

**海大集团(002311)/饲料**
**饲料毛利稳步提升，禽料及高端水产料销量增速亮眼**
**评级：买入(维持)**

市场价格：28.54

**分析师：陈奇**
**执业证书编号：S0740514070005**

电话：021-20315189

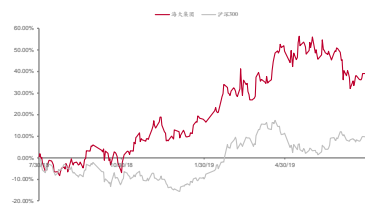
Email: chenqi@r.qlzq.com.cn

**研究助理：唐翌**

Email: tangyi@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,581
流通股本(百万股)	1,545
市价(元)	28.54
市值(亿元)	451
流通市值(亿元)	443

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 海大集团(002311) 2017 年年报点评：饲料业务量利双收，综合竞争力持续增强
- 2 海大集团(002311) 跟踪：水产价格高景气持续，龙头保持高增长
- 3 海大集团(002311) 点评：持续提升核心竞争力，夯实水产料龙头地位
- 4 海大集团(002311) 2018 年年报点评：饲料销量增速亮眼，公司盈利稳步提升

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,556.6	42,156.6	54,441.4	64,222.1	75,848.8
增长率 yoy%	19.8%	29.5%	29.1%	18.0%	18.1%
净利润(百万元)	1,207.2	1,437.3	1,833.3	2,137.0	3,221.3
增长率 yoy%	41.1%	19.1%	27.6%	16.6%	50.7%
每股收益(元)	0.76	0.91	1.16	1.35	2.04
每股现金流量	-0.09	0.48	2.35	0.62	0.73
净资产收益率	18.6%	18.6%	20.0%	20.3%	25.8%
P/E	37.4	31.4	24.6	21.1	14.0
PEG	1.8	1.0	0.8	1.0	0.5
P/B	7.0	5.8	4.9	4.3	3.6

备注：以 2019 年 07 月 29 日收盘价为准

**投资要点**

- **事件：**公司发布 2019 年半年报，2019H1 公司实现营业收入 219.64 亿元，同比增长 19.14%，归母净利润 6.74 亿元，同比增长 12.24%，扣非后归母净利润 6.63 亿元，同比增长 14.98%，加权平均 ROE 8.30%，同比下滑 0.5%。
- **饲料毛利稳步提升，二季度销售增速小幅下滑。**公司上半年饲料整体毛利小幅提升 0.31%，二季度受天气及行业景气度影响，销量增速小幅下滑（18%）。其中，（1）**禽料：**受益于养殖景气度提升，公司禽料销售实现量价齐升（销量增 30%+；毛利率增 2%），公司禽料产品和品牌的议价能力提升带动净利率增长。（2）**水产料：**上半年水产料景气度持续下滑，鱼价持续低位震荡，叠加二季度南方降水天气增加，导致普通水产饲料销售增速和毛利率小幅下滑，影响水产饲料整体增速。（3）**猪料：**受疫情影响，上半年两广的周边省份生猪养殖亏损严重，公司猪料销量同比下滑 6%，但公司猪料成本控制得当，毛利率仍有小幅提升。整体看，公司饲料产品和品牌过硬，刨除外部因素影响，长期看销量和利润水平仍将维持行业领先水平。
- **生猪养殖景气转好，下半年有望实现量价齐升。**上半年受疫情影响，公司生猪出栏量及利润水平受到较大影响，预计上半年单头亏损在 100 元左右。随着三季度猪价持续提升，我们预计养殖业务下半年有望实现大幅盈利，公司全年出栏量预计在 80-100 万头之间。
- 预计公司 2019 年全年饲料增速维持 15%-20% 左右增速，其中水产饲料保持 15% 以上，禽料 30% 左右增速，受疫情影响，猪料销量预计略有下滑，但毛利率有望继续提升，判断对整体利润影响不大；生猪养殖方面，下半年猪价和出栏量有望共同提升，对应净利润有望大幅增加。预计 2019-20 年公司净利润为 18.3 亿元、21.4 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**天气灾害、疫病；行业政策变动；原料价格大幅波动。

**图表1：海大集团三张报表预测**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	42,156.6	54,441.4	64,222.1	75,848.8	净利润	1,483.9	1,833.3	2,137.0	3,221.3
减:营业成本	37,615.6	48,579.0	57,312.9	67,039.4	加:折旧和摊销	538.1	544.8	637.6	706.3
营业税费	53.1	65.3	77.1	91.0	资产减值准备	66.0	-	-	-
销售费用	1,377.9	2,014.3	2,376.2	2,503.0	公允价值变动损失	-12.6	-45.5	7.8	10.0
管理费用	967.1	1,361.0	1,605.6	2,047.9	财务费用	195.4	230.2	344.2	338.0
财务费用	219.1	230.2	344.2	338.0	投资收益	-151.1	-127.0	-150.9	-143.0
资产减值损失	66.0	43.6	51.7	53.7	少数股东损益	46.7	41.5	50.5	84.4
加:公允价值变动收益	12.6	-45.5	7.8	10.0	营运资金的变动	-1,625.8	2,635.1	-5,191.5	3,693.0
投资和汇兑收益	151.1	127.0	150.9	143.0	<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,035.8</b>	<b>5,112.3</b>	<b>-2,165.3</b>	<b>7,910.1</b>
营业利润	1,768.5	2,229.5	2,613.2	3,928.8	<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2,005.6</b>	<b>-1,159.6</b>	<b>-1,201.0</b>	<b>-726.8</b>
加:营业外净收支	-2.3	15.8	6.6	6.7	<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,740.1</b>	<b>-243.9</b>	<b>4,344.4</b>	<b>-6,020.6</b>
利润总额	1,766.2	2,245.2	2,619.7	3,935.4	<b>现金净流量</b>	<b>766.0</b>	<b>3,708.3</b>	<b>977.1</b>	<b>1,160.8</b>
减:所得税	282.3	370.5	432.3	629.7					
净利润	1,437.3	1,833.3	2,137.0	3,221.3					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,735.4	5,444.1	6,422.2	7,584.9	<b>成长性</b>				
交易性金融资产	49.7	28.1	29.1	35.6	营业收入增长率	29.5%	29.1%	18.0%	18.1%
应收帐款	1,596.6	1,796.1	2,274.6	2,492.6	营业利润增长率	19.8%	26.1%	17.2%	50.3%
应收票据	10.5	36.4	18.1	42.9	净利润增长率	19.1%	27.6%	16.6%	50.7%
预付帐款	424.9	1,237.6	844.0	1,427.2	EBITDA增长率	43.7%	9.9%	19.7%	38.3%
存货	4,843.8	4,166.2	7,142.8	6,299.0	EBIT增长率	48.5%	9.8%	20.2%	44.3%
其他流动资产	631.4	387.9	412.1	477.1	净资产增长率	20.3%	17.7%	14.9%	18.2%
可供出售金融资产	323.4	303.8	303.7	310.3	<b>利润率</b>				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	10.8%	10.8%	10.8%	11.6%
长期股权投资	38.6	38.6	38.6	38.6	营业利润率	4.2%	4.1%	4.1%	5.2%
投资性房地产	46.4	46.4	46.4	46.4	净利率	3.4%	3.4%	3.3%	4.2%
固定资产	4,612.3	4,935.2	5,174.7	5,151.7	EBITDA/营业收入	6.5%	5.5%	5.6%	6.6%
在建工程	724.0	1,124.0	1,524.0	1,674.0	EBIT/营业收入	5.3%	4.5%	4.6%	5.6%
无形资产	931.5	1,013.9	1,086.8	1,103.4	<b>运营效率</b>				
其他非流动资产	1,397.0	1,094.7	1,121.9	1,110.0	固定资产周转天数	36	32	28	25
资产总额	17,365.7	21,653.1	26,439.0	27,794.1	流动资产周转天数	69	74	85	84
短期债务	2,716.0	3,385.3	6,210.7	6,011.7	应收帐款周转天数	12	11	11	11
应付帐款	462.5	3,340.4	1,170.0	3,669.2	存货周转天数	35	30	32	32
应付票据	1,480.6	318.7	684.0	879.8	总资产周转天数	130	129	135	129
其他流动负债	2,292.0	3,060.3	2,737.9	3,780.4	投资资本周转天数	70	59	62	58
长期借款	1,842.9	1,599.0	4,205.6	-	<b>投资回报率</b>				
其他非流动负债	347.7	268.6	310.5	308.9	ROE	18.6%	20.0%	20.3%	25.8%
负债总额	9,141.7	11,972.3	15,318.8	14,650.0	ROA	8.5%	8.7%	8.3%	11.9%
少数股东权益	478.0	519.4	569.9	654.4	ROIC	24.7%	21.3%	30.3%	25.6%
股本	1,581.2	1,581.2	1,581.2	1,581.2	<b>费用率</b>				
留存收益	6,408.2	7,580.2	8,969.1	10,908.5	销售费用率	3.3%	3.7%	3.7%	3.3%
股东权益	8,223.9	9,680.9	11,120.2	13,144.1	管理费用率	2.3%	2.5%	2.5%	2.7%
负债和股东权益合计	17,365.7	21,653.1	26,439.0	27,794.1	财务费用率	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%
					三费/营业收入	6.1%	6.6%	6.7%	6.4%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。