

## 基础化工

2022年07月26日

# 山东赫达 (002810)

## ——纤维素醚价格有望维持高位 植物胶囊销量有望企稳回升

报告原因：有业绩公布需要点评  
**增持**（维持）

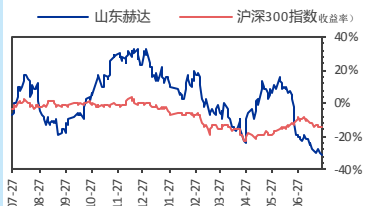
### 投资要点：

- **公司发布 2022 年半年报，业绩符合预期。** 公司上半年实现收入 9.07 亿元（YoY+20.5%），实现归母净利润 2.25 亿元（YoY+21.3%），实现扣非归母净利润 2.24 亿元（YoY+26%），其中 22Q2 实现收入 5.16 亿元（YoY+21.7%，QoQ+31.6%），实现归母净利润 1.29 亿元（YoY+21.8%，QoQ+33.9%），实现扣非归母净利润 1.28 亿元（YoY+29.5%，QoQ+34.2%），业绩符合预期。
- **上半年纤维素醚、植物胶囊收入稳步攀升，毛利率受植物胶囊价格下行以及短期库存高位影响，略有下行。** 上半年公司纤维素醚得益于成本优势，以及需求较好，价格有所提升，上半年纤维素醚实现收入 5.59 亿元（YoY+20%），植物胶囊产销量同比持续增长，带动收入稳步攀升，上半年植物胶囊实现收入 1.79 亿元（YoY+21.8%）。毛利率来看，上半年纤维素醚毛利率约 33.2%，同比微下滑 0.98pct 估计主要由于海运费用上行影响，植物胶囊上半年毛利率约 63.01%，同比下滑 3.54pct，主要由于植物胶囊二季度下游库存较高，价格及盈利有所下调，叠加医药级纤维素醚价格较高，对毛利率造成一定影响。整体使得上半年公司实现毛利率约 37.6%，同比下滑 1.16pct。费用端来看，上半年费用率同比基本持平，其中管理费用率同比上行 1.63pct，主要由于公司检修期间相关费用列报至管理费用以及因疫情原因导致人员费用增加所致，财务费用率同比下滑 1.09pct 主要由于二季度美元指数持续上行，形成汇兑收益，以及去年收到贷款贴息冲减财务费用所致。整体带动上半年净利润率同比微增 0.15pct 至 24.8%。
- **Q2 纤维素醚受益于需求稳健以及相较海外同行具备明显成本优势，价格维持高位，植物胶囊由于短期部分客户处于消化库存阶段，价格有所波动，使得 Q2 毛利率略有下滑。** 纤维素醚销量方面，Q1 受到疫情以及冬奥会限产影响，Q2 产销有所恢复，叠加食品医药级纤维素醚产线升级，环比预计增长 3000 吨产销量。价格方面，由于海外同行信越、陶氏的建材级纤维素醚产能在德国，二季度受天然气供给影响，生产成本明显提升，以及部分海外订单需求转移至公司，因此纤维素醚估计 Q2 价格盈利维持高位。植物胶囊前期由于海运压力较大以及疫情影响，下游部分客户担忧产品无法稳定供应，因此提前进行植物胶囊囤货，使得短期下游处于库存消化的阶段，下半年有望逐步恢复至正常销售水平。海外龙头瑞士龙沙、印度 ACG 由于此前受疫情影响，开工率相对较低，随着疫情逐步缓解，其植物胶囊产量有所增长，行业供给有所增加。整体使得公司植物胶囊盈利有所下滑。二季度毛利率环比下滑 1.22pct。费用端来看，二季度整体费用控制良好，管理费用率环比下滑 2.94pct，财务费用率环比下滑 3.14pct，主要由于二季度估计有超 900 万汇兑收入，整体使得净利润率环比提升 0.44pct 至 25.02%。
- **预计 Q3 纤维素醚价格和盈利有望持续高位，植物胶囊待库存消化完毕后，有望实现销量回升。** 公司纤维素醚成本优势有望延续，叠加下游需求逐步恢复，以及政策推动，纤维素醚价格有望维持高位，Q4 公司预计逐步投产 2 万吨建材级纤维素醚以及 1 万吨食品医药级纤维素醚，持续贡献后续业绩增量。植物胶囊预计下游持续消化库存，后续销量有望逐步回升，2021 年公司植物胶囊产能约 260 亿粒，预计 2022 实现 300 亿粒产能，成本来看，公司凭借从医药级纤维素醚至植物胶囊的产业链布局成本及产品性价比仍具备一定优势。
- **在建工程稳步提升，库存短期处于相对高位。** 截止 2022 年 6 月底，公司在建工程约 9.81 亿元，较年初上涨 72%，主要增量来自 4.1 万吨/年纤维素醚项目以及年产 165 亿粒植物胶囊及智慧工厂提升项目，目前两个项目工程进度分别达到 58%、53%。存货截止 2022 年 6 月底约为 2.4 亿元，相较年初略有增长，主要增量来自在海上运输的部分存货。
- **盈利预测与投资评级：**维持 2022-2024 年盈利预测，预计实现归母净利润 4.9、6.8、8.2 亿元，对应 PE 分别为 22、16、13 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；植物胶囊格局恶化；原材料大幅波动影响盈利水平

**市场数据：** 2022年07月25日  
收盘价(元) 31.77  
一年内最高/最低(元) 62.47/31.71  
市净率 6.1  
息率(分红/股价) 0.31  
流通 A 股市值(百万元) 10043  
上证指数/深证成指 3250.39/12291.59  
注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2022年06月30日  
每股净资产(元) 5.19  
资产负债率% 42.55  
总股本/流通 A 股(百万) 343/316  
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：Q2 业绩符合预期，植物胶囊受下游消化库存影响短期略有承压》 2022/07/15

《山东赫达 (002810) 点评：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》 2022/04/27

### 证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

### 联系人

赵文琪  
(8621)23297818×转  
zhaowq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,560	907	2,202	2,828	3,387
同比增长率(%)	19.2	20.5	41.1	28.4	19.8
归母净利润(百万元)	330	225	493	680	818
同比增长率(%)	30.7	21.3	49.5	38.0	20.4
每股收益(元/股)	0.96	0.66	1.44	1.98	2.39
毛利率(%)	36.6	37.6	36.6	37.8	38.5
ROE(%)	21.3	12.7	24.1	25.0	23.1
市盈率					

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	2,202	2,828	3,387
其中: 营业收入	1,309	1,560	2,202	2,828	3,387
减: 营业成本	828	990	1,396	1,759	2,084
减: 税金及附加	13	11	16	21	25
主营业务利润	468	559	790	1,048	1,278
减: 销售费用	20	20	26	31	37
减: 管理费用	83	86	100	113	135
减: 研发费用	59	71	103	130	156
减: 财务费用	21	10	18	18	18
经营性利润	286	372	543	756	932
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	19	20	5
营业利润	295	377	561	776	937
加: 营业外净收入	-1	0	0	0	0
利润总额	294	377	561	776	937
减: 所得税	39	47	69	96	118
净利润	255	330	493	680	818
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	493	680	818
全面摊薄总股本	201	343	343	343	343
每股收益 (元)	0.79	0.97	1.44	1.98	2.39

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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。