



买入(维持)

所属行业: 化工
当前价格(元): 17.14

证券分析师

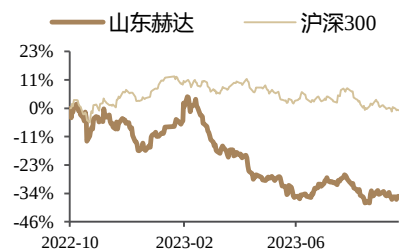
李骥

资格编号: S0120521020005

邮箱: lij3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.32	-7.55	-5.88
相对涨幅(%)	0.03	-0.26	-2.32

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《山东赫达(002810.SZ): 23Q1业绩环比回升, 静待植物胶囊需求复苏》, 2023.5.3
- 《山东赫达(002810.SZ): 2022年业绩承压, 未来需求回暖叠加产能放量有望助推业绩向好》, 2023.5.3

股票数据

总股本(百万股):	342.33
流通A股(百万股):	315.55
52周内股价区间(元):	16.41-27.77
总市值(百万元):	5,867.52
总资产(百万元):	3,392.69
每股净资产(元):	5.66

资料来源: 公司公告

山东赫达(002810.SZ): 23Q2业绩环比修复, 收购中福完善HEC产品

投资要点

- 事件:** 8月28日, 公司发布2023年半年报, 2023年上半年实现营业收入7.5亿元, 同比下降17.3%; 实现归母净利润1.57亿元, 同比下降30.36%; 对应毛利率31.22%, 同比下降6.38pct; 对应销售净利率20.91%, 同比下降3.92pct。
- 2023Q2环比修复, 纤维素醚需求改善, 植物胶囊出口恢复。** 2023H1公司实现营业收入7.5亿元, 同比下降17.3%; 实现归母净利润1.57亿元, 同比下降30.36%。分板块看, 纤维素醚营业收入为5.52亿元, 同比下降1.2%, 对应毛利率29.21%, 同比下降4.01pct; 植物胶囊营业收入为1亿元, 同比下降44.41%, 对应毛利率53.16%, 同比下降9.84pct。2023Q2公司实现营业收入3.75亿元, 同比下降27.19%, 环比维持稳定; 实现归母净利润0.84亿元, 同比下降34.8%, 环比增长15.07%。目前纤维素醚订单逐步提升, 植物胶囊出口环比持续提高。
- 新增产能释放有望贡献业绩增量。** 随着在建4.1万吨纤维素醚及50亿粒植物胶囊陆续建成投产, 未来纤维素醚、植物胶囊产能有望分别达到7.5万吨、350亿粒。其中已竣工赫达高分子第一期3万吨/年纤维素醚项目包括两条生产线: 一条纤维素混合醚生产线, 交替生产羟丙基甲基纤维素(HPMC)1万吨、羟乙基甲基纤维素(HEMC)1万吨; 一条1万吨羟丙基甲基纤维素(HPMC)生产线, 目前新增产能正逐步释放。
- 两阶段收购中福致为, 补齐HEC产品短板。** 2023年8月, 为完善公司纤维素醚产品线, 提高纤维素醚系列产品配套能力, 公司以自有资金分两阶段收购山东中福致为新材料有限公司100%股权。中福致为主营产品羟乙基纤维素(HEC), 可广泛应用于日用化学品、乳胶涂料、聚氯乙烯、陶瓷以及农业生产等领域。中福致为于2022年开工建设的羟乙基纤维素二期项目现已竣工, 达产后HEC产能将达到10000吨/年, 位居全国前列。2023H1中福致为实现营业收入0.63亿元, 实现净利润0.14亿元。2023年9月, 中福纳入合并报表范围。
- 投资建议:** 预计公司2023-2025年每股收益分别为1.09、1.31、1.51元, 对应当前股价PE分别为16、13、11倍。公司是国内纤维素醚及植物胶囊龙头, 考虑未来新增产能逐步放量、需求持续回暖, 有望保证业绩长期增长, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 在建项目进度不及预期; 下游需求恢复不及预期; 产品价格波动风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,560	1,723	1,914	2,268	2,611
(+/-)YOY(%)	19.2%	10.4%	11.0%	18.5%	15.1%
净利润(百万元)	330	354	374	448	517
(+/-)YOY(%)	30.6%	7.4%	5.8%	19.6%	15.5%
全面摊薄EPS(元)	0.96	1.03	1.09	1.31	1.51
毛利率(%)	36.6%	34.2%	34.5%	34.5%	34.5%
净资产收益率(%)	21.3%	18.8%	17.4%	17.2%	16.6%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.04	1.09	1.31	1.51
每股净资产	5.49	6.29	7.59	9.10
每股经营现金流	0.88	1.28	2.26	1.69
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	21.56	15.68	13.11	11.36
P/B	4.08	2.73	2.26	1.88
P/S	3.41	3.07	2.59	2.25
EV/EBITDA	17.40	10.53	8.65	6.92
股息率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.2%	34.5%	34.5%	34.5%
净利润率	20.5%	19.6%	19.7%	19.8%
净资产收益率	18.8%	17.4%	17.2%	16.6%
资产回报率	10.6%	10.6%	10.0%	10.6%
投资回报率	12.6%	13.0%	13.0%	12.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.4%	11.0%	18.5%	15.1%
EBIT 增长率	-5.0%	16.2%	18.3%	14.9%
净利润增长率	7.4%	5.8%	19.6%	15.5%
偿债能力指标				
资产负债率	43.5%	39.1%	41.9%	35.8%
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.8	1.2
现金比率	0.1	0.2	0.4	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	69.5	66.2	67.3	67.0
存货周转天数	75.2	70.9	72.3	71.8
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	2.1	1.1	1.2	1.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	354	374	448	517
少数股东损益	0	1	0	0
非现金支出	112	182	193	229
非经营收益	-34	-8	-16	-22
营运资金变动	-132	-109	149	-143
经营活动现金流	300	440	774	580
资产	-468	-386	-396	-141
投资	-22	-15	-14	-15
其他	3	22	31	37
投资活动现金流	-487	-379	-380	-119
债权募资	225	61	52	55
股权募资	0	-0	0	0
其他	-28	-117	-14	-14
融资活动现金流	197	-57	38	40
现金净流量	16	4	431	502

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 28 日
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,723	1,914	2,268	2,611
营业成本	1,134	1,254	1,487	1,710
毛利率%	34.2%	34.5%	34.5%	34.5%
营业税金及附加	16	17	20	23
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	25	27	31	36
营业费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	120	122	146	169
管理费用率%	6.9%	6.4%	6.4%	6.5%
研发费用	68	81	95	108
研发费用率%	3.9%	4.2%	4.2%	4.2%
EBIT	363	421	499	573
财务费用	-18	14	14	14
财务费用率%	-1.0%	0.7%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-4	2	2	2
投资收益	35	24	31	37
营业利润	411	432	516	597
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	410	432	516	597
EBITDA	467	606	693	803
所得税	56	57	68	79
有效所得税率%	13.7%	13.2%	13.2%	13.3%
少数股东损益	0	1	0	0
归属母公司所有者净利润	354	374	448	517

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	151	155	586	1,088
应收账款及应收票据	368	343	513	467
存货	242	252	346	337
其它流动资产	96	94	120	128
流动资产合计	858	844	1,565	2,020
长期股权投资	37	48	59	71
固定资产	802	1,730	1,961	2,254
在建工程	1,412	662	612	212
无形资产	184	208	228	246
非流动资产合计	2,474	2,692	2,910	2,837
资产总计	3,331	3,536	4,475	4,856
短期借款	230	291	343	398
应付票据及应付账款	632	489	896	676
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	172	188	219	250
流动负债合计	1,035	968	1,459	1,323
长期借款	358	358	358	358
其它长期负债	57	57	57	57
非流动负债合计	415	415	415	415
负债总计	1,450	1,382	1,873	1,738
实收资本	342	342	342	342
普通股股东权益	1,882	2,153	2,601	3,117
少数股东权益	0	1	1	1
负债和所有者权益合计	3,331	3,536	4,475	4,856

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

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。	类 别	评 级	说 明
	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范围包括证券投资咨询业务。