

# 饲料业务稳健发展，凸显竞争优势

——海大集团（002311）半年报点评

2018年08月30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 2018 年半年报，2018H1 公司实现营业收入 176.81 亿元，同比增长 21.67%；归属于母公司净利润 6 亿元，同比增长 15.75%；稀释后 EPS0.38 元，同比增长 15.15%。

## 公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	7212.32	5466.14	9066.2	11970.01	6054.29	7259.88	10421.02
增长率（%）	-9.48%	36.53%	19.03%	43.31%	-16.06%	32.82%	14.94%
毛利率（%）	4.76%	9.94%	11.65%	10.94%	11.05%	9.93%	12.72%
期间费用率（%）	6.35%	8.25%	5.71%	4.67%	11.07%	7.90%	6.83%
营业利润率（%）	-0.39%	1.25%	6.34%	6.45%	1.01%	1.71%	5.97%
净利润（百万元）	-34.12	68.80	465.83	635.05	56.77	110.10	513.23
增长率（%）	-179.18%	60.29%	29.62%	25.90%	-266.38%	60.02%	10.17%
每股盈利（季度，元）	-0.02	0.04	0.29	0.40	0.04	0.06	0.32
资产负债率（%）	43.54%	51.14%	52.87%	48.52%	48.05%	53.54%	55.94%
净资产收益率（%）	-0.59%	1.17%	7.89%	9.71%	0.83%	1.58%	7.08%
总资产收益率（%）	-0.33%	0.57%	3.72%	5.00%	0.43%	0.74%	3.12%

## 观点：

- **饲料主业量利齐升，竞争优势凸显。**公司上半年销售饲料456万吨，同比增长23.24%。其中水产料销量同比增长26.57%，高端膨化料销量保持了同比40%以上的高增速，特别是加州鲈、大黄鱼和石斑鱼几个特种料品种实现了100%-300%的增长。猪料销量同比增长68.59%，在上半年特别是二季度猪价跌破成本线的背景下实现了逆势扩张，竞争力经进一步提升。上半年蛋禽养殖承压，公司凭借禽料的产品力优势和多品类饲料的协同效应，实现了销量9.36%的增速，市占率进一步提高。公司核心竞争力和管理优势体现明显，饲料板块毛利率持续提升至11.86%，同比提升0.26个百分点。我们认为，公司多年积累打造的采购优势，服务营销优势，产品力优势和管理优势在行业不景气的阶段，所体现出的竞争力优势更为明显，给公司带来收入和盈利的稳健增长，同时带来市占率的显著提升。
- **生猪养殖稳步推进，猪价下行利润承压。**公司生猪养殖稳步推进，采用自繁自养与“公司+农户”相结合

的方式，2018年上半年实现生猪出栏30万头，同比增长36.36%。在规模扩张同时，公司在不断压缩养殖成本，单头养殖成本有所下降，但受限于猪价下行，以及公司部分猪场建设期投入费用较高，上半年生猪养殖板块亏损6000万元。自五月份以来，猪价回升态势明显，预计下半年盈利状况将有明显改善，有望扭亏为盈。我们认为，公司在生猪养殖板块延续了在饲料板块稳扎稳打的作风，作为行业的新晋选手在价格相对低谷期不断磨合养殖各环节，增量的同时不断降本，为下一波周期的到来做好充分准备，长期来看我们看好公司在生猪养殖领域的发展潜力。

- **动保苗种稳健增长，高盈利增厚业绩。**公司配套水产和动保板块作为战略性板块，也分别实现了26.69%和21.77%的同比增长。公司的水产和动保业务都基于多年的研发和积累，进入了成果转化的释放阶段，毛利率均提升至50%以上。随着公司动保业务在东南亚的开发，以及公司自主繁育苗种的持续推广，预计未来会在收入及利润方面为公司做出更大的贡献。此外农产品销售收入同比增长34.06%，公司出于控制风险的考虑，主动缩减了贸易销售规模，销售收入同比下降23.39%。

### 结论：

我们预计公司今年饲料销量能够达到1000万吨以上，我们看好公司作为饲料龙头的明显竞争优势和后续发展潜力。我们预计公司18-20年净利润分别为14.35亿，18.52亿和24.16亿元，EPS分别为0.91、1.17、1.53，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，极端天气影响等。

**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
<b>流动资产合计</b>	5314	6887	8795	11173	14023	<b>营业收入</b>	27185	32557	40641	49948	61609
货币资金	1544	1392	2023	2311	2959	<b>营业成本</b>	24625	28980	36225	44389	54630
应收账款	575	760	905	1139	1388	营业税金及附加	34	47	53	65	80
其他应收款	263	360	450	553	682	营业费用	761	1070	1301	1598	1971
预付款项	520	745	1144	1561	2119	管理费用	756	1047	1219	1548	1910
存货	2057	3384	3628	4815	5698	财务费用	70	80	136	162	185
其他流动资产	315	215	614	757	1134	资产减值损失	19.20	45.47	18.00	16.00	15.00
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	1001	1476	1756	2277	2977
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
<b>资产总计</b>	10288	13160	14747	16926	19568	<b>利润总额</b>	1044	1482	1766	2297	3007
<b>流动负债合计</b>	4337	6008	6637	7817	9150	所得税	171	256	300	391	511
短期借款	1609	2304	2810	3305	3734	<b>净利润</b>	873	1226	1465	1907	2496
应付账款	939	1228	1438	1809	2198	少数股东损益	17	19	30	55	80
预收款项	1158	1187	1543	1784	2203	归属母公司净利润	856	1207	1435	1852	2416
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	2044	2755	2318	2876	3606
<b>非流动负债合计</b>	143	315	216	235	255	<b>EPS (元)</b>	0.55	0.78	0.91	1.17	1.53
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		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	4480	6324	6853	8052	9406	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	159	362	392	447	527	营业收入增长	6.33%	19.76%	24.83%	22.90%	23.35%
实收资本(或股本)	1541	1575	1582	1582	1582	营业利润增长	8.20%	47.50%	18.95%	29.71%	30.74%
资本公积	1513	1849	1849	1849	1849	归属于母公司净利润	18.90%	29.00%	18.90%	29.00%	30.48%
未分配利润	2324	2974	3261	3631	4114	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	5650	6475	7504	8430	9638	毛利率(%)	9.42%	10.99%	10.86%	11.13%	11.33%
<b>负债和所有者权</b>	10288	13160	14747	16926	19568	净利率(%)	3.21%	3.77%	3.61%	3.82%	4.05%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	15.15%	18.65%	19.13%	21.96%	25.07%	
<b>经营活动现金流</b>	1142	494	909	1001	1693	<b>偿债能力</b>					
净利润	873	1226	1465	1907	2496	资产负债率(%)	44%	48%	46%	48%	48%
折旧摊销	973.40	1198.9	0.00	365.48	375.38	流动比率	1.23	1.15	1.33	1.43	1.53
财务费用	70	80	136	162	185	速动比率	0.75	0.58	0.78	0.81	0.91
应收账款减少	0	0	-144	-234	-249	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	356	241	418	总资产周转率	2.94	2.78	2.91	3.15	3.38
<b>投资活动现金流</b>	-996	-1071	-152	-134	-100	应收账款周转率	48	49	49	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	30.48	30.76	30.75
长期股权投资减少	0	0	4	5	-3	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	55	175	60	100	150	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.78	0.91	1.17	1.53
<b>筹资活动现金流</b>	243	426	-126	-579	-946	每股净现金流(最新)	0.25	-0.10	0.40	0.18	0.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.67	4.11	4.74	5.33	6.09
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	4	34	6	0	0	P/E	36.33	25.62	22.01	17.07	13.08
资本公积增加	119	336	0	0	0	P/B	5.45	4.86	4.21	3.75	3.28
<b>现金净增加额</b>	389	-151	631	288	648	EV/EBITDA	15.10	11.75	13.97	11.33	8.98

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、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。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。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 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法律责任。

## 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。