

2020年07月27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)

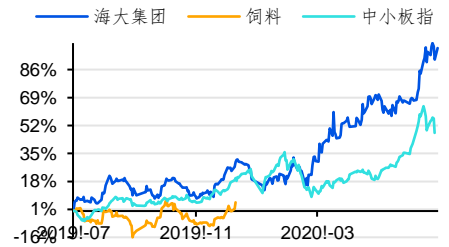
股价(2020-07-27)

56.45 元

交易数据

总市值(百万元)	89,201.68
流通市值(百万元)	88,356.44
总股本(百万股)	1,580.19
流通股本(百万股)	1,565.22
12个月价格区间	28.03/59.08 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.47	2.76	51.74
绝对收益	19.24	28.65	99.37

分析师

 陈振志
 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsec.com
 021-20377051

相关报告

海大集团: 2019 年报和 2020 年 1 季报业绩点评 2020-04-21

海大集团: 2020 年基本面有望回暖 2019-12-17

周期回升叠加新产能投放, 开启新一轮高增长长期

投资要点

- ◆ **公司 2020 年半年报超预期。**公司 2020 年上半年实现营业收入 25885.92 百万元, 同比增长 22.89%, 归属净利润 1104.01 百万元, 同比增长 63.82%, EPS0.69 元, 加权平均 ROE11.2%, 比去年同期的 8.3%提高了 2.9 个百分点。公司 2020 年 2 季度实现营业收入 15394.09 百万元, 同比增长 26.29%, 归属净利润 800.32 百万元, 同比增长 45.14%。公司半年报业绩增速落在此前业绩预告区间的上沿 (55%-65%), 超我们和市场预期。
- ◆ **上半年饲料销量同比增 19%。**公司 2020 年上半年饲料总销量 639 万吨, 同比增长 19%, 饲料产品销售收入 20339.57 百万元, 同比增长 21.55%, 饲料总体毛利率 11.82%, 同比小幅下降 0.35 个百分点, 毛利率同比下降的主要原因在于公司今年执行新收入会计准则, 将为履行合同所发生的相关产品运输费及港杂费等销售费用调整至营业成本核算, 如剔除该调整的影响, 毛利率同比略有提升。
- ◆ **猪料销量虽同比下滑, 但北方区域已率先出现明显恢复趋势。**受到公司猪饲料核心市场华南地区生猪存栏恢复明显慢于北方市场和 2019 年基数前高后低影响, 公司 2020 年上半年猪饲料销量同比下降 17%。在生猪存栏恢复较快的北方市场, 公司通过加强对养殖户的服务支持, 猪料销量同比增长超过 70%, 已经呈现出明显的恢复趋势。在母猪料、教槽料、浓缩料及乳猪料等高毛利产品占比提升的驱动下, 公司上半年的猪料毛利率同比提升 3.6%。
- ◆ **禽料销量同比大增 32%。**2020 年上半年, 国内禽业面临着新冠疫情、行情低迷和玉米原料涨价等多重不利因素影响, 公司一方面运用配方替代技术在保证产品质量的基础上尽量减少饲料提价幅度 (提价幅度低于原材料上涨幅度), 另一方面为养殖户提供保健方案、疫苗产品等相关增值服务, 通过行业低迷期间适度让利和加强增值服务等多项举措, 虽然公司禽饲料毛利率水平同比略有下降, 但 2020 年上半年禽饲料销量同比大幅增长 32%。我们认为在行业困境中对养殖户适度让利和加强服务, 不仅有利于扩大眼前的市场份额, 从中长期的角度更有助于树立行业口碑和增加客户粘性。
- ◆ **水产料销量同比增 15%, 产品结构进一步优化。**2020 年上半年 (尤其 2 季度), 国内水产养殖行业受新冠疫情、餐饮停业、农贸市场流通受阻、局部洪灾等多重因素的不利影响, 行业整体面临一定压力, 同时也使得一批竞争力和抗压力较弱的小企业加速退出。公司依托行业领先的配方替代技术、服务体系及产业链优势, 进一步扩大了水产饲料的市场份额, 2020 年上半年水产饲料销量取得了 15% 的同比增速, 毛利率持平, 产品结构进一步优化, 其中特种鱼饲料销量同比增长 25%, 除传统的生鱼料、鲈鱼料等保持较高增长速度外, 蛙料、泥鳅料等品种销量增长超过 35%, 虾蟹饲料总体保持近 25% 的增长。
- ◆ **动保、生猪养殖和种苗等业务同比实现较快增长。**2020 年上半年公司动保业务实现销售收入 406.13 百万元, 同比增长 23.21%, 毛利率 54.22%, 同比下降 2.24 个百分点; 生猪养殖业务实现销售收入 1340 百万元, 同比增长 106.47%; 水产养

殖业务（含种苗）实现销售收入 421 百万元，同比增长 102.4%，其中水产种苗收入同比增长 67.29%，毛利率 51%，比去年大幅上升 5.81 个百分点。

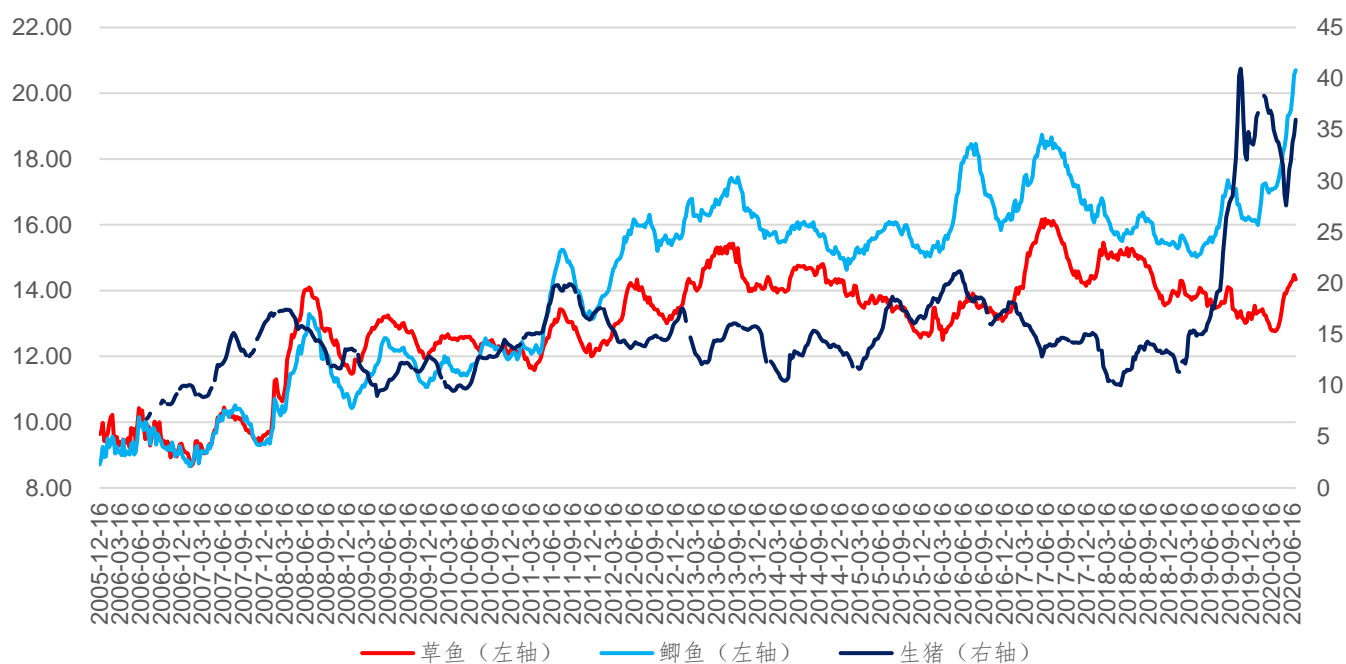
- ◆ **充足的产能为后续市场份额的进一步提升奠定坚实基础。**目前公司新建和在建饲料项目 20 多个，大部分为综合性、涵盖畜禽、水产饲料的大型饲料厂。与此同时，为了积极快速抢占行业整合和小企业加速退出而留下的市场空白，公司上半年通过租赁、并购、合作经营等方式，吸收和新增饲料工厂超过 20 个，增加产能约 200 万吨，为公司下半年和未来市场份额的进一步提升奠定坚实基础。
- ◆ **我们继续重点推荐海大集团，逻辑在于：**（1）根据过去几轮周期的运行规律，水产饲料景气周期一般滞后于生猪景气周期，且呈现出 4-5 年一轮周期的特征。我们认为在经历过 2017 年的前轮周期高点和 2018-2019 年的周期下行后，2020 年将是水产养殖和水产饲料周期见底回升之年；（2）受到今年暴雨天气的压制和高猪价的影响，预计水产饲料本轮景气周期比前几轮有所拉长，并且有望至少持续 2 年；（3）从 2020 年初以来的水产品价格走势来看，草鱼、鲈鱼、鲫鱼、鳊鱼、鳙鱼等多个品种价格均高于 2019 年同期，随着餐饮逐渐复业和消费复苏，小龙虾、黑鱼和牛蛙等其他前期价格低迷的品种也陆续出现回升趋势；（4）虽然最近两月受新冠疫情和暴雨天气影响，但这都是短期因素，不改周期大趋势，公司中报业绩超预期彰显公司经营管理出色的抗压能力；（5）2020-2022 年同时也是公司高毛利饲料产品的新产能释放周期。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.47、1.85 和 2.23 元，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	2,330	2,919	3,525
YoY(%)	19.1	14.7	41.3	25.3	20.7
毛利率(%)	10.8	11.3	11.8	11.6	11.6
EPS(摊薄/元)	0.91	1.04	1.47	1.85	2.23
ROE(%)	18.0	18.4	20.8	21.6	21.4
P/E(倍)	59.9	52.2	36.9	29.5	24.4
P/B(倍)	11.1	9.5	7.9	6.5	5.3
净利率(%)	3.4	3.5	3.9	3.9	3.9

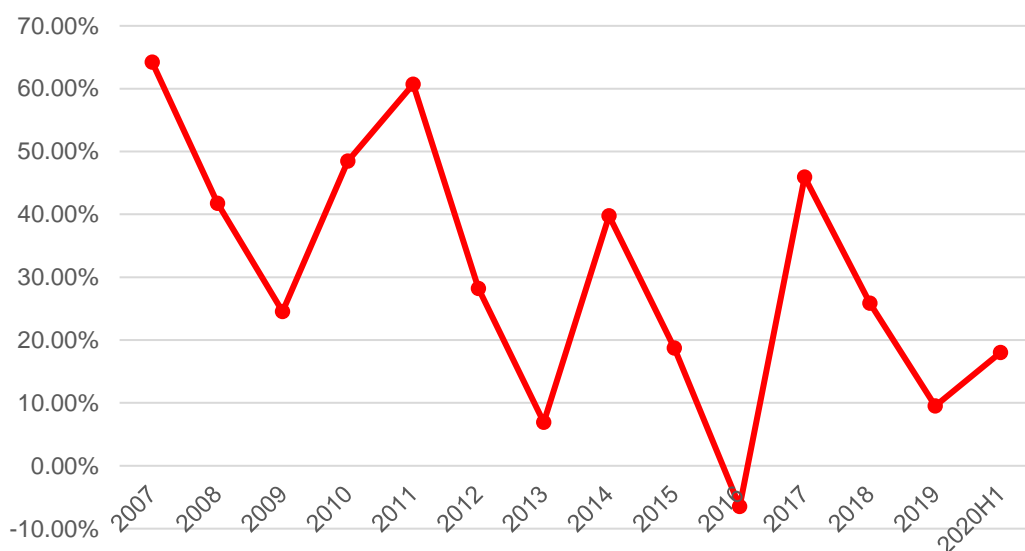
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：水产景气周期滞后于生猪景气周期（草鱼、鲫鱼和生猪的价格周期波动，草鱼鲫鱼为批发价，元/公斤）



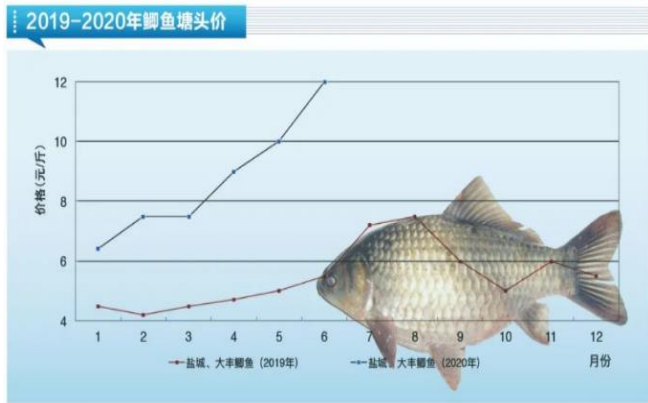
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 2：海大集团饲料业务毛利润同比增速



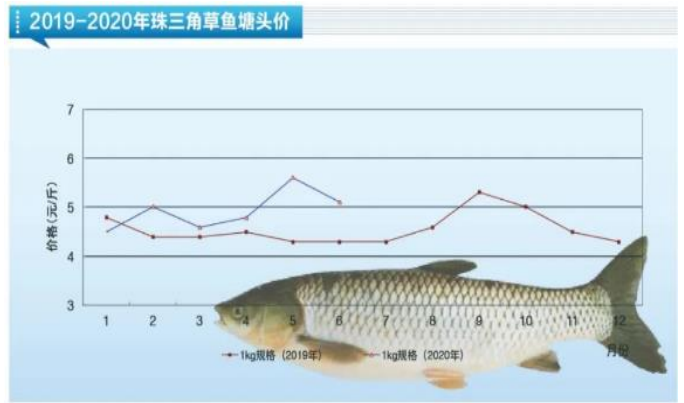
资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

图 3：2019-2020 年鲫鱼塘头价



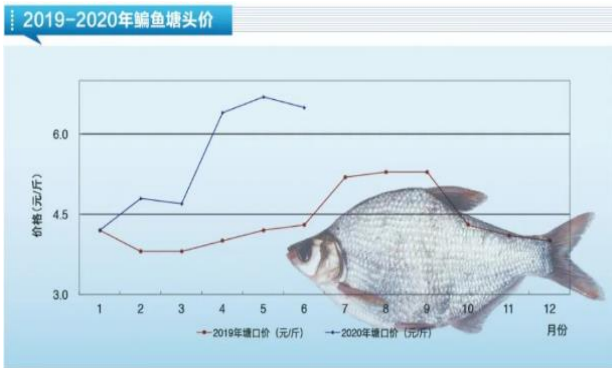
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 4：2019-2020 年珠三角草鱼塘头价



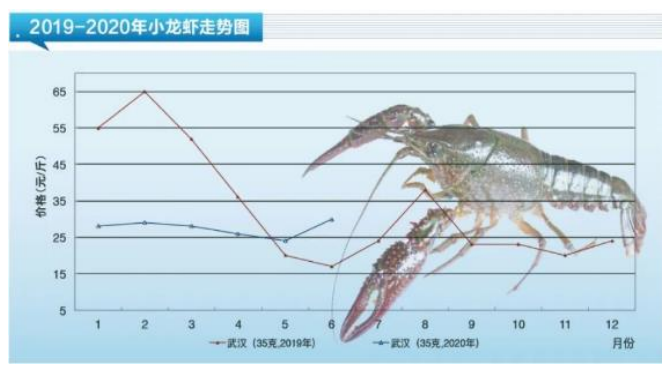
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 5：2019-2020 年鳊鱼塘头价



资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 6：2019-2020 年小龙虾价格



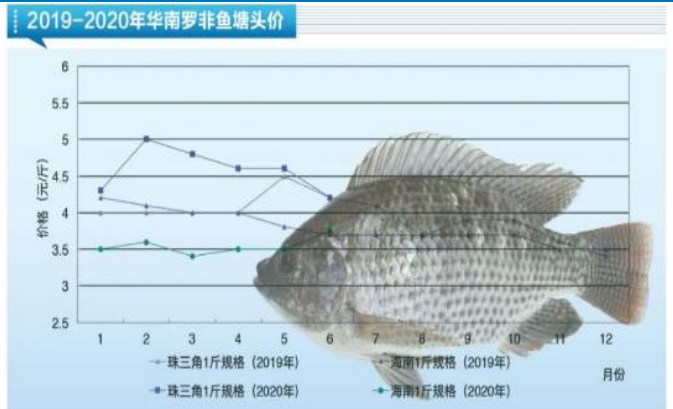
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 7：2019-2020 年广东鳗鱼塘头价



资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 8：2019-2020 年华南罗非鱼塘头价



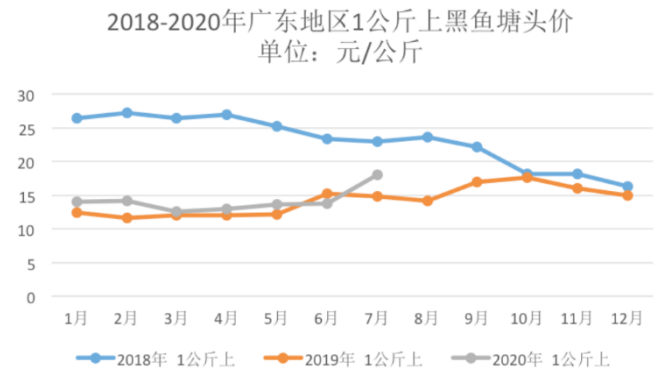
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 9：2018-2020 年珠海海鲈塘头价



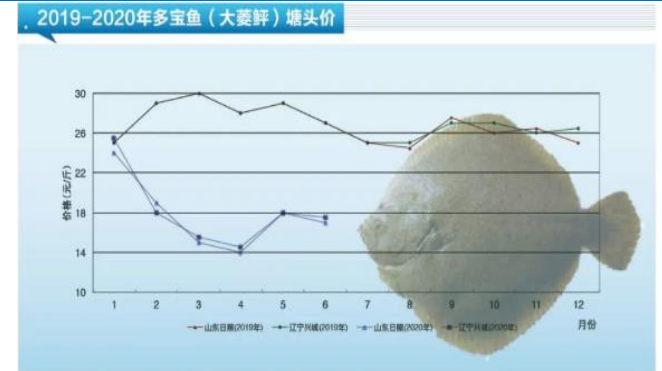
资料来源：农财宝典、华金证券研究所

图 10：2018-2020 年广东黑鱼塘头价



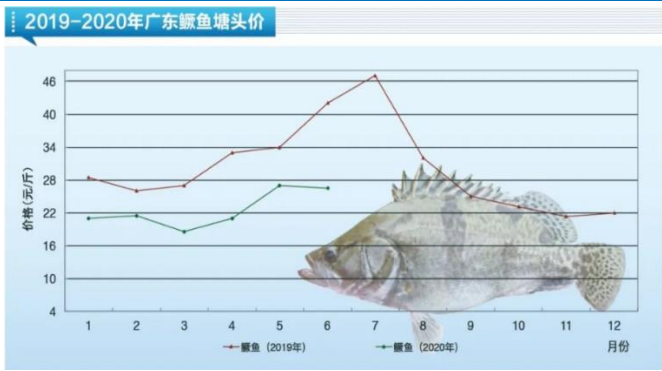
资料来源：农财宝典、华金证券研究所

图 11：2019-2020 年多宝鱼塘头价



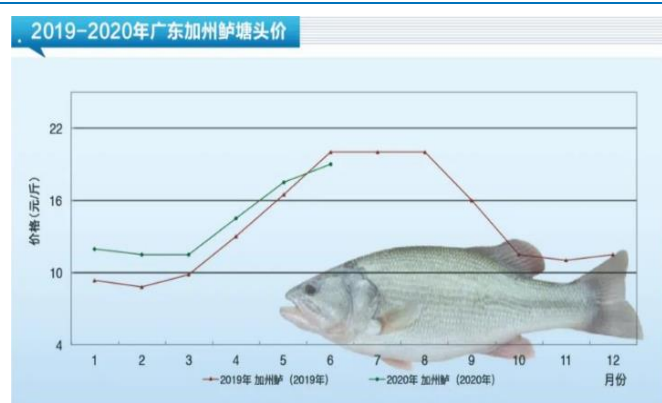
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 12：2019-2020 年广东鳜鱼塘头价



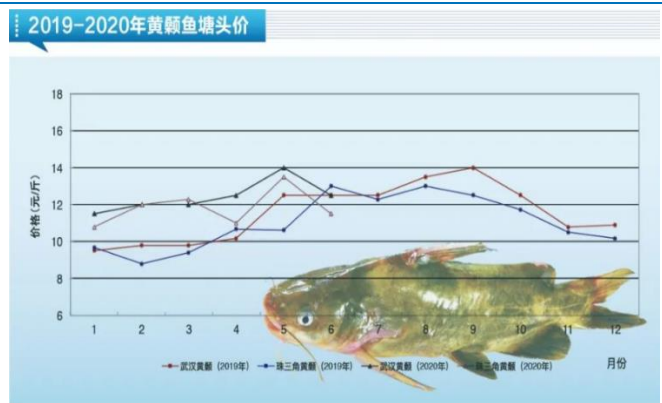
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 13：2019-2020 年广东加州鲈鱼塘头价



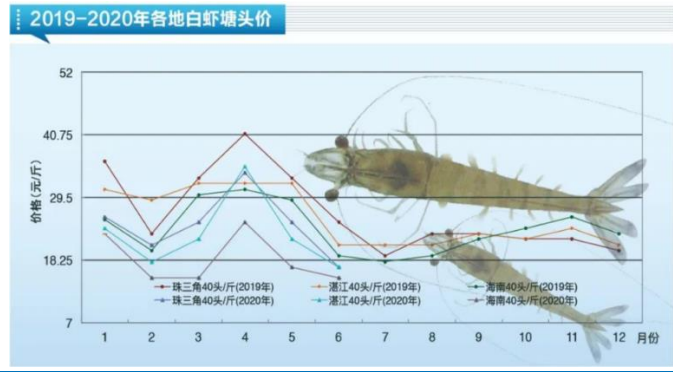
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 14：2019-2020 年黄颡鱼塘头价



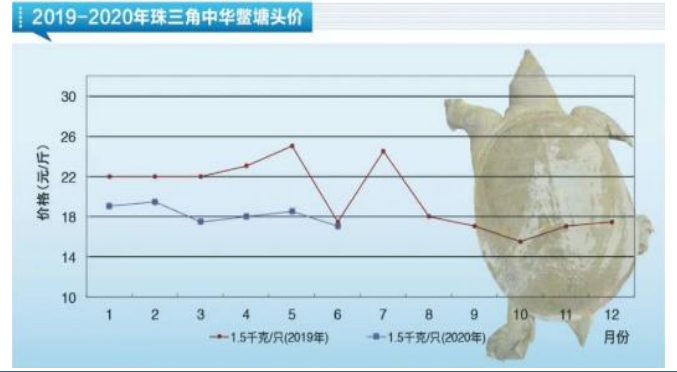
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 15: 2019-2020 年各地白虾塘头价



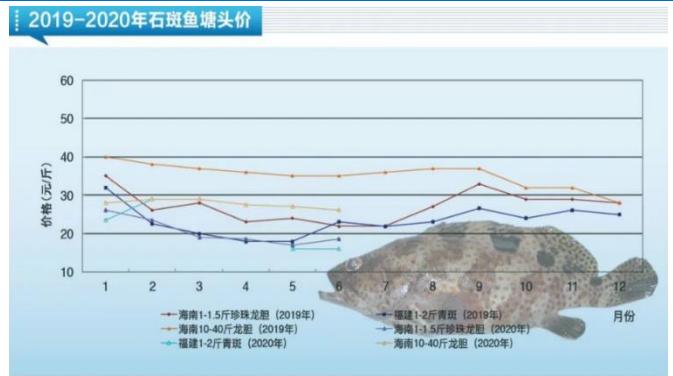
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 16: 2019-2020 年珠三角中华鳖塘头价



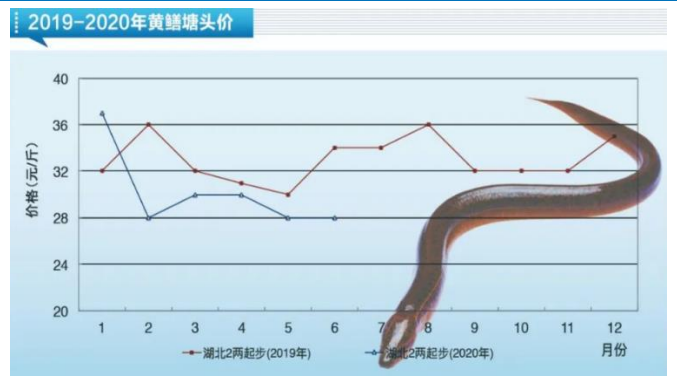
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 17: 2019-2020 年石斑鱼塘头价



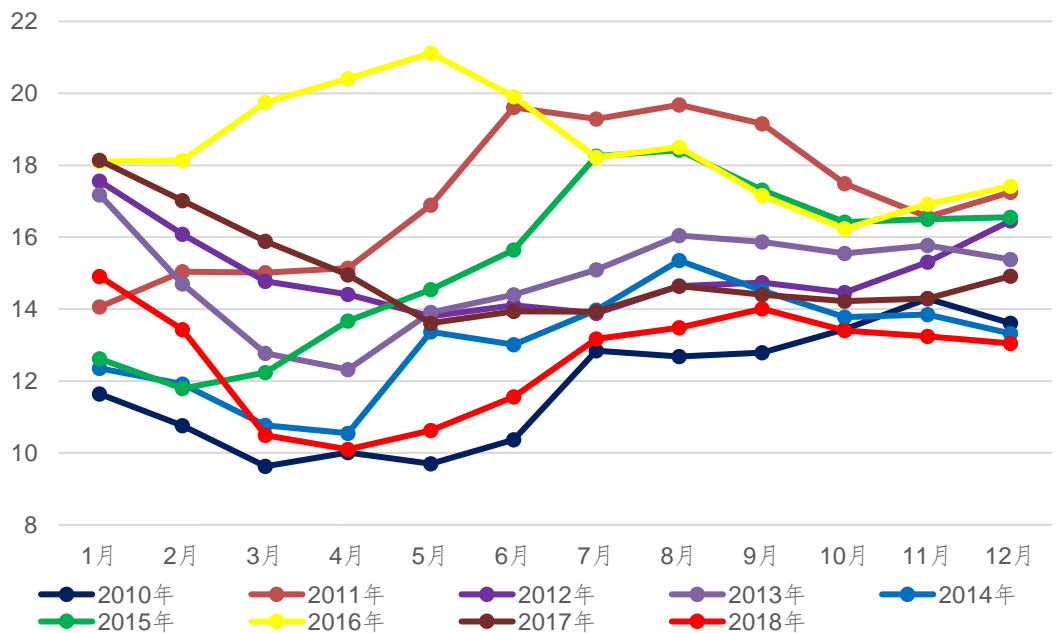
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 18: 2019-2020 年黄鳝塘头价



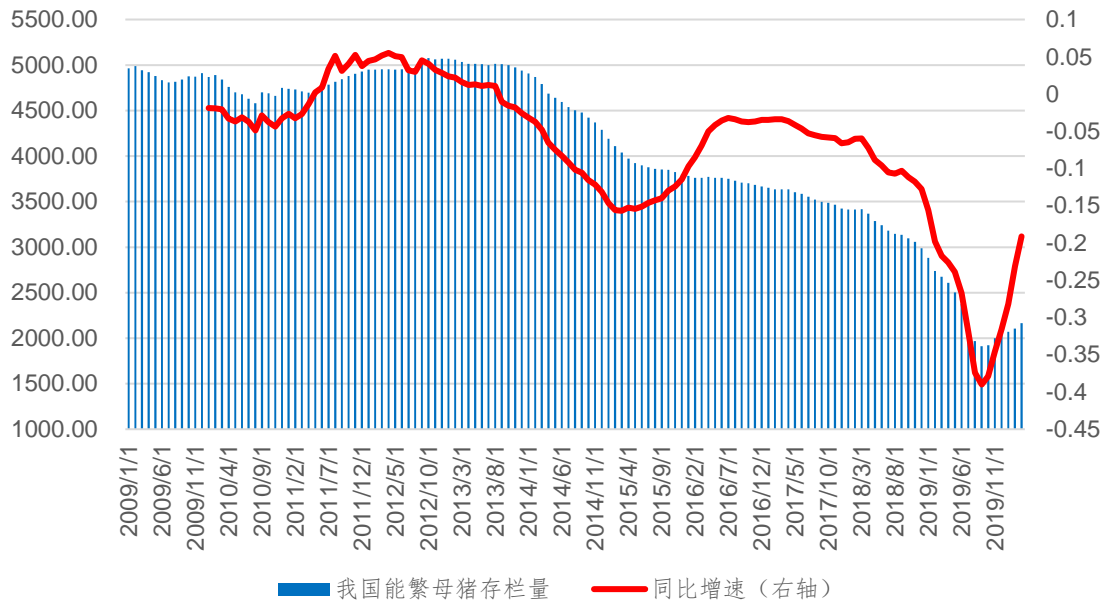
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 19: 国内年度猪价底部大多出现在 4-5 月



资料来源: Wind、华金证券研究所

图 20：我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量历史变动趋势



资料来源：Wind、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	336	369	366
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	2833	3577	4348
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	14382	14808	17973	营业外支出	29	39	27	29	31
短期借款	2716	3021	8192	7461	9444	利润总额	1766	2094	2844	3580	4350
应付票据及应付账款	1513	1917	2346	3024	3450	所得税	282	305	427	537	652
其他流动负债	2722	2968	3844	4323	5078	税后利润	1484	1790	2418	3043	3697
非流动负债	2191	1206	1135	1038	913	少数股东损益	47	141	88	123	173
长期借款	1843	822	750	653	528	归属母公司净利润	1437	1649	2330	2919	3525
其他非流动负债	348	385	385	385	385	EBITDA	2538	2938	3893	4912	5878
负债合计	9142	9112	15517	15847	18885	主要财务比率					
少数股东权益	478	638	726	849	1022	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1581	1580	1580	1580	1580	成长能力					
资本公积	2011	2119	2119	2119	2119	营业收入(%)	29.5	12.9	25.0	25.7	20.5
留存收益	4397	5572	7064	9060	11471	营业利润(%)	19.8	18.6	35.0	26.2	21.6
归属母公司股东权益	7746	9104	10881	13247	16219	归属于母公司净利润(%)	19.1	14.7	41.3	25.3	20.7
负债和股东权益	17366	18854	27123	29943	36126	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	20.8	21.6	21.4
						ROIC(%)	13.4	14.7	13.1	15.3	15.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	52.6	48.3	57.2	52.9	52.3
						流动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2
						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	59.9	52.2	36.9	29.5	24.4
						P/B	11.1	9.5	7.9	6.5	5.3
						EV/EBITDA	35.3	30.3	23.6	18.3	15.4

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	628	5117	2322
净利润	1484	1790	2418	3043	3697
折旧摊销	538	662	778	986	1183
财务费用	219	212	336	369	366
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	-822	-996	-1024
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.04	1.47	1.85	2.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	2.05	0.40	3.24	1.47
每股净资产(最新摊薄)	4.90	5.76	6.89	8.38	10.26

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.com