

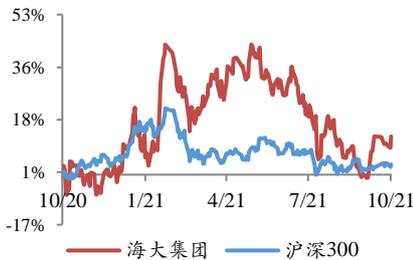
高价外购仔猪影响于 Q4 结束, Q3 非养殖业务稳健增长

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2021-10-20

收盘价 (元)	67.43
近 12 个月最高/最低 (元)	85.69/55.73
总股本 (百万股)	1,661
流通股本 (百万股)	1,658
流通股比例 (%)	99.79
总市值 (亿元)	1,120
流通市值 (亿元)	1,118

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 王莺

执业证书号: S0010520070003

电话:

邮箱: wangying@hazq.com

相关报告

- 1.海大集团 (002311) 点评: 1H21 饲料业务优势突显, Q4 生猪养殖成本或明显回落 2021-07-27
- 2.海大集团 (002311) 点评: 年报、一季报高增长, 饲料养殖共同发力 2021-04-20

主要观点:

● 受生猪养殖业务拖累, Q3 公司归母净利润同比下降 15.8%。

公司发布三季报: 1-9 月实现营业收入 643.1 亿元, 同比增长 46.8%, 归母净利润 17.46 亿元, 同比下降 15.8%, 扣非后归母净利润 17.04 亿元, 同比下降 16.2%。其中, 2021Q3 实现营业收入 261.2 亿元, 同比增长 45.8%, 归母净利润 2.14 亿元, 同比大降 77.9%, 主要受生猪养殖业务拖累所致。

● Q3 生猪养殖业务亏损约 7 亿元, 外购仔猪负面影响将于 Q4 结束。

2021Q3 公司生猪养殖业务亏损约 7 亿元, 对公司总体业绩造成重大冲击, 主要原因如下: ①Q3 出栏的 55 万头生猪中, 外购仔猪数量 37 万头, 由于 Q3 外购仔猪出栏是 Q1 以头均逾 1600 元高价购得, 导致 Q3 养殖成本过高; ②Q3 生猪价格大跌导致全行业深度亏损。由于仔猪价格自 6 月开始明显回落, 公司生猪养殖成本 Q4 有望回落。

生猪业务亏损并未影响到公司正常经营, 公司生猪养殖团队稳定, 专业能力不断提高, 团队在育种体系研发、种源资源布局、动物营养研发、兽医防治能力、养殖平台中台化建设等方面均有较大进步。公司种猪存栏量稳步攀升, 2021 年 3 季末, 公司生产性生物资产较去年底增长 67%。

● Q3 公司饲料销量同比快增 28%, 非养殖业务实现净利润 9.14 亿元

除生猪养殖业务外, Q3 公司其他业务归母净利润 9.14 亿元, 同比增长 21%, 公司饲料、种苗、动保等业务均保持量利齐升的增长态势, 1-9 月公司其他业务累计归母净利润约 24.46 亿元, 同比增长 47%。2021 年 1-9 月, 公司饲料累计销量 1400 万吨, 同比增长 30%, 其中, 禽料 700 万吨、水产料 370-380 万吨、猪料 320-330 万吨; Q3 饲料对外销量 561 万吨, 同比增长 28%, 其中, 水产料同比增长 20%, 禽料同比增长逾 10%, 猪料同比增长逾 110%, 公司饲料业务仍保持稳健增长态势。

● 投资建议

公司是我国饲料行业龙头企业, 饲料品类齐全、产品力清晰卓越铸造核心竞争力, 公司持续穿越周期高增长, 外购仔猪负面影响将于今年 Q4 结束。我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 767.75 亿元、957.7 亿元、1184.08 亿元, 同比增长 27.3%、24.7%、23.6%, 归母净利润 24.22 亿元、35.54 亿元、51.08 亿元, 同比增长-4.0%、46.7%、43.7%, 对应每股收益 1.46 元、2.14 元、3.07 元。我们给予公司 2022 年 35 倍 PE, 合理估值 75 元, 维持“买入”评级不变。

● 风险提示

疫病。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	60324	76775	95770	118408
收入同比 (%)	26.7%	27.3%	24.7%	23.6%
归属母公司净利润	2523	2422	3554	5108
净利润同比 (%)	53.0%	-4.0%	46.7%	43.7%
毛利率 (%)	11.7%	9.8%	10.3%	11.1%
ROE (%)	18.1%	14.8%	17.8%	20.4%
每股收益 (元)	1.60	1.46	2.14	3.07
P/E	43.13	46.25	31.52	21.93
P/B	7.79	6.83	5.62	4.47
EV/EBITDA	25.18	29.76	21.82	15.52

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	14264	19893	23827	29857	营业收入	60324	76775	95770	118408
现金	2056	4404	4861	6839	营业成本	53292	69265	85936	105323
应收账款	1067	1358	1694	2095	营业税金及附加	69	88	109	135
其他应收款	732	932	1163	1437	销售费用	1343	1611	1853	2224
预付账款	1871	2432	3017	3697	管理费用	1559	1949	2436	3045
存货	7255	9430	11700	14339	财务费用	236	318	384	400
其他流动资产	1282	1337	1393	1449	资产减值损失	-57	0	0	0
非流动资产	13262	15248	17237	19226	公允价值变动收益	12	0	0	0
长期投资	59	56	53	50	投资净收益	2	-30	0	0
固定资产	7704	9115	10526	11938	营业利润	3347	3034	4452	6541
无形资产	1257	1407	1557	1707	营业外收入	24	25	25	25
其他非流动资产	4242	4669	5100	5531	营业外支出	87	25	25	25
资产总计	27527	35141	41064	49083	利润总额	3284	3034	4452	6541
流动负债	10849	15531	17291	19334	所得税	435	401	589	865
短期借款	4736	7736	7736	7736	净利润	2850	2633	3863	5676
应付账款	2061	2678	3323	4072	少数股东损益	327	211	309	568
其他流动负债	4052	5117	6232	7526	归属母公司净利润	2523	2422	3554	5108
非流动负债	1719	2019	2319	2619	EBITDA	4480	3930	5352	7419
长期借款	1161	1461	1761	2061	EPS (元)	1.60	1.46	2.14	3.07
其他非流动负债	558	558	558	558					
负债合计	12568	17550	19610	21953					
少数股东权益	986	1197	1506	2073	主要财务比率				
股本	1661	1661	1661	1661	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	5042	5042	5042	5042	成长能力				
留存收益	7270	9692	13245	18353	营业收入	26.7%	27.3%	24.7%	23.6%
归属母公司股东权	13973	16395	19948	25056	营业利润	59.5%	-9.3%	46.7%	46.9%
负债和股东权益	27527	35141	41064	49083	归属于母公司净利	53.0%	-4.0%	46.7%	43.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	11.7%	9.8%	10.3%	11.1%
					净利率 (%)	4.2%	3.2%	3.7%	4.3%
					ROE (%)	18.1%	14.8%	17.8%	20.4%
					ROIC (%)	14.8%	10.5%	13.0%	15.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	45.7%	49.9%	47.8%	44.7%
					净负债比率 (%)	84.0%	99.8%	91.4%	80.9%
					流动比率	1.31	1.28	1.38	1.54
					速动比率	0.47	0.52	0.53	0.61
					营运能力				
					总资产周转率	2.19	2.18	2.33	2.41
					应收账款周转率	56.52	56.52	56.52	56.52
					应付账款周转率	25.86	25.86	25.86	25.86
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.60	1.46	2.14	3.07
					每股经营现金流	0.29	1.25	1.94	2.87
					每股净资产	8.41	9.87	12.01	15.08
					估值比率				
					P/E	43.13	46.25	31.52	21.93
					P/B	7.79	6.83	5.62	4.47
					EV/EBITDA	25.18	29.76	21.82	15.52

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。