

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2018.8.29

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：liuzhuo@cindasc.com

相关研究

《逆境平稳增长，彰显龙头风采》2018.8

《紧抓“三大法宝”，饲料主业永不老》2018.4

《收购大信集团，迈入北方市场》2017.9

《盈利持续向好，业绩稳步提升》2017.8

《突破逆境，扬帆远航》2017.4

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

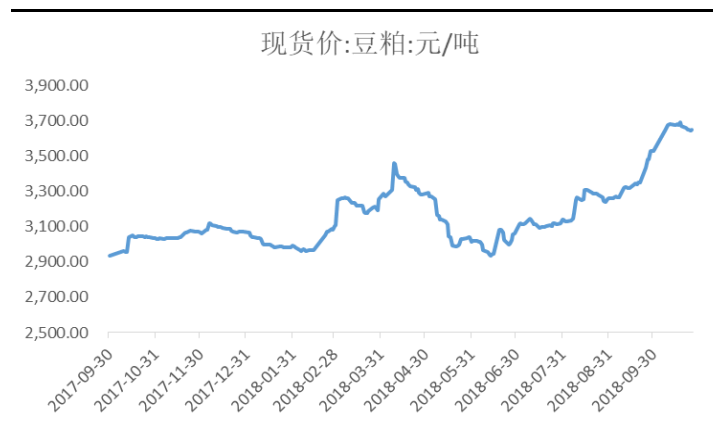
行业环境低迷公司让利抢量，加大产能投入奠定成长基础

2018年10月26日

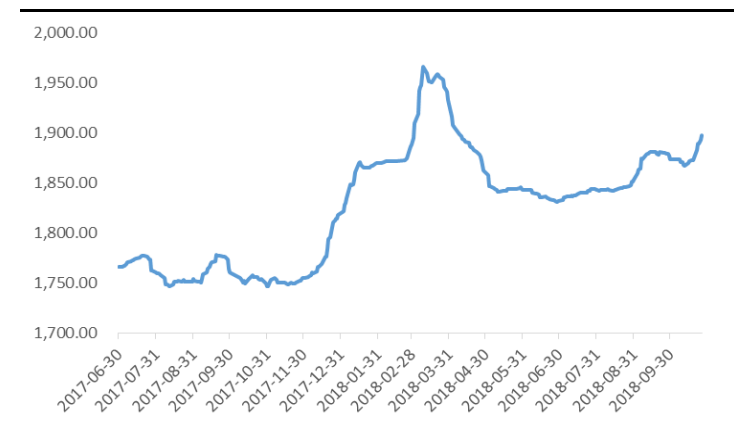
事件：近日，海大集团发布2018年三季报，公司2018年前三季度实现营业收入308.33亿元，同比增长16.34%，实现归属于上市公司股东的净利润12.71亿元，同比增长10.59%，实现扣非后归母净利润12.38亿元，同比增长10.86%。基本每股收益0.82元/股。公司预计2018年实现归母净利润12.07-15.69亿元，同比增长0%-30%。

点评：

- **行业低迷公司实施让利抢量策略，饲料销量增速超过行业平均。**2018Q3公司实现饲料销量333万吨，同比增长27%，较上半年饲料增长率提升了约4个百分点，增速超过行业平均。2018年前三季度公司实现饲料销量789万吨，同比增长25%。公司预计本年饲料总销量超过1050万吨，同比增长23.66%。其中，猪料方面，非洲猪瘟爆发导致行业部分产能加速退出，公司猪料销量增长相应承压；水产料方面，鱼价走低将影响饲料行业中低端颗粒料的销售，公司在高端料方面有规模和技术优势，通过调整产品结构，增大高端料占比，顺应市场趋势，稳定水产料的增长；禽料方面，受环保拆迁影响养殖主产区发生迁移，公司采取让利抢量的策略加强开发新市场，报告期内禽料增长较好。
- **行业低迷叠加原料成本攀升，公司盈利水平有所下滑。**受行业低迷竞争加剧以及原料成本提升的影响，公司盈利能力有所下滑，2018Q3公司综合毛利率12.07%，环比下降0.65pct。受三季度美豆进口加征关税影响，豆粕现货价上涨较快；玉米方面受农业供给侧结构性改革持续推进的影响，种植面积调减，产量下降，供需面收紧，2018年玉米价格整体维持相对高位。此外，为拓展市场抢占份额，2018Q3公司三项费用率6.05%，较上年同期提升1.38pct，其中，Q3销售费用率2.91%，同比提升0.31pct。考虑到全球大豆预期丰产以及玉米库存高压国储玉米加大投放以稳定市场等影响，我们判断饲料主要原料价格向上空间有限，同时随着下游养殖市场趋于稳定，公司饲料业务盈利有望取得边际好转。

图 1：三季度豆粕现货价一路走高


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：三季度玉米现货价（元/吨）维持相对高位


资料来源：万得，信达证券研发中心

- **继续增加饲料和养殖产能投入，打下业绩高成长基础。**报告期内公司通过短期借款和长期借款增加产能建设投入。截至三季度末，公司短期借款和长期借款分别较期初增加 79.53%、100%；另一方面，公司在建工程较期初增加 92.79%，主要是由于对新厂和养殖场的建设投入增加；生产性生物资产较期初增加 205.14%，主要是由于公司生猪养殖规模继续扩大；其他非流动性资产较期初增加 100.40%，主要是由于公司加大对新厂和养殖场的建设投入，预付的土地工程款有所增加。我们认为公司在行业低迷期扩大经营规模、增加产能投入，有利于快速提高市场占有率，进一步巩固行业龙头地位，同时发挥协同优势和规模效应，积极布局养殖产业以打造新的业绩增长点。我们认为公司内生性增长有望加快。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 18-20 年摊薄每股收益分别为 0.82 元、1.15 元、1.34 元，对应 PE 分别为 24 倍、17 倍、15 倍。我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：1) 非洲猪瘟疫情扩散风险。**非洲猪瘟疫情没有放缓趋势，全国范围内区域调运已大幅受限。对于非洲猪瘟疫情影响的分析我们分为两个方面。首先，需求端来看，疫情发生后国内各媒体包括人民网第一时间报道，普及疫情知识、表明于人无害，因此我们认为本次疫情的发生无论持续期长短与否，对需求端几乎没有影响，主要是疫情扑杀以及调运受限等方面对供给端的影响。非洲猪瘟传染力强、致死率高，危害巨大，在此可以分两种情况进行讨论。第一种情况，疫情短期内能够得到有效控制，疫情影响可以忽略不计，目前发生的均为中小规模养殖户，扑杀数量占比较小；另一种情况，疫情向全国扩散，由于疫情发生前疫病猪源的流通未知以及东北其他地区风险暴露相似，因此其他地区发生非洲猪瘟疫情的可能性不可忽视，如果更多地区或全国范围爆发非洲猪瘟疫情，于养殖企业而言存在两种可能影响，其一，企业自身猪场未能幸免疫情波及，一旦发现病猪或连带划入扑杀区，企业将遭受较大打击；其二，企业自身猪场不受疫情影响，但疫情导致全国范围内生猪存量去化较多，短期来说各地调运难度增加，可能使得猪源和非猪源地区猪价涨跌

背离，中长期来说生猪供给收缩供需局面得以进一步改善带动猪价上行，利好免疫养殖企业。另一方面，非洲猪瘟包括养猪业其他大规模疫病的发生，带来存栏规模的大幅下降，对上游饲料企业来说，产品销售量将面临较大压力。以上每种情况均存在发生的可能性，仍需密切关注疫情进展情况，此外，我国首次发生非洲猪瘟疫情也表明我国猪业已经出现新的风险因素，建议投资者加以重视。**2) 主要原材料价格大幅波动的风险。**饲料原料主要是各类大宗农产品，以玉米、大豆（豆粕）为主。近年国内国际农产品市场联动紧密，各主要产粮国的种植面积和收成变化、收储和补贴政策变化、进出口政策变动、海运等物流运力和成本波动、汇率变化等都可能给农产品价格带来较大的波动，进而对饲料和养殖的成本造成一定的影响。随着农产品贸易的国际化加强，农产品价格变化因素日趋复杂，价格波动也因此加剧。原材料价格波动，如果公司未能及时把握饲料原材料行情的变化并及时做好采购的策略管理和风险控制，将有可能面临综合采购成本上升的风险。**3) 政策变动风险。4) 汇率波动风险。**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	27,185.31	32,556.63	38,072.41	45,358.09	51,946.54
增长率 YoY %	6.33%	19.76%	16.94%	19.14%	14.53%
归属母公司净利润(百万元)	855.81	1,207.23	1,302.08	1,824.81	2,115.48
增长率 YoY%	9.72%	41.06%	7.86%	40.15%	15.93%
毛利率%	9.42%	10.99%	11.54%	11.69%	11.81%
净资产收益率 ROE%	16.07%	19.91%	18.70%	21.81%	20.47%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.54	0.76	0.82	1.15	1.34
市盈率 P/E(倍)	37	26	24	17	15
市净率 P/B(倍)	5.59	4.88	4.26	3.42	2.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为2018年10月26日收盘价；总股本以2018年10月26日公司公告《关于回购注销部分限制性股票的公告》中数据为准

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,313.68	6,886.70	7,130.32	8,785.08	10,002.22
货币资金	1,544.04	1,392.05	2,035.34	2,421.65	2,577.16
应收票据	12.65	19.21	19.26	23.60	27.99
应收账款	575.47	760.29	841.04	1,007.13	1,171.35
预付账款	520.06	744.74	606.91	865.74	997.69
存货	2,057.36	3,383.85	3,041.18	3,880.38	4,641.46
其他	604.10	586.58	586.58	586.58	586.58
非流动资产	4,974.21	6,273.75	6,946.36	7,707.00	8,609.70
长期投资	14.66	32.55	32.55	32.55	32.55
固定资产	3,112.97	3,760.86	4,118.53	4,864.93	5,543.55
无形资产	606.25	846.00	935.93	1,044.22	1,170.82
其他	1,240.34	1,634.33	1,859.34	1,765.29	1,862.78
资产总计	10,287.89	13,160.46	14,076.68	16,492.08	18,611.92
流动负债	4,336.72	6,008.42	5,973.50	6,501.81	6,433.98
短期借款	1,608.62	2,303.90	2,103.90	1,903.90	1,403.90
应付账款	939.14	1,228.19	1,222.80	1,559.91	1,796.36
其他	1,788.96	2,476.33	2,646.80	3,038.00	3,233.72
非流动负债	143.06	315.11	242.65	242.65	242.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	143.06	315.11	242.65	242.65	242.65
负债合计	4,479.78	6,323.53	6,216.15	6,744.46	6,676.62
少数股东权益	158.52	362.23	406.67	468.94	541.14
归属母公司股东权益	5,649.59	6,474.69	7,453.86	9,278.68	11,394.16
负债和股东权益	10,287.89	13,160.46	14,076.68	16,492.08	18,611.92

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	27,185.31	32,556.63	38,072.41	45,358.09	51,946.54
同比	6.33%	19.76%	16.94%	19.14%	14.53%
归属母公司净利润	855.81	1,207.23	1,302.08	1,824.81	2,115.48
同比	9.72%	41.06%	7.86%	40.15%	15.93%
毛利率	9.42%	10.99%	11.54%	11.69%	11.81%
ROE	16.07%	19.91%	18.70%	21.81%	20.47%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.76	0.82	1.15	1.34
P/E	37	26	24	17	15
P/B	5.59	4.88	4.26	3.42	2.79
EV/EBITDA	21.14	16.90	13.80	10.43	8.89

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	27,185.31	32,556.63	38,072.41	45,358.09	51,946.54
营业成本	24,625.42	28,979.58	33,679.78	40,057.58	45,813.85
营业税金及附加	33.74	47.09	53.30	61.80	72.88
营业费用	761.03	1,070.47	1,366.80	1,463.17	1,749.53
管理费用	756.30	1,047.24	1,218.32	1,390.78	1,592.80
财务费用	70.27	80.45	118.23	101.35	79.92
资产减值损失	19.20	45.47	31.10	36.11	42.95
公允价值变动收益	26.09	-32.55	0.00	0.00	0.00
投资净收益	55.18	174.65	48.75	92.86	121.30
营业利润	1,000.61	1,475.87	1,653.63	2,340.16	2,715.89
营业外收入	61.66	28.42	55.97	55.97	55.97
营业外支出	18.29	22.22	26.46	37.26	37.26
利润总额	1,043.98	1,482.06	1,683.15	2,358.86	2,734.59
所得税	171.40	255.60	336.63	471.77	546.92
净利润	872.58	1,226.46	1,346.52	1,887.09	2,187.67
少数股东损益	16.77	19.23	44.44	62.27	72.19
归属母公司净利润	855.81	1,207.23	1,302.08	1,824.81	2,115.48
EBITDA	1,539.00	2,006.20	2,452.80	3,226.55	3,727.11
EPS	0.56	0.77	0.82	1.15	1.34

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,142.15	494.22	2,634.18	2,133.59	2,439.86
净利润	872.58	1,226.46	1,346.52	1,887.09	2,187.67
折旧摊销	418.91	424.65	653.80	769.39	915.57
财务费用	76.12	99.49	115.86	98.31	76.94
投资损失	-55.18	-174.65	-48.75	-92.86	-121.30
营运资金变动	-81.48	-1,187.47	533.66	-576.25	-672.42
其它	-88.79	105.74	33.10	47.92	53.39
投资活动现金流	-996.35	-1,071.45	-1,279.65	-1,448.98	-1,707.41
资本支出	-657.03	-1,203.92	-1,328.41	-1,541.84	-1,828.71
长期投资	3,626.94	5,702.53	48.75	92.86	121.30
其他	-3,966.27	-5,570.05	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	242.93	426.39	-710.68	-304.84	-584.61
吸收投资	63.27	327.39	0.00	0.00	0.00
借款	633.54	731.12	-200.00	-200.00	-500.00
支付利息或股息	478.35	591.78	510.68	104.84	84.61
现金净增加额	405.44	-162.82	643.30	386.31	155.51

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	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。