

禽饲料需求旺盛，饲料收入 稳增，龙头优势显著

事件

海大集团发布 2019 年半年度报告。

公司 2019 年上半年实现营业收入 210.64 亿元，同比增长 19.14%，实现归属于上市公司股东的净利润 6.74 亿元，同比增长 12.24%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.63 亿元，同比增长 14.98%。

分季度看，公司 2019Q1/Q2 单季度营收分别为 88.75/121.89 亿元，同比分别增长 22.25%/16.97%；2019Q1/Q2 单季度归母净利润分别为 1.22/5.51 亿元，同比分别增长 21.81%/10.31%；2019Q1/Q2 单季度扣非后归母净利润分别为 1.20/5.43 亿元，同比分别增长 28.55%/12.36%。

我们的分析和判断

肉禽行业景气推动禽饲料快增，非瘟影响下利好行业龙头

海大集团主要产品包括水产和畜禽饲料、优质水产动物种苗、动物保健品和生物制品、生猪养殖等，其中水产和畜禽饲料生产销售为公司目前最主要的业务。

报告期内，受非洲猪瘟疫情和猪肉消费缺口预期的影响，全国肉禽养殖热情较好，禽存栏持续增长，养殖利润可观，禽饲料需求旺盛。

同时，非洲猪瘟在全国范围内扩散，截至 2019 年 6 月末我国生猪存栏同比下降 25.8%，且呈现持续下降的趋势；因此猪饲料销量减少幅度较大，据中国饲料工业协会公布数据，全国猪饲料 6 月份单月同比下降达到 27.1%。

各板块业绩稳定增长，禽类产品成板块内部增长亮点

(1) 饲料板块：销量稳定增长，毛利率同比提升。2019 年上半年公司实现饲料销售收入 167.33 亿元，收入占比为 79.44%；同比增长 13.82%，保持增长态势但增速有所放缓（2018 年同比增速为 31.77%）；毛利率为 12.17pct，较 2018 年 H1 上涨 0.31pct。分产品类别来看，禽饲料销量快速增长（+30%），毛利率提升（+2pct）；水产饲料销量增长（+16%），且毛利率保持稳定；猪饲料销量略有下降（-6%），毛利率稍有提升（+0.5pct）。

海大集团 (002311)

维持
买入
花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理 王泽选

010-86451441 wangzexuan@csc.com.cn

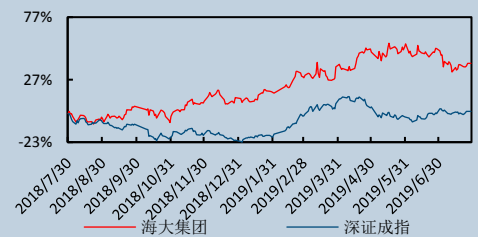
发布日期：2019 年 08 月 02 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	-2.56/-4.47	-2.51/0.28	43.16/40.39
12 月最高/最低价 (元)			33.22/17.27
总股本 (万股)			158,087.09
流通 A 股 (万股)			155,349.25
总市值 (亿元)			476.0
流通市值 (亿元)			467.76
近 3 月日均成交量 (万)			730.09
主要股东			
广州市海灏投资有限公司			57.6%

股价表现



相关研究报告

19.04.30	【中信建投农林牧渔】海大集团(002311):饲料、动保稳健增长,养殖业务快速拓展
19.02.19	【中信建投农林牧渔】海大集团(002311):收入、利润超预期,饲料优化,生猪养殖有望受益猪周期
18.12.21	【中信建投饲料 II】海大集团(002311):饲料综合优势领先,业绩稳增长,养猪新驱动

(2) 农产品销售板块：收入保持快速增长，毛利率保持稳定。2019 年上半年公司农产品销售板块收入为 12.10 亿元，占比 5.75%，同比增长 49.67%；毛利率为 10.99%，相较于 2018 年 H1 提升 0.08pct。公司农产品销售业务包括生猪养殖，水产苗种业务、肉禽屠宰业务以及研发养殖产品销售。受益于上半年禽类养殖高景气，公司屠宰业务同比增长 50.68%，有力支撑该板块快速增长。

(3) 原料贸易板块：收入增速显著提升，毛利率有所提升。2019 年上半年公司贸易收入 27.33 亿元，同比增长 46.44%；毛利为 4.14pct，较 2018 年同期增长 1.10pct。

(4) 动物保健板块：收入保持稳定，毛利率大幅提升。2019 年上半年公司动物保健板块实现收入 3.30 亿元，增速保持稳定为 22.09%；毛利率为 56.46pct，与 2018 年 H1 相比提升 4.21pct。从细分产品来看，公司水产动保产品面临水产养殖行业低迷的影响，同比仅增长 14.65%，但为高毛利产品，毛利率为 57.23%。此外，禽类动保产品销售收入迅速提升 80%。

盈利能力保持稳定，期间费用率管控合理

盈利能力方面，2019 年上半年公司毛利率为 11.89%，相较于 18 年同期的 11.57% 小幅提升 0.32pct，主要原因是饲料和原料贸易板块毛利率提升。2019H1 公司净利率为 3.40%，较上年同期 3.53% 小幅减少 0.13pct。

期间费用率方面，2019 年上半年公司期间费用率为 7.72%，相比于 18 年同期的 7.27% 上升 0.45pct。其中销售费用率上升 0.28pct 至 3.87pct。管理费用率上升 0.11pct 至 2.52%。研发费用率略降 0.01pct 至 0.78%。财务费用率小幅上升，由 0.48% 上升 0.07pct 至 0.55%。销售费用率升高主要是主要系公司经营规模扩大、业务开发及运输仓储费用增加所致；管理费用率上升主要是经营规模扩大、管理人员增加及薪酬水平提升所致。

投资建议：

我们预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 525.15 亿元和 632.18 亿元，同比增速为 24.19% 和 20.38%；归母净利润为 16.87 亿和 19.46 亿，同比增长 17.67% 和 15.31%；公司总股本 15.8 亿，EPS 为 1.07 元/股和 1.23 元/股，PE 为 24.3x 和 21.1x。维持“买入”评级。

风险提示：

水产养殖受自然灾害大幅减产；生猪价格大幅波动。

图表 1：海大集团主要财务数据（亿元）

单季	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
营业总收入	72.60	104.21	131.53	113.23	88.75	121.89
同比	32.82%	14.94%	9.88%	87.03%	22.25%	16.97%
归母净利润	1.01	5.00	6.71	1.66	1.22	5.51
同比	73.92%	8.46%	6.34%	187.22%	21.81%	10.31%
扣非归母净利润	0.93	4.83	6.61	1.57	1.20	5.43
同比	76.19%	8.64%	6.86%	238.36%	28.55%	12.36%
累计	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1	19H1
营业总收入	72.60	176.81	308.33	421.57	88.75	210.64
同比	32.82%	21.67%	16.34%	29.49%	22.25%	19.14%
归母净利润	1.01	6.00	12.71	14.37	1.22	6.74
同比	73.92%	15.75%	10.59%	19.06%	21.81%	12.24%
扣非归母净利润	0.93	5.77	12.38	13.95	1.20	6.63
同比	76.19%	15.83%	10.86%	19.94%	28.55%	14.98%

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2：海大集团主要财务数据

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1	2019H1
总收入（亿元）	255.67	271.85	325.57	421.57	88.75	210.64
同比（%）	21.23	6.33	19.76	29.49	22.25	19.14
归母净利润（亿元）	7.80	8.56	12.07	14.37	1.22	6.74
同比（%）	44.85	9.72	41.06	19.06	21.81	12.24
综合毛利率（%）	9.42	9.42	10.99	10.77	9.98	11.89
净利润率（%）	3.10	3.21	3.77	3.52	1.39	3.40
净资产收益率（%）（摊薄）	15.60	15.15	18.65	18.56	1.55	8.33
销售费用率（%）	2.64	2.80	3.29	3.27	3.22	3.87
管理费用率（%）	2.65	2.78	3.22	2.29	2.82	2.52
财务费用率（%）	0.40	0.26	0.25	0.52	0.48	0.55
研发费用率（%）	0.00	0.00	0.00	0.73	0.78	0.78
费用率合计（%）	5.69	5.84	6.75	6.82	7.30	7.72

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 3：海大集团分产品收入拆分表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
饲料收入（亿元）	201.70	216.74	265.35	349.65	167.33
同比（%）		7.46	22.43	31.77	13.85
占比（%）	78.89	79.73	81.50	82.94	79.44
毛利率（%）	11.14	9.69	11.56	11.04	12.17
原料贸易收入（亿元）	48.45	42.61	43.54	48.75	27.33
同比（%）		-12.05	2.18	11.97	46.44
占比（%）	18.95	15.67	13.37	11.56	12.97
毛利率（%）		2.58	2.84	3.12	4.14
农产品销售收入（亿元）	3.35	9.05	12.06	17.42	12.10
同比（%）		170.15	33.26	44.44	49.67
占比（%）	1.31	3.33	3.70	4.13	5.74
毛利率（%）	28.16	19.87	12.18	13.71	10.99
动保产品收入（亿元）	1.76	2.87	3.95	4.73	3.30
同比（%）		63.07	37.63	19.75	22.09
占比（%）	0.69	1.06	1.21	1.12	1.57
毛利率（%）	50.09	47.57	49.73	47.32	56.46
其他主营业务收入（亿元）	0.41	0.58	0.67	1.02	0.58
同比（%）		41.46	15.52	52.24	51.06
占比（%）	0.16	0.21	0.21	0.24	0.28
毛利率（%）	54.17	55.78	65.19	66.02	59.35

资料来源：Wind 中信建投研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投农林牧渔行业分析师，大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名。

孙金琦：中信建投农林牧渔行业分析师，金融硕士，4 年行业研究经验，2017 年加入中信建投证券。

研究助理 王泽选：中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投证券。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859