

海大集团 (002311)

证券研究报告

2019年07月30日

2019H1 饲料板块稳健增长，养猪板块亏损

事件：7月29日，公司发布2019年半年报，报告期内，公司实现营收210.64亿元，同增19.14%；归属于上市公司股东的净利润6.74亿元，同增12.24%；扣非后归属于上市公司股东的净利润6.63亿元，同增14.98%；对应EPS 0.43元/股。另，单2季度归母净利润5.51亿元，同增10.31%

1、2019H1 饲料板块稳健增长：水产料结构升级+猪料承压略降+禽料量利齐升！

1) 水产料：稳健增长，水产料结构不断升级。根据公司公告，2019H1 大宗水产品和特种水产品价格整体低位；南方雨水较多，水产养殖行业整体低迷，水产料行业需求受到影响。在此行业背景下，公司水产料同增16%；分品种来看，公司产品结构不断优化，高毛利的虾料、高端膨化料仍保持较快增长：虾料销量同增20%+（其中小龙虾料单品增长快速）；高端膨化料销量同增20%+；普水料（普通膨化料+颗粒料）销量同增10%+；预计水产料整体业绩贡献3-4亿。未来，我们认为公司将凭借其在研发、运营、产品等方面的积累，保持水产料市场显著优势，优异的成本控制力将使得公司在激烈竞争中优势更为凸显。

2) 猪料：面对非洲猪瘟，中短期的确存在增长压力；但长期来看有利于市占率进一步提升。2019H1，受非洲猪瘟影响生猪产能大幅去化，猪饲料行业寒冬。报告期内，公司猪饲料销量同降约6%，但单吨盈利水平是提升的。我们认为，非洲猪瘟背景下，猪饲料行业将进一步洗牌，虽公司猪饲料销量中短期高速增长存在压力，但长期来看，公司猪饲料市占率有望进一步提升。

3) 禽料：量利齐升。一方面，受益于禽养殖行业景气，2019年禽养殖量同比增加明显，预计公司禽料销量同增30%；另一方面，养殖盈利，叠加饲料成本控制，公司禽料单吨净利改善明显。禽养殖增量预计将持续至2020年，海大将充分受益禽料行业量利齐升带来的红利！**总的来看**，2019H1 饲料销量539万吨，同增18%；实现营收198.54亿元，同增17.67%；预计实现净利6-7亿元。未来我们预计公司卓越的产品力将继续强势发力，海外市场（2019H1 境外收入占8.87%，同比提升1.85pct）也将成为新增长点，预计2019-2022年每年饲料销量计划增长200+万吨，公司计划到2022年饲料销量达到2000万吨量级。

2、2019H1 其他板块：水产动保&水产种苗稳健增长；养猪拖累部分业绩

1) 水产动保&种苗作为海大综合服务的一部分，2019H1 稳健增长。其中，水产动保产品受到水产价格低迷影响，同比增长14.65%，毛利率57.23%，保持较高毛利率；水产种苗实现收入2.08亿元，同比增长11.20%，公司新开发虾苗品系“高抗虾苗”在天气异常环境下表现出色；同时公司开始大力发展特种鱼的种苗业务。

2) 2019H1 养猪板块拖累部分业绩，随猪价快速上涨，有望增厚公司业绩。报告期内，公司生猪出栏39万头，同增30%；自繁5万头。受非洲猪瘟增加防疫成本，预计公司养猪板块亏损4000多万。我们预计公司2019-2020年生猪出栏量分别为80-90万头、140-150万头，假设2019-2020年生猪均价17/23元/公斤，则养殖板块为公司贡献净利润约0.5-1亿/6-7亿元。在非洲猪瘟疫情加速产能去化的产业背景之下，生猪养殖盈利将进一步增强公司的盈利弹性。

3、投资建议：卓越产品力是公司的竞争力根基，饲料行业竞争加剧，行业洗牌长期有利于海大市占率的进一步提升。考虑到2019年猪饲料销量下滑，将2019年业绩下调至17.9亿（原18.2亿）；考虑到猪价上涨有望超预期，上调2020-2021年猪价预期，对应上调2020-2021年净利润至于26.0亿、35.78亿元（原25.66、35.47亿），当前收盘市值451亿，对应2019-2021年净利润市盈率分别为25/17/13x。继续给予买入评级。

风险提示：极端天气影响、销量不达预期、贸易等相关政策变化、养殖疫情。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,556.63	42,156.63	51,935.49	63,960.73	74,391.99
增长率(%)	19.76	29.49	23.20	23.15	16.31
EBITDA(百万元)	1,902.19	2,733.57	2,752.37	3,716.46	4,881.50
净利润(百万元)	1,207.23	1,437.28	1,792.28	2,599.62	3,578.18
增长率(%)	41.06	19.06	24.70	45.05	37.64
EPS(元/股)	0.76	0.91	1.13	1.64	2.26
市盈率(P/E)	37.37	31.39	25.17	17.36	12.61
市净率(P/B)	6.97	5.82	4.88	4.08	3.33
市销率(P/S)	1.39	1.07	0.87	0.71	0.61
EV/EBITDA	19.52	14.08	16.72	12.10	9.02

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.54元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,580.87
流通A股股本(百万股)	1,553.49
A股总市值(百万元)	45,118.06
流通A股市值(百万元)	44,336.68
每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	56.45
一年内最高/最低(元)	33.22/17.27

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110517010002
wuli1@tfzq.com	
陈潇	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110519070002
chenx@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《海大集团-年报点评报告:饲料主业稳健增长，未来养猪板块有望增厚业绩》2019-04-16
- 《海大集团-公司点评:2018 业绩快报点评：饲料逆势增长，白马优势显现！》2019-02-19
- 《海大集团-半年报点评:2018 年中报点评：饲料主业稳健成长，养殖拖累增长》2018-08-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,392.05	1,735.41	2,139.74	2,635.18	3,064.95	营业收入	32,556.63	42,156.63	51,935.49	63,960.73	74,391.99
应收票据及应收账款	779.49	1,106.65	1,230.45	1,683.31	1,623.00	营业成本	28,979.58	37,615.59	46,209.18	56,433.46	64,846.30
预付账款	744.74	424.85	1,012.77	742.94	1,274.11	营业税金及附加	47.09	53.14	51.94	63.96	74.39
存货	3,383.85	4,843.78	5,168.21	6,432.00	7,978.29	营业费用	1,070.47	1,377.93	1,817.74	2,046.74	2,343.35
其他	586.58	1,180.64	1,422.33	1,602.98	1,624.03	管理费用	1,047.24	967.11	1,256.84	1,918.82	2,454.94
流动资产合计	6,886.70	9,291.32	10,973.51	13,096.42	15,564.38	研发费用	253.92	309.17	311.61	364.58	409.16
长期股权投资	32.55	38.61	38.61	38.61	38.61	财务费用	80.45	219.05	195.34	153.06	109.21
固定资产	3,760.86	4,555.48	4,808.04	4,975.28	5,080.64	资产减值损失	45.47	66.01	10.00	10.00	10.00
在建工程	331.97	724.01	587.01	543.50	521.75	公允价值变动收益	(32.55)	12.58	(45.54)	7.84	9.96
无形资产	852.94	931.54	873.24	814.94	756.64	投资净收益	174.65	151.09	126.97	150.91	142.99
其他	1,295.42	1,823.63	1,782.74	1,783.90	1,699.08	其他	(585.56)	(383.50)	(162.87)	(317.48)	(305.89)
非流动资产合计	6,273.75	8,073.28	8,089.63	8,156.23	8,096.72	营业利润	1,475.87	1,768.47	2,164.28	3,128.84	4,297.60
资产总计	13,160.46	17,365.66	19,063.49	21,253.03	23,661.49	营业外收入	28.42	26.85	25.00	28.00	28.00
短期借款	2,303.90	2,715.95	3,237.23	3,363.21	2,719.40	营业外支出	22.22	29.12	29.00	25.00	25.00
应付票据及应付账款	1,228.19	1,512.86	1,824.47	2,311.74	2,408.77	利润总额	1,482.06	1,766.20	2,160.28	3,131.84	4,300.60
其他	2,476.33	2,722.30	3,193.84	3,621.74	3,993.96	所得税	255.60	282.26	337.00	479.17	649.39
流动负债合计	6,008.42	6,951.11	8,255.55	9,296.68	9,122.12	净利润	1,226.46	1,483.94	1,823.28	2,652.67	3,651.21
长期借款	0.00	1,842.91	725.33	0.00	0.00	少数股东损益	19.23	46.66	31.00	53.05	73.02
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,207.23	1,437.28	1,792.28	2,599.62	3,578.18
其他	315.11	347.72	330.00	330.94	336.22	每股收益(元)	0.76	0.91	1.13	1.64	2.26
非流动负债合计	315.11	2,190.63	1,055.33	330.94	336.22						
负债合计	6,323.53	9,141.74	9,310.88	9,627.63	9,458.34	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	362.23	477.99	508.98	562.04	635.06	成长能力					
股本	1,575.24	1,581.21	1,580.87	1,580.87	1,580.87	营业收入	19.76%	29.49%	23.20%	23.15%	16.31%
资本公积	1,849.29	2,010.78	2,010.78	2,010.78	2,010.78	营业利润	47.50%	19.83%	22.38%	44.57%	37.35%
留存收益	5,204.77	6,408.17	7,662.76	9,482.49	11,987.22	归属于母公司净利润	41.06%	19.06%	24.70%	45.05%	37.64%
其他	(2,154.60)	(2,254.22)	(2,010.78)	(2,010.78)	(2,010.78)	获利能力					
股东权益合计	6,836.93	8,223.93	9,752.61	11,625.40	14,203.15	毛利率	10.99%	10.77%	11.03%	11.77%	12.83%
负债和股东权益总	13,160.46	17,365.66	19,063.49	21,253.03	23,661.49	净利率	3.71%	3.41%	3.45%	4.06%	4.81%
						ROE	18.65%	18.56%	19.39%	23.50%	26.37%
						ROIC	25.71%	24.78%	20.78%	27.40%	34.26%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	48.05%	52.64%	48.84%	45.30%	39.97%
净利润	1,226.46	1,483.94	1,792.28	2,599.62	3,578.18	净负债率	13.34%	34.71%	18.69%	6.26%	-2.43%
折旧摊销	424.65	538.12	392.75	434.56	474.70	流动比率	1.15	1.34	1.33	1.41	1.71
财务费用	99.49	195.39	195.34	153.06	109.21	速动比率	0.58	0.64	0.70	0.72	0.83
投资损失	(174.65)	(151.09)	(126.97)	(150.91)	(142.99)	营运能力					
营运资金变动	(826.28)	(1,685.52)	(437.70)	(718.37)	(1,475.78)	应收账款周转率	47.61	44.70	44.44	43.90	45.00
其它	(255.44)	654.93	(14.54)	60.89	82.98	存货周转率	11.97	10.25	10.37	11.03	10.32
经营活动现金流	494.22	1,035.76	1,801.15	2,378.86	2,626.30	总资产周转率	2.78	2.76	2.85	3.17	3.31
资本支出	1,357.69	1,817.83	467.72	499.06	494.72	每股指标(元)					
长期投资	17.90	6.06	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.76	0.91	1.13	1.64	2.26
其他	(2,447.04)	(3,829.44)	(746.96)	(850.17)	(864.78)	每股经营现金流	0.31	0.66	1.14	1.50	1.66
投资活动现金流	(1,071.45)	(2,005.55)	(279.24)	(351.11)	(370.06)	每股净资产	4.10	4.90	5.85	7.00	8.58
债权融资	2,303.90	4,590.22	3,962.56	3,363.21	2,719.40	估值比率					
股权融资	11.49	11.57	49.04	(151.78)	(107.93)	市盈率	37.37	31.39	25.17	17.36	12.61
其他	(1,889.00)	(2,861.73)	(5,129.18)	(4,743.73)	(4,437.94)	市净率	6.97	5.82	4.88	4.08	3.33
筹资活动现金流	426.39	1,740.05	(1,117.58)	(1,532.30)	(1,826.47)	EV/EBITDA	19.52	14.08	16.72	12.10	9.02
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	24.60	17.17	19.50	13.70	10.00
现金净增加额	(150.83)	770.27	404.33	495.44	429.77						

资料来源:公司公告,天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com