

饲料销量破千万，白马龙头稳步成长

——海大集团（002311）2018 年度报告点评

2019 年 04 月 16 日

强烈推荐/维持
海大集团 | 财报点评

投资要点：

- **事件：**海大集团披露 2018 年年报，2018 年全年公司实现营业收入 421.57 亿元，同比增长 29.49%；归属于母公司净利润 14.37 亿元，同比增长 19.06%，基本每股收益为 0.90 元/股。
- **饲料销售破千万，龙头揭开新篇章。**2018 年公司实现饲料对外销售 1070 万吨，其中水产料销量 311 万吨，同比增长 23%，销售结构持续优化，特种料同比增长近 40%；猪料销量 232 万吨，同比增长 53%，猪料质量体系不断优化完善，产品竞争力不断提升；禽料销量 527 万吨，同比增长 19%，肉鸡料、鹅料作为快速增长的新品类，贡献了不菲的增量。非洲猪瘟疫情给公司带来机遇与挑战：猪料方面，疫情肆虐下，养殖户对饲料品质、产品安全及配套猪场生物安全防控服务的需求明显提升，促使饲料行业进一步向头部集中，虽然在猪只整体减少的背景下，企业猪料销售增量压力很大，但我们认为龙头企业市占率与竞争力有望显著提升；禽料与水产料则有望在猪价高涨，禽肉和水产品迎来替代需求时，实现销量抬升。
- **猪价低迷拖累毛利，产品力助力穿越周期。**2018 年公司饲料业务毛利率为 11.04%，同比下降了 0.52 个百分点，主要是受到生猪价格低迷影响，猪料毛利率同比下降比较明显，报告期内猪料销量增长较快，因此其毛利率下降拖累了饲料板块整体毛利。此外四大家鱼价格低迷也对公司普通水产料盈利造成了一定影响。为解决价格周期波动带来的影响，公司一方面促进饲料多品类共同发展，优化产品结构，另一方面凭借在原料采购，配方研究，高效化经营管理的产品力优势，提升产品质量和运营效率，从而提升盈利空间。公司通过扩大特种水产料销售占比和优化禽料产品力的种种举措，在一定程度上抵御了终端产品价格低迷带来的不利影响。
- **生猪养殖以稳为主，重视防疫蓄势待发。**公司 2018 年全年出栏生猪 70 万头，同比增长 52%，其中约 20 万为自繁自育，其余 50 万头为“公司+农户”模式饲养。公司多个母猪场在非疫爆发时正处于建设期，为达到防疫新要求，对原有设计方案进行了大幅改建，力保猪场、防疫和人员储备充分，待疫情稳定即可加速投产。18 年预计生猪养殖业务亏损 3000-5000 万，19 年公司预计出栏 100-120 万头，猪价回暖，整体盈利将有大幅提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司作为饲料龙头的产品力和管理优势，预计公司 19-21 年净利润分别为 18.48 亿，24.77 亿和 36.61 亿元，EPS 分别为 1.14、1.53、1.89 元，对应 PE 25X、18X 和 15X，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，非洲猪瘟疫情影响等。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,556.6	42,156.6	50,508.7	63,308.5	78,959.2
增长率(%)	19.76%	29.49%	19.81%	25.34%	24.72%
净利润(百万元)	1,226.46	1,483.94	1,848.11	2,476.95	3,075.16
增长率(%)	40.56%	20.99%	24.54%	34.03%	24.15%
净资产收益率(%)	18.65%	18.56%	19.83%	22.94%	24.33%
每股收益(元)	0.78	0.90	1.14	1.53	1.89
PE	35.85	31.07	24.59	18.33	14.76
PB	6.80	5.71	4.88	4.20	3.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

孟维肖

010-66554040

Mengweixiao520@sina.com

执业证书编号：

S1480518070002

研究助理：程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	27.96-25.39
总市值(亿元)	442.11
流通市值(亿元)	431.92
总股本/流通 A 股(万股)	158121/154476
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.28

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《海大集团（002311）2018 季报点评：饲料销量逆势增长，巩固龙头地位》2018-10-26
- 2、《海大集团（002311）2018 半年报点评：饲料业务稳健发展，凸显竞争优势》2018-08-30
- 3、《海大集团（002311）2017 年报点评：17 量利齐升，18 看全品类龙头更上层楼》2018-04-24
- 4、《海大集团（002311）一季度业绩预告点评：18 强势开局，全年高增可期》2018-04-02

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	6887	9292	10689	13365	16392	营业收入	32557	42157	50509	63309	78959
货币资金	1392	1735	2119	2631	3298	营业成本	28980	37616	45238	56498	70482
应收账款	760	1096	1246	1604	1975	营业税金及附加	47	53	66	82	103
其他应收款	360	500	600	752	937	营业费用	1070	1378	1667	2089	2606
预付款项	745	425	408	157	-13	管理费用	1047	967	1263	1583	1974
存货	3384	4844	5554	7106	8759	财务费用	80	219	187	215	245
其他流动资产	215	629	731	1085	1396	资产减值损失	45.47	66.01	55.74	60.88	58.31
非流动资产合计	6274	8073	7450	7228	6965	公允价值变动收益	-32.55	12.58	7.00	8.00	9.00
长期股权投资	33	39	17	17	17	投资净收益	174.65	151.09	150.00	150.00	150.00
固定资产	3760.86	4549.51	4258.36	3991.90	3765.55	营业利润	1476	1768	2190	2939	3651
无形资产	846	929	875	826	782	营业外收入	28.42	26.85	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	126	311	170	202	228	营业外支出	22.22	29.12	20.00	20.00	20.00
资产总计	13160	17366	18139	20594	23356	利润总额	1482	1766	2200	2949	3661
流动负债合计	6008	6951	6347	7265	8166	所得税	256	282	352	472	586
短期借款	2304	2716	2859	3812	4043	净利润	1226	1484	1848	2477	3075
应付账款	1228	32	965	626	1142	少数股东损益	19	47	50	65	80
预收款项	1187	1307	1402	1551	1718	归属母公司净利润	1207	1437	1798	2412	2995
一年内到期的	0	31	31	31	31	EBITDA	2755	3353	2882	3669	4416
非流动负债合计	315	2191	2189	2213	2197	EPS (元)	0.78	0.90	1.14	1.53	1.89
长期借款	0	1843	1843	1843	1843	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	6324	9142	8535	9478	10363	成长能力					
少数股东权益	362	478	528	593	673	营业收入增长	19.76%	29.49%	19.81%	25.34%	24.72%
实收资本(或股)	1575	1581	1581	1581	1581	营业利润增长	47.50%	19.83%	23.84%	34.18%	24.23%
资本公积	1849	2011	2011	2011	2011	归属于母公司净利	25.11%	34.14%	25.11%	34.14%	24.18%
未分配利润	2974	3879	4328	4931	5680	获利能力					
归属母公司股	6475	7746	9068	10516	12313	毛利率(%)	10.99%	10.77%	10.44%	10.76%	10.74%
负债和所有者	13160	17366	18139	20594	23356	净利率(%)	3.77%	3.52%	3.66%	3.91%	3.89%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	9.17%	8.28%	9.91%	11.71%	12.82%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	18.65%	18.56%	19.83%	22.94%	24.33%
经营活动现金	494	1036	805	901	2046	偿债能力					
净利润	1226	1484	1848	2477	3075	资产负债率(%)	48%	53%	47%	46%	44%
折旧摊销	1198.98	1365.97	0.00	436.46	446.36	流动比率	1.15	1.34	1.68	1.84	2.01
财务费用	80	219	187	215	245	速动比率	0.58	0.64	0.81	0.86	0.93
应收账款减少	0	0	-150	-358	-370	营运能力					
预收账款增加	0	0	95	149	167	总资产周转率	2.78	2.76	2.85	3.27	3.59
投资活动现金	-1071	-2006	106	-181	-153	应收账款周转率	49	45	43	44	44
公允价值变动	-33	13	7	8	9	应付账款周转率	30.04	66.89	101.34	79.59	89.31
长期股权投资	0	0	14	-11	4	每股指标(元)					
投资收益	175	151	150	150	150	每股收益(最新摊)	0.78	0.90	1.14	1.53	1.89
筹资活动现金	426	1740	-527	-208	-1227	每股净现金流(最)	-0.10	0.49	0.24	0.32	0.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新)	4.11	4.90	5.73	6.65	7.79
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	34	6	0	0	0	P/E	35.85	31.07	24.59	18.33	14.76
资本公积增加	336	161	0	0	0	P/B	6.80	5.71	4.88	4.20	3.59
现金净增加额	-151	770	384	512	666	EV/EBITDA	16.32	14.03	16.25	12.88	10.60

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

孟维肖

本科毕业于中国农业大学，南新罕布什尔大学硕士。先后就职于多中诚信国际、鹏元资信等多家债券评级机构 2 年债券评级工作经历及中航证券研究所 3 年农林牧渔研究经历。2018 年 7 月加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

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。