

农林牧渔

2017年04月28日

海大集团 (002311)

——水产料淡季不淡业绩超预期，副业有望突破，维持买入评级！

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年04月27日

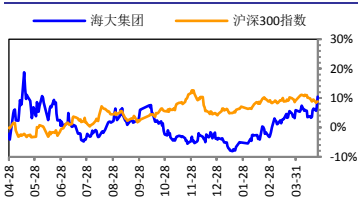
收盘价(元)	17.52
一年内最高/最低(元)	19/14.15
市净率	4.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	26780
上证指数/深证成指	3152.19 / 10229.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	3.62
资产负债率%	51.14
总股本/流通A股(百万)	1582/1529
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海大集团(002311)点评：中报点评：饲料产品结构持续优化，水灾不改业绩高速增长，维持增持评级！》2016/08/23

《海大集团(002311)点评：水灾影响逐步散去，业绩影响较为有限，维持增持评级！》2016/08/08

证券分析师

官衍海 A0230513040003
gongyh@swsresearch.com
赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com

研究支持

龚毓幸 A0230516100001
qongyx@swsresearch.com

联系人

龚毓幸
(8621)23297818×7405
gongyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布2016年年报，业绩符合预期：**报告期内公司实现营业收入271.85亿元，同比增长6.3%，实现净利润8.56亿元，增长9.72%，每股收益0.55元，完全符合我们的预期。利润分配预案：公司实现向全体股东每10股派发现金红利3.00元(含税)，送红股0股(含税)。
- **公司发布2017年一季报，业绩超预期：**报告期内，公司实现营业收入54.66亿元，同比增长36.53%；实现净利润5781万元，同比增长47.45%，每股收益0.04元。超过我们此前预期的28%的业绩增长。超预期的原因主要来自于水产饲料销量增速达到33%，超过我们预计的25%。当然，一季度属于公司经营淡季，业绩基数不高，因此业绩增速对几个点的销量增速提升的弹性很大。此外，公司预计1-6月净利润同比增速10-50%。
- **2016披荆斩棘，2017逐现光明。1) 回顾过去：**报告期内，公司销售饲料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%，猪饲料销量同比增长18%，禽料增速约为22%-25%，水产饲料销量保持微增5%，经受住了下半年特大洪灾以及鱼价低迷的考验，全年业绩保持增长。2) **展望2017：**畜禽饲料保持较好增长势头，一季度公司饲料销量同比增长22.92%，饲料收入增长33.17%。其中猪料销量增长15%-20%，禽料销量增长22%-23%。水产料淡季不淡，销量恢复33%的快速增长，主要由于今年一季度天气晴好，气温较高，利于投苗。同时，草鱼价格经过连续3年下跌，价格或进入新周期。虽然水产料旺季在二、三季度，目前仍无法提前进行准确预判，但是一季度公司销量迎来2017年开门红，有理由相信公司全年将达到预期，预计公司今年全年饲料销量880万吨，较去年733万吨同比增长20%。
- **动保、种苗业务增速亮眼，有望成为未来业绩新增长点。**虽然公司目前收入80%以上来自饲料业务，但高毛利的动保及种苗业务高速增长(动保业务毛利45%、种苗业务毛利超过50%)，有望带动公司毛利率提升。随着环保力度日益加强，农户的环保意识也真逐步增强。洁水制剂和动保产品在水产养殖户中渗透率仍较低，洁水制剂市场维持25%-30%的高速增长，市场空间广阔。公司洁水制剂产品销量增速约为50%，远高于行业增速，主要由于公司技术不断改进，使用多种菌种复合配方，不仅能够清洁水质，还能调整微生物种群，有利于鱼的健康生长。同时，随着种苗业务多年推广，品牌逐步得到市场认可，技术营销实现业绩兑现。
- **投资建议：上修盈利预测，维持“买入”评级！**虽然销售旺季尚未到来，但对公司全年业绩保持乐观心态。1) **水产饲料行业竞争格局有所变化：**行业低迷导致大量小企业退出，使得在相对稳定的市场空间中，大型企业有提升份额的可能；2) **低估值白马：**公司今年业绩有望实现高速增长，对应估值便宜，若业绩超出目前预期，公司股价还有上升空间。预计公司2017-2019年实现净利润11.98/14.98/18.43亿元(考虑水产料业绩超预期，在《农林牧渔行业2017年一季报前瞻》基础上上修预测，17-18年原盈利预测为11.70/1424亿元)，实现EPS0.78/0.97/1.2元，对应PE22/18/14X。给予17年26X估值，对应目标价20元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**近期华南出现暴雨天气，对投苗产生不利影响，理论上公司二三季度水产料销售有受到影响的可能；由于前期禽流感疫情高发，国内黄羽鸡、蛋鸡价格出现下跌，有导致禽料销量增速下滑的风险。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27,185	5,466	35,912	45,141	55,208
同比增长率(%)	6.33	36.53	32.10	25.70	22.30
净利润(百万元)	856	58	1,198	1,498	1,843
同比增长率(%)	9.72	47.45	39.95	25.04	23.03
每股收益(元/股)	0.55	0.04	0.78	0.97	1.20
毛利率(%)	9.4	9.9	9.8	9.9	10.0
ROE(%)	15.1	1.0	22.1	23.5	24.3
市盈率	31		22	18	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“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	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,090	25,567	27,185	35,912	45,141	55,208
营业收入同比增长率 (yoy)	17.62%	21.23%	6.33%	32.10%	25.70%	22.30%
减: 营业成本	19,019	23,159	24,625	32,382	40,672	49,711
毛利率 (%)	9.82%	9.42%	9.42%	9.80%	9.90%	10.00%
减: 营业税金及附加	5	5	34	44	55	67
主营业务利润	2,067	2,403	2,526	3,486	4,414	5,430
主营业务利润率 (%)	9.80%	9.40%	9.29%	9.70%	9.80%	9.80%
减: 销售费用	569	674	761	1,008	1,270	1,553
减: 管理费用	704	677	756	998	1,255	1,535
减: 财务费用	99	102	70	93	117	144
经营性利润	695	949	939	1,385	1,772	2,199
经营性利润同比增长率 (yoy)	122.16%	36.43%	-1.06%	47.60%	27.90%	24.10%
经营性利润率 (%)	3.30%	3.71%	3.45%	3.90%	3.90%	4.00%
减: 资产减值损失	36	27	19	15	20	20
加: 投资收益及其他	52	4	55	45	35	30
营业利润	701	925	1,001	1,415	1,787	2,209
加: 营业外净收入	7	64	43	25	25	20
利润总额	709	989	1,044	1,440	1,812	2,229
减: 所得税	158	197	171	223	281	345
净利润	551	792	873	1,218	1,531	1,884
少数股东损益	12	12	17	20	33	41
归属于母公司所有者的净利润	538	780	856	1,198	1,498	1,843
净利润同比增长率 (yoy)	58.21%	44.85%	9.72%	39.90%	25.10%	23.00%
全面摊薄总股本	1,070	1,537	1,541	1,541	1,541	1,541
每股收益 (元)	0.50	0.51	0.55	0.78	0.97	1.20
归属母公司所有者净利润率 (%)	2.55%	3.05%	3.15%	3.30%	3.30%	3.30%
ROE	12.43%	15.60%	15.15%	22.10%	23.50%	24.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

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，资格证书编号为：ZX0065。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 索取有关披露资料或登录 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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.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。