

## 服务营销促公司业务持续快速增长

——海大集团调研报告

海大集团

002311

### 投资要点

公司主要从事水产预混料、水产配合饲料和畜禽配合饲料的研发、生产与销售，饲料业务的收入、毛利占比均在 90%以上。目前公司水产预混料规模位居行业第一，水产配合饲料位居行业第二，其中对虾饲料行业第一，畜禽配合饲料规模位居行业第八。公司为我国饲料行业十强之一。

**服务营销能力是公司的核心竞争力。**公司早在 2006 年就提出了服务型定位，构建了“分、子公司业务人员+分子公司技术部人员+公司总部研究中心人员”的三级服务营销体系。经过几年的持续投入，公司已形成一支强有力的营销服务队伍，遍布公司养殖户塘口，为养殖户提供全面的专业服务，以保证公司养殖户成为盈利能力最强的群体，进而拉动公司的增长。为推动服务营销，公司主要加强了研发投入和销售服务队伍的能力建设。从效果来看，公司营收、利润增长速度处于行业中上等，2010 年分别达到 46.61%和 52.38%，发展趋势上公司有望领先所有同行。

**饲料产能保持扩张，着重布局重点区域。**公司2011新增产能163.2万吨，2012年就目前确定的项目来看，将至少增加112万吨，年均增速在30%左右。新增产能仍集中在华南、华中、华东三个重点区域，且重点扩充了产能相对薄弱的华中、华东区域，新增产能将进一步扩大公司在重点区域的影响力，提升公司的市场占有率。

**苗种、微生物制剂业务加速增长，提升公司在养殖链上的整体优势。**微生物制剂的收入、利润高速增长，近三年增速均高于40%和50%，毛利率在50%左右。2010年虾、鱼种苗实现收入6330万元，2011年年中时已实现收入7570万元，同比增长201%，毛利率也由2010年的13%大幅提升至35%。

**投资建议：**预计 2011-2013 年公司实现净利润 3.43、4.78、7.08 亿元，同比增长分别为 62%、40%、48%，EPS 为 0.59、0.82、1.22 元，对应 2 月 6 日的收盘价 17.03 元，PE 为 29、21、14 倍。考虑到公司服务营销推进下的快速增长，给予“增持”评级。

**风险提示：**气象灾害及养殖疫病风险；产能扩张低于预期风险；原材料价格波动风险。

评级 增持

分析师：李其东

农林牧渔行业

投资咨询执业证书编号：

S0630512010001

联系信息：

021-50586660-8590

liqd@longone.com.cn

日期

发布时间：2012 年 2 月 8 日

分析时间：2012 年 2 月 6 日

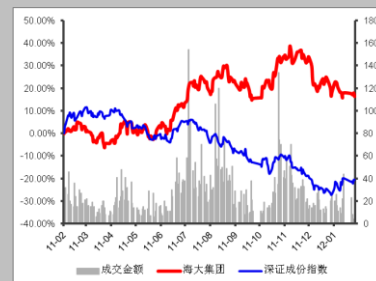
调研时间：2011 年 11 月 11 日

价格

当前市价：17.01 元

目标价：20.5 元

股价表现



公司估值

	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	0.36	0.59	0.82	1.22
PE	42.4	28.9	20.8	14.0
PB	4.1	4.1	3.7	3.2

注：EPS为最新股本摊薄后数据

公司主要从事水产预混料、水产配合饲料和畜禽配合饲料的研发、生产与销售，饲料业务的收入、毛利占比均在 90%以上。公司业务起源于 1998 年成立的广州海大饲料公司，依靠技术及服务优势，目前公司水产预混料规模位居行业第一，水产配合饲料位居行业第二，其中对虾饲料行业第一，畜禽配合饲料规模位居行业第八。公司 2005 年进入行业 30 强，2007 年进入行业十强。

分业务来看，2010 年饲料业务收入 73.85 亿元，占比达到 95.94%，其中水产饲料占饲料业务收入的 58%，其他为畜禽饲料，苗种、微生态制剂业务收入占比 1.37%，毛利方面饲料业务占比 92.40%，种苗、微生态制剂的占比为 4.43%，占比呈扩大趋势。

图 1 公司各产品收入占比

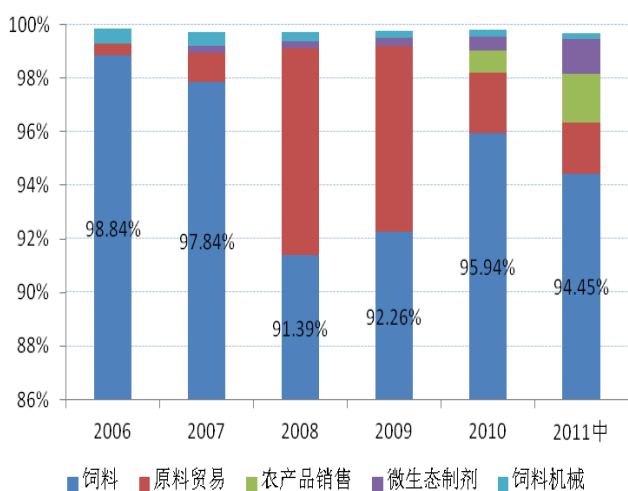
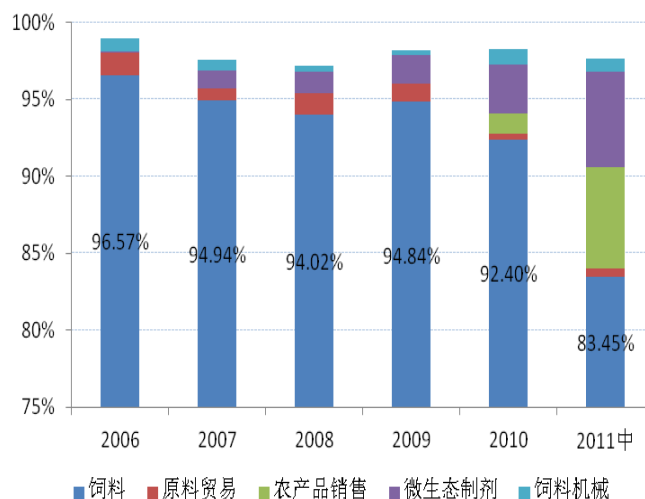


图 2 公司各产品毛利占比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

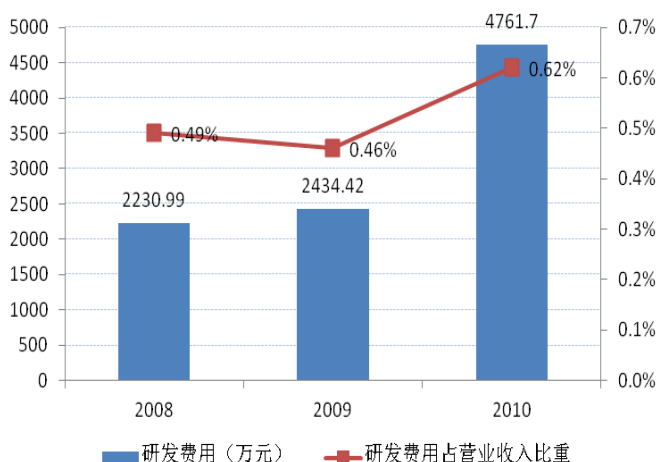
## 一、服务营销能力是公司的核心竞争力

公司早在 2006 年就提出了服务型定位，并制定了“专业化基础上的规模化，核心竞争力基础上的产业链延伸”的发展战略，构建了“分、子公司业务人员+分子公司技术部人员+公司总部研究中心人员”的三级服务营销体系。各分、子公司业务人员和技术部人员及公司研究中心技术人员常年在养殖一线，对当地养殖环境、养殖模式、养殖习惯及养殖行情等进行实地调查，了解农户真正的养殖需求，实时跟进农户养殖过程中存在的问题，从而有针对性地提供包括养殖技术在内的从养殖模式到疫病防治、养殖环境调控的一整套养殖解决方案及技术支持。经过几年的持续投入，公司已形成一支强有力的营销服务队伍，遍布公司养殖户塘口，为养殖户特别是重点户、示范户提供全面的专业服务，以保证公司养殖户成为盈利能力最强的群体，树立标杆，形成示范效应，进而拉动公司的增长。具体如公司在湖北地区的口号是“千元增效”，即通过推广养殖模式，控制水质、选择好的饲料，让养殖户每亩多挣 1000 元。服务的配套，使公司养殖户普遍收益均高于市场水平，促使公司即使在行业困难时期仍取得较好增长和业绩表现。

为了推动服务营销，公司主要加强了两方面的工作：

1、加强研发投入。公司研发人员从2008年的184人增加至307人，研发费用从2231万元增加至4762万元，增长95%。主要是加强养殖技术研究投入，增加对各类养殖产品的养殖模式研究并持续优化，加强对养殖服务产品的研发和产业化开发的进程，加强优质苗种、微生态制剂等养殖服务产品的生产供应能力，并进一步提高服务用产品的适应性。雄厚的研发能力是专业化服务的保证，三级服务营销体系既使得技术快速传导至养殖户，也反过来促进了研发的实用性。

图 3 研发投入不断增加



数据来源：公司公告，东海证券研究所预测

图 4 海大销售服务人员数量增长加快

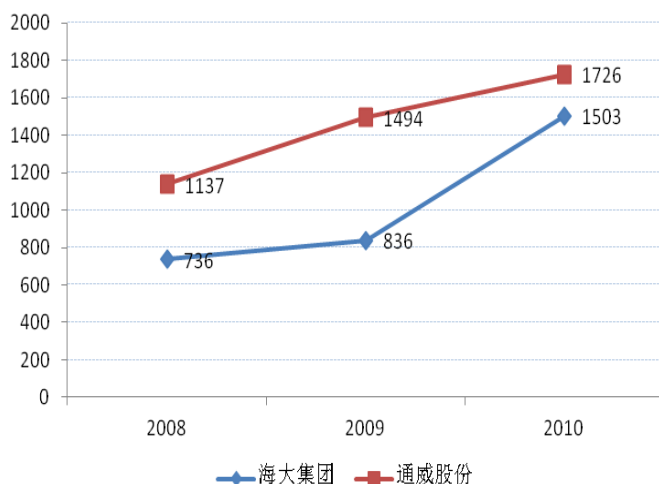
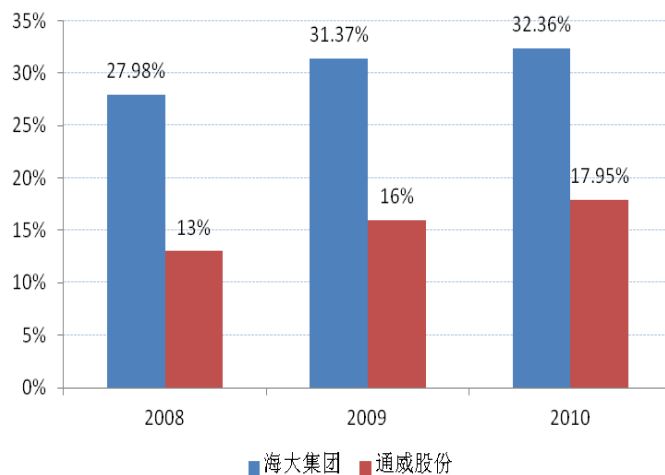


图 5 海大销售服务人员占比高



资料来源：各公司公告，东海证券研究所（注：公司2008年销售服务人员及占比来自招股说明书中2009年年中的数据）

2、持续加强销售服务队伍的能力建设。通过大量的培训、研讨、过程管理、考核和激励提高队伍的各

项专业能力，保证向公司更大范围的养殖户提供“苗种-放养模式-水质控制-疫病防治-饲料”全流程的技术支持，确保公司养殖户养殖成功和盈利，从而带动公司饲料、苗种、微生态制剂等产品的全面销售。

与同行比较，公司销售服务人员比重维持在 30%以上，远高于同行，且上市后人数快速增长，2010 年一年增加 667 人，增速达 80%，这是公司全面推进服务营销的有力保证。

从服务营销带来的效果来看，随着营销服务人员的增加，服务的深入推进，公司营收、利润增长速度处于行业中上等，2010 年分别达到 46.61%和 52.38%，只略低于正邦科技，而且从发展趋势来看，公司有望领先所有同行。

图 6 海大营收增速处于行业中上等

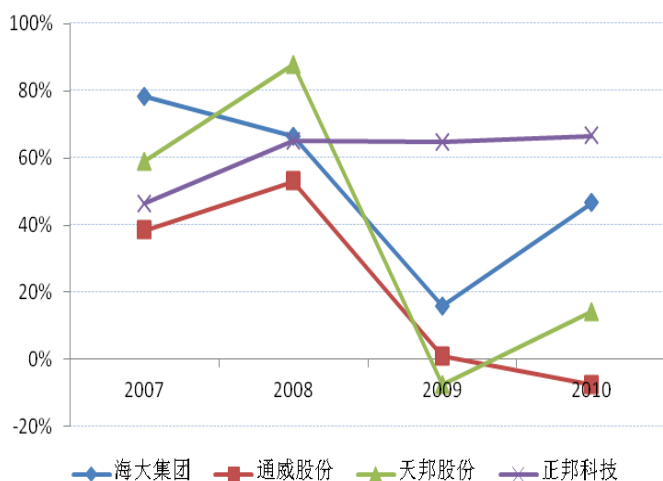
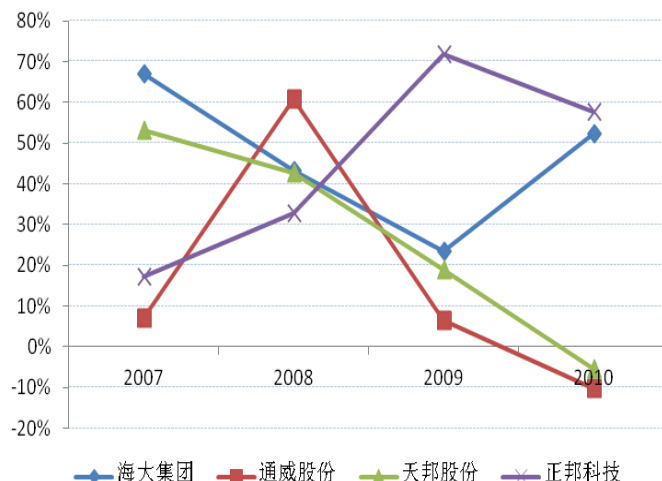


图 7 海大毛利润增速优于同行



资料来源：各公司公告，东海证券研究所

## 二、饲料产能保持扩张，着重布局重点区域

公司根据市场开发的进度，不断增加饲料产能的补充建设，包括募投、超募项目在内的多个新建、扩建、技改项目如期投产，2011新增产能163.2万吨，2012年就目前确定的项目来看，将至少增加112万吨，年均增速在30%左右，饲料产能将得到有力的补充。

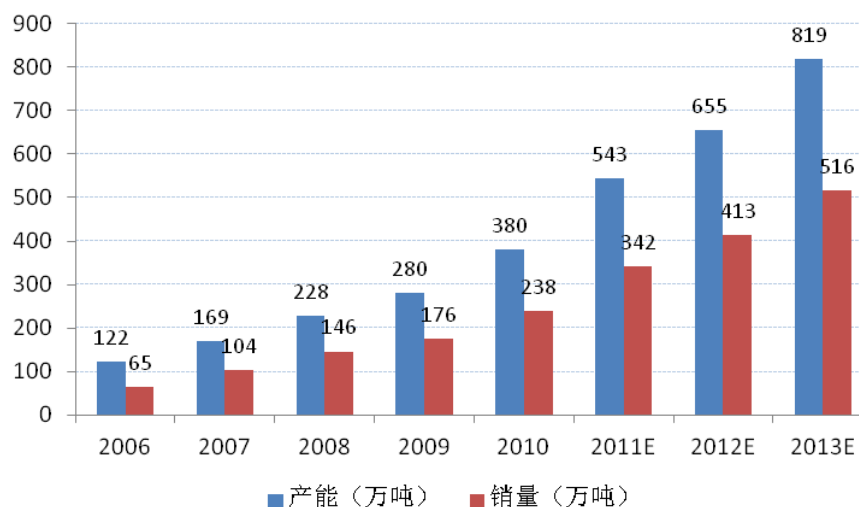
表 1 饲料产能不断增加

项目	简介	新增产能 (万吨)	预计达产时间
<b>募投新建项目</b>			
荆州海大	年产 45 万吨配合饲料	45	2011 年 8 月 31 日
浙江海大	年产 26 万吨饲料	26	2011 年 7 月 31 日
福建海大	年产 19 万吨配合饲料	19	2011 年 7 月 31 日

广州海因特	年产 3.2 万吨饲料预混料	3.2	2011 年 9 月 30 日
茂名海龙	年产 24 万吨配合饲料	24	2011 年 9 月 30 日
南通海大(原“广西海大”)	年产 24 万吨饲料(水产)	24	2012 年 12 月 31 日
南昌海大(原“江西海大”)	年产 24 万吨配合饲料	24	2012 年 7 月 31 日
<b>超募资金新建项目</b>			
湖南海大	年产 13 万吨配合饲料(鱼、畜禽)	13	2011 年 1 月 31 日
珠海容川	年产 12 万吨配合饲料(虾)	12	2011 年 7 月 31 日
鄂州海大	年产 21 万吨配合饲料(鱼、畜禽)	21	2011 年 7 月 31 日
常州海大	年产 24 万吨配合饲料(水产)	24	2012 年 7 月 31 日
揭阳海大	年产 22 万吨配合饲料(水产、畜禽)	22	2012 年 12 月 31 日
天门海大	年产 18 万吨配合饲料(水产、畜禽)	18	2012 年 9 月 30 日
珠海海维(原“佛山海航”和“海南海维”)	年产 35 万吨配合饲料(水产、畜禽)	35	2014 年
益阳海维(海大产业园项目之一)	年产 20 万吨配合饲料(水产料 15 万吨, 畜禽料 5 万吨)	20	2013 年 3 月 1 日
<b>2011 年新增产能合计</b>		<b>163.2</b>	
<b>2012 年新增产能合计</b>		<b>112</b>	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 8 饲料产能、销量保持增长



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司已在华南、华中、华东地区建立了较好的市场基础，形成了良好的品牌影响力，从2010年的营收分布可见，华南区域占比最大，为69%，其次是华中和华东区域。不过总体来看，公司饲料业务在各区域的市场份额仍然很低，公司在华南区域市场占有率为8%，华中、华东区域还低于3%（2009年数据）。新增产能仍集中在三个重点区域，且重点扩充了产能相对薄弱的华中、华东区域，新增产能将进一步扩大公司在重点区域的影响力，提升公司的市场占有率。

图 9 2010 年营收分布三大重点区域

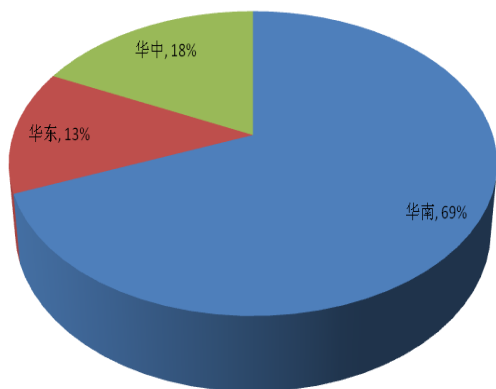
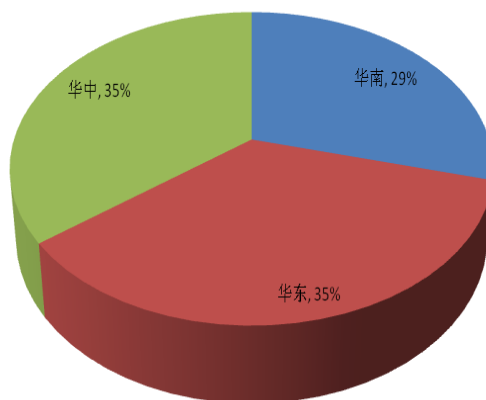


图 10 新增产能布局重点区域



资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 三、苗种、微生态制剂业务加速增长，提升公司在养殖链上的整体优势

养殖业是一个较长的链条，养殖户养殖成功、获取利润要满足很多要素，包括苗种、饲料、养殖技术、管理能力、疫病防治多个环节，而其中任何一个环节的失误都会导致养殖的失败。公司一直在围绕养户需求、围绕养殖链打造自身的专业化优势，除饲料业务，公司在苗种、微生态制剂业务上已开始加速增长，这将提升公司在养殖链上的整体优势。

图 11 微生态制剂收入、利润快速增长

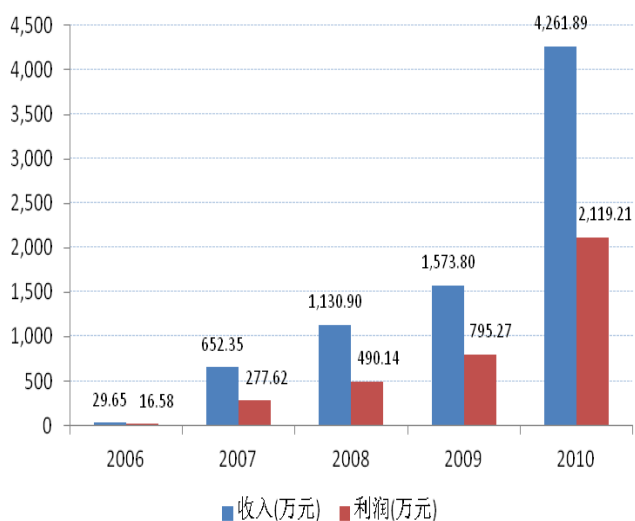
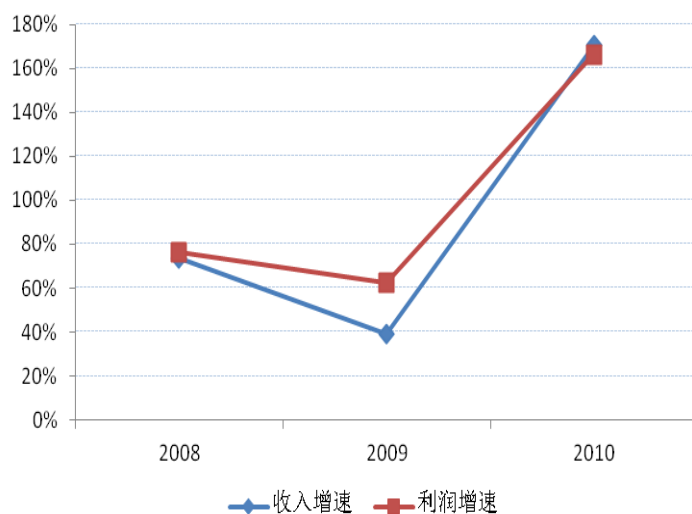


图 12 微生态制剂收入、利润增速很快



资料来源：公司公告，东海证券研究所

经过近几年营销服务人员在市场上不断的推广，微生物制剂产品的效用已逐渐被养殖户认可和接受。使用公司微生物制剂产品，一方面能通过有效调理水质，增强动物自身抵抗力，预防疾病，减少使用甚至不使用药品；另一方面可有效降低养殖成本。微生物制剂的收入、利润高速增长，近三年增速均高于 40%和 50%，2010 年，公司微生物制剂产品销售收入达 4,261.89 万，同比增速达 170.80%，2011 年上半年更是同比增加 298.42%。同时微生物制剂的毛利率较高，基本在 50%左右。预计微生物制剂业务未来仍保持快速增长。

优质水产苗种和优质的养殖模式的结合，也使得公司养殖户效益表现比较突出。公司在广东、海南、福建等地拥有多个虾苗基地，可实现年产虾苗 200 亿尾。公司在南海、清远拥有五个鱼苗基地，占地 1800 多亩，专业从事淡水鱼类遗传育种研究和优质、高效、健康种苗的生产推广，设有鱼类选育中心、技术培训中心和种苗生产中心。

2010 年虽然经历了上半年天气异常，孵化困难，育苗成功率低、对虾养殖疾病区域性暴发等情况，公司全年仍实现销售虾苗 50 余亿尾，在行业中名列前茅，成功打开对虾苗种市场。同时，公司也对鱼苗业务进行市场化部署，亲本、培育水面、团队等都已有较为充分的准备。2010 年虾、鱼种苗实现收入 6330 万元，2011 年年中时已实现收入 7570 万元，同比增长 201%，毛利率也由 2010 年的 13%大幅提升至 35%。预计公司水产苗种业务未来仍将保持较快的投资和规模增长。

### 三、投资建议

我们预计 2011-2013 年公司实现净利润 3.43、4.78、7.08 亿元，同比增长分别为 62%、40%、48%，EPS 为 0.59、0.82、1.22 元，对应 2 月 6 日的收盘价 17.03 元，PE 为 29、21、14 倍。考虑到公司服务营销推进下的快速增长，给予“增持”评级。

### 四、风险提示

气象灾害及养殖疫病风险。气象灾害主要对水产养殖产生不利影响，养殖疫病则对水产、畜禽养殖均有不利影响，进而影响公司水产、畜禽饲料的销售。

产能扩张低于预期风险。公司新增产能项目较多，存在不达预期的可能性。

原材料价格波动风险。

资产负债表(万元)						利润表(万元)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	160824	106147	200000	100000	50000	营业收入	525045	769769	1207092	1681636	2506404
应收款项	26421	27821	47654	70596	98251	营业成本	481427	703304	1095984	1531454	2281359
存货净额	32117	56047	71065	107352	162923	营业税金及附加	42	79	84	119	184
其他流动资产	16015	47462	48122	74006	121587	销售费用	9546	17387	32109	42041	61981
<b>流动资产合计</b>	<b>236147</b>	<b>237600</b>	<b>366840</b>	<b>351953</b>	<b>432762</b>	管理费用	12232	22445	39834	50449	76996
固定资产	44098	68892	88987	104593	113070	财务费用	2626	(34)	2798	4001	3848
无形资产及其他	12910	14463	13740	13017	12294	投资收益	456	(594)	3000	3000	3000
投资性房地产	1996	7852	7852	7852	7852	资产减值及公允价值变动	(480)	2381	2500	2000	2000
长期股权投资	5	159	212	267	354	其他收入	(286)	(2949)	0	(0)	0
<b>资产总计</b>	<b>295157</b>	<b>328966</b>	<b>477632</b>	<b>477682</b>	<b>566332</b>	营业利润	18861	25426	41783	58572	87036
短期借款及交易性金融负债	44229	57119	156412	98644	96107	营业外净收支	488	1910	1500	1500	1500
应付款项	15902	21175	34760	48212	70849	<b>利润总额</b>	<b>19350</b>	<b>27337</b>	<b>43283</b>	<b>60072</b>	<b>88536</b>
其他流动负债	16356	22786	36799	51026	75404	所得税费用	3151	5213	7791	10813	15936
<b>流动负债合计</b>	<b>76487</b>	<b>101080</b>	<b>227970</b>	<b>197882</b>	<b>242360</b>	少数股东损益	683	1017	1220	1464	1757
长期借款及应付债券	9200	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>15515</b>	<b>21107</b>	<b>34272</b>	<b>47795</b>	<b>70842</b>
其他长期负债	288	142	190	253	241	增长率	18.8%	36.0%	62.4%	39.5%	48.2%
<b>长期负债合计</b>	<b>9488</b>	<b>142</b>	<b>190</b>	<b>253</b>	<b>241</b>						
<b>负债合计</b>	<b>85974</b>	<b>101222</b>	<b>228159</b>	<b>198135</b>	<b>242601</b>	现金流量表(万元)					
少数股东权益	5035	7272	8437	9835	11513	净利润	15515	21107	34272	47795	70842
股东权益	204148	220473	241036	269712	312218	资产减值准备	(314)	1332	(1475)	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>295157</b>	<b>328966</b>	<b>477632</b>	<b>477682</b>	<b>566332</b>	折旧摊销	5054	7238	7810	10654	14098
						公允价值变动损失	480	(2381)	(2500)	(2000)	(2000)
						财务费用	2626	(34)	2798	4001	3848
						营运资本变动	(22985)	(49744)	(9341)	(57370)	(83806)
						其它	998	(315)	2640	1398	1678
						<b>经营活动现金流</b>	<b>(1252)</b>	<b>(22763)</b>	<b>31406</b>	<b>477</b>	<b>813</b>
						资本开支	(10242)	(35159)	(23208)	(23536)	(19852)
						其它投资现金流	(771)	647	124	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(10973)</b>	<b>(34665)</b>	<b>(23137)</b>	<b>(23591)</b>	<b>(19939)</b>
						权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	7766	(9200)	0	0	0
						支付股利、利息	(4480)	(5824)	(13709)	(19118)	(28337)
						其它融资现金流	146222	32799	99293	(57768)	(2537)
						融资活动现金流	152795	2751	85584	(76886)	(30874)
						现金净变动	140569	(54677)	93853	(100000)	(50000)
						货币资金的期初余额	20254	160824	106147	200000	100000
						货币资金的期末余额	160824	106147	200000	100000	50000
						企业自由现金流	(6858)	(48731)	9358	(21402)	(17494)
						权益自由现金流	0	(25131)	106356	(82451)	(23187)

关键财务与估值指标					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.69	0.72	0.59	0.82	1.22
每股红利	0.20	0.20	0.24	0.33	0.49
每股净资产	9.11	7.57	4.14	4.63	5.36
ROS	3%	3%	3%	3%	3%
ROE	8%	10%	14%	18%	23%
毛利率	8%	9%	9%	9%	9%
EBIT Margin	4%	4%	3%	4%	4%
EBITDA Margin	5%	5%	4%	4%	4%
收入增长	16%	47%	57%	39%	49%
净利润增长	19%	36%	62%	39%	48%
资产负债率	31%	33%	50%	44%	45%
息率	0.5%	0.7%	1.4%	1.9%	2.9%
P/E	54.2	42.4	28.9	20.8	14.0
P/B	4.1	4.1	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA	34.1	26.5	27.9	18.4	13.0

资料来源：公司年报，东海证券研究所预测

**作者简介**

**李其东:** 农林牧渔行业分析师, 同济大学经济学硕士, 2010年8月加盟东海证券。

**评级定义**

<b>市场指数评级</b>	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
<b>行业指数评级</b>	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
<b>公司股票评级</b>	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**联系方式**

<b>北京 东海证券研究所</b>	<b>上海 东海证券研究所</b>
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897