

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2017.4.27

康敬东 行业分析师

执业编号: S1500510120009

联系电话: +86 10 83326739

邮箱: kangjingdong@cindasc.com

相关研究

《突破逆境, 扬帆远航》2017.4

《员工持股凝聚力量, 公司发展增添保障》

2016.12

《水灾影响已扫除, 发展进入快车道》2016.11

《饲料量利齐升, 养殖规模扩大》2016.08

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

盈利持续向好, 业绩稳步提升

2017年08月18日

事件: 近日, 海大集团发布 2017 年中报, 2017 上半年公司实现营业收入 145.32 亿元, 较上年增长 25.06%; 实现归属上市公司股东净利润 5.19 亿元, 同比增长 34.89%, 基本每股收益 0.33 元。公司预计 2017 年 1-9 月实现归母净利润 9.68-13.20 亿元, 同比变化 10%-50%, 业绩变动说明: 1) 公司精准的产品定位、快速联动机制落地、为养殖户提供养殖全套解决方案模式促进养殖户增效明显, 将拉动公司饲料销量持续增长; 2) 饲料产品结构优化、产品盈利稳定提升, 预计公司利润将保持稳定增长。

点评:

➤ **饲料量利齐升主要来自养殖技术服务能力和产品组合优化。**2017 上半年公司饲料销量 370 万吨, 同比增长 14.55%, 实现销售收入 112.52 亿元, 同比增长 23.26%, 营收占比 77.42%, 毛利率较上年同期提升 0.57 个百分点至 11.60%, 报告期内公司主营饲料业务实现量利齐升, 除受“四位一体”产品力优势以及主要原料玉米、豆粕价格处于相对低位影响外, 主要受公司综合且优秀的养殖技术服务能力和产品结构组合的影响。

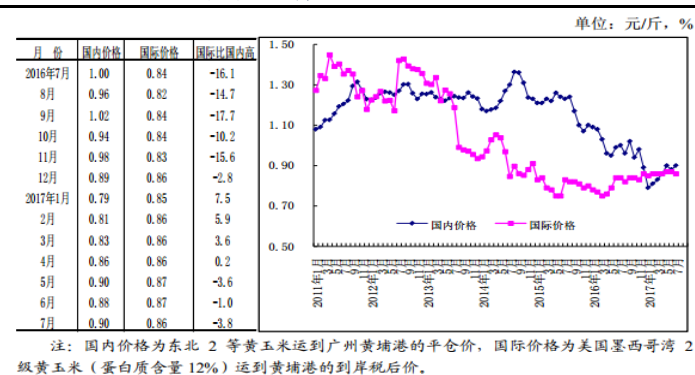
因素一: 综合养殖服务能力。公司从 2006 年在行业内率先提出养殖技术服务, 现已从单纯的饲料经营发展成为能为养户提供苗种、动保、养殖技术服务等综合服务的企业, 向养殖户提供“苗种-放养模式-环境控制-疫病防治-饲料-行情信息”等全流程服务以确保盈利, 现综合养殖技术服务能力已成为公司核心竞争力的体现, 能够有效获取客户并提高客户粘性, 成为报告期内下游畜禽养殖行业低迷仍实现主业逆势增长的主要原因。

因素二: 产品结构组合。公司饲料产品线齐全, 可以达到全系列产品组合, 各产品毛利高低不一、市场存在差别、风险各自不同, 产品结构组合和优化能够有效提高盈利水平并平抑业绩的风险波动, 从经营成果来看, 公司通过产品组合优势毛利超过行业平均水平, 避免部分养殖行业供求失衡导致的市场波动风险, 从而保证饲料营收增长稳定并远高于行业增速。具体来看, 2017 上半年, 公司禽饲料在行业低谷期(禽价低迷、肉/蛋禽养殖亏损、存栏持续下降)实现销量同增 10.4%; 猪饲料销量同比增长 24.46%, 生猪养殖业超规模化加快发展, 对产品力、技术服务要求较高, 公司核心竞争力不断体现, 随着公司生猪养殖布局的深入, 猪料业务有望继续保持高增速; 水产饲料销量同比增长 18.33%, 其中, 在上半年对虾养殖爆发疫病的情况下公司对虾销量同增超 20%, 毛利率创新高, 特种高档膨化饲料销量同增超 40%, 毛利率稳步提升, 上半年水产饲料结构优化效果显著, 营收同增超 30%, 毛利率同比提升 2 个百分点。

➤ **原料价格下行, 饲料盈利有望持续向好。**2017 上半年饲料主要原料玉米和豆粕涨跌互现, 整体处于低位。玉米方面, 短

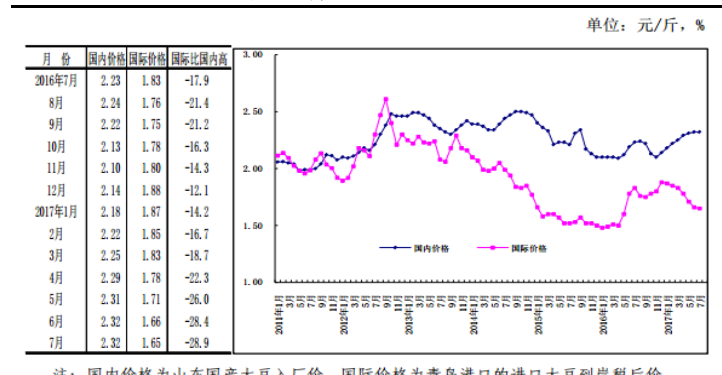
期来看，2017 年下半年将进入临储玉米持续拍卖、新季玉米上市、国内玉米市场供应相对宽松的时期，此外，8 月份之后深加工行业将逐渐进入传统检修季，玉米需求量减少，年内玉米价格有望下行。大豆方面，受制于国内传统豆制品需求不旺以及国际大豆供需宽松，国内豆价上涨受限，而国际豆价或将继续探底。USDA（美国农业部）8 月供需报告预计 2017/18 年度美豆单产为每英亩 49.4 蒲式耳，高于上月报告中预估的 48 蒲式耳，此前市场预期单产范围或下调至 47.0-47.5 蒲式耳左右。美豆单产上调、播种面积维持不变，全球大豆供需宽松格局得到进一步确认。据 USDA 供需报告显示，全球 2016/17 年度大豆年末库存预估为 9698 万吨，高于 7 月预估值 9478 万吨；2017/18 年度全球大豆年末库存预估为 9778 万吨，高于 7 月报告预估值 9353 万吨。此外，2017 年大豆进口量不断创新高，海关数据显示，7 月大豆进口量为 1008 万吨，8、9 月大豆到港量有望增多。截至 8 月 14 日，进口大豆港口库存高达 692 万吨。受美豆丰产、进口大豆到港量增多影响，国内大豆供应充足，豆粕市场同样面临下行压力。总体来看，下半年饲料原料价格或继续寻底，盈利有望持续向好。

图 1：国内/国际玉米价格走势



资料来源：《农业部 2017 年 7 月农产品供需形势分析月报》

图 2：国内/国际大豆价格走势



资料来源：《农业部 2017 年 7 月农产品供需形势分析月报》

- **生猪养殖布局快，动保利润贡献高。**2017 上半年公司养殖业务实现营收 6.03 亿元，同比增长 40.05%，营收占比由上年同期的 3.71% 提升至 4.15%，毛利率 12.83%。其中，肉猪出栏 22 万头，同比增长 44%，上半年生猪养殖布局继续加快，公司已分别与广西、贵州、湖南等当地政府签订生猪养殖战略合作协议，争取未来土地资源。此外，养殖业务还包括水产苗种，报告期内公司水产苗种销售收入稳定增长，并在自主繁育方面取得较大技术突破，已在华东、华南各大主养区建立良好口碑，未来增长可期。报告期内公司动保产品销售 2.13 亿元，同比增长 35.12%，毛利率保持在 50% 以上，目前主要以水产动保为主，随着养殖业养殖户专业化水平不断提高，对动保产品重要性认识提升从而拉动需求，动保产品或将成为公司重要利润增长点。
- **盈利预测及评级：**预计公司 17-19 年摊薄每股收益分别为 0.72 元、1.05 元、1.25 元。维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素:** 突发灾害性天气; 产业链布局进程不及预期等。

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	25,567.40	27,185.31	34,421.64	42,297.48	49,131.43
增长率 YoY %	21.23%	6.33%	26.62%	22.88%	16.16%
归属母公司净利润(百万元)	779.98	855.81	1,136.55	1,651.79	1,962.36
增长率 YoY%	44.85%	9.72%	32.80%	45.33%	18.80%
毛利率%	9.42%	9.42%	11.32%	11.51%	11.59%
净资产收益率 ROE%	16.71%	16.07%	18.93%	23.78%	23.70%
每股收益 EPS(元)	0.51	0.56	0.72	1.05	1.25
市盈率 P/E(倍)	36	33	25	17	14
市净率 P/B(倍)	5.54	4.91	4.46	3.76	3.14

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2017年8月17日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,771.42	5,313.68	6,139.19	7,532.68	9,051.62
货币资金	1,167.08	1,544.04	1,723.51	2,475.14	3,045.65
应收票据	11.82	12.65	24.51	23.12	28.23
应收账款	556.11	575.47	762.39	917.40	1,064.62
预付账款	167.74	520.06	407.82	520.52	700.57
存货	1,634.55	2,057.36	2,616.85	2,992.40	3,608.45
其他	234.12	604.10	604.10	604.10	604.10
非流动资产	4,413.24	4,974.21	5,567.66	5,928.20	6,072.28
长期投资	1.90	14.66	14.66	14.66	14.66
固定资产	2,775.89	3,112.97	3,603.30	3,987.02	4,049.83
无形资产	545.18	606.25	712.42	782.47	846.52
其他	1,090.28	1,240.34	1,237.29	1,144.05	1,161.27
资产总计	8,184.67	10,287.89	11,706.85	13,460.89	15,123.90
流动负债	2,954.58	4,336.72	5,068.72	5,610.04	5,743.44
短期借款	162.23	1,608.62	2,223.62	2,223.62	1,723.62
应付账款	657.77	939.14	1,124.79	1,289.86	1,584.66
其他	2,134.58	1,788.96	1,720.32	2,096.57	2,435.16
非流动负债	132.89	143.06	99.93	99.93	99.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	132.89	143.06	99.93	99.93	99.93
负债合计	3,087.47	4,479.78	5,168.65	5,709.98	5,843.37
少数股东权益	96.59	158.52	181.71	215.42	255.47
归属母公司股东权益	5,000.61	5,649.59	6,356.48	7,535.49	9,025.06
负债和股东权益	8184.67	10287.89	11706.85	13460.89	15123.90

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,567.40	27,185.31	34,421.64	42,297.48	49,131.43
同比	21.23%	6.33%	26.62%	22.88%	16.16%
归属母公司净利润	779.98	855.81	1,136.55	1,651.79	1,962.36
同比	44.85%	9.72%	32.80%	45.33%	18.80%
毛利率	9.42%	9.42%	11.32%	11.51%	11.59%
ROE	16.71%	16.07%	18.93%	23.78%	23.70%
每股收益(元)	0.51	0.56	0.72	1.05	1.25
P/E	36	33	25	17	14
P/B	5.54	4.91	4.46	3.76	3.14
EV/EBITDA	19.71	19.05	13.26	9.85	8.41

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,567.40	27,185.31	34,421.64	42,297.48	49,131.43
营业成本	23,159.45	24,625.42	30,523.95	37,427.55	43,435.36
营业税金及附加	5.42	33.74	48.19	40.23	58.83
营业费用	674.43	761.03	1,104.93	1,219.19	1,456.23
管理费用	677.12	756.30	963.81	1,142.03	1,326.55
财务费用	102.40	70.27	220.74	228.89	192.80
资产减值损失	26.58	19.20	33.27	35.88	41.19
公允价值变动收益	-1.74	26.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.50	55.18	-6.80	17.62	23.40
营业利润	924.76	1,000.61	1,519.96	2,221.33	2,643.87
营业外收入	77.83	61.66	56.11	56.11	56.11
营业外支出	13.66	18.29	29.74	30.10	30.10
利润总额	988.93	1,043.98	1,546.33	2,247.34	2,669.88
所得税	197.03	171.40	386.58	561.83	667.47
净利润	791.89	872.58	1,159.75	1,685.50	2,002.41
少数股东损益	11.91	16.77	23.19	33.71	40.05
归属母公司净利润	779.98	855.81	1,136.55	1,651.79	1,962.36
EBITDA	1,450.93	1,539.00	2,304.92	3,103.74	3,572.74
EPS (摊薄)	0.49	0.54	0.72	1.05	1.25

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,414.06	1,142.15	1,395.35	2,422.70	2,564.48
净利润	791.89	872.58	1,159.75	1,685.50	2,002.41
折旧摊销	381.53	418.91	538.14	630.15	710.04
财务费用	80.48	76.12	220.45	226.25	192.82
投资损失	-4.50	-55.18	6.80	-17.62	-23.40
营运资金变动	114.19	-81.48	-562.31	-136.42	-356.22
其它	50.47	-88.79	32.52	34.85	38.82
投资活动现金流	-613.79	-996.35	-1,137.64	-972.03	-828.36
资本支出	-431.78	-657.03	-1,130.84	-989.65	-851.76
长期投资	3,364.71	3,626.94	-6.80	17.62	23.40
其他	-3,546.72	-3,966.27	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-542.65	242.93	-68.56	-689.59	-1,160.28
吸收投资	218.01	63.27	0.00	0.00	0.00
借款	-456.50	633.54	615.00	0.00	-500.00
支付利息或股息	354.50	478.35	683.56	689.59	660.28
现金净增加额	270.46	405.44	179.47	751.63	570.51

研究团队简介

康敬东，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。