

水产料销售旺季，业绩大幅增长

——海大集团（002311）三季度财报点评

2017年10月31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	研究助理	
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458

事件：

海大集团披露 2017 年三季度报，2017 前三季度公司实现营业收入 265.02 亿元，同比增长 32.69%；归属于母公司净利润 11.49 亿元，同比增长 30.61%；稀释后 EPS0.72 元，同比增长 26.32%。其中第三季度实现营业收入 119.7 亿元，同比增长 43.31%；归属于母公司净利润 6.31 亿元，同比增长 27.29%。同时公司还公告了 2017 年业绩预告，预计 2017 年全年实现净利润 10.5-12.5 亿元，同比增长 22.69%-46.06%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	4003.6	7616.78	8352.61	7212.32	5466.14	9066.2	11970.01
增长率（%）	13.61%	24.33%	5.08%	-9.48%	36.53%	19.03%	43.31%
毛利率（%）	8.63%	12.45%	11.05%	4.76%	9.94%	11.65%	10.94%
期间费用率（%）	8.41%	4.99%	4.94%	6.35%	8.25%	5.71%	4.67%
营业利润率（%）	1.20%	5.48%	6.78%	-0.43%	1.25%	6.33%	6.46%
净利润（百万元）	42.92	359.37	504.41	-34.12	68.80	465.83	635.05
增长率（%）	170.39%	27.36%	11.90%	-179.18%	60.29%	29.62%	25.90%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.22	0.32	-0.02	0.04	0.29	0.40
资产负债率（%）	42.91%	48.28%	41.87%	43.54%	51.14%	52.87%	48.52%
净资产收益率（%）	0.83%	6.84%	8.69%	-0.59%	1.17%	7.89%	9.71%
总资产收益率（%）	0.48%	3.54%	5.05%	-0.33%	0.57%	3.72%	5.00%

观点：

- 水产料销售旺季，营收净利快速增长。**三季度为水产料销售旺季，预计公司水产料销量同比增速在 20%-30%，四季度进入水产料淡季，水产料销量对比二三季度将有大幅减少。水产方面，公司一方面利用强大的产品力拓展市场，增加水产料销量；另一方面不断调整产品结构，提升高端膨化料占比，优化公司盈利能力。预计公司猪料维持 20% 以上的增速，禽料受 H7N9 流感影响承压，增速趋缓，预计在 10% 左右。全年来看，我们预计公司 2017 年全年实现销量 838 万吨，同比增长 14.3%，主要是由于占比较大的禽料增速承压导致，目前 H7N9 对禽养殖业的影响已经逐步消退，预计公司 2018 年销量将重回 20% 区间。期间费用虽然在总量上同比有所增长，但前三季度期间费用率同比基本持平，略有下降（0.07 个百分点），

盈利能力的改善也将持续增厚公司利润。

- **收购大信集团，猪料区域拓展。**公司于2017年9月斥资2.99亿收购山东大信集团60%股权，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。在青岛、烟台、潍坊、临沂、江苏拥有7家工厂，产品销售范围覆盖山东、江苏、河北、河南、安徽等多个省份。公司的传统优势地区是华南，猪料销售也主要集中在华南地区，此次收购大信集团将有利于公司将猪料的销售区域拓展到北方地区，特别是公司现在覆盖还较少的河北河南地区，顺应南猪北养的趋势。我们预计17-18年，公司猪料销量为150、200万吨，维持20%以上的年增速，猪料是目前公司市占率相对较低的板块，也会是公司未来几年销量拓展的重点品类，预计大信集团的加入将助力公司销量的快速增长，以高端、前端料为主的产品结构也将有助于公司优化猪料产品结构，实现盈利能力的提升。
- **业务拓展现金流承压，多元融资贡献力量。**公司进入水产料销售旺季，贸易业务迅速拓展，导致公司应收账款和预付账款同比增加224.78%、86.45%，给公司现金流造成了一定的压力，经营活动现金流同比减少130.14%。对此，公司运用多元融资手段，增加短期借款，推行核心员工持股计划，一方面缓解资金压力，另一方面绑定核心员工利益，为公司业绩增长提供保障，公司目前在手货币资金稳定。

➤ 结论：

公司饲料板块的稳步发展，同时看好公司养殖、苗种和动保的强力助推。我们预计公司17-19年净利润分别为12.11亿，15.71亿和20.19亿元，EPS分别为0.77、1.00、1.28，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
流动资产合计	3771	5314	6137	8754	11000	营业收入	25567	27185	31407	40003	50560
货币资金	1167	1544	1609	2161	2660	营业成本	23159	24625	28167	35861	45284
应收账款	556	575	674	853	1081	营业税金及附加	5	34	35	40	46
其他应收款	108	263	304	388	490	营业费用	674	761	867	1100	1380
预付款项	168	520	802	1160	1160	管理费用	677	756	864	1096	1375
存货	1635	2057	2171	2880	3563	财务费用	102	70	68	74	92
其他流动资产	125	315	538	1269	1996	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	2775.8	3112.9	2951.1	2813.9	2716.8	营业利润	925	1001	1469	1908	2469
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	10961	13430	15540	利润总额	989	1044	1507	1955	2512
流动负债合计	2955	4337	4316	5963	7021	所得税	197	171	271	352	452
短期借款	162	1609	1192	1905	1973	净利润	792	873	1236	1603	2060
应付账款	658	939	924	1263	1540	少数股东损益	12	17	25	32	41
预收款项	706	1158	1574	2170	2882	归属母公司净利润	780	856	1211	1571	2019
一年内到期的非流	797	0	0	0	0	EBITDA	1905	2044	1883	2341	2929
非流动负债合计	133	143	131	135	137	BPS (元)	0.51	0.55	0.77	1.00	1.28
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	4447	6099	7158	成长能力					
少数股东权益	97	159	183	215	256	营业收入增长	21.23%	6.33%	15.53%	27.37%	26.39%
实收资本(或股本)	1537	1541	1576	1576	1576	营业利润增长	31.85%	8.20%	46.78%	29.88%	29.44%
资本公积	1394	1513	1513	1513	1513	归属于母公司净利润	41.50%	29.73%	41.50%	29.73%	28.52%
未分配利润	1959	2324	2567	2881	3285	获利能力					
归属母公司股东权	5001	5650	6315	7101	8110	毛利率(%)	9.42%	9.42%	10.31%	10.35%	10.44%
负债和所有者权	8185	10288	10961	13430	15540	净利率(%)	3.10%	3.21%	3.93%	4.01%	4.07%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		9.53%	8.32%	11.05%	11.70%	12.99%
经营活动现金流	1414	1142	1292	838	1674	偿债能力					
净利润	792	873	1236	1603	2060	资产负债率(%)	38%	44%	41%	45%	46%
折旧摊销	878.25	973.40	0.00	307.17	317.07	流动比率	1.28	1.23	1.42	1.47	1.57
财务费用	102	70	68	74	92	速动比率	0.72	0.75	0.92	0.98	1.06
应收账款减少	0	0	-99	-179	-229	营运能力					
预收帐款增加	0	0	415	597	712	总资产周转率	3.23	2.94	2.96	3.28	3.49
投资活动现金流	-614	-996	-208	-139	-141	应收账款周转率	49	48	50	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	33.71	36.58	36.07
长期股权投资减少	0	0	-2	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	55	60	70	80	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.55	0.77	1.00	1.28
筹资活动现金流	-543	243	-1019	-147	-1034	每股净现金流(最新)	0.17	0.25	0.04	0.35	0.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.25	3.67	4.01	4.51	5.15
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	467	4	35	0	0	P/E	39.51	36.64	26.22	20.21	15.73
资本公积增加	-243	119	0	0	0	P/B	6.19	5.50	5.03	4.47	3.92
现金净增加额	258	389	65	552	500	EV/EBITDA	16.15	15.23	16.64	13.45	10.61

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。

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。