

山东赫达 (002810.SZ) 买入 (维持评级)

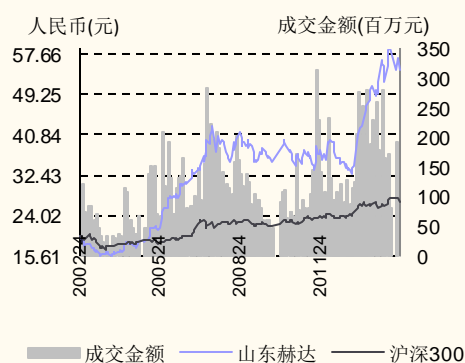
公司点评

市场价格 (人民币): 54.53 元

植物胶囊产能扩产, 看好长期成长

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.01
已上市流通 A 股(亿股)	1.88
总市值(亿元)	109.51
年内股价最高最低(元)	58.90/15.61
沪深 300 指数	5597
中小板综	13454



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	913	1,113	1,343	1,696	2,045
营业收入增长率	40.18%	21.87%	20.72%	26.26%	20.54%
归母净利润(百万元)	73	158	266	367	448
归母净利润增长率	58.47%	114.72%	68.54%	38.04%	22.20%
摊薄每股收益(元)	0.617	0.828	1.397	1.928	2.356
每股经营性现金流净额	0.82	1.10	2.02	2.32	2.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.70%	17.24%	24.16%	27.79%	28.21%
P/E	28.92	23.42	39.04	28.28	23.14
P/B	2.80	4.04	9.43	7.86	6.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司与 2021 年 2 月 22 日召开董事会, 审议通过《关于子公司赫尔希公司投资建设新项目的议案》, 同意山东赫尔希胶囊有限公司投资 1.87 亿元, 对 1# 胶囊车间进行改造升级, 对现有车间生产运行系统进行智慧化提升, 并建设 6# 胶囊车间共计 20 条全自动生产线, 完成 5# 胶囊车间主体建设, 在提升植物胶囊产能的同时, 可实现生产系统的全面智慧化提升。该项目将分批次建设, 计划于 2023 年 3 月底前全部建成投产, 届时赫尔希公司总产能将达到 350 亿粒/年。

经营分析

- 植物胶囊高速增长。**目前全球每年空心胶囊约 18.1 亿美金市场, 使用量大约 1 万亿粒, 其中植物胶囊市场约 4.91 亿美元, 消费量约 1400 亿粒。目前植物胶囊在欧洲一些发达国家已经得到推广, 以每年 20% 左右的速度增长。公司是行业中唯一从上游纤维素醚做到植物胶囊产业链一体化的企业, 成本、质量优势显著。子公司赫尔希胶囊销售收入由 2017 年 2943 万增长至 2019 年 1.09 亿元, 2020 年上半年公司植物胶囊销售收入达到 9347 万, 同比增长 64%。
- 植物肉纤维素醚或将打开第二成长曲线。**纤维素醚是植物肉中除了植物蛋白之外一款不可或缺的添加剂, 添加比例为 2.5%-3%, 2019 年植物肉全球市场空间 121 亿美元, 预计 2025 年, 全球植物肉市场空间到 243 亿美元。公司 2020 年 11 月与高起在上海共同投资设立米特加食品科技有限公司, 我们认为这将加快推进食品级纤维素醚在植物蛋白人造肉领域的应用。
- 纤维素醚产能持续扩张。**纤维素醚方面, 公司计划新增 4 万吨纤维素醚产能 (2 万吨建材级纤维素醚, 1 万吨涂料级纤维素醚和 1 万吨医药食品级纤维素醚), 目前已开始建设, 总投资 8 亿元, 预计 2022 年下半年逐步投产。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.66 亿元、3.67 亿元和 4.49 亿元; EPS 分别为 1.34 元、1.93 元和 2.36 元, 对应 PE 为 39、28.3 和 23.1, 维持“买入”评级。

风险提示

- 产能建设进度不及预期; 纤维素醚销量不及预期; 原材料上涨; 汇率波动

相关报告

- 《业绩略超预期, 纤维素醚应用领域持续拓展-【国金基化】山东赫达...》, 2020.10.29
- 《纤维素醚应用不断拓展, 植物胶囊快速增长-【国金基化】山东赫达...》, 2020.9.30

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

以 理 社

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	651	913	1,113	1,343	1,696	2,045
增长率		40.2%	21.9%	20.7%	26.3%	20.5%
主营业务成本	-510	-682	-740	-814	-993	-1,192
%销售收入	78.3%	74.7%	66.5%	60.6%	58.6%	58.3%
毛利	142	231	373	529	703	853
%销售收入	21.7%	25.3%	33.5%	39.4%	41.4%	41.7%
营业税金及附加	-8	-6	-10	-16	-17	-20
%销售收入	1.2%	0.6%	0.9%	1.2%	1.0%	1.0%
销售费用	-25	-32	-39	-48	-61	-76
%销售收入	3.8%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%
管理费用	-47	-56	-84	-87	-110	-133
%销售收入	7.2%	6.1%	7.5%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	0	-36	-46	-55	-70	-86
%销售收入	0.0%	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	62	102	195	322	445	538
%销售收入	9.5%	11.1%	17.5%	24.0%	26.2%	26.3%
财务费用	-12	-3	-9	-13	-17	-14
%销售收入	1.8%	0.3%	0.8%	1.0%	1.0%	0.7%
资产减值损失	-3	-15	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	0	4	7	4	4	4
%税前利润	0.6%	4.7%	3.9%	1.3%	0.9%	0.8%
营业利润	54	89	186	313	432	528
营业利润率	8.3%	9.8%	16.7%	23.3%	25.5%	25.8%
营业外收支	-1	-1	-4	0	0	0
税前利润	54	88	182	313	432	528
利润率	8.3%	9.7%	16.3%	23.3%	25.5%	25.8%
所得税	-7	-11	-20	-47	-65	-80
所得税率	13.3%	13.0%	10.9%	15.1%	15.1%	15.1%
净利润	47	77	162	266	367	448
少数股东损益	0	3	4	0	0	0
归属于母公司的净利润	46	73	158	266	367	448
净利率	7.1%	8.0%	14.2%	19.8%	21.6%	21.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	47	77	162	266	367	448
少数股东损益	0	3	4	0	0	0
非现金支出	49	69	92	89	105	117
非经营收益	8	3	4	21	17	15
营运资金变动	-38	-51	-48	9	-47	-45
经营活动现金净流	66	98	209	385	442	536
资本开支	-164	-145	-73	-299	-262	-202
投资	0	-3	2	-3	0	0
其他	0	-9	13	4	4	4
投资活动现金净流	-163	-157	-57	-298	-258	-198
股权募资	0	49	0	27	0	0
债权募资	145	4	-2	17	31	-88
其他	-1	-11	-48	-125	-168	-198
筹资活动现金净流	144	42	-50	-81	-137	-287
现金净流量	47	-18	102	6	47	51

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	100	77	190	196	242	294
应收账款	152	221	272	296	373	450
存货	127	154	148	141	171	206
其他流动资产	30	29	19	25	28	32
流动资产	409	481	630	656	815	981
%总资产	36.9%	36.4%	42.5%	38.4%	40.2%	43.1%
长期投资	9	9	9	9	9	9
固定资产	549	706	740	953	1,110	1,195
%总资产	49.6%	53.4%	50.0%	55.7%	54.8%	52.5%
无形资产	95	96	93	93	93	93
非流动资产	699	841	852	1,055	1,212	1,296
%总资产	63.1%	63.6%	57.5%	61.6%	59.8%	56.9%
资产总计	1,109	1,322	1,482	1,711	2,027	2,278
短期借款	179	117	143	178	209	120
应付款项	112	219	199	232	284	342
其他流动负债	32	39	54	48	61	74
流动负债	323	375	396	458	554	536
长期贷款	95	161	134	134	134	134
其他长期负债	11	14	18	0	0	0
负债	429	550	548	592	688	670
普通股股东权益	675	757	914	1,099	1,319	1,588
其中：股本	96	119	190	190	190	190
未分配利润	328	395	520	680	900	1,169
少数股东权益	4	15	19	19	19	19
负债股东权益合计	1,109	1,322	1,482	1,711	2,027	2,278

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.485	0.617	0.828	1.397	1.928	2.356
每股净资产	7.066	6.358	4.806	5.781	6.938	8.351
每股经营现金净流	0.692	0.819	1.101	2.021	2.320	2.816
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.558	0.771	0.942
回报率						
净资产收益率	6.86%	9.70%	17.24%	24.16%	27.79%	28.21%
总资产收益率	4.18%	5.55%	10.64%	15.53%	18.09%	19.67%
投入资本收益率	5.62%	8.42%	14.33%	19.13%	22.46%	24.54%
增长率						
主营业务收入增长率	14.25%	40.18%	21.87%	20.72%	26.26%	20.54%
EBIT 增长率	-6.33%	64.07%	91.76%	65.49%	37.99%	20.97%
净利润增长率	-3.86%	58.47%	114.72%	68.54%	38.04%	22.20%
总资产增长率	22.22%	19.23%	12.11%	15.46%	18.47%	12.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.3	60.1	63.0	64.0	64.0	64.0
存货周转天数	90.3	75.4	74.6	63.0	63.0	63.0
应付账款周转天数	70.4	73.1	77.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	192.5	269.9	235.9	212.5	174.1	141.7
偿债能力						
净负债/股东权益	25.71%	26.10%	9.13%	10.24%	7.36%	-2.54%
EBIT 利息保障倍数	5.4	33.1	20.7	23.9	26.3	37.6
资产负债率	38.73%	41.59%	36.98%	34.61%	33.95%	29.41%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	3	3	7
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

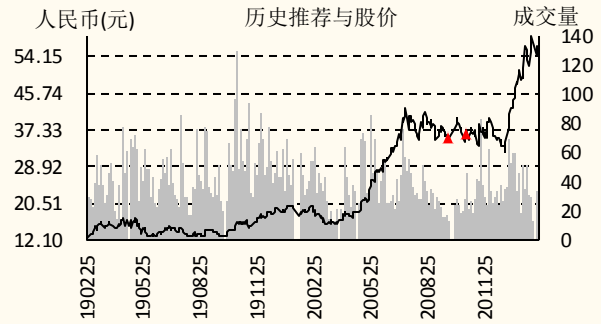
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-30	买入	35.28	53.15~53.15
2	2020-10-29	买入	36.77	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402