

山东赫达 (002810)

公司研究/点评报告

业绩持续高增长，植物胶囊进入快速发展期

—山东赫达 (002810) 2020 年三季度报点评

点评报告/基础化工

2020 年 10 月 27 日

一、事件概述

10 月 26 日，公司发布 2020 年三季度报告，公司 2020 年前三季度实现营业收入 9.69 亿元，同比增长 16.9%，实现归母净利润 2.00 亿元，同比增长 61.6%。其中 2020Q3 实现营业收入 3.52 亿元，同比增长 18.8%，实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 82.1%。公司预计 2020 年归母净利润 2.36-2.84 亿元，同比增长 50%-80%。

二、分析与判断

➤ 业绩持续高增长，2020 前三季度已超 2019 全年

2020 年前三季度，公司实现归母净利润 2.00 亿元，超过 2019 全年归母净利润 1.58 亿元；公司销售毛利率 38.58%，同比提升 5.66pct；公司销售净利率 20.86%，同比提升 5.6pct。公司积极调整国内外营销策略，纤维素醚和植物胶囊的产销量均有所增加，同时凭借“纤维素醚-植物胶囊”一体化及成本优势，公司业绩得以持续高增长。

➤ 植物胶囊发展迅猛，剑指亚洲第一品牌

子公司赫尔希主营产品为植物胶囊，下游需求主要为保健品和医疗健康领域。2020 年 1-8 月，赫尔希实现收入 1.30 亿元，净利润 0.40 亿元，均已超过 2019 全年，植物胶囊已处于业绩快速释放阶段，呈现出较高的成长性。据公司未来五年战略发展规划，2025 年公司植物胶囊产能有望达到 500 亿粒/年，公司将依托胶囊级纤维素醚的原料优势，延伸产业链，全力发展植物胶囊产业，争创亚洲纤维素植物胶囊第一品牌。

➤ 纤维素醚扩产加速，龙头地位有望进一步稳固

9 月 28 日公司公告全资子公司淄博赫达计划投资建设 4.1 万吨/年纤维素醚项目，项目分两期建设，一期项目包括 2 万吨/年纤维素混合醚生产线、1 万吨/年羟丙基甲基纤维素醚生产线、0.1 万吨/年乙基纤维素醚生产线，二期项目为 1 万吨/年纤维素混合醚生产线。项目总投资 13.2 亿元，达产后预计可实现利润总额 2.60 亿元。随着纤维素醚产能的扩张，公司的盈利能力和竞争优势将进一步增强。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益 1.29、1.72 和 2.34 元，对应 PE 分别为 27、20 和 15 倍。参考 SW 其他化学制品板块当前平均 48 倍 PE 水平，考虑公司三年内产能有望翻倍，业绩长期高增长有保证，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新建项目投产不及预期；下游需求不及预期；产品价格波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,113	1,388	1,698	2,337
增长率（%）	21.9%	24.7%	22.3%	37.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	158	246	328	446
增长率（%）	114.7%	55.8%	33.5%	36.0%
每股收益（元）	0.83	1.29	1.72	2.34
PE（现价）	23.41	26.64	19.95	14.67
PB	4.03	5.64	4.40	3.38

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

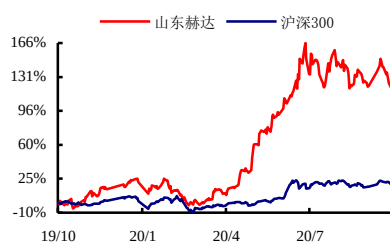
当前价格： 34.4 元

交易数据

2020-10-26

近 12 个月最高/最低(元)	42.52/15.26
总股本（百万股）	190
流通股本（百万股）	123
流通股比例（%）	64.61
总市值（亿元）	65
流通市值（亿元）	42

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李骥

执业证号： S0100519100001

电话： 021-60876731

邮箱： lij@mszq.com

研究助理：任杰

执业证号： S0100120070029

电话： 021-60876731

邮箱： renjie@mszq.com

相关研究

1. 山东赫达(002810):H1 业绩创新高，产能扩张助力公司高速发展
2. 山东赫达(002810):业绩逆势增长，定增助力持续高速发展

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,113	1,388	1,698	2,337
营业成本	740	903	1,075	1,472
营业税金及附加	10	11	14	19
销售费用	39	48	59	81
管理费用	84	86	112	158
研发费用	46	48	52	90
EBIT	195	292	386	517
财务费用	9	11	10	10
资产减值损失	-12	-7	-8	-9
投资收益	7	9	11	15
营业利润	186	288	385	522
营业外收支	-4	-2	-2	-3
利润总额	182	286	382	519
所得税	20	34	44	61
净利润	162	252	339	459
归属于母公司净利润	158	246	328	446
EBITDA	275	352	450	579
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	190	216	530	888
应收账款及票据	209	305	367	486
预付款项	14	21	23	31
存货	148	204	234	316
其他流动资产	68	70	69	70
流动资产合计	630	814	1,223	1,791
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	719	776	827	880
无形资产	91	89	87	86
非流动资产合计	852	914	904	935
资产合计	1,482	1,729	2,127	2,726
短期借款	78	0	0	0
应付账款及票据	165	214	257	342
其他流动负债	153	177	193	248
流动负债合计	396	391	450	590
长期借款	134	134	134	134
其他长期负债	18	18	18	18
非流动负债合计	152	152	152	152
负债合计	548	543	602	742
股本	190	190	190	190
少数股东权益	19	26	37	50
股东权益合计	934	1,186	1,525	1,983
负债和股东权益合计	1,482	1,729	2,127	2,726

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.9%	24.7%	22.3%	37.7%
EBIT 增长率	91.8%	50.1%	31.9%	34.1%
净利润增长率	114.7%	55.8%	33.5%	36.0%
盈利能力				
毛利率	33.5%	34.9%	36.7%	37.0%
净利润率	14.6%	18.2%	20.0%	19.6%
总资产收益率 ROA	10.6%	14.2%	15.4%	16.4%
净资产收益率 ROE	17.2%	21.2%	22.0%	23.1%
偿债能力				
流动比率	1.59	2.08	2.71	3.03
速动比率	1.18	1.51	2.14	2.45
现金比率	0.48	0.55	1.18	1.50
资产负债率	37.0%	31.4%	28.3%	27.2%
经营效率				
应收账款周转天数	67.22	68.99	69.26	68.49
存货周转天数	73.14	82.28	79.32	78.25
总资产周转率	0.75	0.80	0.80	0.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	1.29	1.72	2.34
每股净资产	4.81	6.10	7.82	10.17
每股经营现金流	1.11	1.28	2.01	2.43
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	23.41	26.64	19.95	14.67
PB	4.03	5.64	4.40	3.38
EV/EBITDA	13.76	18.54	13.81	10.11
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	162	252	339	459
折旧和摊销	80	60	64	62
营运资金变动	-48	-87	-35	-70
经营活动现金流	210	243	381	462
资本开支	-73	-131	-65	-104
投资	2	0	0	0
投资活动现金流	-57	-122	-54	-89
股权募资	0	-0	0	0
债务募资	154	-78	0	0
筹资活动现金流	-52	-95	-13	-13
现金净流量	102	26	314	359

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

任杰，民生证券基础化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，2020年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。