海大集团（002311） 农林牧渔 发布时间：2020-08-04

证券研究报告 / 公司点评报告

饲料竞争力逆势体现，养殖利润弹性大

买入

上次评级： 买入

事件：公司发布 2020 年上半年报告，1-6 月实现营业收入 258.86 亿元，同比增长 22.89%，归母净利润 11.04 亿元，同比增长 63.82%。

点评：饲料产品力优势突出。上半年公司实现饲料销量 639 万吨，同比增长 19%，毛利率 11.48%，饲料业务毛利润同比增长 18%。公司复工及时，服务体系和配套产品持续展现优异的协同效果，市场份额进一步提升，预计上半年饲料业务可贡献归母净利润约 8 亿元。

（1）禽料销量同比增长 32%，毛利率 6%+。得益于公司多年的配方替代技术积累，上半年原材料价格上涨的影响得以部分抵消，产品性价比优势进一步提升，禽料服务体系和配套动保产品等进一步完善，共同拉动禽料销量的高增速。

（2）水产料销量同比增长 15%，毛利率持平，产品结构优化。依靠完善的产业链配套产品和服务，公司在水产养殖量整体下滑的大环境下实现饲料销量逆势增长，特种鱼料和虾蟹料同比增速均达到 25%左右，高端水产料占比持续上升。

（3）猪料销量同比增长-17%，公司通过加强对非瘟防控整体解决方案的服务以及针对性新产品的推出，提高了产品的吸引力，北方销量实现超过 70%的增长；高附加值产品的占比提升，毛利率提高 3.6 个 pct，下半年猪料销量同比增速有望转正。

生猪养殖贡献业绩弹性。上半年养猪业务收入 13.40 亿元，同比增长 106.47%，毛利率 31.96%，据此估算生猪出栏量约 30 万头，预计头均盈利 700-800 元，贡献净利润 2 亿元左右；预计全年出栏 100 万+头，下半年出栏 70 万+头，自产仔猪占比逐渐提高，H2 公司生猪养殖量价齐升，头均利润有望增加，明显提高公司全年业绩的弹性。

动保和苗种保持高增速。收入分别同比增长 23.21%和 67.29%，二者构成公司饲料业务竞争优势的一部分，正成为迅速增长的利润点。

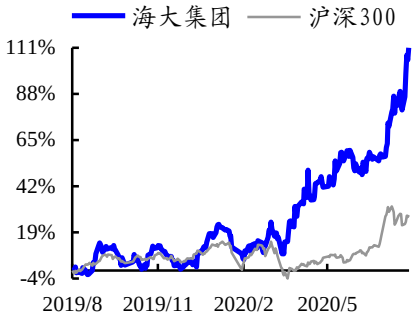
盈利预测：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 25.8、34.5 和 34.8 亿元，对应 PE 分别为 40.5、30.2 和 30.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：动物疫病风险、自然灾害、生猪出栏量或猪价不及预期等。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	42,157	47,613	61,089	77,434	87,570
(+/-)%	29.49%	12.94%	28.30%	26.76%	13.09%
归属母公司净利润	1,437	1,649	2,577	3,453	3,481
(+/-)%	19.06%	14.71%	56.30%	33.97%	0.81%
每股收益（元）	0.91	1.04	1.63	2.18	2.20
市盈率	25.47	34.50	40.49	30.23	29.98
市净率	4.73	6.25	8.89	6.83	5.54
净资产收益率(%)	18.56%	18.11%	21.94%	22.61%	18.48%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	1,581	1,580	1,580	1,580	1,580

股票数据	2020/8/3
6 个月目标价（元）	72.00
收盘价（元）	66.04
12 个月股价区间(元)	29.26～67.50
总市值（百万元）	104,356
总股本（百万股）	1,580
A 股（百万股）	1,580
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量(百万股)	8

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	39%	54%	115%
相对收益	31%	32%	88%

相关报告

《海大集团（002311）：业绩稳中有升，坚定加码主业》--20191022

《行业深度报告：粮食供需分析及国内外种业发展对比》--20200401

《农林牧渔行业周报（2020 年第 11 周）：毛鸡出栏断档显现，非瘟再现猪价回落》--20200316

证券分析师：李瑶
执业证书编号： S0550519010002
010-63210890 li_yao@nesc.cn

证券分析师：李峻峰
执业证书编号： S0550519080010
010-58034581 lijunfeng@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,850	6,685	8,443	9,627
交易性金融资产	29	29	29	29
应收款项	1,032	1,464	1,768	2,049
存货	4,463	6,270	7,530	8,807
其他流动资产	1,361	1,794	1,914	2,170
流动资产合计	**8,735**	**16,242**	**19,682**	**22,682**
可供出售金融资产				
长期投资净额	63	63	63	63
固定资产	6,298	7,148	8,214	9,172
无形资产	1,122	1,122	1,122	1,122
商誉	349	349	349	349
非流动资产合计	**10,119**	**11,126**	**12,243**	**13,305**
资产总计	**18,854**	**27,368**	**31,926**	**35,987**
短期借款	3,021	7,574	6,757	6,045
应付款项	1,917	2,290	2,979	3,347
预收款项	1,548	1,940	2,489	2,798
一年内到期的非流动负债	49	49	49	49
流动负债合计	**7,906**	**13,630**	**14,412**	**14,681**
长期借款	822	822	822	822
其他长期负债	385	385	385	385
长期负债合计	**1,206**	**1,206**	**1,206**	**1,206**
负债合计	**9,112**	**14,836**	**15,619**	**15,887**
归属于母公司股东权益合计	9,104	11,743	15,271	18,838
少数股东权益	638	788	1,036	1,262
负债和股东权益总计	**18,854**	**27,368**	**31,926**	**35,987**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47,613**	**61,089**	**77,434**	**87,570**
营业成本	42,223	53,483	67,546	77,018
营业税金及附加	61	77	98	111
资产减值损失	-50	-63	-75	-87
销售费用	1,563	1,710	2,168	2,452
管理费用	1,191	1,955	2,478	2,802
财务费用	212	255	324	286
公允价值变动净收益	8	0	0	0
投资净收益	160	212	265	302
营业利润	**2,098**	**3,254**	**4,368**	**4,393**
营业外收支净额	-4	-36	-20	-28
利润总额	**2,094**	**3,218**	**4,348**	**4,365**
所得税	305	491	648	658
净利润	1,790	2,727	3,700	3,706
归属于母公司净利润	**1,649**	**2,577**	**3,453**	**3,481**
少数股东损益	141	150	247	226

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	**1,790**	**2,727**	**3,700**	**3,706**
资产减值准备	73	63	75	87
折旧及摊销	662	416	438	427
公允价值变动损失	-8	0	0	0
财务费用	234	269	351	317
投资损失	-160	-212	-265	-302
运营资本变动	720	-1,501	-83	-834
其他	-63	33	15	23
经营活动净现金流量	**3,247**	**1,796**	**4,231**	**3,425**
投资活动净现金流量	**-2,117**	**-1,243**	**-1,306**	**-1,210**
融资活动净现金流量	**-1,488**	**4,283**	**-1,167**	**-1,030**
企业自由现金流	**-1,184**	**3,243**	**2,702**	**3,447**

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益（元）	1.04	1.63	2.18	2.20
每股净资产（元）	5.76	7.43	9.66	11.92
每股经营性现金流量（元）	2.05	1.14	2.68	2.17
成长性指标				
营业收入增长率	12.9%	28.3%	26.8%	13.1%
净利润增长率	14.7%	56.3%	34.0%	0.8%
盈利能力指标				
毛利率	11.3%	12.5%	12.8%	12.1%
净利润率	3.5%	4.2%	4.5%	4.0%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	7.83	8.66	8.25	8.45
存货周转率（次）	38.58	42.79	40.69	41.74
偿债能力指标				
资产负债率	48.3%	54.2%	48.9%	44.1%
流动比率	1.10	1.19	1.37	1.55
速动比率	0.48	0.69	0.79	0.89
费用率指标				
销售费用率	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用率	2.5%	3.2%	3.2%	3.2%
财务费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E（倍）	34.50	40.49	30.23	29.98
P/B（倍）	6.25	8.89	6.83	5.54
P/S（倍）	2.19	1.71	1.35	1.19
净资产收益率	18.1%	21.9%	22.6%	18.5%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李瑶: 女，荷兰瓦赫宁根大学经济、环境与治理硕士，西北农林科技大学农林经济管理本科，现任东北证券农林牧渔组组长。曾任北京师范大学经济与资源管理研究院研究助理，2016年以来具有4年证券研究从业经历。

李峻峰: 东北证券农林牧渔行业分析师，中央财经大学本科、硕士，曾任职于英大期货有限公司软商品金融部，2017年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易,并在法律许可的情况下不进行披露;可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
李圣元	010-58034553	18513602167	lisy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵（总监）	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn