

证券研究报告
化工行业
2022年07月28日



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

评级：买入(首次覆盖)

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	-6.5%	-9.8%	-19.9%
沪深300	-4.9%	8.5%	-11.1%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1560	2062	2751	3310
增长率(%)	19	32	33	20
归母净利润 (百万元)	330	531	736	868
增长率(%)	31	61	39	18
摊薄每股收益 (元)	0.97	1.55	2.15	2.53
ROE(%)	21	26	26	24
P/E	63.47	20.62	14.88	12.62
P/B	13.62	5.27	3.89	2.97
P/S	13.52	5.31	3.98	3.31
EV/EBITDA	44.95	17.00	11.75	9.74

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

Q2业绩环比+34%，多产品扩能打开成长空间

事件：2022年7月26日，山东赫达（002810）发布2022半年度报告：2022年上半年实现营业收入9.07亿元，同比+20.54%；实现归母净利润2.25亿元，同比+21.28%；ROE为12.66%，同比下降0.57个pct。销售净利率24.83%，同比上升0.15个pct，销售毛利率37.60%，同比下降1.16个百分点；经营活动现金流量1.24亿元。

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%；ROE为7.53%，同比下降0.35个pct，环比上升1.5个pct。销售毛利率36.97%，同比下降1.22个pct，环比下降1.46个pct；销售净利率25.02%，同比上升0.01个pct，环比上升0.44个pct。经营活动现金流量1.08亿元。

点评：

2022H1归母净利润环比+34%，赫尔希胶囊业绩贡献大

2022年H1实现营业收入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%。公司业绩实现高质量增长，分产品板块来看，两大主要业务均实现良好增长，纤维素醚业务销售收入5.59亿元，同比+20.04%，毛利率为33.2%；植物胶囊业务销售收入1.79亿元，同比+21.78%，毛利率为63.0%。其中，子公司赫尔希植物胶囊产品产能释放，加大市场开发力度，国外需求旺盛，收入及利润较去年出现较大幅度增长，业绩贡献贡献大。2022H1赫尔希实现销售收入2.35亿元，同比增长53.53%，净利润0.93亿元，同比增长57.60%。

期间费用率方面，2022H1销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.10%、10.16%、-0.87%，同比变动-0.03个pct、+1.41个pct、-1.09个pct，管理费用率上升，由于公司检修费用列报至管理费用以及疫情导致人员费用增加；财务费用率下降，由于公司汇兑收益增加及贷款贴息的冲减。

2021H1公司大力开拓海外市场，提高市场占有率，出口收入同比+34.93%，随着海运费价格的回落，预计公司出口业务将受益。

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。

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。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32.01%。

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，有望成为全球最大植物基食品单体生产工厂。

盈利预测和投资评级：公司纤维素醚、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。我们看好公司多产品扩能带来的长期成长。预计2022/2023/2024年归母净利润分别为5.31/7.36/8.68亿元，对应PE为21、15、13倍，首次覆盖，给予“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：公司主要产品及产能情况（现有及未来新增）



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	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	2025年
原乙酸三甲酯		5000吨/年	5000吨/年	2025年
双丙酮丙烯酰胺		1000吨/年	1000吨/年	2025年

资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

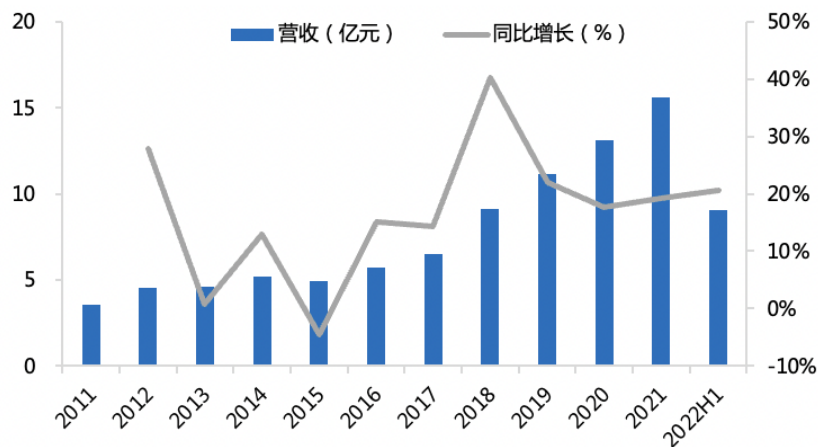
图表：公司分半年度业务数据

		2019	2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1
纤维素醚	销量 (吨)	29200	35194	35217			
	单吨价格 (万元/吨)	2.62	2.56	2.77			
	营收 (百万元)	765	899	976	465	510	559
	毛利 (百万元)	215	290	315	159	156	186
	毛利率 (%)	28.2%	32.3%	32.3%	34.2%	30.5%	33.2%
植物胶囊	销量 (亿粒)	49.69	89.71	141.53			
	单吨价格 (万元/亿粒)	209.56	218.25	224.30			
	营收 (百万元)	104	196	317	147	170	179
	毛利 (百万元)	67	123	202	98	104	113
	毛利率 (%)	64.0%	62.9%	63.7%	66.5%	61.2%	63.0%
原乙酸三甲酯	营收 (百万元)	116	87	55	34	21	29
	毛利 (百万元)	53	32	12	9	3	5
	毛利率 (%)	45.7%	36.9%	21.5%	27.2%	12.5%	16.8%
双丙酮丙烯酰胺	营收 (百万元)	36	41	49	25	25	22
	毛利 (百万元)	11	14	13	7	6	8
	毛利率 (%)	31.5%	32.8%	26.6%	27.6%	25.7%	36.3%
石墨类化工设备	营收 (百万元)	38	35	37	20	17	24
	毛利 (百万元)	15	12	12	6	5	10
	毛利率 (%)	39.3%	33.9%	31.5%	32.5%	30.4%	43.0%
化工产品贸易	营收 (百万元)	52	49	123	60	62	89
	毛利 (百万元)	10	9	14	11	3	16
	毛利率 (%)	19.2%	18.6%	11.5%	18.1%	5.1%	17.7%
营收合计 (百万元)		1113	1309	1560	753	808	907
毛利合计 (百万元)		373	481	570	292	279	341
净利润合计 (百万元)		162	255	330	186	144	225

资料来源：公司公告，国海证券研究所

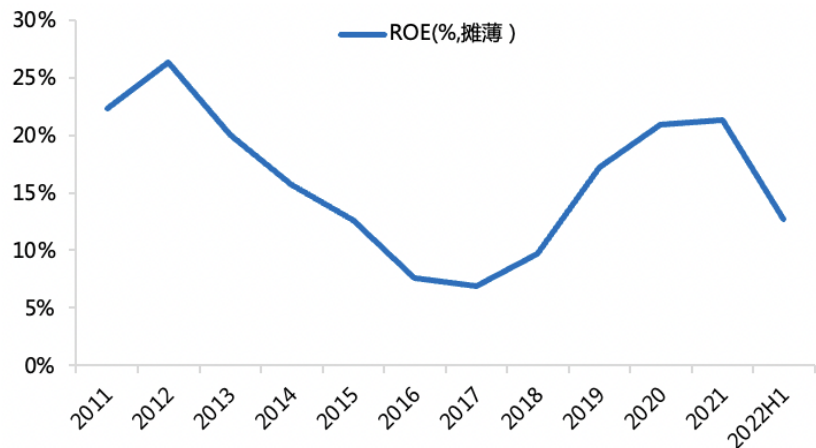
2022H1归母净利润同比增长21.28%

图表：2022H1营收增长20.54%



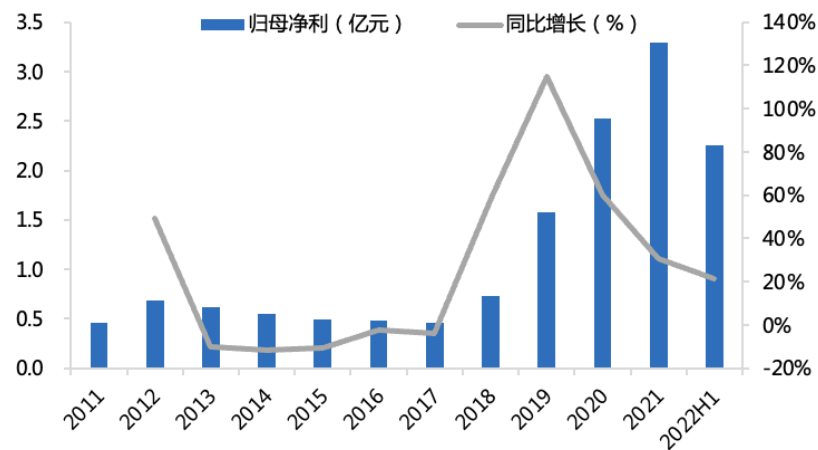
资料来源: wind, 国海证券研究所

图表：公司净资产收益率情况



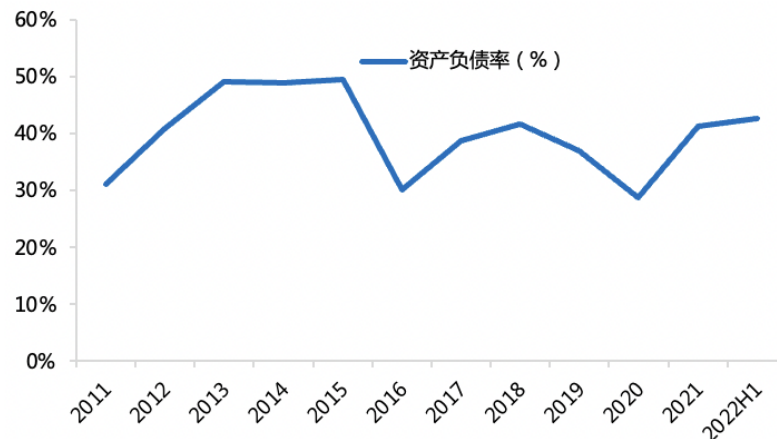
资料来源: wind, 国海证券研究所

图表：2022H1归母净利润增长21.28%



资料来源: wind, 国海证券研究所

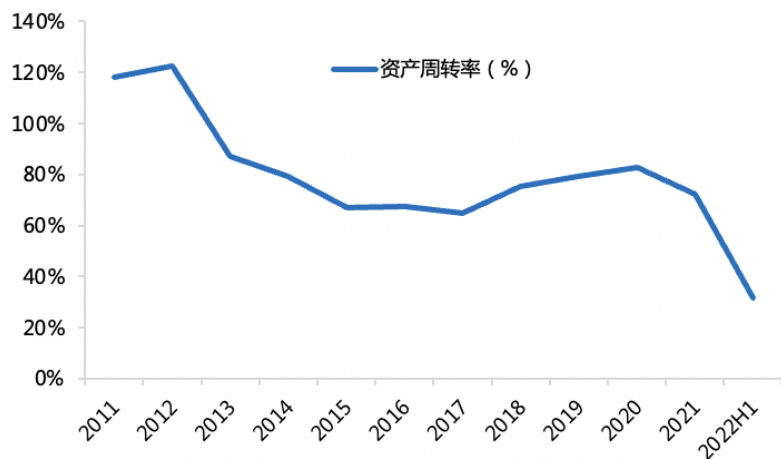
图表：2022H1资产负债率略升



资料来源: wind, 国海证券研究所

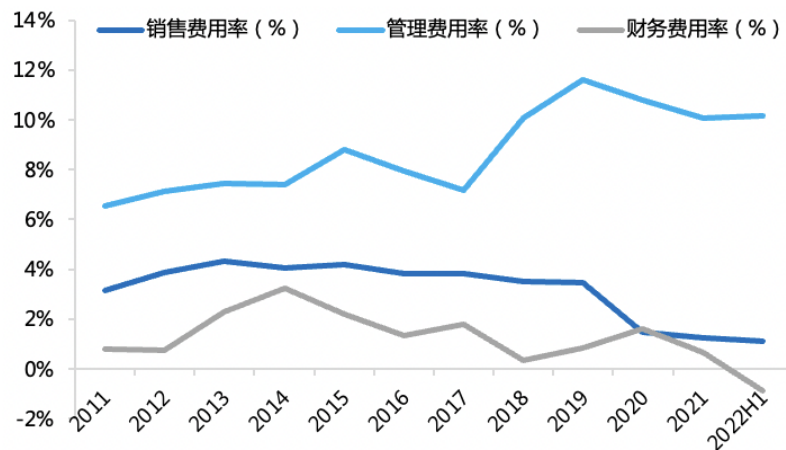
2022H1销售净利率提升至24.83%

图表：2022H1资产周转率降至31.66%



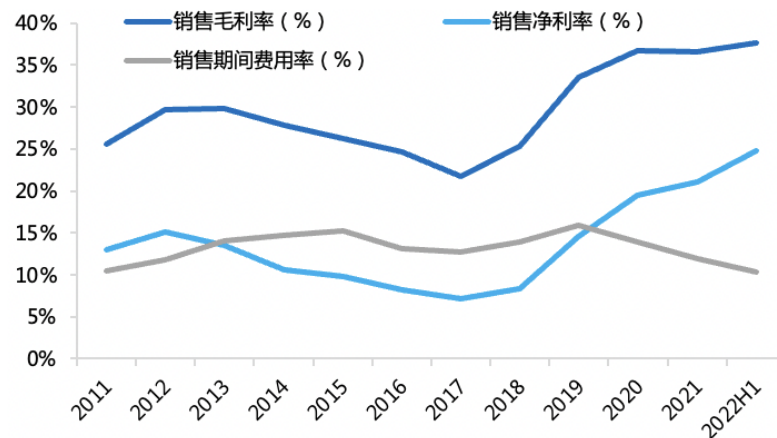
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1销售费用率、管理费用率基本持平



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1毛利率、净利率上升



资料来源：wind, 国海证券研究所

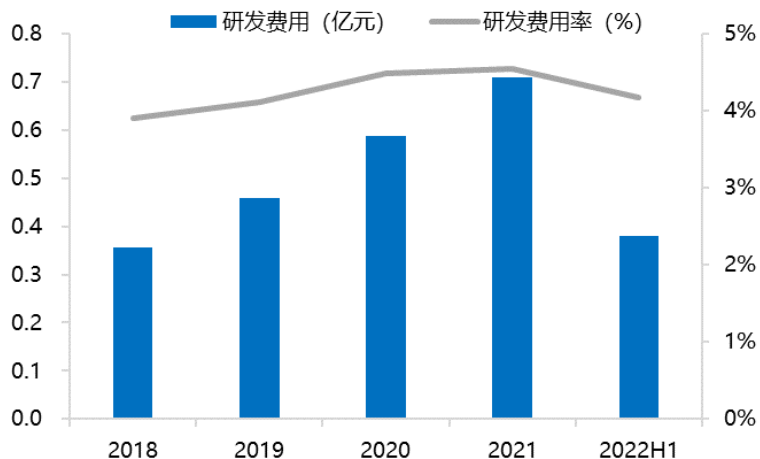
图表：公司经营活动现金流情况



资料来源：wind, 国海证券研究所

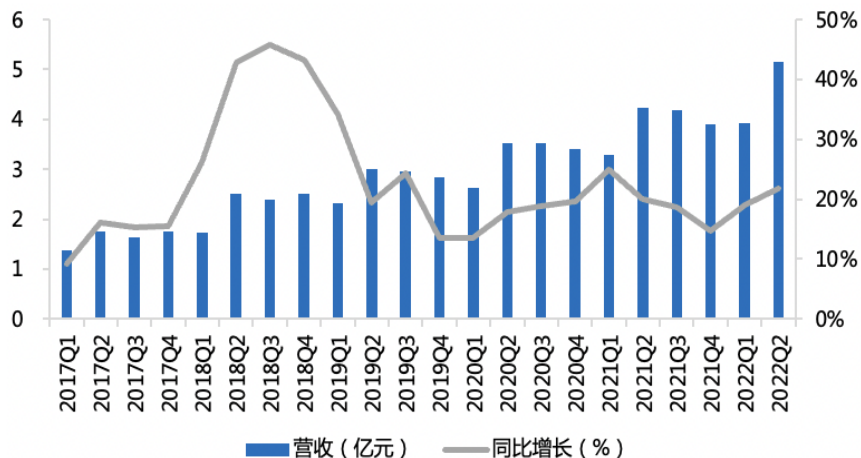
2022Q2归母净利润环比增长33.90%

图表：2022H1研发费用达0.38亿元



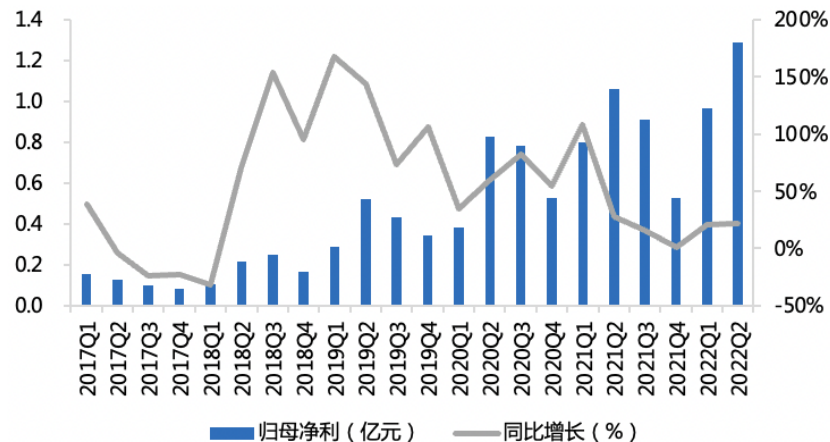
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2营收同增21.70%



资料来源：wind, 国海证券研究所

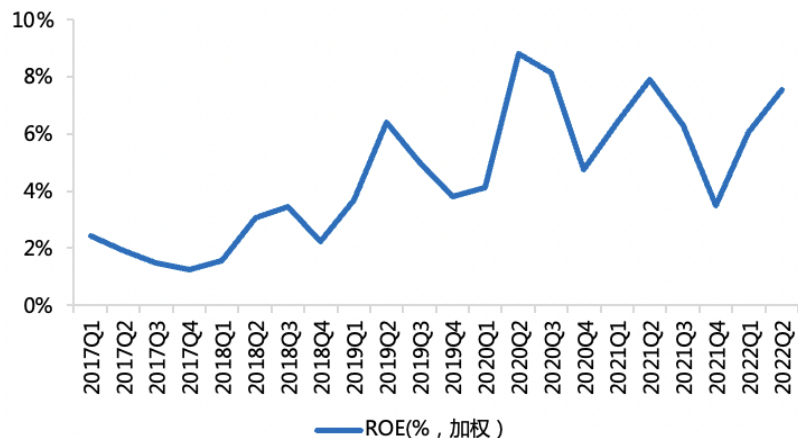
图表：2022Q2归母净利润同增21.75%，环增33.90%



资料来源：wind, 国海证券研究所

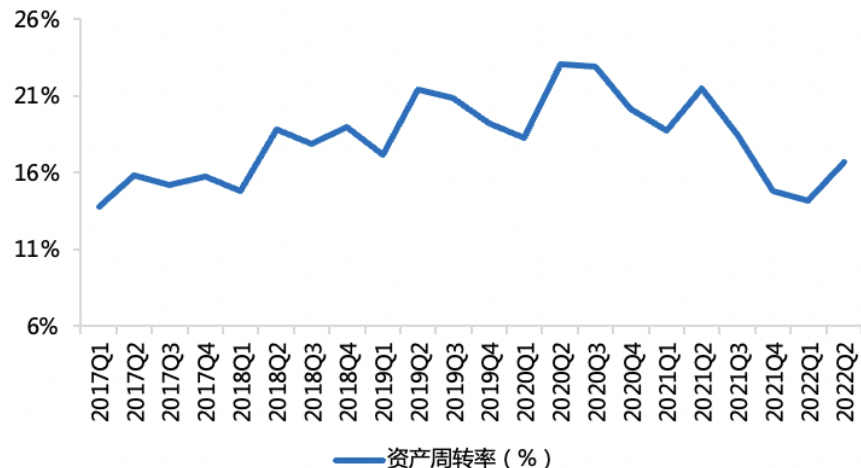
2022Q2 ROE、资产周转率上升

图表：季度净资产收益率



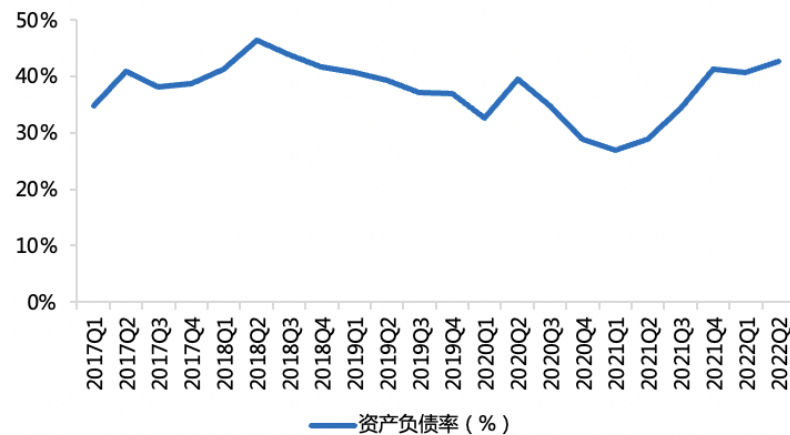
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



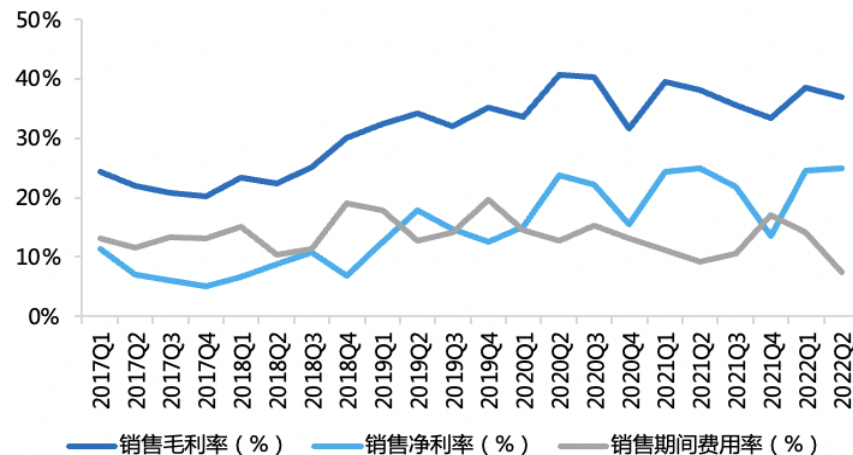
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

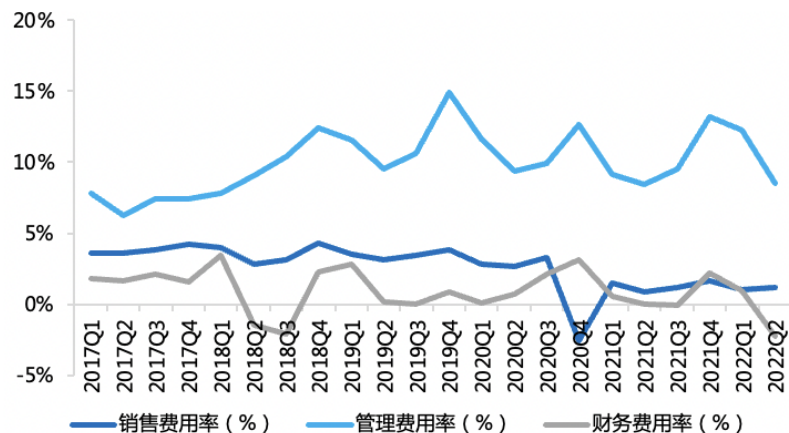
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

2022Q2费用率下降，经营现金流大增

图表：2022Q2期间费用率下降



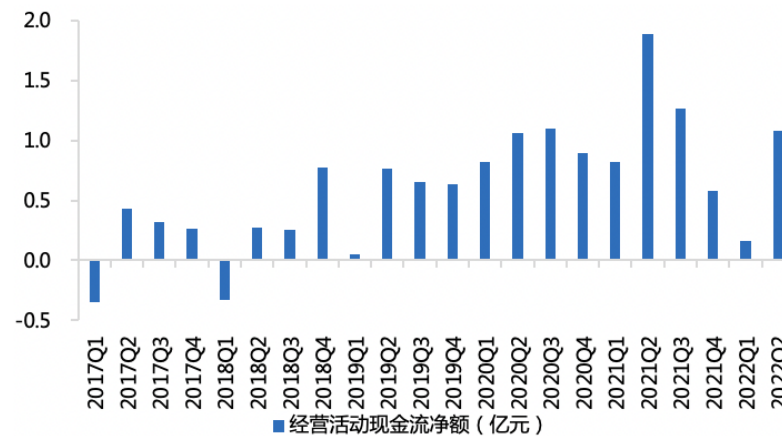
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind, 国海证券研究所

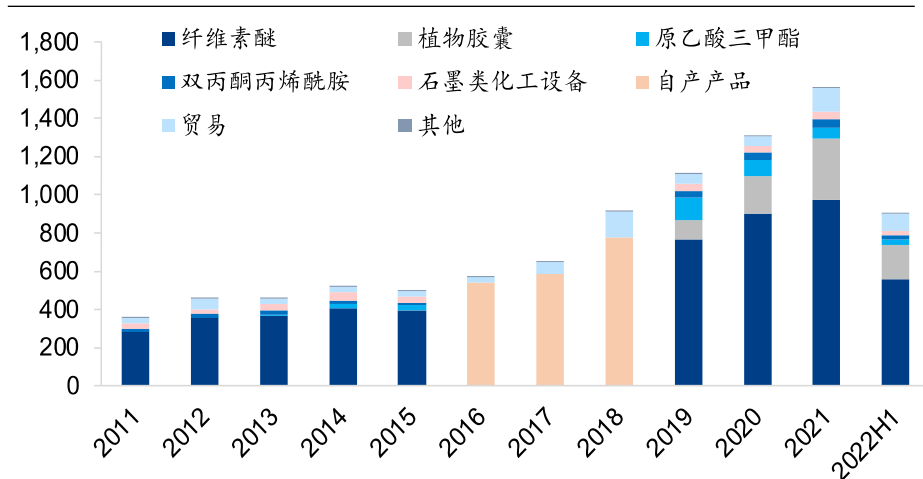
图表：2022Q2经营活动现金流大增



资料来源：wind, 国海证券研究所

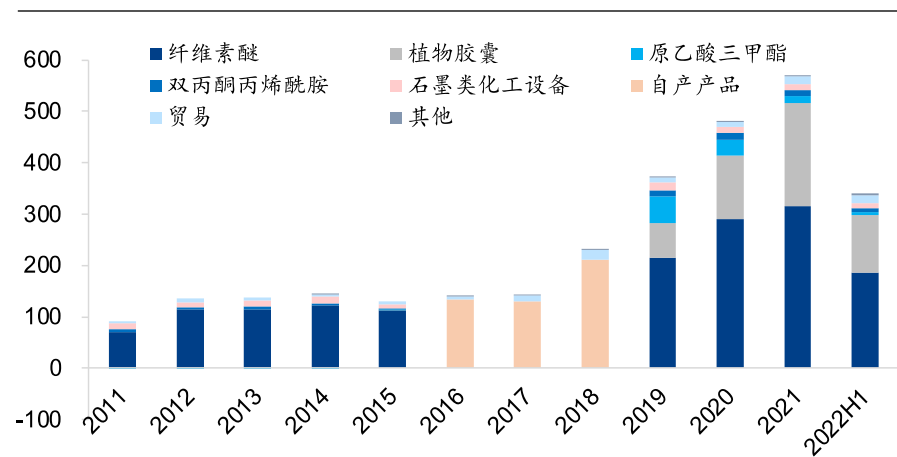
2022H1纤维素醚、植物胶囊毛利上升

图表：2022H1公司主要产品收入情况（百万元）



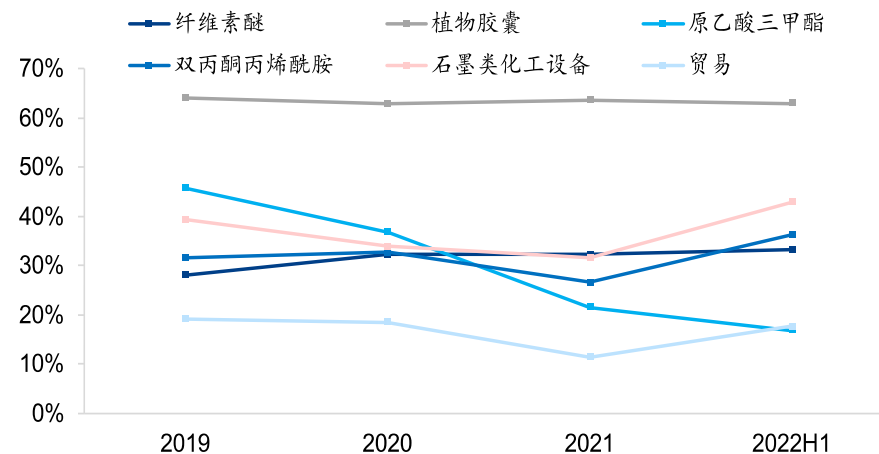
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1公司主要产品毛利情况（百万元）



资料来源：wind, 国海证券研究所

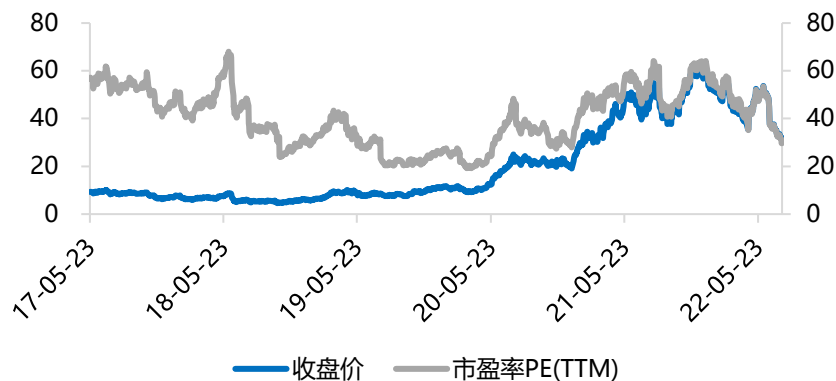
图表：2022H1公司主要产品毛利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

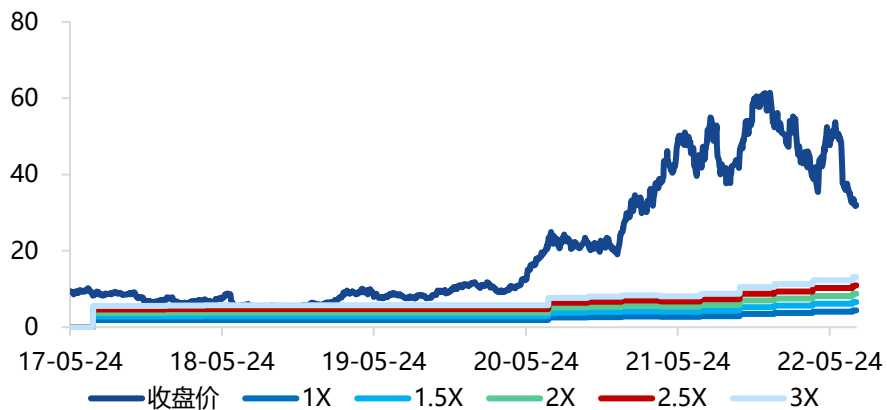
请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

图表：收盘价及PE (TTM)



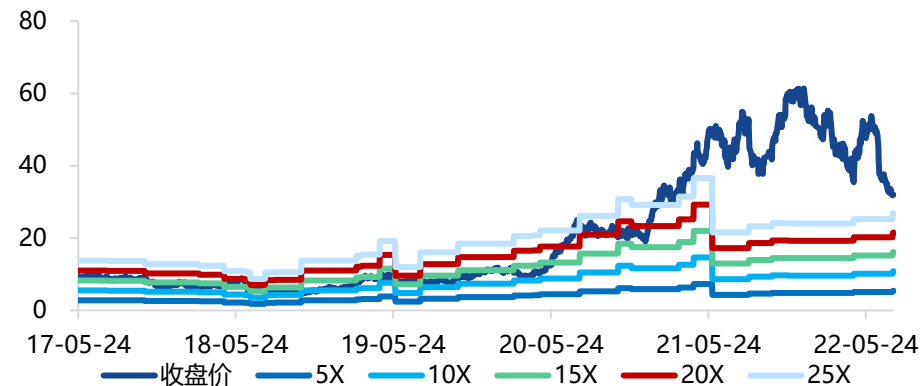
资料来源: wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



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。预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为5.31/7.36/8.68亿元，对应PE为21、15、13倍，首次覆盖，给予“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：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1560.49	2061.82	2751.00	3309.80
增长率(%)	19.22	32.13	33.43	20.31
归母净利润（百万元）	329.54	531.01	735.91	867.84
增长率(%)	30.65	61.14	38.59	17.93
摊薄每股收益（元）	0.97	1.55	2.15	2.53
ROE(%)	21.28	25.54	26.14	23.56
P/E	63.47	20.62	14.88	12.62
P/B	13.62	5.27	3.89	2.97
P/S	13.52	5.31	3.98	3.31
EV/EBITDA	44.95	17.00	11.75	9.74

资料来源：wind, 国海证券研究所

山东赫达盈利预测表

证券代码: 002810.SZ

股价: 36.59

投资评级: 买入

日期: 2022/07/28

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	154	365	732	营业收入	1560	2062	2751	3310	每股指标				
应收款项	302	375	517	612	营业成本	990	1232	1609	1963	EPS	0.97	1.55	2.15	2.53
存货净额	232	226	336	385	营业税金及附加	11	21	25	28	BVPS	4.52	6.07	8.22	10.75
其他流动资产	108	167	180	224	销售费用	20	23	30	33	估值				
流动资产合计	810	922	1398	1953	管理费用	86	123	162	192	P/E	63.5	20.6	14.9	12.6
固定资产	761	1100	1483	1838	财务费用	10	16	15	10	P/B	13.6	5.3	3.9	3.0
在建工程	694	670	741	744	其他费用/(-收入)	71	87	116	139	P/S	7.0	5.3	4.0	3.3
无形资产及其他	352	406	468	526	营业利润	377	613	848	998	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	3125	4118	5095	利润总额	377	613	848	998	盈利能力				
短期借款	195	100	20	10	所得税费用	47	82	112	130	ROE	21%	26%	26%	24%
应付款项	509	431	695	767	净利润	330	531	736	868	毛利率	37%	40%	42%	41%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	期间费率	7%	8%	8%	7%
其他流动负债	138	170	223	270	归属于母公司净利润	330	531	736	868	销售净利率	21%	26%	27%	26%
流动负债合计	842	701	938	1047	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	415	885	905	收入增长率	19%	32%	33%	20%
其他长期负债	63	63	63	63	净利润	330	531	736	868	利润增长率	31%	61%	39%	18%
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	1046	1303	1412	折旧摊销	93	80	120	126	总资产周转率	0.59	0.66	0.67	0.65
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	2079	2815	3683	营运资金变动	23	-172	53	-69	存货周转率	6.73	9.12	8.18	8.59
负债和股东权益总计	2636	3125	4118	5095	投资活动现金流	-723	-415	-595	-509	偿债能力				
					资本支出	-699	-438	-624	-531	资产负债率	41%	33%	32%	28%
					长期投资	-19	-14	-9	-11	流动比	0.96	1.32	1.49	1.87
					其他	-5	37	37	33	速动比	0.66	0.96	1.09	1.46
					筹资活动现金流	178	-13	-79	-29					
					债务融资	196	5	-60	-10					
					权益融资	27	0	0	0					
					其它	-45	-18	-19	-19					
					现金净增加额	-93	-14	211	367					

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