

拓展业务区域，猪料挥师北上

——海大集团（002311）事件点评

2017年09月18日

强烈推荐/维持
海大集团 | 事件点评

事件：

2017年9月15日，公司发布公告称拟斥资2.99亿元收购山东大信集团股份有限公司60%股权。大信集团承诺17年度实现净利润不低于5,000万元、17年及18年累计实现净利润不低于10,500万元、17年至19年累计实现净利润不低于16,500万元、17年至20年累计实现净利润不低于23,000万元。

主要观点：

1. 拓展销售区域，加速北方布局

华南地区是公司传统优势区域，业务收入占比达到65%以上，华东华北地区合计收入占比不足25%。而大信集团总部位于山东青岛，在青岛、烟台、潍坊、临沂、江苏拥有7家工厂，业务辐射周边多个省份，其产品 in 北方地区具有良好的口碑。我们认为，大信的加入将有助公司利用其在北方的现有渠道和产品竞争力，顺利拓展饲料产品在北方的布局。另一方面，在公司稳扎稳打、步步为营的行事风格影响下，公司的生猪养殖布局与猪料产能具有高度的地域协同性，大信的加入也为公司未来南猪北养打下了良好的基础。

2. 完善产品结构，提升前端料占比

大信集团主要产品为自主研发的猪料产品，目前已经形成了以高档猪用全价料、浓缩料为核心产品的完善产品体系。据大信集团2016年年报披露，猪浓缩料、中大猪全价料、保育料、教槽料收入占比分别为49.06%、24.10%、11.01%、6.63%和4.67%，大信集团的浓缩料产品也以乳猪、仔猪浓缩料为主，前端料占比较高。而海大集团本身具备强大的采购能力，在生产全价料方面具备成本优势。两相结合有助于公司实现猪料全产品线的齐头并进，也有助于公司充分利用大信自主研发的技术优势，进一步提升前端猪料占比，从而提升整体盈利水平。

分析师：徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

研究助理：程诗月

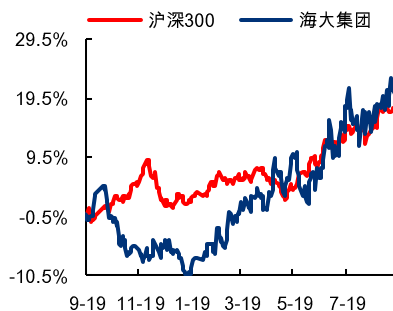
010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	18.9-16.03
总市值(亿元)	297.86
流通市值(亿元)	288.9
总股本/流通A股(万股)	157597/152856
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.32

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《海大集团（002311）2017半年报点评：饲料主营量利升，动保苗种助增长》2017-08-21
- 2、《海大集团（002311）2016年报及2017年一季报点评：产业链多点开花，业绩重回快车道》2017-04-27

3、乘下游整合之机，猪料板块加速推进

公司猪料板块相对于水产料和禽料来说，起步最晚，目前市占率水平还相对较低，主要销售区域集中在华南地区，在公司各业务条线中具备最大的成长性。正值下游生猪养殖行业面临环保压力下的结构调整，规模化程度逐步提升，倒逼上游饲料企业调整客户结构。随着规模化程度的提高，企业运营效率、成本控制和综合服务将成为决定企业盈利能力的重要因素。公司采购能力业内领先，受利于规模化程度的提升，猪料板块将成为未来几年公司销量增长的主要品类。不考虑大信集团的影响，我们预计公司今年猪料销量在 150 万吨以上，同比增速超过 20%。

结论：

我们看好公司作为饲料白马龙头强大的产品力和高效的管理采购能力，预计收购完成后公司与大信集团在区域和产品上能够实现良好的协同效应，带来的猪料板块的加速成长。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，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：收购进度不达预期，业务整合不达预期，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
流动资产合计	3771	5314	6412	8906	10843	营业收入	25567	27185	32647	40699	49914
货币资金	1167	1544	1672	2198	2626	营业成本	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
非流动资产合计	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	2775.89	3112.97	2951.10	2813.93	2716.87	营业利润	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
资产总计	8185	10288	11235	13582	15383	利润总额	989	1044	1469	1914	2491
流动负债合计	2955	4337	4619	6181	6965	所得税	197	171	264	345	448
短期借款	162	1609	1439	2071	1920	净利润	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	797	0	0	0	0	EBITDA	1905	2044	1853	2313	2911
非流动负债合计	133	143	131	135	137	BPS (元)	0.51	0.55	0.76	0.99	1.29
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	3087	4480	4751	6316	7102	成长能力					
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	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	39.21%	30.59%	39.21%	30.59%	30.33%
未分配利润	1959	2324	2559	2827	3201	获利能力					
归属母公司股东	5001	5650	6298	7065	8065	毛利率 (%)	9.42%	9.42%	9.97%	10.22%	10.49%
负债和所有者权	8185	10288	11235	13582	15383	净利率 (%)	3.10%	3.21%	3.69%	3.86%	4.09%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
						ROE (%)					
						9.53%	8.32%	10.60%	11.45%	13.18%	
						15.60%	15.15%	18.92%	22.02%	25.14%	
						偿债能力					
经营活动现金流	1414	1142	1113	907	1844	资产负债率 (%)	38%	44%	42%	47%	46%
净利润	792	873	1205	1570	2043	流动比率	1.28	1.23	1.39	1.44	1.56
折旧摊销	878.25	973.40	0.00	307.17	317.07	速动比率	0.72	0.75	0.90	0.97	1.05
财务费用	102	70	75	86	96	营运能力					
应收账款减少	0	0	-125	-167	-200	总资产周转率	3.23	2.94	3.03	3.28	3.45
预收帐款增加	0	0	432	607	703	应收账款周转率	49	48	51	52	52
投资活动现金流	-614	-996	-208	-139	-141	应付账款周转率	34.21	34.05	34.30	36.16	35.57
公允价值变动收	-2	26	30	30	30	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	-2	0	0	每股收益 (最新摊	0.51	0.55	0.76	0.99	1.29
投资收益	4	55	60	70	80	每股净现金流 (最新	0.17	0.25	0.08	0.33	0.27
筹资活动现金流	-543	243	-777	-242	-1274	每股净资产 (最新摊	3.25	3.67	4.00	4.48	5.12
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	37.06	34.36	25.00	19.15	14.69
普通股增加	467	4	35	0	0	P/B	5.81	5.16	4.73	4.22	3.69
资本公积增加	-243	119	0	0	0	EV/EBITDA	15.14	14.28	15.95	12.82	9.99
现金净增加额	258	389	128	526	428						

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。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。