

山东赫达集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4547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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东赫达集团股份有限公司主体长期信用等级为 **AA-**，维持“赫达转债”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：

二〇二四年六月二十一日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

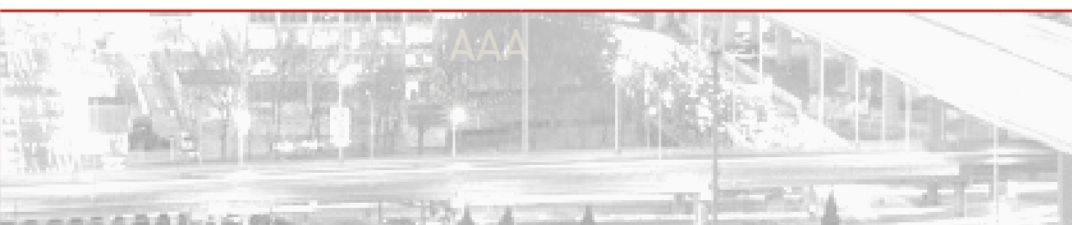
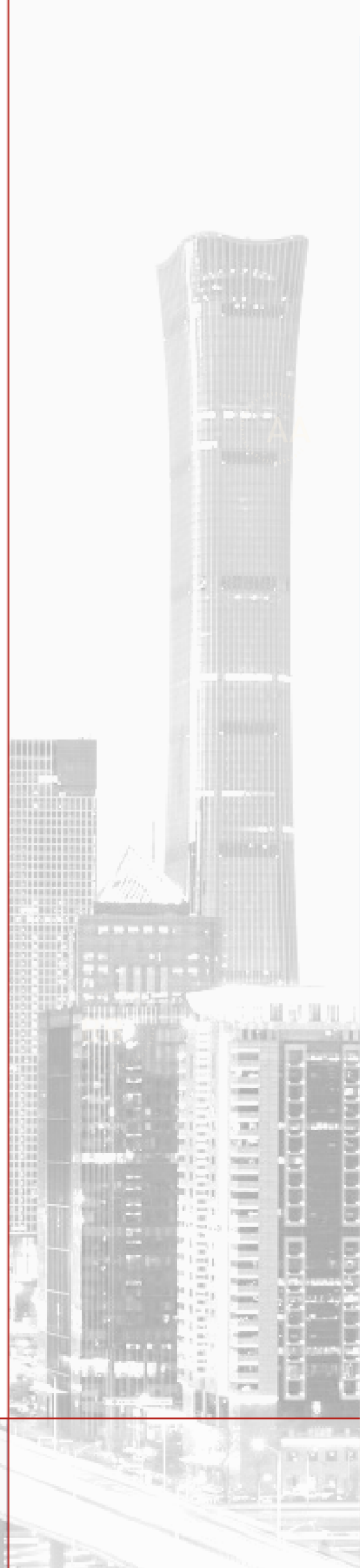
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



山东赫达集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山东赫达集团股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/21
赫达转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，山东赫达集团股份有限公司（以下简称“公司”）仍从事纤维素醚和植物胶囊业务，维持了一定的技术研发优势与成本优势；公司控股股东与实际控制人无变化，主要管理制度连续，管理运作正常，ESG 表现良好。公司营业总收入与利润总额有所下降，营业利润率下降，与同行业公司相比盈利指标表现尚可；公司经营活动现金净流入可以覆盖投资活动现金净流出，筹资压力不大。公司债务负担较轻，短期偿债指标表现尚可、长期偿债指标表现较好；间接融资空间有待提升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到以下因素可能对公司信用水平带来的不利影响：下游需求不足导致盈利水平下降关联交易规模较大、未来可能存在较大产能消化压力等。

公司经营现金流和 EBITDA 对“赫达转债”保障程度尚可，考虑到未来转股因素，公司对“赫达转债”的保障能力或将提升。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，若新增产能顺利释放、产品结构持续优化，公司盈利水平有望进一步提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：建材类纤维素醚市场产能出清带动相关产品利润率回升，公司盈利水平大幅提升；公司医药食品类纤维素醚市场开拓情况良好，相关产品收益大幅提升；植物胶囊下游去库存结束迎来新的上行周期，相关产品收益大幅提升；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：下游市场竞争加剧导致公司盈利水平大幅下降，宏观环境或地缘政治因素导致公司外销业务收到严重影响，债务规模大幅上升导致公司偿债能力下降，公司实控人或控股股东变更对公司经营产生重大不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司维持了一定的技术研发优势与成本优势。**公司为国内纤维素醚行业领先企业，连续多年被认定为高新技术企业。2023 年，公司研发投入 0.67 亿元，占营业总收入比例为 4.28%。公司位于山东省淄博市，交通便利，是中国化工行业集中区，所需主要原料的生产企业众多，采购半径小，因而能够降低原料采购成本和储存成本。在植物胶囊行业，公司为行业内少数生产纤维素醚与植物胶囊的一体化企业，具有一定成本优势。
- **债务负担较轻。**截至 2023 年底，公司全部债务 8.41 亿元，较上年底增长 16.47%，短期债务占 29.95%，各项债务指标有所上升，但债务负担仍较轻。截至 2024 年 3 月底，公司长期债务主要于 2028 年及以后到期，公司 2025—2027 年集中偿付压力不大。

关注

- **下游需求不足导致盈利水平下降。**2023 年，公司综合毛利率同比有所下降。其中，纤维素醚毛利率下降主要系房地产行业需求不足，行业竞争加剧导致产品价格下降所致；植物胶囊毛利率下降主要系下游去库存致使需求不足，产能增加使得固定成本摊销增加所致；其他业务毛利率有所下降主要系部分化学品市场价格下跌所致。
- **关联交易规模较大。**2023 年，公司向赫达美国公司销售金额为 1.24 亿元，占同类交易金额的比重的 13.75%；向赫达西班牙公司销售金额为 1.32 亿元，占同类交易金额的比重的 14.58%；若关联方出现库存积压，公司销售或将受到关联方去库存的不利影响。
- **植物胶囊产能释放不足。**2023 年，公司植物胶囊产能利用率为 38.62%。在建产能达产后，公司植物胶囊产能将进一步提升，若下游需求恢复不及预期，公司可能存在较大产能消化压力。

- **资产流动性较弱，间接融资渠道有待拓宽。**截至 2023 年底，公司流动资产占合并资产总额的 26.84%；流动资产中，应收账款和存货合计占 65.48%，占比较高，对营运资本占用较大。截至 2024 年 3 月底，公司共获银行授信 6.05 亿元，已使用 3.25 亿元，剩余间接融资空间有待拓宽。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	3
			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-
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa-
外部支持调整因素：--				--
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

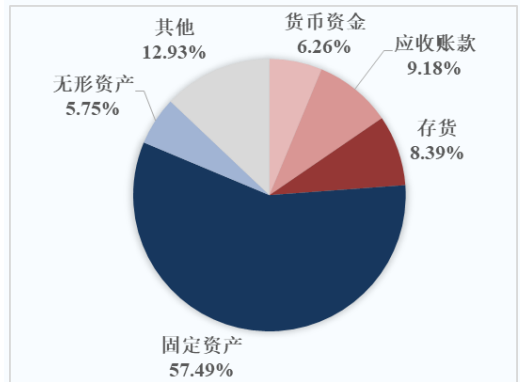
主要财务数据

合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	1.98	2.91	3.04
资产总额（亿元）	33.31	37.93	38.50
所有者权益（亿元）	18.82	20.95	21.51
短期债务（亿元）	3.62	2.52	2.76
长期债务（亿元）	3.60	5.89	6.16
全部债务（亿元）	7.22	8.41	8.92
营业总收入（亿元）	17.23	15.56	4.35
利润总额（亿元）	4.10	2.59	0.65
EBITDA（亿元）	5.22	4.39	--
经营性净现金流（亿元）	3.00	1.80	0.54
营业利润率（%）	33.26	28.30	23.89
净资产收益率（%）	18.80	10.51	--
资产负债率（%）	43.51	44.76	44.12
全部债务资本化比率（%）	27.72	28.64	29.31
流动比率（%）	82.86	116.83	133.19
经营现金流动负债比（%）	28.97	20.63	--
现金短期债务比（倍）	0.55	1.15	1.10
EBITDA 利息倍数（倍）	24.66	14.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.38	1.92	--

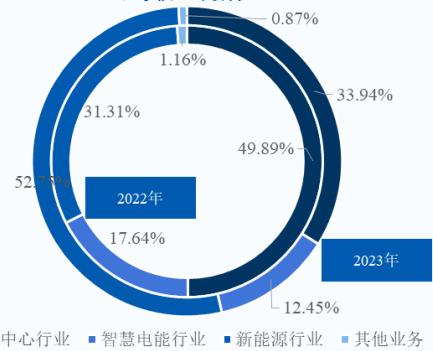
公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	22.78	28.95	/
所有者权益（亿元）	15.78	17.55	/
全部债务（亿元）	2.86	6.92	/
营业总收入（亿元）	14.82	13.50	/
利润总额（亿元）	2.89	2.17	/
资产负债率（%）	30.73	39.38	/
全部债务资本化比率（%）	15.35	28.28	/
流动比率（%）	179.28	331.16	/
经营现金流动负债比（%）	21.69	26.50	/

注：1. 公司 2024 年一季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；3. “/”表示指标未获取；“--”表示指标不适用
资料来源：联合资信根据财务报告整理

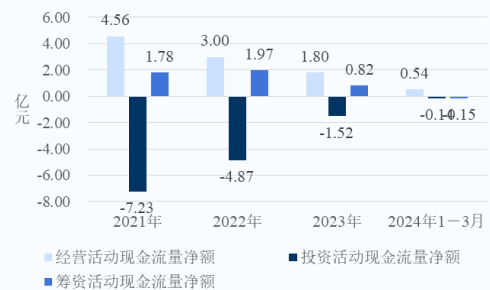
2023 年底公司资产构成



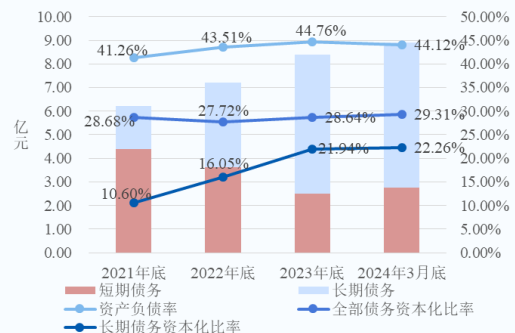
公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日	特殊条款
赫达转债	6.00	6.00	2029/07/03	补偿利率条款、转股价格调整原则、特别向下修正条款、赎回条款、回售条款

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点高于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
赫达转债	AA/稳定	AA/稳定	2023/8/30	刘哲、王佳晨子	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	阅读全文
赫达转债	AA/稳定	AA/稳定	2022/9/7	蒲雅修、杨恒	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王佳晨子 wangjcz@lhratings.com

项目组成员：李成帅 lics@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东赫达集团股份有限公司（以下简称“公司”或“山东赫达”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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2024年3月底，公司总股本为3.42亿股，毕心德为公司第一大股东，直接持有公司26.77%的股份；公司实际控制人为毕心德、毕于东和毕文娟，合计持有公司40.54%的股份。上述三位实际控制人为直系亲属关系，通过签署《一致行动协议》保持一致行动关系。截至2024年3月底，公司全部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。按照联合资信行业分类标准划分为其他化工行业，适用一般工商企业信用评级方法。截至2023年底，公司拥有员工1791人。截至2024年3月底，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2023年底，公司合并资产总额37.93亿元，所有者权益20.95亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2023年，公司实现营业收入15.56亿元，利润总额2.59亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额38.50亿元，所有者权益21.51亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2024年1-3月，公司实现营业收入4.35亿元，利润总额0.65亿元。

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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2024年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按规定用途使用4.53亿元。截至本报告出具日，“赫达转债”尚未到首次付息日，“赫达转债”转股价格为17.39元/股。

图表1·截至2024年3月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
赫达转债	6.00	6.00	2023/07/03	6年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024年一季度报）](#)》。

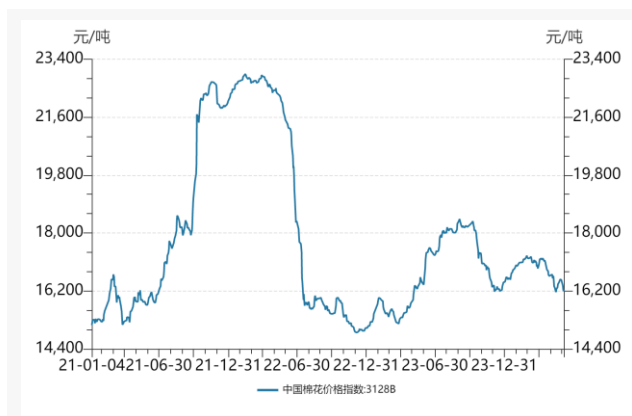
五、行业分析

国内纤维素醚厂商产品仍以建材级为主，下游需求受房地产行业景气度影响较大。2023年，房地产市场行业仍处于探底状态，放松政策密集发布，但市场信心修复预计仍需一定时间。

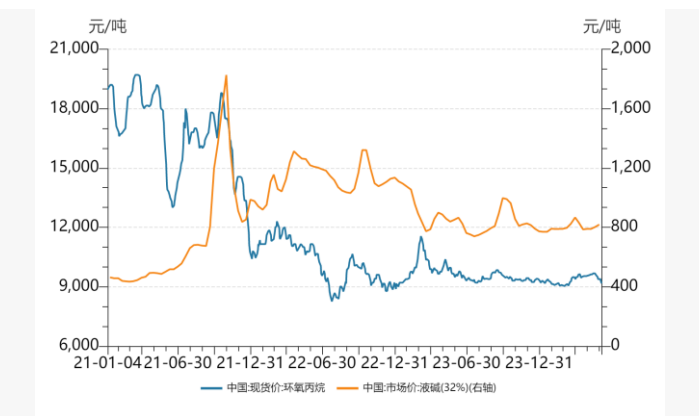
纤维素醚可作为添加剂广泛应用于建材、食品、医药、日化、石油开采等诸多领域。根据研究机构 QYResearch 统计，2023 年全球高性能纤维素醚市场销售额达到 341 亿元，预计 2030 年将达到 508 亿元，年复合增长率为 6.1%。低端纤维素醚市场竞争激烈，市场参与者以小型企业为主。高端纤维素醚市场存在技术壁垒，领先企业利用产品差异化优势与下游优质客户建立了稳定合作关系，行业新进入者需要较高前期研发投入与销售成本才能获得优质客户认可。

纤维素醚上游主要为天然纤维素（精制棉、棉浆粕、木浆等）和化学品（环氧丙烷、液碱等）。2023 年以来，棉花价格经历了先升后降的较大波动，但整体价格相对 2022 年上半年仍处于低位；环氧丙烷和液碱价格较 2022 年有所下降。

图表 2 · 棉花价格走势



图表 3 · 环氧丙烷和液碱价格走势



国内纤维素醚厂商产品仍以建材级为主，下游需求受房地产行业景气度影响较大。2023 年，国内房地产市场波动中继续筑底，房地产行业开工竣工延续反向走势，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 7.2%至 83.84 亿平方米，新开工面积同比下降 20.4%至 9.54 亿平方米；在“保交付”政策的持续推进下，房屋竣工面积同比增长 17.0%至 9.98 亿平方米。受新开工意愿低迷及房企投资规模下降的共同影响，房地产开发投资增速继续下降，且 2023 年以来月度累计降幅呈扩大态势。2023 年，全国房地产开发投资 11.09 万亿元，同比下降 9.6%。房地产市场信心修复预计仍需一定时间，需持续观察政策传导效果及后续市场反应情况。

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。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司维持了一定的技术研发优势与成本优势，并积累了较为丰富的客户资源。

跟踪期内，公司控股股东与实际控制人无变化。

跟踪期内，公司维持了一定的技术研发优势与成本优势，并积累了较为丰富的客户资源。公司为国内纤维素醚行业领先企业，在技术研发方面具备一定优势。公司连续多年被认定为高新技术企业，被国家工信部评为专精特新“小巨人”企业。2023 年，公司研发投入 0.67 亿元，占营业总收入比例为 4.28%，研发项目覆盖建材级、食品级、医药级等多个领域纤维素醚以及植物胶囊领域。成本方面，公司位于山东省淄博市，交通便利，是中国化工行业集中区，所需主要原料的生产企业众多，采购半径小，因而能够降低原料采购成本和储存成本。在植物胶囊行业，公司为行业内少数生产纤维素醚与植物胶囊的一体化企业，具有一定成本优势。基于上述优势，公司积累了较为丰富的客户资源，主要客户为建材、医药等行业实力较强的大型企业。

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 2024 年 6 月 11 日，公司无未结清或已结清的关注类和不良/违约类贷款。

截至本报告出具日，根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

（二）管理水平

2023年5月16日，公司董事会、监事会完成第六届换届选举，公司董事杨丙刚先生、独立董事李洪武先生、总经理毕于东先生、副总经理杨丙生先生、张大治先生任期届满离任；公司聘任包腊梅女士为总经理，聘任苏志忠先生为副总经理，聘任王磊先生为独立董事。2023年8月28日，公司董事、副总经理周涛因个人原因辞去公司董事、副总经理职务。2023年9月13日，公司聘任林浩军先生为董事。上述变动对公司经营无重大不利影响，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司营业总收入有所下降。受下游需求不足，行业竞争加剧影响，公司综合毛利率有所下降。公司植物胶囊产能利用率较低，在建产能投产后可能存在较大产能消化压力。

跟踪期内，公司主营业务和经营模式无重大变化，仍主要从事纤维素醚和植物胶囊业务，其他产品主要为石墨设备和化工产品。2023年，公司营业总收入同比有所下降。其中，纤维素醚收入同比变化不大，植物胶囊收入同比有所下降，主要系下游仍处于去库存阶段；其他产品收入大幅下降，主要系化工产品市场价格下降所致。2023年，公司海外销售收入占比58.12%，存在一定汇率波动风险，公司通过远期结售汇等方式管理汇率波动风险。

2023年，公司综合毛利率同比有所下降。其中，纤维素醚毛利率下降主要系行业竞争加剧导致产品价格下降所致；植物胶囊毛利率下降主要系下游需求不足导致产销量下降、产能上升致使固定成本摊销增加所致；其他业务毛利率有所下降主要系部分化学品产品市场价格下跌所致。

图表4·2022—2023年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			收入同比变化 (%)	毛利率同比变 化(百分点)
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)		
纤维素醚	11.56	67.35	30.58	11.28	72.58	25.52	-2.46	-5.07
植物胶囊	2.76	16.07	59.95	2.46	15.82	54.19	-10.91	-5.76
其他产品	2.84	16.58	23.55	1.80	11.59	19.00	-36.69	-4.55
合计	17.16	100.00	34.14	15.53	100.00	29.30	-9.49	-4.84

资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司纤维素醚的经营主体为公司本部，产品覆盖建材（工业）、医药和食品领域；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”）。公司结合销售计划与市场情况安排生产，销售模式仍以直销为主。公司设立了海外合资公司进行纤维素醚和之植物胶囊的出口销售，主要包括联营企业SD HEAD USA, LLC（以下简称“赫达美国公司”）与合营企业HEAD SOLUTIONS, S.L.（以下简称“赫达西班牙公司”）。2023年，公司向赫达美国公司销售金额为1.24亿元，占同类交易金额的比重为13.75%；向赫达西班牙公司销售金额为1.32亿元，占同类交易金额的比重为14.58%；上述关联交易产品均按市场定价，结算方式均为外汇现金。公司对关联方销售规模较大，若关联方出现库存积压，公司销售或将受到关联方去库存的不利影响。2023年，公司向前五大客户销售金额占销售总额的18.97%，销售集中度不高。

公司纤维素醚业务原材料主要为棉浆粕等大宗商品和普通化学品，采购价格随行就市；植物胶囊主要原材料为医药级纤维素醚，均以市场价格向山东赫达采购。2023年，公司向前五供应商的采购额占采购总额的31.32%，采购集中度一般。价格方面，2023年，公司主要原材料采购均价有所下降，主要系相关大宗商品市场价格下降所致。

图表 5 · 公司原材料采购价格（单位：万元/吨）

指标	2022 年	2023 年
精制棉	1.05	0.90
棉浆粕	1.08	0.91
木浆	0.96	0.95
氯甲烷	0.45	0.22
环氧丙烷	0.92	0.84
液碱	0.20	0.13

资料来源：公司提供

图表 6 · 公司产品产销情况

项目	指标	单位	2022 年	2023 年
纤维素醚	期末产能	万吨	3.40	4.93
	产量	万吨	3.64	4.60
	销量	万吨	3.46	4.04
	产能利用率	--	107.15%	93.38%
	销售均价	万元/吨	3.34	2.79
植物胶囊	期末产能	亿粒	300.00	340.02
	产量	亿粒	155.58	131.31
	销量	亿粒	119.93	110.19
	产能利用率	-	51.86%	38.62%
	销售均价	万元/亿粒	230.03	223.05

资料来源：公司提供

2023 年，公司纤维素醚产能大幅增长，主要系“4.1 万吨/年纤维素醚项目”投产所致，上年产能利用饱和的情况有所缓解；公司产品产销同比有所增长，主要系医药食品级纤维素醚销量增加所致，产能利用率仍处于较高水平；纤维素醚产品定价方式为根据市场需求定价，销售均价同比有所下降，主要系受原材料降价叠加市场竞争加剧影响。2023 年，公司植物胶囊产能同比有所增长，主要系“年产 165 亿粒植物胶囊及智慧工厂提升项目”部分投产所致；公司产品产销有所下降，主要系下游去库存所致，产能利用率下降至较低水平，当前存在较大产能消化压力；植物胶囊销售均价变化不大。2023 年，公司产品产量大于销量，主要系公司于原材料价格较低时适量囤货所致。

2023 年，受收入下降的同时资产与存货增长影响，公司各项经营效率指标有所下降，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 3.82 次、3.93 次和 0.44 次。

截至 2023 年底，公司已披露的在建项目主要为产能建设和技改项目，未来需投入的资金规模尚可，公司资本支出压力不大。考虑到公司现有植物胶囊产能已较为充足，下表 3 号项目未建设部分和 4 号项目已暂停建设，公司未来将结合市场需求与产品迭代情况再决定是否恢复建设。

图表 7 · 截至 2023 年底公司主要在建项目情况

编号	项目名称	预算总额（亿元）	工程进度	投产时间	资金来源
1	4.1 万吨/年纤维素醚项目	13.20	91.64%	2023.12	自筹
2	纤维素醚产品包装自动化提升项目	0.35	95.00%	2023.6	自筹
3	年产 165 亿粒植物胶囊及智慧工厂提升项目	2.09	62.98%	--	自筹
4	年产 150 亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目	1.82	5.95%	2024.6	自筹
5	5000 吨/年羟乙基纤维素项目	1.37	87.83%		自筹
合计		18.82	--	--	--

资料来源：公司提供

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.35 亿元，同比增长 16.10%；营业成本 3.26 亿元，同比增长 26.08%，主要系原材料涨价所致；实现利润总额 0.65 亿元，同比下降 23.84%。

2 未来发展

2024 年，公司计划从多个方面提升竞争力，实现业务可持续发展。

2024 年，公司公告计划完成营业总收入 22.7 亿元。公司将从多个方面提升公司竞争力，具体措施包括：扎实做好各项基础工作，安全、环保与质量是公司实现持续稳定健康发展的基础；加速产能释放，加速市场的开拓与渗透；坚持产品创新；注重降本增效，做好精益管理；节能减耗，推动可持续发展，鼓励绿色技术创新，满足客户与社会要求；发挥人力资本效用，提升组织能力。

未来，若新增产能顺利释放、产品结构持续优化，公司盈利水平有望进一步提升。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，和信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。截至 2023 年底，公司合并范围内子公司共 7 家，较 2022 年底新设 2 家；截至 2024 年 3 月底，公司合并范围较上年底无变化。公司财务数据可比性较强。

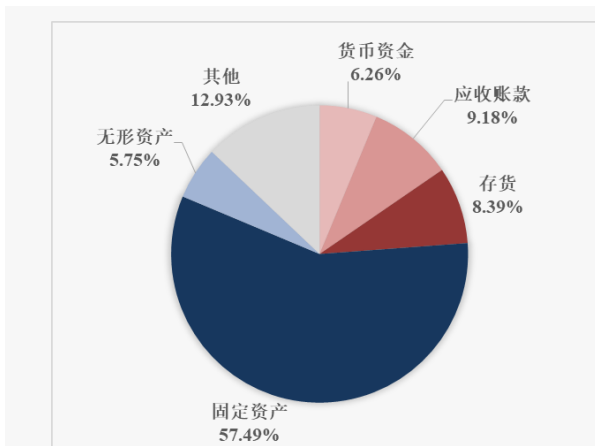
1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产流动性较低，货币资金较紧张，债务规模有所增长，债务结构有所优化，债务负担仍较轻，所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 37.93 亿元，较上年底增长 13.84%，流动资产占 26.84%，资产流动性较弱。其中，货币资金较上年底大幅增长，主要系经营积累及收到“赫达转债”募集资金所致；应收账款和存货合计占流动资产的 65.48%，占比较高，对营运资本占用较大；应收账款中前五大欠款方合计欠款占 31.13%，其中关联方占 25.00%，集中度一般；存货较上年底大幅增长，主要系产品产量大于销量所致，存货主要为库存商品，已计提存货跌价准备和合同履约成本减值准备 0.47 亿元，未来若纤维素醚及植物胶囊下游需求恢复不及预期，则存在较大减值风险；固定资产较上年底大幅增长，在建工程较上年底大幅下降，主要系“4.1 万吨/年（一期）纤维素醚项目”及“环保治理升级改造项目”转固影响所致。

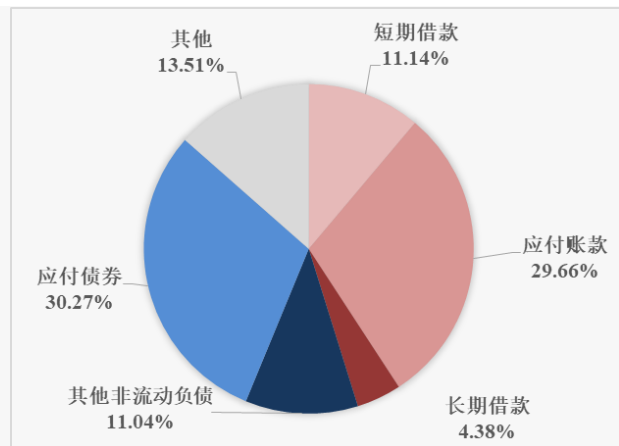
截至 2023 年底，公司受限资产 0.68 亿元，占资产总额的 1.80%，受限比例很低。

图表 8 · 2023 年底公司资产结构



资料来源：联合资信根据公司财报整理

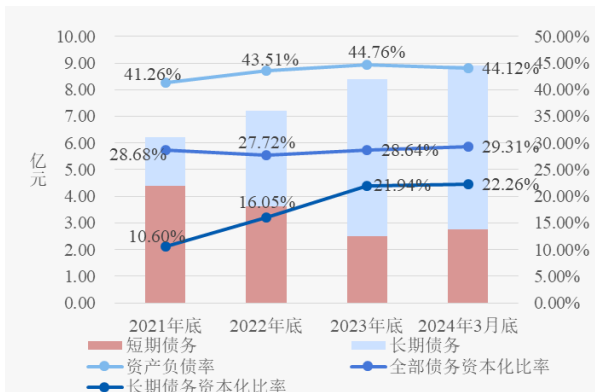
图表 9 · 2023 年底公司负债结构



资料来源：联合资信根据公司财报整理

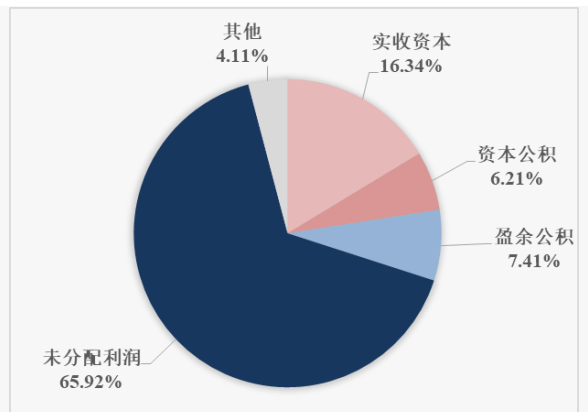
截至 2023 年底，公司负债总额 16.98 亿元，较上年底增长 17.11%，主要系发行“赫达转债”所致；流动负债占 51.32%，以经营性负债为主；非流动负债中长期借款较上年大幅下降，应付债券大幅增长，主要系公司以募集资金置换预先投入募投项目的自筹资金所致。截至 2023 年底，公司全部债务 8.41 亿元，较上年底增长 16.47%，短期债务占 29.95%，各项债务指标有所上升，但债务负担仍较轻。截至 2024 年 3 月底，公司长期债务主要于 2028 年及以后到期，公司 2025—2027 年集中偿付压力不大。

图表 10 · 公司债务指标变化



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 11 · 2023 年底公司所有者权益



资料来源：联合资信根据公司财报整理

截至 2023 年底，公司所有者权益 20.95 亿元，较上年底增长 11.33%，主要系利润积累所致，未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 38.50 亿元，负债总额 16.99 亿元，所有者权益 21.51 亿元；资产、负债和权益规模与结构较上年底变化不大。

跟踪期内，公司营业利润率持续下降，与所选公司相比净资产收益率尚可，经营活动现金流入量可以覆盖投资活动现金流出量，筹资压力不大。

2023 年，公司实现营业总收入 15.56 亿元，同比下降 9.70%；营业成本 11.00 亿元，同比下降 2.98%；营业利润率为 28.30%，同比下降 4.96 个百分点；期间费用率为 13.73%，费用控制情况尚可；投资收益 0.31 亿元，对利润影响不大；公司实现利润总额 2.59 亿元，同比下降 36.69%。2024 年 1—3 月，公司营业总收入有所增长，利润总额有所下降，详见章节“（三）经营方面”分析。

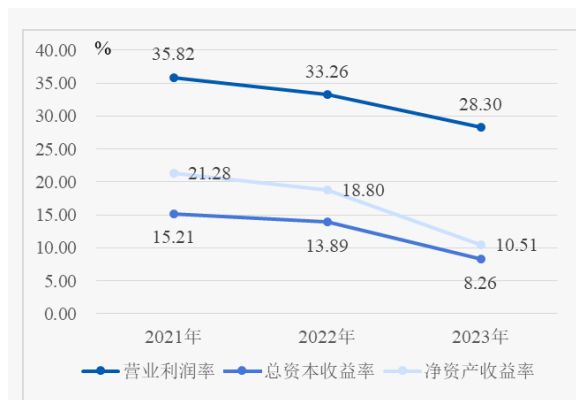
与所选上市公司相比，公司毛利率较高，经营效率较低，资产负债率较低，净资产收益率尚可。

图表 12 · 2023 年同行业公司财务指标对比

证券简称	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净资产收益率 (%)	综合毛利率 (%)	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)	总资产周转率 (次)	资产负债率 (%)
晨光生物	68.72	4.94	13.99	11.61	2.32	17.92	0.89	58.64
日科化学	25.38	0.84	3.27	9.09	10.20	8.15	0.73	34.57
瑞丰高材	17.76	0.85	7.47	18.26	6.91	6.11	0.86	47.52
昊华科技	78.52	9.00	10.52	26.65	5.02	4.76	0.50	45.71
山河药辅	8.39	1.65	17.60	31.69	6.19	12.54	0.62	39.38
山东赫达	15.56	2.20	10.51	29.29	3.93	4.35	0.44	44.76

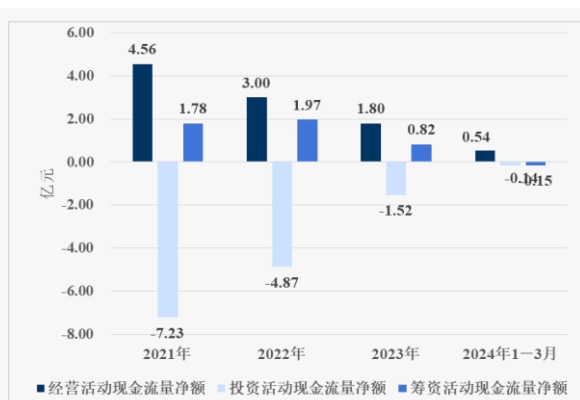
资料来源：Wind

图表 13 · 公司盈利指标变化情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 14 · 公司现金流变化情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

2023 年，公司现金收入比为 95.35%，收入实现质量一般；经营活动现金净流入同比大幅下降，投资活动持续净流出，经营活动现金流入量可以覆盖投资活动现金流出量，筹资压力不大。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现尚可、长期偿债指标表现较好，作为上市公司具备直接融资渠道，剩余间接融资空间有待拓宽。

图表 15 · 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	82.86	116.83
	速动比率 (%)	59.47	80.29
	经营现金/流动负债 (%)	28.97	20.63
	经营现金/短期债务 (倍)	0.83	0.71
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.55	1.15

长期偿债指标	EBITDA（亿元）	5.22	4.39
	全部债务/EBITDA（倍）	1.38	1.92
	经营现金/全部债务（倍）	0.42	0.21
	EBITDA/利息支出（倍）	24.66	14.25
	经营现金/利息支出（倍）	14.16	5.84

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财报整理

公司短期偿债指标表现尚可。2023年，公司流动比率表现尚可，速动比率表现较弱，公司经营现金和现金类资产对短期债务保障程度高。

公司长期偿债指标表现较好。2023年，公司EBITDA和经营现金对全部债务覆盖程度较高，对利息支出覆盖程度很高。

截至2023年底，公司无对外担保情况和重大诉讼情况。

截至2024年3月底，公司共获银行授信6.05亿元，已使用3.25亿元，间接融资空间有待拓宽。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主从事纤维素醚业务，债务负担较轻。

截至2023年底，公司本部资产总额28.95亿元，较上年底增长27.09%；负债总额11.40亿元，较上年底增长62.91%；全部债务6.92亿元，全部债务资本化比率28.28%，债务负担较轻；所有者权益为17.55亿元，较上年底增长11.21%。

2023年，公司本部营业总收入为13.50亿元，利润总额为2.17亿元。

（五）ESG分析

公司ESG表现良好。

公司披露了《2023年度环境、社会及治理（ESG）报告》。环境方面，公司及其子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，跟踪期内公司无超标排放情况。2023年，公司更新了纤维素醚事业部突发环境事件应急预案，2023年9月8日在淄博市环境保护局备案成功。公司按照各项目环境影响报告书监测计划要求编写监测方案，委托山东嘉誉测试科技有限公司进行检测。2023年，公司在环境治理和保护方面累计投入4734.16万元，缴纳环境保护税1.83万元。社会责任方面，公司有效运行职业健康安全管理体系，2023年未发生死亡、火灾等事故，达成年度安全健康管理目标。公司治理方面，公司三位实控人为一致行动人，合计持有公司40.54%的股份，对公司控制权较强。公司实控人之一毕于东担任公司董事长，能够较为便捷监督管理层履职情况。2024年5月17日，公司获得企业社会责任评级服务提供商EcoVadis银牌认证。

七、债券偿还能力分析

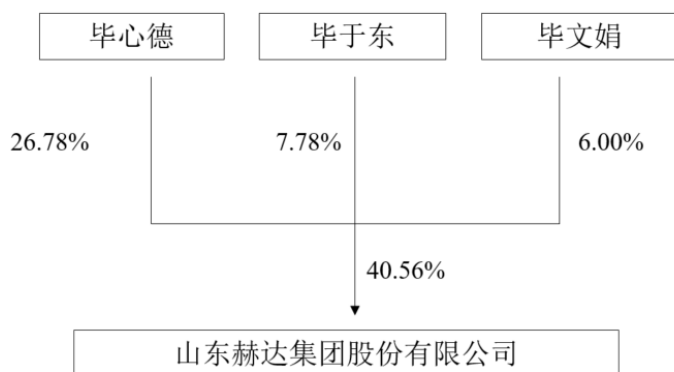
公司经营现金流和EBITDA对“赫达转债”保障程度尚可，考虑到未来转股因素，公司对“赫达转债”的保障能力或将提升。

截至2024年3月底，“赫达转债”余额为6.00亿元，将于2029年到期。2023年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为“赫达转债”余额的2.54倍、0.30倍和0.73倍，对“赫达转债”保障程度尚可。考虑到未来转股因素，公司对偿还债券的保障能力或将提升。

八、跟踪评级结论

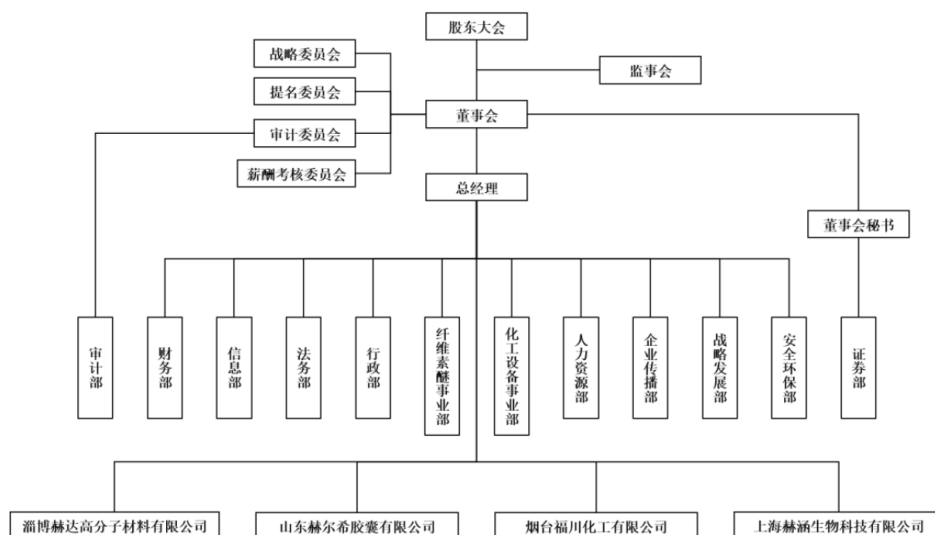
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“赫达转债”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金	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

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.98	2.91	3.04
应收账款（亿元）	3.67	3.48	4.06
其他应收款（亿元）	0.21	0.39	0.36
存货（亿元）	2.42	3.18	3.43
长期股权投资（亿元）	0.37	0.41	0.41
固定资产（亿元）	8.02	21.80	21.23
在建工程（亿元）	14.02	1.62	1.74
资产总额（亿元）	33.31	37.93	38.50
实收资本（亿元）	3.42	3.42	3.42
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	18.82	20.95	21.51
短期债务（亿元）	3.62	2.52	2.76
长期债务（亿元）	3.60	5.89	6.16
全部债务（亿元）	7.22	8.41	8.92
营业总收入（亿元）	17.23	15.56	4.35
营业成本（亿元）	11.34	11.00	3.26
其他收益（亿元）	0.06	0.11	0.04
利润总额（亿元）	4.10	2.59	0.65
EBITDA（亿元）	5.22	4.39	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	15.73	14.84	3.74
经营活动现金流入小计（亿元）	17.10	15.26	3.81
经营活动现金流量净额（亿元）	3.00	1.80	0.54
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.87	-1.52	-0.14
筹资活动现金流量净额（亿元）	1.97	0.82	-0.15
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.70	3.82	--
存货周转次数（次）	4.78	3.93	--
总资产周转次数（次）	0.58	0.44	--
现金收入比（%）	91.24	95.35	85.84
营业利润率（%）	33.26	28.30	23.89
总资本收益率（%）	13.89	8.26	--
净资产收益率（%）	18.80	10.51	--
长期债务资本化比率（%）	16.05	21.94	22.26
全部债务资本化比率（%）	27.72	28.64	29.31
资产负债率（%）	43.51	44.76	44.12
流动比率（%）	82.86	116.83	133.19
速动比率（%）	59.47	80.29	92.61
经营现金流动负债比（%）	28.97	20.63	--
现金短期债务比（倍）	0.55	1.15	1.10
EBITDA 利息倍数（倍）	24.66	14.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.38	1.92	--

注：1.公司 2024 年一季度财务报告未经审计；2. “--” 表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.93	1.44	/
应收账款（亿元）	2.75	2.77	/
其他应收款（亿元）	5.78	10.95	/
存货（亿元）	1.98	2.32	/
长期股权投资（亿元）	3.29	3.70	/
固定资产（亿元）	4.42	6.27	/
在建工程（亿元）	2.25	0.13	/
资产总额（亿元）	22.78	28.95	/
实收资本（亿元）	3.42	3.42	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	15.78	17.55	/
短期债务（亿元）	2.82	1.19	/
长期债务（亿元）	0.04	5.73	/
全部债务（亿元）	2.86	6.92	/
营业总收入（亿元）	14.82	13.50	/
营业成本（亿元）	10.37	10.12	/
其他收益（亿元）	0.04	0.08	/
利润总额（亿元）	2.89	2.17	/
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	11.99	11.73	/
经营活动现金流入小计（亿元）	12.69	12.70	/
经营活动现金流量净额（亿元）	1.46	1.45	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.62	-5.23	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.00	4.47	/
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.36	4.13	/
存货周转次数（次）	5.14	4.71	/
总资产周转次数（次）	0.70	0.52	/
现金收入比（%）	80.90	86.89	/
营业利润率（%）	29.32	24.41	/
总资本收益率（%）	13.87	8.49	/
净资产收益率（%）	15.92	10.80	/
长期债务资本化比率（%）	0.23	24.63	/
全部债务资本化比率（%）	15.35	28.28	/
资产负债率（%）	30.73	39.38	/
流动比率（%）	179.28	331.16	/
速动比率（%）	149.86	288.83	/
经营现金流动负债比（%）	21.69	26.50	/
现金短期债务比（倍）	0.33	1.22	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司本部未披露 2024 年一季度财务报表；2. “/” 表示指标未获取
 资料来源：联合资信根据公司财报整理

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	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
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	
总资产收益率	(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