

证券研究报告

公司研究——事项点评

海大集团（002311.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2017.8.18

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

刘卓 研究助理

联系电话：+86 10 83326952

邮箱：liuzhuoa@cindasc.com

相关研究

《盈利持续向好，业绩稳步提升》2017.8

《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

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

收购大信集团，迈入北方市场

2017年09月20日

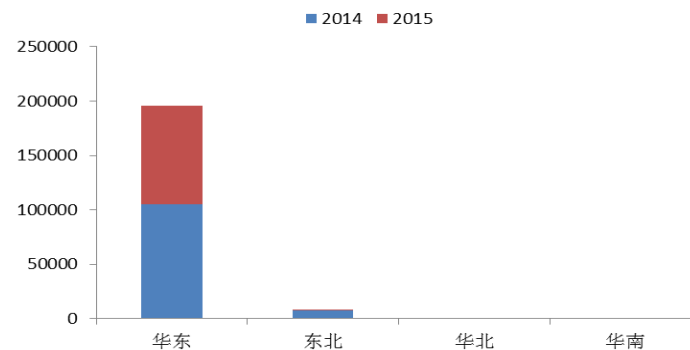
事件：近日，海大集团发布公告，拟以自有资金 29877.60 万元收购刘建兵、于海波、王玉钦、邢飞、段现来和杨明君等 6 名自然人合计持有的山东大信集团股份有限公司 60% 股权。同时另附业绩承诺条件：大信集团于 2017 年度实现净利润不低于 5000 万元、于 2017 年及 2018 年累计实现净利润不低于 10500 万元、于 2017 年至 2019 年累计实现净利润不低于 16500 万元、于 2017 年至 2020 年累计实现净利润不低于 23000 万元。若当年累计净利润未达到承诺利润，则业绩承诺方当年向公司支付补偿金=(累计当年承诺净利润-累计当年实际净利润)/业绩承诺总额 23000 万元*交易总价 29877.60 万元-业绩承诺方已累计向公司支付的补偿金净额，累计补偿金额以标的资产交易总价为限。

点评：

- **大信集团：苏鲁地区前端料龙头企业。**大信集团主营猪饲料的研发、生产和销售，其所有产品均为自主研发，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，产品主要分布山东、江苏、河北、河南、安徽等地，各类产品在市场上均拥有良好的口碑。2016 年 12 月 20 日，大信集团于新三板挂牌上市，证券代码：870237，并自 2017 年 9 月 7 日起终止挂牌。据大信集团 2016 年报显示，浓缩料系列 2014-2016 连续三年保持增长，教槽和保育阶段饲料已成为苏鲁地区的领先品牌，母猪料在 2016 年也取得了重大突破。大信集团及产品品牌先后荣获“中国十大最具潜力乳猪料品牌”、“山东省生猪饲料十强”、“饲料企业口碑三十强”、“教槽料口碑五强”等荣誉称号。大信集团 2016 年实现营业收入 10.27 亿元，较上年同期增长 11.81%；实现净利润 4179.95 万元，同比减少 4.91%；销售毛利率 14.40%。
- **收购完成后公司将获多重红利。**首先，本次收购有助于加强海大集团在北方市场的布局。海大集团目前业务主要集中于华南片区，其次是华中、华北和华东片区，东北尚处于业务空白区域。大信集团业务则集中在华东、东北和华北地区，2015 年大信集团华东地区实现销售收入 90355.81 万元，东北地区实现销售收入 685.15 万元，华北地区实现 555.24 万元，与海大集团形成明显的区域互补，收购完成后，大信集团成为海大集团控股子公司并成为其切入北方市场的入口。其次，养殖战略转移背景下北方市场空间逐渐扩大，业绩增长有望提速。在环保政策和种养结合倡导的影响下，国内生猪养殖地域格局正不断发生变化，表现为由南方水网区域向环境容量大和饲用粮食主产区所在的北方地区转移，“南猪北养”大势所趋，其中东北地区凭借资源和空间优势成为生猪产业战略转移的重点区域。因此，未来北方生猪存栏占比将进一步提高，对饲料生产加工企业来说市场空间更为广阔，所在地区业绩有望加速增长。再者，收购完成后公司凭借规模优势巩固子公司竞争地位，提高所在区域市占率。收购完成后，作为公司控股子公司，大信集团能够利用公司的技术、采购、管理及信息技术等优势，提高整体市场影响力，提升公司在北方市场的核心竞争力，从而快速抢占市场份额，进

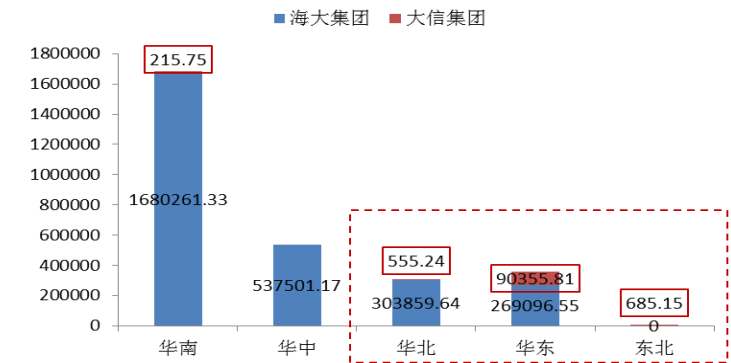
进一步提高北方市场占有率，助力业绩高速增长。最后，协同养殖一体化战略，为公司生猪北养建立基础。公司正加快布局下游生猪养殖业，如前所述，对于生猪养殖业来说，北方地区具备饲料原料采购成本低、土地资源雄厚、环境承载力较强的天然优势，本次收购大信集团也将为公司在北方地区布局生猪养殖业奠定基础。

图 1: 大信集团 2014/2015 年度分地区营收 (万元) 情况



资料来源: WIND, 信达证券研究开发中心

图 2: 大信集团/海大集团 2015 年分地区营收 (万元) 情况

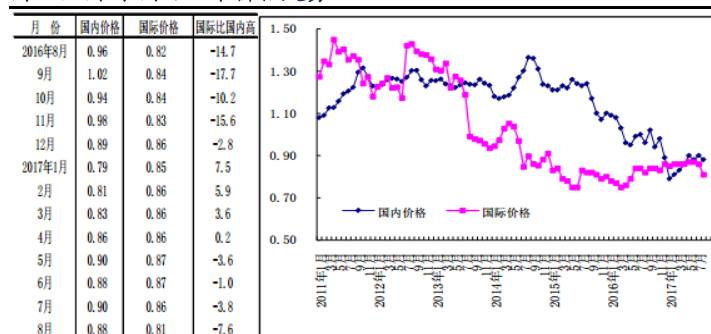


资料来源: WIND, 信达证券研究开发中心

- **原料价格下行，饲料盈利有望持续向好。** 作为饲料主要原料，玉米、豆粕价格趋势向下。
- **玉米方面：**短期来看，持续偏弱。一方面，由于临储玉米拍卖不能满足市场对优质玉米的需求以及农产品增值税由 13% 降到 11% 导致进口成本下降，农业部将 16/17 年度玉米进口量估计值增加 100 万吨至 200 万吨，16/17 年度玉米结余量增加 100 万吨至 1070 万吨。另一方面，截至 8 月末，临储玉米成交超过 4000 万吨，出库 2500 万吨左右，剩余 1500 万吨或在 10 月份前转为有效供给，同时约 1 个月后秋粮开始上市，供应相对宽松，综合来看年前玉米价格或将偏弱运行。中长期来看，价格承压。受玉米主产区气候环境较好影响本月农业部调高玉米单产，预计 17/18 年度玉米单产为 5986 公斤/公顷，较上月预测数增加 50 公斤，此外，进口量由上月预测值的 100 万吨提高至 150 万吨，其余预测值未变，年度结余预测值由 -317 万吨大幅提升至 -89 万吨，对长期玉米价格形成利空。考虑到玉米种植面积调减但库存消化不足的双重影响，我们预计明年国内玉米价格上行承压。
- **大豆方面：**近日美国农业部 (USDA) 月度供需报告将 17/18 年度美豆单产调增至 49.9 蒲式耳/英亩，较上月预测值增加 0.5 蒲式耳，尽管对产量影响有限，但考虑到 8 月份美豆生产关键期已过，美豆丰产可以基本确定，本月预测值的精确度也进一步提高。USDA 8 月供需报告预计 17/18 年度全球大豆期初库存 95.96 百万吨，期末库存 97.53 百万吨，预测年度大豆结余 1.57 百万吨，供给较为宽松，国际大豆价格趋势向下，国内外价差不断拉大。受国内外价差持续扩大影响，大豆进口量不断攀升，据海关数据显示，2017 年 7 月我国进口大豆 1008.09 万吨，环比增 31.2%，同比增 30.0%，1-7 月累计进口大豆 5488.91 万吨，同比增 18.5%，进口金额 230.02 亿美元，同比增 27.2%。据农业部 8 月农产品供需报告显

示, 17/18 年度国内大豆预计进口量为 9450 万吨, 较上月预测值调增 134 万吨, 该预测年度大豆结余预测值由上月的-97 万吨调高至-25 万吨。我们认为 2016/17 年度和 2017/18 年度全球大豆供应充裕, 大豆国际价格或延续下行趋势, 短期内国内外价差将持续扩大, 从而大豆进口量有望继续攀升, 后期大豆国内价格将面临下行压力。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。

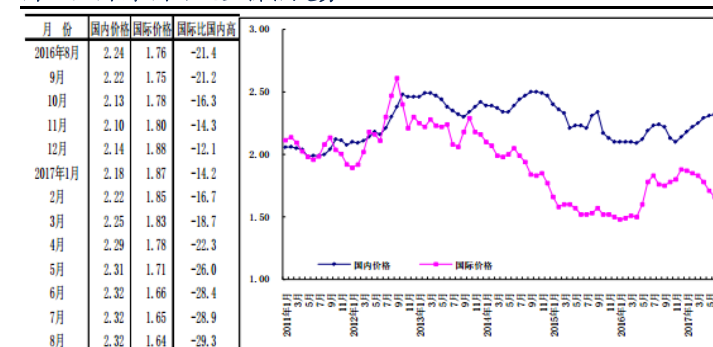
图 3: 国内/国际玉米价格走势



注: 国内价格为东北 2 等黄玉米运到广州黄埔港的平仓价, 国际价格为美国墨西哥湾 2 级黄玉米 (蛋白质含量 12%) 运到黄埔港的到岸税后价。

资料来源: 《农业部 2017 年 8 月农产品供需形势分析月报》

图 4: 国内/国际大豆价格走势



注: 国内价格为山东国产大豆入厂价, 国际价格为青岛港口的进口大豆到岸税后价。

资料来源: 《农业部 2017 年 8 月农产品供需形势分析月报》

- **盈利预测及评级:** 收购完成后将直接增厚公司业绩, 同时考虑到北方市场空间较大以及在协同效应的作用下公司竞争力有望进一步增强, 我们预计公司 17-19 年摊薄每股收益分别为 0.74 元、1.08 元、1.34 元。维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 收购能否完成的不确定性风险; 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	35,505.34	44,443.19	53,331.83
增长率 YoY %	21.23%	6.33%	30.60%	25.17%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	779.98	855.81	1,166.46	1,695.55	2,118.73
增长率 YoY%	44.85%	9.72%	36.30%	45.36%	24.96%
毛利率%	9.42%	9.42%	11.34%	11.54%	11.63%
净资产收益率 ROE%	16.71%	16.07%	19.38%	24.23%	25.13%
每股收益 EPS(元)	0.51	0.56	0.74	1.08	1.34
市盈率 P/E(倍)	38	35	25	17	14
市净率 P/B(倍)	5.80	5.13	4.64	3.90	3.20

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 9 月 19 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	6,245.71	7,324.51	8,614.73
货币资金	1,167.08	1,544.04	1,710.76	2,042.03	2,148.63
应收票据	11.82	12.65	25.28	24.29	30.64
应收账款	556.11	575.47	786.39	963.94	1,155.63
预付账款	167.74	520.06	420.57	546.78	760.19
存货	1,634.55	2,057.36	2,698.61	3,143.37	3,915.53
其他	234.12	604.10	604.10	604.10	604.10
非流动资产	4,413.24	4,974.21	5,578.50	6,192.50	6,905.16
长期投资	1.90	14.66	14.66	14.66	14.66
固定资产	2,775.89	3,112.97	3,378.78	3,979.20	4,552.44
无形资产	545.18	606.25	712.42	782.47	846.52
其他	1,090.28	1,240.34	1,472.65	1,416.17	1,491.53
资产总计	8,184.67	10,287.89	11,824.21	13,517.01	15,519.88
流动负债	2,954.58	4,336.72	5,139.57	5,551.74	5,836.37
短期借款	162.23	1,608.62	2,223.62	2,023.62	1,523.62
应付账款	657.77	939.14	1,159.93	1,354.93	1,719.51
其他	2,134.58	1,788.96	1,756.02	2,173.19	2,593.24
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	5,239.50	5,651.67	5,936.30
少数股东权益	96.59	158.52	198.33	256.19	328.49
归属母公司股东权益	5,000.61	5,649.59	6,386.39	7,609.15	9,255.09
负债和股东权益	8,184.67	10,287.89	11,824.21	13,517.01	15,519.88

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	35,505.34	44,443.19	53,331.83
同比	21.23%	6.33%	30.60%	25.17%	20.00%
归属母公司净利润	779.98	855.81	1,166.46	1,695.55	2,118.73
同比	44.85%	9.72%	36.30%	45.36%	24.96%
毛利率	9.42%	9.42%	11.34%	11.54%	11.63%
ROE	16.71%	16.07%	19.38%	24.23%	25.13%
每股收益(元)	0.51	0.56	0.74	1.08	1.34
P/E	38	35	25	17	14
P/B	5.80	5.13	4.64	3.90	3.20
EV/EBITDA	20.59	19.88	13.52	9.98	8.15

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	35,505.34	44,443.19	53,331.83
营业成本	23,159.45	24,625.42	31,477.60	39,315.78	47,131.71
营业税金及附加	5.42	33.74	49.71	42.27	63.86
营业费用	674.43	761.03	1,139.72	1,333.30	1,601.63
管理费用	677.12	756.30	994.15	1,199.97	1,439.96
财务费用	102.40	70.27	221.06	219.92	177.99
资产减值损失	26.58	19.20	34.32	37.70	44.71
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	1,581.98	2,311.88	2,895.37
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	1,608.36	2,337.89	2,921.38
所得税	197.03	171.40	402.09	584.47	730.34
净利润	791.89	872.58	1,206.27	1,753.42	2,191.03
少数股东损益	11.91	16.77	39.81	57.86	72.30
归属母公司净利润	779.98	855.81	1,166.46	1,695.55	2,118.73
EBITDA	1,450.93	1,539.00	2,356.37	3,172.37	3,826.38
EPS (摊薄)	0.49	0.54	0.74	1.08	1.34

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	1,382.60	2,433.42	2,670.41
净利润	791.89	872.58	1,206.27	1,753.42	2,191.03
折旧摊销	381.53	418.91	527.56	617.98	731.18
财务费用	80.48	76.12	220.45	216.50	173.82
投资损失	-4.50	-55.18	6.80	-17.62	-23.40
营运资金变动	114.19	-81.48	-611.78	-173.06	-443.70
其它	50.47	-88.79	33.30	36.21	41.47
投资活动现金流	-613.79	-996.35	-1,137.64	-1,212.86	-1,417.20
资本支出	-431.78	-657.03	-1,130.84	-1,230.48	-1,440.60
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	-879.84	-1,141.28
吸收投资	218.01	63.27	0.00	0.00	0.00
借款	-456.50	633.54	615.00	-200.00	-500.00
支付利息或股息	354.50	478.35	683.56	679.84	641.28
现金净增加额	270.46	405.44	166.72	331.27	106.59

研究团队简介

康敬东，农业首席分析师。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。

刘卓，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

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	yiyahua@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。