

2020年08月17日

业绩持续改善，涂料级纤维素醚是焦点 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,113	1,427	1,721	2,355
同比（%）	21.9%	28.3%	20.6%	36.8%
归母净利润（百万元）	158	238	276	411
同比（%）	114.7%	50.7%	16.0%	49.0%
每股收益（元/股）	0.83	1.25	1.45	2.16
P/E（倍）	47.24	31.34	27.02	18.13

事件：山东赫达发布中报，报告期内，实现营业收入 6.17 亿元，同比增长 15.89%，归母净利润 1.21 亿元，同比增长 50.71%，同时，中报发布三季度业绩指引，预计公司前三季度的业绩同比增长 50% 以上。

投资要点

- **日化用纤维素醚是业绩增长的主要原因。**报告期内，公司的植物胶囊及医药级纤维素醚、日化级纤维素醚（消毒凝胶用）的需求大增，日化用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，是报告期内业绩增长的主要原因。
- **赫尔希将成为全资子公司。**2020 年 5 月，公司公告拟出资 7000 万元收购赫尔希公司的 13.85% 的少数股东权益，待交易完成，山东赫尔希由公司控股子公司变为公司全资子公司，有利于进一步加强公司对赫尔希公司的管控力度，强化公司盈利能力。
- **产业升级，绩效斐然。**公司代表了一类精细化工企业，通过持续不断的研发投入，不断开辟新的市场领域。新领域的投资回报率明显高于现有业务，不仅如此，通过不断进入新的业务领域，较好规避了总需求不足的问题。
- **重点关注涂料用纤维素醚的进度。**公司计划在高青基地建设 1 万吨/年涂料用纤维素醚，有望切入高壁垒行业，打开成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司收购赫尔希少数股权，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.38 亿元、2.76 亿元和 4.11 亿元，EPS 分别为 1.25 元、1.45 元和 2.16 元，PE 为 31X、27X 和 18X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**涂料级纤维素醚业务认证较难，存在业务推进不及预期的风险。

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.15
一年最低/最高价	12.65/43.51
市净率(倍)	8.04
流通 A 股市值(百万元)	4810.90

基础数据

每股净资产(元)	4.87
资产负债率(%)	39.44
总股本(百万股)	190.19
流通 A 股(百万股)	122.88

相关研究

1、《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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	630	731	883	1,093	营业收入	1,113	1,427	1,721	2,355
现金	190	164	313	303	减:营业成本	740	961	1,155	1,541
应收账款	209	230	253	278	营业税金及附加	10	12	14	19
存货	148	245	227	402	营业费用	39	50	60	82
其他流动资产	82	93	90	110	管理费用	129	144	194	264
非流动资产	852	851	931	1,105	财务费用	9	1	-0	-3
长期股权投资	0	1	3	6	资产减值损失	-12	-3	-6	-5
固定资产	719	695	754	881	加:投资净收益	7	3	4	4
在建工程	21	43	62	109	其他收益	5	4	5	5
无形资产	91	91	91	89	营业利润	186	270	313	466
其他非流动资产	21	21	21	21	加:营业外净收支	-4	-1	-2	-2
资产总计	1,482	1,583	1,814	2,198	利润总额	182	269	311	464
流动负债	396	362	367	385	减:所得税费用	20	31	35	53
短期借款	78	78	78	78	少数股东损益	4	0	0	0
应付账款	165	165	165	165	归属母公司净利润	158	238	276	411
其他流动负债	153	119	124	142	EBIT	190	272	312	462
非流动负债	152	125	106	98	EBITDA	269	341	389	555
长期借款	134	107	88	80					
其他非流动负债	18	18	18	18	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	548	487	474	484	每股收益(元)	0.83	1.25	1.45	2.16
少数股东权益	19	19	19	19	每股净资产(元)	4.81	5.66	6.94	8.91
					发行在外股份(百万 股)	190	190	190	190
归属母公司股东权益	914	1,076	1,321	1,695	ROIC(%)	16.8%	21.4%	22.9%	25.8%
负债和股东权益	1,482	1,583	1,814	2,198	ROE(%)	17.3%	21.7%	20.6%	24.0%
					毛利率(%)	33.5%	32.7%	32.9%	34.6%
					销售净利率(%)	14.6%	16.6%	16.0%	17.4%
					资产负债率(%)	37.0%	30.8%	26.1%	22.0%
					收入增长率(%)	21.9%	28.3%	20.6%	36.8%
					净利润增长率(%)	114.7%	50.7%	16.0%	49.0%
					P/E	47.24	31.34	27.02	18.13
					P/B	8.14	6.92	5.64	4.39
					EV/EBITDA	28.11	22.08	18.95	13.29

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>