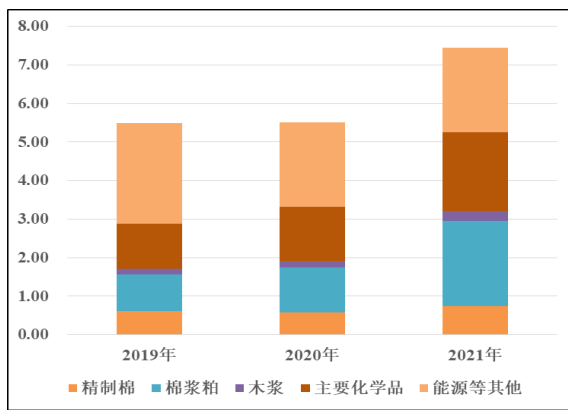
公司采购部门根据生产计划进行原材料采购。2021年以来，主要原材料价格大幅上涨，但尚未对纤维素醚产品毛利率产生显著影响。未来，若原材料价格仍大幅波动，公司将面临较大成本管理压力。

公司纤维素醚产品原材料主要为精制棉、棉浆粕、木浆与一些化学品，占营业成本比重约为65%。公司采购模式为以产定采，采购部门根据公司生产计划，结合不同产品原材料消耗量以及原材料价格走势预测，编制采购计划并进行采购。公司与主要原材料供应商保持稳定的合作关系，不同供应商给予公司不同账期，部分原材料需要预付货款。此外，公司与厂区附近的供热企业签署长期蒸汽供应合同，明确约定蒸

汽供应数量、计量方法和计价方式，并定期向供热企业支付价款。2019—2021年，公司应付账款周转率²分别为4.71次、6.00次和5.07次，对应平均账期在60~80天。

2019—2021年，除精制棉与木浆外，公司各类原材料采购量随产品产量的增加而增加；精制棉采购量持续下降，主要系公司根据客户需求改进生产配方，以棉浆粕代替精制棉所致；木浆采购量有所波动。

图5 原材料采购成本构成（单位：亿元）



资料来源：公司年报，联合资信整理

价格方面，2021年以来，公司多种主要原材料采购价格同比、环比均大幅上涨。其中，精制棉及棉浆粕价格上涨主要系棉短绒涨价所致；液碱价格上涨主要系国家“双控”“双限”政策使产品成本增加所致。应对原材料涨价，公司采取了产品提价、压缩制造费用等措施。2021年，公司主营业务原材料成本占营业成本比重为67.59%，同比上升5.63个百分点；制造费用占营业成本比重为14.05%，同比下降3.53个百分点。2022年1—6月，公司主营业务原材料成本占营业成本比重为70.39%，较2021年进一步上升。未来，若原材料价格仍大幅波动，公司将面临较大成本管理压力。

表10 公司主要原材料采购均价（单位：元/吨）

主要原材料	2019年	2020年	2021年 上半年	2021年 下半年
精制棉	7251.41	7361.57	7569.44	11527.04

² 应付账款周转率=营业成本/平均应付账款

棉浆粕	7595.52	7310.83	8287.26	12554.01
木浆	2552.89	4395.39	6809.42	7545.00
氯甲烷	2177.58	3001.17	2555.23	3510.29
环氧丙烷	8790.17	9818.76	15739.71	14134.59
液碱/粒碱	1375.66	885.25	721.33	1402.07

资料来源：公司提供，联合资信整理

集中度方面，2019—2021年，公司向前五名供应商采购额占年度采购总额的比例分别为28.32%、38.95%和47.52%，采购集中度持续上升。2021年，公司采购集中度有所上升，主要系向棉浆粕与环氧丙烷的供应商采购额占比提升所致。

（2）生产与销售

公司根据产能、销售计划与订单制定纤维素醚生产计划，销售模式以直销为主。2019—2021年，公司纤维素醚产能不变，产销量均持续增长，产能利用率持续攀升，销售价格有所增长；公司关联交易占比上升较快，关联方应收账款占应收账款总额比重较大。

生产模式方面，公司根据纤维素醚产能、销售计划和订单编制年度、半年、季度和月度生产计划，并依据年度生产计划和市场变化情况调整月度生产计划。对于大单订货类产品，公司采用不间断生产方式，并以自动化系统控制生产，保证了不同批次产品质量的稳定性。公司的建材级和医药食品级产品分别在独立装置生产。公司医药级纤维素醚按照GMP标准生产；食品级纤维素醚生产按照食品卫生相关规定执行。为满足国内外客户订单需求，公司基于自身品牌优势和客户资源优势，也存在向其他厂家采购建材级纤维素醚成品及其他化工产品用于销售的情况。

2019—2021年，公司纤维素醚期末产能不变，产销量均持续增长，产能利用率持续增长。截至2021年末，公司纤维素醚产能中，建材级产品为3万吨/年，其他级产品为0.4万吨/年。2021年，纤维素醚产销率同比有所下降。

表 11 2019 - 2021 年公司纤维素醚产销情况
(单位: 万吨、%、万元/吨)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
期末产能	3.40	3.40	3.40
产量	2.93	3.48	3.82
销量	2.91	3.42	3.52
产能利用率	86.27	102.30	112.23
产销率	99.34	98.31	92.29
销售均价	2.63	2.56	2.77

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

公司销售模式以直销为主, 根据客户订单收取货款并安排发货, 客户订单明确购买数量、价格、付款方式和发货等内容。公司建立了海外合资公司进行出口销售, 主要包括联营企业SD HEAD USA, LLC (以下简称“赫达美国公司”)、合营企业HEAD SOLUTIONS, S.L. (以下简称“赫达西班牙公司”)等, 并通过参加展会、向客户推介寄样等方式取得国外客户订单。

定价方面, 公司营销中心、财务部门根据市场价格和生产成本等情况讨论确定产品售价。当产品售价需要调整时, 由营销中心协调财务部门和其他部门讨论决定。根据惯例, 公司通常在年末或年初与海外主要客户商定下一年度或当年度的纤维素醚销售数量和定价原则; 在实际销售过程中, 根据主要原材料价格和产品的国际市场价格波动情况进行调整。2019—2021年, 公司纤维素醚销售均价持续增长。

结算方面, 公司主要采取“先款后货”的结算方式。公司严格控制赊销规模, 给予优质客户一定期限和额度的贷款信用额度, 一般按月结算。公司化工产品出口销售以电汇和信用证结算为主, 结算周期较短。公司发生的外币交易采用与交易发生日即期汇率的近似汇率折合本位币入账, 存在一定汇率波动风险。2021年及2022年1—6月, 公司期末应收账款较期初分别增长36.05%和56.07%, 同期收入增长为19.22%和20.54%; 公司应收账款增长较快, 主要系关联方应收账款增长所致。

销售集中度方面, 2019—2021年, 公司向前五名客户销售额占年度销售总额的比例分别为

19.84%、19.64%和23.43% (含植物胶囊); 关联方所欠公司的应收账款占比亦较高。

截至2022年6月末, 公司应收账款账面价值4.65亿元, 较上年底增长56.07%, 主要公司外销业务增加, 出口业务应收账款账期较长 (60~90天) 所致。

表 12 公司关联交易情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
关联交易销售金额	0.97	1.17	2.43	2.30
关联交易销售占比	8.71	8.95	15.60	25.39
关联方应收账款账面价值	0.33	0.10	1.12	1.75
关联方应收账款占比	16.31	4.35	37.47	37.56

资料来源: 公司年报, 联合资信整理

3. 植物胶囊、石墨设备及其他

公司植物胶囊的主要原材料为自产HPMC。得益于下游需求增长以及公司自身营销力度加大, 2019—2021年, 公司植物胶囊的产能与产销量均快速增长。此外, 公司还从事石墨化工设备、双丙酮丙烯酰胺和原乙酸三甲酯业务。

公司植物胶囊的运营主体为全资子公司山东赫尔希胶囊有限公司 (以下简称“赫尔希”)。赫尔希产品为HPMC植物胶囊, 主要原材料为医药级HPMC, 均以市场价格向山东赫达采购。2019—2021年, 赫尔希营业收入与净利润快速增长; 经营方面, 赫尔希独立运营, 不向公司分红。

赫尔希植物胶囊的产销模式与公司纤维素醚相同, 生产符合GMP标准。产能方面, 2019—2021年, 赫尔希植物胶囊产能快速增长; 其中, 2021年同比增长2.07倍, 主要系当年26条生产线新投入使用所致。由于新增生产线于2021年12月投产, 植物胶囊全年平均产能利用率较低。截至2021年末, 赫尔希共有54条植物胶囊生产线; 在建产能为73亿粒/年, 预计于2023年投入使用。

表 13 2019 - 2021 年赫尔希经营情况

(单位: 亿粒、%、万元/亿粒)

项目	单位	2019 年	2020 年	2021 年	三年复合变化
产能	亿粒	85.00	90.00	277.00	80.52

产量	亿粒	59.75	82.98	162.78	65.06
销量	亿粒	46.94	89.71	141.53	73.64
产能利用率	%	70.29	92.20	58.77	--
产销率	%	78.56	108.11	86.95	--
销售均价	万元/亿粒	221.84	218.24	224.30	2.78
赫尔希营业收入	亿元	1.10	2.00	3.56	80.12
赫尔希净利润	亿元	0.32	0.71	1.26	98.79

资料来源：公司提供，联合资信整理

赫尔希植物胶囊主要销往海外市场，植物胶囊客户与纤维素醚客户存在一定重合。赫尔希主要竞争对手为Capsugel（属于瑞士龙沙集团）、日本Qualicaps、ACG ACPL、韩国Suheung等海外企业。得益于下游需求增长以及公司自身营销力度加大，2019—2021年，植物胶囊产销量均快速增长。2021年，植物胶囊产能利用率较低，主要系产能增长较快所致；植物胶囊产销率较低，主要系公司为客户备货所致。2019—2021年，公司植物胶囊销售均价有所波动。

石墨化工设备为公司传统业务，产品主要包括石墨换热器及定制设备和相关配件，主要用于盐酸、硫酸、醋酸和磷酸等腐蚀性介质的换热，主要客户为化工企业。双丙酮丙烯酰胺和原乙酸三甲酯业务的经营主体为子公司烟台福川化工有限公司（以下简称“福川化工”）。双丙酮丙烯酰胺是一种重要的精细化工原料，广泛应用于涂料、水性漆、胶粘剂、日用化工、感光树

脂助剂等领域。原乙酸三甲酯是生产医药和农药的化学中间体，可用于合成维生素B1、A1，磺胺啉等药物中间体，以及染料和香料工业，目前应用于医药中间体等医药行业，目标客户为三氯蔗糖和聚酯制造商。

4. 在建/拟建项目

公司在建工程主要为产能建设、技改与环保项目，尚需投资规模较大，存在一定筹资压力。公司产能扩张较为激进，未来存在一定新增产能消化压力。

截至2021年末，公司重要在建项目主要为产能建设、技改与环保项目。在建项目完工投产后，公司纤维素醚产能预计将达到7.50万吨/年，植物胶囊产能预计将达到500亿粒/年，产能扩张较快。2021年，公司纤维素醚与植物胶囊销量分别为3.52万吨和141.53亿粒，未来或将存在一定产能消化压力。

截至2021年末，公司拟建项目主要为可转债募投项目，具体见本报告“二、本次债券概况”章节。

截至2021年末，公司重要在建项目尚需投资12.12亿元，资金来源为公司自筹；拟建项目尚需投资10.98亿元，其中4.70亿元使用本次债券募集资金。公司未来存在一定筹资压力。

表 14 截至 2021 年末公司重要在建项目情况

编号	项目名称	预算数	工程进度	还需投资金额
1	4.1 万吨/年纤维素醚项目	13.20	28.52%	9.44
2	环境治理升级改造项目	1.70	73.48%	0.45
3	纤维素醚产品包装自动化提升项目	0.35	37.79%	0.22
4	年产 165 亿粒植物胶囊及智慧工厂提升项目	2.09	41.30%	1.23
5	年产 100 亿粒植物胶囊及研发中心提升改造项目	1.11	100.00%	0.00
6	沼气发电项目	0.05	60.61%	0.02
7	污水改造项目	0.07	100.00%	0.00
8	1000 吨/年双丙酮丙烯酰胺技改项目	0.60	5.39%	0.57
9	王村 15000 吨/年纤维素醚混料中心项目	0.10	18.13%	0.08
10	周村一车间 10000 吨医食工产能提升项目	0.08	21.67%	0.06
11	周村一车间自动化改造项目	0.07	24.06%	0.05
合计	--	19.41	--	12.12

注：还需投资金额=预算数*(1-工程进度)

资料来源：公司年报，联合资信整理

5. 同业对比

2019-2021年，公司整体经营效率有所波动但变化不大。与部分可比上市公司相比，公司盈利能力指标表现较强，经营效率指标表现正常。

从经营效率指标看，2019-2021年，公司销售债权周转次数有所波动，分别为4.53次、4.48

次和4.94次；存货周转次数有所波动，分别为4.89次、6.41次和5.79次；总资产周转次数有所波动，分别为0.79次、0.83次和0.72次。

与部分可比上市公司相比，2021年，公司销售毛利率与净资产收益率较高，总资产周转率、存货周转率和应收账款周转率表现正常。

表 15 2021 年部分可比上市公司财务指标对比情况

证券简称	主要业务	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	销售毛利率 (%)	ROE (%)	总资产周转率 (次)	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)
百川股份	高新精细化工	40.21	2.33	12.54	13.66	0.66	6.08	9.14
晨光生物	植物提取物	48.74	3.51	14.75	14.50	0.92	2.07	14.15
日科化学	助塑剂	27.73	1.90	13.54	8.88	1.07	9.22	7.60
瑞丰高材	PVC 助剂	18.58	0.91	18.42	11.33	1.24	12.28	8.45
昊华科技	碳化学催化剂	74.24	9.03	27.18	13.08	0.69	6.57	5.96
山河药辅	药用辅料	6.17	0.86	28.89	14.57	0.66	6.93	12.17
山东赫达	纤维素醚	15.60	3.30	36.55	23.95	0.72	5.79	6.03

注：为了便于对比，上表公司相关数据均来自Wind；尾差系四舍五入所致
资料来源：Wind

6. 未来发展

公司研发投入项目涵盖多个领域，为公司可持续发展奠定基础。未来，随着在建产能投产，产品结构优化，公司盈利水平有望进一步提升。

2022 年，公司计划实现业务稳定增长，并继续从市场销售、技术创新、运营服务和组织人才等四个领域提升公司竞争力。

截至 2021 年末，公司已完成与进行中的研发项目涵盖建材、食品、医药、日化、化工等多个领域，有利于拓宽公司产品应用范围，提高产品技术含量和附加值，为公司可持续发展奠定基础。未来，随着在建产能投产，产品结构优化，公司盈利水平有望进一步提升。

表 16 公司研发投入项目

应用领域	项目名称
建材	大涂布轻质抹灰石膏用纤维素醚的开发
	水泥基机械喷涂抹灰用纤维素醚研发
	超大型瓷砖粘结用纤维素醚研发
	10000吨/年羟乙基甲基纤维素醚产业化及智能化项目
	脱模油处方与配置方法的研究
	厚层施工大板砖用纤维素醚开发
	磷石膏用高开放时间纤维素醚开发
食品	新型瓷砖胶用纤维素醚开发
	植物肉专用纤维素醚的开发

医药	干粉吸入剂胶囊的研发
	基于精确控温的滚筒加热装置研究
	羟丙甲纤维素空心胶囊对制剂溶出的影响因素研究
	提升胶囊切割效率的研究
	高透明度羟丙甲纤维素空心胶囊工艺研究
日化	提高空心胶囊药物控释作用的研究
	消毒凝胶专用纤维素醚的开发
	原乙酸三甲酯利用混合溶剂提升收率的研究
	双丙酮丙烯酰胺无机相中产品回收的研究
	利用烛式过滤器去除溶剂油中杂质的研究
化工及其他	双丙酮丙烯酰胺蒸发系统提高收率的研究

资料来源：公司年报，联合资信整理

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019-2021年财务报告，和信会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2022年半年报未经审计。

合并范围方面，2020年，公司合并范围内子公司共4家，新设立1家；2021年，公司合并范围不变。公司新设子公司对合并报表影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 26.36 亿元，所有者权益 15.48 亿元（全部为归属母公司所有者权益）；2021 年，公司实现营业总收

入 15.60 亿元，利润总额 3.77 亿元。

截至 2022 年 6 月末，公司合并资产总额 30.97 亿元，所有者权益 17.79 亿元（全部为归属母公司所有者权益）；2022 年 1—6 月，公司实现营业总收入 9.07 亿元，利润总额 2.60 亿元。

2. 资产质量

2019—2021 年末，公司资产规模快速增长，

资产流动性下降，主要系在建工程增长所致；受投资活动现金流出影响，货币资金波动下降。截至 2021 年末，公司货币资金受限程度高。

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 33.36%，主要系非流动资产增长所致；非流动资产占比上升较快，资产流动性下降。

表 17 2019—2021 年末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2021 年末 同比变化 (%)	三年复合变 化 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)		
流动资产	6.30	42.48	6.73	39.85	8.10	30.74	20.35	13.45
货币资金	1.90	12.82	2.23	13.23	1.66	6.29	-25.77	-6.57
应收账款	2.05	13.83	2.19	12.97	2.98	11.31	36.05	20.63
存货	1.48	10.01	1.10	6.50	2.32	8.80	111.10	25.07
非流动资产	8.52	57.52	10.16	60.15	18.25	69.26	79.58	46.33
固定资产 (合计)	7.19	48.54	6.74	39.86	7.61	28.88	13.03	2.87
在建工程 (合计)	0.21	1.42	0.89	5.28	6.94	26.32	678.36	474.29
无形资产	0.91	6.13	1.28	7.58	1.87	7.09	45.81	43.42
其他非流动资产	0.03	0.20	0.84	4.98	1.35	5.11	60.20	577.30
资产总额	14.82	100.00	16.90	100.00	26.36	100.00	55.98	33.36

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2019—2021 年末，流动资产规模持续增长，主要系应收账款与存货增长所致。

2019—2021 年末，公司货币资金波动下降，主要系受投资活动现金流出影响。截至 2021 年末，公司货币资金大幅下降，主要系 2021 年淄博赫达 4.1 万吨/年纤维素醚项目建设投资增加、赫达公司环境治理升级改造项目投资增加所致；货币资金中受限资金 0.67 亿元，主要为 ETC 保证金、信用证保证金、银行承兑汇票保证金、远期锁汇保证金。受限货币资金占货币资金的 40.65%，受限程度高。

2019—2021 年末，公司应收账款持续增长，主要系经营规模扩大所致。截至 2021 年末，公司应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 0.24 亿元；应收账款前五名欠款方合计欠款 1.52 亿元，占比为 47.22%。其中，赫达美国公司和赫达西班牙公司分别占 22.15% 和 14.34%，公司应

收账款实际集中度较低。

2019—2021 年末，公司存货波动增长。截至 2021 年末，公司存货较上年末大幅增长，主要系公司为应对冬奥会及春节期间供应商停产，根据客户订单增加备货，以及原材料价格上涨所致。存货主要由原材料（占 33.57%）和库存商品（占 56.13%）构成，未计提跌价准备。

2) 非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模快速增长，主要系在建工程增长所致。

2019—2021 年末，公司固定资产（合计）有所波动。截至 2021 年末，公司固定资产（合计）主要由房屋建筑物（占 27.06%）和机器设备（占 70.41%）构成，累计计提折旧 4.35 亿元；固定资产成新率为 63.64%。

2019—2021 年末，公司在建工程（合计）快速增长，主要为产能建设和环保工程。截至 2021 年末，公司在建工程（合计）由在建工程 5.69 亿

元和工程物资1.24亿元构成；重要在建项目包括4.1万吨/年纤维素醚项目和环境治理升级改造项目，具体分析见本报告“七、经营分析”章节；公司工程物资主要为专用设备和材料。

2019—2021年末，公司无形资产快速增长，主要公司及子公司购置土地所致。截至2021年末，公司无形资产主要由土地使用权（占99.54%）构成，累计摊销0.24亿元，尚未计提减值准备。

2019—2021年末，公司其他非流动资产快速增长。截至2021年末，公司其他非流动资产主要为预付工程设备款等。

截至2021年末，公司受限资产账面价值5.43亿元，占总资产比重的20.60%。

表18 截至2021年末公司受限资产（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	受限原因
货币资金	0.67	信用证保证金、银行承兑汇票保证金、远期锁汇保证金、ETC保证金
应收款项融资	0.07	银行承兑汇票质押
无形资产	0.92	长期借款抵押
在建工程	3.76	长期借款抵押
合计	5.43	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年6月末，公司合并资产总额30.97亿元，较上年末增长17.51%，主要系应收账款与在建工程所致。其中，流动资产占30.51%，非流动资产占69.49%，公司资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2019—2021年末，公司所有者权益随未分配利润增长而增长，权益结构稳定性偏弱。

2019—2021年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长28.75%，主要系实收资本和未分配利润增加所致。截至2021年末，公司所有者权益15.48亿元，较上年末增长28.66%，全部为归属母公司所有者权益。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占22.13%、8.52%和63.82%，未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

截至2022年6月末，公司所有者权益17.79亿元，较上年末增长14.92%，主要系未分配利润增长所致。

（2）负债

2019—2021年末，公司负债呈快速增长趋势，主要系流动负债增长所致。截至2022年6月末，公司长期债务增长较快，债务结构有所优化。

2019—2021年末，公司负债规模波动增长，年均复合增长40.86%。截至2021年末，公司负债总额10.87亿元，较上年末增长123.61%，主要系短期借款、应付票据与长期借款增加所致。其中，流动负债占77.46%，负债结构较上年末变化不大。

表19 2019—2021年末公司负债主要构成

科目	2019年末		2020年末		2021年末		2021年末 同比变化 (%)	三年复合变化 (%)
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)		
流动负债	3.96	72.27	3.93	80.92	8.42	77.46	114.04	45.83
短期借款	0.78	14.16	0.85	17.48	1.95	17.93	129.39	58.50
应付票据	0.14	2.57	0.28	5.81	2.44	22.41	762.40	316.12
应付账款	1.51	27.59	1.25	25.66	2.66	24.44	113.00	32.56
非流动负债	1.52	27.73	0.93	19.08	2.45	22.54	164.18	27.01
长期借款	1.34	24.45	0.54	11.04	1.82	16.77	239.54	16.65
递延收益	0.18	3.28	0.39	7.99	0.62	5.67	58.53	85.27
负债总额	5.48	100.00	4.86	100.00	10.87	100.00	123.61	40.86

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

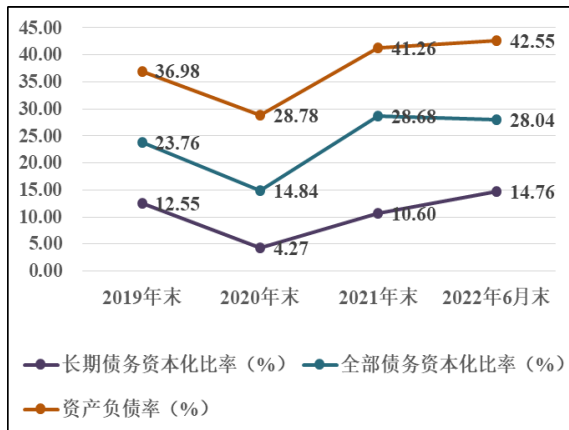
2019—2021 年末，公司流动负债波动增长，主要系短期借款增长所致。

2019—2021 年末，公司短期借款快速增长，主要系公司运营资金需求增加所致；应付票据快速增长，主要系业务规模扩大，公司办理银行承兑汇票增加所致；应付账款波动增长，主要系公司备货及在建工程增加，应付材料款和工程设备款增加所致。截至 2021 年末，应付账款账龄均为一年以内。

2019—2021 年末，公司非流动负债波动增长，主要系长期借款增长所致。

2019—2021 年末，公司长期借款波动增长，主要系在建工程项目贷增加所致；公司递延收益持续增长，主要系公司收到与资产相关的政府补贴增加所致。

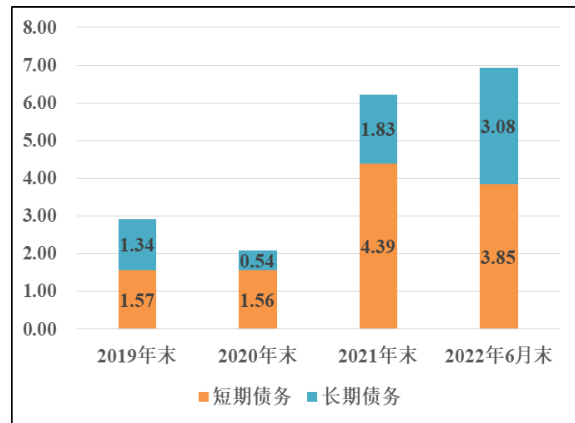
图 6 公司负债指标变化



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

债务方面，2019—2021 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 46.29%。截至 2021 年末，公司全部债务 6.23 亿元，较上年末增长 196.89%，主要系短期借款增加所致；公司债务以短期债务为主。从债务指标来看，2019—2021 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动增长，公司债务负担较轻。

图 7 公司债务结构变化（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年 6 月末，公司全部债务 6.93 亿元，较上年末增长 11.33%。其中，短期债务 3.85 亿元，较上年末下降 12.30%；长期债务 3.08 亿元，较上年末增长 67.91%，主要系在建工程贷款增加所致。截至 2022 年 6 月末，公司长期借款共 3.07 亿元，2023 年、2024 年、2025 年及以后将分别到期 0.07 亿元、0.52 亿元和 2.48 亿元，偿付压力主要在 2025 年及以后。

从债务指标来看，截至 2022 年 6 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末分别提高 1.30 个百分点、下降 0.64 个百分点和提高 4.16 个百分点，公司债务负担有所上升但债务结构有所优化。

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司营业总收入与利润总额均稳健增长，期间费用率持续下降，非经常性损益对利润影响不大。与同行业上市公司相比，公司盈利指标表现较好，盈利能力强。

2019—2021 年，得益于下游需求增长与市场开拓，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 18.42%；利润总额快速增长，年均复合增长 43.91%。

从期间费用看, 2019—2021 年, 公司费用总额持续增长, 年均复合增长 2.62%; 期间费用率³持续下降, 分别为 15.95%、13.91%和 11.98%, 费用控制能力尚可。2021 年, 公司费用总额为 1.87 亿元, 销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 10.61%、46.18%、37.89%和 5.33%, 以管理费用和研发费用为主。

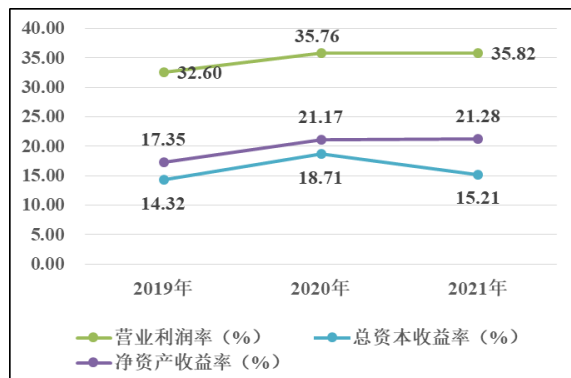
2019—2021 年, 公司非经常性损益规模很小, 分别为 0.06 亿元、0.13 亿元和 0.15 亿元, 对利润影响不大。

表20 2019—2021年公司盈利能力指标变化

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 同比变化 (%/百 分点)
营业总收入 (亿元)	11.13	13.09	15.60	19.22
利润总额 (亿元)	1.82	2.94	3.77	28.23
营业利润率 (%)	32.60	35.76	35.82	0.06
总资本收益 率 (%)	14.32	18.71	15.21	-3.50
净资产收益 率 (%)	17.35	21.17	21.28	0.12

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图8 2019—2021年公司盈利指标变化



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

盈利指标方面, 2019—2021年, 公司营业利润率与净资产收益率持续增长, 总资本收益率有所波动。与部分可比上市公司相比, 公司盈利指标表现较好 (见表15), 盈利能力强。

2022 年 1—6 月, 公司实现营业总收入 9.07 亿元, 同比增长 20.54%; 实现利润总额 2.60 亿

元, 同比增长 22.67%。

5. 现金流

2019—2021 年, 公司经营活动现金净流入持续增长, 投资活动现金净流出快速增长, 公司存在一定筹资压力。

表21 2019—2021年公司现金流情况

(单位: 亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 同比变化
经营活动现金流入量	9.57	11.68	13.84	18.48
经营活动现金流出量	7.47	7.81	9.28	18.88
经营现金流净额	2.10	3.87	4.56	17.66
投资活动现金流入量	0.78	1.49	0.16	-89.34
投资活动现金流出量	1.36	4.59	7.39	60.89
投资现金流净额	-0.57	-3.11	-7.23	--
筹资前现金流净额	1.53	0.77	-2.67	--
筹资活动现金流入量	1.61	3.49	5.05	44.46
筹资活动现金流出量	2.13	4.01	3.26	-18.57
筹资现金流净额	-0.52	-0.51	1.78	--
现金流净额	1.01	0.25	-0.89	--
现金收入比 (%)	83.31	85.41	83.92	-1.49

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从经营活动看, 2019—2021 年, 公司经营活动现金流入与流出量随销售规模持续增长, 经营活动现金净流入持续增长。公司现金收入比较低, 但考虑到公司结算方式以电汇和信用证的结算为主, 收入实现质量尚可。

从投资活动看, 2019—2021 年, 公司投资活动现金流入有所波动但规模不大, 投资现金流出量快速增长, 主要系产能建设与环保工程支出增加所致; 公司投资现金净流出规模快速扩大。

2019—2021 年, 公司筹资活动前现金流由净流入转为净流出, 存在一定筹资压力。

从筹资活动看, 2019—2021 年, 公司筹资活动现金流入量快速增长, 主要系银行借款增加所致; 筹资活动现金流出量有所波动。2021 年, 公司筹资活动现金由净流出转为净流入。

2022 年 1—6 月, 公司经营活动现金净流入 1.24 亿元, 同比下降 54.33%, 主要系销售回款

³ 期间费用率=费用总额/营业总收入

较慢、本期银行承兑汇票到期兑付金额较大所致；投资活动现金净流出 3.17 亿元；筹资活动现金净流入 2.27 亿元。

6. 偿债指标

2019—2021 年，公司长期偿债指标表现良好；受短期债务大幅增长影响，2021 年，公司短期偿债指标表现有所下降。

表22 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	158.96	171.11	96.21
	速动比率（%）	121.52	143.17	68.66
	经营现金/流动负债（%）	53.09	98.40	54.09
	经营现金/短期债务（倍）	1.34	2.48	1.04
	现金短期债务比（倍）	1.64	2.07	0.43
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	2.75	3.90	4.70
	全部债务/EBITDA（倍）	1.06	0.54	1.33
	经营现金/全部债务（倍）	0.72	1.85	0.73
	EBITDA/利息支出（倍）	20.56	40.26	179.89
	经营现金/利息支出（倍）	15.73	39.99	174.46

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从短期偿债指标看，2019—2020年，公司短期偿债指标表现良好。2021年，受短期债务大幅增长影响，公司现金对短期债务覆盖程度低，流动资产对短期债务的覆盖程度有所下降，短期偿债能力指标整体有所变弱。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司 EBITDA 持续增长，EBITDA 与经营现金对公司债务与利息支出的覆盖程度较高。从 EBITDA 构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 18.99%）和利润总额（占 80.18%）构成。

截至 2021 年末，公司为子公司赫尔希、淄博赫达高分子材料有限公司合计提供连带责任保证担保 3.50 亿元，担保余额合计 2.64 亿元。截至 2021 年末，公司不存在对外担保情况。截至 2021 年末，公司无金额超过 1000.00 万元的重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2022 年 6 月末，公司共计获得银行授信额度 9.70 亿元，已使用 6.75 亿元，间接融资渠道有待拓宽。公司为 A 股上市公司，

具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司主要从事部分纤维素醚制造业务和石墨设备业务，持有公司大部分现金类资产、存货和应收账款，并承担部分有息债务，权益结构稳定性偏弱。

母公司主要从事部分纤维素醚制造业务与石墨设备业务；母公司报表与合并报表的营业收入差异主要体现为赫尔希、福川化工等子公司的营业收入。

截至 2021 年末，母公司资产总额 19.47 亿元，较上年末增长 31.52%，主要系其他应收款与存货增长所致。其中，流动资产占 48.95%，非流动资产占 51.05%。截至 2021 年末，母公司其他应收款 3.66 亿元，主要为内部往来款；母公司货币资金为 1.31 亿元。

截至 2021 年末，母公司负债总额 5.98 亿元，较上年末增长 66.82%。其中，流动负债占 95.73%，非流动负债占 4.27%。

截至 2021 年末，母公司全部债务 3.38 亿元，全部为短期债务。截至 2021 年末，母公司资产负债率为 30.74%，全部债务资本化比率 20.05%，公司债务负担较轻。

截至 2021 年末，母公司所有者权益为 13.48 亿元，较上年末增长 20.23%。归属母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和盈余公积分别占 25.41%、13.27%、54.96% 和 8.25%，权益结构稳定性偏弱。

2021 年，母公司营业总收入为 12.64 亿元，利润总额为 2.41 亿元。同期，母公司投资收益为 -0.07 亿元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 3.29 亿元，投资活动现金流净额为 -3.69 亿元，筹资活动现金流净额为 -0.07 亿元。

九、本次债券偿还能力分析

本次债券的发行对公司债务结构影响很大，发行后公司债务负担将显著上升，但债务结构将有所优化。公司现金类资产和现金流入对本

次债券保障能力一般。

1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券发行金额上限为6.00亿元，分别占公司2021年末长期债务和全部债务的327.00%和96.35%，对公司现有债务结构影响很大。以2021年末财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由41.26%、28.68%和10.60%上升至52.15%、44.13%和33.60%，公司负债水平有所上升，但仍处于良好水平。考虑到可转换债券具有转股的可能性，如公司本次发行的可转换债券转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次债券偿还能力分析

从本次债券的发行条款来看，由于公司设置转股修正条款（任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），有利于降低转股价；同时设置了提前赎回条款（公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或未转股余额不足3000.00万元时，公司有权决定按照可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。

2021年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对本次债券发行后公司的长期债务保障能力较弱。截至2022年6月末，公司现金类资产为1.74亿元，为本次债券发行额度的0.29倍，对本次债券覆盖程度较低。

表23 本次债券偿还能力测算

项目	2021年
发行后长期债务*（亿元）	7.83
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.77
经营现金净流入/发行后长期债务（倍）	0.58
EBITDA/发行后长期债务（倍）	0.60

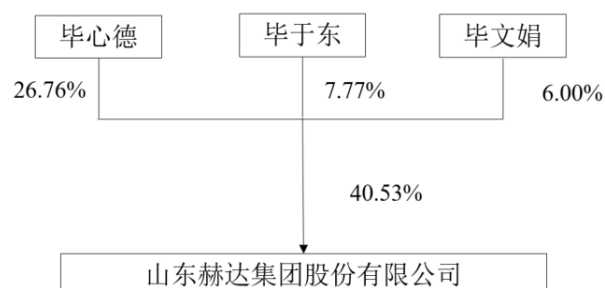
注：发行后长期债务为将本次债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十、结论

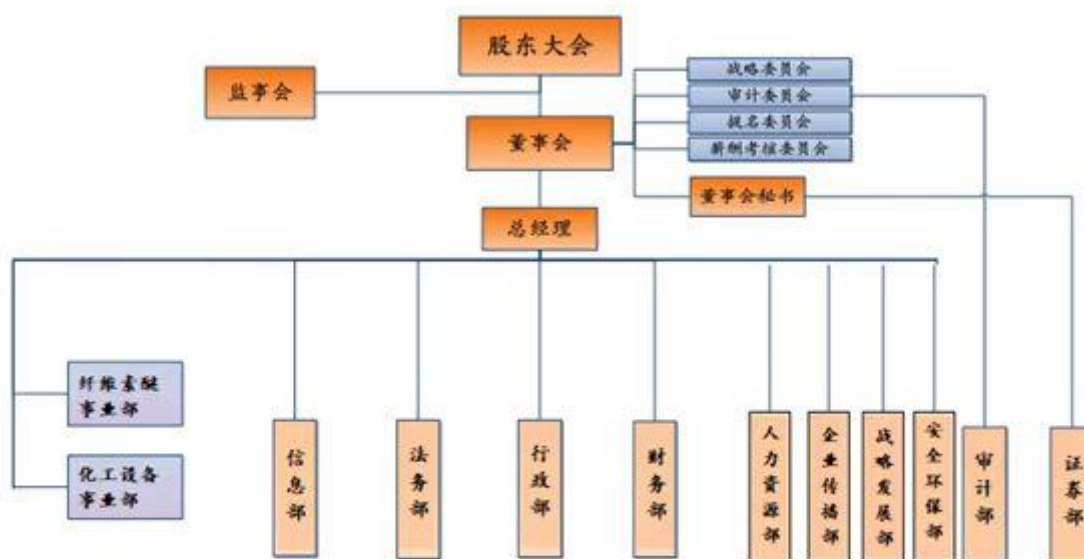
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA⁺，本次债券信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年末山东赫达集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年末山东赫达集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末山东赫达集团股份有限公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
山东赫尔希胶囊有限公司	9750.00	植物胶囊的研发、生产、销售	100.00	--	设立

注：主要子公司指对公司净利润影响达 10%以上的子公司

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.58	3.24	1.88	1.74
资产总额 (亿元)	14.82	16.90	26.36	30.97
所有者权益 (亿元)	9.34	12.03	15.48	17.79
短期债务 (亿元)	1.57	1.56	4.39	3.85
长期债务 (亿元)	1.34	0.54	1.83	3.08
全部债务 (亿元)	2.91	2.10	6.23	6.93
营业总收入 (亿元)	11.13	13.09	15.60	9.07
利润总额 (亿元)	1.82	2.94	3.77	2.60
EBITDA (亿元)	2.75	3.90	4.70	--
经营性净现金流 (亿元)	2.10	3.87	4.56	1.24
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.53	4.48	4.94	--
存货周转次数 (次)	4.89	6.41	5.79	--
总资产周转次数 (次)	0.79	0.83	0.72	--
现金收入比 (%)	83.31	85.41	83.92	85.61
营业利润率 (%)	32.60	35.76	35.82	36.59
总资本收益率 (%)	14.32	18.71	15.21	--
净资产收益率 (%)	17.35	21.17	21.28	--
长期债务资本化比率 (%)	12.55	4.27	10.60	14.76
全部债务资本化比率 (%)	23.76	14.84	28.68	28.04
资产负债率 (%)	36.98	28.78	41.26	42.55
流动比率 (%)	158.96	171.11	96.21	99.79
速动比率 (%)	121.52	143.17	68.66	74.39
经营现金流动负债比 (%)	53.09	98.40	54.09	--
现金短期债务比 (倍)	1.64	2.07	0.43	0.45
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.56	40.26	179.89	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.06	0.54	1.33	--

注：2022 年半年度财务报表未经审计

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.78	1.36	1.35	1.13
资产总额（亿元）	13.59	14.80	19.47	21.55
所有者权益（亿元）	8.69	11.21	13.48	14.88
短期债务（亿元）	1.38	1.03	3.38	2.88
长期债务（亿元）	1.34	0.54	0.00	0.07
全部债务（亿元）	2.72	1.57	3.38	2.95
营业总收入（亿元）	8.99	10.48	12.64	7.69
利润总额（亿元）	1.00	1.94	2.41	1.56
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	1.59	2.59	3.29	0.24
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.69	3.69	4.80	--
存货周转次数（次）	5.15	6.78	5.93	--
总资产周转次数（次）	0.68	0.74	0.74	--
现金收入比（%）	84.95	84.53	79.74	73.62
营业利润率（%）	27.54	31.34	30.27	30.92
总资本收益率（%）	8.71	13.83	12.55	--
净资产收益率（%）	10.08	15.00	15.69	--
长期债务资本化比率（%）	13.37	4.57	0.00	0.49
全部债务资本化比率（%）	23.87	12.26	20.05	16.55
资产负债率（%）	36.09	24.24	30.74	30.93
流动比率（%）	189.38	222.51	166.35	179.48
速动比率（%）	154.25	191.10	130.46	148.27
经营现金流动负债比（%）	46.50	91.35	57.40	--
现金短期债务比（倍）	1.28	1.32	0.40	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：2022 年半年度财务报表未经审计

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) - 1] × 100%
净资产年均复合增长率	
营业总收入年均复合增长率	
利润总额年均复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司

关于山东赫达集团股份有限公司公开发行可转换公司债券 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本次债券信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东赫达集团股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本次债券评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本次债券如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本次债券信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本次债券相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本次债券信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。