

公司研究/首次覆盖

2017年05月01日

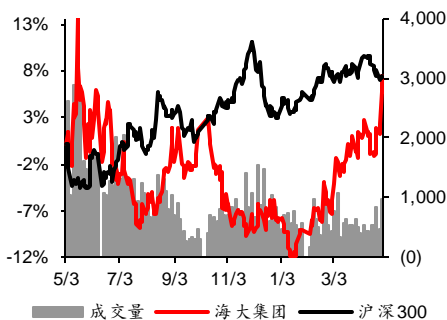
农林牧渔/饲料 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 17.25
合理价格区间(元): 19.50~23.40

许奇峰 执业证书编号: S0570517020001
研究员 010-56793956
xuqifeng@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

三期叠加谋变局，一体两翼助发展

海大集团(002311)

核心观点

在经历了总代盛行的第一代（养殖观念落后）、市场开发规模和速度并举的第二代（前期料逐步成熟，养殖理念、服务意识大幅度提高）之后，我国饲料行业进入产能过剩期、总量销售瓶颈期以及技术迭代创新缺乏期。但海大集团凭借较强的横向整合能力以及纵向产业布局的能力，实现了超越行业的快速增长，2016年水灾公司优势水产料业务受到影响，当前水灾影响殆尽，同时公司凭借强大的技术服务能力与成本管控优势正致力打造养殖综合服务平台，以饲料业务为“体”，动保和养殖业务为“两翼”，发展前景可期。

饲料板块重归高增长，水灾恢复好于预期

2012年以来，受经济增长放缓、下游养殖行业去库存、原材料价格上涨、以及禽流感和对虾疫病等多重因素的影响，整个饲料行业的发展进一步放缓，但公司依然保持了销量的增长和毛利率的提高。

2016年公司销售饲料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%；其中公司猪饲料年度销量增长超过15%；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；水产饲料销量同比增长约5%，经受住了2016年下半年特大洪灾的考验，全年业绩保持增长，其中膨化饲料增长近20%，产品结构优化明显。

成本控制与配套服务打造饲料产品力，行业景气迎来高增长契机

公司一体化的配套服务保障了客户的忠诚度，并成功打造“四位一体”联动机制，对饲料的生产成本有着较好的控制能力，保障了产品的高性价比；同时，公司积极优化水产饲料和猪饲料的产品结构，增加高端饲料占比，提高饲料产品盈利能力。2017年预计下游养殖业复苏将推动饲料行业恢复景气，公司的产品力优势也将明显地发挥出来，尤其是淡水鱼行情回暖，水产料业务上有望重归高增长通道。

饲料重归高增长，动保、养殖助发展，首次覆盖，给予“买入评级”

2016年公司优势水产料业务受到水灾影响，当前水灾影响殆尽，淡水鱼市场持续回暖，同时公司凭借强大的技术服务能力与成本管控优势正致力打造养殖综合服务平台，发展前景可期。我们预计2017年公司饲料销量900万吨左右（同比增速超过20%，其中猪料增速25%左右，水产料增速20%左右），实现归属于母公司净利润12.05亿元，对应EPS 0.78元，考虑到公司饲料板块重归高增速以及水产饲料行业的龙头地位，给予公司2017年25-30倍的PE估值水平，对应2017年目标价为19.50-23.40元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫病风险；自然灾害风险；生猪存栏回升速度低于预期；饲料销量低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,582
流通A股(百万股)	1,529
52周内股价区间(元)	14.35-18.81
总市值(百万元)	27,286
总资产(百万元)	12,073
每股净资产(元)	3.62

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	25,567	27,185	33,127	38,642	44,949
+/-%	21.23	6.33	21.85	16.65	16.32
归属母公司净利润(百万元)	779.98	855.81	1,205	1,471	1,689
+/-%	44.85	9.72	40.82	22.02	14.83
EPS(元，最新摊薄)	0.51	0.56	0.78	0.95	1.10
PE(倍)	33.98	31.05	22.05	18.07	15.74

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

公司简介：逆流而上，深耕饲料主业.....	5
公司概况.....	5
公司股权结构.....	6
饲料行业：三期叠加谋变局，集中度不断提高.....	7
行业增长整体放缓，养殖业复苏推动周期性景气.....	7
水产料多年低迷，受益鱼价回升.....	7
能繁见底、存栏回升，猪饲料行业回暖.....	8
禽饲料恢复增长，行业竞争充分.....	9
行业集中度不断提高，新格局呈现.....	10
饲料行业企业数量持续减少，行业集中度提高.....	10
猪饲料行业：分散度高，集中度仍有提升空间.....	10
禽饲料行业：新希望绝对龙头，难以逾越.....	11
水产饲料行业：通威、海大市场领先，市场充分竞争.....	11
以饲料业务为“体”，动保和养殖业务为“两翼”.....	13
逆境保增长，龙头饲企行业领先.....	13
水产饲料：配套服务加结构优化保障产品力，海外市场带来新的增长空间.....	15
猪饲料：结构优化明显，发展前景可期.....	16
禽饲料：高性价比铸就竞争优势.....	17
展望未来：内外因素共同助力未来发展.....	18
淡水鱼行情升温，助力公司优势水产料回暖.....	18
优秀的成本控制能力保障产品高性价比.....	18
优质的配套服务体系保障客户粘性.....	19
产业链一体化的长期发展战略.....	20
养殖业务.....	20
动保业务.....	20
员工持股计划彰显管理层信心.....	21
盈利与投资预测.....	23
风险提示.....	24
PE/PB - Bands.....	24

图表目录

图表 1：海大集团商业模式.....	5
图表 2：海大集团饲料销量与增速（单位：万吨）.....	5
图表 3：2016 年海大集团饲料销量构成.....	5
图表 4：海大集团营业收入结构（单位：亿元）.....	6
图表 5：2016 年海大集团营业收入构成.....	6

图表 6: 2016 年海大集团主营业务收入及毛利情况 (单位: 亿元)	6
图表 7: 海大集团股权结构 (截止 2016 年年报披露)	6
图表 8: 全国饲料产量及增速 (单位: 万吨)	7
图表 9: 饲料结构中配合料占比逐年提高	7
图表 10: 全国水产饲料产量及增速 (单位: 万吨)	8
图表 11: 草鱼大宗均价 (单位: 元/千克)	8
图表 12: 全国猪饲料产量及增速 (单位: 万吨)	9
图表 13: 生猪价格 (单位: 元/千克)	9
图表 14: 能繁母猪存栏 (单位: 万头)	9
图表 15: 生猪存栏 (单位: 万头)	9
图表 16: 全国禽饲料产量及增速 (单位: 万吨)	9
图表 17: 毛鸡价格 (单位: 元/斤)	9
图表 18: 全国饲料加工企业数量 (单位: 家)	10
图表 19: 规模以上饲料加工企业数量及占比 (单位: 家)	10
图表 20: 2015 年猪饲料市场领先公司及其份额	10
图表 21: 2015 年猪饲料市场集中度	10
图表 22: 2015 年禽饲料市场领先公司及其份额	11
图表 23: 2015 年禽饲料市场集中度	11
图表 24: 2015 年水产饲料公司产量 (单位: 万吨)	11
图表 25: 2015 年水产饲料市场集中度	11
图表 26: 饲料行业发展的三大特点	12
图表 27: 公司饲料销售业务情况 (单位: 万吨)	13
图表 28: 海大集团饲料销量增速与毛利率	14
图表 29: 海大集团饲料销量市场占有率	14
图表 30: 2015 年可比公司归母净利润和饲料销量	14
图表 31: 2015 年可比公司盈利能力和业绩增长	14
图表 32: 2016 年可比公司归母净利润和饲料销量	14
图表 33: 2016 年可比公司盈利能力和业绩增长	14
图表 34: 海大集团水产饲料销售与盈利情况 (单位: 万吨)	15
图表 35: 海大集团水产饲料市场占有率	15
图表 36: 海大集团研发投入情况 (单位: 百万元)	16
图表 37: 海大集团饵料系数低于行业平均水平	16
图表 38: 海大集团海外收入 (单位: 亿元)	16
图表 39: 海大集团各片区营收情况 (单位: 亿元)	16
图表 40: 海大集团猪饲料销售与盈利情况 (单位: 万吨)	17
图表 41: 海大集团猪饲料市场占有率	17
图表 42: 海大集团禽饲料销售与盈利情况 (单位: 万吨)	17
图表 43: 海大集团禽饲料市场占有率	17
图表 44: 海大集团“四位一体联动机制”	19
图表 45: 海大集团配套服务体系	20
图表 46: 海大集团产业链布局	21

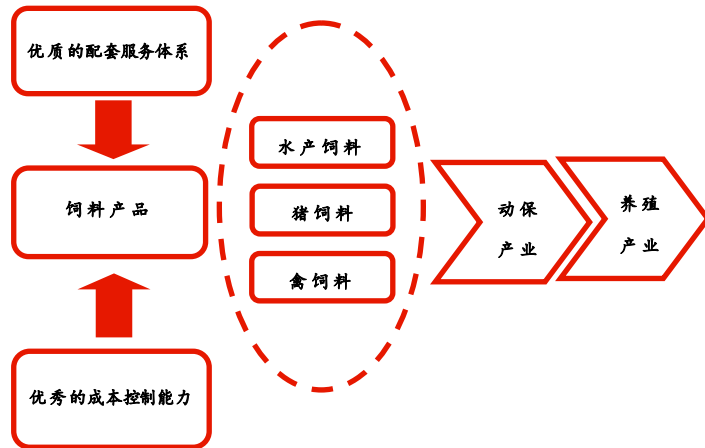
图表 47: 首期持股计划持有人对应的权益份额及比例	21
图表 48: 首次授予限制性激励股票的对象及数量	22
图表 49: 可比公司估值情况 (Wind 一致预测, 2017 年 4 月 28 日)	23
图表 50: 海大集团历史 PE-Bands	24
图表 51: 海大集团历史 PB-Bands	24

公司简介：逆流而上，深耕饲料主业

公司概况

广东海大集团股份有限公司所有业务都围绕养殖业的需求展开布局，主要从事水产和畜禽饲料、优质水产动物种苗、动物保健品和生物制品、生猪的生产和销售业务。饲料业务是主要业务，并通过向客户提供苗种、动保、技术、服务等养殖过程的整体解决方案，保证客户全程健康养殖。生猪产销业务通过“自繁自养”和“公司加农户”两种方式组织生产。因此，公司具体产品主要包括鸡、鸭、猪、鱼、虾等饲料，生猪、虾苗、鱼苗，及养殖过程中所需的保健品、疫苗等。

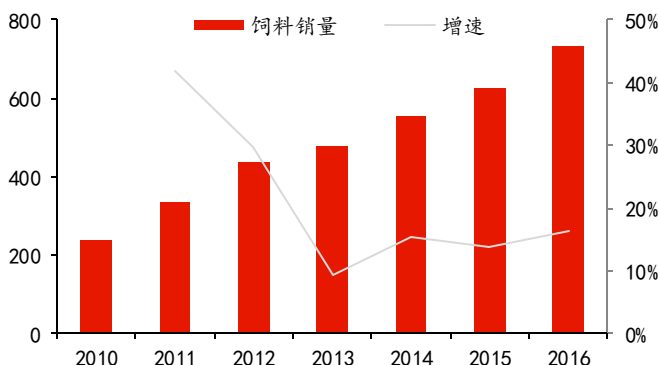
图表1：海大集团商业模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

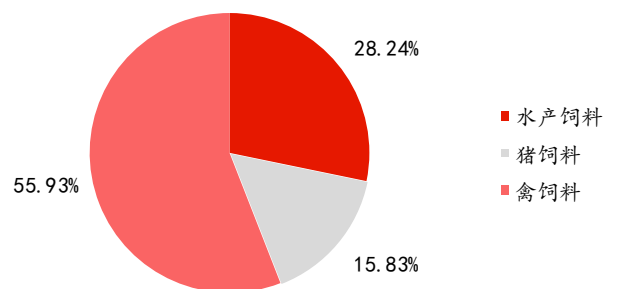
公司是饲料行业的龙头企业，饲料销售业务是公司收入和毛利的主要来源，总销量和收入持续多年增长，毛利率稳定。公司以水产饲料的生产起家，目前已是水产饲料行业的龙头企业，在全国位于前两名，其中对虾、高档膨化料等产品在多个地区都处于行业绝对领导地位；经过多年的布局和发展，公司的畜禽饲料在广东、湖北、湖南等地也处于行业领先地位。2012年以来，受经济增长放缓、下游养殖行业去库存、原材料价格上涨、以及禽流感和对虾疫病等多重因素的影响，整个饲料行业的发展进一步放缓，但公司依然保持了销量的增长和毛利率的提高。2016年公司销售饲料733万吨，同比增长16.37%，因原材料价格下降，公司饲料产品价格相应调低，因此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%；其中公司猪饲料年度销量增长超过15%；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；水产饲料销量同比增长约5%，经受住了2016年下半年特大洪灾的考验，全年业绩保持增长，其中膨化饲料增长近20%，产品结构优化明显。

图表2：海大集团饲料销量与增速（单位：万吨）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

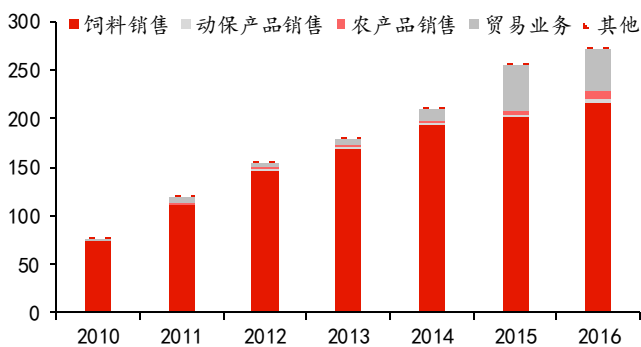
图表3：2016年海大集团饲料销量构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

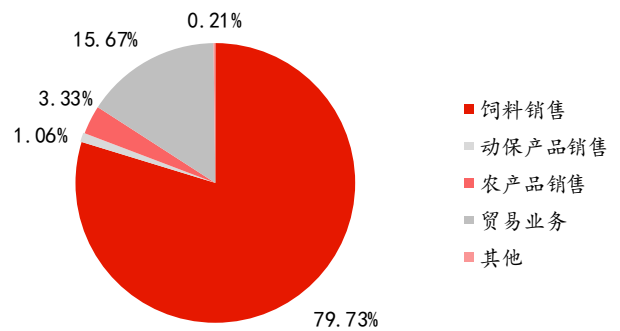
在经历了总代盛行的第一代（养殖观念落后）、市场开发规模和速度并举的第二代（前期料逐步成熟，养殖理念、服务意识大幅度提高）之后，我国饲料行业进入产能过剩期、总量销售瓶颈期以及技术迭代创新缺乏期。饲料企业对养殖业的发展产生了较大的推动作用，但是，随着养殖端的意识、观念、需求的不断提升，饲料企业提升的速度较难满足养殖业发展速度。鉴于此，大型饲料企业积极切入产业链、绑定规模养殖场、构建竞争壁垒，整合有价资源。虽然饲料行业景气持续低迷，但公司逆势深筑核心竞争力，是行业内为数不多量、利齐增的龙头饲料企业。2016年公司实现营业收入271.85亿元，同比增长6.33%；归母公司净利润8.56亿元，同比增长9.72%。其中饲料销售收入216.74亿元，同比增长7.46%，实现毛利率为9.69%；动保产品销售收入2.87亿元，同比增长63.33%，毛利率保持在50%左右；农产品销售业务实现销售收入9.01亿元，同比增长169.77%，毛利率约20%；贸易业务销售收入42.61亿元，实现毛利额1.10亿元，为公司业务发展增加了一个新亮点。

图表4: 海大集团营业收入结构(单位:亿元)



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表5: 2016年海大集团营业收入构成



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表6: 2016年海大集团主营业务收入及毛利情况(单位:亿元)

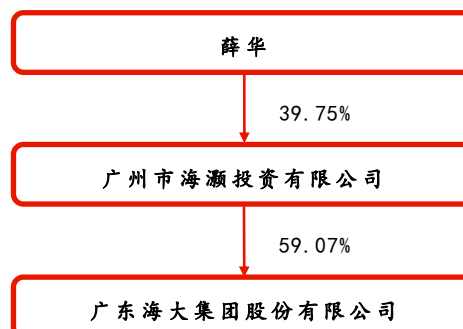
板块	营业收入	营业成本	毛利率	收入同比上年变化	成本同比上年变化	毛利率同比上年变化
饲料销售	216.74	195.73	9.69%	7.46%	9.20%	减少1.44个百分点
动保产品销售	2.87	1.51	47.57%	63.33%	71.60%	减少2.53个百分点
农产品销售	9.05	7.25	19.87%	169.77%	200.92%	减少8.29个百分点
贸易业务	42.61	41.51	2.58%	-12.04%	-15.07%	增加3.47个百分点
合计	271.85	246.25	9.42%	6.33%	6.33%	保持不变

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

公司股权结构

公司控股股东为广州市海灏投资有限公司,截至2016年年报披露,海灏投资持有公司59.07%的股份,公司实际控制人为公司董事长兼总经理薛华先生。

图表7: 海大集团股权结构(截止2016年年报披露)



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

饲料行业：三期叠加谋变局，集中度不断提高

在经历了总代盛行的第一代（养殖观念落后）、市场开发规模和速度并举的第二代（前期饲料逐步成熟，养殖理念、服务意识大幅度提高）之后，我国饲料行业进入产能过剩期、总量销售瓶颈期以及技术迭代创新缺乏期。主要表现有：产量增长率呈下降趋势，需求总量增速放缓，利润率维持在较低的水平。

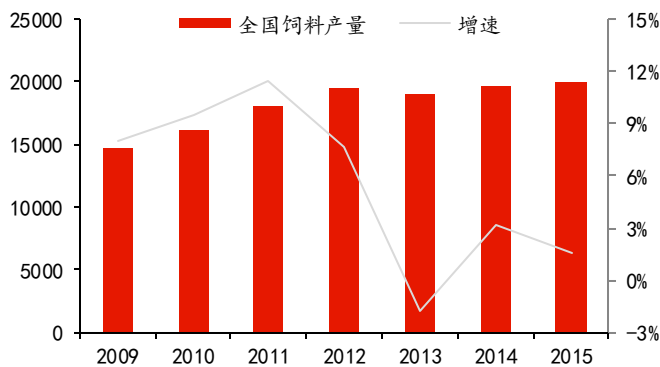
2000-2010年是我国饲料行业发展的黄金十年，这十年经济高速增长，居民消费支出增加，肉类需求旺盛，饲料行业的产量大幅增加，并且保持着很高的增速，年复合增速达到15.02%。从2011年开始，我国饲料行业发展速度开始减缓，产量增速呈逐年下跌趋势，2015年我国工业饲料产量为20,009万吨，增速为1.57%，增速相比黄金十年已经大幅降低。短期来看，由于洪灾、疫病影响消除，能繁母猪存栏止跌，下游水产和畜禽养殖业的复苏将拉动饲料需求，带动行业今年恢复景气；长期来看，养殖业的规模化会带动饲料行业进一步整合集中，未来饲料产业链内部化和高端饲料专业化将是行业的发展趋势。

行业增长整体放缓，养殖业复苏推动周期性景气

我国饲料工业发展起于80年代，并保持三十多年的高速发展，至2011年全国饲料产量超过美国成为全球第一，2012年产量持续增长达到1.94亿吨。2013年受宏观经济低迷和终端消费不旺的影响，出现有史以来的首次负增长，全国饲料产量1.93亿吨，同比下降1.8%。2014年恢复增长，但总体增速放缓，2015年总产量已经突破2亿吨。

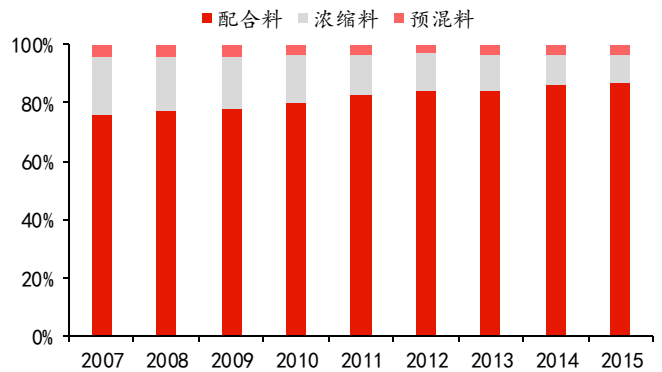
从结构上来看，饲料中占比最高的是配合饲料，其次是浓缩饲料、预混饲料，2015年配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产量占商品饲料总产量比重分别为86.9%、9.8%、3.3%。与上年比，配合饲料占总产量比重提高1.1个百分点，浓缩饲料下降1.1个百分点，添加剂预混合饲料提高0.1个百分点。近年，配合料在饲料产业中的占比有逐年升高的趋势，浓缩料占比下降的最快。下游养殖业规模化进程的加快，规模化养殖户更倾向于外购出肉率高、也有利于防治疫病的配合料，而不是购买预混料或浓缩料自行配料。

图表8：全国饲料产量及增速（单位：万吨）



资料来源：中国饲料行业信息网，华泰证券研究所

图表9：饲料结构中配合料占比逐年提高

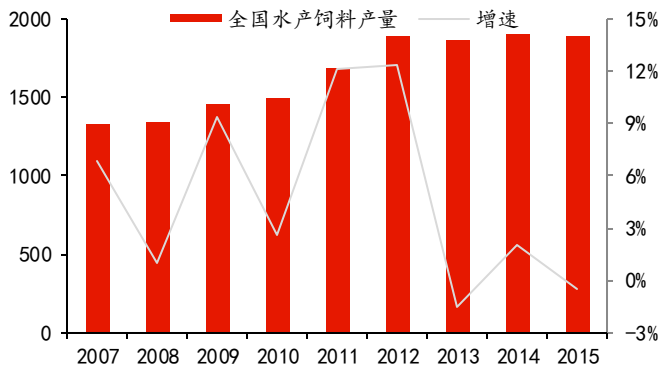


资料来源：中国饲料行业信息网，华泰证券研究所

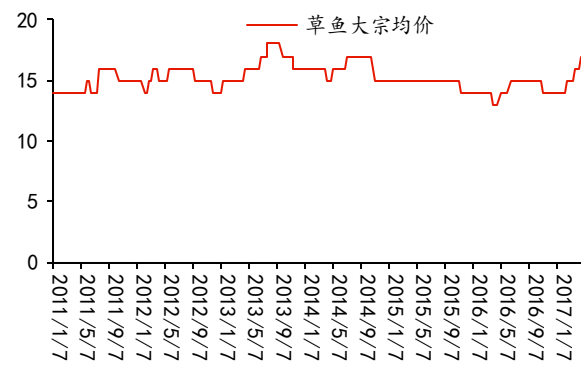
水产料多年低迷，受益鱼价回升

2013年受对虾疫病、天气异常的影响，水产饲料的产量出现下滑，之后总产量基本保持稳定、增速大幅下滑。截至2015年年底，华中草鱼价格已连续三年下跌，水产养殖长期处于亏损边缘；华南罗非鱼自2014年出口受阻后，鱼价一跌再跌；华东鲫鱼疫病连年，价格持续偏低；对虾养殖未能从2013年疫病中走出，发病率高、成活率低，产量下降严重。2016年7-9月份南方和华中区域经历大面积、长时间的洪涝灾害，对水产养殖造成严重冲击。

现在洪灾影响已经消除，而且今年年初至今，传统淡水鱼行情形势大好，由于存塘量显著减少，全国各主产区和消费市场淡水鱼价格呈现出整体逐渐上涨的态势，目前以草鱼价格上涨最为明显。随着气温的升高，淡水鱼生长速度会越来越缓慢，供需缺口将会进一步加大。草鱼大宗均价年初至今累计涨幅已超过 20%，在当前鱼价走高情况下，养殖户多选用优质配合料，并增加投喂量，达到增加淡水鱼体重，加快出塘速度的目的，预计 2017 年水产料市场行情整体向上。

图表 10: 全国水产饲料产量及增速 (单位: 万吨)


资料来源: 中国饲料行业信息网, 华泰证券研究所

图表 11: 草鱼大宗均价 (单位: 元/千克)


资料来源: 农业部, 华泰证券研究所

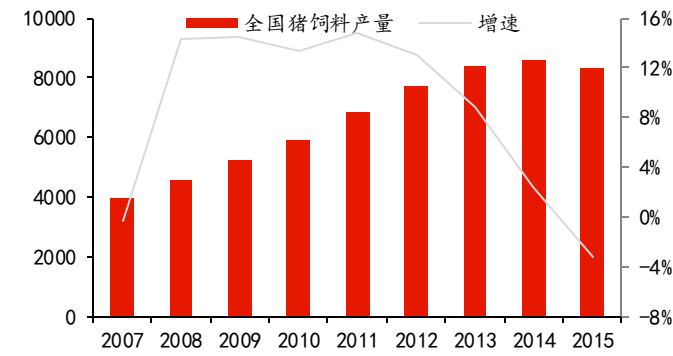
水产饲料相对于畜禽饲料，对于技术服务的依赖度更高，饲料生产、尤其是高端膨化料生产的技术门槛更高，需要大量的研发投入，同时毛利率也更高。随着国内市场偏好的转变、家庭消费的升级，中高档鱼的市场需求增大，未来投入资金较高但利润回报也十分丰厚的高档膨化料将成为水产料的发展方向。

能繁见底、存栏回升，猪饲料行业回暖

猪饲料产量经历了从稳定增长到增速下降的过程，产量增长率在 2011 年后持续下降，2015 年首次出现了负增长。一方面，生猪养殖正处于从散养户向规模化养殖场的过渡阶段，行业正在经历去产能过程；另一方面，政府的环保限制趋严，限制了猪价上涨时的存栏回升。受生猪存栏持续下降影响，过去几年猪饲料行业并不景气。

2017 年 3 月农业部能繁母猪和生猪存栏数据显示，3 月能繁母猪存栏环比持平、同比下滑 1.6%，生猪存栏环比增长 1.0%，同比下滑 1.2%。目前能繁见底、存栏小幅回升，开春以来仔猪存活率明显走高，疫情等级较低，预计 9-10 月份生猪出栏压力开始显现，由此我们认为猪价 5 月将出现回升、7-8 月见年内高点、10 月左右下跌。此外，母猪生产效率和生猪出栏均重上较上轮周期均有所提升，饲料销量将更有攻击性，我们预计 2017 年全国饲料销量整体略有增长，猪料销量增速可达 10% 以上。当前饲料行业已经步入低速增长阶段，但龙头企业凭借较强的横向整合能力以及纵向产业布局的能力，可实现超越行业的快速增长。

图表 12: 全国猪饲料产量及增速 (单位: 万吨)



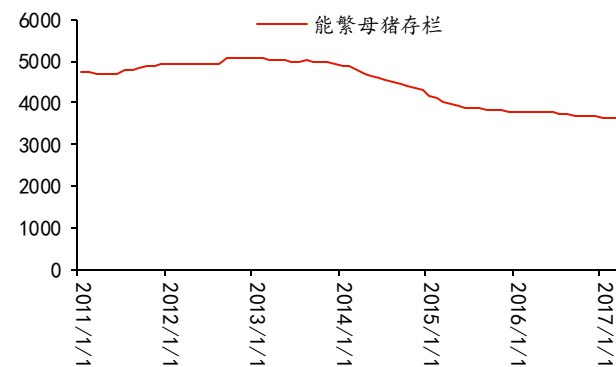
资料来源: 中国饲料行业信息网, 华泰证券研究所

图表 13: 生猪价格 (单位: 元/千克)



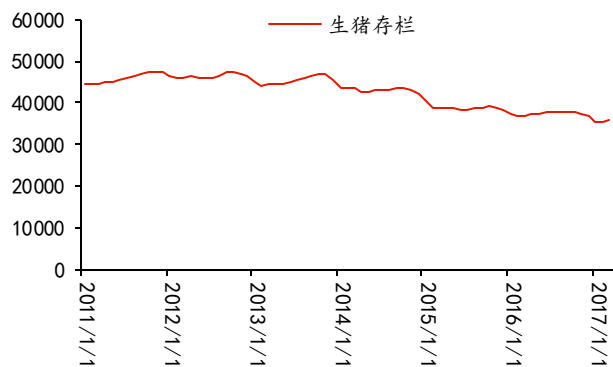
资料来源: 农业部, 华泰证券研究所

图表 14: 能繁母猪存栏 (单位: 万头)



资料来源: 农业部, 华泰证券研究所

图表 15: 生猪存栏 (单位: 万头)

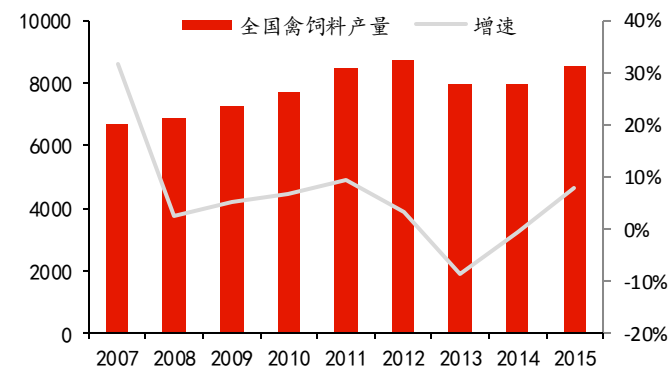


资料来源: 农业部, 华泰证券研究所

禽饲料恢复增长, 行业竞争充分

从产量上看, 2009年到2012年, 全国禽饲料产量基本保持增长, 2013年、2014年受H7N9禽流感影响家禽存栏量下滑, 全国禽料销量下滑8.7%和0.6%, 2015年已经恢复增长, 禽饲料总产量为8,534.5万吨。毛鸡价格去年一直在下跌, 2017年已有触底回升的趋势, 预计也将进一步拉动禽饲料需求。

图表 16: 全国禽饲料产量及增速 (单位: 万吨)



资料来源: 中国饲料行业信息网, 华泰证券研究所

图表 17: 毛鸡价格 (单位: 元/斤)



资料来源: 农业部, 华泰证券研究所

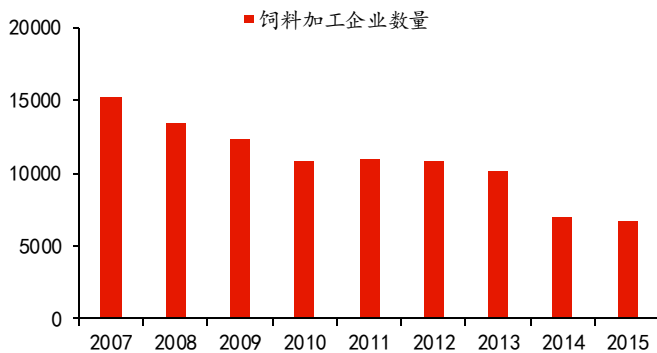
禽类养殖行业在畜禽养殖业中属于集中度较高的一类, 养殖户专业知识强、能通过简单对比辨别饲料产品优劣, 禽饲料产品市场竞争激烈、毛利率较低, 一般情况下1吨禽饲料只能带来40-50元的利润, 行业毛利率一般是3%-4%的水平。

行业集中度不断提高，新格局呈现

饲料行业企业数量持续减少，行业集中度提高

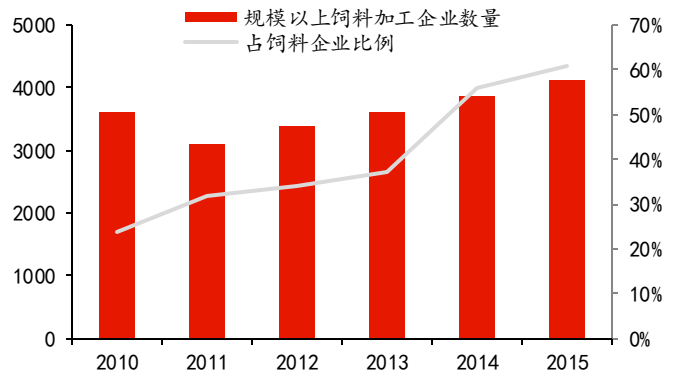
我国饲料加工企业的数量不断减少，行业集中度正在提高。2012年开始，我国饲料加工企业一直在减少，截止2015年末，饲料加工企业共6,764家，较2011年减少4,151家。2015年我国年产50万吨以上的饲料企业达到51家，饲料产量占全国总产量的比例达到60%以上。饲料企业数量下降主要有以下几个原因：一是我国饲料产业正在逐渐从粗放型向着集约型方向转变，生产技术不过关，质量不过关，售后不过关，品牌意识不明显的小型企业正在逐渐被取代；二是产业调整等因素影响，饲料企业的利润水平大大降低，规模生产企业才能在行业中生存下去；三是我国对于饲料行业的监管越来越严，一些小规模、经不起检验的饲料厂，无法取得国家颁发的经营许可证。

图表18: 全国饲料加工企业数量(单位:家)



资料来源: 中国饲料行业信息网, 华泰证券研究所

图表19: 规模以上饲料加工企业数量及占比(单位:家)



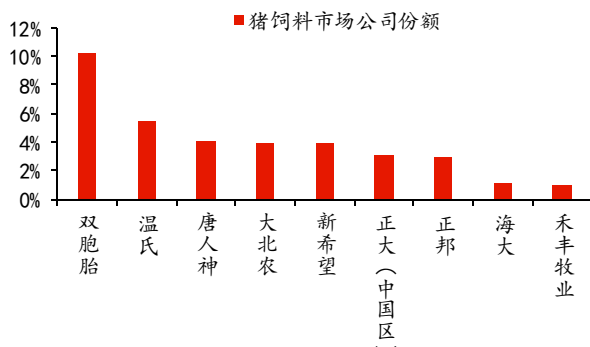
资料来源: 中国饲料行业信息网, 华泰证券研究所

截至2015年, 全国产量在5万吨以上的企业共1,127家, 产饲料共计13,181.59万吨, 占全国饲料总产量的65.88%。排名前20的企业共生产饲料1,231.83万吨, CR20占比为6.17%。

猪饲料行业: 分散度高, 集中度仍有提升空间

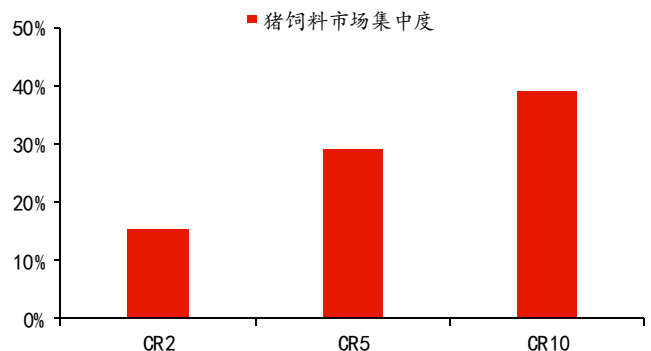
从细分市场的行业集中度来看, 非上市企业双胞胎是猪饲料行业龙头。猪饲料市场份额最大的企业为双胞胎, 也是仅有的市场份额超过10%的猪饲料企业; 温氏的猪饲料市场份额排名第二, 但温氏的主营业务为养殖业, 其生产的饲料大多为满足自身养殖业发展。在主营业务为饲料加工的上市企业中, 猪饲料占比从高到低依次为唐人神、大北农、新希望、正邦、海大、禾丰, 其中唐人神为市场领先者, 大北农、正邦和新希望为市场追赶者, 海大和禾丰为市场跟随者。

图表20: 2015年猪饲料市场领先公司及其份额



资料来源: 中国饲料行业信息网, 华泰证券研究所

图表21: 2015年猪饲料市场集中度

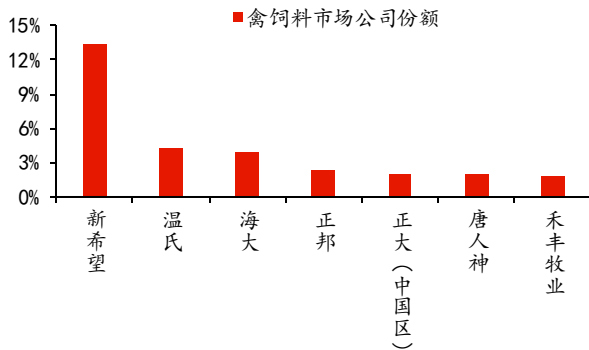


资料来源: 中国饲料行业信息网, 华泰证券研究所

禽饲料行业：新希望绝对龙头，难以逾越

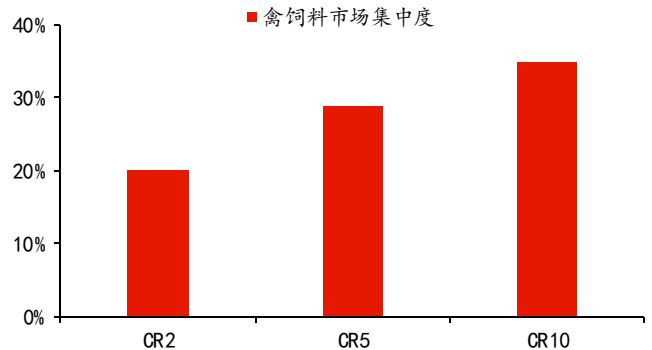
新希望是禽饲料行业的绝对龙头，但是市场集中度依然有提升的空间。2015年新希望的禽饲料市场份额最大，高达13.47%，是名副其实的禽饲料市场领先者；温氏和海大紧随其后，市场份额约为4%左右，是市场追赶者；正邦、正大、唐人神、禾丰的市场份额都在2%左右，是市场跟随者。从市场份额来看，新希望在禽饲料市场具有绝对的优势，其市场份额超过排名第二的温氏近十个百分点。但是禽饲料的行业集中度CR10仅为35%，除新希望拥有较大的市场份额外，后面的禽饲料企业都不具备太大的市场影响力，也难以在禽饲料细分市场对新希望造成挑战。

图表22：2015年禽饲料市场领先公司及其份额



资料来源：中国饲料行业信息网，华泰证券研究所

图表23：2015年禽饲料市场集中度

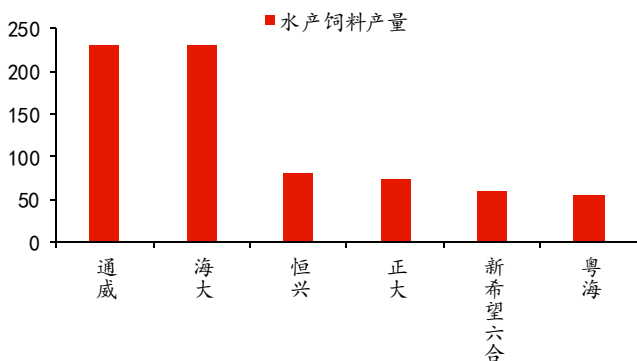


资料来源：中国饲料行业信息网，华泰证券研究所

水产饲料行业：通威、海大市场领先，市场充分竞争

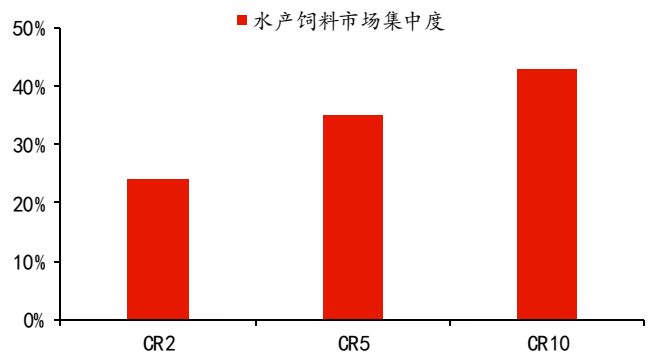
通威和海大是水产饲料的行业龙头，占据约25%的水产饲料市场。按照水产饲料销量排序，市场份额前六的企业分别为：通威、海大、恒兴、正大、新希望六和和粤海，其中通威和海大是仅有的两家水产饲料销量超过200万吨的企业。水产饲料CR5为35%，CR10也仅为43%，水产饲料行业处于充分竞争的阶段。

图表24：2015年水产饲料公司产量（单位：万吨）



资料来源：中国饲料行业信息网，华泰证券研究所

图表25：2015年水产饲料市场集中度



资料来源：中国饲料行业信息网，华泰证券研究所

下游养殖业集中度的提高、从小农散户养殖走向规模化，会带动饲料行业的规模化。随着国内养殖业规模化进程的加速，未来饲料行业进一步的集中整合是必然趋势。我们认为，未来饲料行业的发展将表现出以下三大特点：

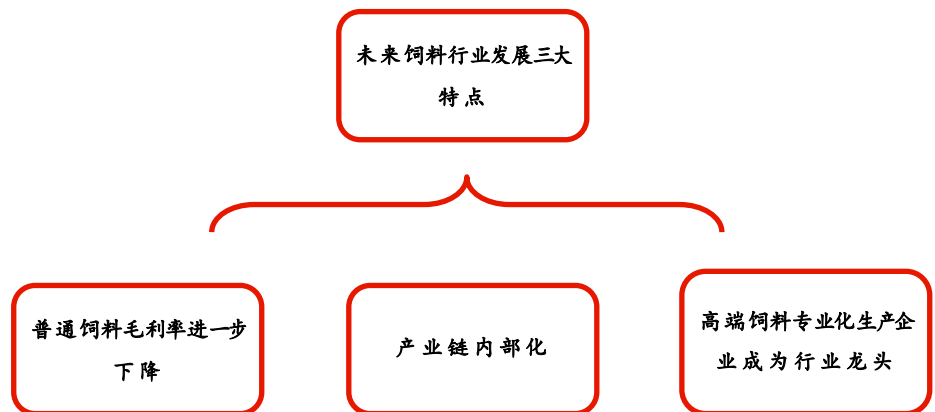
第一，在集中度高、规模化的养殖行业中，养殖户专业知识强、相对于散户对服务的需求较弱，更关注的是产品的性价比，养殖户能通过简单对比辨别饲料产品优劣。因此饲料产品市场未来竞争将更加激烈，毛利率、尤其是普通饲料的毛利率会进一步下降。

第二，饲料生产将产业链内部化，即饲料生产成为畜牧养殖链条中的一环，商品性饲料减少。一方面，目前国内已经出现了饲料企业大举进军养殖业的现象，海大集团、大北农等企业都在积极布局生猪养殖，力求完善产业链的布局；另一方面，养殖企业如温氏股份的饲料产量2016年已达到1,000万吨以上，但这部分饲料被公司内部消耗，并不对外销售。综合来看，未来中国饲料生产的模式也将类似于美国的集成式或联合性生产经营。

第三，高端料专业化生产企业将分化成为饲料行业龙头企业。在普通饲料毛利率进一步下降、饲料生产产业链内部化的趋势下，我们认为，最有可能存活下来并取得良好发展的是高端料专业化生产的企业，高端饲料行业的生产技术壁垒高、往往需要大量研发投入，产业集中度也较高，对于畜牧养殖企业来说，高端饲料对外购买是更合适的选择。

短期来看，下游养殖业的复苏将推动饲料需求；长期来看，饲料行业已经呈现出新的发展态势。在未来，饲料企业必须着眼未来、完善产业链，一体化的战略思维对于饲料企业的发展而言至关重要；或以科技创新为驱动力、提高产品竞争力，才能在饲料行业的角逐战中胜出。

图表 26： 饲料行业发展的三大特点



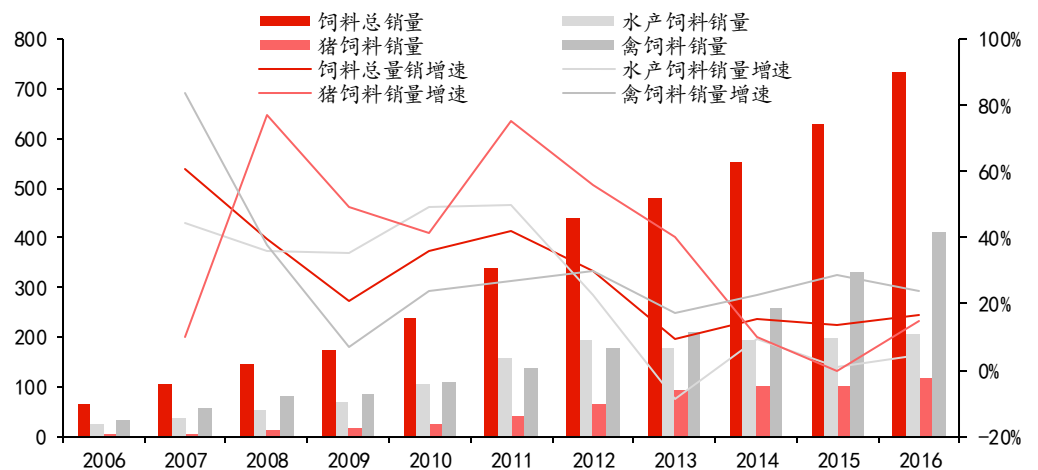
资料来源：华泰证券研究所

以饲料业务为“体”，动保和养殖业务为“两翼”

公司作为饲料行业的龙头企业，坚持以产品力为核心，多年来在水产饲料和畜禽饲料产品上都形成了自己的核心竞争力。一方面，公司凭借强大的技术服务能力和成本管控优势，在饲料行业整体增长放缓的大环境下保持了饲料销量的高增长，并在细分饲料行业也保持市场占有率的提高；另一方面，公司积极优化水产饲料和猪饲料的产品结构，布局高端饲料，显著提高了饲料的盈利能力。公司凭借较强的横向整合能力以及纵向产业布局的能力，实现了超越行业的快速增长，2016年水灾公司优势水产料业务受到影响，当前水灾影响殆尽，同时公司正致力打造养殖综合服务平台，以饲料业务为“体”，动保和养殖业务为“两翼”。

2016年受水灾影响，公司水产料同比增长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。

图表 27： 公司饲料销售业务情况（单位：万吨）



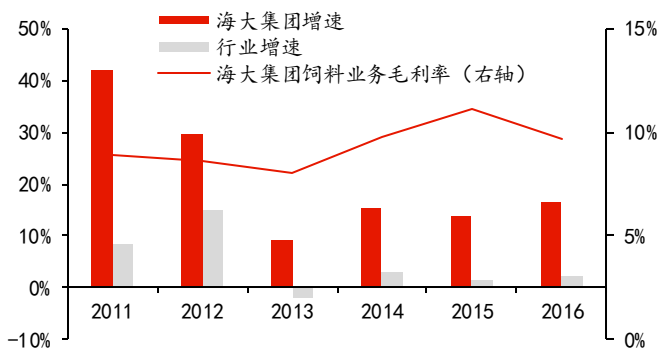
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2016年公司动保业务收入全年增长63%，贡献1.44亿毛利，其中水产动保产品收入增长近50%；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。

逆境保增长，龙头饲企行业领先

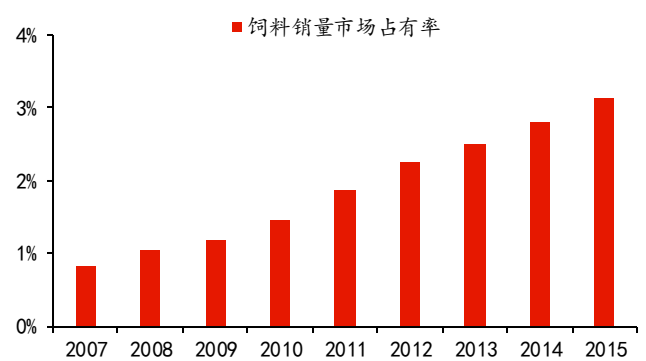
2016年公司销售饲料733万吨，同比增长16.37%，因原材料价格下降，公司饲料产品价格相应调低，因此饲料销售收入的增长低于饲料销量的增长，实现饲料销售收入216.74亿元，同比增长7.46%；其中公司猪饲料年度销量增长超过15%；禽饲料年度销量保持20%以上的增长，已经连续6年保持20%以上的增长；水产饲料销量同比增长约5%，经受住了2016年下半年特大洪灾的考验，全年业绩保持增长，其中膨化饲料增长近20%，产品结构优化明显。

图表 28: 海大集团饲料销量增速与毛利率



资料来源: 公司公告, 中国饲料行业信息网, 华泰证券研究所

图表 29: 海大集团饲料销量市场占有率

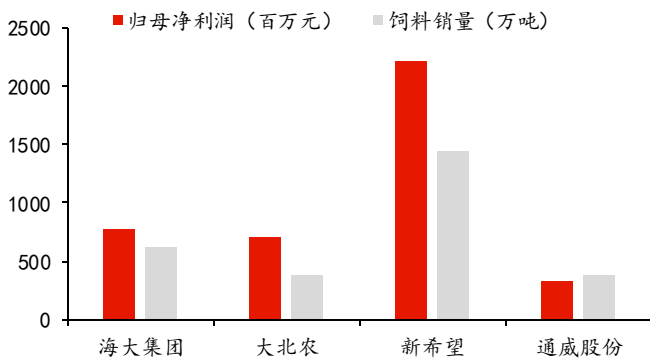


资料来源: 公司公告, 中国饲料行业信息网, 华泰证券研究所

将市场上四家主要的大体量饲料上市公司—海大集团、大北农、新希望 and 通威股份进行对比。其中, 新希望处于畜禽料市场领先地位, 大北农主要生产高端猪饲料、在畜禽料生产上也占有重要地位, 海大集团在猪饲料和禽饲料上都在快速发展; 海大集团和通威股份均在水产料市场上领先, 若进一步细分行业, 则通威股份是淡水鱼料的领跑者, 而海大集团是海水鱼料龙头企业、虾料的区域龙头, 淡水鱼料仅次于通威股份。

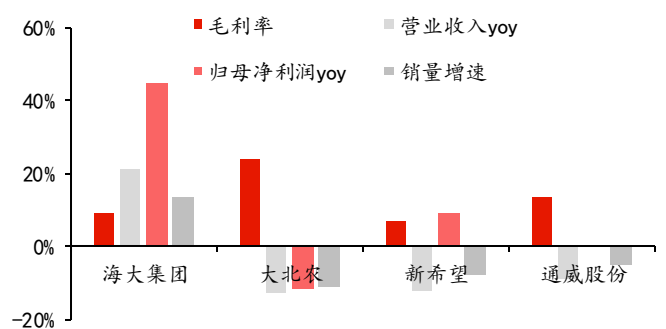
2015年, 海大集团在业绩的绝对值(包括饲料销量、利润等)上仅次于新希望, 但毛利率高于新希望, 且营业收入增长率、归母净利润增长率和销量增长率在其他企业普遍负增长的情况下依然保持较高水平, 同时, 公司的市场占有率不断提高。这表明公司在行业低迷时期依然保持了较好的增长劲头, 在行业中拥有自己的核心竞争力。2016年, 另外三家公司在2015年销量增速为负的前提下出现了恢复性增长, 海大的销量增长率依然领先。

图表 30: 2015年可比公司归母净利润和饲料销量



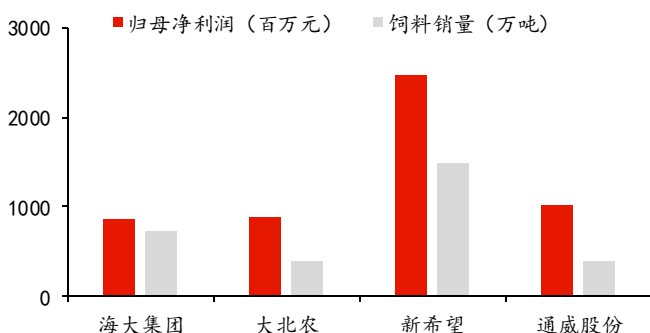
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 31: 2015年可比公司盈利能力和业绩增长



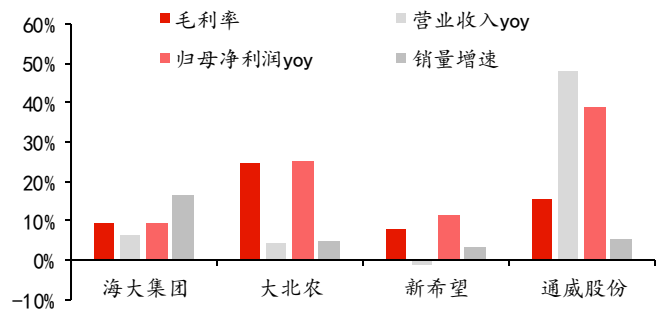
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 32: 2016年可比公司归母净利润和饲料销量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 33: 2016年可比公司盈利能力和业绩增长



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

水产饲料：配套服务加结构优化保障产品力，海外市场带来新的增长空间

1998年初广州海大饲料公司成立即主营水产预混料的研发生产及销售，随后短短三年，水产预混料成为全国市场第一。水产饲料是公司从事时间最长，发展最成熟的细分行业。一般而言，水产饲料相对于畜禽饲料，技术门槛更高、需要大量的研发投入，同时毛利率也更高。另外，水产养殖户相对畜禽养殖户对技术服务的需更较高，饲料用户的粘性大。面对这样的行业特点，公司的核心竞争优势有二：

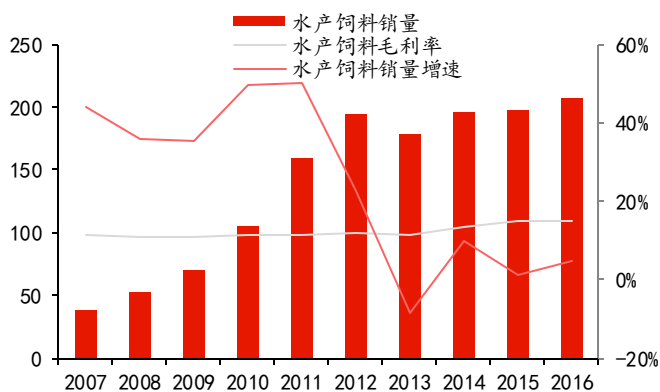
(1) 公司十分重视研发投入，保障其水产饲料的产品质量优于行业平均水平（饵料系数低于行业平均）。

(2) 公司在行业中率先提出技术服务，定位为服务型企业，并打造了“苗种—放养模式—水质控制—疫病防治—饲料”全流程的产品和技术服务体系，确保养殖户能使用到最先进的养殖技术，从而确保养殖户养殖成功和盈利，有效放大了客户收益，从而增加客户的粘性，进而保障了水产料的产品力。

此外，公司还积极调整水产饲料产品结构。随着国内市场偏好的转变、家庭消费的升级，中高档鱼的市场需求增大，根据对市场趋势的正确判断，公司从2013年开始积极布局用于中高档鱼养殖的高档膨化饲料，经过两年多的资源投入，公司产品已得到养殖户的高度认可，销量保持高速增长，产品市场占有率已进入市场前列。

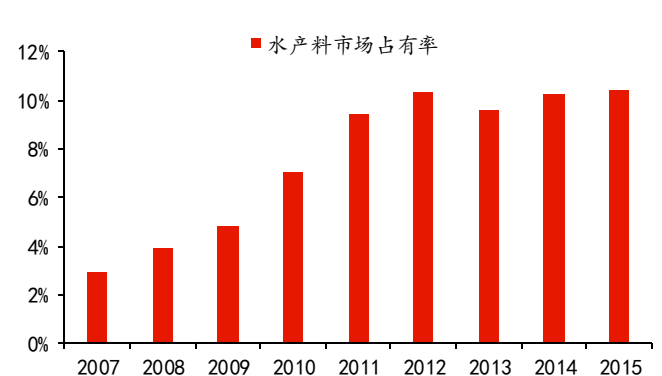
纵览公司水产饲料的发展情况，虽然由于消费低迷、疫病爆发、洪涝灾害等原因，水产饲料需求减少，使得公司的优势水产料业务受到了一定的影响、近几年的销量增长也不大，但公司优质的水产饲料产品和服务体系有效保障了客户忠诚度，市场占有率基本稳定在10%左右。另外，水产饲料的结构优化明显、盈利能力稳中有所提高，公司高档膨化饲料在2014年增长45%的基础上，2015年同比增长50%、2016年保持近20%的增长；因为高档膨化饲料比普通颗粒饲料毛利率高3-5个百分点，随着近两年高档膨化饲料占比的提高，公司水产饲料总体毛利率一直稳步提升。

图表34：海大集团水产饲料销售与盈利情况（单位：万吨）



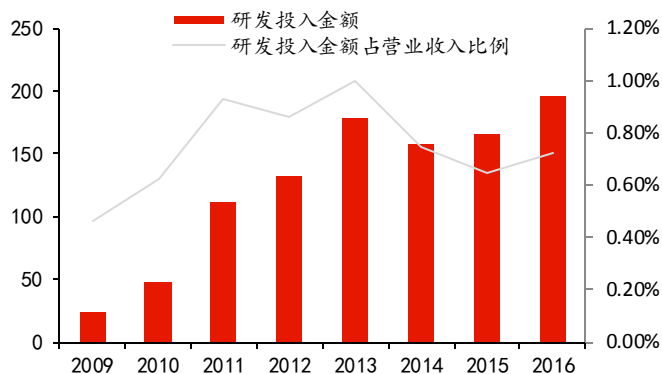
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35：海大集团水产饲料市场占有率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 36: 海大集团研发投入情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

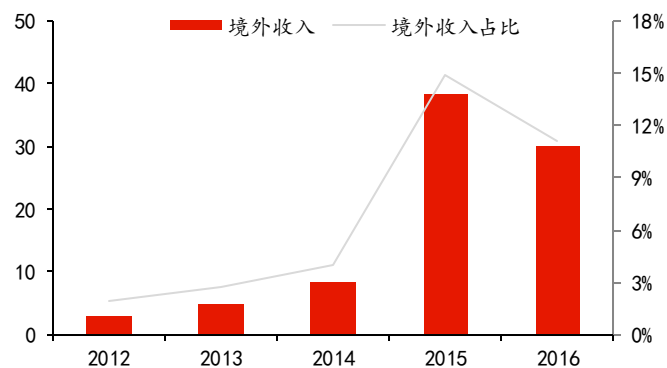
图表 37: 海大集团饵料系数低于行业平均水平



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

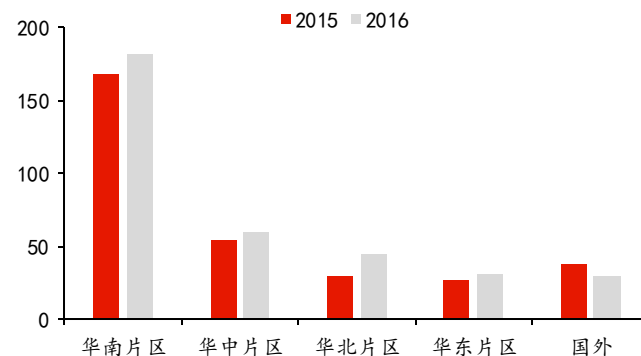
在未来, 海外市场为水产饲料的发展提供了广阔空间。在国内饲料行业整体增速缓慢的背景下, 国内优势饲料企业纷纷向东南亚等水产养殖资源较为丰富且竞争相对缓和的区域扩张。2015 年公司境外收入大幅增长, 达到 38.23 亿元, 同比增长 355.01%, 占公司营业收入 14.95%; 2016 年公司境外收入略有下降, 为 30.14 亿元, 占比保持在 10% 以上。

图表 38: 海大集团海外收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 39: 海大集团各片区营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

猪饲料: 结构优化明显, 发展前景可期

随着水产料的做强做大, 公司开始步入猪饲料和禽饲料领域。由于水产饲料的淡旺季季节性明显, 这种周期性无疑会带来产能的浪费, 畜禽饲料的布局提高了公司的产能利用率, 此外还通过多元化经营降低了公司的风险。

早年公司猪饲料业务因刚起步基数小, 所以增长率较高; 近年主要由于环保禁养等因素, 生猪存栏进一步下降, 饲料需求低迷, 增长率走低, 但公司猪饲料的市场占有率进一步提高, 这说明公司猪饲料销量增长高于行业水平。

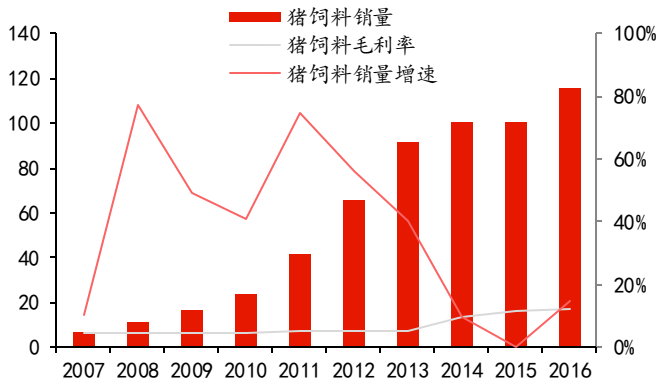
公司在猪饲料的生产销售上有三大核心优势:

(1) 公司构建了“四位一体”联动体制, 即采购、配方、市场服务和内部运营之间相互联系、快速根据市场动态进行调整, 既保证了对客户需求的把握, 也能及时调整配方、抓住低成本的采购机会, 这一体制保障了公司产品的性价比。生猪养殖正处于从散户向规模化养殖场的过渡阶段, 规模化的养殖场相对于散户对服务的需求较弱, 客户更关注的是产品的性价比, 随着下游养殖业的规模化进程加速, 这种优势会进一步凸显;

(2) 猪饲料产品结构优化明显, 2016 年毛利较高的教槽料、乳猪料、小猪料等销量占猪饲料比重超过 20%, 受产品结构优化及原材料成本下降的作用, 猪饲料毛利率增长, 盈利能力在提高, 2013 年到 2015 年猪饲料毛利率分别为 5.20%、9.47% 和 11.50%;

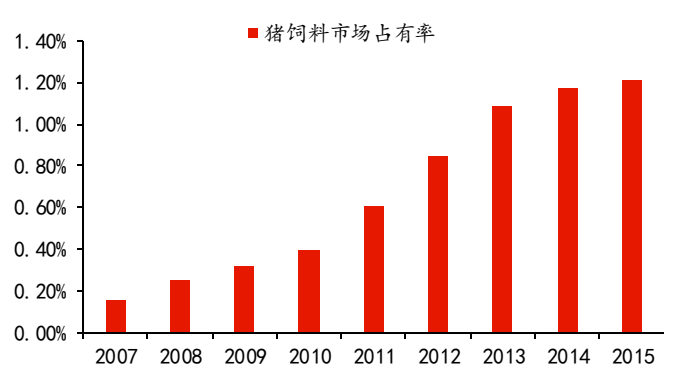
(3) 公司猪饲料业务经过近几年产能布局、市场培育, 已经从原来只限于广东市场, 现覆盖到全国 10 多个省份, 待猪饲料市场回暖时, 会有大幅增长的空间。

图表 40: 海大集团猪饲料销售与盈利情况 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 41: 海大集团猪饲料市场占有率

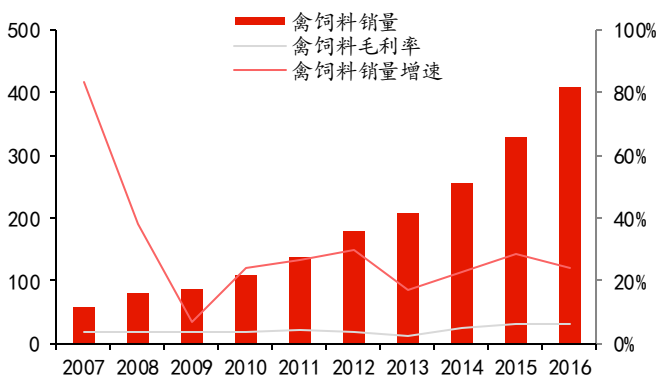


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

禽饲料: 高性价比铸就竞争优势

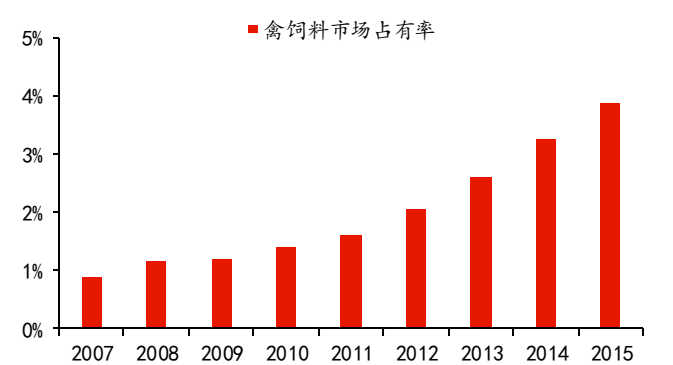
禽类养殖集中度高、禽饲料行业市场竞争充分, 因此, 由公司“四位一体”联动机制保障的产品高性价比, 是公司在禽饲料市场上最重要的核心竞争优势。禽饲料对于公司利润的贡献不断扩大, 市场占有率也在快速增长, 是公司销量最大也是近年增长最快的饲料品种。其持续增长的背后正是公司综合能力的体现, 即市场、技术、采购、内部运营快速反应的联动机制, 使得禽饲料的成本得到有效控制、毛利率稳定中有所提高; 另外, 因禽饲料的季节性较弱, 在销售和管理上的简单高效, 使禽饲料期间费用较低、规模优势明显, 也是其对净利润的贡献不断提升的重要原因。

图表 42: 海大集团禽饲料销售与盈利情况 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 43: 海大集团禽饲料市场占有率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2017 年预计养殖业复苏将拉动饲料需求, 尤其是洪灾影响消除带来的水产养殖恢复, 在这样的背景下, 公司饲料的产品力优势将进一步发挥出来。

展望未来：内外因素共同助力未来发展

从外部环境看，2017年将是饲料行业恢复景气的一年，洪灾影响消除，公司迎来了重回高速增长轨道的契机；从内生优势看，公司优秀的成本控制能力保障了其产品的性价比，受到养殖户的青睐，优质的配套服务体系又保障了服务需求强烈的养殖户对于公司产品的忠诚度，内生增长能力是公司持续发展的动力源泉，员工持股计划也彰显了管理层的信心。长期战略来讲，公司在饲料产品强大的内生优势基础上，积极发展生猪养殖和动保行业，布局产业链上的新增长点，生猪养殖预计将成为下一个发力点，助力公司在饲料行业深度调整的过程中成为赢家。

淡水鱼行情升温，助力公司优势水产料回暖

今年年初至今，传统淡水鱼行情大好，其中草鱼大宗均价累计涨幅已超过20%。2016年7-9月份南方和华中区域经历大面积、长时间的洪涝灾害，对水产养殖造成严重冲击，公司的水产饲料业务也受到了较大的影响。现在洪灾影响已经消除，由于存塘量显著减少，全国各主产区和消费市场的淡水鱼价格呈现上升态势，预计2017年水产料市场行情将整体向上，公司在水产饲料行业上的优势会使得公司业绩具有大幅上涨的空间。

优秀的成本控制能力保障产品高性价比

公司一直注重专业化能力和核心竞争力的培养，强调在此基础上才能进行规模扩大和产业链延伸。目前，公司已经拥有强大的配方技术研发能力、采购能力、产品定位能力和高效运营能力，由此形成了强大的成本控制能力，这保障了公司饲料产品的高性价比，使得公司在下游养殖户规模化程度高、市场竞争激烈的饲料产品细分行业中具有较大的优势，如猪饲料和禽饲料。

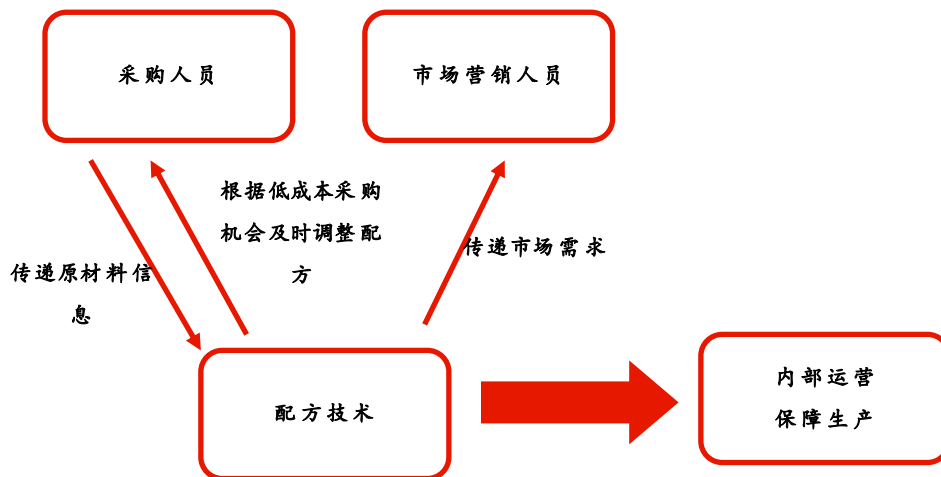
研发方面，通过十多年连续不断的研发积累，公司已经建立庞大的动物营养需求数据库，储备多种原材料配方技术、每年有1,000多组对比实验结果积累，所以能在原材料价格波动时具备快速调整配方、将技术转化为生产力的能力。截止2016年末，公司共有研发人员900余人，是饲料行业中研发人员占比最高的企业，其中博士及硕士研究生以上学历的200余人。公司以“科技兴农，改变农村现状”为使命，坚持自主创新，每年开展自主研发实验近千个，结合现代农业发展特点和当前养殖环境面临的困难和挑战，围绕“动物营养、病害防控、优质苗种、动保产品、健康养殖方案、产品优化升级”等方面开展攻关研究，建立自有技术，并在分子公司进行成果转化。

公司采购能力突出，是行业中最成功实现集中采购的企业。公司对大宗原材料品种实行集中采购，以体现规模采购优势；同时按照细分大宗原材料类别组建专门采购队伍，做到专业分工且相互合作；并建立采购人员激励机制，将采购人员奖金与原材料采购价差挂钩进行激励与考核，充分调动采购人员的工作热情。另外，公司建立专门原材料信息研究部门，实时跟踪、研究、判断国内外大宗原材料的行情走势；并利用期货工具对大宗原材料进行套期保值、利用贸易工具控制原材料库存，以有效控制采购风险。突出的采购能力可以发现众多原材料采购机会，使饲料产品成本优势成为可能，同时也十分有利于公司原料贸易业务的发展。

另外，公司有近4,000人的服务营销团队，深入到塘口、养殖场了解养殖情况，通过数据分析可以精准的把握市场需求的变化，从而对饲料配方提出明确的技术要求，使配方技术可以充分聚焦，从而有效扩大配方的调整空间；公司的内部运营工作流程化、标准化和数据化，大大提高了工作效率，为有效组织生产提供了重要支撑。

在拥有上述专业能力的基础上，公司构建了“四位一体”快速联动机制：采购人员能根据配方需求采购有成本优势的原材料，反过来如果采购人员发现市场上某种原材料存在低成本采购机会，配方人员能在产品质量保证的前提下快速调整配方，使用性价比更优的原材料；市场服务人员能把市场需求清楚传递回配方人员，同时能及时跟踪反馈配方变动下的养殖情况，以便配方人员根据养殖情况进一步优化配方；内部运营能及时应对配方的调整，保证不同配方下的产品生产，保证生产工艺的稳定性，并对生产费用负责。

图表44：海大集团“四位一体联动机制”



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

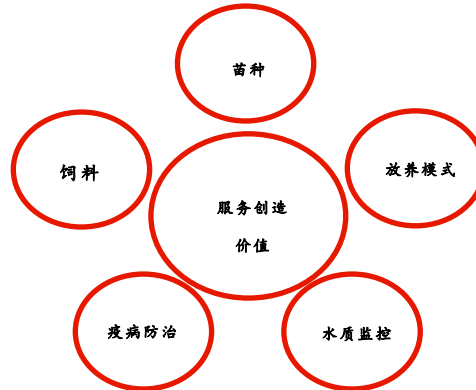
优质的配套服务体系保障客户粘性

与规模化养殖户不同，小农散户的养殖者对服务的需求更大，相对畜禽养殖，水产养殖户对技术服务的需求就更加强烈。因此，公司向水产养殖户提供“苗种—放养模式—水质控制—疫病防治—饲料”等全流程的产品和技术支持，不单单只是向客户出售饲料。结合当地特点积累多种先进的养殖模式，在全国养殖密集区拥有200多个高效运作的服务站，能同时为几万养殖户进行技术服务。具体包括：

(1) 深入推广研发的新养殖模式和新产品，如公司在珠三角推广的南美白对虾和罗氏虾混养模式，大幅增强养殖成活率，使该区域内公司养殖户盈利比例超过70%，再如公司推出对虾发酵饲料，能有效提升对虾消化吸收率，减少疾病发生的比例；2016年公司推出“大头模式”，快速发现大头鱼的市场价值，结合公司在苗种、饲料开发、市场推广服务上的优势，快速抢占市场，并能为养殖户赚取8000元/亩以上的盈利；

(2) 以苗种为服务工具，投入大量资源改良品种，积极提升动保产品性能，并推出畜禽养殖品种的苗种及动保产品，逐步将水产服务体系理念复制到畜禽服务体系的建设中；

(3) 从养殖户实际需求出发，延伸融资服务等，2014年公司以组织养殖户交易数据和资信资料为基础，推介融资业务，利用银行资金共向400多名客户提供了超过2亿元资金支持。

图表 45: 海大集团配套服务体系


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

完善的配套服务确保养殖户能使用到最先进的养殖技术，从而确保养殖户养殖成功和盈利。目前，水产养殖仍以散户为主，生猪养殖则处在散户向规模化过渡的时期，散户对于技术服务的需求较大，公司以产品力为本，但其饲料销售并不是粗放式的，而是用服务环节为客户创造了更多的价值，其服务体系有效增加了客户的粘性，进而保障了公司的产品力。

产业链一体化的长期发展战略

放眼公司的长期发展，公司的基本策略是专业化基础上的规模化，核心竞争力基础上的产业链延伸。目前公司已经在饲料产品上构建了强大的内生优势，将以饲料产品为核心业务，同时积极发展动保、苗种、养殖等业务，培养公司全产业链条上的专业能力，构建起产业链上综合的核心竞争能力。公司的产业链发展思路适应于饲料行业的新发展态势，未来在主要饲料业务保持发展的同时，产业链上的布局会成为公司接下来的发力点。

养殖业务

公司采用自繁自育及“公司+农户”的养殖模式布局生猪养殖，规模快速扩张。2016年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%，全年生猪出栏约30万头，合计贡献毛利1.8亿元。

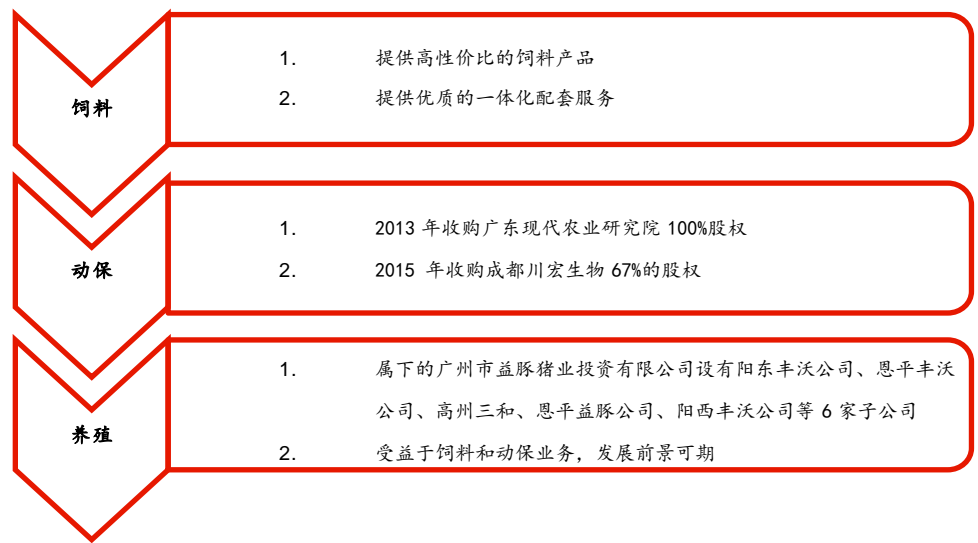
2017年，公司在广西和贵州投资三个猪苗场及配套饲料生产项目，共计年产200万头、饲料55万吨。生猪养殖业务既为公司的饲料打开了稳定的销路，同时也受益于公司成熟的饲料生产技术，有望成为下一个增长点。

动保业务

为进一步完善产业链、弥补防治疫病的短板，公司于2013年收购广东现代农业研究院100%股权，开发疫苗与试剂盒，加强动物用疫苗、兽药等方面的研究。2015年又以自有资金1.07亿元收购成都川宏生物67%的股权，正式切入动保行业。

动保产品分为水产动保和畜禽动保，在我国家庭消费升级、中高档鱼养殖量增长的背景下，我国水产动保的市场空间会保持稳定增长；另外，随着公司东南亚水产饲料的开拓，东南亚也会成为一个潜在的水产动保市场。畜禽动保则为公司养殖业务的顺利开展提供了保障。2016年公司动保业务收入增长迅速，全年增长63%，贡献1.44亿毛利，其中水产动保产品收入增长近50%。

图表 46: 海大集团产业链布局



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

员工持股计划彰显管理层信心

2017年2月15日，公司2017年第一次临时股东大会审议通过了《关于〈广东海大集团股份有限公司2016年限制性股票激励计划（修订稿）〉及其摘要的议案》和《关于〈广东海大集团股份有限公司核心团队员工持股计划（修订稿）〉及其摘要的议案》。目前已经完成了2016年限制性股票的首次授予登记和核心团队员工持股计划首期持股计划的股票购买。首次授予的限制性股票的业绩考核目标为以2015年为基准年，2017-2020年归属净利润增速不低于35%、55%、75%、100%；核心团队员工持股计划的资金来源为公司计提的持股计划专项基金和持股计划其他资金，首期持股计划专项基金根据2016年经营情况，提取1,200万元持股计划专项基金，约占2015年度净利润的1.54%。首期持股计划不设持股计划其他资金。

后续各期持股计划对应的持股计划专项基金依据各年度的净利润增长幅度确定提取比例，并根据上一年度的净利润作为基数进行计提，净利润增长率低于18%时不进行提取。

限制性股票激励和员工持股计划有助于建立公司利益共享机制，改善公司治理水平；设立的业绩考核指标为公司未来4年的业绩目标给出了最低指引，体现了公司对于未来发展的充足信心，也有助于充分调动公司核心员工的主动性和创造性。

我们认为，公司在主营业务上拥有自己强大的产品力，随着淡水鱼行情的转好，公司即将迎来高增长；同时从长期发展来看，公司积极优化饲料产品结构、增加高端料的占比，并布局养殖产业链上新的增长点，在饲料行业深度调整的背景下拥有自身强大的内生增长能力，发展态势良好。

图表 47: 首期持股计划持有人对应的权益份额及比例

序号	姓名	职务	金额 (万元)	比例
1	田丽	董事、副总经理	360	30%
2	钱雪桥	总工程师		
3	杨少林	财务总监		
4	黄志健	副总经理及董事会秘书		
5	其他核心员工不超过 16 人		840	70%
合计	合计不超过 20 人		1200	100%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 48: 首次授予限制性激励股票的对象及数量

姓名	职务	获得的限制性股票数 (万股)	占授予限制性股票总 数的比例	占目前公司总股本的 比例
田丽	董事、副总经理	15.74	0.391%	0.010%
钱雪桥	总工程师	11.15	0.277%	0.007%
黄志健	副总经理及董事 会秘书	13.76	0.342%	0.009%
杨少林	财务总监	11.22	0.279%	0.007%
董事及高级管理人员, 共计 4 人		51.87	1.288%	0.034%
核心管理人员及技术(业务)人员, 共 计 1369 人		3976.45	98.712%	2.580%
合计 1373 人		4028.32	100.000%	2.613%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利与投资预测

核心假设:

- (1) 公司各项业务毛利率保持稳定;
- (2) 未来淡水鱼市场升温, 公司鱼料 2017-2019 年销量为: 185、213、245 万吨; 虾料 2017-2019 年销量为: 44、52、61 万吨; 猪料 2017-2019 年销量为: 153、176、202 万吨; 鸡料 2017-2019 年销量为: 143、178、223 万吨; 鸭料 2017-2019 年销量为: 324、367、413 万吨; 海外饲料 2017-2019 年销量为: 35、50、72 万吨;
- (3) 原料贸易业务收入保持稳定;
- (4) 农产品销售: 虾鱼种苗 2017-2019 年收入增速为 19%左右; 生猪出栏量 2017-2019 年增速为 15%左右;
- (5) 微生物制剂 2017-2019 年收入增速在 20%-30%左右;
- (6) 费用情况整体稳中有降, 公司 2017-2019 年销售费用率为 2.42%、2.40%和 2.40%, 管理费用率为 2.70%、2.70%和 2.50%。

2016 年公司优势水产料业务受到水灾影响, 当前水灾影响殆尽, 淡水鱼市场持续回暖, 同时公司凭借强大的技术服务能力与成本管控优势正致力打造养殖综合服务平台, 发展前景可期。我们预计 2017 年公司饲料销量 900 万吨左右 (同比增速超过 20%, 其中猪料增速 25%左右, 水产料增速 20%左右), 实现归属于母公司净利润 12.05 亿元, 对应 EPS 0.78 元, 考虑到公司饲料板块重归高增速以及水产饲料行业的龙头地位, 给予公司 2017 年 25-30 倍的 PE 估值水平, 对应 2017 年目标价为 19.50-23.40 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 49: 可比公司估值情况 (Wind 一致预测, 2017 年 4 月 28 日)

证券代码	证券名称	最新股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600438.SH	通威股份	6.39	0.32	0.38	0.47	28.00	17.00	13.56
002385.SH	大北农	6.41	0.22	0.28	0.34	32.12	23.11	18.84
平均						30.06	20.06	16.20

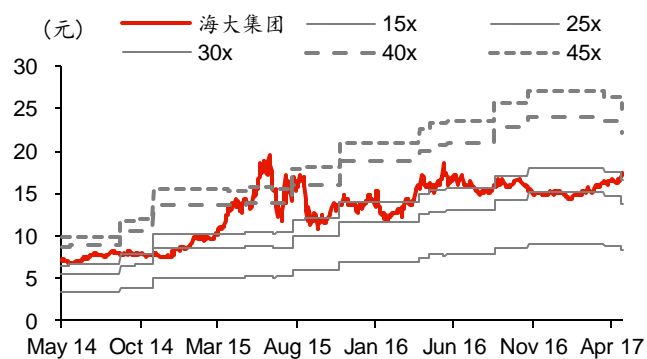
资料来源: wind, 华泰证券研究所

风险提示

疫病风险；自然灾害风险；生猪存栏回升速度低于预期；饲料销量低于预期

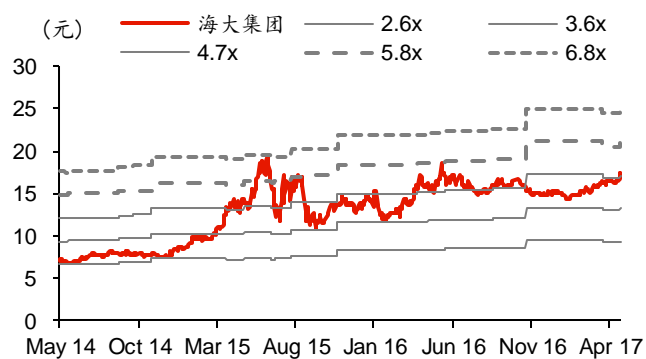
PE/PB - Bands

图表50: 海大集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表51: 海大集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,771	5,314	6,764	8,598	10,977
现金	1,167	1,544	2,633	3,986	5,344
应收账款	556.11	575.47	637.76	757.51	899.34
其他应收账款	108.40	263.43	284.76	326.69	400.66
预付账款	167.74	520.06	400.13	485.96	657.78
存货	1,635	2,057	2,567	2,794	3,388
其他流动资产	137.55	353.32	240.07	248.75	287.42
非流动资产	4,413	4,974	4,461	4,220	3,897
长期投资	1.90	14.66	5.98	7.51	9.38
固定资产投资	2,776	3,113	2,877	2,580	2,252
无形资产	545.18	606.25	627.69	662.54	690.69
其他非流动资产	1,090	1,240	951.02	969.67	944.05
资产总计	8,185	10,288	11,225	12,818	14,874
流动负债	2,955	4,337	3,745	4,322	4,984
短期借款	162.23	1,609	729.33	833.39	1,057
应付账款	657.77	939.14	1,104	1,204	1,488
其他流动负债	2,135	1,789	1,912	2,285	2,439
非流动负债	132.89	143.06	398.32	224.76	255.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	132.89	143.06	398.32	224.76	255.38
负债合计	3,087	4,480	4,143	4,547	5,239
少数股东权益	96.59	158.52	181.37	207.97	240.22
股本	1,537	1,541	1,541	1,541	1,541
资本公积	1,394	1,513	1,513	1,513	1,513
留存公积	2,150	2,621	3,841	4,994	6,312
归属母公司股	5,001	5,650	6,900	8,063	9,394
负债和股东权益	8,185	10,288	11,225	12,818	14,874

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,414	1,142	1,242	1,721	1,537
净利润	791.89	872.58	1,228	1,497	1,721
折旧摊销	381.53	418.91	388.76	398.66	403.19
财务费用	102.40	70.27	0.85	(78.65)	(122.51)
投资损失	(4.50)	(55.18)	(37.33)	(32.33)	(41.61)
营运资金变动	114.19	(81.48)	(449.32)	(92.43)	(406.06)
其他经营现金	28.54	(82.94)	110.71	28.82	(16.74)
投资活动现金	(613.79)	(996.35)	152.57	(144.52)	(36.01)
资本支出	479.30	668.72	(0.80)	1.57	(0.78)
长期投资	104.36	351.22	(136.98)	67.33	0.77
其他投资现金	(30.13)	23.58	14.79	(75.62)	(36.02)
筹资活动现金	(542.65)	242.93	(304.89)	(224.30)	(143.10)
短期借款	(254.92)	1,446	(879.29)	104.06	223.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	467.37	4.07	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(243.01)	118.88	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(512.08)	(1,326)	574.39	(328.36)	(366.82)
现金净增加额	270.46	405.44	1,089	1,352	1,358

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,567	27,185	33,127	38,642	44,949
营业成本	23,159	24,625	29,948	34,942	40,783
营业税金及附加	5.42	33.74	18.68	25.98	37.12
营业费用	674.43	761.03	801.66	927.42	1,079
管理费用	677.12	756.30	894.42	1,043	1,124
财务费用	102.40	70.27	0.85	(78.65)	(122.51)
资产减值损失	26.58	19.20	27.34	24.37	23.64
公允价值变动收益	(1.74)	26.09	4.80	9.72	13.54
投资净收益	4.50	55.18	37.33	32.33	41.61
营业利润	924.76	1,001	1,478	1,800	2,081
营业外收入	77.83	61.66	56.11	65.20	60.99
营业外支出	13.66	18.29	17.86	16.60	17.59
利润总额	988.93	1,044	1,516	1,848	2,124
所得税	197.03	171.40	288.05	351.19	403.65
净利润	791.89	872.58	1,228	1,497	1,721
少数股东损益	11.91	16.77	22.85	26.61	32.24
归属母公司净利润	779.98	855.81	1,205	1,471	1,689
EBITDA	1,409	1,490	1,867	2,120	2,362
EPS(元)	0.51	0.56	0.78	0.95	1.10

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	21.23	6.33	21.85	16.65	16.32
营业利润	31.85	8.20	47.69	21.79	15.63
归属母公司净利润	44.85	9.72	40.82	22.02	14.83
获利能力(%)					
毛利率	9.42	9.42	9.60	9.58	9.27
净利率	3.05	3.15	3.64	3.81	3.76
ROE	15.60	15.15	17.46	18.24	17.97
ROIC	17.97	16.45	22.06	26.74	29.90
偿债能力					
资产负债率(%)	37.72	43.54	36.91	35.47	35.22
净负债比率(%)	31.07	35.91	24.02	26.12	24.12
流动比率	1.28	1.23	1.81	1.99	2.20
速动比率	0.72	0.75	1.12	1.34	1.52
营运能力					
总资产周转率	3.23	2.94	3.08	3.21	3.25
应收账款周转率	42.01	44.73	51.89	50.87	50.80
应付账款周转率	30.99	30.84	29.32	30.28	30.30
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.56	0.78	0.95	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.74	0.81	1.12	1.00
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.67	4.48	5.23	6.09
估值比率					
PE(倍)	33.98	31.05	22.05	18.07	15.74
PB(倍)	5.31	4.70	3.85	3.30	2.83
EV_EBITDA(倍)	19.17	18.12	14.46	12.74	11.43

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com