



## 买入 (维持)

所属行业: 化工/化学制品  
当前价格(元): 46.80

### 证券分析师

李骥

资格编号: S0120521020005

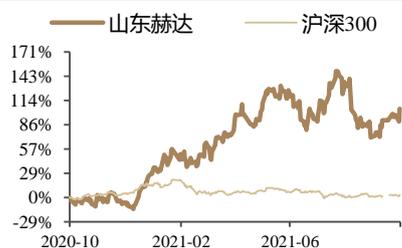
邮箱: lij3@tebon.com.cn

### 研究助理

任杰

邮箱: renjie@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.58	-13.34	6.40
相对涨幅(%)	18.20	-14.59	10.13

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《恒力石化生物降解新材料项目开工, 奥克股份建设二氧化碳综合利用项目》, 2021.9.27
- 《云南削减工业硅产量, 长阳科技布局锂离子电池隔膜和光学聚酯基膜产线》, 2021.9.21
- 《山东赫达(002810.SZ)点评: 拟推第二期股权激励, 助力公司持续成长》, 2021.9.17

### 股票数据

总股本(百万股):	341.38
流通A股(百万股):	314.29
52周内股价区间(元):	19.12-55.08
总市值(百万元):	15,430.42
总资产(百万元):	2,275.76
每股净资产(元):	4.38

资料来源: 公司公告

## 山东赫达(002810.SZ) 2021 三季度报点评: 净利率稳步提升, 看好未来持续高增长

### 投资要点

- 事件:** 10月18日, 公司发布2021年三季度报告, 2021前三季度公司实现营业收入11.71亿元, 同比增长20.84%; 实现归母净利润2.77亿元, 同比增长38.56%, 扣非后归母净利润2.65亿元, 同比增长39.20%。
- 业绩持续增长, 净利率稳步提升。** 2021年前三季度, 公司实现归母净利润2.77亿元, 同比增长38.56%, 超过2020全年归母净利润2.52亿元。前三季度公司销售毛利率37.63%, 同比微降0.95pct; 销售净利率23.62%, 同比提升2.76pct。其中销售费用率1.14%, 同比下降1.79%; 管理费用率4.58%, 同比下降1.65pct; 财务费用率0.13%, 同比下降0.94pct。今年以来公司主要原材料持续高位, 叠加海运影响, 导致毛利率有所下滑, 但是公司期间费用率整体呈下降趋势, 费用控制较好, 净利率显著提升。
- 纤维素醚和植物胶囊扩张不止, 助力公司未来持续高增长。** 公司的纤维素醚产能为建材级3万吨、医药级和食品级4000吨; 此外, 全资子公司淄博赫达投资13.2亿元分两期建设4.1万吨/年纤维素醚项目, 一期3万吨预计2022年投产, 未来产能将实现翻倍。植物胶囊已处于业绩快速释放阶段, 呈现较高的成长性。同时, 公司拟对赫尔希分两次共投资3.05亿元继续扩充产能, 预计于2023年3月底前全部建成投产, 届时公司植物胶囊的总产能将达到350亿粒/年, 未来几年公司有望继续保持高增长。
- 米特加植物肉项目顺利投产, 食品级纤维素醚有望成为新的业绩增长点。** 食品级纤维素醚系植物蛋白人造肉的核心配料, 高端植物肉用纤维素醚技术门槛极高, 公司掌握关键核心技术, 国内目前仅有公司能生产。米特加中试车间设计产能700-1000吨, 专业生产米特加品牌植物肉产品, 2021年7月已取得食品生产许可证并投入运行。米特加二期工厂正在建设中, 专业生产米特加品牌植物肉产品和赫姆西核心配料, 将于2022年7月投入运行。此次中试项目的投产将有效推进植物肉产业化生产进程, 公司的食品级纤维素醚也将迎来快速放量期, 有望贡献新的业绩增量。
- 投资建议:** 预计公司2021-2023年每股收益1.10、1.60和2.23元, 对应PE分别为41、28和20倍, 参考SW其他化学制品板块当前平均43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“买入”评级。
- 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。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,113	1,309	1,946	2,555	3,214
(+/-)YOY(%)	21.9%	17.6%	48.6%	31.3%	25.8%
净利润(百万元)	158	252	377	546	760
(+/-)YOY(%)	114.7%	60.0%	49.4%	44.8%	39.4%
全面摊薄EPS(元)	0.46	0.74	1.10	1.60	2.23
毛利率(%)	33.5%	36.8%	39.7%	41.8%	44.1%
净资产收益率(%)	17.2%	21.0%	21.9%	24.1%	25.1%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.74	1.10	1.60	2.23
每股净资产	3.53	5.04	6.64	8.87
每股经营现金流	1.13	1.06	1.60	2.19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	46.56	40.95	28.28	20.29
P/B	9.76	8.97	6.81	5.10
P/S	7.18	8.21	6.25	4.97
EV/EBITDA	17.46	30.63	21.96	15.43
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.8%	39.7%	41.8%	44.1%
净利润率	19.3%	19.4%	21.4%	23.7%
净资产收益率	21.0%	21.9%	24.1%	25.1%
资产回报率	14.9%	15.2%	18.8%	20.1%
投资回报率	19.2%	19.4%	24.0%	25.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.6%	48.6%	31.3%	25.8%
EBIT 增长率	57.6%	50.4%	43.1%	38.3%
净利润增长率	60.0%	49.4%	44.8%	39.4%
偿债能力指标				
资产负债率	28.8%	30.2%	21.1%	18.8%
流动比率	1.7	1.6	2.4	3.0
速动比率	1.4	1.3	2.0	2.6
现金比率	0.6	0.6	0.9	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	61.1	64.2	62.6	63.4
存货周转天数	48.5	48.5	48.5	48.5
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
固定资产周转率	1.9	2.0	2.3	2.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	252	377	546	760
少数股东损益	2	10	12	15
非现金支出	95	40	26	33
非经营收益	9	6	7	10
营运资金变动	28	-70	-45	-69
经营活动现金流	387	363	546	748
资产	-237	-476	-247	-267
投资	-80	0	0	0
其他	6	0	0	0
投资活动现金流	-311	-476	-247	-267
债权募资	155	155	-240	0
股权募资	150	141	0	0
其他	-356	-3	-3	-3
融资活动现金流	-51	292	-243	-3
现金净流量	19	180	56	478

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 20 日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,309	1,946	2,555	3,214
营业成本	828	1,174	1,489	1,796
毛利率%	36.8%	39.7%	41.8%	44.1%
营业税金及附加	13	20	26	32
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	20	55	67	74
营业费用率%	1.5%	2.8%	2.6%	2.3%
管理费用	83	138	181	228
管理费用率%	6.3%	7.1%	7.1%	7.1%
研发费用	59	97	133	170
研发费用率%	4.5%	5.0%	5.2%	5.3%
EBIT	307	462	660	913
财务费用	21	21	25	27
财务费用率%	1.6%	1.1%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	8	0	0	0
营业利润	295	446	643	894
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	294	446	643	894
EBITDA	393	502	686	946
所得税	39	59	85	119
有效所得税率%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
少数股东损益	2	10	12	15
归属母公司所有者净利润	252	377	546	760

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	223	403	459	937
应收账款及应收票据	223	348	447	569
存货	110	156	198	238
其它流动资产	117	125	129	136
流动资产合计	673	1,032	1,232	1,880
长期股权投资	26	26	26	26
固定资产	674	992	1,115	1,238
在建工程	89	157	225	293
无形资产	128	174	201	238
非流动资产合计	1,016	1,449	1,667	1,894
资产总计	1,690	2,482	2,899	3,774
短期借款	85	240	0	0
应付票据及应付账款	153	217	275	332
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	155	201	242	285
流动负债合计	393	658	517	617
长期借款	54	54	54	54
其它长期负债	39	39	39	39
非流动负债合计	93	93	93	93
负债总计	486	751	610	710
实收资本	201	341	341	341
普通股股东权益	1,203	1,721	2,266	3,027
少数股东权益	0	10	22	37
负债和所有者权益合计	1,690	2,482	2,899	3,774

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，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年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。