

17量利齐升，18看全品类龙头再上层楼

——海大集团（002311）2017 年报点评

2018 年 04 月 24 日

强烈推荐/维持

海大集团

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
		zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
程诗月	研究助理		
		chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458

事件：

海大集团披露 2017 年年报，2017 全年公司实现营业收入 325.57 亿元，同比增长 19.76%；归属于母公司净利润 12.07 亿元，同比增长 41.06%；稀释后 EPS0.78 元，同比增长 41.82%，业绩符合预期。同时公司还公告了核心团队员工持股计划之二期计划以及“海纳百川同心共赢”员工跟投计划两个股权激励计划。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	7616.78	8352.61	7212.32	5466.14	9066.2	11970.01	6054.29
增长率（%）	24.33%	5.08%	-9.48%	36.53%	19.03%	43.31%	-16.06%
毛利率（%）	12.45%	11.05%	4.76%	9.94%	11.65%	10.94%	11.05%
期间费用率（%）	4.99%	4.94%	6.35%	8.25%	5.71%	4.67%	11.07%
营业利润率（%）	5.48%	6.78%	-0.39%	1.25%	6.33%	6.46%	1.01%
净利润（百万元）	359.37	504.41	-34.12	68.80	465.83	635.05	56.77
增长率（%）	27.36%	11.90%	-179.18%	60.29%	29.62%	25.90%	-266.38%
每股盈利（季度，元）	0.22	0.32	-0.02	0.04	0.29	0.40	0.04
资产负债率（%）	48.28%	41.87%	43.54%	51.14%	52.87%	48.52%	48.05%
净资产收益率（%）	6.84%	8.69%	-0.59%	1.17%	7.89%	9.71%	0.83%
总资产收益率（%）	3.54%	5.05%	-0.33%	0.57%	3.72%	5.00%	0.43%

观点：

- 饲料主业量利齐升，战略板块贡献新增长。**公司全年销售饲料849万吨，同比增长15.77%。其中水产料销量同比增长22.72%，高端膨化料销量同比增长40%以上。得益于水产价格高景气以及公司产品结构不断调整，公司水产饲料毛利率总体提升4.1个百分点，显著增厚公司利润。猪料销量同比增长31.94%，作为公司未来几年着重发力的板块，步入快速发展阶段。禽料凭借产品力优势和公司的精细化管理，在H7N9的严重冲击下，全年销量保持了7.78%的增速，市占率进一步提高。此外公司战略性板块作为助推主业的重要力量，也取得了长足的进步，为公司利润贡献新增量。其中动保板块全年实现3.95亿元，同比增长37.48%，毛利率稳定在50%高位；农产品销售板块实现营收12.06亿元，同比增长33.34%；生猪养殖板块17年共出栏46万头，同比增长43%。公司饲料主营业务量利齐升，战略性板块表现不俗，各个业务领域

持续保持了稳健成长的态势，龙头地位进一步巩固。

- **18年景气持续，全品类龙头再上层楼。**我们预计公司饲料主营业务在18年仍能维持景气行情。水产料方面，环保趋严形势下高端膨化料渗透率将进一步提升，养殖面积受制支撑鱼价高景气行情，公司构建的配合动保苗种的服务营销模式以及精细化管理有望推进水产料销量保持20%以上增长，同时结构持续优化将带来持续高盈利。猪料18年重点发力，收购大信集团有效补充了前端料布局，通过前端料高品质重服务与中大猪料高性价比的双重模式共同发力，在后周期量增规模化程度提升的阶段抢占市场，预计18年猪料销量有望保持60%同比增速，达到260-270万吨。18年禽链景气回升，同比去年大幅好转，环保对肉鸡肉鸭的影响边际减弱，公司有望凭借高性价比产品再提市占。公司管理思路清晰，多板块全面发展与猪料重点突破即将塑造公司饲料全品类龙头的地位。
- **员工持股股权激励，上下同心助成长。**公司此次还发布了核心团队员工持股计划之二期计划以及“海纳百川同心共赢”员工跟投计划两个股权激励计划。其中员工跟投计划最高可占新项目出资的25%，通过与员工共享公司成长的方式，绑定核心员工利益，为公司业绩增长提供保障，也为公司提供了一个新的融资渠道，彰显了公司对未来发展的强大信心。

➤ 结论：

公司各品类饲料共同发展，猪料或有超预期表现，看好公司作为饲料龙头的稳健成长。我们预计公司18-20年净利润分别为15.95亿，20.57亿和26.37亿元，EPS分别为1.01、1.30、1.67，维持“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，极端天气影响。

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	5314	6887	9239	11819	14355	营业收入	27185	32557	42753	52789	65610
货币资金	1544	1392	2128	2442	3151	营业成本	24625	28980	38066	46910	58273
应收账款	575	760	952	1204	1478	营业税金及附加	34	47	56	69	85
其他应收款	263	360	473	584	726	营业费用	761	1070	1283	1584	1968
预付款项	520	745	1125	1594	1594	管理费用	756	1047	1283	1584	1968
存货	2057	3384	3813	5088	6078	财务费用	70	80	144	179	188
其他流动资产	315	215	718	872	1287	资产减值损失	19.20	45.47	18.00	16.00	15.00
非流动资产合计	4974	6274	5951	5753	5545	公允价值变动收益	26.09	-32.55	7.00	8.00	9.00
长期股权投资	15	33	17	17	17	投资净收益	55.18	174.65	60.00	100.00	150.00
固定资产	3112.9	3760.8	3540.6	3345.2	3189.8	营业利润	1001	1476	1971	2556	3271
无形资产	606	846	800	758	720	营业外收入	61.66	28.42	30.00	40.00	50.00
其他非流动资产	73	126	106	102	111	营业外支出	18.29	22.22	20.00	20.00	20.00
资产总计	10288	13160	15190	17573	19900	利润总额	1044	1482	1981	2576	3301
流动负债合计	4337	6008	7003	8283	9201	所得税	171	256	357	464	594
短期借款	1609	2304	3084	3636	3579	净利润	873	1226	1625	2112	2707
应付账款	939	1228	1512	1912	2344	少数股东损益	17	19	30	55	70
预收款项	1158	1187	1562	1817	2262	归属母公司净利润	856	1207	1595	2057	2637
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	2044	2755	2542	3172	3903
非流动负债合计	143	315	216	235	255	EPS (元)	0.55	0.78	1.01	1.30	1.67
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	4480	6324	7219	8518	9457	成长能力					
少数股东权益	159	362	392	447	517	营业收入增长	6.33%	19.76%	31.32%	23.47%	24.29%
实收资本(或股本)	1541	1575	1580	1580	1580	营业利润增长	8.20%	47.50%	33.57%	29.67%	27.95%
资本公积	1513	1849	1849	1849	1849	归属于母公司净利润	32.10%	29.02%	32.10%	29.02%	28.15%
未分配利润	2324	2974	3292	3704	4231	获利能力					
归属母公司股东权	5650	6475	7582	8610	9929	毛利率(%)	9.42%	10.99%	10.96%	11.14%	11.18%
负债和所有者权	10288	13160	15190	17573	19900	净利率(%)	3.21%	3.77%	3.80%	4.00%	4.13%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	15.15%	18.65%	21.03%	23.90%	26.56%	
经营活动现金流	1142	494	829	1091	2354	偿债能力					
净利润	873	1226	1625	2112	2707	资产负债率(%)	44%	48%	48%	48%	48%
折旧摊销	973.40	1198.9	0.00	365.48	375.38	流动比率	1.23	1.15	1.32	1.43	1.56
财务费用	70	80	144	179	188	速动比率	0.75	0.58	0.77	0.81	0.90
应收账款减少	0	0	-191	-252	-274	营运能力					
预收帐款增加	0	0	374	255	446	总资产周转率	2.94	2.78	3.02	3.22	3.50
投资活动现金流	-996	-1071	-152	-134	-100	应收账款周转率	48	49	50	49	49
公允价值变动收益	26	-33	7	8	9	应付账款周转率	34.05	30.04	31.21	30.84	30.83
长期股权投资减少	0	0	4	5	-3	每股指标(元)					
投资收益	55	175	60	100	150	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.78	1.01	1.30	1.67
筹资活动现金流	243	426	59	-642	-1546	每股净现金流(最新)	0.25	-0.10	0.47	0.20	0.45
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.67	4.11	4.80	5.45	6.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	4	34	4	0	0	P/E	44.00	31.03	23.97	18.58	14.50
资本公积增加	119	336	0	0	0	P/B	6.60	5.89	5.04	4.44	3.85
现金净增加额	389	-151	736	314	708	EV/EBITDA	18.28	14.17	15.42	12.43	9.90

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

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。