

公司研究/深度研究

2019年10月30日

农林牧渔/饲料 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 33.57
合理价格区间(元): 40.60~42.92

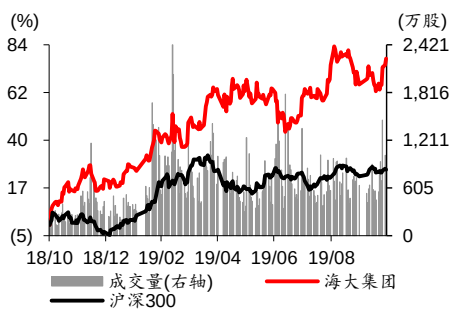
杨天明 执业证书编号: S0570519080004
研究员 yangtianming@htsc.com

冯鹤 执业证书编号: S0570517110004
研究员 021-28972251
fenghe@htsc.com

相关研究

1《海大集团(002311,买入): 沧海横流, 尽显龙头本色》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

养殖蓄势待发, 饲企巨头再启航

海大集团(002311)

猪价上行叠加禽链高景气, 维持“买入”评级

非洲猪瘟加速生猪产能去化, 饲企竞争进一步加剧, 长期利好海大集团猪料市占率提升; 与此同时, 猪价上涨带动禽链高景气, 公司禽料业务有望维持高增长。我们预计 2019-20 年, 公司 EPS 分别为 1.16/1.46 元 (前值为 1.30/1.83 元), 并预测 2021 年公司 EPS 为 1.76 元, 给予公司 2019 年 35-37 倍 PE 估值, 对应目标价为 40.60-42.92 元, 维持“买入”评级。

跨周期成长的农牧白马

海大从水产预混料起家, 经过 20 多年的发展, 现已成为覆盖饲料、苗种、动保产品、健康养殖和健康食品六大板块的综合性农牧集团。其中, 公司核心业务是饲料的生产与销售, 2008-18 年, 公司饲料销量年复合增速高达 22.08%, 远超行业平均增速。根据中国饲料工业协会数据, 海大集团饲料销量高居全国前三, 是水产料龙头, 畜禽饲料也位于行业前十之列。

解密海大饲企巨头成长之路

我们认为, 海大从水产预混料起家成长为饲企巨头的主要原因在于: 水产料方面, 1) 公司率先向养殖户提供养殖全流程解决方案, 有效增强了客户粘性; 2) 公司深耕水产料市场多年, 产品具备较强竞争力, 龙头地位稳固; 3) 及时把握市场偏好的转变, 优化水产料产品结构。禽料方面, 1) 公司卓越的采购能力搭建成本优势壁垒; 2) 持续高研发投入打造产品护城河。猪料方面, 海大猪料业务取得快速发展的关键和水产料有异曲同工之妙, 主要在于打通服务链条, 为养殖户提供全流程配套服务, 增强养殖户粘性。

未来看点: 饲企巨头强者恒强、生猪产能快速释放

饲企巨头强者恒强, 1) 猪料, 受非瘟疫情影响, 生猪养殖规模化进程提速, 长期利好公司猪料市占率提升; 2) 水产料, 受益于消费升级红利, 特种水产品需求旺盛, 我们判断, 公司有望凭借超强的用户粘性优化产品结构; 3) 禽料, 我们判断, 鸡肉在肉制品消费中的比重将进一步提升, 公司有望凭借禽料高性价比的优势实现禽料销量的迅速增长。生猪产能快速释放, 生猪养殖是海大健康食品产业链的关键一环, 是公司重点发展的业务板块, 辅之以充足现金流的支撑, 我们判断, 公司生猪产能有望快速释放, 并成为下一个强有力的增长点。

龙头地位稳固, 维持“买入”评级

非洲猪瘟疫情持续发酵, 生猪存栏屡创历史新低, 我们下调公司 2019-20 年饲料销量至 1276/1492 万吨 (前值为 1280/1575 万吨), 并预测 2021 年饲料销量为 1733 万吨。相应地, 我们预计 2019-20 年, 公司 EPS 分别为 1.16/1.46 元 (前值为 1.30/1.83 元), 并预测 2021 年 EPS 为 1.76 元。参考可比公司 2019 年 28XPE 估值, 考虑公司龙头地位稳固, 我们给予公司 35-37 倍 PE 估值, 对应目标价为 40.60-42.92 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 自然灾害和疫病风险, 原材料价格波动, 猪价上涨不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,581
流通 A 股 (百万股)	1,553
52 周内股价区间 (元)	19.09-34.65
总市值 (百万元)	53,070
总资产 (百万元)	18,261
每股净资产 (元)	5.61

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	32,557	42,157	50,011	59,479	69,609
+/-%	19.76	29.49	18.63	18.93	17.03
归属母公司净利润 (百万元)	1,207	1,437	1,840	2,310	2,790
+/-%	41.06	19.06	28.00	25.55	20.79
EPS (元, 最新摊薄)	0.76	0.91	1.16	1.46	1.76
PE (倍)	44.93	37.73	29.48	23.48	19.44

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

跨周期成长的农牧白马	5
从水产预混料起家，成长为饲企巨头	5
营收、净利持续高增长	6
ROE 领跑行业可比公司	8
解密海大饲企巨头成长之路	10
全流程技术服务体系，造就水产料龙头	10
进军禽料，高性价比成就高增速	10
如法炮制，猪料想象空间大	12
未来看点：饲企巨头强者恒强、生猪产能快速释放	14
饲企巨头强者恒强	14
下游养殖规模化进程提速，猪料市占率有望加速提升	14
分享消费升级红利，水产料结构有望持续优化	15
禽肉占比有望提升，禽料增量需求可期	17
生猪产能有望快速释放	19
生猪养殖是海大全产业链布局的必然选择	20
营业现金流表现亮眼，生猪产能扩张无后顾之忧	20
盈利预测与投资建议	21
风险提示	23
PE/PB - Bands	23

图表目录

图表 1: 海大集团产业布局	5
图表 2: 海大集团发展历程	6
图表 3: 2018 年, 主要饲料企业饲料销量排行	6
图表 4: 2015-18 年, 海大分品类饲料销量	6
图表 5: 2009-19H1, 海大集团饲料销量及增速	7
图表 6: 2010-19H1, 海大集团主营业务构成	7
图表 7: 2009-18 年, 海大集团营收及其增速	7
图表 8: 2009-18 年, 海大集团净利及其增速	7
图表 9: 2011-19H1, 海大集团与部分可比公司营收增速对比	7
图表 10: 2008-15 年, 饲料加工行业规模以上企业数量快速下降	8
图表 11: 2003-18 年, 单厂年产 10 万 t 以上企业数量快速上升	8
图表 12: 2009-19H1, 主要饲料企业饲料业务毛利率走势图	8
图表 13: 主要饲料企业 ROE 对比	9
图表 14: 2017-19H1, 海大集团 ROE 领跑可比公司	9
图表 15: 2017-19H1, 海大集团销售净利率低于行业平均水平	9
图表 16: 2017-19H1, 海大集团资产负债率处于行业平均水平	9
图表 17: 2017-19H1, 海大集团总资产周转率远超行业平均水平	9
图表 18: 2008-18 年, 海大集团水产饲料及其增速情况	10
图表 19: 2013-18 年, 我国人均可支配收入增长情况	10
图表 20: 2017 年, 特种鱼产量增速远高于传统家鱼	10
图表 21: 2008-18 年, 我国特种水产饲料产量及其增速	10
图表 22: 2018 年, 部分饲料企业禽饲料销量排行	11
图表 23: 2008-18 年, 海大集团禽饲料销量及其增速	11
图表 24: 2009-19H1, 海大集团原料贸易收入及其增速	11
图表 25: 2009-19H1, 海大集团贸易业务毛利	11
图表 26: 2009-19H1, 海大集团研发投入及其增速	12
图表 27: 2009-19H1, 海大集团研发投入位居可比公司前列	12
图表 28: 2018 年, 部分饲料企业猪饲料销量排行	12
图表 29: 2015-18 年, 海大集团猪饲料销量及其增速	12
图表 30: 2009-18 年, 我国各品类饲料占比情况	13
图表 31: 2011-16 年, 我国生猪养殖户集中度变化情况	14
图表 32: 2011-16 年, 我国生猪养殖年出栏量集中度变化情况	14
图表 33: 2017 年 2 月-2019 年 8 月, 能繁母猪产能去化情况	14
图表 34: 2017 年 2 月-2019 年 8 月, 生猪产能去化情况	14
图表 35: 2019H1, 主要生猪养殖公司生产性生物资产变化情况	15
图表 36: 19H1, 前面十大生猪养殖公司出栏量同比变化情况	15
图表 37: 2003-18 年, 水产养殖总量占比不断提升	15
图表 38: 2003-18 年, 水产养殖产量变化情况	15
图表 39: 2009-18 年, 水产饲料销量及其增速情况	16

图表 40: 2009-18 年, 水产饲料产量占饲料总产量比重示意图	16
图表 41: 2016-17 年, 我国水产养殖产量 (按水域和养殖方式分) (单位: 吨)	16
图表 42: 海大集团系列饲料产品养殖效果与行业的比较	17
图表 43: 2001-2018 年, 我国祖代鸡引种量	17
图表 44: 2017 年 1 月-2019 年 6 月, 我国祖代鸡引种情况	17
图表 45: 2016-19 年, 大厂苗价走势图	17
图表 46: 2013-19 年, 毛鸡价格走势图	17
图表 47: 1987-2018 年, 猪肉消费占比下降, 伴随着鸡肉消费占比提升	18
图表 48: 2018 年, 禽肉是我国第二大肉制品消费品类	18
图表 49: 2017 年, 世界主要国家人均鸡肉消费量对比	18
图表 50: 每公斤肉类所排放的温室气体	19
图表 51: 2015-18 年, 海大集团生猪出栏量	19
图表 52: 2018 年, 主要生猪养殖企业出栏量占比	19
图表 53: 海大集团生猪养殖项目简介	19
图表 54: 主要饲料企业产业链延伸方向概览	20
图表 55: 2014-19H1, 海大集团经营现金流量净额情况	20
图表 56: 2014-19H1, 海大集团资产负债率与行业平均水平对比情况	20
图表 57: 海大集团主要业务经营预测	22
图表 58: 盈利预测核心假设调整前后对比	22
图表 59: 可比公司盈利预测	23
图表 60: 海大集团历史 PE-Bands	23
图表 61: 海大集团历史 PB-Bands	23

跨周期成长的农牧白马

海大集团前身是 1998 年成立的广州海大饲料公司，经过二十多年的发展，公司现已成为覆盖饲料、苗种、动保产品、健康养殖和健康食品六大板块的综合性农牧集团，在海内、外拥有 270 多家分子公司、1 个中央研究院、十余个中试基地。

图表1：海大集团产业布局



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

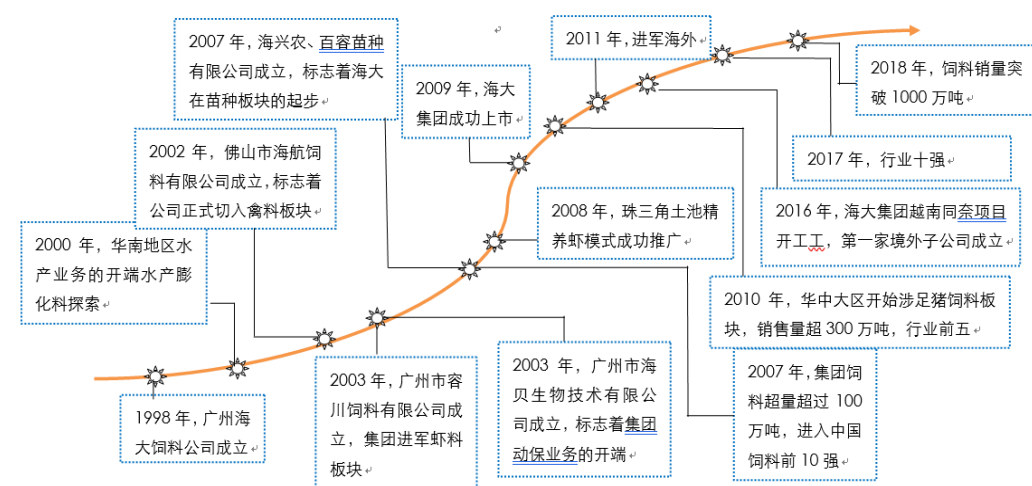
公司核心业务是饲料的生产与销售，根据中国饲料工业协会数据，海大集团饲料销量高居全国前三、全球前十，是水产料龙头，水产预混料连续 19 年保持国内销量第一，畜禽饲料也位于行业前十之列。在深刻理解和挖掘养殖户需求的基本上，公司业务逐步延伸至优质动物苗种、生物制品、兽药、疫苗等领域，为养殖户提供全流程产品和技术服务支持，确保养殖户养殖成功和盈利，实现公司与养殖户双赢的良性循环。与此同时，公司积极发展生猪养殖业务，旨在打造“猪苗-饲料-动保-养猪-肉制品”的产业链闭环，目前主要采用“公司+农户”和自繁自养两种模式组织生产，2018 年生猪出栏量已达 70 万头，有望带动公司饲料、动保等相关板块协同发展。我们判断，生猪养殖业务将成为公司未来新的利润增长点。

从水产预混料起家，成长为饲企巨头

海大前身可追溯至 1998 年成立的广州海大饲料公司，彼时正大、新希望发展势头正好，公司选择从技术水平要求最高的水产预混料切入饲料行业。由于水产行业整体处于快速发展期，水产养殖占比不断提升，并没有表现出猪料、禽料典型的周期性特征，公司水产料发展迅猛，仅用三年时间做到水产预混料销量全国第一；2006-18 年，公司水产料销量从 52.35 万吨增长至 311.00 万吨，年复合增长率高达 19.50%，远高于同期行业平均增速 3.96%。同时，受益于消费升级，特种水产品需求旺盛，公司凭借强大的研发实力迅速抢占市场，在扩大生产规模的同时优化水产料结构，2018 年，公司水产料销量 311 万吨，其中水产料产品结构优化明显，鲈鱼、生鱼、黄颡鱼、金鲳鱼等特种水产品鱼饲料销量同比增长近 40%；消费爆品小龙虾饲料销量增长超过 100%。

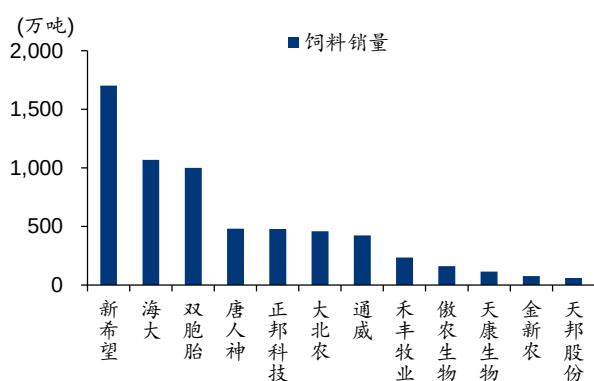
为了寻找新的利润增长来源、提高产能利用率，海大于 2004 年正式进入禽料板块，但一直处于“带着做”的状态。2014 年，H7N9 流感肆虐，整个家禽产业遭遇重创，加上多数饲企看不上禽料的微利经营，纷纷涉足利润丰厚的猪料，海大趁势利用采购与专业优势发力禽料市场，选择疫情影响相对较小的蛋禽、肉鸭饲料，聚焦在华北、华中地区进行猛攻。2014 年，公司饲料销量同比增长 9.76%，而禽料同比增长 19.10%，成为公司饲料增量的主要来源。在此之后，海大禽料业务就像一匹脱缰的野马，以每年 60 多万吨的速度不断增长。2018 年，公司禽料销量 527 万吨，仅次于新希望的 1089 万吨。

猪料是中国饲料市场总量最大的品种，总量在 9000 万吨以上、占比超过 40%，一直是饲料企业的必争之地。2010 年，海大在华南地区试水猪饲料业务，初年小试牛刀即斩获 24 万吨的销量，2013 年做到广东省第二，仅次于双胞胎集团。2017 年，海大收购大信集团 60% 股权，在优化公司猪料结构的同时，进一步加强了公司在山东、江苏、河北、河南以及安徽等地的布局。2018 年，海大猪料委员会正式成立，薛华董事长亲自挂帅，反映了公司做大做强猪料的决心。同年，公司猪料实现销量 232 万吨，同比增长 53%，居全国饲料企业猪饲料销量排行第五位。

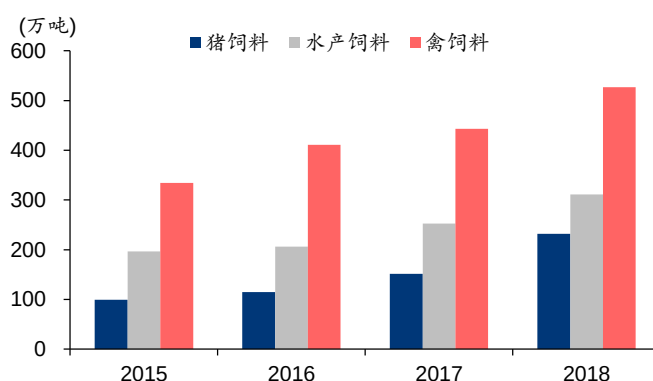
图表2：海大集团发展历程


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

经过二十多年的发展，海大紧紧抓住饲料行业发展过程中的战略机遇期，始终秉承“为客户创造价值”的理念，打造全流程技术服务体系解决养殖户的养殖痛点、放大养殖户收益，并从水产料逐步延伸至禽料、猪料，均取得了不俗的市场表现。2018 年，公司饲料总销量达到 1070 万吨，成为我国第三家饲料销量突破 1000 万吨的企业。1998-2018 年，海大一步一步脚踏实地地成长为我国饲料巨头。

图表3：2018 年，主要饲料企业饲料销量排行


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

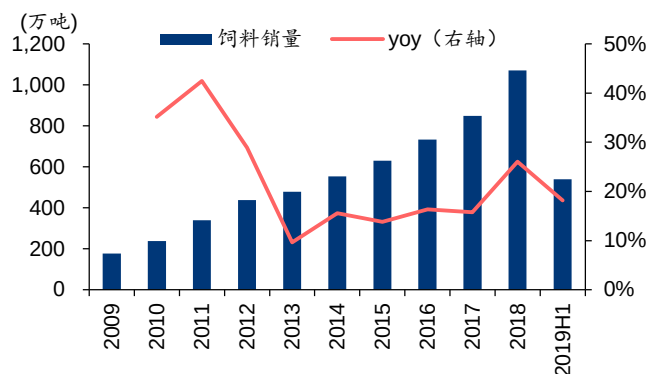
图表4：2015-18 年，海大分品类饲料销量


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

营收、净利持续高增长

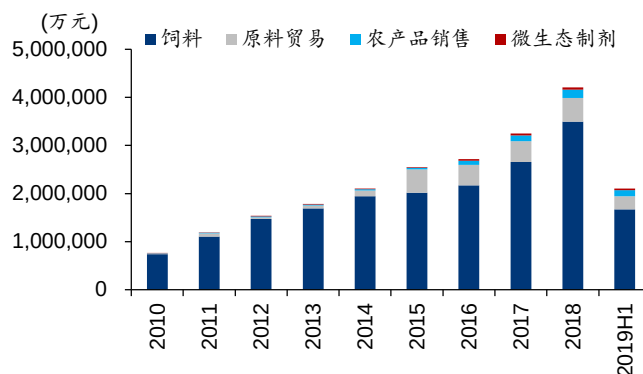
公司的主要业务包括饲料、原料贸易、农产品销售、微生态制剂等，其中饲料业务是公司营业收入的主要来源。2018 年，公司饲料业务营收占比达到 82.9%，原料贸易、农产品销售、微生态制剂营收占比分别为 11.6%、4.1%、1.1%。

图表5：2009-19H1，海大集团饲料销量及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

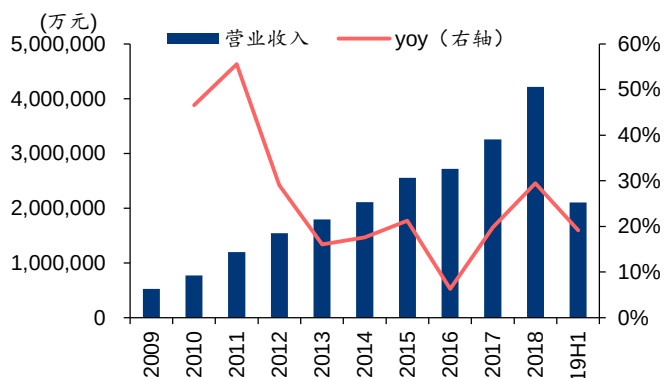
图表6：2010-19H1，海大集团主营业务构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

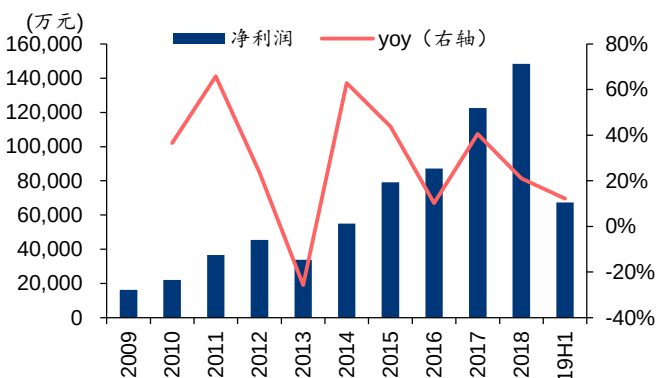
公司营收、净利增速远超可比公司。2009-2018 年，公司营业收入、净利润年均复合增速分别为 23.16%、24.79%，增速远超同时期可比公司。除 2013 年 H7N9 禽流感爆发、2016 年降雨较大带来的水产品疫病横行的不利影响，公司毛利和净利有一定幅度下滑外，其余年份均实现了高速增长，表现显著优于行业平均水平。2019H1，公司实现营收 210.64 亿元，同比增长 19.14%；实现归母净利润 6.74 亿元，同比增长 12.24%。

图表7：2009-18 年，海大集团营收及其增速



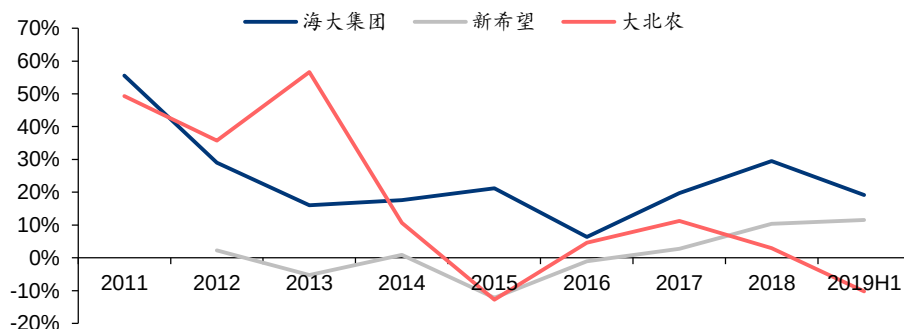
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：2009-18 年，海大集团净利及其增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9：2011-19H1，海大集团与部分可比公司营收增速对比

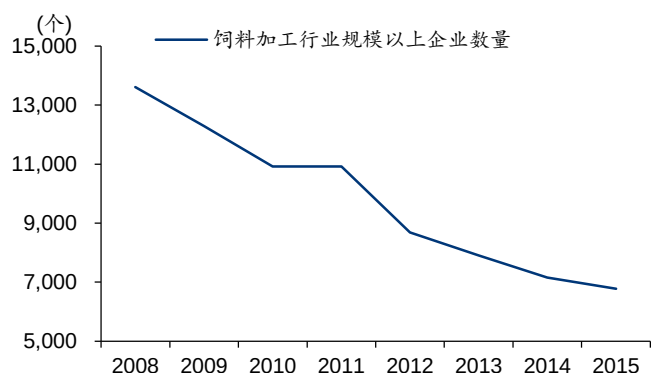


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

ROE 领跑行业可比公司

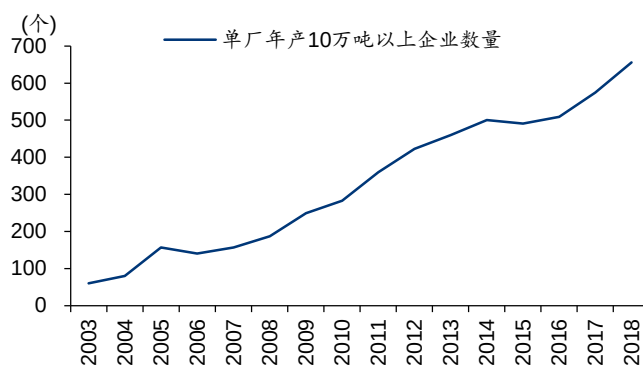
饲料行业整体进入微利时代已成为新常态。随着养殖规模化进程的推进以及饲料产品同质化问题的催化,行业整体盈利空间被进一步压缩,洗牌速度明显加快,中小企业举步维艰。中国饲料工业协会数据显示,我国饲料加工企业数量已从 2003 年的 13874 家锐减至 2015 年的 6772 家,下降趋势仍在继续;而单厂年产 10 万吨以上的企业数量从 2003 年的 60 家快速上升至 2018 年的 656 家,占饲料总产量比重为 49.7%;单厂年产百万吨以上企业数量达到 35 家(2017 年),占饲料总产量比重为 62.0%。根据《全国饲料工业“十三五”规划》,2020 年我国年产 100 万吨以上的饲料企业集团将达到 40 个,其饲料产量占全国总产量的比例达到 60%以上。在此背景下,饲料行业“暴利”时代基本结束,整体走向微利时代并成为新常态。

图表10: 2008-15 年, 饲料加工行业规模以上企业数量快速下降



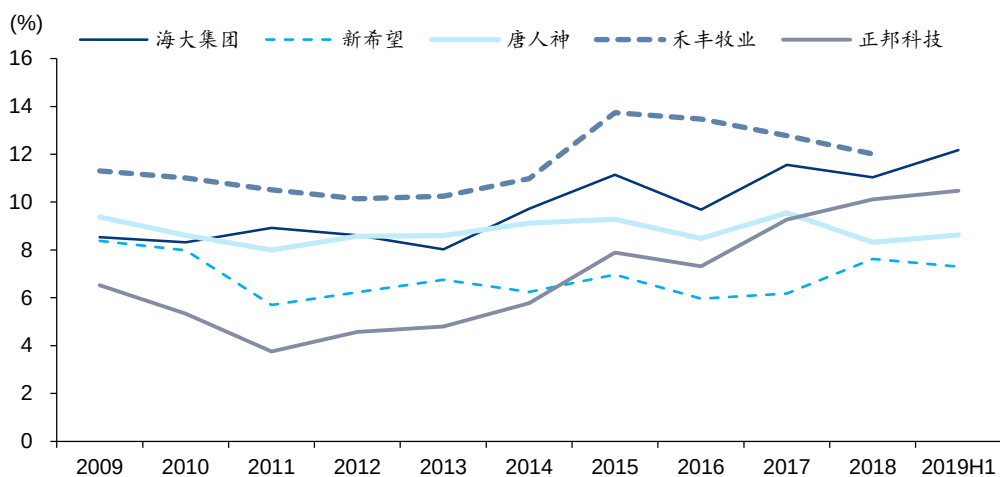
资料来源: 中国饲料工业协会, 华泰证券研究所

图表11: 2003-18 年, 单厂年产 10 万 t 以上企业数量快速上升



资料来源: 中国饲料工业协会, 华泰证券研究所

图表12: 2009-19H1, 主要饲企饲料业务毛利率走势图



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

海大 ROE 表现优秀, 长期领跑业内可比公司。2012-18 年间, 除 2013、2014 两年受行业不景气影响之外, 其余年间 ROE 均在 15% 以上, 远超行业平均水平; 2017-18 年, 公司 ROE 更是超过 20%, 而行业均值仅为 7.57%, 如此优秀的表现在整体处于微利时代的饲料行业实属不易, 足以证明公司自身的强大竞争力。

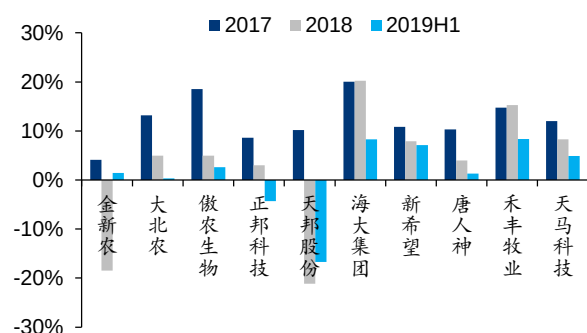
图表13: 主要饲料企业 ROE 对比

公司名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
海大集团	16.81%	11.01%	12.89%	16.72%	16.17%	20.01%	20.21%	8.30%
金新农	6.84%	5.23%	7.51%	12.31%	9.96%	4.11%	-18.47%	1.46%
大北农	18.07%	17.41%	14.87%	10.84%	9.88%	13.16%	4.97%	34.00%
正邦科技	7.32%	-2.99%	2.88%	13.70%	28.58%	8.63%	3.03%	-4.33%
天邦股份	10.99%	24.76%	6.14%	17.19%	30.04%	10.15%	-21.14%	-16.72%
新希望	16.55%	15.68%	13.68%	11.98%	12.19%	10.81%	7.87%	7.13%
唐人神	11.38%	7.53%	4.59%	4.43%	8.18%	10.33%	4.00%	1.31%
禾丰牧业	16.15%	10.64%	12.80%	12.51%	15.10%	14.72%	15.30%	8.37%
天马科技	31.87%	20.58%	18.99%	18.36%	19.13%	12.01%	8.30%	4.90%
傲农生物	0.00%	31.35%	32.49%	13.24%	21.39%	18.52%	4.97%	2.60%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

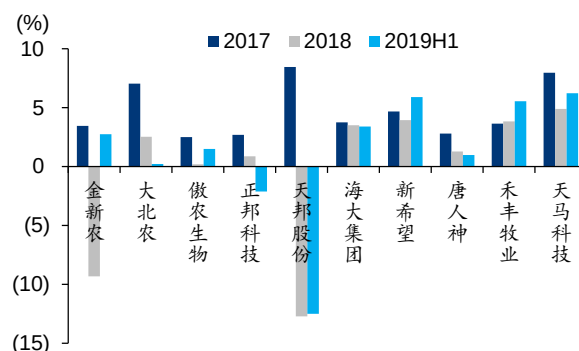
销售净利率、总资产周转率以及资产负债率是决定企业 ROE 的关键分拆项。进一步研究发现, 海大销售净利率低于行业平均水平、资产负债率处于行业平均水平, 而总资产周转率远高于可比公司。我们认为, 高资产周转率是海大高 ROE 的主要源泉, 而高资产周转率则主要来源于公司全流程技术服务体系的构建。下游养殖户规模化水平稳步提高, 对上游饲料企业要求越来越高, 饲料企业之间的竞争已由单一饲料产品的竞争升级为包含产品、服务、金融等方面的综合实力竞争。而公司全流程技术服务体系可以有效地满足养殖户的养殖需求, 增强养殖户竞争力, 提高养殖户获利能力, 从而增强用户粘性。在此背景下, 公司销售能力突出, 资产周转速度显著加快, 支撑 ROE 领跑行业可比公司。

图表14: 2017-19H1, 海大集团 ROE 领跑可比公司



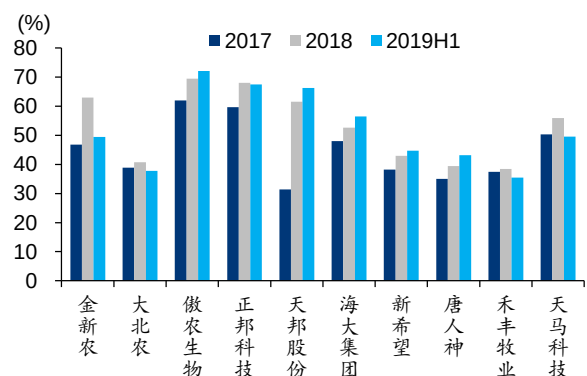
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表15: 2017-19H1, 海大集团销售净利率低于行业平均水平



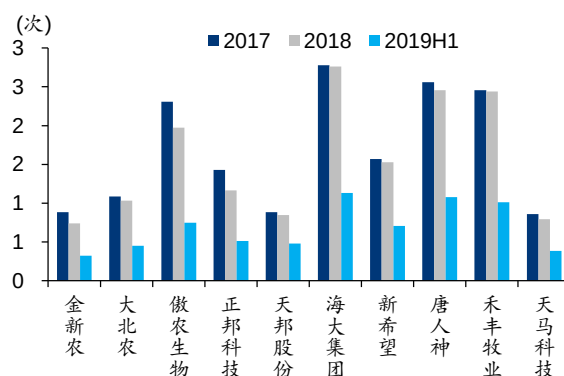
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表16: 2017-19H1, 海大集团资产负债率处于行业平均水平



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表17: 2017-19H1, 海大集团总资产周转率远超行业平均水平



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

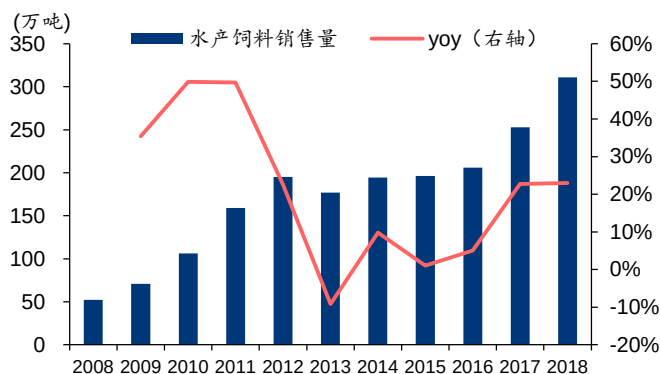
解密海大饲料企巨头成长之路

全流程技术服务体系，造就水产料龙头

公司以水产料起家，经过二十多年的发展，现稳居水产饲料技术龙头和市场龙头地位，水产预混料连续 19 年保持国内销量第一。公司水产饲料销量从 2006 年的 52.35 万吨增长至 2018 年的 311.00 万吨，年复合增长率高达 19.50%，远高于同期行业平均增速 3.96%。

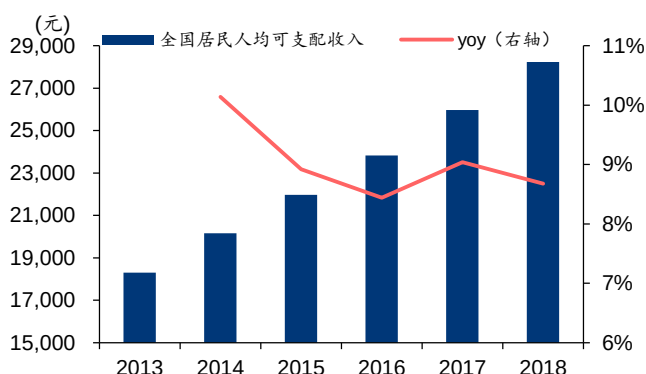
我们认为，公司水产料之所以可以实现快速发展的原因在于，1) 我国水产养殖户以散户为主，养殖水平不高，这一现状决定了市场对养殖配套服务的强烈渴望，而公司及时察觉到了这一点并率先转型为服务型企业，向养殖户提供“苗种-放养模式-环境控制-疫病防治-饲养-行情信息”等整体养殖解决方案，解决了养殖户的养殖痛点，确保养殖户养殖成功和盈利，有效增强了客户粘性，为销量快速扩张奠定了客户基础；2) 公司深耕水产料市场多年，产品具备较强竞争力，其它企业难以对公司形成较大冲击，公司水产料龙头地位稳固；3) 及时把握市场偏好的转变，调整水产料产品结构。随着人均可支配收入不断增长，居民消费不断升级，对特种水产品的需求不断增加，公司及时嗅到市场偏好的转变，于 2013 年开始积极布局用于中高档鱼养殖的高档膨化饲料，经过 5 年时间的市场培育，市占率不断提升，已进入市场前列，且仍在高速增长。

图表18： 2008-18 年，海大集团水产饲料及其增速情况



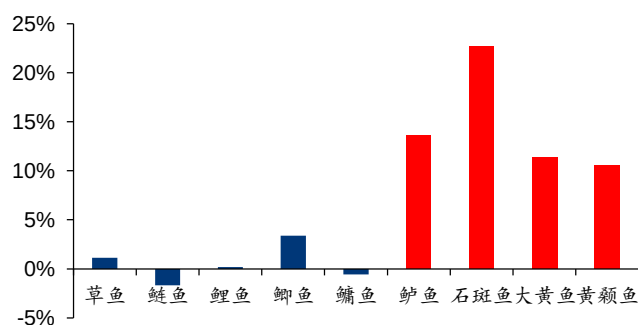
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表19： 2013-18 年，我国人均可支配收入增长情况



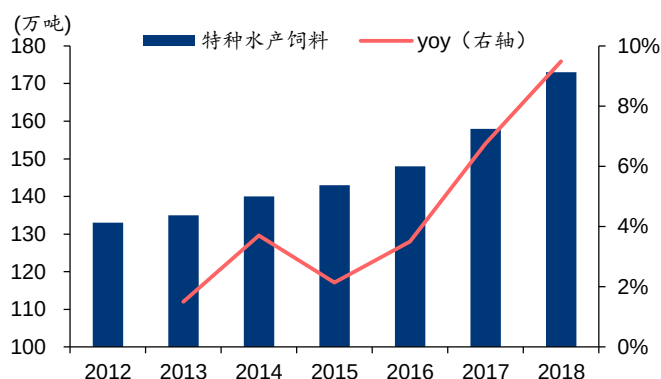
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表20： 2017 年，特种鱼产量增速远高于传统家鱼



资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰证券研究所

图表21： 2008-18 年，我国特种水产饲料产量及其增速

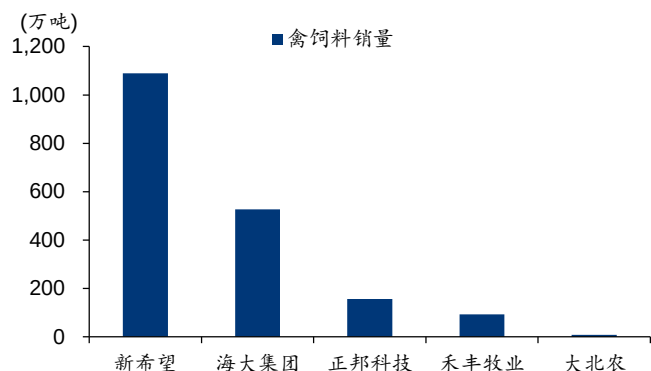


资料来源：中国饲料工业协会，华泰证券研究所

进军禽料，高性价比成就高增速

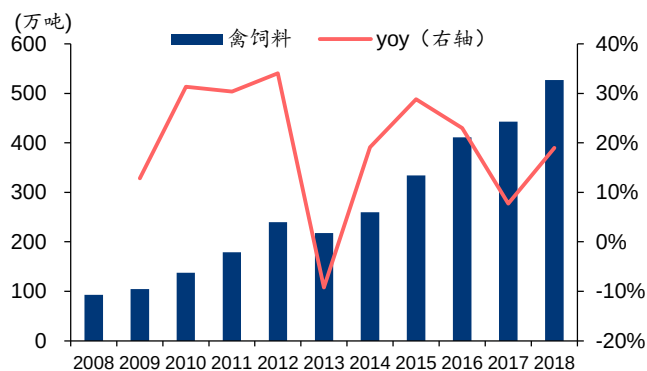
2002 年，公司成立佛山市海航饲料有限公司，标志着海大正式进入禽料生产领域。经过十多年的发展，公司禽料销量增速明显，2008-18 年年均复合增速达到 17.12%，远超行业平均增速。2018 年，公司禽料销量 527 万吨，同比上升 19.00%，居全国饲料企业禽饲料销量排行第二位，仅次于禽料龙头新希望的 1089 万吨。

图表22： 2018 年，部分饲料企业禽饲料销量排行



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表23： 2008-18 年，海大集团禽饲料销量及其增速

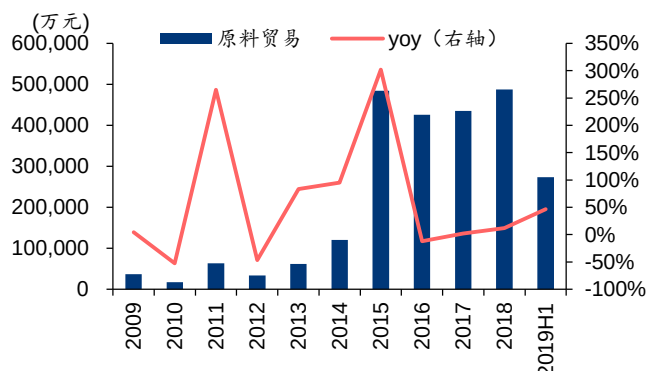


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

禽料在我国养殖业中属于高度工业化的品种，《全国饲料工业“十三五”发展规划》数据显示，2017 年我国禽类工业饲料普及率已超过 90%。这一现状决定了终端养殖户对禽料产品好坏的辨识能力较强，禽料毛利较低。而 2008-18 年，公司禽料销量却能实现 17.12% 的年复合增长率，不断缩小和禽料龙头——新希望的差距，不能不让人为之惊叹。我们认为，海大禽料业务制胜的关键在于产品的高性价比：一方面，公司卓越的采购能力搭建成本优势壁垒。禽料整体毛利较低，平抑上游原材料成本波动显得尤为重要。公司 2003 年开始采用集中采购模式，2006 年开始进行期货套期保值管理，原材料集中采购集中度达 90% 以上，是行业中最先实现集中采购的企业。经过十多年的发展，公司已经培养出一批素质过硬的专业团队，能实时跟踪、研究、判断国内外大宗原材料的行情走势，并运用期货工具进行套期保值，以有效控制采购的价格和风险头寸；2) 持续高研发投入打造产品护城河。长期以来，公司始终坚持以核心技术和核心产品研发为基础，以市场需求为导向的研发方针，不断加大在技术和研发领域的投入，已经在饲料原料研究、替代原料研究等方面取得了丰硕成果，并最终转化为产品的核心竞争力。通过十多年连续不断的积累，公司已成功储备了多种原材料配方技术，能在原材料价格波动时结合集中采购体系快速调整饲料配方，达到平抑原材料价格波动、降低成本，从而提高产品竞争力的效果。

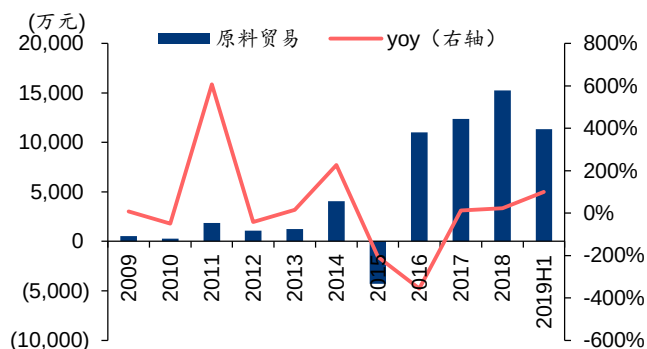
我们认为，卓越的采购能力以及持续的高研发投入两者相辅相成，打造出了海大禽料的高性价比优势，为“价格屠夫”战略的顺利实施创造了条件，奠定了公司禽料销量高速增长的基础。实际上，卓越的采购能力和持续的高研发投入始终贯穿于海大饲料业务发展过程中，为公司逐步发展成为饲料巨头提供源源不断的动力。

图表24： 2009-19H1，海大集团原料贸易收入及其增速



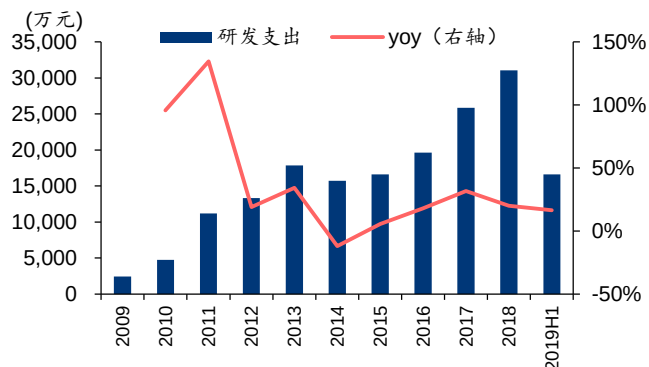
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表25： 2009-19H1，海大集团贸易业务毛利



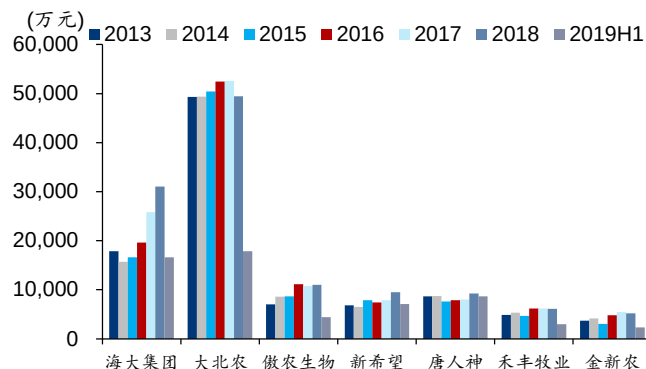
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表26: 2009-19H1, 海大集团研发投入及其增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表27: 2009-19H1, 海大集团研发投入位居可比公司前列

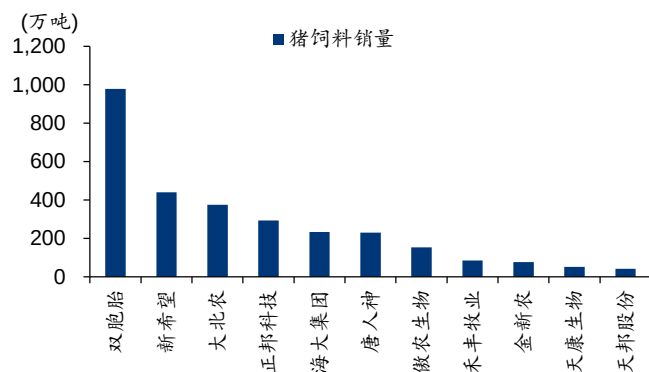


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

如法炮制，猪料想象空间大

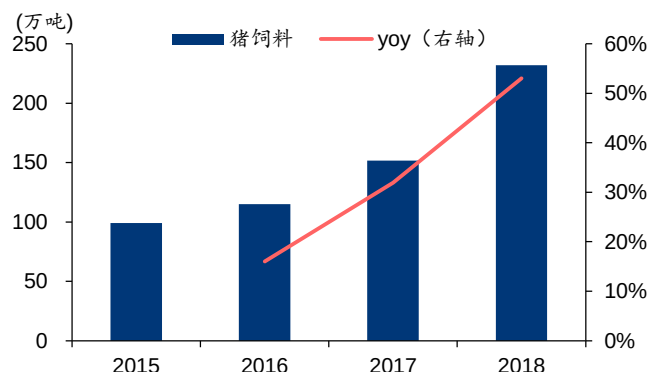
猪料市场空间大，是饲企的必争之地。公司 2010 年正式进军猪饲料板块，之后猪料销量实现快速增长。2015-18 年，在猪饲料行业整体较为平稳的背景下，公司猪料复合增速达到 32.78%，远超行业平均增速。2018 年，公司猪料实现销量 232 万吨，同比增长 53.00%，居全国饲料企业猪料销量排行第五位。

图表28: 2018 年，部分饲料企业猪饲料销量排行

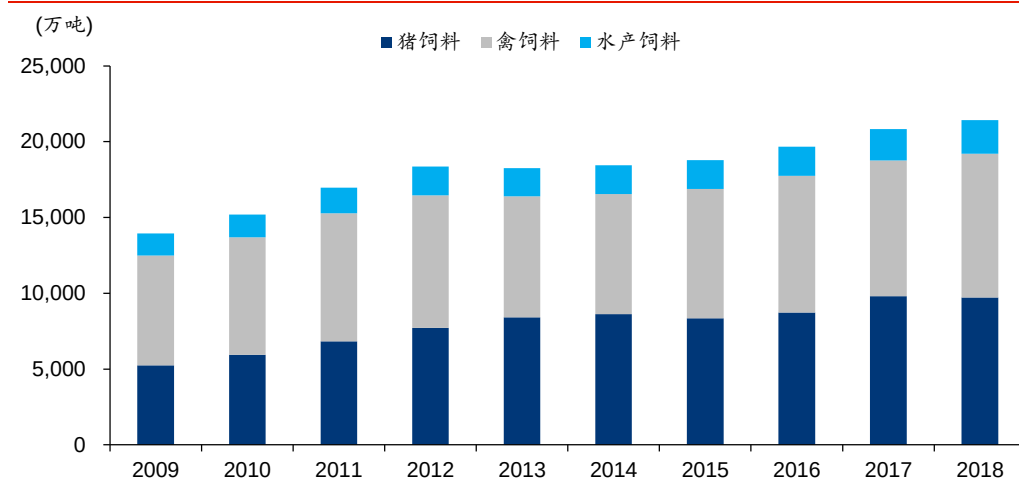


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表29: 2015-18 年，海大集团猪饲料销量及其增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表30： 2009-18 年，我国各品类饲料占比情况

资料来源：中国饲料工业协会，华泰证券研究所

海大进入猪料领域时间虽然不长，但是依然取得了不俗的成绩。我们认为，海大猪料业务取得快速发展的关键和水产料有异曲同工之妙，主要在于全流程配套服务。长期以来，我国生猪养殖行业以散养为主，这一现状决定了我国生猪养殖水平整体偏低，养殖户对养殖配套服务的需求极其强烈。公司在水产料成功经验的指导下，于 2013 年收购广东现代农业集团研究院、和生堂切入畜禽动保板块、于 2015 年开始布局生猪养殖产业链，其目的都是为了打通服务链条，力争为养殖户提供生猪养殖全流程技术服务，提高下游养殖户竞争力，增强养殖户粘性。在此方针的指导下，公司猪料业务得以从竞争白热化的市场中脱颖而出，并取得了令业内瞩目的成绩。

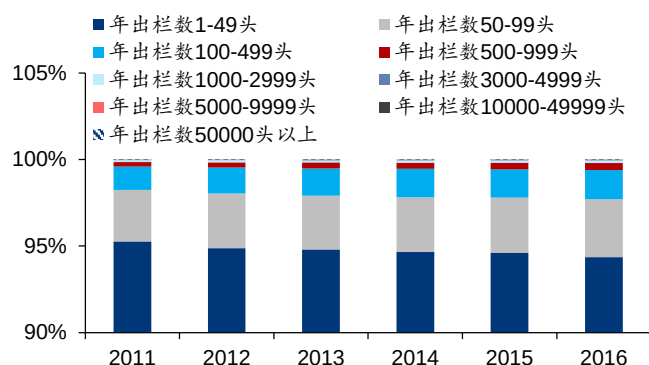
未来看点：饲企巨头强者恒强、生猪产能快速释放

饲企巨头强者恒强

下游养殖规模化进程提速，猪料市占率有望加速提升

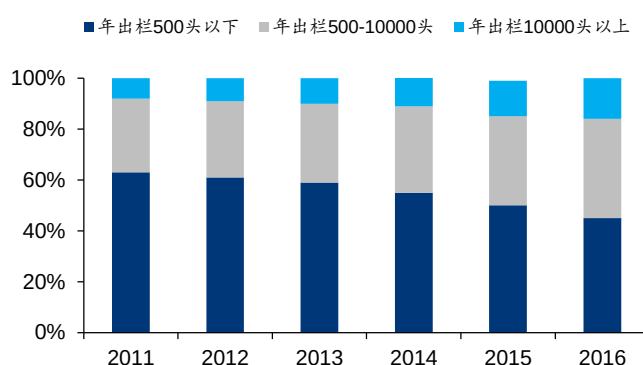
我国生猪养殖集中度偏低，规模化进程稳步推进。长期以来，我国生猪养殖行业以散养为主。然而，随着国家畜禽养殖环保政策的密集出台和落实叠加食品安全问题得到越来越多的关注，养殖门槛进一步抬高，小规模养殖户被迫退出市场，规模化程度不断提升。国家统计局数据显示，年出栏量在 10000 头以上的猪场出栏量占比已从 2011 年的 8% 上升至 2016 年的 16%，与此同时，年出栏量在 500 头以下的猪场出栏量从 2011 年的 63% 下降至 2016 年的 45%，且还在快速下降。

图表31： 2011-16 年，我国生猪养殖户集中度变化情况



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

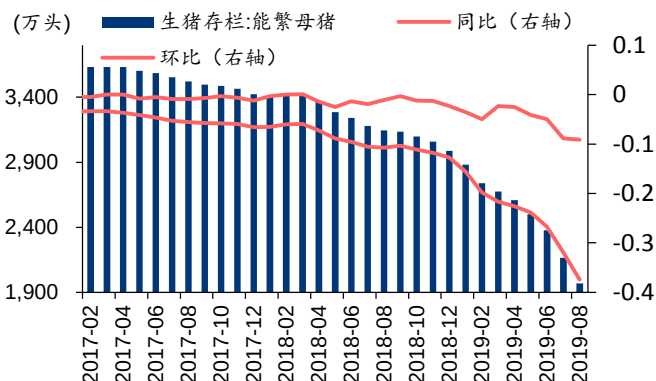
图表32： 2011-16 年，我国生猪养殖年出栏量集中度变化情况



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

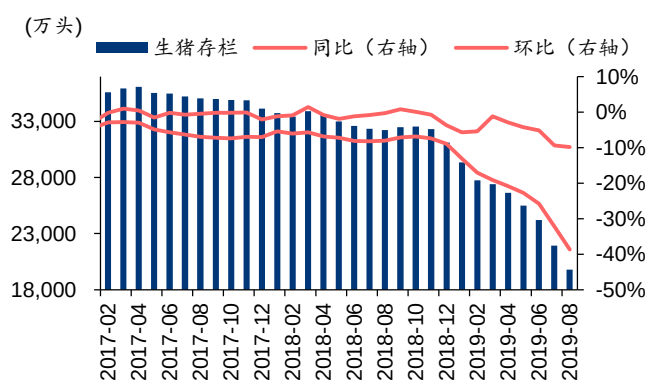
受非洲猪瘟疫情催化影响，我国生猪养殖规模化进程有望提速。非洲猪瘟加速生猪产能去化，根据农业农村部数据，截至 2019 年 8 月，能繁母猪、生猪存栏同比下降 37.40%、38.70%；环比下降 9.10%、9.80%，产能去化幅度远超往年周期，且仍在持续。而上市公司凭借其在猪场管理、疫情防控方面的技术优势，可以有效将疫情影响降到最小，与此同时，还可以通过丰富的融资渠道以及种猪资源等方面的优势，快速补充生猪产能。根据 2019H1 中报披露，各主要生猪养殖公司生产性生物资产已经企稳回升，前 10 大生猪养殖企业出栏量同比增长 21.24%，占出栏总量的比重从 2018H1 的 5.96% 提升至 7.70%。借鉴俄罗斯的经验，在非洲猪瘟肆虐的背景下，俄罗斯前十大生猪养殖企业猪肉产量占比从 2011 年的 27.13% 迅速上升至 2015 年的 54.54%，且生猪供给并未发生明显变化。我们判断，受非洲猪瘟影响，中小规模养殖户加速被淘汰，大规模养殖户产能快速扩张，我国生猪养殖规模化进程有望提速。

图表33： 2017 年 2 月-2019 年 8 月，能繁母猪产能去化情况



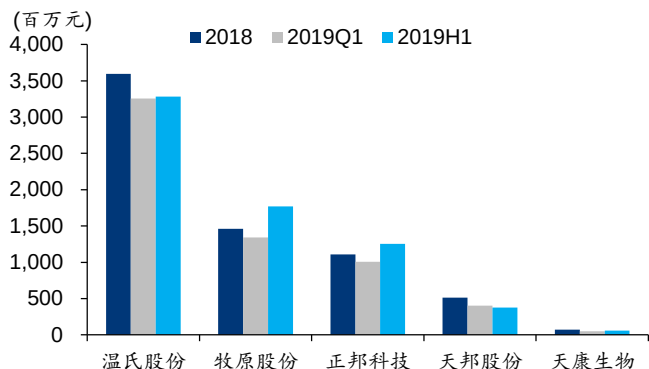
资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

图表34： 2017 年 2 月-2019 年 8 月，生猪产能去化情况



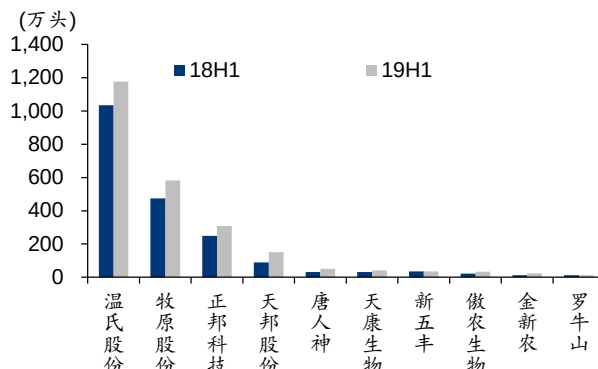
资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

图表35: 2019H1, 主要生猪养殖公司生产性生物资产变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表36: 19H1, 前面十大生猪养殖公司出栏量同比变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

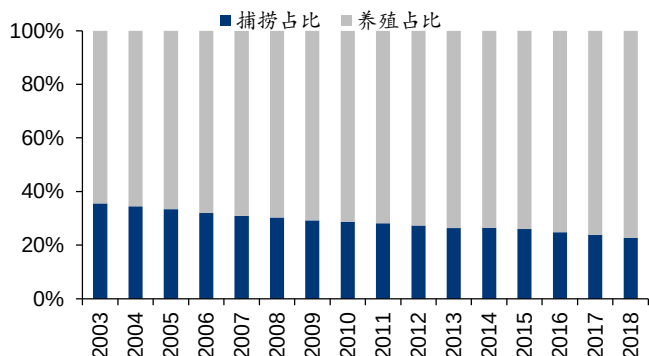
短期来看, 公司猪料销售或承压, 但影响可控。猪饲料销量和下游生猪存栏密切相关, 生猪存栏量减少将直接影响公司猪料销量。19H1 公司猪料销量同比仅下降 6%, 但公司通过把空余资源切换到禽料生产上, 降低了猪料成本, 使得猪料毛利率逆势提升 0.5 个百分点, 由此可见, 下游生猪产能下降对公司的影响远没有想象中的明显, 仍然在可控制的范围之内。

长期来看, 公司猪料市占率有望加速提升, 主要原因, 1) 非洲猪瘟加速生猪去产能, 传导至猪料销量明显收缩, 在行业整体持续保持微利状态下, 中小企业淘汰进程加速, 腾挪出来的销量空间有望被海大这一类饲料巨头所蚕食, 行业集中度进一步提升; 2) 本轮猪周期并非单纯由生猪供需因素导致, 其中还叠加了非洲猪瘟的影响, 由于一旦感染非洲猪瘟即全场扑杀的特性叠加短期内市场上并无有效疫苗, 想要做到与非洲猪瘟共存只能依靠加大生物安全防控力度, 养殖成本加大, 生猪养殖准入门槛进一步被抬高, 生猪养殖集中度进一步提升, 间接推动上游饲料行业整合加速, 强者恒强格局越辩越明。

分享消费升级红利, 水产料结构有望持续优化

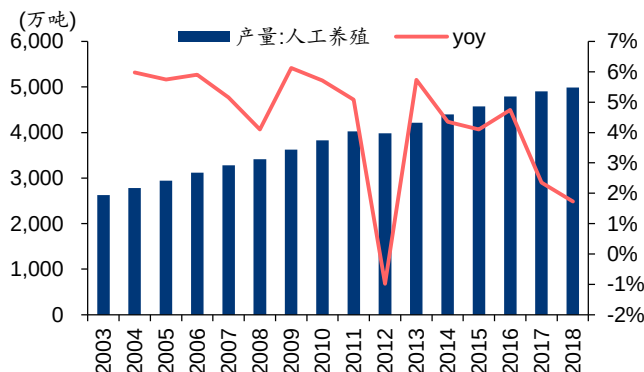
水产养殖占比不断提升, 推动水产料蓬勃发展。随着我国海洋捕捞业渔获量的增长, 捕捞能力显著膨胀, 渔船捕捞能力过剩以及有效管理的缺失将不可避免地导致我国沿岸及近海主要鱼类种群枯竭, 从而影响到整个海洋生态系统。近年来, 国家通过一系列环保政策, 科学划定养殖区域, 明确限养区和禁养区, 优化捕捞空间布局, 逐步压缩国内捕捞能力, 控制捕捞强度。在此政策背景下, 我国水产捕捞量占比持续下滑, 养殖占比稳步提升。根据国家统计局数据, 2018 年我国水产养殖产量已达 4991 万吨, 占水产品总量的 77.29%。受此影响, 1991-2018 年, 我国水产饲料产量年复合增长率 13.35%, 截至 2018 年, 水产饲料产量 2210.58 万吨, 占饲料总产量的比重为 9.70%。

图表37: 2003-18 年, 水产养殖总量占比不断提升



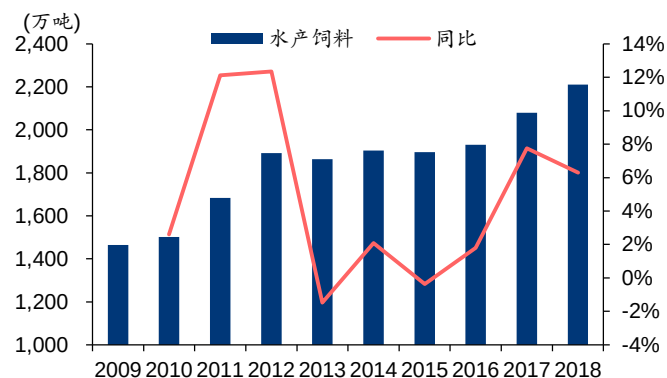
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表38: 2003-18 年, 水产养殖产量变化情况



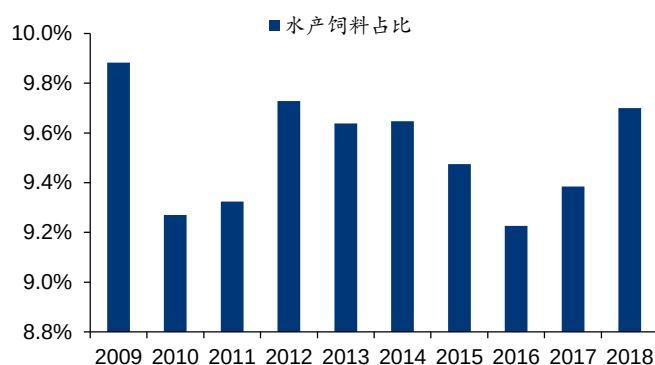
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表39： 2009-18 年，水产饲料销量及其增速情况



资料来源：中国饲料工业协会，华泰证券研究所

图表40： 2009-18 年，水产饲料产量占饲料总产量比重示意图



资料来源：中国饲料工业协会，华泰证券研究所

图表41： 2016-17 年，我国水产养殖产量（按水域和养殖方式分）（单位：吨）

		2017 年	2016 年	增幅
总计		49059903	47931960	2.35%
海水养殖		20006973	19153079	4.46%
按水域分	海上	11425072	10873852	5.07%
	滩涂	6196565	6088559	1.77%
	其他	2385336	2190668	8.89%
按养殖方式分	池塘	2665160	2296196	16.07%
	普通网箱	567333	485169	16.94%
	深水网箱	135032	117085	15.33%
	网式	5970989	5740094	4.02%
	吊笼	1191006	989903	20.32%
	底播	5365280	5399931	-0.64%
	工厂化	240154	205082	17.10%
淡水养殖		29052930	28778881	0.95%
按水域分	池塘	21222191	20964868	1.23%
	湖泊	1332501	1477606	-9.82%
	水库	3216712	3329324	-3.38%
	河沟	773275	806744	-4.15%
	其他	560744	571975	-1.96%
	稻田养成鱼	1947507	1628361	19.60%
按养殖方式分	围栏	290820	454148	-35.96%
	网箱	826583	1196381	-30.91%
	工厂化	189380	175668	7.81%

资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰证券研究所

特种水产饲料成为水产饲料快速增长的重要动力。我国人均可支配收入持续提高，消费升级速度不断加快，消费者已不满足于传统四大家鱼，对营养价值高的特种水产品需求不断上升，带动特种水产品快速发展，为特种水产饲料的稳步增长奠定了良好基础。中国饲料工业协会数据显示，我国特种水产饲料生产规模持续扩大，2018 年产量达到 173 万吨，占水产饲料总产量的 7.83%，同比增长 9.49%，远高于水产饲料平均增速，成为推动我国水产饲料快速增长的重要动力。

我们认为，海大在水产料领域龙头地位稳固，有望分享消费升级红利，优化水产料销量结构，进一步提高毛利率。主要原因，1) 公司产品性能突出，研发实力强劲，率先在国内建立具有自主知识产权的《主要水产养殖动物营养需求数据库》，以此为基础的饲料预混料产品在技术上处于国际领先水平，产品性能突出，饵料系数明显低于行业平均水平；2) 用户粘性强，公司水产料“苗种-放养模式-环境控制-疫病防治-饲养-行情信息”全流程技

术服务体系已经非常成熟，可以提升养殖效率，增强养殖户的盈利能力，用户已经形成了非常强的依赖性。

图表42： 海大集团系列饲料产品养殖效果与行业的比较

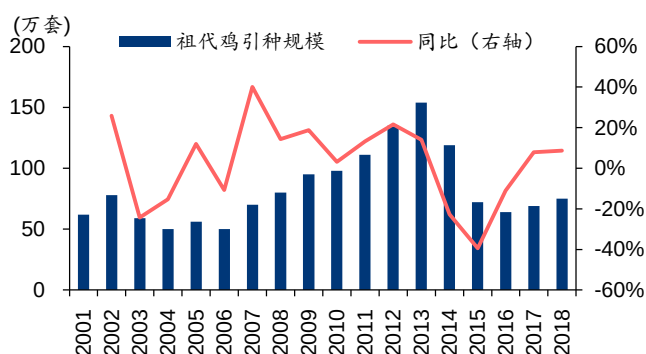
饵料系数	海大集团水平	行业一般水平
草鱼	1.6-1.8	1.8 以上
罗非鱼	1.2-1.5	1.6-1.8
海水鱼	1.0-1.2	1.2-1.5
对虾	0.8-1.1	0.8-1.5

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

禽肉占比有望提升，禽料增量需求可期

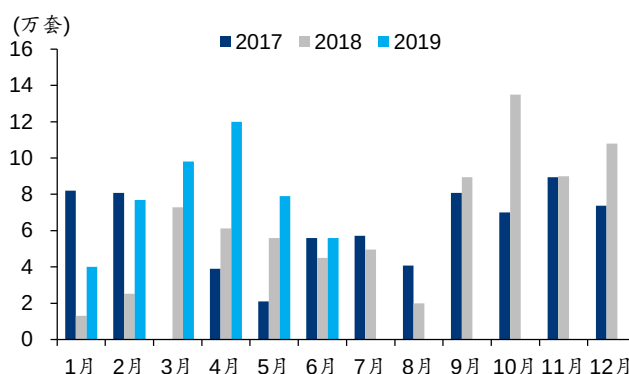
短期来看，需求向好叠加供给偏紧，禽养殖有望保持高景气。需求方面，受非洲猪瘟影响，我国生猪产能去化明显，由于市场上并无有效的疫苗，养殖户复产难度较大，我们预计未来 2-3 年我国猪肉市场都将处于供不应求的状态。鸡肉作为我国第二大肉制品消费品类，猪肉供给不足产生的缺口有望转移至鸡肉，鸡肉需求持续向好；供给方面，受 2015-2018 年白羽肉鸡祖代引种量持续维持低位，上游产能收缩导致下游鸡苗供给不足，但考虑到 2018 年下半年引种量不均衡影响，我们预计，2019 年全年鸡肉供给将呈现阶段性供给不足的局面。需求向好而供给仍偏紧，禽养殖高景气度有望拉动养殖户加快补栏节奏，公司禽料销量有望维持高增速，19H1 公司中报披露，报告期内禽料销量同比增长 30%。

图表43： 2001-2018 年，我国祖代鸡引种量



资料来源：白羽肉鸡协会，华泰证券研究所

图表44： 2017 年 1 月-2019 年 6 月，我国祖代鸡引种情况



资料来源：禽病网，华泰证券研究所

图表45： 2016-19 年，大厂苗价走势图



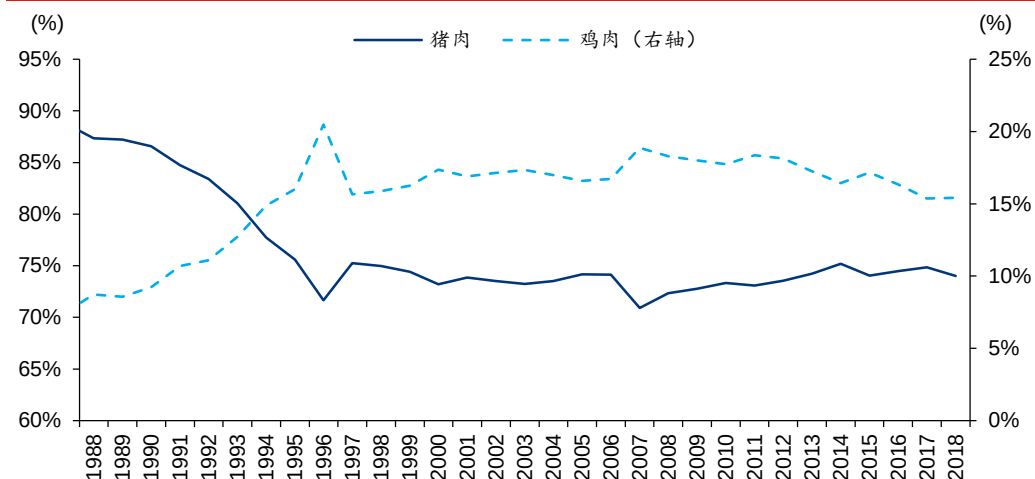
资料来源：禽病网，华泰证券研究所

图表46： 2013-19 年，毛鸡价格走势



资料来源：禽病网，华泰证券研究所

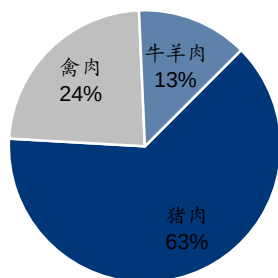
图表47： 1987-2018 年，猪肉消费占比下降，伴随着鸡肉消费占比提升



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

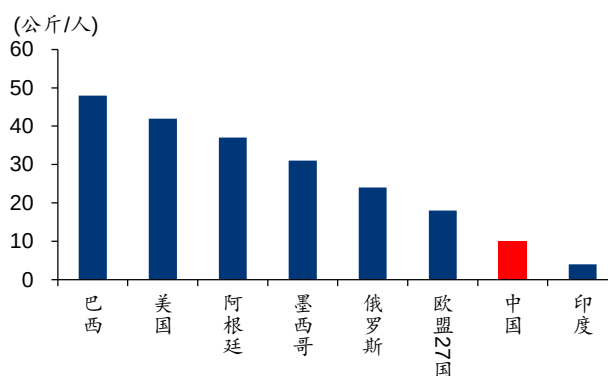
长期来看，禽肉消费占比有望进一步提升，带动禽料产量快速增长。禽肉是我国仅次于猪肉的第二大肉制品消费品类，2018 年我国禽肉消费量达到 2000 万吨，占肉制品消费总量比重为 23.4%。但是我国人均鸡肉消费量仅为 10 公斤/人，而同时期巴西、美国分别为 48 公斤/人、42 公斤/人，和世界主要鸡肉消费国家相比仍有较大提升空间。与此同时，鸡肉相比于猪肉更具优势，1) 更健康，每 100g 鸡肉中含蛋白质 23.6g，远高于猪肉的 18.3g，同时 100g 鸡肉中仅含热量 427 千焦，远低于猪肉的 1080 千焦；2) 更便宜，2015-18 年，每公斤生猪价格是毛鸡价格的 2.13 倍，且鸡肉价格更加稳定；3) 更环保，生产一公斤鸡肉需排放的温室气体量为 7kg，低于猪肉的 8.8kg，远低于牛肉的 56.6kg；4) 效率更高，在目前的饲养水平下，肉鸡的料肉比为 1.8:1，生猪的料肉比为 3.0:1，换言之，生产一公斤鸡肉比生产一公斤猪肉可节省 40% 的粮食。我们判断，无论是从营养价值还是经济效益方面来看，未来鸡肉在肉制品消费中的比重有望进一步提升，带动禽料增量需求。

图表48： 2018 年，禽肉是我国第二大肉制品消费品类



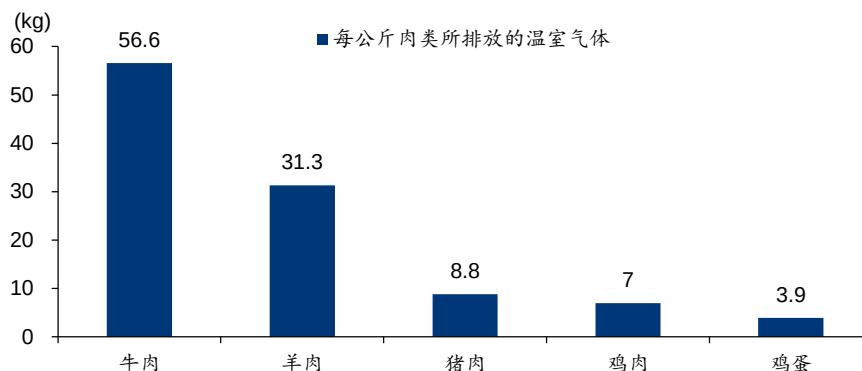
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表49： 2017 年，世界主要国家人均鸡肉消费量对比



资料来源：USDA，华泰证券研究所

图表50： 每公斤肉类所排放的温室气体



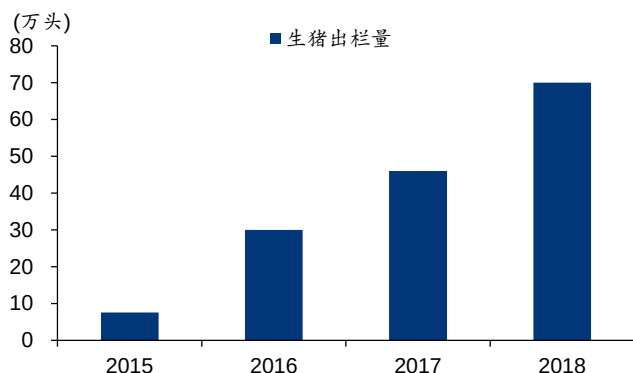
资料来源：WildAid，华泰证券研究所

我们认为，海大禽料高性价比优势明显，在禽肉占比提升带动禽料增量需求的大背景下，公司有望快速抢占增量市场，实现销量的迅速增长以及市占率的提升，进一步向禽料龙头——新希望逼近。

生猪产能有望快速释放

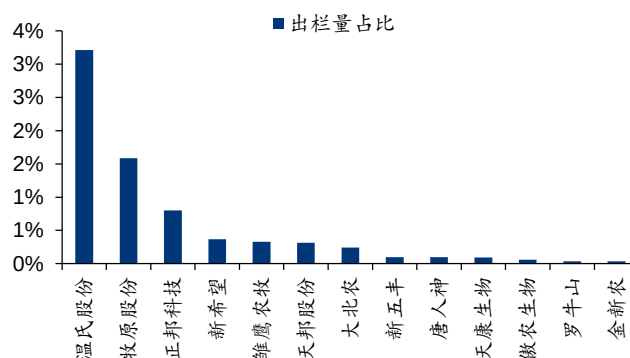
公司 2015 年开始布局生猪养殖产业链，旨在打造“猪苗-饲料-动保-养猪-肉制品”的产业链闭环。2018 年，公司生猪出栏 70 万头，同比增长 52%，其中约 20 万头为自繁自育肥猪和仔猪，约 50 万头为“公司+农户”模式养殖的肥猪。截至 2018 年年底，公司生猪养殖土地储备约 2 万亩，分别分布于广东、广西、湖南、湖北、贵州和山东，可满足建设 20 多万头能繁母猪的产能，对应肥猪出栏量约 500 万头。当前阶段，公司生猪养殖板块在成本控制、养殖技术和人力资源储备三大体系已初具雏形，随着公司养殖规模的扩大，养殖服务队伍日益成熟，加上公司养殖技术研究体系的建立和养殖信息化系统的逐步落地，我们认为，公司生猪养殖业务有望成为公司下一个强有力的增长点。

图表51： 2015-18 年，海大集团生猪出栏量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表52： 2018 年，主要生猪养殖企业出栏量占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表53： 海大集团生猪养殖项目简介

公告时间	项目地点	项目投资金额	项目简介
2017.2.10	广西宾阳县	6 亿元	年产 50 万头的猪苗场及配套年产 20 万吨饲料
2017.2.21	贵州省榕江县	6 亿元	年产 50 万头的猪苗场及配套年产 15 万吨饲料
2017.3.3	广西贵港市	16 亿元	年出栏 100 万头仔猪的猪苗场及配套年产 20 万吨饲料
2017.3.24	陕西省西乡县	6 亿元	年出栏仔猪 50 万头的猪苗场及配套年产 20 万吨饲料
2017.5.19	广西平果县	6 亿元	年出栏 50 万头的商品猪养殖场及配套年产 20 万吨生物饲料

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

生猪养殖是海大全产业链布局的必然选择

在行业增速放缓、微利成为新常态以及下游养殖规模化程度不断提高三重因素影响下，下游养殖户对饲料企业产品的质量和售后服务提出了更高的要求，饲料企业之间的竞争已由单纯的产品竞争上升到涉及原材料采购、养殖、疫苗等多方面的综合实力竞争。在此背景下，产业链延伸成为大型饲料企业增强产品竞争力、寻求新的增长点的必然选择。

图表54： 主要饲料企业产业链延伸方向概览

公司	主营业务	主要产品类型	产业链延伸方向
新希望	饲料、乳业、肉制品	以禽饲料为主，禽饲料龙头	积极发展“饲料-养殖-屠宰”一体化项目
大北农	饲料、动物保健、种业	以猪饲料为主	农业互联网
海大集团	饲料、饲料原材料	以水产饲料为主，禽饲料为辅；水产饲料龙头	生猪养殖、食品加工
正邦科技	饲料、养殖、农药	以猪饲料为主，产品结构以全价料为主	饲料+兽药+种猪繁育+商品猪养殖
天邦股份	饲料、养殖、农药	以禽饲料为主，水产饲料为辅	逐步打造育种到深加工食品的生鲜肉及肉制品产业链
通威股份	饲料、养殖	以水产饲料为主，禽饲料为辅；水产饲料龙头	推进“渔光一体”战略布局
金新农	饲料、饲料原材料	以猪饲料为主	生猪养殖+生物制品+电信增值服务
唐人神	饲料、养殖	以猪饲料为主	生猪健康养殖+生物饲料+品牌肉品
天康生物	饲料、兽药、屠宰加工	以猪饲料为主	畜禽良种繁育+饲料与饲养管理+动保+畜产品加工销售
禾丰牧业	饲料、饲料原材料、屠宰加工	以禽饲料为主，猪饲料为辅	原料贸易+饲料+养殖+屠宰+食品深加工

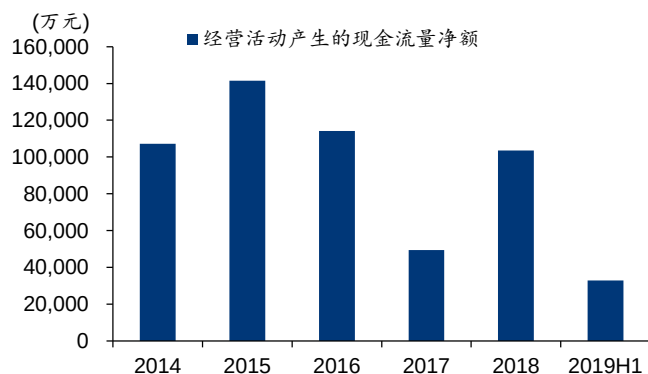
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司发展的基本策略是专业化基础上的规模化、核心竞争力基础上的产业链延伸。没有专业能力，就不会盲目进入新领域，没有形成核心竞争力，没有建立竞争优势，就不会盲目扩大规模。我们认为，公司选择向下游生猪养殖板块延伸，其主要原因有两点，1) 当前阶段，公司的核心竞争力还是在于饲料业务，进入生猪养殖板块符合公司发展的基本策略，在拓展增长点的同时带动公司饲料、动保等相关板块的协同发展；2) 健康食品是公司未来十年的发展目标，而生猪养殖是食品产业链中的关键一环，布局生猪养殖板与公司未来的发展战略相契合。

营业现金流表现亮眼，生猪产能扩张无后顾之忧

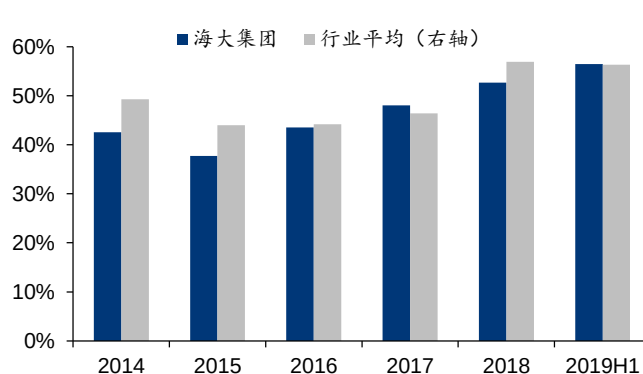
三军未动，粮草先行。最近五年，除 2017 年由于原料备货原因外，公司经营性现金流量净额均在 10 亿元以上，表现亮眼。与此同时，最近三年，公司资产负债率维持在 50% 左右，处于行业平均水平。充足的现金流以及健康的资产负债结构为公司拓展生猪养殖业务提供了良好的条件。

图表55： 2014-19H1，海大集团经营现金流量净额情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表56： 2014-19H1，海大集团资产负债率与行业平均水平对比情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们认为，生猪养殖是海大健康食品产业链的关键一环，是公司重点发展的业务板块，辅之以充足现金流的支撑，公司生猪产能有望快速释放，为公司拓展新的利润增长点的同时，也为进一步放大产业链乘数效应、构造比较竞争优势打下良好的基础，成为公司下一个强有力的增长点。

盈利预测与投资建议

海大集团主要涉及四大业务板块，分别是饲料、微生态制剂、农产品销售以及原材料贸易，其中饲料业务以水产料、猪料和禽料为主，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

水产料，受消费升级和环保政策影响，我们认为，1) 水产配合饲料替代冰鲜鱼饲喂进程加快；2) 特种水产饲料保持快速增长；3) 膨化料替代普通颗粒料进程加速。公司作为水产料的龙头，有望在此进程中享受增量红利并持续优化产品结构。我们预计，2019-2021 年，公司水产料销量将达到 367/422/464 万吨。

禽料，2013-2018 年，公司禽料快速放量，复合增长率达到 19.32%，已经形成了一定市场影响力，在禽养殖市场需求向好而供给仍然偏紧的大背景下，公司有望凭借禽饲料产品高性价比的优势，实现从以量补价向量价齐升的过渡。我们预计，2019-21 年，公司禽料销量将达到 696/814/936 万吨。

猪料，是公司近年重点发力的饲料品类，近三年复合增长率达到 32.78%。受非洲猪瘟影响，2019 年生猪存栏量大幅下降，公司猪料销量短期承压，但考虑到高猪价刺激下，养殖户复养积极性将逐步恢复，公司猪料销量有望重回高速增长通道。我们预计，2019-2021 年，公司猪料销量将达到 213/256/333 万吨。

微生态制剂，微生态制剂是公司的战略性板块，受益于禽料和猪料的快速成长，公司微生态制剂业务有望继续保持高增长。我们预计，2019-2021 年，微生态制剂营收增速将达到 42%/45%/41%。

农产品销售，受非洲猪瘟影响，国内生猪产能加速去化，公司有望凭借其在资金和管理方面的优势，加快生猪产能扩张速度，充分受益于本轮猪周期，缩短生猪养殖培育期。我们预计，2019-2021 年，公司农产品销售营收增速分别为 50%/60%/50%。

原材料贸易，公司是行业中最早实现集中采购的企业，规模采购能力卓越，在有效控制成本的同时转变为新的盈利增长点。在大宗原材料价格企稳的条件下，我们预计，2019-2021 年，公司原材料贸易业务保持稳定，营收增速分别为 2%/5%/3%。

图表57：海大集团主要业务经营预测

业务	2017	2018	2019E	2020E	2021E
饲料					
销量	847.34	1070.00	1276.06	1492.05	1733.18
收入	26080.47	37208.44	43938.11	51397.56	58950.03
成本	23066.48	33101.16	39034.26	45683.84	52504.39
毛利率	11.56%	11.04%	11.16%	11.12%	10.93%
其中，水产料					
销量	252.85	311.00	366.98	422.03	464.23
收入	10619.51	15692.93	18988.57	21836.86	24020.54
成本	9026.59	13495.92	16330.17	18714.19	20537.57
毛利率	15.00%	14.00%	14.00%	14.30%	14.50%
其中，禽料					
销量	442.86	527.00	695.64	813.90	935.98
收入	11366.84	15019.50	19130.10	22585.69	25856.55
成本	10355.19	13745.85	17408.39	20643.32	23710.45
毛利率	8.90%	8.48%	9.00%	8.60%	8.30%
其中，猪料					
销量	151.63	232.00	213.44	256.13	332.97
收入	4094.12	6496.00	5819.44	6975.01	9072.93
成本	3684.71	5859.40	5295.69	6326.33	8256.37
毛利率	10.00%	9.80%	9.00%	9.30%	9.00%
微生态制剂					
收入	395.03	473.32	672.12	974.57	1374.15
成本	198.58	249.35	356.22	536.02	755.78
毛利率	49.73%	47.32%	47.00%	45.00%	45.00%
农产品销售					
收入	1206.31	1741.60	2612.40	4179.84	6269.77
成本	1059.38	1502.83	2246.67	3573.77	5392.00
毛利率	12.18%	13.71%	14.00%	14.50%	14.00%
原料贸易					
收入	4874.82	2733.26	2787.93	2927.32	3015.14
成本	4736.38	2647.99	2718.23	2854.14	2939.77
毛利率	2.84%	3.12%	2.50%	2.50%	2.50%
费用率					
营业费率	3.29%	3.27%	3.55%	3.50%	3.48%
管理费率	2.44%	2.29%	3.03%	2.95%	2.81%
财务费率	0.25%	0.52%	0.30%	0.30%	0.32%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

受非洲猪瘟疫情持续发酵影响，生猪存栏创历史新低，我们下调公司 2019-20 年饲料销量至 1276/1492 万吨（前值为 1280/1575 万吨），并预测 2021 年饲料销量为 1733 万吨。相应地，我们预计 2019-20 年，公司 EPS 分别为 1.16/1.46 元（前值为 1.30/1.83 元），并预测 2021 年 EPS 为 1.76 元。参考可比公司 2019 年 28XPE 估值，考虑到公司龙头地位稳固，我们给予公司 2019 年 35-37 倍 PE 估值，对应目标价为 40.60-42.92 元，维持“买入”评级。

图表58：盈利预测核心假设调整前后对比

调整项目	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
饲料销量（万吨）	1280.11	1575.20	-	1276.06	1492.05	1733.18

资料来源：华泰证券研究所

图表59：可比公司盈利预测

证券代码	证券名称	最新股价（元）	EPS(元)				PE（倍）			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002385.SZ	大北农	5.17	0.12	0.22	0.53	0.60	26.78	23.92	9.70	8.65
000876.SZ	新希望	22.27	0.40	0.81	1.57	1.86	18.01	27.47	14.16	11.99
002548.SZ	金新农	11.68	(0.75)	0.35	1.58	1.74	--	33.70	7.38	6.70
均值								28.36		

资料来源：Wind，华泰证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2019 年 10 月 29 日收盘价

风险提示

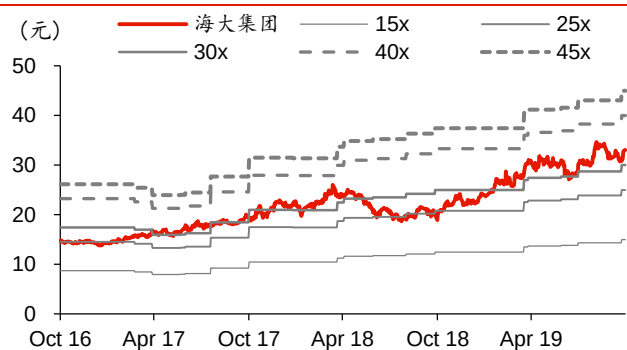
自然灾害和疫病风险。饲料行业和下游畜禽养殖联系紧密，自然灾害和疫病发生会对畜禽存栏产生影响，进而对饲料销量产生冲击。

原材料价格波动。玉米、豆粕等农产品是饲料企业成本的主要组成部分，原材料价格上涨会抬升公司成本，挤压公司的盈利空间。

猪价上涨不及预期。公司生猪养殖板块正处于快速放量阶段，猪价上涨不及预期会对公司业绩弹性产生影响。

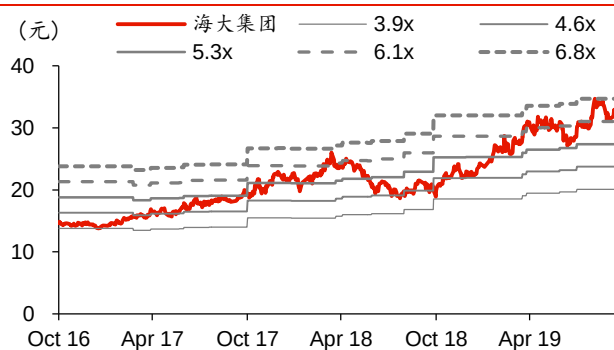
PE/PB - Bands

图表60：海大集团历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表61：海大集团历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,887	9,292	15,422	18,788	22,132
现金	1,392	1,735	7,541	8,983	10,751
应收账款	760.29	1,096	1,175	1,444	1,711
其他应收账款	362.00	502.22	545.03	672.65	791.59
预付账款	744.74	424.85	859.19	989.14	1,015
存货	3,384	4,844	4,865	6,234	7,327
其他流动资产	243.79	689.84	436.61	464.85	536.99
非流动资产	6,274	8,073	8,820	8,694	8,473
长期投资	32.55	38.61	28.61	33.26	33.49
固定投资	3,761	4,555	4,407	4,047	3,583
无形资产	846.00	928.77	1,014	1,117	1,189
其他非流动资产	1,634	2,551	3,371	3,496	3,668
资产总计	13,160	17,366	24,242	27,482	30,606
流动负债	6,008	6,951	11,632	12,307	12,153
短期借款	2,304	2,716	2,209	2,410	2,445
应付账款	1,228	1,513	1,785	2,156	2,493
其他流动负债	2,476	2,722	7,637	7,741	7,215
非流动负债	315.11	2,191	2,726	3,587	4,677
长期借款	0.00	1,843	2,457	3,276	4,368
其他非流动负债	315.11	347.72	268.63	310.49	308.94
负债合计	6,324	9,142	14,357	15,894	16,830
少数股东权益	362.23	477.99	519.67	574.36	647.63
股本	1,575	1,581	1,581	1,581	1,581
资本公积	1,849	2,011	2,011	2,011	2,011
留存公积	3,355	4,397	5,770	7,426	9,537
归属母公司股东权益	6,475	7,746	9,364	11,014	13,128
负债和股东权益	13,160	17,366	24,242	27,482	30,606

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	494.22	1,036	5,361	1,797	2,286
净利润	1,226	1,484	1,881	2,365	2,863
折旧摊销	424.65	538.12	585.75	622.71	640.95
财务费用	80.45	219.05	150.75	177.39	224.58
投资损失	(174.65)	(151.09)	(142.96)	(150.95)	(148.31)
营运资金变动	(1,187)	(1,075)	2,602	(1,205)	(1,301)
其他经营现金	124.78	21.15	283.88	(11.18)	7.44
投资活动现金	(1,071)	(2,006)	(1,438)	(270.68)	(226.45)
资本支出	1,217	1,865	1,543	200.00	200.00
长期投资	(90.39)	(55.28)	(8.17)	0.83	2.17
其他投资现金	55.34	(195.67)	96.70	(69.85)	(24.28)
筹资活动现金	426.39	1,740	1,883	(84.12)	(292.81)
短期借款	695.28	412.06	(506.47)	200.29	35.29
长期借款	0.00	1,843	614.30	819.07	1,092
普通股增加	33.81	5.97	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	336.43	161.49	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(639.12)	(682.38)	1,775	(1,103)	(1,420)
现金净增加额	(162.82)	783.89	5,806	1,442	1,767

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	32,557	42,157	50,011	59,479	69,609
营业成本	28,980	37,616	44,355	52,648	61,592
营业税金及附加	47.09	53.14	65.82	79.76	90.90
营业费用	1,070	1,378	1,777	2,082	2,422
管理费用	793.31	967.11	1,516	1,755	1,957
财务费用	80.45	219.05	150.75	177.39	224.58
资产减值损失	45.47	66.01	43.56	51.68	53.75
公允价值变动收益	(32.55)	12.58	2.04	(5.98)	2.88
投资净收益	174.65	151.09	142.96	150.95	148.31
营业利润	1,477	1,768	2,247	2,831	3,420
营业外收入	27.16	26.85	32.15	29.55	29.97
营业外支出	22.22	29.12	24.97	25.90	26.12
利润总额	1,482	1,766	2,255	2,835	3,424
所得税	255.60	282.26	373.10	470.37	560.62
净利润	1,226	1,484	1,881	2,365	2,863
少数股东损益	19.23	46.66	41.68	54.70	73.27
归属母公司净利润	1,207	1,437	1,840	2,310	2,790
EBITDA	1,982	2,526	2,984	3,631	4,286
EPS (元, 基本)	0.77	0.91	1.16	1.46	1.76

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.76	29.49	18.63	18.93	17.03
营业利润	47.12	19.72	27.08	25.98	20.79
归属母公司净利润	41.06	19.06	28.00	25.55	20.79
获利能力 (%)					
毛利率	10.99	10.77	11.31	11.49	11.52
净利率	3.71	3.41	3.68	3.88	4.01
ROE	18.65	18.56	19.65	20.97	21.25
ROIC	17.49	16.07	22.79	25.74	28.41
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.05	52.64	59.23	57.83	54.99
净负债比率 (%)	36.43	50.21	47.13	47.10	48.27
流动比率	1.15	1.34	1.33	1.53	1.82
速动比率	0.58	0.64	0.91	1.02	1.22
营运能力					
总资产周转率	2.78	2.76	2.40	2.30	2.40
应收账款周转率	42.50	40.26	38.94	40.00	38.98
应付账款周转率	26.74	27.45	26.90	26.72	26.50
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.91	1.16	1.46	1.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.66	3.39	1.14	1.45
每股净资产(最新摊薄)	4.09	4.90	5.92	6.97	8.30
估值比率					
PE (倍)	44.93	37.73	29.48	23.48	19.44
PB (倍)	8.38	7.00	5.79	4.92	4.13
EV_EBITDA (倍)	28.67	22.50	19.05	15.65	13.26

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com