

海大集团

002311

买入 (维持)

主业稳健增长，关注三季度水产料表现

2019年07月29日

市场数据

市场数据日期	2019-07-29
收盘价(元)	28.54
总股本(百万股)	1580.87
流通股本(百万股)	1553.49
总市值(百万元)	45118.06
流通市值(百万元)	44336.68
净资产(百万元)	7908.93
总资产(百万元)	19206.84
每股净资产	5.00

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	42157	49546	59525	71333
同比增长(%)	29.5%	17.5%	20.1%	19.8%
净利润(百万元)	1437	1842	2792	3366
同比增长(%)	19.1%	28.1%	51.6%	20.6%
毛利率(%)	10.8%	10.6%	11.7%	11.6%
净利润率(%)	3.4%	3.7%	4.7%	4.7%
净资产收益率(%)	18.56%	19.65%	24.44%	24.37%
每股收益(元)	0.91	1.16	1.76	2.12
每股经营现金流(元)	0.65	1.47	1.76	1.84

相关报告

《海大集团一季报:饲料量利双增,养猪将迎景气上行》
2019-04-24

《海大集团年报点评:饲料销量超千万吨,越大越强》
2019-04-15

《海大集团三季报点评:上量让利稳固龙头地位,成长动力强劲》
2018-10-25

分析师:

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn

S0190518050002

投资要点

- **事件:** 海大集团公布 2019 年半年报,收入 210.6 亿 (+19.14%); 归母净利润 6.74 亿 (+12.24%); 扣非后 6.63 亿 (+14.98%)。单二季度收入 121.9 亿 (+16.97%), 归母净利润 5.51 亿 (+10.31%), 扣非后 5.43 亿 (+12.36%)。
- **天气及疫病影响,水产、猪料二季度略有压力。** 上半年公司饲料销量 539 万吨 (+18%), 毛利率 12.17%, 同比增长 0.31 个百分点。一季度公司饲料表现强势, 二季度则受天气、疫病影响和原材料波动, 略有压力。

(1) 水产料: 上半年销量同比增长 16%。其中一季度淡季同比增长 20-30%, 二季度步入旺季, 但今年华南多雨, 鱼价低位, 增速降至 14-15%。高端水产销量增长超 20%, 普通水产则让利上量, 毛利率略有下行但销量增长超过 10%。另外, 6 月豆粕拉涨对短期单吨盈利有一定影响。综合看, 估计上半年水产料贡献约 4 亿左右利润。

(2) 猪料: 上半年销量同比下滑 6%, 但毛利率提升 0.5 个百分点。一季度猪料销量估计微增, 二季度华南疫情影响较大, 导致明显下滑。但公司预判行业风险, 减缓扩张, 转移资源, 毛利率反有提升。猪料估计微利。

(3) 禽料: 上半年销量同比 30% 增长, 毛利率同比提升 2 个点。行业景气度高, 蛋禽肉禽盈利丰厚, 加上公司禽料储备多年, 综合竞争力凸显。禽料估计贡献 2.5 亿左右利润。接下页

风险提示: 动物疫病, 猪、禽价格波动, 大宗商品价格波动, 政策变化

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



- **其他业务平稳。**(1) **生猪业务**，上半年公司出栏 39 万头 (+30%)，外购仔猪 34 万头，虽猪价逐季上行，一、二季度每 kg 均价 13.2 元、15.3 元，但猪瘟春节后在南方蔓延加速，二季度压力大于一季度。我们估计上半年公司养猪业务亏损约 0.3 亿-0.5 亿。预期全年生猪业务稳健运行，出栏有望超 80 万头，后期猪价继续看涨，疫情平稳后或带来向上业绩弹性。(2) **动保种苗**，公司水产、畜禽动保上半年都保持较好势头，收入分别增长 22%和 80%至 3.3 亿和 0.56 亿，种苗实现超 2 亿元收入，估计动保种苗共贡献 0.5-1 亿利润。
- **三费整体可控，可转债将降低资产负债率。**费用角度，公司三费整体平稳，销售费用、管理费用和财务费用率分别在 3.87%、2.52%和 0.55%，增长基本匹配公司体量增长。由于近年持续扩张，公司资产负债率有所提升，目前已公告拟发行可转债，我们预期此次发行将储备未来 2-3 年饲料板块扩张资金，并降低公司资产负债率，有助公司健康发展。
- **投资建议：**上半年公司增长略低于一季度，主要由于阶段性的成本波动和天气问题。三季度是水产料旺季，后期重点关注三季度水产料表现。行业角度，当前禽正值价量双高的好时期，猪、水产等待景气到来。公司层面，海大的核心竞争力在于自身强大的活力，以及伴随体量增长而持续提升的竞争力和抗风险能力。目前格局下公司龙头地位难以撼动，我们继续强烈看好公司未来发展。预计 2019 年至 2021 年 EPS 为 1.16、1.76 和 2.12 元，对应 2019 年 7 月 29 日收盘价格 PE 24.6 倍、16.2 倍和 13.4 倍，维持“买入”评级。

表、海大分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	18-2Q	18-3Q	18-4Q	19-1Q	19-2Q	QOQ	2018-06	2019-06	YOY
营业收入	10421	13153	11323	8875	12189.4	17.0%	17681	21064	19.1%
营业成本	9096	11565	10415	7989	10571.5	16.2%	15635	18560	18.7%
毛利	1325	1587	908	886	1617.9	22.1%	2046	2504	22.4%
销售费用	364	382	361	286	529.4	45.3%	635	815	28.4%
管理费用	203	252	290	251	279.7	38.0%	425	530	24.8%
财务费用	62	86	48	42	74.3	20.3%	85	117	37.1%
资产减值	-70	137	-21	0	0.3	-	-50	0	-
公允价值	44	30	-36	-66	90.0	104.6%	19	24	29.5%
投资收益	-16	55	89	9	6.1	-	7	15	106.6%
营业利润	622	844	177	154	710.7	14.2%	747	865	15.8%
利润总额	624	837	184	147	710.7	13.8%	745	857	15.1%
净利润	500	671	166	122	551.4	10.3%	600	674	12.2%
EPS	0.316	0.424	0.105	0.078	0.3	10.3%	0.380	0.426	12.2%
销售费用率	3.5%	2.9%	3.2%	3.2%	4.3%	0.9%	3.6%	3.9%	0.3%
管理费用率	1.9%	1.9%	2.6%	2.8%	2.3%	0.4%	2.4%	2.5%	0.1%
财务费用率	0.6%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%	0.0%	0.5%	0.6%	0.1%
所得税率	17.8%	18.2%	4.5%	15.9%	16.6%	-1.1%	16.3%	16.5%	0.2%
毛利率	12.7%	12.1%	8.0%	10.0%	13.3%	0.6%	11.6%	11.9%	0.3%
净利润率	4.8%	5.1%	1.5%	1.4%	4.5%	-0.3%	3.4%	3.2%	-0.2%

资料来源:天软投资系统

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9292	12289	16938	22336
货币资金	1735	4012	7143	10553
交易性金融资产	50	28	29	36
应收账款	1096	1269	1533	1840
其他应收款	502	540	673	811
存货	4844	5704	6771	8121
非流动资产	8073	7300	7069	6573
可供出售金融资产	323	304	304	310
长期股权投资	39	39	39	39
投资性房地产	46	68	64	59
固定资产	4555	4199	4520	4141
在建工程	724	832	206	46
油气资产	0	0	0	0
无形资产	929	986	989	991
资产总计	17366	19589	24006	28909
流动负债	6951	5692	5914	6409
短期借款	2716	1300	800	500
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1513	1830	2143	2588
其他	2722	2562	2971	3321
非流动负债	2191	4016	6125	8109
长期借款	1843	3843	5843	7843
其他	348	173	282	267
负债合计	9142	9708	12039	14518
股本	1581	1586	1586	1586
资本公积	2011	2011	2011	2011
未分配利润	3879	5076	6890	8961
少数股东权益	478	511	546	582
股东权益合计	8224	9881	11968	14390
负债及权益合计	17366	19589	24006	28909

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1437	1842	2792	3366
折旧和摊销	538	574	636	700
资产减值准备	66	55	43	60
无形资产摊销	101	75	82	86
公允价值变动损失	-13	2	-6	3
财务费用	195	204	160	138
投资损失	-151	-100	-100	-100
少数股东损益	47	33	35	36
营运资金的变动	-1075	-545	-849	-1252
经营活动产生现金流量	1036	2326	2793	2912
投资活动产生现金流量	-2006	-119	-271	-84
融资活动产生现金流量	1740	69	610	583
现金净变动	784	2276	3131	3410
现金的期初余额	1374	1735	4012	7143
现金的期末余额	430	4012	7143	10553

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	42157	49546	59525	71333
营业成本	37616	44300	52583	63068
营业税金及附加	53	45	48	49
销售费用	1378	1635	1964	2354
管理费用	967	1189	1429	1712
财务费用	219	204	160	138
资产减值损失	66	44	52	54
公允价值变动	13	2	-6	3
投资收益	151	100	100	100
营业利润	1768	2231	3384	4062
营业外收入	27	37	30	32
营业外支出	29	23	25	26
利润总额	1766	2246	3389	4068
所得税	282	372	562	666
净利润	1484	1874	2827	3402
少数股东损益	47	33	35	36
归属母公司净利润	1437	1842	2792	3366
EPS(元)	0.91	1.16	1.76	2.12

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	29.5%	17.5%	20.1%	19.8%
营业利润增长率	19.7%	26.2%	51.6%	20.0%
净利润增长率	19.1%	28.1%	51.6%	20.6%
盈利能力				
毛利率	10.8%	10.6%	11.7%	11.6%
净利率	3.4%	3.7%	4.7%	4.7%
ROE	18.6%	19.7%	24.4%	24.4%

资产负债率	52.6%	49.6%	50.1%	50.2%
流动比率	1.34	2.16	2.86	3.49
速动比率	0.64	1.16	1.72	2.22

资产周转率	276.2%	268.1%	273.1%	269.6%
应收帐款周转率	4025.6%	3703.4%	3740.9%	3736.5%

每股收益	0.91	1.16	1.76	2.12
每股经营现金	0.65	1.47	1.76	1.84
每股净资产	4.89	5.91	7.20	8.71

PE	31.5	24.6	16.2	13.4
PB	5.8	4.8	4.0	3.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn