

2021年07月27日

海大集团 (002311.SZ)

公司快报

农林牧渔 | 饲料 III

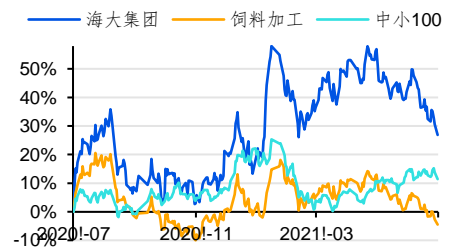
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2021-07-26) **68.84 元**

交易数据

总市值(百万元)	114,354.33
流通市值(百万元)	114,111.78
总股本(百万股)	1,661.16
流通股本(百万股)	1,657.64
12个月价格区间	54.60/89.00 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.34	-18.35	14.76
绝对收益	-10.54	-13.86	26.94

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 年报和 2021 年 1 季报业绩点评 2021-04-20
- 海大集团: 基本面趋势向好 2021-03-18
- 海大集团: 业绩稳健增长, 回购彰显信心 2020-10-26
- 海大集团: 基本面处于上行周期, 继续重点推荐 2020-08-03
- 海大集团: 周期回升叠加新产能投放, 开启新一轮高增长期 2020-07-28

饲料业务表现亮眼, 后续有望重回逻辑主线

投资要点

- ◆ **公司 2021 年半年报符合预期。**公司 2021 年上半年实现营业收入 38191.24 百万元, 同比增长 47.54%, 归属净利润 1532.59 百万元, 同比增长 38.82%, EPS0.93 元, 加权平均 ROE10.68%, 比去年同期的 11.2% 小幅下降 0.52 个百分点。公司 2021 年 2 季度实现营业收入 22478.10 百万元, 同比增长 46.02%, 归属净利润 825.31 百万元, 同比增长 3.12%。公司半年报业绩我们预期。
- ◆ **上半年饲料对外销量同比增 31%。**公司 2021 年上半年饲料总销量 881 万吨(含自用 42 万吨), 同比增长 34%, 其中饲料对外销量 839 万吨, 同比增长 31%, 高于行业 21.1% 的增速。饲料产品销售收入 30102.93 百万元, 同比增长 48%, 饲料总体毛利率 10.11%, 同比下降 1.71 个百分点。毛利率同比下降的主要原因在于原材料价格的上涨, 同时公司利用期货套保工具锁定原材料成本, 部分期货套保利润体现在投资收益项目。
- ◆ **猪料销量同比大增 148%。**公司 2021 年上半年猪饲料销量 197 万吨, 同比增长 148%, 大幅高于行业 71.4% 的增速。公司猪饲料的大幅增长主要受益于国内生猪养殖产能的明显恢复以及公司近年来持续加大产品研发和疫情防控体系的投入和建设, 客户对产品的认可度得到提升。猪饲料毛利率同比下降 3.9 个百分点, 除了原材料涨价因素外, 主要在于华南地区毛利率较低的大猪料大幅增长 2 倍以上, 从而拉低了猪饲料整体毛利率水平。
- ◆ **禽料销量逆势增长 12%。**公司 2021 年上半年禽饲料销量 455 万吨, 同比增长 12%, 毛利率同比下 1.53 个百分点。同期国内蛋禽料和肉禽料的行业产量增速分别为 -10.2% 和 -4.1%, 公司禽料销售实现逆势增长。在禽饲料行业低迷阶段, 公司发挥中台管理优势, 以配方师为纽带, 加大对中大型养殖公司的服务力度, 提高与大型养殖公司定制化产品服务的市场影响力。
- ◆ **水产料销量同比增 21%, 产品结构进一步优化。**公司 2021 年上半年水产饲料销量 187 万吨, 同比增长 21%, 高于行业 9.4% 的增速, 毛利率同比下降 1.23 个百分点。公司的国内水产料产品结构进一步优化, 虾蟹料和特种鱼饲料增速突出, 其中国内虾蟹饲料销量同比增长 35%。上半年越南等东南亚地区受新冠疫情影响严重, 原材料运输供应紧张、价格大幅上涨、水产品出口受阻, 境外水产饲料毛利率大幅下降, 从而拉低水产饲料整体毛利率水平。
- ◆ **种苗和动保业务保持较快增长。**2021 年上半年公司动保业务实现销售收入 508 百万元, 同比增长 25%, 毛利率保持 50% 以上。截止 2021 年中期期末, 公司动保“千站计划”已设立近 60 多个站点, 在服务站牵引和推动下, 公司畜禽动保收入实现翻倍增长。2021 年上半年公司种苗业务实现销售收入 503 百万元, 同比增长 44%, 毛利率保持 50% 以上。
- ◆ **受猪价下行影响, 生猪养殖毛利率下滑。**2021 年上半年公司生猪养殖业务实现收入 2372 百万元, 同比增长 77%, 受生猪价格下降影响, 毛利率同比下降 22 个百

分点。我们认为 2 季度猪价下行是压制公司近期市场表现的主要原因之一。经过近期的调整和猪价的企稳，我们认为猪价带来的负面预期逐渐得到消化。公司上半年饲料业务的强劲表现有望增强市场对公司饲料业务未来增长的信心，后续 3 季度的饲料销售旺季和公司未来的饲料业务布局有望重回市场关注的主线。

- ◆ 我们继续重点推荐海大集团，主要逻辑在于：（1）2021 年饲料动保板块处于景气度周期，海大集团是在该板块中，综合考量业绩成长性、持续性和估值水平等框架下的优选标的；（2）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、2018-2019 年的周期下行、以及 2020 年疫情和洪水的扰动后，2021 年水产饲料有望迎来高景气行情，2021 年初以来的水产品涨价和水产饲料行业产量同比高增已经得到初步印证；（3）公司有望加快产能扩张和行业并购整合，完善产业布局，进一步提升市场份额；（4）公司的 2021 年股票期权激励计划，员工覆盖面广、目标清晰；（5）公司开始布局反刍动物饲料板块，反刍动物饲料渗透率低、增速高、市场分散，是有待开发的一片蓝海，有望成为公司中长期的又一新增增长点。
- ◆ 投资建议：我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 2.00、2.35 和 2.80 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,613	60,324	77,263	95,563	119,741
YoY(%)	12.9	26.7	28.1	23.7	25.3
净利润(百万元)	1,649	2,523	3,327	3,903	4,654
YoY(%)	14.7	53.0	31.9	17.3	19.2
毛利率(%)	11.3	11.7	11.5	10.8	10.5
EPS(摊薄/元)	0.99	1.52	2.00	2.35	2.80
ROE(%)	18.4	19.1	19.1	19.0	19.0
P/E(倍)	69.4	45.3	34.4	29.3	24.6
P/B(倍)	12.6	8.2	6.6	5.5	4.6
净利率(%)	3.5	4.2	4.3	4.1	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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8735	14264	20271	27491	31650	营业收入	47613	60324	77263	95563	119741
现金	1850	2056	8043	9948	12465	营业成本	42223	53292	68403	85268	107136
应收票据及应收账款	1032	1085	1627	1728	2476	营业税金及附加	61	69	99	118	148
预付账款	453	1871	1105	2576	2037	营业费用	1563	1343	1932	2102	2634
存货	4463	7255	7786	10964	12595	管理费用	1191	1559	2009	2341	2934
其他流动资产	937	1997	1709	2275	2077	研发费用	416	479	610	650	718
非流动资产	10119	13262	15021	16781	18900	财务费用	212	236	195	284	351
长期投资	63	59	62	65	67	资产减值损失	-50	-57	0	0	0
固定资产	6464	7990	9786	11526	13552	公允价值变动收益	8	-12	-6	1	-2
无形资产	1137	1271	1336	1411	1463	投资净收益	160	2	122	109	98
其他非流动资产	2456	3942	3837	3780	3818	营业利润	2098	3347	4132	4908	5916
资产总计	18854	27527	35292	44272	50549	营业外收入	35	24	29	29	29
流动负债	7906	10849	15183	20607	22437	营业外支出	39	87	44	50	55
短期借款	3021	4736	5814	12322	10366	利润总额	2094	3284	4116	4887	5890
应付票据及应付账款	1917	2061	3045	3319	4677	所得税	305	435	576	684	825
其他流动负债	2968	4052	6324	4965	7394	税后利润	1790	2850	3540	4203	5065
非流动负债	1206	1719	1610	1495	1409	少数股东损益	141	327	213	299	411
长期借款	822	1161	1052	937	851	归属母公司净利润	1649	2523	3327	3903	4654
其他非流动负债	385	558	558	558	558	EBITDA	2938	4484	5247	6368	7710
负债合计	9112	12568	16794	22102	23846	主要财务比率					
少数股东权益	638	986	1199	1498	1910	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	1580	1661	1661	1661	1661	成长能力					
资本公积	2119	5042	5042	5042	5042	营业收入(%)	12.9	26.7	28.1	23.7	25.3
留存收益	5572	7534	10196	13439	17476	营业利润(%)	18.6	59.5	23.4	18.8	20.5
归属母公司股东权益	9104	13973	17300	20671	24794	归属于母公司净利润(%)	14.7	53.0	31.9	17.3	19.2
负债和股东权益	18854	27527	35292	44272	50549	获利能力					
						毛利率(%)	11.3	11.7	11.5	10.8	10.5
现金流量表(百万元)						净利率(%)	3.5	4.2	4.3	4.1	3.9
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	18.4	19.1	19.1	19.0	19.0
经营活动现金流	3247	485	7660	-890	8851	ROIC(%)	14.7	15.3	15.0	12.9	14.7
净利润	1790	2850	3540	4203	5065	偿债能力					
折旧摊销	662	897	926	1169	1440	资产负债率(%)	48.3	45.7	47.6	49.9	47.2
财务费用	212	236	195	284	351	流动比率	1.1	1.3	1.3	1.3	1.4
投资损失	-160	-2	-122	-109	-98	速动比率	0.4	0.4	0.7	0.6	0.7
营运资金变动	639	-3649	3116	-6436	2091	营运能力					
其他经营现金流	104	153	6	-1	2	总资产周转率	2.6	2.6	2.5	2.4	2.5
投资活动现金流	-2117	-4321	-2569	-2819	-3462	应收账款周转率	44.5	57.0	57.0	57.0	57.0
筹资活动现金流	-1488	4014	-183	-894	-915	应付账款周转率	24.6	26.8	26.8	26.8	26.8
						估值比率					
每股指标(元)						P/E	69.4	45.3	34.4	29.3	24.6
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.52	2.00	2.35	2.80	P/B	12.6	8.2	6.6	5.5	4.6
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	0.29	4.61	-0.54	5.33	EV/EBITDA	39.9	26.6	21.9	18.8	15.0
每股净资产(最新摊薄)	5.48	8.41	10.41	12.44	14.93						

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