

海大集团 (002311.SZ)

饲料行业

评级: 持有 首次评级

公司研究

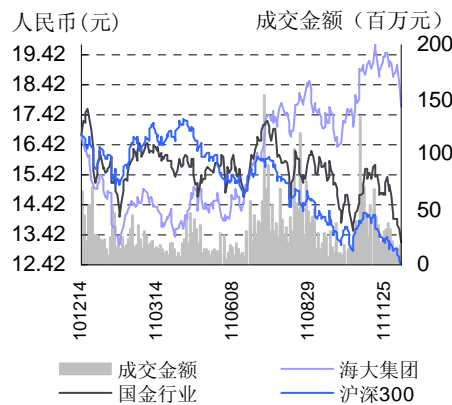
市价(人民币): 17.70元
目标(人民币): 19.70-23.70元

服务型营销, 可持续成长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	145.60
总市值(百万元)	10,308.48
年内股价最高最低(元)	19.75/13.06
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.693	0.725	0.576	0.791	1.113
每股净资产(元)	9.11	7.57	8.62	10.11	12.23
每股经营性现金流(元)	0.17	-0.32	0.64	0.56	1.48
市盈率(倍)	54.20	42.38	30.74	22.37	15.91
行业优化市盈率(倍)	53.83	59.96	61.43	61.43	61.43
净利润增长率(%)	18.76%	36.04%	58.88%	37.43%	40.61%
净资产收益率(%)	7.60%	9.57%	13.35%	15.66%	18.19%
总股本(百万股)	224.00	291.20	582.40	582.40	582.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是近年发展最快、服务能力最强的饲料企业之一。公司的全国市场占有率接近 10%，其中水产预混料位居行业第一，水产配合料位居行业第二（仅略低于通威），鸡料和鸭料分别为广东省第一和第二。
- 公司的业务模式为：以优质和差异化的技术服务提高养户盈利，从而拉动饲料销售业务的增长。
 - 公司研发成果较优，技术服务阵容强，恰好符合水产养殖的技术需求。
 - 两千多名业务人员对客户进行全程频繁服务，使其养殖盈利高于市场水平。公司 2006-2010 年饲料销量复合增速达 40%。
 - 与通威和恒兴相比，公司在采购成本控制、管理层激励、全国性渠道覆盖等方面具有优势。
- 公司开拓华中华东市场，开发鱼苗和微生物制剂等附加产品，未来积极稳健成长，有望成为国内水产饲料第一。
 - 公司在华南地区密集布局，在华中、华东区域重点布局。在各养殖点自下而上的方式使局部市场占有率较高，有效提高大范围份额。
 - 公司畜禽饲料目前正在调结构阶段：依托技术和采购优势，大力发展猪饲料，销量年增速 70% 以上，有效提高畜禽料盈利水平。
 - 公司在华中、华东积极新建产能，预计 2013 年总产能从 2010 年的 380 万吨扩张至 830 万吨，突破产能瓶颈。
 - 公司在鱼虾苗方面已有一定的规模，而微生物制剂增长快、毛利率高，提高了公司对养户的综合服务能力。

盈利预测与投资建议

- 盈利预测。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.58 元、0.79 元和 1.11 元，同比增长 58.9%、37.4% 和 40.6%。
- 投资建议。结合公司 2011-13 年的盈利增长，我们给予公司 25-30 × 12PE 的估值水平，目标价 19.7-23.7 元，首次给予“持有”的投资评级。

风险提示

(1) 恶劣天气导致水产饲料需求减少的风险；(2) 大范围禽畜疫病导致禽畜饲料需求减少的风险；(3) 饲料成本急速上涨风险；(4) 快速扩张下的内部管理风险。

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

虞秀兰 联系人
(8621)61038294
yuxl@gjzq.com.cn

内容目录

公司盈利预测及说明	3
盈利预测：2011-2013 年 EPS 为 0.58 元、0.79 元和 1.11 元	3
估值与投资建议：目标价 19.7-23.7 元，建议持有	4
快速增长的水产饲料龙头	5
核心竞争力：技术服务领跑+公司优质管理	5
水产饲料新的竞争模式：依托技术的专业化服务	5
公司盈利模式：以技术服务拉动销售的引领者	6
公司优质管理：节约成本，扁平结构	9
横向比较：公司成长快，综合竞争力强	10
稳步增长，近两年有望成为第一大水产饲料商	12
水产饲料行业普及率低于 35%，未来空间可翻倍	12
公司扩张策略：以点突破，核心区域市占率高	13
公司畜禽饲料：调结构，重点发展猪料	15
公司产能扩张，未来三年翻番	16
公司微生物制剂和水产苗提升服务竞争力	16
风险提示	18
附录：三张报表预测摘要	19

公司盈利预测及说明

盈利预测：2011-2013 年 EPS 为 0.58 元、0.79 元和 1.11 元

- 我们假设未来三年水产配合料销量增速分别为 50%、40%和 25%，假设畜禽饲料销量增速分别为 40%、25%和 15%。
 - 鱼饲料与畜禽饲料的生产线有一定的公用性。公司 2011-2013 年新增生产线后产能达 580、730、880 万吨，三年产能利用率分别为 59%、62%和 62%。
- 我们假设未来三年水产饲料的价格同比增速分别为 7%、6%和 6%，畜禽饲料价格同比增速分别为 6%、5%和 5%。
 - 从通货膨胀角度考虑，我们认为 2011 年的价格增速略快于后两年。
- 我们假设微生物制剂销售收入未来三年增速分别为 150%、75%和 50%，即 1.1、1.9 和 2.8 亿。毛利率维持 50%。
 - 假设每亩水域需虾料 0.5 吨或 2.5 吨鱼料，假设延续目前的业务增长趋势，公司的虾料和鱼料翻番达到 80、220 万吨，以每亩水面每季平均微生物制剂 300 元测算，我们认为公司的水产饲料养户 2015 年微生物制剂或达 6 亿元。
- 盈利预测：2011-2013 年 EPS 分别为 0.58 元、0.79 元和 1.11 元。
 - 我们预测 2011-2013 年主营收入分别为 118.27、166.29 及 212.36 亿元，同比增长 53.6%、40.6%和 27.7%。
 - 预测未来三年净利润分别为 335 百万元、461 百万元和 648 百万元，同比增长 58.9%、37.4%和 40.6%。

图表1: 主营业务盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
饲料预混料产能(万吨)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	4.8	4.8	4.8
饲料配合料产能(万吨)	122	169	228	280	380	580	730	880
增长率(YOY)		39.2%	34.6%	22.7%	35.7%	52.6%	25.9%	20.5%
饲料总销量(万吨)	65.1	104.4	145.7	176.1	238.8	344.8	454.7	545.0
产能利用率	53%	62%	64%	63%	63%	59%	62%	62%
水产预混料								
平均售价(元/吨)	12803	13274	13065	11,214	10,625	10,625	11,156	11,156
增长率(YOY)		3.67%	-2%	-14%	-5%	0%	5%	0%
销售数量(万吨)	0.52	0.62	0.65	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1
增长率(YOY)		19%	5%	8%	14%	20%	10%	5%
销售收入(百万元)	66.7	82	85	78	85	102	118	124
增长率(YOY)		23%	4%	-8%	8%	20%	16%	5%
毛利率	41%	46%	45%	48.0%	45.0%	45%	45%	45%
毛利润	28	37	38	38	38	46	53	56
水产配合料								
平均售价(元/吨)	2,791	3,441	3,655	3,507	3,941	4,217	4,470	4,738
增长率(YOY)		23%	6%	-4%	12%	7%	6%	6%
销售数量(万吨)	26.7	38.5	52.4	70.9	106.0	159.0	222.6	278.3
增长率(YOY)		44.19%	36%	35%	49.5%	50%	40%	25%
销售收入(百万元)	745.1	1325	1914	2,486	4178	6705	9951	13185
增长率(YOY)		78%	44%	30%	68%	61%	48%	33%
毛利率	11.1%	11.4%	10.9%	11.5%	11.3%	11.7%	11.5%	11.5%
毛利润	82.7	151	209	286	472	785	1144	1516
畜禽配合料								
平均售价(元/吨)	1,838	1,924	2,311	2,180	2,366	2,498	2,618	2,744
增长率(YOY)		5%	20%	-6%	9%	6%	5%	5%
销售数量(万吨)	37.9	65	93	105	132	184.8	231.0	265.7
增长率(YOY)		72.20%	42%	13%	26%	40%	25%	15%
销售收入(百万元)	697.0	1256	2141	2,279	3,123	4617	6048	7289
增长率(YOY)		80%	70%	6%	37%	48%	31%	21%
毛利率	4.7%	3.6%	4.0%	3.9%	3.3%	4.0%	3.8%	3.7%
毛利润	32.5	45	85	90	103	185	230	270
微生物制剂								
销售收入(百万元)	0.5	3	7	16	43	107	186	280
增长率(YOY)		500%	133%	125%	171%	150%	75%	50%
毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	50.5%	49.7%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利润	0	2	4	8	21	53	93	140
种苗、原料等								
销售收入(百万元)	17.2	56	383	391	270	297	326	359
增长率(YOY)		223%	587%	2%	-31%	10%	10%	10%
毛利率	27.50%	19.5%	4.6%	3.7%	10.8%	10.0%	11.0%	12.0%
毛利润	5	11	18	15	29	30	36	43

来源: 国金证券研究所

估值与投资建议: 目标价 19.7-23.7 元, 建议持有

- A 股目前主要饲料上市公司平均估值水平为 25 × 11PE, 结合公司 2011-13 年的高速增长, 我们给予公司 25-30 × 12PE 的估值水平, 目标价 19.7-23.7 元, 首次给予“持有”的投资评级。

图表2: 朝阳永续 12 月 13 日一致预期估值

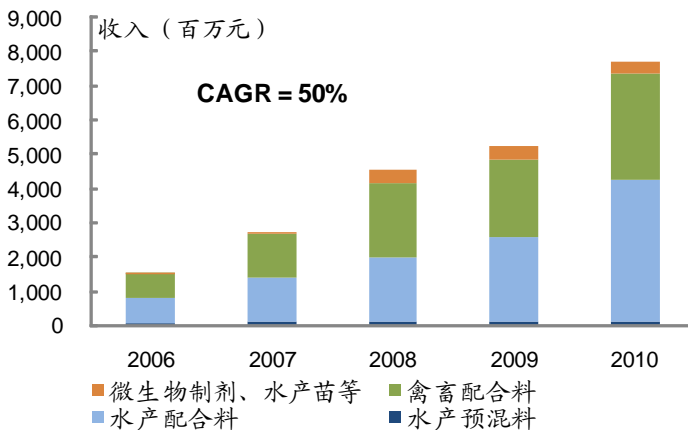
	代码	股价	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE
通威股份	600438	5.4	0.22	0.30	0.35	24	18	15
天邦股份	002124	7.5	0.14	0.51	1.22	53	15	6
正邦科技	002157	9.0	0.31	0.42	0.62	29	21	14
大北农	002385	35.1	1.28	1.68	2.25	27	21	16
新希望	000876	18.0	1.52	1.74	1.98	12	10	9
平均						29	17	12

来源: 朝阳永续、国金证券研究所

快速增长的水产饲料龙头

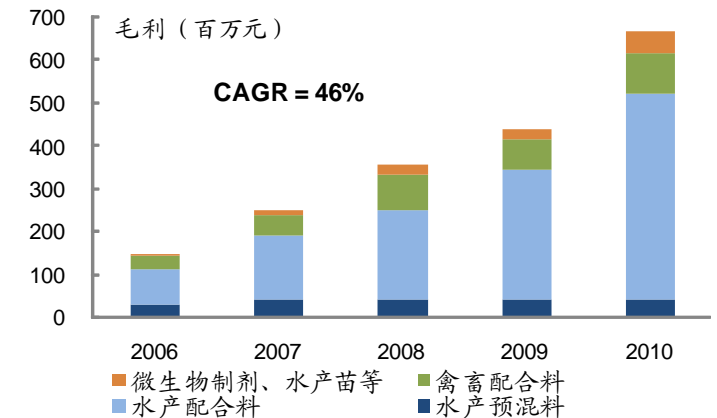
- 公司成立于 2004 年，是近年来饲料行业发展最快、服务能力最强的饲料企业之一。公司水产预混料销售规模为行业第一，水产配合料行业第二，鸡料为广东省第一，鸭料为广东省第二。
- 2010 年公司饲料总销量约 238 万吨，其中水产配合料约 106 万吨。公司 2006-2010 年收入和毛利复合增速分别为 50%和 46%。
- 截止 2010 年底，公司第一大股东海大投资持股比例为 66.08%，第二大股东 CDHNEMO 比例为 8.92%，实际控制人为董事长薛华。

图表3: 2010 年水产配合料收入占比为 54%



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表4: 2010 年水产配合料毛利占比高达 72%



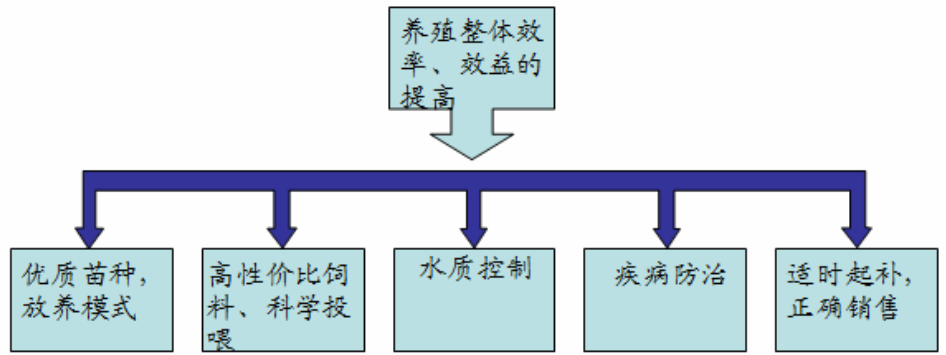
核心竞争力: 技术服务领跑+公司优质管理

水产饲料新的竞争模式: 依托技术的专业化服务

- 水产养殖及饲料与禽畜主要有以下区别:
 - 水产养殖受气温和旱涝灾影响大，受猪肉价格影响不大。虾对气温最为敏感，而养鱼易受旱涝灾害影响。
 - 水产养殖集中度提升不明显。由于水产养殖相对复杂、精细化管理依赖高，最佳盈利规模约在 50-100 亩水面。大面积养殖对管理要求高。
 - 水产季节性明显。每年 5-10 月为水产品最佳生长期。

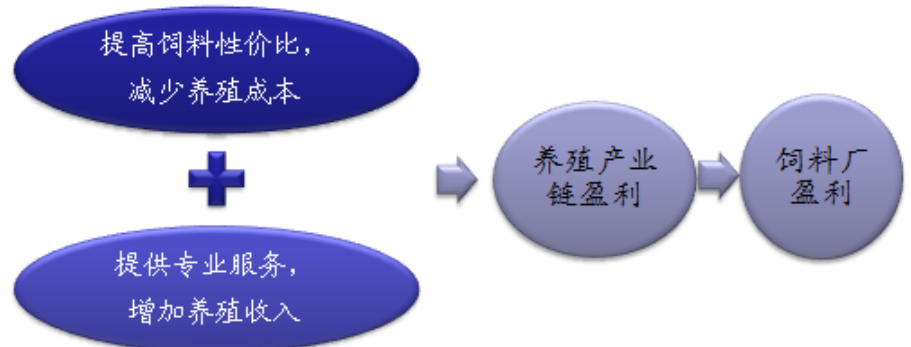
- 水产配合料占比达 98%，其余主要为预混料，几乎无浓缩料。
- 水产饲料的技术含量和复杂程度高于畜禽饲料。
 - 水产养殖营养需求数据库尚未公开，这是饲料产品设计的核心技术基础。且我国对鱼虾饲料的研究零散，缺乏系统性研究。
 - 水产饲料加工工艺要求也较高，包括水中稳定性、微粉碎等。
- 我们认为，专业化服务是拉动水产饲料销量的关键因素。
 - 水产养殖比禽畜养殖更复杂，更需要技术指导。目前常见问题包括水源多样性、种苗质量差、养殖技术参差不齐、养殖模式复杂多样等。
 - 目前养户面临很多问题，包括种苗、养殖模式、疫病防治。对养户提供整个流程的专业服务，能有效地让养殖户获取更多的利益。
 - 我们认为只有养殖环节的盈利才能带动饲料环节的真正盈利，为养殖户创造价值是饲料企业取胜的关键因素。

图表5: 养户在水产养殖的过程中需要解决的问题



来源: 国金证券研究所

图表6: 好饲料+专业服务带来下游养殖盈利, 饲料企业最终受益



来源: 国金证券研究所

公司盈利模式: 以技术服务拉动销售的引领者

- 公司重视科研，两级研发体系贴近市场需求。
 - 董事长薛华曾学习于水产学院并曾从事 3 年水产营养科研工作，其技术背景带动公司从战略层面对技术的重视程度。

- 大力投入科研队伍建设和研发。公司拥有研发人员三百多人，占比达 6.6%，研发投入占比 0.62%。而通威股份的研究仅 60 人，占比 0.6%，研发投入占比为 0.47%。
- 在公司二级研发体系中，一级负责对公司发展产生重大影响的关键技术和核心产品的研发，二级面向市场和客户的需求。我们认为这样的研发体系能有效转化为应用，解决客户需求。
- 公司自有约一万亩水面供研发水产的养殖和饲料配方，此外配有猪场等供研发饲料配方。公司业务人员定期在研发中心进行养殖培训。
- **公司掌握水产饲料的核心技术。**
 - 公司现有博士 21 人，硕士四十人以上。公司研发成果包括《主要水产养殖动物营养需求数据库》和具自主知识产权的系列添加剂产品。
 - 海因特是目前生产水产预混料的子公司，销量行业第一，全国市场占有率超过 10%，广东市场占有率超过 30%。公司品种全，技术含量高，在提高饲料转化率、保障动物产品质量等方面均有优势。
- 公司构建了“分、子公司业务人员+分、子公司技术部人员+总部研究中心人员”的**三级服务营销体系，养户的养殖效益高于市场平均水平。**
 - 公司技术与业务人员常年在养殖一线，了解养户真实需求，有针对性的解决养殖过程中的问题，提供相应技术支持。
 - 公司从基层强调服务，业务人员全程频繁地服务客户。对业务人员的考核中约 70%为考察其每日、每周、每月汇报的服务情况。
 - 结合技术含量高的饲料，公司的专业化服务提升了养户的养殖存活率和盈利能力。公司养殖罗非鱼客户每亩盈利水平高出市场约 500-700 元，草鱼高出 400-500 元，对虾一年两季高出 800-1000 元。2010 年长三角地区，行业平均养鱼成功率 30%，而海大养户超过 50%。

图表7：公司饲料的性价比高于市场平均水平

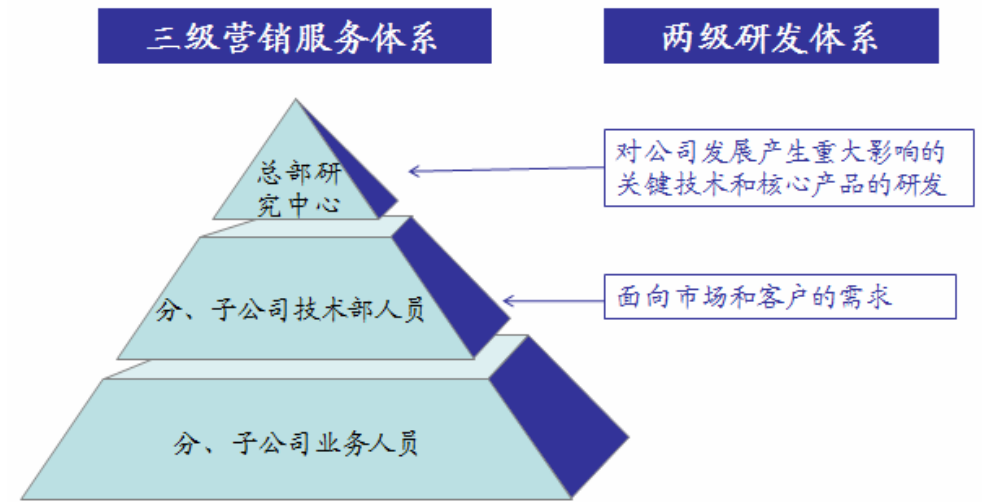
饵料系数	海大集团水平	行业一般水平
草鱼	1.6 - 1.8	> 1.8
罗非鱼	1.2 - 1.5	1.6 - 1.8
海水鱼	1.0 - 1.2	1.2 - 1.5
对虾	0.8 - 1.1	0.8 - 1.5

图表8：公司研究和销售人员占比高于竞争对手

	通威股份		海大集团	
	人数	占比	人数	占比
管理人员	1298	13.5%	923	19.9%
生产人员	6134	63.8%	1912	41.2%
研究人员	456	4.7%	307	6.6%
销售人员	1726	18.0%	1503	32.4%

来源：公司公告、国金证券研究所

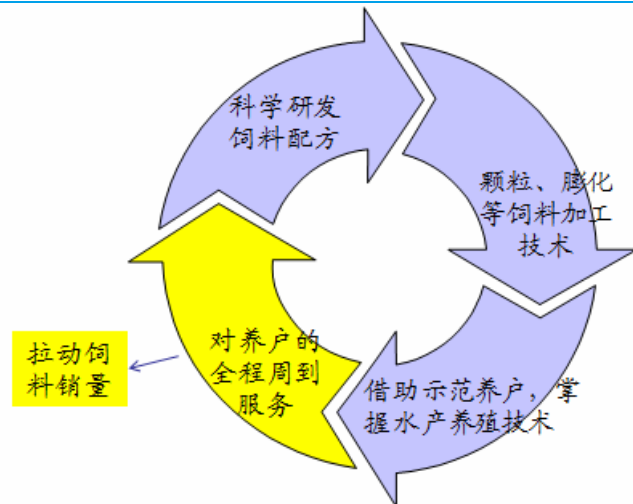
图表9: 两级研发+三级服务体系



来源: 国金证券研究所

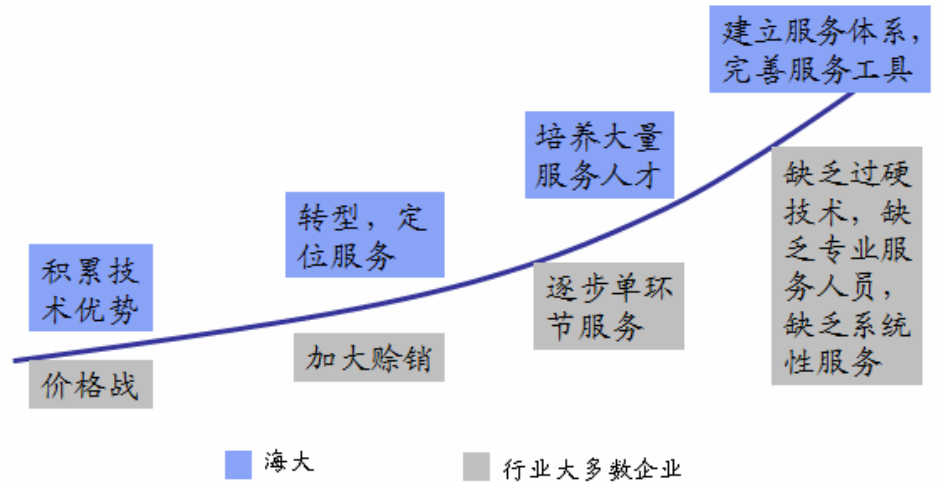
- 我们认为，公司的核心竞争力是**创新领先的盈利模式：以服务带动销售**。
 - 公司自 2006 年起，定位为服务型企业，扩大销售服务团队。至 2008 年公司通过“师傅带徒弟”的模式已培养了一批专业化的业务人员，服务逐渐开始见效，而行业仍然盛行价格战和赊销策略。目前，公司已向全方位服务体系迈进，而行业才开始重视服务，但短期内建立庞大的服务体系和服务人员具有一定的难度。
 - 我们认为，公司管理层对行业有深刻解读，对目前水产养殖存在的问题以及饲料供应商的定位把握得当，解决大部分养户普遍存在又难以解决的养殖技术问题。随着服务体系的平台建立和服务方式不断完善，公司将继续巩固领先地位。

图表10: 海大集团“以服务带动销售”的盈利模式



来源: 国金证券研究所

图表11: 公司是水产饲料行业的技术服务领跑者



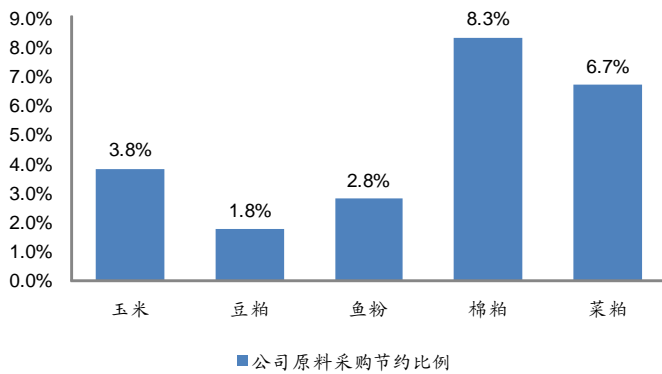
来源: 国金证券研究所

公司优质管理: 节约成本, 扁平结构

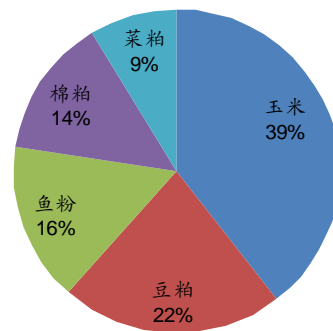
■ 规模化采购, 套保有效降低成本。

- 大规模饲料销量能充分发挥“规模效应”优势。公司目前年产饲料超过 250 万吨, 玉米、豆粕等大宗原料需求量超过 100 万吨。
- 各子公司的主要原料由总部集中统一采购, 总部专设采购团队, 占总员工之比约为 3%, 分品种研究供需判断价格。
- 此外, 公司还运用套期保值对冲工具。2009 年上半年采购大宗原料成本比市场低约 1%。公司严格限制套保比例, 有效避免投机。2011 年拟套期保值的原料合约最高数量约占预计耗用量不超过 80%。

图表12: 2009 年上半年公司套保节约比市场价低



图表13: 公司 2009 年上半年采购各原料的比例

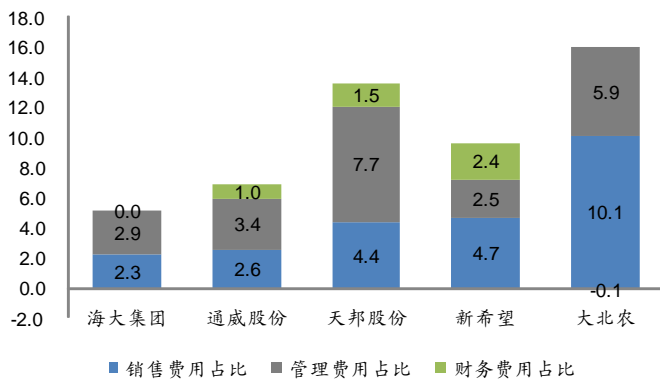


来源: 招股说明书、国金证券研究所

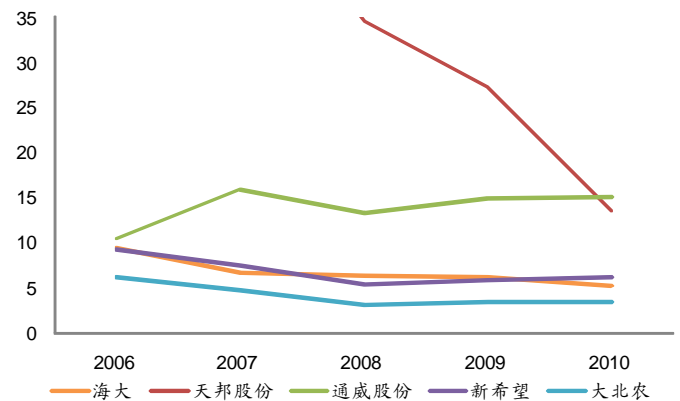
- 公司三项费用率在饲料类上市公司中最低。我们认为公司以专业服务取胜, 对最重要的三大环节采购、研发、销售重点突破, 有效节约成本。
- 我们判断公司未来销售费用和管理费用率将先增长后回落。
 - 公司近年来不断扩大销售服务团队, 每年扩张约 500 人, 销售费用中的员工薪酬、培训及差旅费用等大幅度增加。
 - 近年新项目投产的规模较大, 开办期费用相对较高。

- 公司扁平化的“中心+分子公司”组合有效互动，成为精简的管理模式。
 - 公司总部定位为服务中心，对分子公司实行绩效管理。分子公司与总部相互考核、互动。
 - 该模式有助于分子公司掌握一定的资源，能快速响应客户需求。另一方面，也有助于总部各部门提升其沟通效率和专业能力。
- 公司注重人才培养与引进，实施股权激励。
 - 公司内采用新员工导师制、EMBA、MBA 培训班等培养内部员工。
 - 2010 年公司对总部及各子公司的核心技术、管理、业务人员共 121 名员工进行股权激励，激励股票数占总股本约 5.19%，有效激发总公司和各子公司管理层的积极性。

图表14: 2010年水产及大型饲料公司中海大集团费用率最低

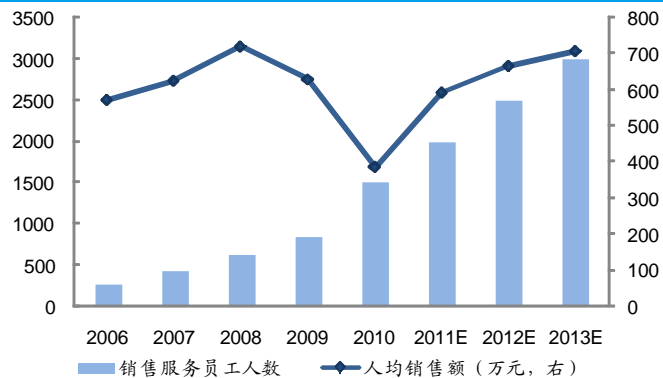


图表15: 公司应收账款周转天数远低于通威股份，大北农的应收账款周转率最低



来源: 国金证券研究所

图表16: 公司销售服务人员快速增长，人均销售额将回升



来源: 国金证券研究所

横向比较: 公司成长快，综合竞争力强

- 公司过去5年呈现出高速增长，迅速成为龙头，显示公司竞争实力。
 - 公司水产预混料从起步仅经过 3 年销量全国第一，在预混料基础上进入淡水鱼配合饲料领域，目前行业第二。公司 2004 年初进入虾料，经过 4 年时间为行业第三。

- 畜禽料在华南也取得快速发展。从 2004 年进入鸡料，2006 年即为广东区域鸡料第一，鸭料第二。
- 公司近 5 年饲料销量增速高达 40%以上。而同为国内前十大饲料公司，恒兴和通威的销量增速在百分之十几。公司迅速赶上老牌龙头。
- 通过在技术、采购、覆盖、销售服务和文化管理等多方面综合比较，我们认为公司的综合实力强于通威和广东恒兴。
 - 与通威相比，公司在水产预混料、销售服务力度、高管激励以及鱼虾苗方面具有优势。
 - 与恒兴相比，公司在原料采购、全国布点、高管激励方面有优势。

图表17：公司饲料销量年增长快

	市场地位	近4年饲料复合增速	饲料销量	地域	核心竞争力	其他业务
通威股份	淡水饲料市场龙头	11%	2010年约280万吨	西南、中南、华东，覆盖全国	全国渠道，猪饲料比例提升	食品加工、动物药品
海大集团	水产预混料饲料龙头，淡水饲料市场第二	40%	2010年约240万吨	华南市场成熟，正扩张华东、华中	预混料技术含量高，专业服务好	微生物制剂，鱼虾苗；畜禽料
广东恒兴	特种水产饲料龙头	2007-2009年约10%	2009年156万吨，其中特种水产饲料32万吨	华南市场成熟，正扩张江苏、浙江等	技术领先，顾问式营销模式，常年举办养殖技术培训班	水产品养殖加工，畜禽料

来源：国金证券研究所

图表18：公司综合竞争力强于两大主要竞争对手

	技术	采购	饲料子公司数	销售、服务	管理、文化	其他
通威股份	拥有技术创新机制	正完善中心平台建设，有套保	>40	销售人员比例低于海大，开始注重服务	拥有一定的激励机制	1995年成立；董事长及亲属间接控股，已退出新能源业务
海大集团	水产预混料领先	专业团队，有套保	>40	引领基于技术的服务体系；基层业务员考核七成来自服务	以服务为宗旨、为用户创造价值；正实施121名高管股权激励	2004年成立；已开发鱼虾苗，微生物制剂
广东恒兴	虾料领先	-	约10	在虾料方面，提供养殖标准，提供养殖技术服务	注重人才培养和轮岗培训；以业绩来衡量和激励员工	1998年至今，形成“种苗-饲料-水产养殖-加工-国内外贸易”产业链；2007年加工水产品15万吨，出口4万吨

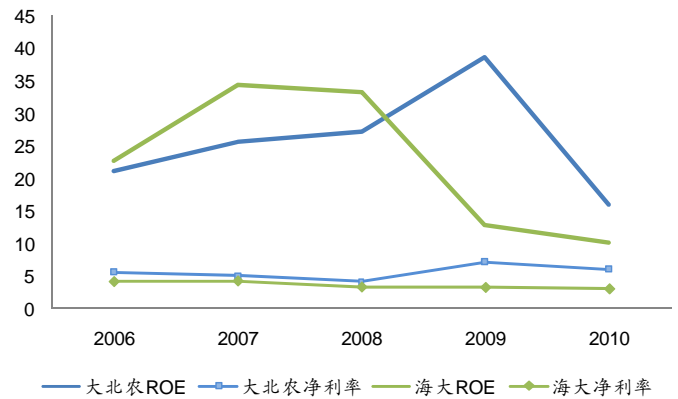
来源：公司网站、国金证券研究所

- 在饲料股中，我们认为大北农与海大均属于盈利能力强、增长快、创业团队的公司。我们对其比较认为：海大集团受猪价的影响较小，但相对盈利能力相对较弱。

图表19: 海大集团与大北农对比

	大北农	海大集团
收入4年复合增长	34%	50%
净利润4年复合增长	39%	38%
主营业务	猪用预混料、教槽料等中高端饲料	水产饲料、畜禽饲料
其他主营业务	种子、疫苗等	鱼虾苗、微生物制剂
饲料子公司数	44	43
销售服务人员数	5376 (占59%)	1503 (占32%)
股权激励	198名员工	即将实施, 共121名员工

图表20: 大北农的盈利能力略高于海大集团



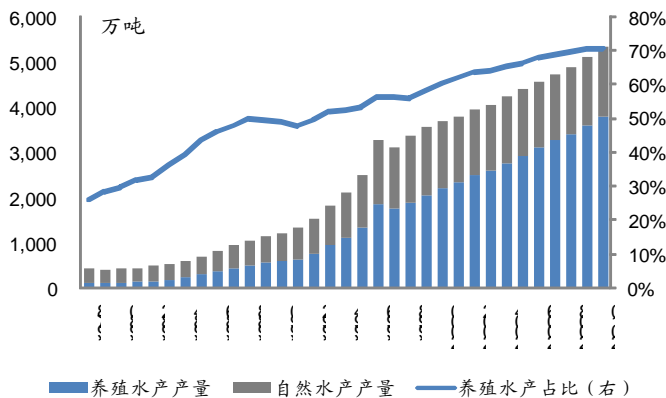
来源: 国金证券研究所

稳步增长, 近两年有望成为第一大水产饲料商

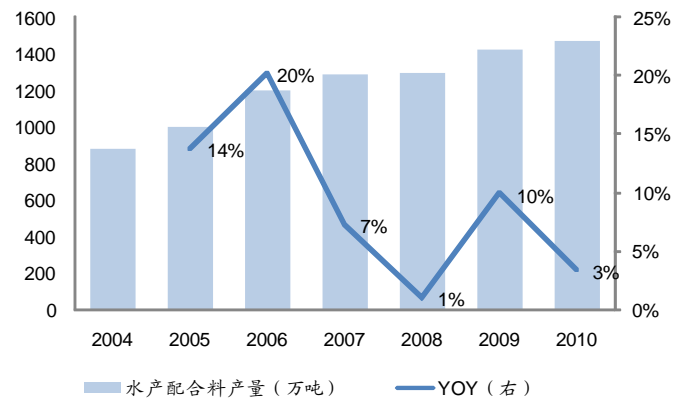
水产饲料行业普及率低于 35%, 未来空间可翻倍

- 随着水产养殖业的快速发展, 我国水产饲料近十年复合增速 5% 以上。2010 年, 水产饲料总产量为 1474 万吨, 在饲料总量中占 9.1%。
- 我们以鱼 1.6、虾蟹 1.0 的料肉比和 75% 的存活率估计(除去鲢鱼占淡水鱼 31%), 水产饲料需求量约为 4200 万吨, 即目前普及率约 35%, 前景大。
- 2010 年我国水产品养殖产量约为 3800 万吨, 近十年复合增速为 5.71%。淡水养殖占养殖比重约为 60%, 其中鱼占 60%、虾蟹 10%。湖北、广东和江苏三省的淡水鱼占比达 40%。
- 大多数水产养殖仍在使用的原粮粗放养殖模式, 粮食利用率和蛋白质转化效率低。随着粮食成本提高, 饲料养殖将受到更多养殖户的认可。
- 自 2000 年推出水产饲料行业标准以来, 我国水产饲料的集中度逐渐提升, 其中通威股份、海大集团的份额占比之和约为 20%。小企业在品牌、技术研发、规模采购等多方面优势较弱, 逐渐退出行业。

图表21: 我国水产养殖产量年增速达 5%, 养殖占比不断提升

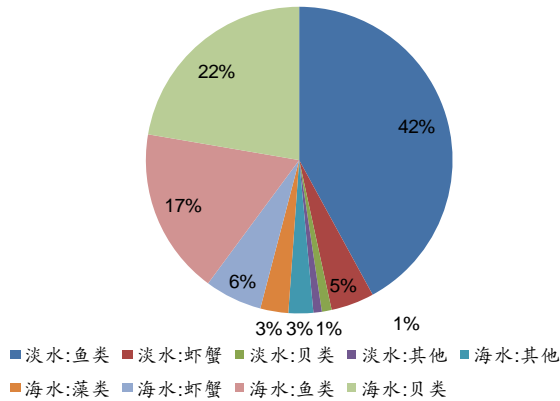


图表22: 水产配合饲料产量近年放缓, 约 5%



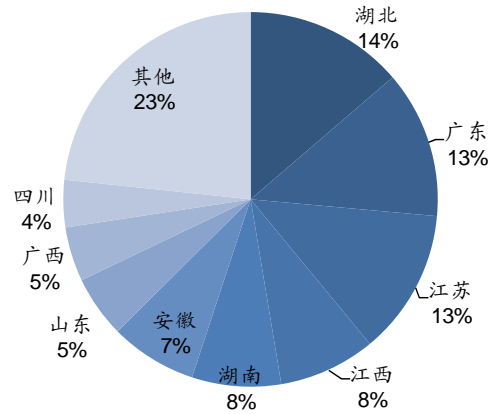
来源: wind、国金证券研究所

图表23: 淡水鱼类和海水贝类、海水鱼类为最主要水产品



来源: wind、国金证券研究所

图表24: 淡水养殖主要分布在华中、华南和华东

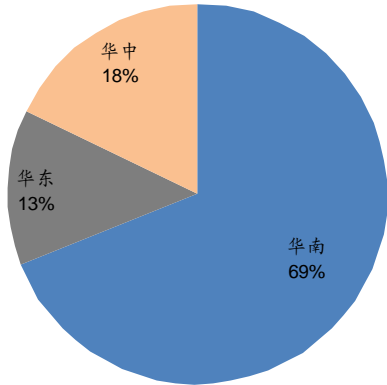


公司扩张策略: 以点突破, 核心区域市占率高

- 公司目前的发展策略是牺牲部分利润, 快速提升市场份额。
 - 公司主动投放成本, 降低单位利润, 特别是在鱼料和猪料方面, 提升饲料的性价比, 吸引更多用户。
 - 在强化产品质量的基础上, 公司细分市场, 强化和细化渠道建设、大量补充服务人员, 目前销售服务人员约 2000 人。
 - 我们认为, 养户对公司的饲料黏性较强, 离不开公司提供配套的苗种等专业化养殖服务。
- 地区扩张潜力和策略: 华南密集布局, 华东和华中重点布局。
 - 2008 年, 公司水产饲料销量占全国市场份额仅为 4.03%, 占广东水产份额仅为 8.74%。我们测算公司水产饲料在全国市场占有率仍低于 10%, 广东省的市场占有率低于 20%, 华中和华南地区市场占有率约 10%, 市场占有率的提升仍有较大空间。
 - 华南: 公司的成熟市场, 过去 5 年复合增速达 44%。广东市场是公司密集开发的市场, 主要通过广州海维、东莞海大、番禺大川、佛山海航和福建海大共同发展。目前还正在揭阳周边地区投资建厂。
 - 华东: 公司目前重点开发的市场, 将大力布点。目前在华东年销售虾料达 5 万吨, 而淡水鱼市场规模相对潜力更大。
 - 华中: 主要通过湖北驻点辐射, 受运输半径限制。目前已开始南昌、湖南等地开始扩建生产线, 有利于更深入辐射当地市场。
 - 公司目前布点约 60%集中在华南。与通威股份相比, 海大集团在华东、西南等片区的布点仍然有增加空间。
- 区域内策略为: 逐点攻克, 单个养殖点充分吃透, 自下而上直至覆盖整个大区, 有效提高市场占有率。
 - 公司在进入一个新的养殖片区时, 找到最好的养户进行重点示范, 推广效果非常好。结合产品的竞争力强, 目前在核心市场达 50%以上的占比, 单个养殖片区市场占有率非常高。在这个过程中, 经销商角色主要为运输和对农户的资金服务等。
 - 我们认为, 以同样策略开辟新养殖片区, 市场占有率高于依赖经销商自上而下开辟大片市场。

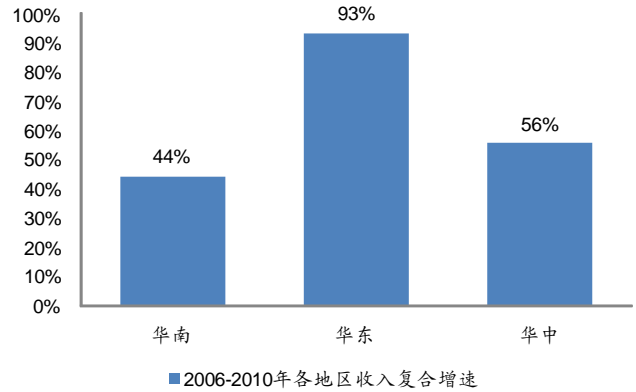
- 公司以标准化的复制模式扩张，快速而又稳健成长。
 - 公司总结出一套“先进行市场开发和铺垫，后建工厂”的标准模式，建立了服务和网络建设流程，经过2-3年能成功开发一个新市场。

图表25：公司目前7成收入来自华南

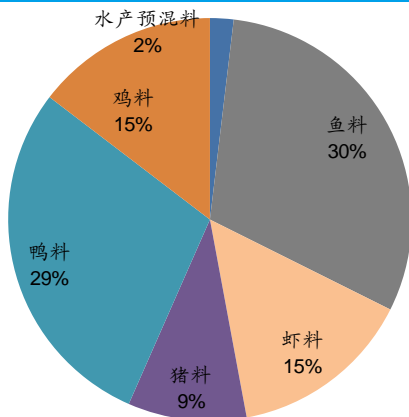


来源：公司公告、国金证券研究所

图表26：2006-2010年期间华南地区复合增长达44%，华东增长最快复合增速达93%



图表27：2009年上半年公司饲料销售额中主要为鱼料

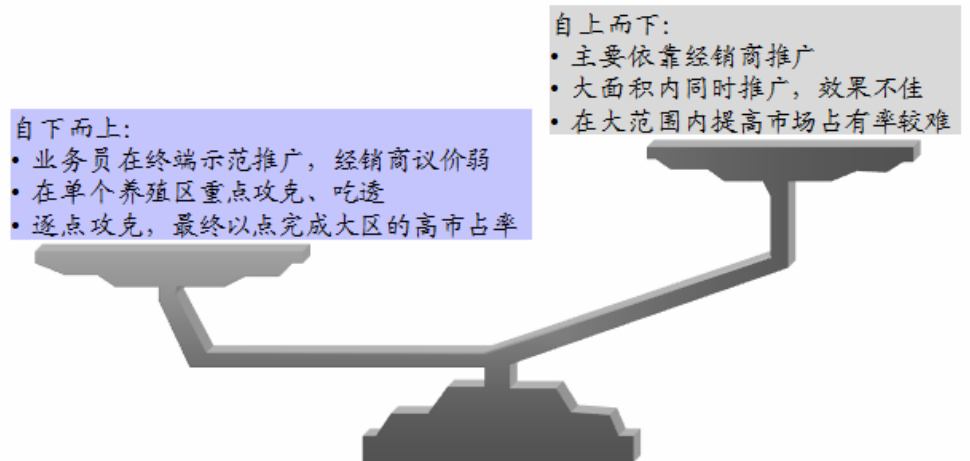


来源：公司公告、国金证券研究所

图表28：公司在广东布点远密于通威，未来在其他区域仍有布点空间(截止2010年年报)

	饲料子公司数	分布	通威饲料子公司数
华南	24	广东(21), 广西、海南、香港各1	11
华中	6	湖北(5), 湖南(1)	3
华东	7	江苏(3), 江西(2), 浙江、福建各1	12
西南	1	四川(1)	11
其他	3	辽宁(1), 天津(1)	6

图表29: 公司的逐点攻克的市场开辟效果优于由上而下的方式

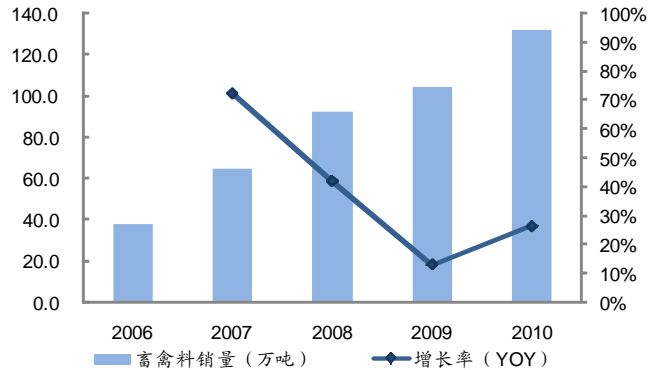


来源: 国金证券研究所

公司畜禽饲料: 调结构, 重点发展猪料

- 公司从2004年进入畜禽料行业, 两年后即在广东省取得龙头地位, 省内鸡料第一、鸭料第二(仅次于主营鸭料的南宝集团), 预计2011年畜禽销量约为180万吨左右。
- 我们认为, 公司在畜禽饲料的优势在于采购、研发和渠道。
 - 公司引进若干动物营养博士, 收购畜禽养殖场从事饲料技术研发。
 - 水产养殖通常与养鸭结合。公司依托水产饲料销售渠道, 可销售部分禽类饲料。
- 畜禽饲料发展空间大, 公司未来将提高猪料比例。
 - 广东省生猪年出栏约 2500 万头, 家禽出栏约 11 亿只, 饲料需求量约 1300 万吨, 目前公司市场占有率约 14%。
 - 由于猪饲料、鸡饲料、鸭饲料毛利率依次递减, 公司优先发展猪料和鸡料, 提升畜禽料毛利率。公司猪饲料增长快, 2011 年增速超过 70%, 在畜禽料中占比约为 30%。目前广东地区猪饲料竞争对手为双胞胎等主营猪饲料公司。

图表30: 公司畜禽料增速约在 30%附近

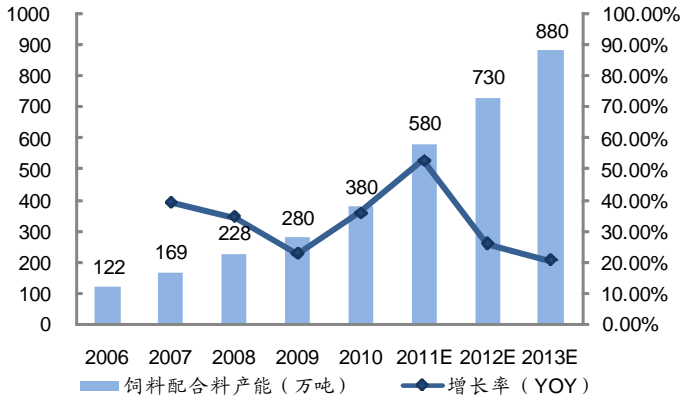


来源: 国金证券研究所

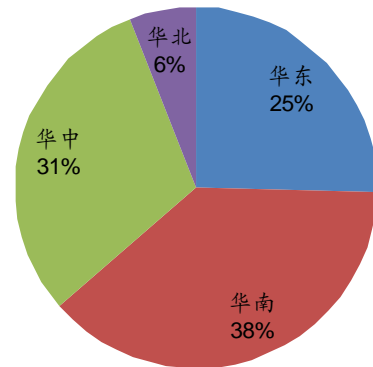
公司产能扩张，未来三年翻番

- 公司自IPO上市以来，将募投及超募资金以及通过发行企业债的资金全部用于新增产能。
- 截止2010年底，公司产能增至380万吨，预计公司2011增产至580万吨，预计2012、2013年每年新增配合料产能150万吨，相对2010年产能翻番。
 - 公司新增产能中，华中和华东产能基数小所以增速快于华南。
 - 除新建产能外，公司仍有少量收购，收购饲料厂优点主要为易于获取土地租用权，但收购成本高，且生产线仍需改装。

图表31：公司规划 2011-2013 年年新增产能翻番



图表32：新增产能中华中和华东的占比支撑其高速增长



来源：国金证券研究所

公司微生态制剂和水产苗提升服务竞争力

- 附加产品将是水产饲料企业未来的重要竞争力。
 - 由于水产饲料术含量高于畜禽料，目前毛利率高于畜禽料。但随着行业发展和企业竞争力提高，技术门槛逐渐降低，微利化是必经阶段。
 - 未来除饲料的性能和价格外，销售服务中涉及的种苗和净化水质的微生态制剂将成为重要的竞争力，且共用饲料销售和渠道资源。

(1) 优质鱼虾苗市场需求大。

- 国内虾苗需求约为 1000 亿尾，以成活率 33% 计算我们预计约为 3000 亿尾，以 100 元/万尾技术，即约 30 亿元的市场规模。
- 目前鱼苗供给充足，主要供应商为个体户。但好质量的鱼苗缺乏，经常出现假冒伪劣、存活率低、数量欺诈等问题。
- 公司目前在鱼虾苗的技术方面领先，虾苗已成功打开市场，鱼苗即将进入规模化销售。预计2012年鱼虾苗总共将达到1.5亿收入。
 - 公司 2006 年在鱼虾苗培育上取得突破，虾苗、罗非鱼苗和草鱼苗具有明显的优势。预计未来几年将保持较快的投资和规模增长。
 - 2010 年公司虾苗产量为 50 亿尾，市场占有率较低。11 年上半年销售 50 亿尾，收入约 7 千万，全年预计 110 亿尾，1.3 亿收入。今年虾苗规模化后，毛利率提升至 30% 以上。公司在中山、海南都建立了虾苗厂，在清远、蓝海建立了鱼苗厂。

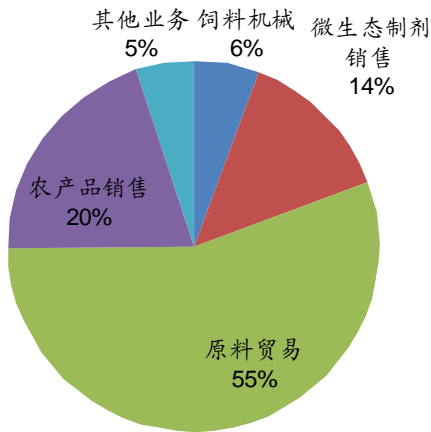
(2) 微生态制剂行业：大型公司将引领行业发展。

- 每年全国发生中等程度以上的养殖病害面积占养殖总面积的 15% 以上。微生态制剂投放到养殖水环境中以改良底质或水质。然而缺乏行业标准，存在大量中小甚至作坊式企业，缺少龙头企业和领军队伍。
- 由于微生态制剂其对养殖的效果不能直接体现，目前大部分农户对其尚未完全接受，仅有 20% 左右的养户坚持并重视使用，每亩水面的投入在 100-800 元不等。
- 预计公司在微生态制剂方面将继续保持快速增长，2015 年或达 6 亿元。
 - 2010 年公司微生态制剂销售收入 4200 万元，同比增长 150% 以上，毛利率 50% 左右。通过业务人员将其与饲料的捆绑销售，微生态制剂产品的效用已逐渐被养殖户所认可和接受。
 - 假设每亩水域需虾料 0.5 吨或 2.5 吨鱼料，根据上文保守预测 2015 年公司的虾料和鱼料至少翻番即达到 80、220 万吨，以每亩水面平均微生物制剂 300 元测算，我们认为公司的水产饲料养户到 2015 年微生态制剂或达 6 亿元。

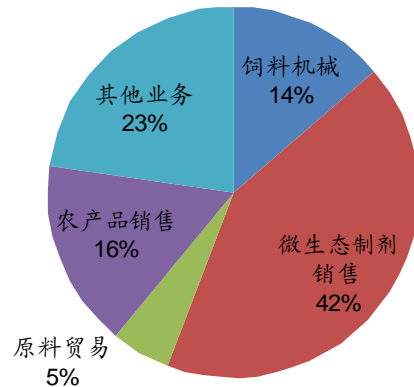
(3) 我们认为公司 3 年内没有大规模扩张水产养殖的必要。

- 公司目前在全国水产饲料市占率不及 10%，短期尚无增长瓶颈。
- 从水产养殖的管理上看，其生产方式比饲料的精细化要求更高，要求人员多，规模不易大幅增长（个体户以 50 亩左右为最佳养殖面积，方便疫病控制控制和精细化管理）。广东恒兴涉及养殖部分主要以农户合同方式进行。

图表33: 2010 年公司其他业务收入中原料贸易占比过半



图表34: 2010 年公司其他业务中微生态制剂盈利第一



来源：公司公告、国金证券研究所

图表35: 2011 年 1 亩水面的水产养殖成本与利润测算

	塘租费	苗种	饲料	微生态制剂	产出	盈利	备注
对虾	1000元	5万尾, 约700元	0.5吨, 约4000元	500元	0.5吨虾, 约2.5万元	约1.8万元	一年两季, 但存活率低
草鱼	1000元	1000尾, 约3500元	2.5吨, 约7000元	300元	1吨鱼, 约1.4万元	约3000元	存活率高

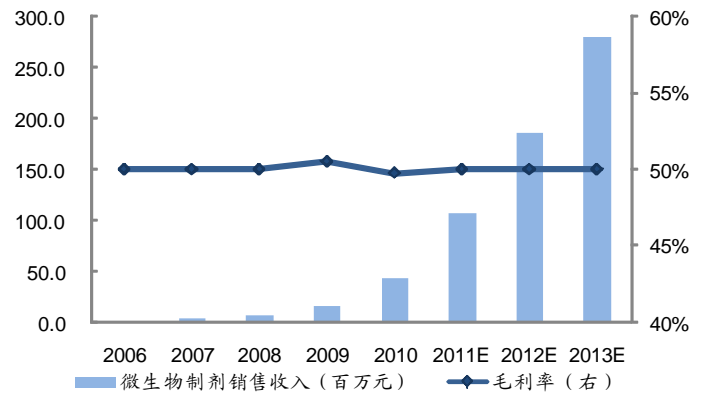
来源：国金证券研究所

图表36: 水产养殖三大关键因素, 公司提供全方位服务



来源: 国金证券研究所

图表37: 预计公司微生物制剂将高速高毛利增长



风险提示

- 恶劣天气导致水产饲料需求减少的风险。
- 大范围禽畜疫病导致禽畜饲料需求减少的风险。
- 饲料成本急速上涨风险。
- 快速扩张下的内部管理风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	4,530	5,250	7,698	11,827	16,629	21,236	货币资金	203	1,608	1,061	1,274	1,529	1,834
增长率		15.9%	46.6%	53.6%	40.6%	27.7%	应收款项	145	264	278	442	622	794
主营业务成本	-4,177	-4,814	-7,033	-10,729	-15,073	-19,211	存货	206	321	560	617	867	1,105
%销售收入	92.2%	91.7%	91.4%	90.7%	90.6%	90.5%	其他流动资产	124	168	476	647	908	1,156
毛利	353	436	665	1,098	1,556	2,024	流动资产	678	2,361	2,376	2,980	3,925	4,890
%销售收入	7.8%	8.3%	8.6%	9.3%	9.4%	9.5%	%总资产	57.2%	80.4%	72.2%	71.4%	72.3%	74.3%
营业税金及附加	0	0	-1	-1	-2	-2	长期投资	0	0	2	3	2	2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	376	428	701	1,038	1,346	1,526
营业费用	-65	-95	-174	-316	-416	-488	%总资产	31.7%	14.6%	21.3%	24.9%	24.8%	23.2%
%销售收入	1.4%	1.8%	2.3%	2.7%	2.5%	2.3%	无形资产	122	133	190	151	157	162
管理费用	-123	-122	-224	-390	-565	-701	非流动资产	508	577	914	1,194	1,507	1,692
%销售收入	2.7%	2.3%	2.9%	3.3%	3.4%	3.3%	%总资产	42.8%	19.6%	27.8%	28.6%	27.7%	25.7%
息税前利润 (EBIT)	166	218	266	390	574	833	资产总计	1,186	2,938	3,290	4,174	5,432	6,581
%销售收入	3.7%	4.2%	3.4%	3.3%	3.4%	3.9%	短期借款	407	442	571	979	1,550	1,825
财务费用	-38	-26	0	-27	-54	-76	应付款项	268	287	354	477	670	854
%销售收入	0.8%	0.5%	0.00%	0.23%	0.3%	0.4%	其他流动负债	8	35	86	115	150	183
资产减值损失	-5	-1	-15	0	0	0	流动负债	683	765	1,011	1,570	2,369	2,862
公允价值变动收益	-4	-6	9	0	0	0	长期贷款	14	92	0	0	0	0
投资收益	48	5	-6	55	58	60	其他长期负债	0	2	1	0	0	0
%税前利润	28.8%	2.4%	n.a	12.5%	9.6%	7.1%	负债	697	859	1,012	1,570	2,369	2,862
营业利润	167	189	254	418	577	817	普通股股东权益	434	2,041	2,205	2,511	2,943	3,562
营业利润率	3.7%	3.6%	3.3%	3.5%	3.5%	3.8%	少数股东权益	54	50	73	92	120	158
营业外收支	1	5	19	20	25	30	负债股东权益合计	1,186	2,950	3,290	4,174	5,432	6,581
税前利润	169	193	273	438	602	847	比率分析						
利润率	3.7%	3.7%	3.6%	3.7%	3.6%	4.0%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-26	-32	-52	-83	-114	-161	每股指标						
所得税率	15.3%	16.3%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	0.778	0.693	0.725	0.576	0.791	1.113
净利润	143	162	221	355	488	686	每股净资产	2.584	9.114	7.571	8.623	10.106	12.231
少数股东损益	12	7	10	20	27	38	每股经营现金净流	0.912	0.171	-0.315	0.636	0.556	1.479
归属于母公司的净利润	131	155	211	335	461	648	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.100	0.100	0.100
净利率	2.9%	3.0%	2.7%	2.8%	2.8%	3.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	30.09%	7.60%	9.57%	13.35%	15.66%	18.19%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	11.02%	5.26%	6.42%	8.03%	8.48%	9.85%
净利润	143	162	221	355	488	686	投入资本收益率	15.42%	6.94%	7.54%	8.82%	10.07%	12.17%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	45	52	89	102	136	165	主营业务收入增长率	66.45%	15.90%	46.61%	53.64%	40.60%	27.70%
非经营收益	-9	21	5	-4	0	21	EBIT增长率	47.85%	31.56%	21.83%	46.91%	47.01%	45.28%
营运资金变动	-25	-199	-405	-268	-462	-441	净利润增长率	26.23%	18.76%	36.04%	58.88%	37.43%	40.61%
经营活动现金净流	153	37	-90	185	162	431	总资产增长率	15.22%	148.86%	11.50%	26.88%	30.13%	21.16%
资本开支	-182	-135	-401	-382	-424	-320	资产管理能力						
投资	-9	-56	6	-1	0	0	应收账款周转天数	6.4	6.3	5.2	6.0	6.0	6.0
其他	49	5	-16	55	58	60	存货周转天数	19.8	20.0	22.9	21.0	21.0	21.0
投资活动现金净流	-142	-186	-410	-328	-366	-260	应付账款周转天数	10.9	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
股权募资	13	1,532	0	0	0	0	固定资产周转天数	30.0	27.6	30.2	28.9	26.5	23.1
债权募资	73	130	1	406	571	275	偿债能力						
其他	-83	-164	-23	-51	-112	-140	净负债/股东权益	44.79%	-51.71%	-21.58%	-11.38%	0.65%	-0.29%
筹资活动现金净流	2	1,498	-22	355	459	135	EBIT利息保障倍数	4.4	8.3	-785.3	14.6	10.6	11.0
现金净流量	13	1,348	-523	212	255	306	资产负债率	58.79%	29.10%	30.77%	37.62%	43.62%	43.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	3	4	10	11	29
买入	1	3	8	9	20
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.36	1.41	1.43	1.42

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-16	买入	13.67	41.11

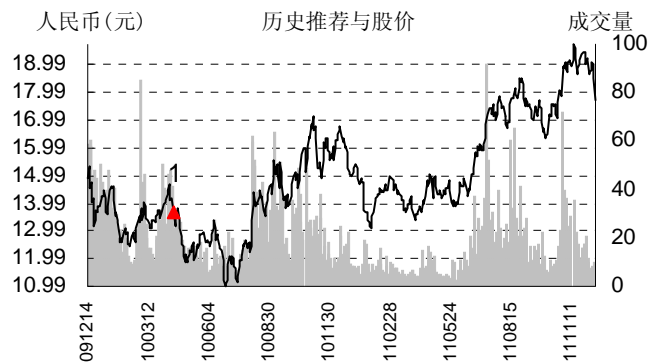
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B