

全年饲料板块增速稳健，养猪业务逐步释放利润

买入 (维持)

2020年02月13日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 金含

021-60199793

jinh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	42157	47686	63160	80772
同比 (%)	29.5%	13.1%	32.4%	27.9%
归母净利润 (百万元)	1437	1651	2480	3254
同比 (%)	19.1%	14.9%	50.2%	31.2%
每股收益 (元/股)	0.91	1.04	1.57	2.06
P/E (倍)	36.63	31.87	21.22	16.17

投资要点

■ 公司发布 FY19 业绩快报: FY19 实现收入 476.86 亿同增 13.12%，归母净利 16.51 亿同增 14.90%，实现饲料销量约 1230 万吨同增 15%；单四季度实现收入 121.73 亿同增 7.51%，归母净利 2.39 亿同增 43.74%。

■ 水产料需求较差，销量增速 10%+，20 年需求有望改善。

19 年水产饲料销量增速欠佳主要由于: 1) 整个饲料行业中大部分企业生产猪料，而这部分产能由于非洲猪瘟影响切换至禽料、普通水产料产线，面对跨界竞争，普水料 19 年行情低迷; 2) 特种水产主要品种生鱼、海鲈等存塘下滑，相关料种增长不及预期。受到冲击较大的颗粒料毛利率下滑较多，销量基本持平; 高端水产料方面，虾料、高端膨化鱼料毛利率保持。而在整个水产养殖市场低迷时期，公司通过持续增加研发投入、打造新品、提升产品力、深化服务，不断提高竞争壁垒，水产料市场占有率进一步提升。

20 年来看: 一方面，普水料经过半年多的激烈竞争，近几月已看到新进入者的战线收缩，跨界竞争在 20 年可能会持续，但整体格局上处于边际好转中。另一方面，生鱼、海鲈等品种经过 19 年的低迷价格、供给收缩后 20 年景气度将恢复。高端膨化料是公司的重点布局方向，19 年公开发行可转债拟募资不超过 28.3 亿元，超过一半的资金投入高端膨化料项目，将支撑主业未来稳健发展。

■ 受益禽养殖高度景气，禽料需求旺盛，量利齐升。非洲猪瘟疫情导致猪肉供应缺口拉大，19 年猪肉产量 4255 万吨同降 21.3%。消费替代效应下禽养殖持续景气，公司凭借全面的区域和产品线布局的优势，快速调整战略布局，把部分产能、人员等资源切换到禽料，19 年禽料销量增速约 30%。同时凭借出色的成本管控和高效的运营能力使禽料吨盈利提高，显著优于同行。

■ 猪料受生猪产能去化销量大幅下滑，20 年边际改善进行中。非洲猪瘟疫情影响生猪存栏量大幅减少，根据农村农业部数据，19 年下半年起能繁母猪/生猪存栏同比降幅均在 30% 以上。此轮周期产能深度去化，加之公司所在的两广产能去化更为严重，造成猪料销售大幅下滑。20 年来看，随着下游产能复产，猪料销量迎来拐点。

■ 生猪养殖有望贡献利润弹性。公司 19 年生猪出栏约 70 万头，前三季度基本处于盈亏平衡，四季度全国销售均价 35.5 元/公斤，同比环比均大幅增长，整体生猪养殖贡献利润约 1 亿。预计 20 年出栏 110-120 万头，有望贡献利润约 5-6 亿。

■ 新冠疫情对 20 年业绩影响相对有限: 疫情导致短期饲料生产条件受限，交通运输出现一定困难，目前公司逐步恢复生产，开工率提高。由于一季度并非水产料的销售旺季，对水产料影响较小; 禽料方面预计影响 1-2 个季度，对全年利润边际影响相对有限。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.30
一年最低/最高价	24.28/37.96
市净率(倍)	5.94
流通 A 股市值(百万元)	51731.30

基础数据

每股净资产(元)	5.61
资产负债率(%)	48.29
总股本(百万股)	1580.36
流通 A 股(百万股)	1553.49

相关研究

- 1、《海大集团 (002311): 饲料主业稳健增长，生猪养殖有望贡献利润弹性》2019-10-22
- 2、《海大集团 (002311): 产品+服务，饲料龙头高筑护城河》2019-08-08

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年公司实现营收 476.9/631.6/807.7 亿元，同增 13.1%/32.4%/27.9%；归母净利润分别为 16.5/24.8/32.5 亿元，同增 14.9%/50.2%/31.2%。当前股价对应 PE 为 31.9X/21.2X/16.2X，考虑到饲料龙头研发、采购、服务、运营协同发力高筑护城河，饲料主业稳健增长，生猪养殖有望贡献利润弹性，维持“买入”评级！
- **风险提示：**自然灾害及疫情风险，原材料价格波动，产品调整不及预期，生猪养殖不确定性风险

海大集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9292	9808	11365	12873	营业收入	42157	47686	63160	80772
现金	1735	4146	2160	1329	减:营业成本	37616	42289	55426	70734
应收账款	1107	1164	1917	2122	营业税金及附加	53	63	85	105
存货	4844	2679	5010	6076	营业费用	1378	1669	2305	2948
其他流动资产	1606	1818	2279	3346	管理费用	1276	1478	2084	2706
非流动资产	8073	9097	10797	12604	财务费用	219	170	215	205
长期股权投资	39	29	33	33	资产减值损失	66	75	99	126
固定资产	4555	5466	6574	7917	加:投资净收益	151	189	189	189
在建工程	724	1053	1290	1397	其他收益	69	45	52	46
无形资产	929	1063	1219	1401	营业利润	1768	2132	3186	4182
其他非流动资产	1827	1487	1680	1856	加:营业外净收支	-2	16	7	7
资产总计	17366	18905	22162	25477	利润总额	1766	2126	3193	4188
流动负债	6951	6953	8559	9476	减:所得税费用	282	383	575	754
短期借款	2716	3395	3734	2988	少数股东损益	47	92	138	181
应付账款	1513	1273	1546	2718	归属母公司净利润	1437	1651	2480	3254
其他流动负债	2722	2284	3278	3771	EBIT	1985	2295	3408	4393
非流动负债	2191	2257	2084	1882	EBITDA	2478	2816	4042	5168
长期借款	1843	2027	1824	1642					
其他非流动负债	348	230	259	240	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	9142	9210	10642	11359	每股收益(元)	0.91	1.04	1.57	2.06
少数股东权益	478	574	682	836	每股净资产(元)	4.90	5.77	6.86	8.40
归属母公司股东权益	7746	9121	10838	13283	发行在外股份(百万股)	1581	1580	1580	1580
负债和股东权益	17366	18905	22162	25477	ROIC(%)	13.0%	12.5%	16.4%	19.2%
					ROE(%)	19.7%	19.5%	24.7%	26.8%
					毛利率(%)	10.8%	11.3%	12.2%	12.4%
					销售净利率(%)	3.4%	3.5%	3.9%	4.0%
					资产负债率(%)	52.6%	48.7%	48.0%	44.6%
					收入增长率(%)	29.5%	13.1%	32.4%	27.9%
					净利润增长率(%)	19.1%	14.9%	50.2%	31.2%
					P/E	36.63	31.87	21.22	16.17
					P/B	6.80	5.77	4.86	3.96
					EV/EBITDA	24.23	20.49	15.12	12.12

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

