

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2018.10.26

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：liuzhuoa@cindasc.com

相关研究

 《行业环境低迷公司让利抢量,加大产能投入奠定
 长基础》2018.10

《逆境平稳增长,彰显龙头风采》2018.8

《紧握“三大法宝”,饲料主业永不老》2018.4

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

饲料主业逆势增长强劲，彰显龙头本色

2019年4月23日

事件：近日，海大集团发布2018年报，公司2018年实现营业收入421.57亿元，同比增长29.49%，实现归属于上市公司股东的净利润14.37亿元，同比增长19.06%，实现扣非后归母净利润13.95亿元，同比增长19.94%。基本每股收益0.90元/股。

点评：

- **饲料主业逆势增长强劲，彰显龙头本色。**18年公司饲料业务营收占比95.87%，毛利占比84.98%，仍是拉动公司业绩实现稳健增长的核心来源。18年下游畜禽养殖和水产养殖行业整体表现不佳，公司饲料业务实现逆势增长，18年公司饲料销量突破千万吨达1070万吨，同比增长26%；饲料销售收入349.65亿元，同比增长31.77%；毛利率同比略降，主要是由于公司根据市场需求变化对饲料产品结构有所调整，毛利率较低的品种占比增多，但公司“集中和区域”相结合的原料采购方式以及高水平的饲料配方技术带来的成本端优势对公司综合盈利能力的波动起到了平抑作用。
- **水产料：**18年公司水产饲料销量311万吨，同比增长23%。18年水产养殖市场行情表现前高后低，且出现传统水产和特种水产养殖的结构分化，整体较上年表现低迷，下游养殖行情直接影响投苗意愿和饲料需求。公司顺应市场环境的变化，积极调整和优化产品结构，实现稳定增长，其中公司18年特种水产饲料销量同增近40%。公司定位提供种苗、动保、饲料等产品的综合养殖服务企业，通过持续的研发投入不断巩固竞争低位，我们预计公司水产料将保持稳定增速。
- **猪料：**18年公司猪饲料销量232万吨，同比增长53%，远超行业平均水平。18年非瘟疫情影响生猪养殖业存栏量下滑明显，且影响养殖企业从成本效率导向转向疫病防控、生物防控导向，导致生猪养殖业行业集中度加快提升，对饲料需求量下降且质量要求提高。生猪养殖业的变革对优质饲料企业来说机遇大于挑战，公司猪料产品竞争力和养殖服务能力较强，规模养殖客户粘性较强，新客户获取能力强，市场份额将加快提升。18年公司猪料核心销售区域广东、湖北等市场增长超过30%，此外新开拓区域销量也在快速扩大。我们认为公司猪料增长有望加快。
- **禽料：**18年公司禽饲料销量527万吨，同比增长19%。受17年禽流感 and 环保拆迁影响，18年上半年禽养殖业存栏量保持低位，饲料需求承压，下半年行情复苏补栏热情提升，饲料需求才有所回暖，全年来看禽料行业平均压力较大。公司凭借较强的产品力和养殖服务优势，实现禽料的稳定增长。其中，分品种来看，18年公司不仅保持了蛋禽、肉鸭料等传统优势品种的稳健增长，同时肉鸡料增长近40%，鹅料突飞猛进，都成为公司禽料的新增长点。分区域来看，公司华南片区禽料发展模式日渐成熟，部分区域市场高占比，盈利能力大幅提升。我们预计公司禽料销量未来仍将保持稳定增长。

- **动保和种苗业务发挥协同优势，增长较快。**公司动保和种苗业务目前以水产业为主。公司 18 年动保业务实现营业收入 4.73 亿元，同比增长 19.82%，毛利率 47.32%，包含种苗的农产品业务实现收入 17.42 亿元，同比增长 44.37%，毛利率 13.71%，较上年提升 1.53 个百分点。公司构建了综合养殖服务体系，产业链优势明显，动保和种苗产品协同饲料产品取得较好增长。公司动保产品通过多年的发展具备了较强的品牌基础，18 年公司启动了东南亚水产动保工厂的建设，未来东南亚水产动保的销售将成为公司动保业务增长新亮点。我们认为，受益于公司饲料业务市场份额的进一步扩张以及动保和水产业务品牌和研发的不断沉淀和积累，公司动保和种苗业务有望保持高增速。
- **养殖业务发展加快，有望成为公司业绩新增长极。**公司生猪出栏 70 万头，同比增长 52%；其中约 20 万为自繁自育肥猪和仔猪，约 50 万头为“公司+农户”模式养殖的肥猪。2018 年，公司生猪养殖板块在成本控制、养殖技术和人力资源储备三大体系已初具雏形，18 年末公司生猪养殖板块人员超过 800 人，同比增长近 80%。公司养殖业务计划疫情防控和规模扩张“两步走”，一方面对猪场进行改建以达到最高标准的防疫要求，一方面加快推进储备土地建设手续的完善，准备好随时扩大猪场建设规模和加快投资建设进度。目前公司生猪养殖土地储备约 2 万亩，分别分布于广东、广西、湖南、湖北、贵州和山东，可满足建设 20 多万头母猪（约 500 万头肥猪）产能布局。随着非瘟疫情的日趋稳定，未来公司养殖业务规模扩张将不断加快，有望显著增厚公司业绩。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 19-21 年摊薄每股收益分别为 1.21 元、1.52 元、1.77 元，当前股价对应 PE 分别为 25 倍、20 倍、17 倍。我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**天气异常及养殖疫病影响饲料行业阶段性波动的风险；原材料价格大幅波动的风险；政策变动风险；汇率波动风险等。

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	32,556.63	42,156.63	50,128.14	59,621.10	68,213.72
同比(%)	19.76%	29.49%	18.91%	18.94%	14.41%
归属母公司净利润	1,207.23	1,437.28	1,917.77	2,407.75	2,802.30
同比(%)	41.06%	19.06%	33.43%	25.55%	16.39%
毛利率(%)	10.99%	10.77%	11.33%	11.54%	11.64%
ROE(%)	19.91%	20.21%	22.65%	23.17%	21.56%
EPS (摊薄)(元)	0.76	0.91	1.21	1.52	1.77
P/E	40	34	25	20	17
P/B	7.49	6.26	5.28	4.18	3.37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2019 年 4 月 22 日收盘价；总股本以 2019 年 4 月 16 日公司公告《关于回购注销部分限制性股票的减资公告》中数据为准

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,886.70	9,292.23	10,402.12	12,411.28	14,542.36
货币资金	1,392.05	1,735.41	1,678.69	2,277.83	3,127.53
应收票据	19.21	10.51	12.50	14.86	17.01
应收账款	760.29	1,096.14	1,303.41	1,550.24	1,773.66
预付账款	744.74	424.85	502.05	595.66	680.79
存货	3,383.85	4,843.78	5,723.94	6,791.16	7,761.83
其他	586.58	1,181.54	1,181.54	1,181.54	1,181.54
非流动资产	6,273.75	8,073.44	9,010.78	10,138.24	11,489.93
长期股权投资	32.55	38.61	38.61	38.61	38.61
固定资产(合计)	3,760.86	4,555.48	5,417.96	6,715.68	7,876.52
无形资产	846.00	928.77	1,050.91	1,191.80	1,295.96
其他	1,634.33	2,550.57	2,503.30	2,192.15	2,278.84
资产总计	13,160.46	17,365.66	19,412.91	22,549.53	26,032.29
流动负债	6,008.42	6,951.11	7,495.63	8,150.03	8,743.82
短期借款	2,303.90	2,715.95	2,715.95	2,715.95	2,715.95
应付票据	0.00	1,480.63	1,749.67	2,075.89	2,372.60
应付账款	1,228.19	32.23	38.09	45.19	51.65
其他	2,476.33	2,722.30	2,991.92	3,312.99	3,603.62
非流动负债	315.11	2,190.63	2,190.63	2,190.63	2,190.63
长期借款	0.00	1,842.91	1,842.91	1,842.91	1,842.91
其他	315.11	347.72	347.72	347.72	347.72
负债合计	6,323.53	9,141.74	9,686.26	10,340.66	10,934.45
少数股东权益	362.23	477.99	537.30	611.77	698.44
归属母公司股东权益	6,474.69	7,745.94	9,189.35	11,597.10	14,399.40
负债和股东权益	13,160.46	17,365.66	19,412.91	22,549.53	26,032.29

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	32,556.63	42,156.63	50,128.14	59,621.10	68,213.72
同比(%)	19.76%	29.49%	18.91%	18.94%	14.41%
归属母公司净利润	1,207.23	1,437.28	1,917.77	2,407.75	2,802.30
同比(%)	41.06%	19.06%	33.43%	25.55%	16.39%
毛利率(%)	10.99%	10.77%	11.33%	11.54%	11.64%
ROE%	19.91%	20.21%	22.65%	23.17%	21.56%
EPS(摊薄)(元)	0.76	0.91	1.21	1.52	1.77
P/E	40	34	25	20	17
P/B	7.49	6.26	5.28	4.18	3.37
EV/EBITDA	25.24	21.24	16.59	13.53	11.69

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	32,556.63	42,156.63	50,128.14	59,621.10	68,213.72
营业成本	28,979.58	37,615.59	44,450.70	52,738.42	60,276.41
营业税金及附加	47.09	53.14	63.19	75.16	85.99
销售费用	1,070.47	1,377.93	1,638.48	1,948.77	2,229.63
管理费用	1,047.24	967.11	1,149.99	1,367.76	1,564.89
研发费用	0.00	309.17	367.63	437.25	500.26
财务费用	80.45	219.05	227.72	235.04	228.44
减值损失合计	45.47	66.01	54.45	68.97	83.26
投资净收益	174.65	151.09	126.97	150.91	142.99
其他	14.88	68.75	48.75	52.43	50.59
营业利润	1,475.87	1,768.47	2,351.71	2,953.06	3,438.43
营业外收支	6.20	-2.27	1.97	1.97	0.82
利润总额	1,482.06	1,766.20	2,353.67	2,955.02	3,439.24
所得税	255.60	282.26	376.59	472.80	550.28
净利润	1,226.46	1,483.94	1,977.09	2,482.22	2,888.96
少数股东损益	19.23	46.66	59.31	74.47	86.67
归属母公司净利润	1,207.23	1,437.28	1,917.77	2,407.75	2,802.30
EBITDA	2,006.20	2,499.71	3,201.02	3,922.86	4,542.66
EPS(当年)(元)	0.77	0.91	1.21	1.52	1.77

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	494.22	1,035.76	2,082.23	2,548.08	3,164.22
净利润	1,226.46	1,483.94	1,977.09	2,482.22	2,888.96
折旧摊销	424.65	538.12	617.18	733.92	871.38
财务费用	99.49	195.39	230.16	233.91	232.04
投资损失	-174.65	-151.09	-126.97	-150.91	-142.99
营运资金变动	-1,187.47	-1,075.41	-676.55	-824.59	-770.83
其它	105.74	44.82	61.32	73.53	85.67
投资活动现金流	-1,071.45	-2,005.55	-1,434.43	-1,715.03	-2,082.48
资本支出	-1,203.92	-1,859.06	-1,561.41	-1,865.94	-2,225.47
长期投资	5,702.53	2,262.08	126.97	150.91	142.99
其他	-5,570.05	-2,408.57	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	426.39	1,740.05	-704.52	-233.91	-232.04
吸收投资	327.39	136.91	0.00	0.00	0.00
借款	731.12	2,268.53	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	591.78	614.43	704.52	233.91	232.04
现金流净增加额	-162.82	783.89	-56.72	599.14	849.70

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。