

基础化工

2022 年 04 月 27 日

山东赫达 (002810)

——业绩基本符合预期，纤维素醚、植物胶囊迅速放量驱动全年增长

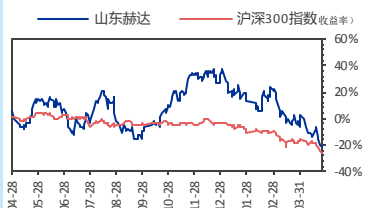
**报告原因：有业绩公布需要点评
增持（维持）**

市场数据：	2022 年 04 月 26 日
收盘价（元）	35.54
一年内最高/最低（元）	88.66/34.68
市净率	7.4
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	11179
上证指数/深证成指	2886.43/10206.64

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2022 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	4.81
资产负债率%	40.57
总股本/流通 A 股（百万）	343/315
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《山东赫达（002810）点评：股权激励绑定核心管理和技术人员，业绩有望维持高增》2021/09/22

《山东赫达（002810）点评：纤维素醚龙头地位稳固，植物胶囊盈利能力迅速提升，业绩符合预期》2021/08/26

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2021 年报及 2022 年一季报，基本符合预期。**2021 年公司实现收入 15.6 亿元（YoY+19.22%），归母净利润 3.30 亿元（YoY+30.65%），扣非归母净利润 3.15 亿元（YoY+31.45%），其中 Q4 实现收入 3.89 亿元（YoY+14.62%，QoQ-6.88%），实现归母净利润 5288 万元（YoY+0.58%，QoQ-41.8%），扣非归母净利润 5010 万元（YoY+1.6%，QoQ42.52%）。2022 年一季度公司实现收入 3.92 亿元（YoY+19.05%，QoQ+0.6%），实现归母净利润 9633 万元（YoY+20.66%，QoQ+82.17%），扣非归母净利润 9551 万元（YoY+21.68%，QoQ+90.6%）。
- **纤维素醚板块稳步提升，植物胶囊迅速放量，虽原材料成本上行，但整体盈利水平较为稳定。**目前纤维素醚设计产能约 7.5 万吨，其中 4.1 万吨在建产能中 3 万吨预计于 22Q4 逐步投产。2021 年公司纤维素醚收入约 9.76 亿元，同比增长 8.5%，产销量分别约 3.82 万吨（YoY+9.7%）、3.52 万吨（同比基本持平），2021 年均价受原材料成本驱动提升约 2.77 万元/吨（YoY+8.42%）。植物胶囊 2021 年公司产能超 260 亿粒，收入同比大幅增长 62% 至 3.17 亿元，产销量分别为 162.78 亿粒（YoY+96%）、141.53 亿粒（YoY+56%），2021 年公司植物胶囊均价约 224.3 万元/亿粒（YoY+2.8%）。成本端来看，2021 年主要原材料棉浆粕、氯甲烷、环氧丙烷等均有不同程度的上涨，据百川数据显示，三种原材料 2021 年均价分别提升 45%、10%、37%，以及能源成本上行，公司纤维素醚顺应提价，使得 2021 年纤维素醚毛利率同比微增 0.02pct 至 32.28%。植物胶囊由于主要原材料为医药级纤维素醚，公司基本实现自供，2021 年植物胶囊毛利率同比提升 0.81pct 至 63.69%。2021 年公司整体毛利率同比微降 0.21pct 至 36.55%，主要由于子公司福川化工以及贸易业务毛利率有所下滑。费用控制较好，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率整体下滑 1.94pct，其中财务费用率下滑接近 1pct 主要由于收到贷款贴息冲减财务费用所致。2021 年公司净利润率同比增长 1.66pct 至 21.12%。
- **21Q4 盈利能力受原材料成本影响，以及海运压力较大使得植物胶囊部分堆积港口，影响植物胶囊销售，使得利润率有所下滑。**公司纤维素醚产品 2021 年持续提价，至 21Q4 为全年价格最高点，但 Q4 原材料价格也出现明显上行，棉浆粕和氯甲烷价格达到年度高位，因此四季度纤维素醚毛利率环比仍受到一定影响。植物胶囊由于九成以上为出口，2021 年较大的海运压力使得四季度部分产品堆积港口未形成销售，此外，植物胶囊价格较为稳定，但 Q4 医药级纤维素醚价格提升，也影响了植物胶囊 Q4 盈利水平。因此整体使得公司 21Q4 毛利率环比下滑 2.29pct 至 33.31%。21Q4 费用率有所提升，主要由于年底计提奖金等费用使得管理费用率环比提升 3.4pct，财务费用率由于 Q4 有汇兑损失（约 200 万元）影响环比增长 2.21pct。整体影响 Q4 净利润率环比下滑 8.14pct 至 13.6%。
- **22Q1 港口堆积的植物胶囊开始陆续发货，叠加原材料价格有所下滑，但公司产品价格未下调，因此盈利水平得以回升。**22Q1 棉浆粕、环氧丙烷价格有所下滑，但公司产品价格仍维持高位，以及植物胶囊销售逐渐恢复，使得 22Q1 毛利率环比提升 5.12pct 至 38.43%，费用率整体下滑，尤其财务费用率由于汇兑损失改善环比下滑 1.26pct。此外，公司联营的美国销售公司（持有 40% 股权）由于在 Q1 实现上期未交易的植物胶囊库存所致，形成 2000 万元左右的投资收益。因此整体使得 22Q1 净利润率环比提升 11pct 至 24.6%。
- **看好公司 2022 年纤维素醚及植物胶囊持续产能扩张及库存消化，贡献业绩快速增长。**此前，公司医药食品级纤维素醚产线升级改造，产能提升 3000 吨，目前已经在 4 月份满产，叠加今年四季度 3 万吨纤维素醚的逐步放量，预计至年底公司纤维素醚和植物胶囊产能有望分别达到 7.1 万吨、近 350 亿粒。截至 2021 年底和 2022 年 3 月底，公司在建工程分别提升至 6.94、8.28 亿元，为未来业绩增长起到强有力支撑。此外，截至 2021 年底，公司存货 2.31 亿元，其中库存商品明显增长，估计主要由于海运影响，部分产品发货受限形成库存商品。
- **公司发布可转债项目预案，为纤维素醚及植物胶囊产能扩张提供资金支持：**拟募集不超过 6 亿元，建设 3 万吨纤维素醚项目（拟使用募集资金 3.2 亿元）、赫尔希年产 150 亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目（拟使用募集资金 1.5 亿元），以及补充流动资金（拟使用募集资金 1.3 亿元）。随着公司经营规模的持续扩张，公司纤维素醚系列产品产能利用率均超过 100%，生产设备长期处于高负荷运转状态，现有生产能力已不能满足下游客户的订单需求，项目帮助公司突破产能瓶颈，持续贡献业绩增量。
- **盈利预测与估值：**维持 2022-2023 年、新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润约 5.2、7.6、8.8 亿元，对应 PE 分别为 23、16、14 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**纤维素醚下游产能消化不及预期；植物肉推广不及预期；原材料大幅波动影响盈利水平

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,560	392	2,086	2,790	3,268
同比增长率（%）	19.2	19.1	33.7	33.8	17.1
归母净利润（百万元）	330	96	523	759	876
同比增长率（%）	30.7	20.7	58.8	44.9	15.5
每股收益（元/股）	0.96	0.28	1.53	2.21	2.56
毛利率（%）	36.6	38.4	39.0	41.2	41.2
ROE（%）	21.3	5.8	25.3	26.8	23.6
市盈率	37		23	16	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,309	1,560	2,086	2,790	3,268
其中: 营业收入	1,309	1,560	2,086	2,790	3,268
减: 营业成本	828	990	1,272	1,642	1,920
减: 税金及附加	13	11	15	20	24
主营业务利润	468	559	799	1,128	1,324
减: 销售费用	20	20	21	28	33
减: 管理费用	83	86	95	112	131
减: 研发费用	59	71	95	125	146
减: 财务费用	21	10	18	18	17
经营性利润	286	372	570	845	997
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-2	-8	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-7	-1	0	0	0
加: 投资收益及其他	17	13	25	20	4
营业利润	295	377	596	866	1,002
加: 营业外净收入	-1	0	0	0	0
利润总额	294	377	596	866	1,002
减: 所得税	39	47	72	107	126
净利润	255	330	523	759	876
少数股东损益	2	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	252	330	523	759	876
全面摊薄总股本	201	343	343	343	343
每股收益 (元)	0.79	0.97	1.53	2.21	2.56

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。