

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.4.23

刘卓 分析师

执业编号: S1500519090002

联系电话: +86 10 83326952

邮箱: liuzhuoa@cindasc.com

相关研究

《饲料主业逆势增长强劲, 彰显龙头本色》2019.4
 《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

Q3 业绩增速有所承压, 竞争地位仍然稳固

2019年10月22日

事件: 近日, 海大集团发布 2019 年三季报, 公司 2019 年前三季度实现营业收入 355.13 亿元, 同比增长 15.18%, 实现归属于上市公司股东的净利润 14.12 亿元, 同比增长 11.13%, 实现扣非后归母净利润 13.72 亿元, 同比增长 10.84%。基本每股收益 0.90 元/股。

点评:

- **公司 Q3 业绩同比增速有所下滑。**公司 Q3 实现总营收 144.48 亿元, 同比增长 9.85%, 同比增速较 Q2 下滑 7.12 个百分点; Q3 实现归母净利润 7.39 亿元, 同比增长 10.13%, 同比增速较 Q2 下滑 0.18 个百分点。这主要是由外部环境影响所致, 公司禽料业务受益于禽养殖高景气保持较快增速, 但水产料和猪料业务受冲击较大。具体体现在, 非瘟导致生猪养殖业产能锐减, 且前三季度月度存栏降速来看是不断加快的, 导致公司猪料业务三季度保持负增长, 非瘟同时造成对猪料企业的挤出效应, 部分猪料企业转做水产料 (水产养殖对饲料产品敏感度不高, 门槛相对较低), 造成景气低迷的水产业竞争进一步加剧, 另外叠加天气影响, 公司水产料增速或有下滑。
- **公司竞争地位稳固, 预计长期保持稳健增长。**公司凭借优秀的产品和管理在行业中的竞争地位愈发稳固, 尽管饲料业务中部分品种增速下滑甚至出现负增长, 但基本均能跑赢行业平均, 整体表现非常稳健, 我们预计公司 2019 年饲料业务整体营收增速在 15% 左右。在全行业集中度提升的大趋势下, 公司市场份额有望逐步提升, 业绩有望长期稳健增长。
- **产能扩张稳步推进, 生猪业务贡献弹性。**1) 三季度公司发布可转债发行预案, 拟募集不超过 34.21 亿元基本全部用于饲料产能扩建, 我们预计募投项目达产后公司饲料业务的综合产品力和行业综合竞争力将进一步提升。2) 公司签订投资框架协议, 拟参与投资建设清远市 100 万头、韶关市年出栏 300 万头以及罗定市 100 万头生猪养殖、屠宰、加工项目。我们认为该投资计划有利于公司完善生猪养殖业的布局。随着猪价上行公司养猪业务进入盈利期, 就上半年来看, 公司生猪出栏约 39 万头, 同比增长 30%, 其中外购仔猪约 34 万头, 自繁自育约 5 万头, 实现销售收入 6.49 亿元, 我们预计全年公司养猪业务将对业绩产生一定弹性影响。

- **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 1.22 元、1.43 元、1.67 元，当前股价对应 PE 分别为 25 倍、22 倍、18 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	48,379.88	55,512.69	63,489.05
同比(%)	19.76%	29.49%	14.76%	14.74%	14.37%
归属母公司净利润	1,207.23	1,437.28	1,931.98	2,264.53	2,635.04
同比(%)	41.06%	19.06%	34.42%	17.21%	16.36%
毛利率(%)	10.99%	10.77%	11.74%	11.78%	11.88%
ROE(%)	19.91%	20.21%	22.80%	21.91%	20.61%
EPS (摊薄)(元)	0.76	0.91	1.22	1.43	1.67
P/E	40	34	25	22	18
P/B	7.53	6.29	5.30	4.25	3.46

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 10 月 22 日收盘价

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	9,287.62	10,988.89	12,904.90
货币资金	1,392.05	1,735.41	854.95	1,490.83	2,220.78
应收票据	19.21	10.51	12.06	13.84	15.83
应收账款	760.29	1,096.14	1,257.95	1,443.41	1,650.81
预付账款	744.74	424.85	482.30	553.11	631.87
存货	3,383.85	4,843.78	5,498.82	6,306.15	7,204.07
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	9,010.48	10,137.18	11,487.94
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	2,503.00	2,191.08	2,276.85
资产总计	13,160.46	17,365.66	18,298.10	21,126.07	24,392.84
流动负债	6,008.42	6,951.11	7,366.19	7,859.59	8,409.82
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	1,680.85	1,927.64	2,202.11
应付账款	1,228.19	32.23	36.59	41.96	47.94
其他	2,476.33	2,722.30	2,932.79	3,174.04	3,443.82
非流动负债	315.11	2,190.63	1,190.63	1,190.63	1,190.63
长期借款	0.00	1,842.91	842.91	842.91	842.91
其他	315.11	347.72	347.72	347.72	347.72
负债合计	6,323.53	9,141.74	8,556.81	9,050.22	9,600.45
少数股东权益	362.23	477.99	537.74	607.78	689.27
归属母公司股东权益	6,474.69	7,745.94	9,203.55	11,468.08	14,103.12
负债和股东权益	13,160.46	17,365.66	18,298.10	21,126.07	24,392.84

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	48,379.88	55,512.69	63,489.05
同比(%)	19.76%	29.49%	14.76%	14.74%	14.37%
归属母公司净利润	1,207.23	1,437.28	1,931.98	2,264.53	2,635.04
同比(%)	41.06%	19.06%	34.42%	17.21%	16.36%
毛利率(%)	10.99%	10.77%	11.74%	11.78%	11.88%
ROE%	19.91%	20.21%	22.80%	21.91%	20.61%
EPS(摊薄)(元)	0.76	0.91	1.22	1.43	1.67
P/E	40	34	25	22	18
P/B	7.53	6.29	5.30	4.25	3.46
EV/EBITDA	25.36	21.34	16.39	14.16	12.21

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	48,379.88	55,512.69	63,489.05
营业成本	28,979.58	37,615.59	42,702.44	48,971.97	55,945.00
营业税金及附加	47.09	53.14	60.99	69.98	80.03
销售费用	1,070.47	1,377.93	1,688.46	1,937.39	2,215.77
管理费用	1,047.24	967.11	1,122.41	1,287.89	1,472.95
研发费用	0.00	309.17	358.01	410.79	469.82
财务费用	80.45	219.05	201.61	196.49	188.42
减值损失合计	45.47	66.01	52.54	64.22	77.49
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	2,369.14	2,777.28	3,233.16
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	2,371.10	2,779.24	3,233.97
所得税	255.60	282.26	379.38	444.68	517.44
净利润	1,226.46	1,483.94	1,991.73	2,334.56	2,716.54
少数股东损益	19.23	46.66	59.75	70.04	81.50
归属母公司净利润	1,207.23	1,437.28	1,931.98	2,264.53	2,635.04
EBITDA	2,006.20	2,499.71	3,193.20	3,695.77	4,286.49
EPS(当年)(元)	0.77	0.91	1.22	1.43	1.67

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	2,233.25	2,533.52	2,993.56
净利润	1,226.46	1,483.94	1,991.73	2,334.56	2,716.54
折旧摊销	424.65	538.12	617.18	733.92	871.38
财务费用	99.49	195.39	204.92	182.60	181.14
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	-513.33	-636.20	-713.32
其它	105.74	44.82	59.72	69.53	80.82
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	-1,679.28	-182.60	-181.14
吸收投资	327.39	136.91	0.00	0.00	0.00
借款	731.12	2,268.53	-1,000.00	0.00	0.00
支付利息或股息	591.78	614.43	679.28	182.60	181.14
现金流净增加额	-162.82	783.89	-880.46	635.88	729.94

研究团队简介

刘卓，分析师。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。