

饲料销量逆势增长，巩固龙头地位

——海大集团（002311）三季度报点评

2018年10月26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年三季度报，2018前三季度公司实现营业收入308.33亿元，同比增长16.34%；归属于母公司净利润12.71亿元，同比增长10.59%。同时公司还公告了2018年全年业绩预测，预计2018年实现净利润12.07-15.69亿元，同比增长0-30%。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 |
|------------|---------|--------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 5466.14 | 9066.2 | 11970.01 | 6054.29 | 7259.88 | 10421.02 | 13152.58 |
| 增长率（%） | 36.53% | 19.03% | 43.31% | -16.06% | 32.82% | 14.94% | 9.88% |
| 毛利率（%） | 9.94% | 11.65% | 10.94% | 11.05% | 9.93% | 12.72% | 12.07% |
| 期间费用率（%） | 8.25% | 5.71% | 3.29% | 13.79% | 7.90% | 6.83% | 4.40% |
| 营业利润率（%） | 1.25% | 6.34% | 6.49% | 0.93% | 1.71% | 5.97% | 6.42% |
| 净利润（百万元） | 68.80 | 465.83 | 635.05 | 56.77 | 110.10 | 513.23 | 684.82 |
| 增长率（%） | 60.29% | 29.62% | 25.90% | -266.38% | 60.02% | 10.17% | 07.84% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.04 | 0.29 | 0.40 | 0.04 | 0.06 | 0.32 | 0.42 |
| 资产负债率（%） | 51.14% | 52.87% | 48.52% | 48.05% | 53.54% | 55.94% | 54.91% |
| 净资产收益率（%） | 1.17% | 7.89% | 9.71% | 0.83% | 1.58% | 7.08% | 8.56% |
| 总资产收益率（%） | 0.57% | 3.72% | 5.00% | 0.43% | 0.74% | 3.12% | 3.86% |

观点：

- **饲料销量逆市扩张，龙头竞争力凸显。**公司前三季度销售饲料789万吨，同比增长25%。其中第三季度实现销量333万吨，同比增长27%，销量增长相比上半年提升4个百分点。今年饲料行业面临上下游的双重压力，上游原材料玉米、豆粕出现了较大涨幅，下游养殖业也面临着周期性价格波动和环保压力。严峻的形势对饲料企业的原料采购、成本控制和融资能力提出了更大的挑战。公司一向以产品力和采购能力见长，凭借龙头企业的规模优势和投融资能力，抵御风险能力更强。今年以来，公司通过加强经营管理，进一步优化产品结构，在行业低谷期实现了销量25%的增长，盈利能力也有所增强，进一步巩固了自身的龙头地位和竞争优势。公司预计全年实现饲料销售1050万吨以上，实现向千万级的跨越。
- **猪价回暖迎利好，静待下轮周期。**生猪养殖以及猪料业务作为公司的战略性板块，公司一直有计划按部

就班的稳步推进。截止三季度末，公司固定资产、在建工程和生产性生物资产同比分别增长19.79%、156.49%和267.83%。今年面临猪价低迷的形势，公司适时调整出栏计划，我们预计公司前三季度出栏40-50万头。受益于三季度猪价回暖，预计生猪板块减亏。公司在增量的同时不忘降本，不断磨炼内功，我们认为前期的布局与磨合的成果将在下一波周期到来之时充分体现。

- **受业务拓展与融资环境影响，费用率有所上升。**费用方面，公司前三季度四项费用率（含研发费用）6.57%，同比上升0.98个百分点，其中销售费用率上升0.36%，管理费用率上升0.22%，财务费用率上升0.4%。销售费用上涨主要由于公司拓展猪料业务所致，财务费用是由于公司增加长短期借款的原因。公司总体费用率和资产负债率（54.91%）维持在合理水平。

结论：

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，对应PE 23X、18X和14X，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 |
| 流动资产合计 | 5314 | 6887 | 8795 | 11173 | 14023 | 营业收入 | 27185 | 32557 | 40641 | 49948 | 61609 |
| 货币资金 | 1544 | 1392 | 2023 | 2311 | 2959 | 营业成本 | 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 |
| 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 | 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 |
| 资产总计 | 10288 | 13160 | 14747 | 16926 | 19568 | 利润总额 | 1044 | 1482 | 1766 | 2297 | 3007 |
| 流动负债合计 | 4337 | 6008 | 6637 | 7817 | 9150 | 所得税 | 171 | 256 | 300 | 391 | 511 |
| 短期借款 | 1609 | 2304 | 2810 | 3305 | 3734 | 净利润 | 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 |
| 非流动负债合计 | 143 | 315 | 216 | 235 | 255 | EPS (元) | 0.55 | 0.78 | 0.91 | 1.17 | 1.53 |
| 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 | 6853 | 8052 | 9406 | 成长能力 | | | | | |
| 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 | 获利能力 | | | | | |
| 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% |
| 负债和所有者权 | 10288 | 13160 | 14747 | 16926 | 19568 | 净利率(%) | 3.21% | 3.77% | 3.61% | 3.82% | 4.05% |
| 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% | 19.13% | 21.96% | 25.07% | |
| 经营活动现金流 | 1142 | 494 | 909 | 1001 | 1693 | 偿债能力 | | | | | |
| 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 | 营运能力 | | | | | |
| 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 |
| 投资活动现金流 | -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 | 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 | 0.91 | 1.17 | 1.53 |
| 筹资活动现金流 | 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 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 4 | 34 | 6 | 0 | 0 | P/E | 37.55 | 26.47 | 22.75 | 17.64 | 13.52 |
| 资本公积增加 | 119 | 336 | 0 | 0 | 0 | P/B | 5.63 | 5.02 | 4.35 | 3.87 | 3.39 |
| 现金净增加额 | 389 | -151 | 631 | 288 | 648 | EV/EBITDA | 15.60 | 12.14 | 14.43 | 11.70 | 9.27 |

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。