

## 2020 年年报点评：业绩超市场预期，未来成长势头明确

买入（维持）

2021 年 03 月 16 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,309	1,687	2,342	2,813
同比（%）	17.6%	28.9%	38.8%	20.1%
归母净利润（百万元）	252	321	458	653
同比（%）	60.0%	27.2%	42.8%	42.7%
每股收益（元/股）	1.26	1.60	2.28	3.25
P/E（倍）	45	35	25	17

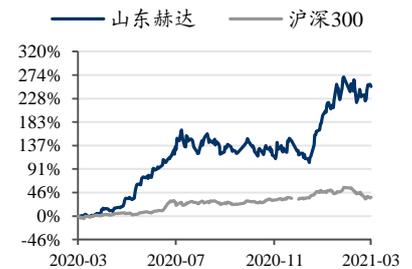
### 事件

山东赫达发布年报,2020 年实现营业收入 13.09 亿元,同比增长 17.62%,归母净利润 2.52 亿元,同比增长 60.02%。2020 年度的利润分配预案为 10 转 7 股。同时,公司披露 21 年一季度报预计盈利 0.73-0.81 亿元,同比增长 90%-110%。

### 投资要点

- **业绩略超市场预期,业绩增长持续性强。**2020 年公司的日化级纤维素醚（消毒凝胶用）的需求大增,日化级纤维素醚的成本和建材级接近,但是价格和医药级接近,毛利率较高。此外,20 年 5 月,公司收购赫尔希公司的 13.85% 的少数股东权益,植物胶囊快速起量也是 2020 年业绩增长的主要原因。剔除去年同期疫情因素,一季度的经营基本符合预期。展望未来,公司的纤维素醚产品价格处在低位,多年没有调整,植物胶囊快速增长的态势可维持。
- **植物胶囊仍处于快速扩张阶段。**公司目前植物胶囊产能 90 亿粒,在建产能 260 亿粒,由于存在一体化的优势,竞争优势较为明显。
- **产业升级绩效斐然。**公司计划涉足涂料用纤维素醚,并且在高青基地建设 1 万吨涂料用纤维素醚。同时,公司开发的人造肉用纤维素醚业务也在稳步推进中。通过持续不断的研发投入,不断成功开辟纤维素醚的新市场,而且新领域的投资回报率明显高于现有业务。
- **盈利预测与投资评级:**鉴于公司主业尤其是植物胶囊的快速起量,我们上调 2021~2022 年盈利预测,归母净利润分别由 2.76 亿元和 4.11 亿元上调至 3.21 亿元和 4.58 亿元,预计 2023 年归母净利润 6.53 亿元,EPS 分别为 1.60 元、2.28 元和 3.25 元,当前股价对应 PE 分别为 35X、25X 和 17X。考虑到公司业绩的高速增长,我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示:**涂料级纤维素醚、人造肉用纤维素醚业务认证较难,存在业务推进不及预期的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	55.94
一年最低/最高价	15.42/59.55
市净率(倍)	9.34
流通 A 股市值(百万元)	10076.86

### 基础数据

每股净资产(元)	5.99
资产负债率(%)	28.78
总股本(百万股)	200.83
流通 A 股(百万股)	180.14

### 相关研究

- 1、《山东赫达 (002810): 业绩持续改善,涂料级纤维素醚是焦点》2020-08-19
- 2、《山东赫达 (002810): 胶囊产能稳步释放,涂料级纤维素醚值得期待》2020-07-12

山东赫达三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>673</b>	<b>883</b>	<b>1,147</b>	<b>1,667</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,309</b>	<b>1,687</b>	<b>2,342</b>	<b>2,813</b>
现金	223	255	389	781	减:营业成本	828	1,073	1,485	1,668
应收账款	223	282	392	471	营业税金及附加	13	17	23	28
存货	110	225	238	282	营业费用	20	25	35	42
其他流动资产	117	121	128	133	管理费用	141	172	227	273
<b>非流动资产</b>	<b>1,016</b>	<b>1,195</b>	<b>1,470</b>	<b>1,619</b>	研发费用	59	76	105	126
长期股权投资	26	54	83	113	财务费用	21	24	32	31
固定资产	674	813	1,039	1,155	资产减值损失	-7	14	19	25
在建工程	89	103	126	133	加:投资净收益	8	6	7	7
无形资产	128	125	122	118	其他收益	6	6	6	6
其他非流动资产	100	100	100	100	资产处置收益	-4	-4	-4	-4
<b>资产总计</b>	<b>1,690</b>	<b>2,079</b>	<b>2,617</b>	<b>3,286</b>	<b>营业利润</b>	<b>295</b>	<b>372</b>	<b>532</b>	<b>758</b>
<b>流动负债</b>	<b>393</b>	<b>455</b>	<b>570</b>	<b>652</b>	加:营业外净收支	-1	-2	-2	-2
短期借款	85	85	85	85	<b>利润总额</b>	<b>294</b>	<b>370</b>	<b>530</b>	<b>755</b>
应付账款	153	232	323	388	减:所得税费用	39	46	68	96
其他流动负债	155	138	163	179	少数股东损益	2	3	5	6
<b>非流动负债</b>	<b>93</b>	<b>96</b>	<b>108</b>	<b>100</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>252</b>	<b>321</b>	<b>458</b>	<b>653</b>
长期借款	54	57	69	61	EBIT	296	370	528	745
其他非流动负债	39	39	39	39	EBITDA	382	448	632	877
<b>负债合计</b>	<b>486</b>	<b>551</b>	<b>678</b>	<b>751</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	3	8	14	每股收益(元)	1.26	1.60	2.28	3.25
归属母公司股东权益	1,203	1,524	1,931	2,520	每股净资产(元)	5.99	7.59	9.61	12.55
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,690</b>	<b>2,079</b>	<b>2,617</b>	<b>3,286</b>	发行在外股份(百万股)	201	341	341	341
					ROIC(%)	23.8%	24.7%	29.3%	37.5%
					ROE(%)	21.2%	21.2%	23.9%	26.0%
					毛利率(%)	36.8%	36.4%	36.6%	40.7%
					销售净利率(%)	19.3%	19.0%	19.6%	23.2%
					资产负债率(%)	28.8%	26.5%	25.9%	22.9%
					收入增长率(%)	17.6%	28.9%	38.8%	20.1%
					净利润增长率(%)	57.2%	27.2%	42.8%	42.7%
					P/E	44.54	35.02	24.53	17.19
					P/B	9.34	7.37	5.82	4.46
					EV/EBITDA	49.96	42.45	29.94	21.13

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

注: 根据公司披露的2020年度利润分配方案10转7股, 我们对调整2021年及以后的股本数。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>