

海大集团(002311)/饲料
稳健白马再现高增长
评级：买入(维持)

市场价格：17.24

目标价格：19.50

分析师：陈奇

执业证书编号：S0740514070005

电话：021-20315189

Email：chenqi@r.qizq.com.cn

分析师：谢刚

执业证书编号：S0740510120005

Email：xiegang@r.qizq.com.cn

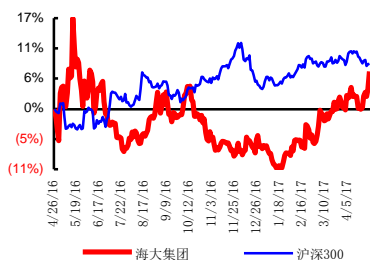
联系人：陈露

电话：010-59013787

Email：chenlu@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,582
流通股本(百万股)	1,529
市价(元)	17.24
市值(百万元)	27,270
流通市值(百万元)	26,352

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 海大集团(002311)调研跟踪：量利齐升新阶段，饲料龙头重回高速增长
- 2 海大集团(002311)点评：核心员工持股计划首期购买完成，彰显对未来高增长的信心！
- 3 海大集团(002311)点评：股票激励计划完成授予，重回高增长轨道

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	25,567.40	27,185.31	34,281.66	42,106.87	50,715.66
增长率 yoy%	21.23%	6.33%	26.10%	22.83%	20.45%
净利润(百万元)	779.98	855.81	1,200.35	1,533.19	1,919.82
增长率 yoy%	44.85%	9.72%	40.26%	27.73%	25.22%
每股收益(元)	0.51	0.56	0.78	0.99	1.25
每股现金流量	0.92	0.74	0.85	1.13	1.49
净资产收益率	15.35%	15.15%	18.79%	20.77%	22.30%
P/E	27.54	27.11	22.14	17.33	13.84
PEG	0.61	2.79	0.55	0.63	0.55
P/B	4.23	4.11	4.16	3.60	3.09

备注：以2017年4月26日收盘价为基准

投资要点

- **事件**：公司发布2016年年报，实现营业收入271.85亿元，同比增长6.33%，归母净利润8.56亿元，同比增长9.72%，拟每10股派发现金红利3.0元；同时发布2017年一季度实现营业收入54.66亿元，同比增长36.53%，归母净利润5781万元，同比增长47.45%，预计上半年归母净利润4.23-5.77亿元，同比增长10%-50%。
- **洪灾考验下主业保持稳定增长，多点业务齐贡献**。受到夏季华中地区洪涝灾害影响，水产料同比增长5%，畜禽料增长较快（猪料增长超过15%，禽料增长超过20%），整体饲料销量733万吨，同比增长16.37%，毛利率受产品结构影响降至9.69%，贡献毛利约20.3亿元。公司动保业务收入增长快速，全年增长63%，贡献近1.44亿毛利，其中水产动保产品收入增长近50%。公司的贸易业务收入42.61亿元，同比下滑12%，但毛利率恢复至2.58%。公司在产业链延伸上的苗种业务增长稳健、生猪养殖逐步放量，收入大增170%，全年出栏商品猪约30万头，合计贡献毛利1.8亿元。
- **饲料板块重回高增长，产品结构持续优化**。公司2017年开局已经展示良好的增长势头，饲料收入增长33.17%，销量增长22.92%，尤其是水产料和猪料增速更快。受益于水产料增速快（草根调研显示约30%同比增长），产品结构优化（高端水产膨化料和虾料占比提高），以及畜禽料自去年四季度玉米提价而售价提高，饲料收入增速更快，毛利率也提升了1.31个百分点。展望二季度，猪料高增速有望持续，尤其是华北和华中地区产能释放；禽料受行业低迷影响，养殖户补栏放缓，增速或有下滑；水产料受益整体水产价格走好，继续保持正常增速。整体饲料销量预计增长20%，毛利率水平有望再提高。
- **2017年公司在水产料上有望重拾发展良机，迎来量利齐升**，而在畜禽料上继续扩张市场，新增产能借助生猪养殖高景气收获高增速，预计全年饲料销量增速超过20%。同时，伴随着公司的产品升级和结构改善，利润提升空间更大。我们继续看好公司的综合发展实力和多元化业务架构，日前公司2016年员工激励计划完成（限制性股票授予和员工持股计划首期购买），对于公司重拾高增长再添动力。海大集团的产业链一体化思路清晰，采购、管理、经营等各方面综合能力领先，预计2017-19年公司净利润为12.0亿元、15.3亿元、19.2亿元，对应当前股价对应17年利润为22倍PE，维持“买入”评级。
- **风险提示**：天气灾害、疫病等导致销量下滑，养殖产能建设进度不及预期，原料价格大幅波动。

图表 1: 海大集团三张报表预测

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,109,041	2,556,740	2,718,531	3,428,166	4,210,687	5,071,566
增长率	17.62%	21.2%	6.3%	26.1%	22.8%	20.4%
营业成本	-1,901,883	-2,315,945	-2,462,542	-3,084,538	-3,783,054	-4,553,476
% 销售收入	90.2%	90.6%	90.6%	90.0%	89.8%	89.8%
毛利	207,158	240,796	255,989	343,627	427,633	518,090
% 销售收入	9.8%	9.4%	9.4%	10.0%	10.2%	10.2%
营业税金及附加	-502	-542	-3,374	-3,428	-4,211	-5,072
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-56,864	-67,443	-76,103	-92,560	-113,689	-131,861
% 销售收入	2.7%	2.6%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%
管理费用	-70,361	-67,712	-75,630	-102,845	-126,321	-152,147
% 销售收入	3.3%	2.6%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	79,431	105,099	100,881	144,794	183,413	229,011
% 销售收入	3.8%	4.1%	3.7%	4.2%	4.4%	4.5%
财务费用	-9,903	-10,240	-7,027	-1,923	1,881	4,943
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-3,625	-2,658	-1,920	-4,789	-3,872	-3,882
公允价值变动收益	-994	-174	2,609	4,200	2,200	1,700
投资收益	5,231	450	5,518	1,000	500	500
% 税前利润	7.4%	0.5%	5.3%	0.7%	0.3%	0.2%
营业利润	70,140	92,476	100,061	143,282	184,122	232,272
营业利润率	3.3%	3.6%	3.7%	4.2%	4.4%	4.6%
营业外收支	723	6,416	4,337	4,000	4,000	3,000
税前利润	70,863	98,893	104,398	147,282	188,122	235,272
利润率	3.4%	3.9%	3.8%	4.3%	4.5%	4.6%
所得税	-15,805	-19,703	-17,140	-24,301	-31,400	-38,585
所得税率	22.3%	19.9%	16.4%	16.5%	16.5%	16.4%
净利润	55,058	79,189	87,258	122,980	157,082	196,687
少数股东损益	1,212	1,191	1,677	2,946	3,762	4,705
归属于母公司的净利润	53,846	77,998	85,581	120,035	153,319	191,982
净利率	2.6%	3.1%	3.1%	3.5%	3.6%	3.8%

现金流量表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	55,058	79,189	87,258	122,980	157,082	196,687
少数股东损益	0	0	0	2,946	3,762	4,705
非现金支出	38,274	40,811	43,810	49,973	53,754	57,821
非经营收益	2,405	7,534	-8,734	-3,996	-5,518	-5,200
营运资金变动	11,404	13,872	-8,119	-37,662	-31,053	-19,389
经营活动现金净流	107,140	141,406	114,215	134,241	178,027	234,625
资本开支	53,252	43,178	65,703	52,720	44,500	48,000
投资	-5,541	-21,183	-39,698	-10,900	-8,900	-8,800
其他	3,351	2,983	5,765	5,200	2,700	2,200
投资活动现金净流	-55,442	-61,379	-99,635	-58,420	-50,700	-54,600
股权募资	26,158	21,801	6,327	0	0	0
债权募资	-79,443	-45,650	63,354	-113,754	-47,285	200
其他	-31,733	-29,132	-43,717	-5,442	-47,425	-53,950
筹资活动现金净流	-85,018	-52,982	25,964	-119,196	-94,710	-53,750
现金净流量	-33,320	27,046	40,544	-43,376	32,617	126,275

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	94,893	116,708	154,404	108,083	136,938	258,507
应收款项	60,286	67,633	85,155	92,654	113,804	137,071
存货	196,025	163,455	205,736	253,524	300,571	349,308
其他流动资产	40,599	29,346	86,073	66,912	74,897	83,602
流动资产	391,803	377,142	531,368	521,173	626,210	828,487
% 总资产	51.1%	46.1%	51.6%	50.2%	54.4%	61.0%
长期投资	6,923	33,450	40,776	49,676	57,576	65,376
固定资产	270,359	299,159	334,141	334,489	321,462	306,685
% 总资产	35.3%	36.6%	32.5%	32.2%	27.9%	22.6%
无形资产	67,400	85,002	93,405	104,594	116,239	128,077
非流动资产	374,775	441,324	497,421	517,858	524,376	529,238
% 总资产	48.9%	53.9%	48.4%	49.8%	45.6%	39.0%
资产总计	766,578	818,467	1,028,789	1,039,031	1,150,587	1,357,725
短期借款	41,714	95,932	160,862	47,285	0	0
应付款项	132,850	153,501	222,664	210,370	249,757	300,680
其他流动负债	59,956	46,025	50,147	109,522	125,844	154,736
流动负债	234,520	295,458	433,672	367,177	375,601	455,416
长期借款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	91,901	13,289	14,306	14,306	14,306	14,306
负债	326,421	308,747	447,978	381,483	389,907	469,722
普通股股东权益	433,212	508,180	564,959	638,751	738,120	860,738
少数股东权益	6,944	9,659	15,852	18,798	22,560	27,265
负债股东权益合计	766,578	826,586	1,028,789	1,039,031	1,150,587	1,357,725

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.503	0.507	0.555	0.779	0.995	1.245
每股净资产 (元)	4.049	3.306	3.665	4.144	4.789	5.584
每股经营现金净流 (元)	1.001	0.920	0.741	0.852	1.131	1.492
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.300	0.350	0.450
回报率						
净资产收益率	12.43%	15.35%	15.15%	18.79%	20.77%	22.30%
总资产收益率	7.02%	9.44%	8.32%	11.55%	13.33%	14.14%
投入资本收益率	13.43%	18.11%	15.44%	22.19%	27.21%	34.20%
增长率						
营业总收入增长率	17.62%	21.23%	6.33%	26.10%	22.83%	20.45%
EBIT增长率	79.60%	32.31%	-4.01%	43.53%	26.67%	24.86%
净利润增长率	58.21%	44.85%	9.72%	40.26%	27.73%	25.22%
总资产增长率	3.71%	7.83%	24.46%	1.00%	10.74%	18.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.4	7.5	7.6	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	32.4	28.3	27.4	30.0	29.0	28.0
应付账款周转天数	13.8	11.8	11.8	12.0	12.0	12.0
固定资产周转天数	44.1	38.4	39.8	33.3	26.3	20.6
偿债能力						
净负债/股东权益	5.98%	-3.96%	0.71%	-9.93%	-18.73%	-29.82%
EBIT利息保障倍数	8.0	10.3	14.4	75.3	-97.5	-46.3
资产负债率	42.58%	37.35%	43.54%	36.72%	33.89%	34.60%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。