

# 饲料主营量利升，动保苗种助增长

——海大集团（002311）半年报点评

2017年08月18日

强烈推荐/维持

海大集团

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
程诗月	联系人	
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458

## 事件：

海大集团披露 2017 年半年报，2017H1 公司实现营业收入 145.32 亿元，同比增长 25.06%；归属于母公司净利润 5.19 亿元，同比增长 34.89%；EPS0.33 元，同比增长 32%。

## 公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	7967.92	4003.6	7616.78	8352.61	7212.32	5466.14	9066.2
增长率（%）	65.34%	13.61%	24.33%	5.08%	-9.48%	36.53%	19.03%
毛利率（%）	4.95%	8.63%	12.45%	11.05%	4.76%	9.94%	11.65%
期间费用率（%）	4.36%	8.41%	4.99%	5.14%	6.12%	8.25%	5.71%
营业利润率（%）	0.45%	1.20%	5.48%	6.78%	-0.43%	1.25%	6.33%
净利润（百万元）	43.09	42.92	359.37	504.41	-34.12	68.80	465.83
增长率（%）	-1038.07%	170.39%	27.36%	11.90%	-179.18%	60.29%	29.62%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.03	0.22	0.32	-0.02	0.04	0.29
资产负债率（%）	37.72%	42.91%	48.28%	41.87%	43.54%	51.14%	52.87%
净资产收益率（%）	0.85%	0.83%	6.84%	8.69%	-0.59%	1.17%	7.89%
总资产收益率（%）	0.53%	0.48%	3.54%	5.05%	-0.33%	0.57%	3.72%

## 观点：

- **增销量+调结构，饲料板块量利齐升。**公司上半年实现饲料销量370万吨，同比增长14.55%。按照产品细分来看，禽料在上半年肉禽养殖受H7N9影响，市场低迷的环境下，实现了10.4%的逆势增长。公司在行业低谷期依靠产品力抢占市场，为行业复苏时实现放量爆发打下了坚实的基础；猪料销量实现了24.46%的增长，主要受益于规模化养殖程度的不断加深和公司对于生猪养殖行业理解的深化；水产料销量同比增长18.33%，水产料结构优化明显，毛利率上升2个百分点，其中虾料在上半年对虾疫病爆发的背景下，实现销量同比20%的增长，高端膨化料销量同比增长40%以上。我们认为，公司畜禽料市场持续扩张，水产料依靠产品改进和结构优化，发展重回快车道，预计全年饲料销量同比增长20%以上，达到880-900万吨，同时毛利率的改善也将持续增厚公司盈利。
- **养殖动保苗种稳步推进，形成强劲助推力。**公司2017H1实现动保销售2.13亿元，同比增长35.12%，毛利

率稳定提升至50%。水产苗种营收稳定增长，技术不断突破，区域口碑逐步建立。生猪养殖方面加快土地布局，上半年出栏22万头，同比增长44%。我们认为，动保、苗种、养殖板块一方面为公司业绩提供新的增长点，另一方面通过动保苗种与饲料的配套销售，提升养殖户盈利水平，助推服务营销不断深化，加强客户黏性，稳定销售渠道。

- **行业龙头稳健发展，长期竞争力向好。**我们认为，公司整体发展思路清晰，饲料业务稳步推进，受益于产品力和规模化养殖程度的提升，销量不断增长；同时依靠丰富的采购经验和产品结构的调整，盈利能力稳步提升。而其他版块能够与饲料板块形成业务协同，产业链多点开花为公司发展提供巨大推动力，长期竞争力向好。

### 结论：

公司在饲料行业景气上行背景下将在全年迎来量利齐升的局面，同时看好公司产业链延伸带来的业绩协同增长。我们预计公司17-19年净利润分别为12.05亿，15.70亿和20.43亿元，EPS分别为0.76、0.99、1.29，给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**饲料销量不达预期，畜禽产品价格波动风险

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	3771	5314	6412	8906	10843	<b>营业收入</b>	25567	27185	32647	40699	49914
货币资金	1167	1544	1672	2198	2626	<b>营业成本</b>	23159	24625	29393	36540	44676
应收账款	556	575	701	867	1067	营业税金及附加	5	34	36	41	50
其他应收款	108	263	316	394	484	营业费用	674	761	888	1123	1367
预付款项	168	520	814	1179	1179	管理费用	677	756	886	1119	1364
存货	1635	2057	2265	2934	3515	财务费用	102	70	75	86	96
其他流动资产	125	315	603	1288	1923	资产减值损失	26.58	19.20	27.34	24.37	23.64
<b>非流动资产合计</b>	4413	4974	4824	4676	4540	公允价值变动收益	-1.74	26.09	30.00	30.00	30.00
长期股权投资	2	15	15	15	15	投资净收益	4.50	55.18	60.00	70.00	80.00
固定资产	2775.8	3112.9	2951.1	2813.9	2716.8	<b>营业利润</b>	925	1001	1431	1867	2448
无形资产	545	606	582	559	539	营业外收入	77.83	61.66	56.11	65.20	60.99
其他非流动资产	118	73	122	104	100	营业外支出	13.66	18.29	17.86	17.86	17.86
<b>资产总计</b>	8185	10288	11235	13582	15383	<b>利润总额</b>	989	1044	1469	1914	2491
<b>流动负债合计</b>	2955	4337	4619	6181	6965	所得税	197	171	264	345	448
短期借款	162	1609	1439	2071	1920	<b>净利润</b>	792	873	1205	1570	2043
应付账款	658	939	964	1287	1520	少数股东损益	12	17	14	14	15
预收款项	706	1158	1590	2197	2900	归属母公司净利润	780	856	1191	1556	2028
一年内到期的非流	797	0	0	0	0	EBITDA	1905	2044	1853	2313	2911
<b>非流动负债合计</b>	133	143	131	135	137	<b>BPS (元)</b>	0.51	0.55	0.76	0.99	1.29
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	3087	4480	4751	6316	7102	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	97	159	172	186	201	营业收入增长	21.23%	6.33%	20.09%	24.67%	22.64%
实收资本(或股本)	1537	1541	1576	1576	1576	营业利润增长	31.85%	8.20%	43.03%	30.46%	31.10%
资本公积	1394	1513	1513	1513	1513	归属于母公司净利润	39.21%	30.59%	39.21%	30.59%	30.33%
未分配利润	1959	2324	2559	2827	3201	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	5001	5650	6298	7065	8065	毛利率(%)	9.42%	9.42%	9.97%	10.22%	10.49%
<b>负债和所有者权</b>	8185	10288	11235	13582	15383	净利率(%)	3.10%	3.21%	3.69%	3.86%	4.09%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元					<b>ROE(%)</b>					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	9.53%	8.32%	10.60%	11.45%	13.18%	
<b>经营活动现金流</b>	1414	1142	1113	907	1844	<b>偿债能力</b>					
净利润	792	873	1205	1570	2043	资产负债率(%)	38%	44%	42%	47%	46%
折旧摊销	878.25	973.40	0.00	307.17	317.07	流动比率	1.28	1.23	1.39	1.44	1.56
财务费用	102	70	75	86	96	速动比率	0.72	0.75	0.90	0.97	1.05
应收账款减少	0	0	-125	-167	-200	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	432	607	703	总资产周转率	3.23	2.94	3.03	3.28	3.45
<b>投资活动现金流</b>	-614	-996	-208	-139	-141	应收账款周转率	49	48	51	52	52
公允价值变动收益	-2	26	30	30	30	应付账款周转率	34.21	34.05	34.30	36.16	35.57
长期股权投资减少	0	0	-2	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	4	55	60	70	80	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.55	0.76	0.99	1.29
<b>筹资活动现金流</b>	-543	243	-777	-242	-1274	每股净现金流(最新)	0.17	0.25	0.08	0.33	0.27
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.25	3.67	4.00	4.48	5.12
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	467	4	35	0	0	P/E	35.25	32.69	23.78	18.21	13.97
资本公积增加	-243	119	0	0	0	P/B	5.53	4.91	4.50	4.01	3.51
<b>现金净增加额</b>	258	389	128	526	428	EV/EBITDA	14.40	13.59	15.17	12.20	9.49

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

---

### 程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。