

## 农林牧渔

2017年05月24日

## 海大集团 (002311)

——2季度看利润率提升, 3季度看量利双升

报告原因: 有新的信息需要补充

买入 (维持)

市场数据: 2017年05月23日

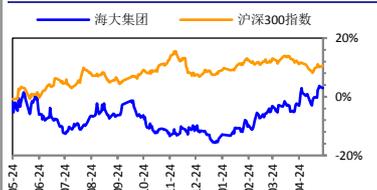
收盘价(元)	17.7
一年内最高/最低(元)	17.85/14.15
市净率	4.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	27056
上证指数/深证成指	3061.95 / 9763.78

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017年03月31日

每股净资产(元)	3.62
资产负债率%	51.14
总股本/流通A股(百万)	1582/1529
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

《海大集团(002311)点评: 鱼价上涨推动产品结构升级, 维持买入评级!》  
2017/05/15

《海大集团(002311)点评: 鱼虾价格本周普涨, 水产饲料旺季有望迎来开门红!》  
2017/05/08

## 证券分析师

宫衍海 A0230513040003  
gongyh@swsresearch.com  
赵金厚 A0230511040007  
zhaojh@swsresearch.com

## 联系人

龚毓幸  
(8621)23297818×7405  
gongyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点:

- **简评二季度: 水产饲料犹如定海神针, 销量增长稳定但毛/净利率提升明显。** 尽管由于行业景气等原因导致公司畜禽料4-5月增速下滑, 但水产料仍是公司二季度业绩增长的“定海神针”: 整体看由于鱼价在13-16年持续低迷, 供给量逐步下降, 去年三季度洪水又将大量塘养鱼冲走导致今年春季供给严重不足, 此外, 16年底-17年初的暖冬和17年海洋禁捕期延长1-2个月, 对淡水鱼价均产生积极的影响。鱼饲料的投喂量是根据鱼塘内鱼体重1-4%来确定的, 因此水产饲料销售有两个基本变量: 1) 鱼价, 鱼价高, 农户加大饲料投放量以加快鱼的生长, 提升出塘速度, 2) 存塘鱼的总重量。因此, 近期鱼、虾走高, 加上华中、华东立体养殖的加速普及对水产饲料销售也是正面拉动, 但目前塘里的家鱼多半为小鱼, 体重有限, 故我们认为二季度水产饲料销量增速预计稳定在22-28%之间。然而, 华中、华东地区膨化料和特种水产料销量增速均超过30-35%。膨化、特种料单吨盈利250-500元, 而普通水产料单吨盈利为120-180元, 畜禽料单吨盈利仅有40-100元, 因此公司毛利率/净利率在2季度会有显著的提升。
- **展望三季度: 畜禽有望走出低谷, 水产料或量利齐升。** 公司认为整体生猪存栏还是会呈现趋势性向上增长的态势, 同时加大力度在华北地区销售以及东北地区与本地小厂开展合作模式, 后期猪料销量增速回升是大概率事件; 禽料方面, 预计三季度家禽养殖可能走出低谷, 更重要的是, 禽料由于本次洗牌后市场格局更好, 单吨利润会有提升; **水产料方面, 鱼价利好仍存, 体重增加导致投喂量将显著改善。** 5月末开始, 鱼虾大量上市, 价格或将回落, 但养殖户仍将持续高盈利时代: 以草鱼为例, 目前价格8-8.5元/斤, 成本只有4.5-5元/斤, 就算价格跌至6.5元/斤, 仍然有很好的盈利, 所以价格对水产饲料的正面效应将会持续; 其次, 三季度存塘鱼体重增加, 对饲料销售形成正贡献(16年同期基数也较低)。而高端的膨化料、特种量销量有望维持高增长, 公司也积极在四川、贵州等地布局新产能, 多点开花启动水产料量利齐升。
- **服务营销向纵深发展, 鱼苗、洁水剂是饲料销售的好抓手。** 公司在业内率先推广服务营销概念, 但如今同行都开始做服务, 公司正积极尝试服务从广度转向纵向深入的变化。之前走服务的广度, 下设各种服务站。后来发现口碑效应很重要, 很多散户会跟随大户, 所以这年开始重点针对三户, 粉丝户、重点户、潜力户、示范户, 重点意味着增加服务深度增加(根据水域面积、使用海大饲料的总量和持续性等)。让他们去带动其他养殖户的跟随。此外, 公司还找到了1个契机和2个着眼点: 契机在于, 由于鱼价高企, 华中地区养殖密度增长非常快, 以前亩产2000-3000斤, 现在采用立体养殖模式可以翻一倍。立体养殖对技术要求高, 需要“投好苗、用好料、控环境(洁水)”, 使得近些年公司在饲料研发、苗种选育和洁水制剂的品质提升所做的努力在今年鱼价走高的时候得到了最大的弹性体现: 1) 鱼苗当捆绑销售, 刺激饲料销售。公司目前的鳊鱼苗、鲫鱼苗在抗病能力、生长速度等方面均有突出表现, 由于技术流程复杂等原因, 公司短期并不打算将鱼苗做成一个产业, 而是作为帮助饲料销售的辅助产品, 目前捆绑销售的产品卖脱销。虾苗则根据不同区域的不同养殖模式, 开发了不同的差异化产品, 在浙江、东北北表现特别好, 在华南表现也优于市场。对虾去年养殖规模萎缩, 价格下跌, 但公司销售增速15%接近, 17年1-5月销量增长也有15%左右; 2) 节水制剂和其他动保产品增速明显, 年初至今有40-50%增长肯定, 毛利55%-60%以上, 接近30%净利率。去年上述产品销售利润4500-5000万元, 今年有望突破7500-8000万元!

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27,185	5,466	35,912	45,141	55,208
同比增长率(%)	6.33	36.53	32.10	25.70	22.30
净利润(百万元)	856	58	1,198	1,498	1,843
同比增长率(%)	9.72	47.44	39.98	25.04	23.03
每股收益(元/股)	0.56	0.04	0.78	0.97	1.20
毛利率(%)	9.4	9.9	9.8	9.9	10.0
ROE(%)	15.1	1.0	22.1	23.5	24.3
市盈率	32		23	18	15

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- **中长期看，海外拓展、特种水产料、生猪养殖是业绩增长的3个亮点。****1) 海外：**16年海外地区水产饲料销售20万吨，17年前四个月增长50%以上，17年计划销量30万吨。东南亚市场本土企业少，需求增长快，毛利率显著高于国内，公司只要有产能，就不担心销售。目前公司在越南等地每年建设2-3个工厂，建厂速度由于当地劳工原因偏慢，但增长空间很大：首先，东南亚（除泰国）虾料市场已达到80-100万吨规模，未来有望突破200万吨，是国内的一倍。受制于产能，目前公司市占率只有15%，远低于国内的40%。其次，公司畜禽料海外拓展也开始起步，16年销量2万吨，全年目标10万吨，17年海外饲料销售总计有望达到40万吨。另外，17年开始，公司计划进军中南美（厄瓜多尔，虾料）和印度市场，开拓新蓝海！计划18-19年，海外饲料销量达到60/80万吨；**2) 特种饲料：**消费升级和多元化推动以海鲈鱼、小龙虾为首的新一代水产品销量爆发式增长，公司高毛利特种料有望维持30-50%的复合增速；**3) 生猪养殖：**预计公司17-19年生猪出栏规模分别为45/75/110万头，到2022年达到500万头。公司目前重点在扩大母猪、仔猪规模，也开始筹划在广东以外的地区建设核心种猪场，一旦种猪上规模，后期生猪出栏放量会非常快。尽管猪价存在波动，但出栏量的大幅增长从中长期看，一定会给公司带来业绩的正贡献。
- **投资建议：积极配置，尤其是出现调整的情况下。**公司亮点在三季度，如果因为市场对二季度较高的预期没有兑现而股价出现调整，那正式很好的买入时点！保守假设公司全年饲料销量900万吨，其中水产料250万吨（同比增长22%，全年超预期可能性很大），猪料150万吨（同比增长28%），禽料500万吨（同比增长25%，有难度，但对净利润影响低），预计公司17-19年净利润11.98/14.98/18.43亿元（维持原盈利预测），实现EPS0.78/0.97/1.2元，对应PE23/18/15X。给予18年25X估值，对应1年目标价24.25元，维持“买入”评级。

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,090	25,567	27,185	35,912	45,141	55,208
营业收入同比增长率 (yoy)	17.62%	21.23%	6.33%	32.10%	25.70%	22.30%
减: 营业成本	19,019	23,159	24,625	32,382	40,672	49,711
毛利率 (%)	9.82%	9.42%	9.42%	9.80%	9.90%	10.00%
减: 营业税金及附加	5	5	34	44	55	67
主营业务利润	2,067	2,403	2,526	3,486	4,414	5,430
主营业务利润率 (%)	9.80%	9.40%	9.29%	9.70%	9.80%	9.80%
减: 销售费用	569	674	761	1,008	1,270	1,553
减: 管理费用	704	677	756	998	1,255	1,535
减: 财务费用	99	102	70	93	117	144
经营性利润	695	949	939	1,385	1,772	2,199
经营性利润同比增长率 (yoy)	122.16%	36.43%	-1.06%	47.60%	27.90%	24.10%
经营性利润率 (%)	3.30%	3.71%	3.45%	3.90%	3.90%	4.00%
减: 资产减值损失	36	27	19	15	20	20
加: 投资收益及其他	52	4	55	45	35	30
营业利润	701	925	1,001	1,415	1,787	2,209
加: 营业外净收入	7	64	43	25	25	20
利润总额	709	989	1,044	1,440	1,812	2,229
减: 所得税	158	197	171	223	281	345
净利润	551	792	873	1,218	1,531	1,884
少数股东损益	12	12	17	20	33	41
归属于母公司所有者的净利润	538	780	856	1,198	1,498	1,843
净利润同比增长率 (yoy)	58.21%	44.85%	9.72%	39.90%	25.10%	23.00%
全面摊薄总股本	1,070	1,537	1,541	1,541	1,541	1,541
每股收益 (元)	0.50	0.51	0.55	0.78	0.97	1.20
归属于母公司所有者净利润率 (%)	2.55%	3.05%	3.15%	3.30%	3.30%	3.30%
ROE	12.43%	15.60%	15.15%	22.10%	23.50%	24.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。