

2022年10月30日

公司研究

评级: 买入(维持)

研究所

证券分析师: 李永磊 S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

证券分析师: 董伯骏 S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

## Q3 业绩短期承压，静待植物胶囊需求复苏

### ——山东赫达(002810)点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/10/28

表现	1M	3M	12M
山东赫达	-20.3%	-36.0%	-52.3%
沪深300	-7.5%	-16.2%	-27.2%

市场数据

2022/10/28

当前价格(元)	23.40
52周价格区间(元)	23.40-62.47
总市值(百万)	8,013.24
流通市值(百万)	7,397.06
总股本(万股)	34,244.60
流通股本(万股)	31,611.39
日均成交额(百万)	277.63
近一月换手(%)	1.84

《山东赫达深度报告之一: 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(买入)\*化学制品\*董伯骏, 李永磊》——2022-08-18

《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

## 事件:

10月27日, 公司发布2022年三季报: 2022年前三季度, 公司实现营业收入13.32亿元, 同比+13.76%; 实现归母净利润3.06亿元, 同比+10.55%; 加权平均净资产收益率为16.75%, 同比减少1.76个百分点。销售毛利率33.56%, 同比减少2.07个百分点; 销售净利率22.96%, 同比减少0.66个百分点。前三季度经营活动现金流净额2.2亿元。

其中, 2022年Q3实现营收4.25亿元, 同比+1.54%, 环比-17.62%; 实现归母净利润0.81亿元, 同比-11.38%, 环比-37.58%; 平均净资产收益率为4.47%, 同比-1.80个pct, 环比-3.06个pct。销售毛利率31.22%, 同比-4.39个pct, 环比-5.75个pct; 销售净利率18.96%, 同比-2.76个百分点, 环比-6.06个百分点。Q3经营活动现金流净额0.97亿元。

## 投资要点:

### ■ Q3 业绩短期承压，静待欧美植物胶囊市场恢复

2022年前三季度, 公司实现营业收入13.32亿元, 同比+13.76%; 归母净利润3.06亿元, 同比+10.55%; 其中, 2022年Q3实现营收4.25亿元, 同比+1.54%, 环比-17.62%; 实现归母净利润0.81亿元, 同比-11.38%, 环比-37.58%。分产品板块来看, 公司纤维素醚业务稳中有升, 建材级纤维素醚主要竞争对手产能集中在欧洲, 受欧洲能源成本上升影响, 公司扩大海外市占率, 销量同比提升; 医药食品级纤维素醚以外售为主, 每亿粒植物胶囊大约消耗12吨纤维素醚。植物胶囊2022年H1销量77亿粒, Q3受主要销售地区美国通胀影响, 叠加海外竞争对手Capsugel和ACG今年有新增产能, 公司植物胶囊出口存在一定压力。

期间费用率方面, 2022年Q3销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.60%、11.53%、-3.00%, 同比变动+0.43个pct、+2.98个pct、-0.77个pct, 管理费用率上升, 由于本期检修费用列报至管理费用以及因疫情原因导致人员费用增加; 财务费用率下降, 主要由于公司汇兑收益增加。

### ■ 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，据公司 10 月 30 日公告，高青一期项目试生产，新增建材级和医药食品级纤维素醚分别为 2 万吨、1 万吨；截止至三季报，公司植物胶囊已具备 58 条生产线，年产能 330 亿粒，随着公司持续开拓市场，植物胶囊产销有望复苏。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，10 月 1 日，发行可转债申请获证监会受理。

从固定资产和在建工程的角度，截止至 2022 年三季报，公司固定资产 7.42 亿元，在建工程 11.93 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。

### ■ 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，布局植物肉领域。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，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、二期占地 110 亩，一期基建规划产能 3 万吨，两期规划合计 10 万吨。看好公司未来继续向纤维素醚产业链上下游拓展。

表 1: 公司分业务数据

业务板块	2019	2020	2021	2022H1	2022Q1-Q3	
纤维素醚	营收 (百万元)	765	899	976	559	
	毛利 (百万元)	215	290	315	186	
	毛利率 (%)	28.2%	32.3%	32.3%	33.2%	
植物胶囊	营收 (百万元)	104	196	317	179	
	毛利 (百万元)	67	123	202	113	
	毛利率 (%)	64.0%	62.9%	63.7%	63.0%	
原乙酸三甲酯	营收 (百万元)	116	87	55	29	
	毛利 (百万元)	53	32	12	5	
	毛利率 (%)	45.7%	36.9%	21.5%	16.8%	
双丙酮丙烯酰胺	营收 (百万元)	36	41	49	22	
	毛利 (百万元)	11	14	13	8	
	毛利率 (%)	31.5%	32.8%	26.6%	36.3%	
石墨类化工设备	营收 (百万元)	38	35	37	24	
	毛利 (百万元)	15	12	12	10	
	毛利率 (%)	39.3%	33.9%	31.5%	43.0%	
化工产品贸易	营收 (百万元)	52	49	123	89	
	毛利 (百万元)	10	9	14	16	
	毛利率 (%)	19.2%	18.6%	11.5%	17.7%	
营收合计 (百万元)		1113	1309	1560	907	1332
毛利合计 (百万元)		373	481	570	341	474
毛利率		33.5%	36.8%	36.6%	37.6%	35.6%
净利润合计 (百万元)		162	255	330	225	306

资料来源: wind, 国海证券研究所

■ **盈利预测和投资评级** 受美国通胀影响，公司植物胶囊下游需求承压，我们调整公司业绩，预计 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 3.95/5.35/7.03 亿元，对应 PE 为 20、15、11 倍，公司未来成长路径清晰：高青项目逐渐落地、植物胶囊产能持续增加、植物肉未来量产，因此维持“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。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1560	1789	2381	3014
增长率（%）	19	15	33	27
归母净利润（百万元）	330	395	535	703
增长率（%）	31	20	36	32
摊薄每股收益（元）	0.97	1.15	1.56	2.05
ROE（%）	21	20	22	22
P/E	63.47	20.31	14.99	11.39
P/B	13.62	4.13	3.23	2.52
P/S	13.52	4.48	3.37	2.66
EV/EBITDA	44.95	17.99	12.23	9.40

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：山东赫达盈利预测表

证券代码:	002810				股价:	23.40		投资评级:	买入		日期:	2022/10/28	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	21%	20%	22%	22%	EPS	0.97	1.15	1.56	2.05				
毛利率	37%	35%	36%	37%	BVPS	4.52	5.67	7.23	9.29				
期间费率	7%	7%	7%	7%	<b>估值</b>								
销售净利率	21%	22%	22%	23%	P/E	63.47	20.31	14.99	11.39				
<b>成长能力</b>					P/B	13.62	4.13	3.23	2.52				
收入增长率	19%	15%	33%	27%	P/S	13.52	4.48	3.37	2.66				
利润增长率	31%	20%	36%	32%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
总资产周转率	0.59	0.55	0.59	0.63	营业收入	1560	1789	2381	3014				
应收账款周转率	5.23	5.70	5.40	5.49	营业成本	990	1167	1525	1904				
存货周转率	6.73	8.35	7.47	8.07	营业税金及附加	11	18	21	26				
<b>偿债能力</b>					销售费用	20	21	24	30				
资产负债率	41%	41%	39%	33%	管理费用	86	116	139	169				
流动比	0.96	0.92	0.90	1.03	财务费用	10	-21	13	14				
速动比	0.66	0.68	0.61	0.70	其他费用/(-收入)	71	74	98	121				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业利润	377	456	615	808				
现金及现金等价物	168	222	152	127	营业外净收支	0	0	0	0				
应收款项	302	319	447	557	利润总额	377	456	615	808				
存货净额	232	214	319	374	所得税费用	47	61	80	105				
其他流动资产	108	153	165	210	净利润	330	395	535	703				
<b>流动资产合计</b>	<b>810</b>	<b>908</b>	<b>1082</b>	<b>1268</b>	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	761	1098	1497	1896	归属于母公司净利润	330	395	535	703				
在建工程	694	836	972	1048	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
无形资产及其他	352	406	468	526	经营活动现金流	456	329	690	736				
长期股权投资	19	28	29	34	净利润	330	395	535	703				
<b>资产总计</b>	<b>2636</b>	<b>3274</b>	<b>4047</b>	<b>4772</b>	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	195	419	337	222	折旧摊销	93	80	121	131				
应付款项	509	408	659	744	公允价值变动	-1	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	23	-129	55	-74				
其他流动负债	138	160	210	261	投资活动现金流	-723	-580	-676	-626				
<b>流动负债合计</b>	<b>842</b>	<b>987</b>	<b>1205</b>	<b>1227</b>	资本支出	-699	-602	-706	-654				
长期借款及应付债券	182	282	302	302	长期投资	-19	-14	-9	-11				
其他长期负债	63	63	63	63	其他	-5	36	38	39				
<b>长期负债合计</b>	<b>245</b>	<b>345</b>	<b>365</b>	<b>365</b>	筹资活动现金流	178	306	-84	-135				
<b>负债合计</b>	<b>1087</b>	<b>1332</b>	<b>1570</b>	<b>1592</b>	债务融资	196	324	-62	-115				
股本	343	342	342	342	权益融资	27	0	0	0				
股东权益	1548	1943	2477	3180	其它	-45	-18	-22	-21				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2636</b>	<b>3274</b>	<b>4047</b>	<b>4772</b>	现金净增加额	-93	54	-70	-25				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

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年半化工行业研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

刘学，美国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。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

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，1年半化工行业研究经验。

## 【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。