

海大集团

调研纪要：洪灾影响逐步褪去，关注持续成长

调研纪要

要点

近期我们调研海大集团湖北分公司，与公司管理层、经销商、养殖户进行深入交流，主要观点如下：

洪灾对水产料的影响逐步平复，畜禽料影响则整体有限：湖北海大年初销量计划约 110 万吨（华中区整体 220 万吨），禽料：水产料：猪料比例约 5：4：1。湖北海大分别在天门、洪湖、武汉、荆州、鄂州、浠水等地建厂，其中天门、洪湖水产料销量较多，武汉销量不大，浠水最少。受洪灾直接影响，武汉公司 7 月销量同比下滑 30%；天门、洪湖虽受冲击较小，但防汛致投苗延迟，7 月销量仍存一定影响。至 8、9 月份，三厂销量有所恢复。整体看，洪灾对湖北海大水产料的销量增速影响约 20ppt，略好于预期；预计天门、洪湖本年水产料销量增速从 30%调低至约 10%，武汉公司销量同比持平。此外，公司认为洪灾对于禽料市场影响有限，仅延迟投喂节奏，10 月可看销量恢复，全年销量增速 20~30%；猪料主要销区位于山区，受到洪灾影响不大。

预计明年湖北地区水产料恢复性增长：1) 前期养殖户投苗积极性下降及洪灾对下半年投苗的影响，将驱动鱼价在明年上半年前持续上涨；鱼价上涨带动养殖密度增加（单位投喂量可增加 10~20%），将提升饲料投喂量；2) 本年当地莲藕价格低迷，约 20%莲藕种植户退出，大部分会转向水产养殖，提升养殖面积；3) 环保压力由北及南，更高效环保的膨化料和特种料将对颗粒料进行替代；而当前水产养殖结构更加贴近市场，草鱼养殖部分转向更受市场欢迎的高价品种，也带动膨化料、特种料销量上升。整体看，公司预计明年湖北鱼料销售回暖，销量有望增长 20%以上。

质量稳定、服务领先仍是公司核心优势：从经销商、养殖户的调研中，体现出公司一贯的质量、服务优势：1) 饲料产品虽然同质化较高，但养殖户表示海大饲料胜在产品质量稳定性高；而质量稳定背后更多体现出公司在运营上的高效，这也是我们一直以来认为海大的核心优势之一；2) 经销商表示海大服务更为细致，领先对手建立服务体系，并培育一批具有经验的服务人员，人员储备更强；同时在服务上投入较高，在当地独家设有服务站，以加强对养殖户的服务深度，提供养殖规划、调整水质、技术指导、新品种的推广、养殖模式的推广等服务。

建议

盈利预测已考虑洪灾影响，暂维持不变；维持目标价和推荐评级。

风险

下游养殖业景气持续低迷；原料价格大幅波动；极端天气影响。

孙扬

分析师

Yang3.Sun@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080516050001

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn

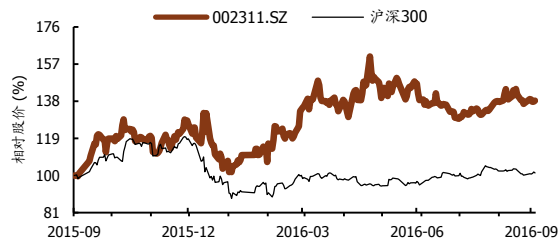
SAC 执业编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727

维持推荐

股票代码 002311.SZ
 评级 推荐
 最新收盘价 人民币 15.94
 目标价 人民币 20.50

52 周最高价/最低价 人民币 18.73~11.14
 总市值(亿) 人民币 246
 30 日日均成交额(百万) 人民币 82.58
 发行股数(百万) 1,542
 其中：自由流通股(%) 99
 30 日日均成交量(百万股) 5.08
 主营行业 农业



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	21,090	25,567	30,915	39,545
增速	17.6%	21.2%	20.9%	27.9%
归属母公司净利润	538	780	1,042	1,475
增速	58.2%	44.9%	33.6%	41.6%
每股净利润	0.35	0.51	0.68	0.96
每股净资产	2.81	3.24	3.61	4.36
每股股利	0.25	0.31	0.20	0.29
每股经营现金流	0.70	0.92	0.44	1.04
市盈率	45.6	31.5	23.6	16.7
市净率	5.7	4.9	4.4	3.7
EV/EBITDA	21.8	17.1	12.9	9.8
股息收益率	1.1%	2.0%	1.3%	1.8%
平均总资产收益率	7.2%	9.8%	12.0%	14.6%
平均净资产收益率	13.0%	16.7%	19.7%	24.0%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表				
营业收入	21,090	25,567	30,915	39,545
营业成本	19,019	23,159	27,814	35,683
营业税金及附加	5	5	7	8
营业费用	569	674	804	949
管理费用	704	677	804	929
财务费用	99	102	86	81
其他	-36	-27	-40	-30
营业利润	659	922	1,361	1,865
营业外收支	50	67	-40	0
利润总额	709	989	1,321	1,865
所得税	158	197	264	373
少数股东损益	12	12	14	17
归属母公司净利润	538	780	1,042	1,475
EBITDA	1,141	1,433	1,905	2,417
资产负债表				
货币资金	949	1,167	1,003	1,947
应收账款及票据	522	568	687	878
预付款项	223	168	201	258
存货	1,960	1,635	2,743	3,519
其他流动资产	264	234	257	293
流动资产合计	3,918	3,771	4,891	6,897
固定资产及在建工程	2,704	2,992	2,733	2,460
无形资产及其他长期资产	847	968	1,075	1,180
非流动资产合计	3,748	4,413	4,262	4,094
资产合计	7,666	8,185	9,153	10,990
短期借款	417	959	959	959
应付账款及票据	837	658	790	1,013
其他流动负债	1,091	1,337	1,601	2,036
流动负债合计	2,345	2,955	3,350	4,008
长期借款和应付债券	794	0	0	0
非流动负债合计	871	50	50	50
负债合计	3,264	3,087	3,483	4,141
股东权益合计	4,332	5,001	5,558	6,721
少数股东权益	69	97	111	128
负债及股东权益合计	7,666	8,185	9,153	10,990
现金流量表				
净利润	538	780	1,042	1,475
折旧和摊销	346	382	418	441
营运资本变动	-54	-431	888	404
其他	74	-288	0	0
经营活动现金流	1,071	1,414	672	1,610
投资活动现金流入	3,620	3,546	0	0
投资活动现金流出	4,174	4,159	266	273
投资活动现金流	-554	-614	-266	-273
股权融资	265	218	0	0
银行借款	-1,033	-476	0	0
其他	144	86	0	0
筹资活动现金流	-851	-543	-570	-393
汇率变动对现金的影响	1	13	0	0
现金净增加额	-333	270	-164	944

资料来源：公司数据，中金公司研究部

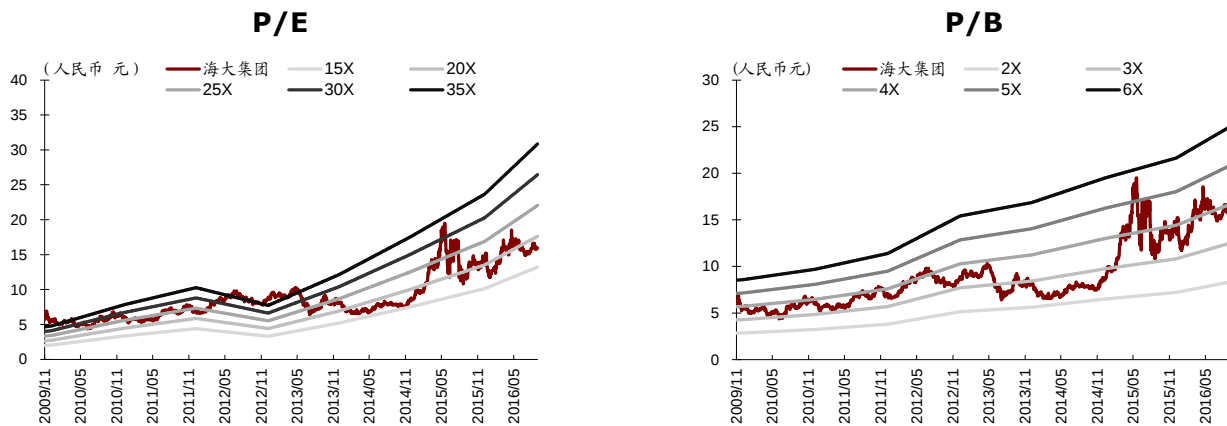
主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	17.6%	21.2%	20.9%	27.9%
营业利润	122.6%	39.9%	47.6%	37.1%
EBITDA	56.5%	25.6%	33.0%	26.9%
净利润	58.2%	44.9%	33.6%	41.6%
盈利能力				
毛利率	9.8%	9.4%	10.0%	9.8%
营业利润率	3.1%	3.6%	4.4%	4.7%
EBITDA 利润率	5.4%	5.6%	6.2%	6.1%
净利率	2.6%	3.1%	3.4%	3.7%
偿债能力				
流动比率	1.67	1.28	1.46	1.72
速动比率	0.83	0.72	0.64	0.84
现金比率	0.40	0.40	0.30	0.49
资产负债率	42.6%	37.7%	38.1%	37.7%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	7.2%	9.8%	12.0%	14.6%
净资产收益率	13.0%	16.7%	19.7%	24.0%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.35	0.51	0.68	0.96
每股净资产 (元)	2.81	3.24	3.61	4.36
每股股利 (元)	0.25	0.31	0.20	0.29
每股经营现金流 (元)	0.70	0.92	0.44	1.04
估值分析				
市盈率	45.6	31.5	23.6	16.7
市净率	5.7	4.9	4.4	3.7
EV/EBITDA	21.8	17.1	12.9	9.8
股息收益率	1.1%	2.0%	1.3%	1.8%

公司简介

广东海大集团股份有限公司地处广东广州，是一家集研发、生产和销售水产饲料、畜禽饲料和水产饲料预混料以及健康养殖为主营业务的高科技上市公司。主营业务涉及饲料和原料贸易，其中公司水产预混料全国第一；淡水鱼料行业第二；入对虾饲料前三甲；入膨化料领域行业第一。公司已经实现了在全国重点水产养殖区域的生产和销售。前五供应商占采购额约 12%，客户较为分散，前五客户占营收约 2%。第一大股东为广州市海源投资有限公司。



图表 1：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：中金覆盖农业公司估值表

	公司	代码	投资评级	当前股价	总市值 (百万元)	每股净利润 (元)				市盈率				市净率				净资产收益率(%)			
						2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
A股覆盖农业公司																					
种植	北大荒	600598.SH	推荐	10.33	18,363	0.45	0.37	0.38	0.48	23.0	27.9	27.3	21.6	3.2	3.3	3.2	3.0	14.1	11.7	11.7	14.0
	牧原股份	002714.SZ	推荐	24.76	25,596	0.08	0.58	2.13	2.08	319.2	43.0	11.6	11.9	13.1	7.3	4.6	3.5	4.1	16.9	39.8	29.7
养殖	圣农发展	002299.SZ	推荐	26.40	29,328	0.07	-0.35	1.15	2.48	385.0	n.m	22.9	10.7	9.2	5.6	4.5	3.2	2.4	-7.4	19.7	29.7
	益生股份	002458.SZ	推荐	41.97	13,998	0.07	-1.20	2.01	2.67	595.4	n.m	20.9	15.7	19.9	43.6	14.1	7.4	3.3	n.m	67.6	47.3
饲料	大北农	002385.SZ	推荐	7.49	30,714	0.19	0.17	0.27	0.35	38.6	43.5	27.8	21.2	5.2	3.6	3.2	2.9	13.5	8.2	11.6	13.5
	海大集团	002311.SZ	推荐	15.94	24,572	0.35	0.51	0.68	0.96	45.6	31.5	23.6	16.7	5.7	4.9	4.4	3.7	12.4	15.6	18.7	22.0
种业	隆平高科	000998.SZ	推荐	19.40	24,370	0.29	0.39	0.47	0.62	67.3	49.6	41.1	31.3	26.6	17.9	16.9	12.3	39.4	36.2	41.2	39.3
	登海种业	002041.SZ	推荐	17.66	15,541	0.43	0.42	0.60	0.73	40.9	42.2	29.5	24.2	7.8	6.9	5.6	4.6	19.0	16.4	19.0	18.8
A股覆盖总体平均										189.4	39.6	25.6	19.2	11.3	11.6	7.1	5.1	13.5	13.9	28.7	26.8
A股覆盖中值										56.5	42.6	25.4	18.9	8.5	6.3	4.6	3.6	13.0	15.6	19.4	25.8

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

