

2020年04月20日

海大集团 (002311.SZ)

公司快报

农林牧渔 | 饲料 III

投资评级

买入-A(维持)

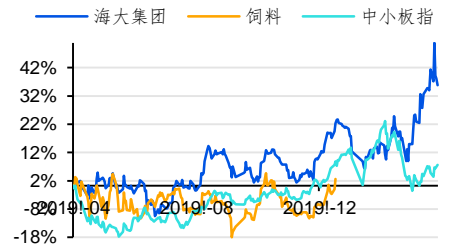
股价(2020-04-17)

41.18 元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 65,079.12 |
| 流通市值(百万元) | 63,972.82 |
| 总股本(百万股) | 1,580.36 |
| 流通股本(百万股) | 1,553.49 |
| 12个月价格区间 | 26.31/45.70 元 |

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 15.52 | 15.34 | 38.93 |
| 绝对收益 | 20.06 | 12.21 | 44.4 |

分析师

陈振志

SAC 执业证书编号: S0910519110001

chenzhenzhi@huajinsec.cn

021-20377051

相关报告

 海大集团: 2020 年基本面有望回暖
 2019-12-17

2019 年报和 2020 年 1 季报业绩点评

投资要点

- ◆ **公司披露 2019 年年报和 2020 年 1 季报。**公司 2019 年实现营业收入 47612.59 百万元, 同比增长 12.94%, 归属净利润 1648.76 百万元, 同比增长 14.71%, EPS (摊薄) 1.04 元, 利润分配预案为每 10 股派发现金股利 3.5 元(含税)。公司 2020 年 1 季度实现营业收入 10491.83 百万元, 同比增长 18.22%, 归属净利润 303.69 百万元, 同比增长 147.93%, 在此前 1 季度业绩预告的区间范围内。
- ◆ **在 2019 年较为艰难的行业大环境下, 公司饲料业务继续保持平稳增长。**公司 2019 年饲料总销量 1229 万吨, 同比增长 15%, 饲料销售收入 38985.18 百万元, 同比增长 11.5%, 饲料总体毛利率 10.84%, 同比较轻微下滑 0.2 个百分点。2019 年受非洲猪瘟疫情和国内生猪存栏量下降影响, 公司 2019 年猪饲料销量同比下降 28%, 约为 167 万吨, 下降幅度基本与行业总量降幅基本一致, 毛利率同比略有上升。受益于禽肉对猪肉的替代和禽业养殖产能的增加, 公司 2019 年禽饲料销量同比增长 35%, 约为 711 万吨, 毛利率同比提升近 2 个百分点, 公司禽料销量增速明显高于 22% 的行业总量增速, 禽料市场份额继续提升。与禽肉替代不同, 2019 年的水产品对猪肉的替代效应并不明显, 延续了 2018 年以来的低迷态势, 水产饲料行业总量同比仅增长 0.3%。公司通过市场份额的扩张, 水产饲料销量取得了 13% 的同比增速, 约为 351 万吨, 其中特种水产饲料销量保持 20% 以上的增长, 普通水产饲料销量同比基本持平。虽然公司特种水产饲料的毛利率同比略有提升, 但是受到普通水产饲料毛利率同比下降 2.28 个百分点的影响, 公司水产饲料毛利率总体同比下降约 0.69 个百分点。
- ◆ **动保、种苗和生猪养殖等业务在 2019 年均实现增长。**2019 年公司动保业务实现销售收入 5.74 亿元, 同比增长 21.28%, 毛利率同比提升 6.72 个百分点; 生猪业务实现销售收入 13.71 亿元, 同比增长 53.36%; 水产种苗业务实现销售收入 3.54 亿元, 同比增长 26.43%。
- ◆ **2020 年 1 季度开局良好。**公司 2020 年 1 季度业绩超出业绩预告披露前的市场预期, 也好于我们的预期, 主要原因在于: (1) 公司在疫情期间积极恢复生产, 为养殖户提供生产物资和深入有效的服务, 使得公司养殖户和销售渠道逆势增长, 市场份额持续扩大, 饲料量利均保持稳定增长; (2) 受益于公司近年的生猪养殖团队建设、防疫措施完善、养殖产能扩张以及一季度的高猪价等因素, 公司生猪业务贡献了部分利润。虽然年初新冠疫情对农业生产资料运输和餐饮消费均带来压力, 饲料养殖业均处于阶段性的艰难时期, 但是公司在逆境中再次展现了出色的抗压能力和行业竞争力。“危机”, “危”中有“机”。此次疫情虽然对行业均有影响, 但对于资金实力和服务能力较弱的小企业造成的冲击可能更大, 从而有望加速市场份额向海大集团等头部企业集中。
- ◆ **我们继续重点推荐海大集团, 逻辑在于:** (1) 2020 年同比基数压力相对较小, 预计 2020 年基本面趋势有望进入回升周期, 1 季度业绩超预期初步印证基本面回升的判断; (2) 二季度逐渐进入水产饲料销售旺季; (3) 全球水产养殖看中国,

中国水产饲料看海大，海大集团未来仍有望继续成为外资青睐的有中国特色的优质资产；（4）跨年度估值切换的机会。

- ◆ **有别于市场大众的观点：**（1）受海外疫情输入影响，今年国内疫情防控措施可能会持续较长时间，部分行业的全年基本面预计会因此受较大影响，比价优势下，海大集团这种业绩好、能见度高、持续性强的品种可能会受益于国内资金配置再平衡；（2）海外疫情稳定后，如果海外资金配置再平衡和流入 A 股，海大集团有望成为外资青睐的投资品种（全球水产养殖看中国，中国水产饲料看海大）；（3）这两个配置“再平衡”可能是需要我们加入对海大集团今年的投资分析框架的。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.48、1.87 和 2.25 元。净资产收益率分别为 20%、20.9%和 20.9%，维持买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**畜禽疫情复燃导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 42,157 | 47,613 | 59,526 | 74,800 | 90,154 |
| YoY(%) | 29.5 | 12.9 | 25.0 | 25.7 | 20.5 |
| 净利润(百万元) | 1,437 | 1,649 | 2,344 | 2,948 | 3,555 |
| YoY(%) | 19.1 | 14.7 | 42.2 | 25.8 | 20.6 |
| 毛利率(%) | 10.8 | 11.3 | 11.8 | 11.6 | 11.6 |
| EPS(摊薄/元) | 0.91 | 1.04 | 1.48 | 1.87 | 2.25 |
| ROE(%) | 18.0 | 18.4 | 20.0 | 20.9 | 20.9 |
| P/E(倍) | 45.3 | 39.5 | 27.8 | 22.1 | 18.3 |
| P/B(倍) | 8.4 | 7.1 | 5.7 | 4.7 | 3.9 |
| 净利率(%) | 3.4 | 3.5 | 3.9 | 3.9 | 3.9 |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 9292 | 8735 | 15291 | 16700 | 21783 | 营业收入 | 42157 | 47613 | 59526 | 74800 | 90154 |
| 现金 | 1735 | 1850 | 4474 | 5622 | 6776 | 营业成本 | 37616 | 42223 | 52483 | 66113 | 79701 |
| 应收票据及应收账款 | 1107 | 1032 | 1642 | 1719 | 2332 | 营业税金及附加 | 53 | 61 | 78 | 99 | 116 |
| 预付账款 | 425 | 453 | 644 | 734 | 928 | 营业费用 | 1378 | 1563 | 1946 | 2394 | 2885 |
| 存货 | 4844 | 4463 | 7105 | 7468 | 10100 | 管理费用 | 967 | 1191 | 1488 | 1870 | 2254 |
| 其他流动资产 | 1182 | 937 | 1425 | 1157 | 1647 | 研发费用 | 309 | 416 | 500 | 531 | 640 |
| 非流动资产 | 8073 | 10119 | 11833 | 13242 | 14343 | 财务费用 | 219 | 212 | 318 | 334 | 329 |
| 长期投资 | 39 | 63 | 94 | 126 | 159 | 资产减值损失 | 66 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 4612 | 6464 | 8106 | 9403 | 10384 | 公允价值变动收益 | 13 | 8 | 4 | -2 | 6 |
| 无形资产 | 932 | 1137 | 1202 | 1269 | 1346 | 投资净收益 | 151 | 160 | 135 | 155 | 150 |
| 其他非流动资产 | 2491 | 2456 | 2431 | 2444 | 2454 | 营业利润 | 1768 | 2098 | 2851 | 3612 | 4385 |
| 资产总计 | 17366 | 18854 | 27123 | 29943 | 36126 | 营业外收入 | 27 | 35 | 38 | 32 | 33 |
| 流动负债 | 6951 | 7906 | 13814 | 14211 | 17343 | 营业外支出 | 29 | 39 | 27 | 29 | 31 |
| 短期借款 | 2716 | 3021 | 7624 | 6863 | 8815 | 利润总额 | 1766 | 2094 | 2861 | 3615 | 4387 |
| 应付票据及应付账款 | 1513 | 1917 | 2346 | 3024 | 3450 | 所得税 | 282 | 305 | 429 | 542 | 658 |
| 其他流动负债 | 2722 | 2968 | 3844 | 4323 | 5078 | 税后利润 | 1484 | 1790 | 2432 | 3073 | 3729 |
| 非流动负债 | 2191 | 1206 | 1135 | 1038 | 913 | 少数股东损益 | 47 | 141 | 88 | 124 | 174 |
| 长期借款 | 1843 | 822 | 750 | 653 | 528 | 归属母公司净利润 | 1437 | 1649 | 2344 | 2948 | 3555 |
| 其他非流动负债 | 348 | 385 | 385 | 385 | 385 | EBITDA | 2538 | 2938 | 3893 | 4912 | 5878 |
| 负债合计 | 9142 | 9112 | 14949 | 15249 | 18256 | 资产负债率 | 52.6 | 48.3 | 55.1 | 50.9 | 50.9 |
| 少数股东权益 | 478 | 638 | 726 | 851 | 1025 | 净负债率 | 37.7 | 23.7 | 35.8 | 16.2 | 16.2 |
| 股本 | 1581 | 1580 | 1580 | 1580 | 1580 | 主要财务比率 | | | | | |
| 资本公积 | 2011 | 2119 | 2119 | 2119 | 2119 | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 留存收益 | 4397 | 5572 | 7277 | 9615 | 12535 | 成长能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 7746 | 9104 | 11448 | 13843 | 16845 | 营业收入(%) | 29.5 | 12.9 | 25.0 | 25.7 | 20.5 |
| 负债和股东权益 | 17366 | 18854 | 27123 | 29943 | 36126 | 营业利润(%) | 19.8 | 18.6 | 35.9 | 26.7 | 21.4 |
| | | | | | | 归属于母公司净利润(%) | 19.1 | 14.7 | 42.2 | 25.8 | 20.6 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 10.8 | 11.3 | 11.8 | 11.6 | 11.6 |
| | | | | | | 净利率(%) | 3.4 | 3.5 | 3.9 | 3.9 | 3.9 |
| | | | | | | ROE(%) | 18.0 | 18.4 | 20.0 | 20.9 | 20.9 |
| | | | | | | ROIC(%) | 13.4 | 14.7 | 13.1 | 15.3 | 15.0 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 52.6 | 48.3 | 55.1 | 50.9 | 50.5 |
| | | | | | | 流动比率 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 2.8 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.7 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 44.7 | 44.5 | 44.5 | 44.5 | 44.5 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 27.4 | 24.6 | 24.6 | 24.6 | 24.6 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 45.3 | 39.5 | 27.8 | 22.1 | 18.3 |
| | | | | | | P/B | 8.4 | 7.1 | 5.7 | 4.7 | 3.9 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 27.0 | 23.1 | 18.0 | 13.9 | 11.8 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1036 | 3247 | 625 | 5112 | 2316 |
| 净利润 | 1484 | 1790 | 2432 | 3073 | 3729 |
| 折旧摊销 | 538 | 662 | 778 | 986 | 1183 |
| 财务费用 | 219 | 212 | 318 | 334 | 329 |
| 投资损失 | -151 | -160 | -135 | -155 | -150 |
| 营运资金变动 | -1075 | 639 | -2765 | 873 | -2769 |
| 其他经营现金流 | 21 | 104 | -4 | 2 | -6 |
| 投资活动现金流 | -2006 | -2117 | -2353 | -2242 | -2127 |
| 筹资活动现金流 | 1740 | -1488 | -251 | -960 | -987 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.91 | 1.04 | 1.48 | 1.87 | 2.25 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.66 | 2.05 | 0.40 | 3.23 | 1.47 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.90 | 5.76 | 7.24 | 8.76 | 10.66 |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn