

2017年04月26日

海大集团 (002311.SZ)

业绩略超市场预期，预计17年饲料销量增长全面加速！

■事件：

1、2017年4月26日，公司发布2016年度报告，报告期内：公司实现营业收入271.85亿元，同比增长6.33%；归属于上市公司股东的净利润8.56亿元，同比增长9.72%；EPS为0.55元。

2、同时发布2017年第一季度报告，报告期内：公司实现营业收入54.66亿元，同比增长36.53%；归属于上市公司股东的净利润0.58亿元，同比增长47.45%；EPS为0.04元。

3、2017年1-6月预计的经营业绩情况：归属于上市公司股东的净利润变动区间4.23-5.77亿，变动幅度为10%-50%。

4、董事会审议通过的利润分配预案为：公司拟以“未来实施分配方案时股权登记日的总股本”为基数，按每10股派发现金股利3.00元（含税），拟派发现金总额不超过公司（母公司）2016年12月31日可供股东分配利润。按照截至2017年4月25日公司总股本15.8亿股预计，公司2016年度派发现金股利金额为4.75亿元。

■我们的分析与判断：

1、16年饲料销量稳定增长，17年驶入饲料销量快速通道

2016年公司饲料总销量733万吨，同比增长16.37%，因原材料价格下降，公司饲料产品价格相应调低，因此饲料销售收入的增长低于饲料销量的增长，实现饲料销售收入216.74亿元，同比增长7.46%；其中畜禽饲料销量同比增长超过20%，水产饲料销量保持微增，经受住了下半年特大洪灾的考验，全年业绩保持增长。2017年一季度来看，公司饲料销量、收入继续保持稳定增长，一季度公司饲料销量同比增长22.92%，饲料收入增长33.17%，一季度毛利率为9.94%，同比提高了1.31个百分点。预计上半年饲料销量、收入保持稳定增长。公司饲料产品质量稳定、结构优化，毛利率有所提升，利润增长有保证。预计2017年公司整体饲料销量进入20%+复合增速通道，结构调整提升盈利能力。

①16年公司水产饲料销量同比增长约5%，其中膨化饲料增长近20%，产品结构优化明显；虽受洪灾影响，但公司客户数量和养户水面仍然保持增长，为日后的销售增长奠定了良好的客户基础。17年以来主要下游产品价格均重回上升趋势：草鱼价格：年初至今上涨约10%，同比上涨约15%，已创近两年新高；鲢鱼价格：年初至今上涨约8%，同比上涨约10%；鲫鱼价格：年初至今上涨约8%，同比上

公司快报

证券研究报告

饲料

投资评级 **买入-A**

维持评级

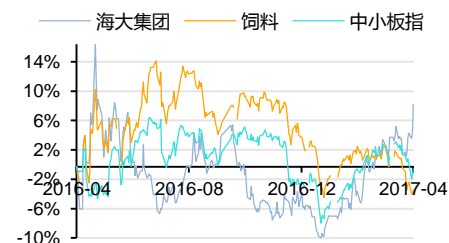
6个月目标价：**22.00元**

股价(2017-04-26) **17.24元**

交易数据

总市值(百万元)	27,270.43
流通市值(百万元)	26,352.33
总股本(百万股)	1,581.81
流通股本(百万股)	1,528.56
12个月价格区间	14.35/18.81元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.72	10.92	7.23
绝对收益	5.51	16.33	7.91

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

相关报告

海大集团：饲料销量重回20%+增速通道，17年预计将迎业绩拐点	2017-03-28
海大集团：洪海大集团三季报点评：灾影响逐渐消退 预计明年鱼价上涨推动销量提升	2016-10-27
海大集团：海大集团(002311)2015年年报点评：景气回升，稳健成长	2016-04-08

涨约 15%，我们判断，鱼价进入上涨通道，推动水产饲料增长，预计公司 17-18 年水产饲料销量增速 20%、25%

②16 年猪饲料年度销量增长超过 15%，增长原因主要是公司不断提高产品性价比和技术服务能力，向规模化养殖场的销售占比逐步提高，生猪生长前期所需的高价值饲料产品销售占比也有所提高，市场份额相应提升。公司目前尚未全面在工厂所在地展开猪饲料的销售，而仅聚焦于广东、广西、湖北、山东等少数重点养殖省份做销售布局，随着业务布局逐步增加，公司猪饲料将迎来较好的增长。16 年全年生猪价格维持高位（18 元/公斤上下波动），而能繁母猪存栏持续下降，17 年环保、淘汰、养殖户资金等因素边际上均明显改善，根据农业部 17 年 3 月份生猪存栏数据：能繁母猪存栏同比持平，生猪存栏同比上升 1.0%。我们认为能繁母猪存栏底部确立，预计补栏开始加速，饲料行业销量整体拐点已至，养殖产业结构调整，叠加 PSY 提高及出栏均重提高，饲料行业销量整体拐点已至。预计公司 17-18 年猪饲料销量增速 25%、30%。

③16 年禽饲料年度销量保持 20% 以上的增长，已经连续 6 年保持 20% 以上的增长。公司对禽料产品所需原料采用了更加灵活便利的采购机制，向本地化采购渠道和采购模式倾斜，获取更大的采购优势，并将获取的采购价差主要投入于产品效果提升方面。因此，尽管 2016 年度禽类养殖效益不佳导致养殖规模下降，但公司禽饲料销量仍然实现了较好的增长。我们预计，17 年公司禽饲料区域继续扩张，销量维持稳定增长，17-18 年销量增速 25%、25%。

2、积极布局生猪养殖业

2016 年，公司农产品销售业务实现销售收入 9.05 亿元，同比增长 169.77%，毛利率约 20%。公司养殖业务主要包括生猪养殖及水产苗种生产。报告期内，公司继续扩大生猪养殖规模，以“自繁自养”和“公司+农户”并行的养殖模式规模快速扩张，全年生猪养殖出栏约 30 万头，同比增长超过 300%，实现销售收入同比增长 407.13%。16 年受环保严控的政策影响，公司猪场整体建设进度有所推迟，制约了生猪养殖规模。根据公司年报披露，目前公司现正在建设四个母猪场，全部投产后公司母猪存栏近 4 万头，能进一步扩大公司的养殖规模。生猪价格 2017 年有望持续高位震荡，我们预计公司 17-18 年出栏量达到 60 和 100 万头，生猪养殖业务的全面启动将贡献业绩增量。

3、动保和贸易业务贡献高毛利

2016 年，公司动保业务实现销售收入 28,734.09 万元，同比增长 63.33%，毛利率保持在 50% 左右。畜禽动保重点在产品开发，收入占比不高，但随着产品的成熟和市场的开拓，产品市场增长空间巨大。公司贸易业务销售收入 42.61 亿元、实现毛利额 1.10 亿元，公司业务发展增加了一个新亮点，经过多年的产业储备，公司目前已经形成了一定的贸易规模，且有较好的毛利贡献。

4、员工持股计划绑定核心团队员工利益，激励完善将推动公司加速发展

3月21日公司公告，公司员工持股计划首期持股计划已通过二级市场完成股票购买，均价16.15元/股，购买数量72.02万股，占公司总股本0.047%，锁定期12个月。本次员工持股计划，面向对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的公司核心人员，包括董事、监事、高级管理人员和其他核心成员，持股的资金主要来自于公司计提的持股计划专项基金，该项基金金额与上年度公司净利润增速挂钩。根据公司前期公告，上年净利润增速低于18%是不提取持股计划专项基金，增速在18-23%提取2.5%，23-28%提取3%，28-33%提取3.5%，33-38%提取4%，38-43%提取4.5%，43%以上，提取5%。我们认为，本次员工持股计划将核心团队员工的利益与公司未来的增速挂钩，首期员工持股计划二级市场完成购买，激励完善将推动公司加速发展。

■ **投资建议：** 预计17-19年公司净利润规模约11.94/15.05/18.16亿元，同比增速39.6%/25.9%/20.7%，对应EPS为0.76/0.95/1.15元，6个月目标价22元，维持“买入-A”评级

■ **风险提示：** 猪价上涨不及预期，疫病风险；自然灾害风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	25,567.4	27,185.3	35,569.7	47,441.8	58,870.6
净利润	780.0	855.8	1,194.9	1,504.5	1,815.5
每股收益(元)	0.49	0.54	0.76	0.95	1.15
每股净资产(元)	3.16	3.57	4.02	4.69	5.56

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	35.0	31.9	22.8	18.1	15.0
市净率(倍)	5.5	4.8	4.3	3.7	3.1
净利润率	3.1%	3.1%	3.3%	3.2%	3.1%
净资产收益率	15.6%	15.1%	18.8%	20.3%	20.6%
股息收益率	1.8%	0.0%	1.6%	1.8%	1.6%
ROIC	19.7%	21.3%	23.1%	25.3%	37.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,567.4	27,185.3	36,569.7	47,441.8	58,870.6	成长性					
减:营业成本	23,159.4	24,625.4	33,111.4	42,968.1	53,366.2	营业收入增长率	21.2%	6.3%	34.5%	29.7%	24.1%
营业税费	5.4	33.7	26.8	34.6	53.0	营业利润增长率	31.8%	8.2%	43.3%	29.9%	20.4%
销售费用	674.4	761.0	1,034.9	1,242.0	1,618.4	净利润增长率	44.9%	9.7%	39.6%	25.9%	20.7%
管理费用	677.1	756.3	961.8	1,356.8	1,623.3	EBITDA 增长率	23.1%	6.1%	23.3%	23.6%	16.9%
财务费用	102.4	70.3	-	-	-	EBIT 增长率	28.3%	4.3%	33.9%	29.9%	20.4%
资产减值损失	26.6	19.2	27.3	24.4	23.6	NOPLAT 增长率	32.3%	8.8%	29.6%	27.0%	22.2%
加:公允价值变动收益	-1.7	26.1	-15.0	2.0	3.7	投资资本增长率	0.7%	19.4%	15.8%	-18.3%	29.8%
投资和汇兑收益	4.5	55.2	41.1	43.7	51.3	净资产增长率	15.8%	13.9%	12.6%	16.5%	18.7%
营业利润	924.8	1,000.6	1,433.5	1,861.6	2,241.0	利润率					
加:营业外净收支	64.2	43.4	71.9	75.1	63.5	毛利率	9.4%	9.4%	9.5%	9.4%	9.4%
利润总额	988.9	1,044.0	1,505.4	1,936.7	2,304.5	营业利润率	3.6%	3.7%	3.9%	3.9%	3.8%
减:所得税	197.0	171.4	287.7	405.2	454.7	净利润率	3.1%	3.1%	3.3%	3.2%	3.1%
净利润	780.0	855.8	1,194.9	1,504.5	1,815.5	EBITDA/营业收入	5.4%	5.4%	5.0%	4.7%	4.5%
						EBIT/营业收入	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	38	39	29	20	14
						流动资产周转天数	12	11	16	14	15
						流动营业资本周转天数	54	60	65	66	67
						流动资产周转天数	9	10	10	9	10
						应收帐款周转天数	25	24	26	25	25
						存货周转天数	112	122	111	98	91
						总资产周转天数	59	61	53	40	33
						投资资本周转天数					
						投资回报率					
						ROE	15.6%	15.1%	18.8%	20.3%	20.6%
						ROA	9.7%	8.5%	9.9%	11.3%	11.5%
						ROIC	19.7%	21.3%	23.1%	25.3%	37.8%
						费用率					
						销售费用率	2.6%	2.8%	2.8%	2.6%	2.7%
						管理费用率	2.6%	2.8%	2.6%	2.9%	2.8%
						财务费用率	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	5.7%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%
						偿债能力					
						资产负债率	37.7%	43.5%	47.1%	44.0%	43.8%
						负债权益比	60.6%	77.1%	88.9%	78.4%	78.0%
						流动比率	1.28	1.23	1.58	1.65	1.96
						速动比率	0.72	0.75	0.92	1.06	1.19
						利息保障倍数	10.03	15.24			
						分红指标					
						DPS(元)	0.31	-	0.28	0.32	0.27
						分红比率	62.2%	0.0%	37.6%	33.2%	23.6%
						股息收益率	1.8%	0.0%	1.6%	1.8%	1.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	791.9	872.6	1,194.9	1,504.5	1,815.5	EPS(元)	0.49	0.54	0.76	0.95	1.15
加:折旧和摊销	381.5	418.9	380.7	380.7	380.7	BVPS(元)	3.16	3.57	4.02	4.69	5.56
资产减值准备	26.6	19.2	-	-	-	PE(X)	35.0	31.9	22.8	18.1	15.0
公允价值变动损失	1.7	-26.1	-15.0	2.0	3.7	PB(X)	5.5	4.8	4.3	3.7	3.1
财务费用	80.5	76.1	-	-	-	P/FCF	54.9	39.7	16.1	20.7	20.9
投资损失	-4.5	-55.2	-41.1	-43.7	-51.3	P/S	1.1	1.0	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	11.9	16.8	22.8	27.1	34.3	EV/EBITDA	14.9	15.3	14.7	11.0	9.4
营运资金的变动	102.3	-275.2	-1,139.2	716.8	-1,787.5	CAGR(%)	24.6%	28.5%	30.3%	24.6%	28.5%
经营活动产生现金流量	1,414.1	1,142.2	403.2	2,587.3	395.4	PEG	1.4	1.1	0.8	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-613.8	-996.4	176.3	-10.2	42.2	ROIC/WACC	2.1	2.2	2.4	2.7	4.0
融资活动产生现金流量	-542.6	242.9	802.1	-1,707.3	476.7	REP	2.4	2.0	1.9	1.9	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034