

可转债加码， 饲料龙头稳增可期

事件

海大集团发布《公开发行可转换公司债券预案》（修订稿）。本次拟发行可转换公司债券总规模不超过 30.80 亿元，每张面值为 100 元，期限为自发行之日起六年，转股期限为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止，初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价。

我们的分析和判断

可转债拟募资 30.8 亿，新增饲料产能 298 万吨

公司本次公开发行可转换公司债券拟募集资金不超过 30.80 亿元，其中 29.91 亿元用于公司 102 条饲料生产线建设项目，0.89 亿元用于偿还银行贷款。

2018 年公司饲料销量 1070 万吨，同比增长 221.06 万吨。本次投资项目所在的区域已经过长期的市场开发，公司在该区域打下了较好的市场基础和品牌影响力，达产后新增 298.44 万吨产能可有效支撑公司未来 2~3 年的产能需求。项目建成后将进一步扩大公司畜禽和水产饲料的生产规模，有利于向外部市场及公司内部养殖事业群提供更多优质的饲料产品，提高公司的持续盈利能力和核心竞争力，巩固和提升公司在市场的领先地位。

公司饲料销售规模持续扩张，业绩增长稳健

2019Q1-3 公司实现净利润 14.12 亿元，同比增长 11.13%，增速同比提升 0.54pct。2019Q1-3 饲料累计销量 900 万吨，同比增长超 14%。其中，水产料销量同比增长 13%，毛利率持平；猪饲料销量同比下降 20%，毛利率略有上升；禽饲料销量同比增长 30%，毛利率提升 2pct。

生猪养殖规模扩大，带来业绩新增量

2015 年公司开始布局生猪养殖行业，在广东、湖南以“公司+农户”的模式居多，在山东主要采用自繁自养模式，另外公司在广西、贵州也做了土地的储备。

2019Q1-3 公司生猪累计出栏 55 万头左右，2019 年 8 月以来政府加大生猪养殖扶持力度，公司在广东的布局有可能进一步增加。高猪价背景下，叠加生猪出栏量持续增长，公司生猪养殖业务有望为公司利润带来较大增量。

海大集团 (002311)

维持

买入

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理 王泽选

wangzexuan@csc.com.cn

010-86451441

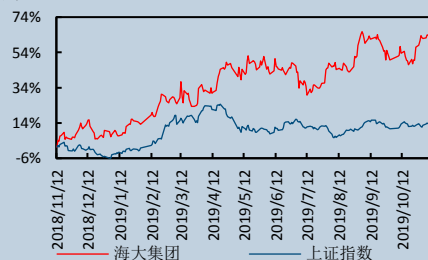
发布日期：2019 年 11 月 12 日

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
1.37/2.65	10.61/5.74	58.87/46.9
12 月最高/最低价 (元)		35.5/20.7
总股本 (万股)		158,087.09
流通 A 股 (万股)		155,349.25
总市值 (亿元)		527.22
流通市值 (亿元)		518.09
近 3 月日均成交量 (万)		664.32
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

19.10.22	海大集团(002311):水产优势依然显著,养殖逐步拓展
19.08.02	海大集团(002311):禽饲料需求旺盛,饲料收入 稳增,龙头优势显著
19.04.30	海大集团(002311):饲料、动保稳健增长,养殖业务快速拓展

投资建议：

我们预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 490.15 亿元和 590.14 亿元，同比增速为 16.27% 和 20.40%；归母净利润为 17.27 亿和 20.46 亿，同比增长 20.18% 和 18.47%；公司总股本 15.81 亿，EPS 为 1.09 元/股和 1.29 元/股，PE 为 30.6x 和 25.9x，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：可转债募集资金用途

序号	项目名称	备案名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资 金额(万元)
一、饲料生产项目				
1	南通海大年产 24 万吨饲料项目	南通海大二期年产 24 万吨生物饲料生产项目	17,053.96	10,144.21
2	清远海大年产 24 万吨饲料项目	清远海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料生产项目二期	11,665.03	7,493.11
3	淮安海龙年产 20 万吨饲料项目	年产 20 万吨饲料项目	27,100.12	18,123.49
4	南宁海大年产 48 万吨饲料项目	南宁海大生物科技有限公司年产 48 万吨生物配合饲料生产项目	25,259.70	23,589.07
5	肇庆高要年产 24 万吨饲料项目	1. 肇庆高要海大生物科技有限公司年产 24 万吨生物配合饲料项目 2. 肇庆高要海大生物科技有限公司年产 24 万吨生物配合饲料办公楼、宿舍楼项目	26,666.67	9,979.43
6	福州海大年产 18 万吨饲料项目	福州海大饲料有限公司年产 18 万吨生物饲料项目	34,544.54	30,775.05
7	清远海贝年产 3 万吨饲料项目	年产饲料 3 万吨、粉散剂 0.02 万吨、消毒液 0.05 万吨建设项目	21,600.09	17,053.58
8	韶关海大年产 40 万吨饲料项目	韶关海大生物科技有限公司年产 40 万吨生物配合饲料项目	15,384.67	13,964.32
9	清远海龙年产 72 万吨饲料项目	清远海龙生物科技有限公司年产 72 万吨生物配合饲料项目	39,723.30	36,955.30
10	宣城海大年产 38 万吨饲料项目	年产 38 万吨饲料项目	17,000.14	16,509.88
11	和县海大年产 30 万吨饲料项目	年产 30 万吨生物配合饲料项目	21,946.95	21,344.95
12	开封海大年产 30 万吨饲料项目	开封海大饲料有限公司年产 30 万吨生物配合饲料项目	18,000.25	17,069.03
13	湛江海大年产 20 万吨饲料项目	第四期新增膨化车间扩建项目	22,092.88	21,471.74
14	玉林海大年产 45 万吨饲料项目	玉林海大饲料有限公司年产 45 万吨生物配合饲料项目	31,186.61	31,186.61
15	四川容川年产 20 万吨饲料项目	年产 20 万吨生物配合饲料项目	23,431.64	23,431.64
小计			352,656.53	299,091.39
二、偿还银行贷款			8,908.61	8,908.61
合计			361,565.14	308,000.00

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图表 2：海大集团主要财务数据（亿元）

单季	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业总收入	72.60	104.21	131.53	113.23	88.75	121.89	144.48
同比	32.82%	14.94%	9.88%	87.03%	22.25%	16.97%	9.85%
归母净利润	1.01	5.00	6.71	1.66	1.22	5.51	7.39
同比	73.92%	8.46%	6.34%	187.22%	21.81%	10.31%	10.13%

扣非归母净利润	0.93	4.83	6.61	1.57	1.20	5.43	7.09
同比	76.19%	8.64%	6.86%	238.36%	28.55%	12.36%	7.23%
累计	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1	19H1	19Q1-3
营业总收入	72.60	176.81	308.33	421.57	88.75	210.64	355.13
同比	32.82%	21.67%	16.34%	29.49%	22.25%	19.14%	15.18%
归母净利润	1.01	6.00	12.71	14.37	1.22	6.74	14.12
同比	73.92%	15.75%	10.59%	19.06%	21.81%	12.24%	11.13%
扣非归母净利润	0.93	5.77	12.38	13.95	1.20	6.63	13.72
同比	76.19%	15.83%	10.86%	19.94%	28.55%	14.98%	10.84%

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

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。

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，所在团队获 2018 年水晶球第 2 名。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 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 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 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
金婷 010-65608041 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@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
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
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
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