

2020年08月03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)

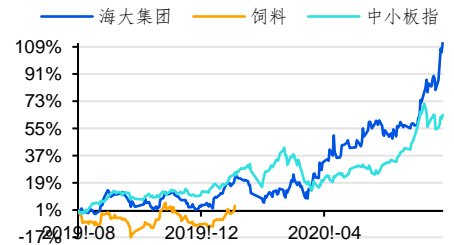
股价(2020-07-31)

63.85 元

交易数据

总市值(百万元)	100,895.08
流通市值(百万元)	99,939.04
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	29.26/64.55 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.34	20.82	53.31
绝对收益	33.49	49.05	113.6

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: 周期回升叠加新产能投放, 开启新一轮高增长期 2020-07-28

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

基本面处于上行周期, 继续重点推荐

投资要点

- ◆ 截止最近几个交易日, 海大集团突破一万亿市值, 成为继温氏股份、牧原股份、新希望之后, 第 4 家市值突破千亿大关的农牧上市企业。我国是一个农业大国, 市场空间足够巨大, 然而受到“小而分散”的传统东亚农耕模式影响, 过去农业行业难以像工业制造业那样频繁冒出大型巨头企业。国内 A 股市场最近几年之所以陆续冒出多家千亿市值企业, 与我国农业近些年的产业化、规模化和行业整合进程的加速密不可分。展望未来, 我们认为海大集团应该不会是 A 股最后一家市值突破千亿的农牧企业, 我们认为未来市值突破千亿的农业上市公司有可能出现在“大市场、低集中度、产品市场化、存在明显效率差”的农业子行业中, 按照这一标准, 我们认为下一家市值突破千亿的农业上市公司跟前 4 家相似, 仍将较有可能出现在饲料和养殖行业中。我们期待更多的优秀农牧企业通过借助资本市场做大做强, 同时也有助提升 A 股农业板块的整体质量。我们也敬请投资者摒弃对农业行业的偏见, 客观把握我国农业现代化进程中的投资机会。中国农业大有可为!
- ◆ 海大集团未来发展空间广阔, 千亿市值只是一个新的起点。公司是国内过去 10 年来发展最快的饲料企业之一, 净利润从 2009 年的 1.55 亿元增长至 2019 年的 16.49 亿元, 年均增速约 27%, ROE 大部分时间保持在 15%-20% 的区间。截止 2019 年, 公司水产饲料和畜禽饲料市场份额分别为 15.96% 和 4.56%, 公司饲料总销量(水产料+畜禽料)的全国市场份额仅有 5.37%, 未来仍有较大的发展空间。除了饲料以外, 公司未来在养殖和动保业务板块也将逐渐发力, 这两块业务的总市场空间为万亿级别, 海大 2019 年生猪出栏的全国市场份额仅有不到 0.2%, 成长空间广阔。
- ◆ 我们继续重点推荐海大集团: (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。周期回升叠加新产能投放, 公司有望进入新一轮高增长期。
- ◆ 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。我们认为在今年宏观环境波动较大的环境下, 公司经营稳健、成长性突出、业绩确定性较高, 有望跟消费白马股一样享受估值溢价。

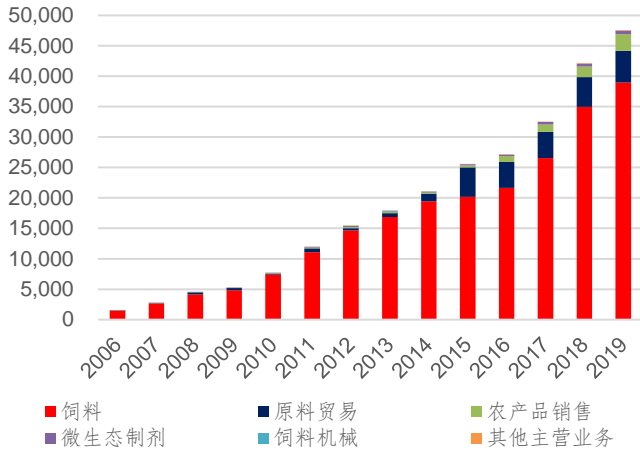
风险提示: 畜禽疫情复燃导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

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)	70.2	61.2	43.3	34.6	28.6
P/B(倍)	13.0	11.1	9.3	7.6	6.2
净利率(%)	3.4	3.5	3.9	3.9	3.9

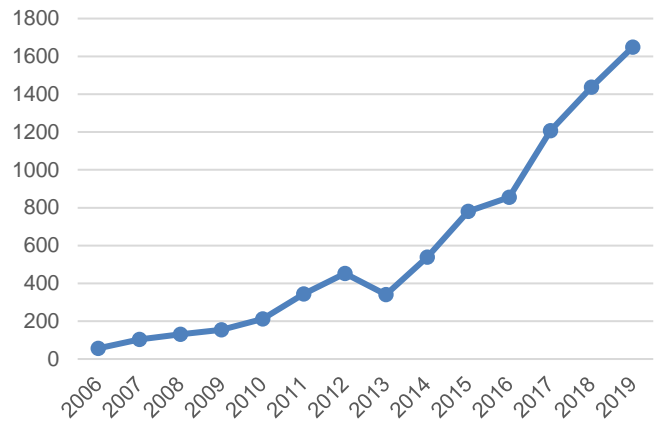
数据来源: 贝格数据华金证券研究所

图 1：海大集团历史营业收入结构和趋势（百万元）



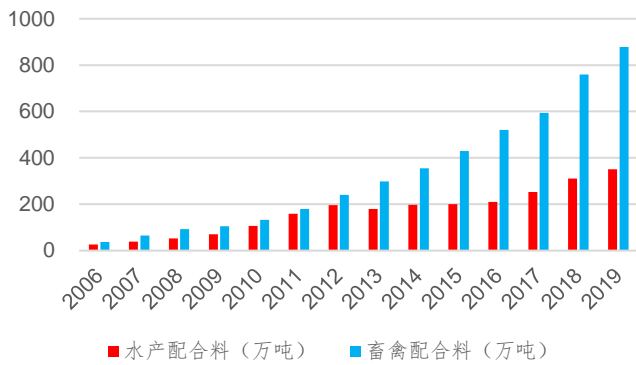
资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

图 2：海大集团历史归母净利润趋势（百万元）



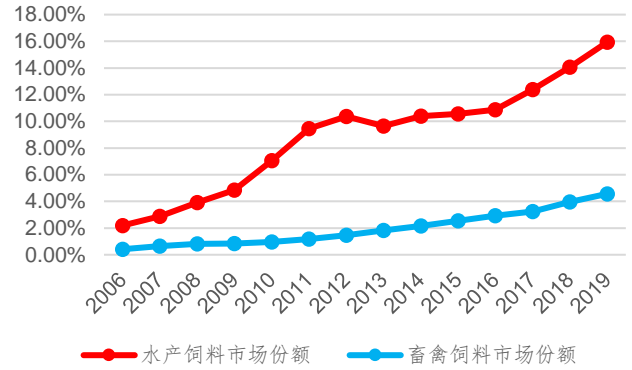
资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

图 3：海大集团水产料和畜禽料的历史销量



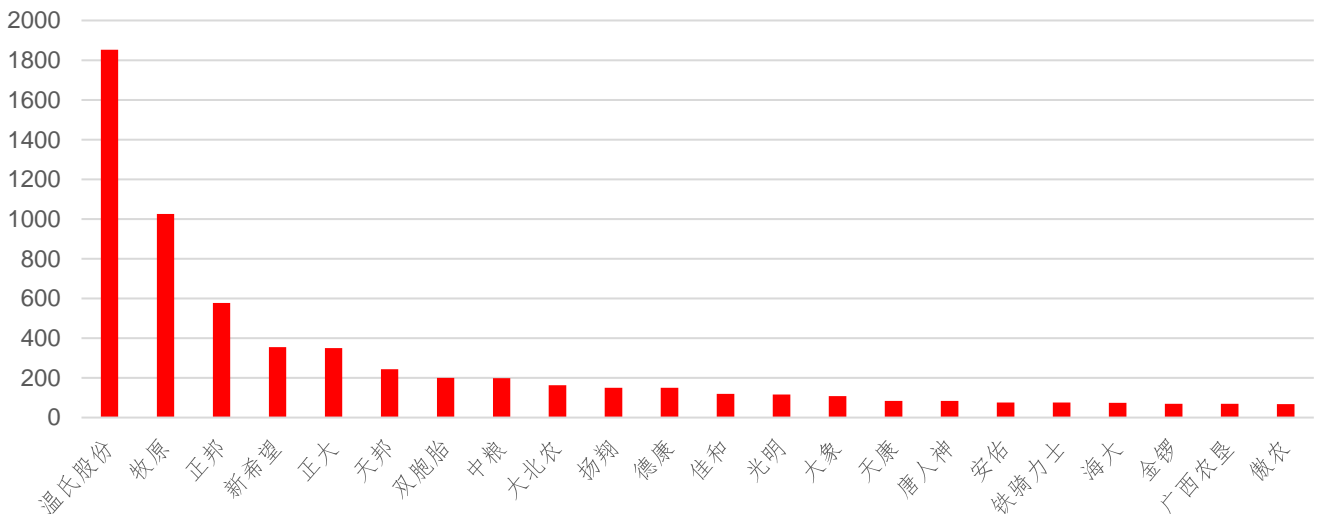
资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

图 4：海大集团水产料和畜禽料的市场份额



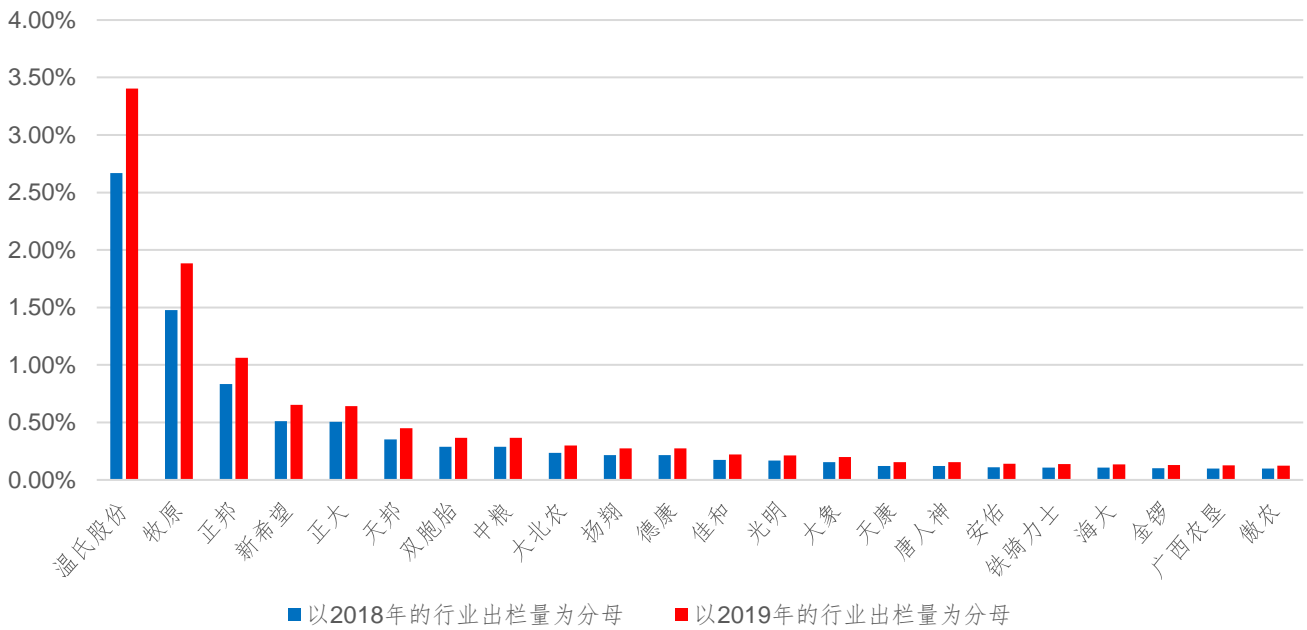
资料来源：公司公告、饲料工业协会、华金证券研究所

图 5：2019 年行业排名前 22 名企业出栏量（万头）



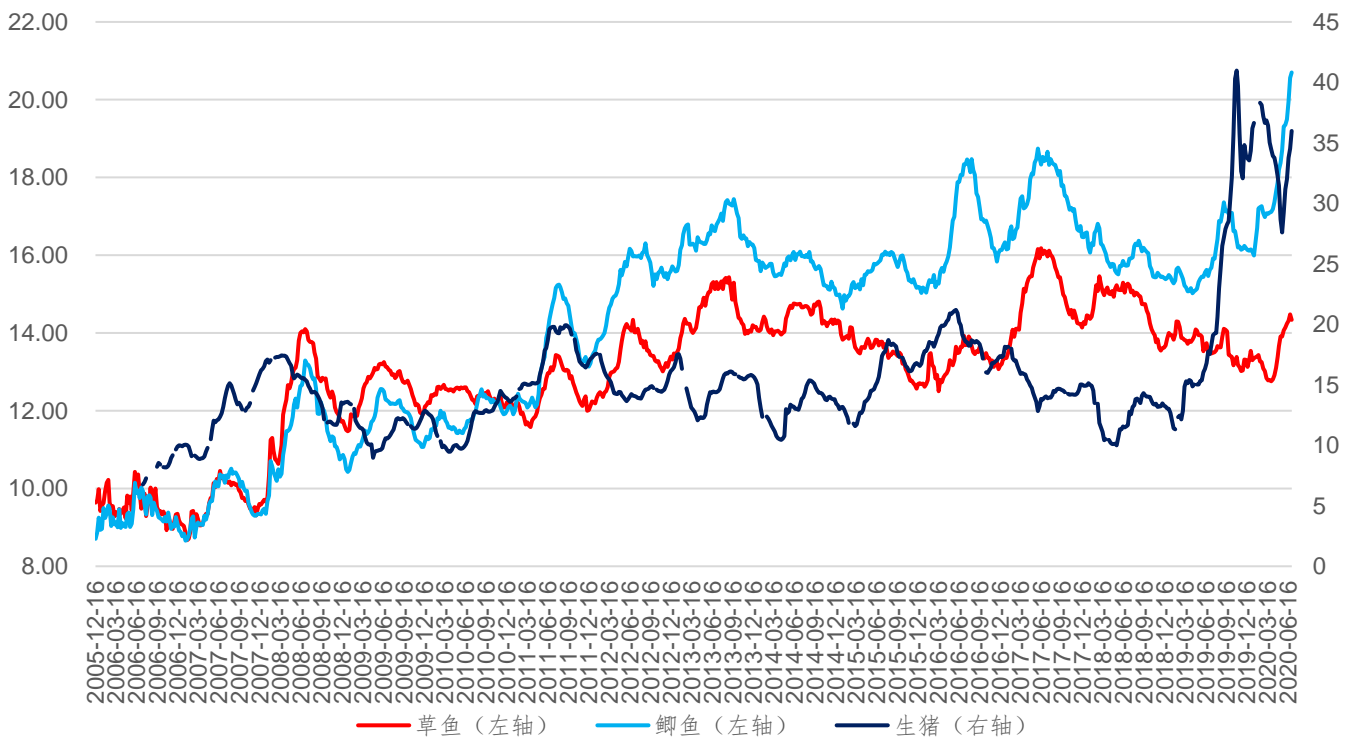
资料来源：中国养猪网、华金证券研究所

图 6：2019 年行业排名前 22 名企业出栏量市场份额



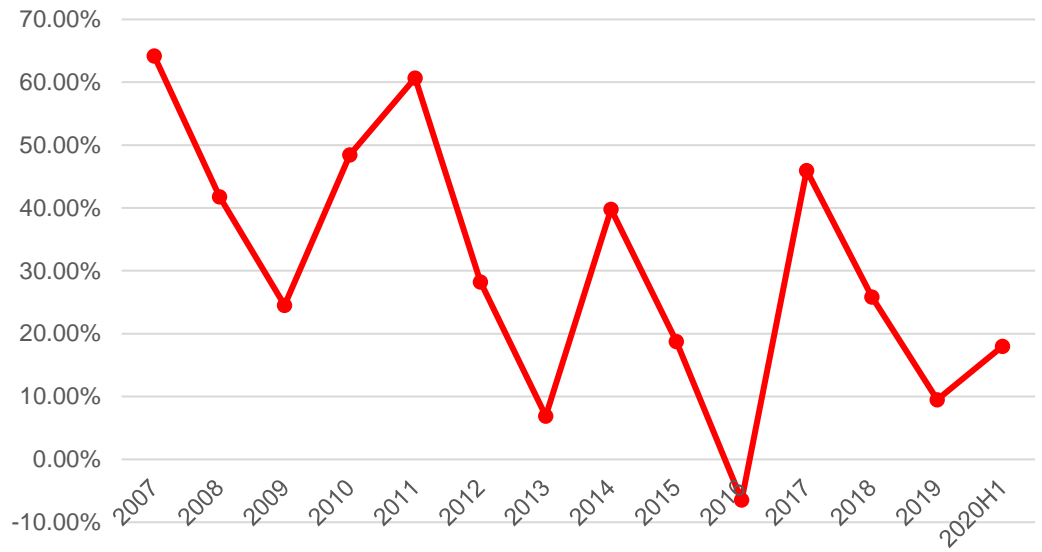
资料来源：中国养猪网、Wind、华金证券研究所（2018 年出栏量接近于正常年份出栏量，2019 年出栏量为非瘟非常时期出栏量）

图 7：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）



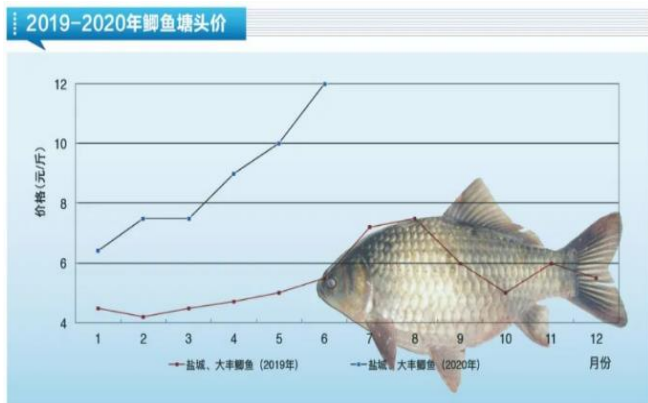
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 8: 海大集团饲料业务毛利润同比增速



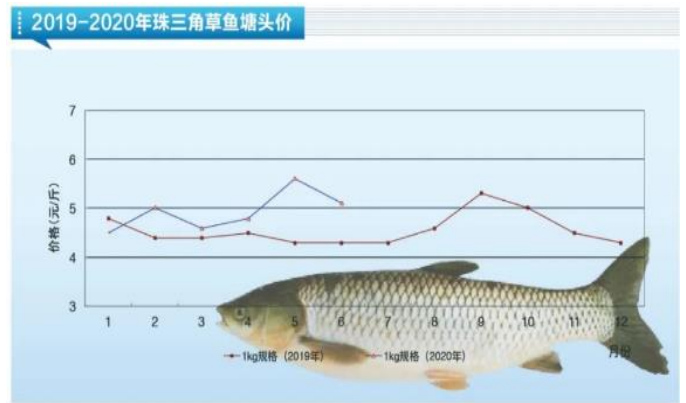
资料来源: Wind、公司公告、华金证券研究所

图 9: 2019-2020 年鲫鱼塘头价



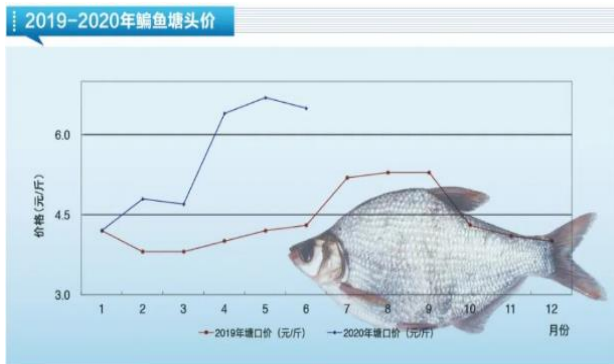
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 10: 2019-2020 年珠三角草鱼塘头价



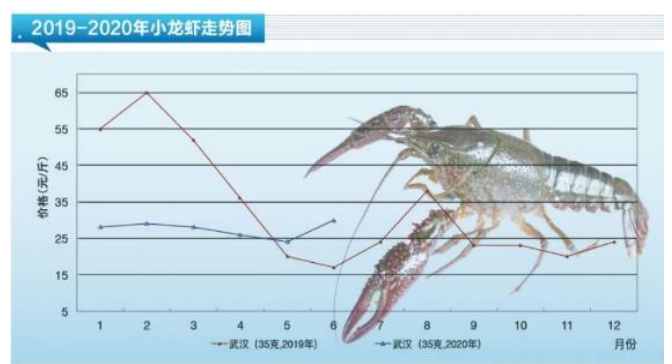
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 11: 2019-2020 年鳊鱼塘头价



资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 12: 2019-2020 年小龙虾价格



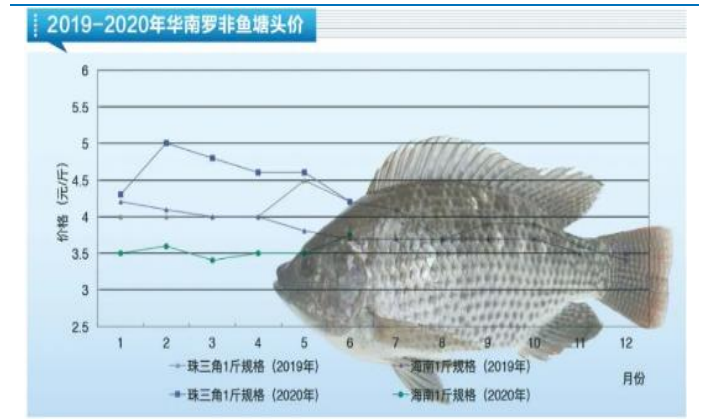
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 13: 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 14: 2019-2020 年华南罗非鱼塘头价



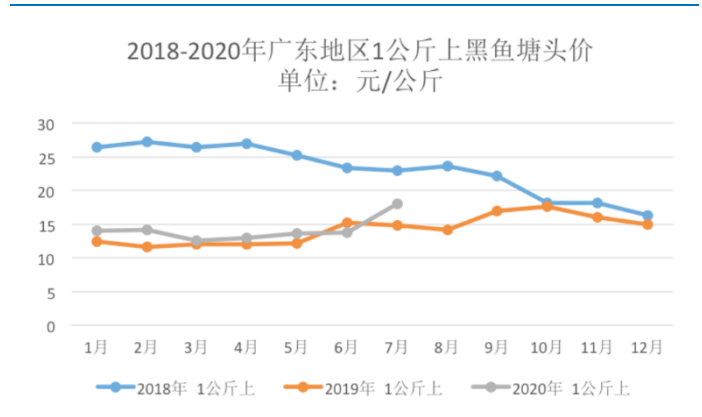
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 15: 2018-2020 年珠海海鲈塘头价



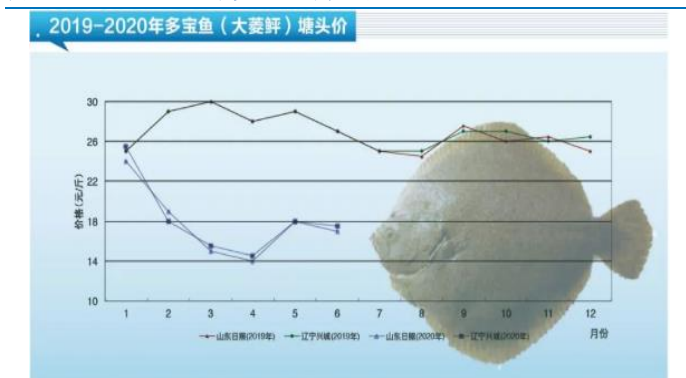
资料来源: 农财宝典、华金证券研究所

图 16: 2018-2020 年广东黑鱼塘头价



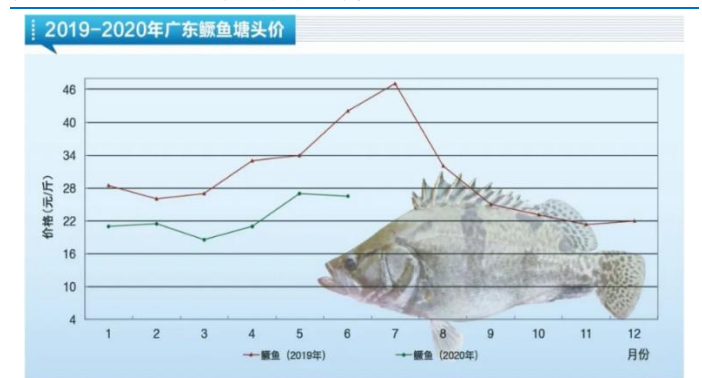
资料来源: 农财宝典、华金证券研究所

图 17: 2019-2020 年多宝鱼塘头价



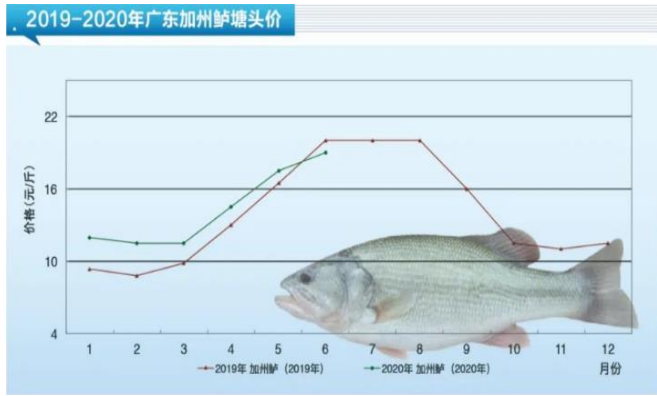
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 18: 2019-2020 年广东鳜鱼塘头价



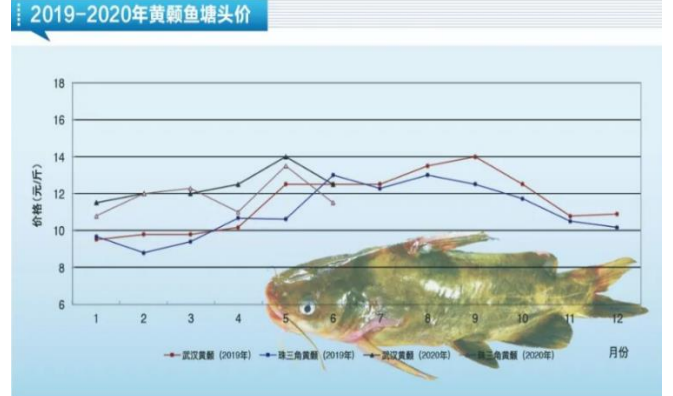
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 19: 2019-2020 年广东加州鲈鱼塘头价



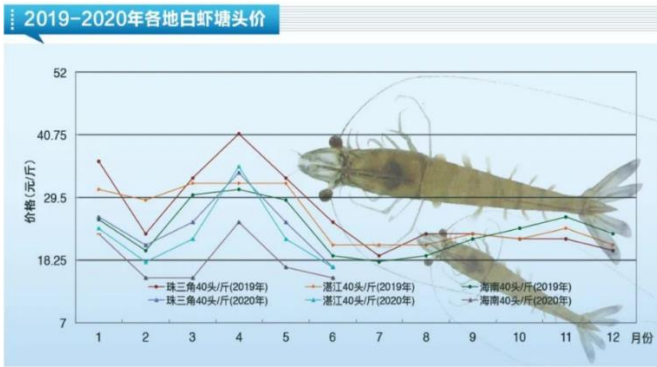
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 20: 2019-2020 年黄颡鱼塘头价



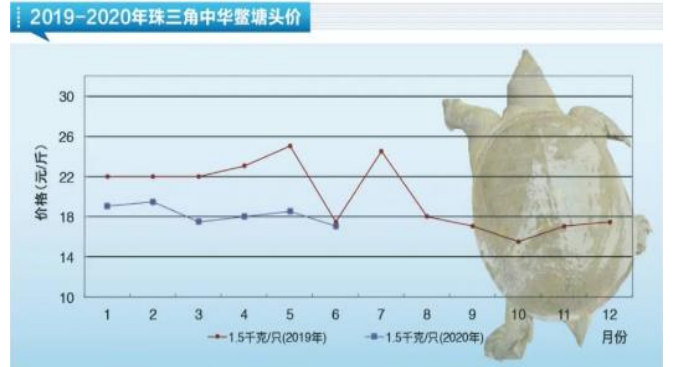
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 21: 2019-2020 年各地白虾塘头价



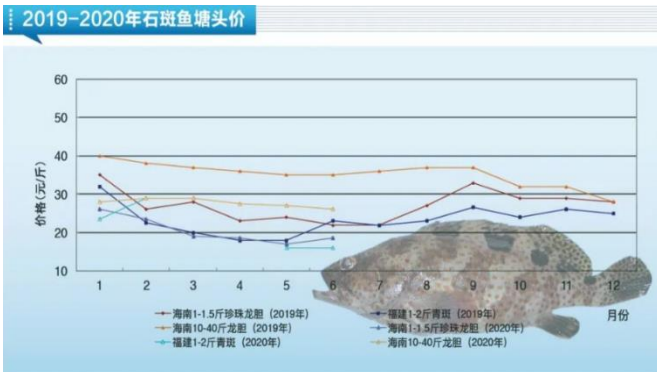
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 22: 2019-2020 年珠三角中华鳖塘头价



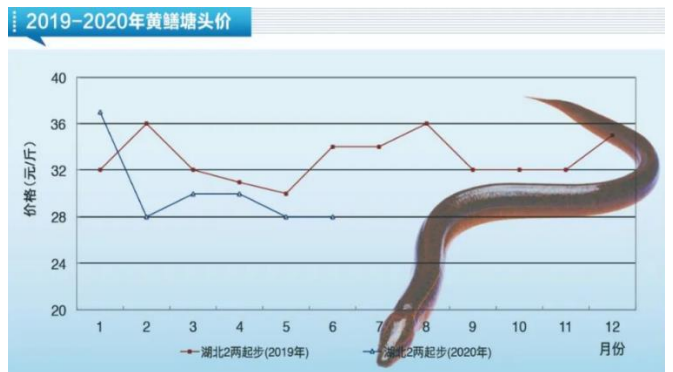
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 23: 2019-2020 年石斑鱼塘头价



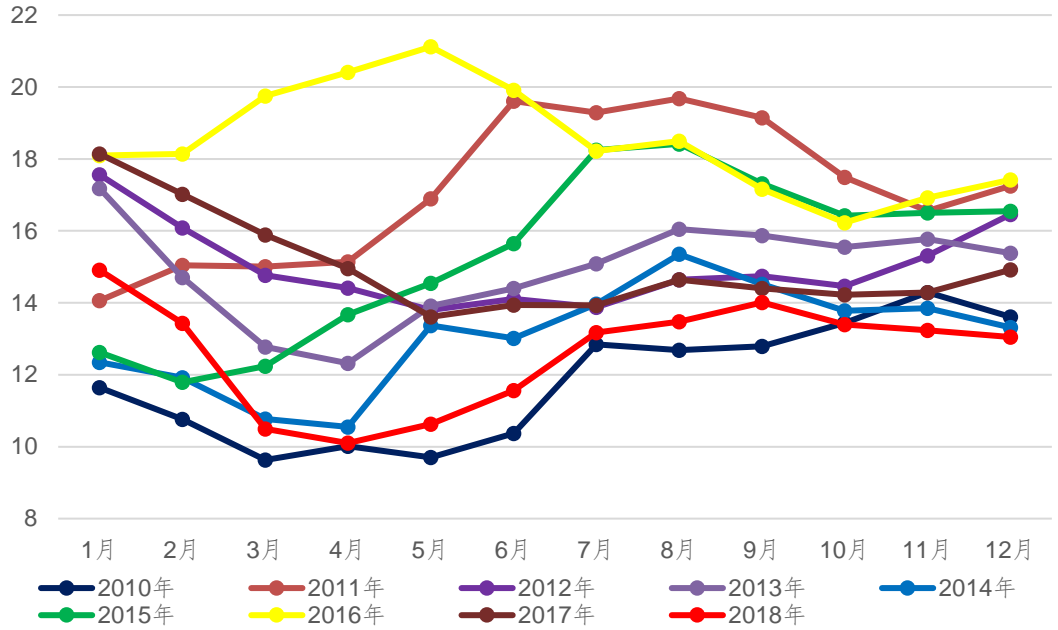
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 24: 2019-2020 年黄鳝塘头价



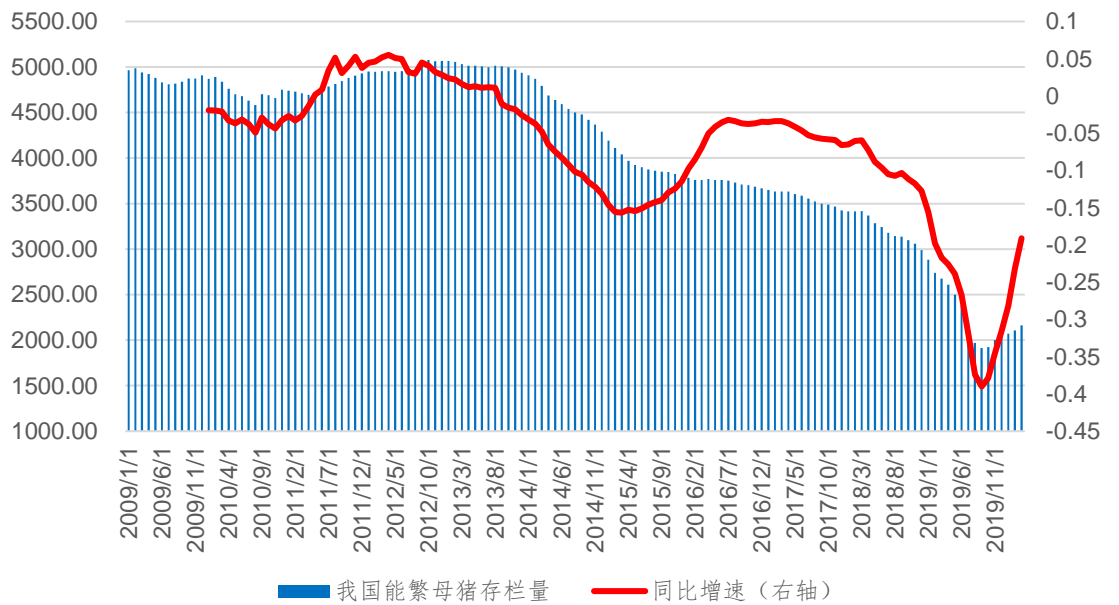
资料来源: 水产前沿、华金证券研究所

图 25: 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 26: 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						
少数股东权益	478	638	726	849	1022	主要财务比率					
股本	1581	1580	1580	1580	1580	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	2011	2119	2119	2119	2119	成长能力					
留存收益	4397	5572	7064	9060	11471	营业收入(%)	29.5	12.9	25.0	25.7	20.5
归属母公司股东权益	7746	9104	10881	13247	16219	营业利润(%)	19.8	18.6	35.0	26.2	21.6
负债和股东权益	17366	18854	27123	29943	36126	归属于母公司净利润(%)	19.1	14.7	41.3	25.3	20.7
						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	70.2	61.2	43.3	34.6	28.6
						P/B	13.0	11.1	9.3	7.6	6.2
						EV/EBITDA	41.1	35.3	27.4	21.3	18.0

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.cn