

## 饲料销量增长和毛利率提升助推公司业绩高增长

海大集团 (002311)

推荐 维持评级

### 核心观点:

#### 1、事件

公司公告 2016 年中报业绩: 报告期内实现营业收入 116.2 亿元, 同比增长 20.41%; 归母净利润 3.85 亿元, 同比增长 33.54%; 扣非净利润 3.62 亿元, 同比增长 29.73%; 每股收益 0.25 元。其中, 单二季度公司实现营业收入 76.17 亿元, 同比增长 24.33%; 归母净利润 3.45 亿元, 同比增长 25.38%。同时, 公司预计 1-9 月归母净利润约为 8.77-10.96 亿元, 同比增长 20%-50%。

#### 2、我们的分析与判断

**饲料销量及毛利率同比提升, 业绩增长符合预期。**销量方面, 公司上半年度水产、畜禽饲料销售总量 323 万吨, 同比增长 23.28%, 销售情况良好。其中, **禽料**销量增幅最大, 同比增长 33.15%, 华北地区禽料增速更高达 60%; **猪料**销量同比增长 17.82%, 而猪料中毛利率较高的教槽料、乳猪料、小猪料占比提升至 20%, 毛利率同比增长 1 bp; **水产料**由于整个行业今年 3 月份受到冷空气影响, 养殖户普遍投苗较晚限制饲料需求, 销量同比小幅增长 6.95%, 但公司采用差异化产品和服务策略, 推出系列新品, 膨化鱼料销量增速超过 20%, 占比超过 50%, 水产料毛利率同比有所提升。报告期内, 公司的综合毛利率为 11.13%, 同比增长 0.39 bp, 且后期仍有优化空间: 一是以玉米为代表的大宗原料价格低位震荡, 饲料成本不断缩减; 二是公司饲料产品结构持续优化, 猪料和水产料毛利率将继续提升。此外由于银行借款减少、美元升值汇兑损益增加, 公司上半年度财务费用大幅下降 47.88%。公司目前在水产饲料市场中的占比为 10% 左右, 未来目标达到 20% 以上; 同时公司大力发展畜禽饲料, 市场占有率提升很快。2016 年公司水产、畜禽饲料并重发展, 预计总饲料销量增长 20% 至 750 万吨, 利润增速将达到 20% 以上。

**养殖业务贡献利润, 饲料、动保全产业链布局。**上半年度公司以“公司+农户”切入生猪养殖, 实现生猪出栏 15.25 万头, 同比增长 595%; 另外公司正在建设四个母猪场, 投产产能达近 4 万头, 预计公司 16、17 年的生猪出栏将达到 35、80 万头。受益于今年生猪养殖景气, 公司生猪养殖全年贡献业绩将达 1 亿以上, 养殖业务成为公司未来重要的利润增长点。另外, 公司通过收购川宏生物进入猪用疫苗、兽药领域, 上半年度动保业务销售收入同比增长 40.26%, 产品毛利率维持高位为 52.41%。在养殖服务方面, 公司推进“种苗+饲料+动保+融资”的服务全布局, 有效增加了养殖户的用户粘性。

#### 分析师

分析师: 周颖

☎: 010-83571301

✉: [zhouying-yj@chinastock.com.cn](mailto:zhouying-yj@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130511090001

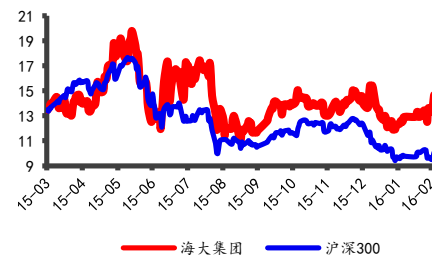
特此鸣谢:

史凡可

☎: (8510) 83571363

✉: [shifanke@chinastock.com.cn](mailto:shifanke@chinastock.com.cn)

#### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

#### 相关研究:

2016.3.27 《年报点评: 禽料销量大幅增长和毛利提升推动公司业绩高增长》

2016.4.18 《一季报点评: 饲料销量稳步增长, 一季度业绩略超预期》

**水灾、解禁压力释放，饲料销售重拾增长。**根据我们从经销商处了解到的情况，受到 7 月南方水灾的影响，公司水产料华南地区的销售受影响较小，销量保持稳定的增长；华中地区尤其是湖北地区淡水鱼料受影响较大，水产饲料销量下滑；整体 7 月份水产饲料下滑约 8% 左右。8 月后，公司水产饲料销量整体已经重拾增长，预计四季度饲料销量增速提升。此外，前期员工持股已于 6 月底解禁完毕，利空因素基本释放完全。

### 3、投资建议

我们预计公司 2016-2017 年的净利润为 10.67/13.80 亿，对应 EPS 为 0.69/0.90 元（摊薄后），对应当前股价 PE 为 22/17 倍。公司目前处于估值底部，给予公司“推荐”评级，建议积极关注。

### 4、风险提示

极端天气带来气候灾害；饲料销量不达预期；生猪出栏不达预期。

**表:财务报表预测**

资产负债表					利润表				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	788.90	1317.79	2865.28	3691.78	营业收入	25567.40	29636.74	36449.02	43738.82
应收和预付款项	844.07	1091.29	1287.89	1564.46	营业成本	23159.45	26830.28	32935.70	39364.94
存货	1634.55	2530.03	2582.23	3527.98	营业税金及附加	5.42	6.29	7.73	9.28
其他流动资产	125.49	125.49	125.49	125.49	营业费用	674.43	781.77	961.47	1153.76
长期股权投资	1.90	1.90	1.90	1.90	管理费用	677.12	784.89	965.31	1158.37
固定资产和在建工程	2991.59	2564.14	2136.68	1709.23	财务费用	102.40	-1.43	-29.10	-55.80
无形资产和开发支出	741.00	671.60	602.20	532.79	资产减值损失	26.58	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	481.71	181.35	126.85	126.85	投资净收益	4.50	0.00	0.00	0.00
资产总计	7687.27	8553.79	9790.85	11334.95	公允价值变动损益	-1.74	0.00	0.00	0.00
短期借款	162.23	0.00	0.00	0.00	营业利润	924.76	1234.94	1607.90	2108.28
应付账款	1535.01	1884.32	2238.47	2630.36	其他非经营损益	64.16	32.59	32.59	32.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	988.93	1267.53	1640.49	2140.87
其他负债	845.23	842.50	842.50	842.50	所得税	197.03	190.13	246.07	321.13
负债合计	2542.47	2726.82	3080.97	3472.86	净利润	791.89	1077.40	1394.42	1819.74
归属母公司股东权益	5000.61	5671.96	6540.86	7674.79	少数股东损益	11.91	10.82	14.01	18.28
少数股东权益	96.59	107.41	121.42	139.70	归属母公司股东净利润	779.98	1066.58	1380.41	1801.46
股东权益合计	5097.20	5779.38	6662.28	7814.49	每股收益 (EPS)	0.51	0.69	0.90	1.17
负债和股东权益合计	7639.67	8506.19	9743.25	11287.35	<b>财务指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率	9.42%	9.47%	9.64%	10.00%
净利润	779.98	1066.58	1380.41	1801.46	销售净利率	3.10%	3.64%	3.83%	4.16%
折旧与摊销	381.53	559.23	559.23	504.72	ROE	15.60%	18.80%	21.10%	23.47%
经营性现金净流量	1444.26	796.13	1984.24	1392.56	ROA	13.80%	14.59%	16.27%	18.24%
投资性现金净流量	-613.79	270.81	27.70	27.70	ROIC	15.67%	23.05%	27.88%	41.56%
筹资性现金净流量	-542.65	-538.06	-464.45	-593.77	销售收入增长率	21.23%	15.92%	22.99%	20.00%
现金流量净额	300.65	528.89	1547.49	826.50	营业利润增长率	34.48%	17.62%	27.67%	29.73%
EBITDA	1442.67	1807.36	2152.66	2571.82	净利润增长率	43.83%	36.05%	29.42%	30.50%

信息来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**周颖，行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn