

海大集团 (002311.SZ)

饲料行业

评级: 持有 维持评级

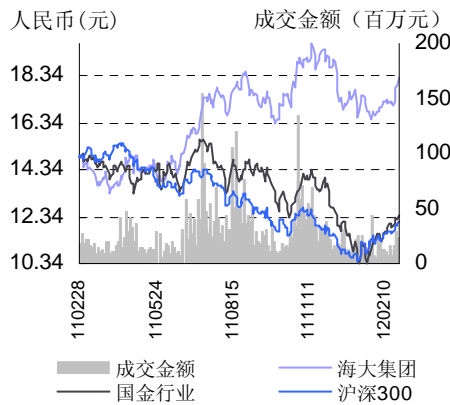
业绩点评

市价(人民币): 18.26元
目标(人民币): 19.80-23.70元

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)	10,634.62
年内股价最高最低(元)	19.75/13.35
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《服务型营销, 可持续成长》, 2011.12.14

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

持续高速增长的水产饲料龙头

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	0.596	0.792	1.108
每股净资产(元)	9.11	7.57	8.66	10.15	12.26
每股经营性现金流(元)	0.17	-0.32	0.66	0.55	1.47
市盈率(倍)	54.20	42.38	29.68	22.36	15.97
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%	64.57%	32.72%	40.01%
净资产收益率(%)	7.60%	9.57%	13.77%	15.60%	18.07%
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

业绩简评

■ 海大集团发布 2011 年业绩快报, 收入 118.96 亿元, 同比增长 54.55%; 净利润 3.47 亿元, 同比增长 64.59%; EPS0.60 元, 符合我们及市场预期。

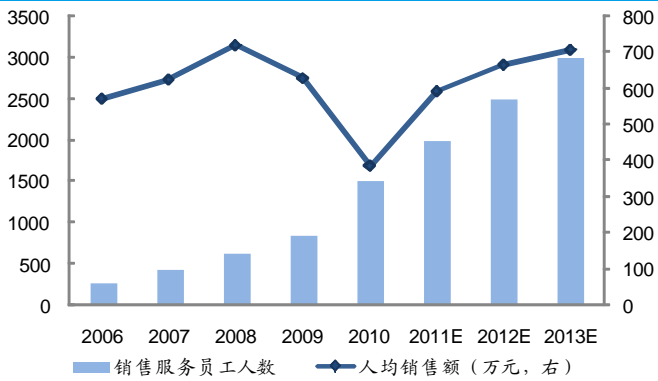
经营分析

- **饲料产能释放, 添加剂调结构:** 公司饲料产能持续扩张, 标准化复制流程快而有效。公司以点攻面、重视服务, 水产饲料销量增速约 50%; 其中中华中和华东基数小、增长快。微生态制剂、水产苗种业务几近翻番, 使公司营业收入增长和毛利率水平提升;
- **服务与管理竞相添彩:** 公司服务营销体系不断完善深化, 水产苗种、饲料、微生态制剂、养殖模式服务等产业链架构的建立, 令公司市场优势明显, 综合毛利率得到一定的提升。此外, 公司注重加强内部管理, 有效控制期间费用增长幅度。
- **未来新增产能稳步释放:** 目前公司 2011 年饲料产能约为 580 万吨, 预计 2012、2013 年每年新增配合料产能 150 万吨, 增速分别为 25.9% 和 20.5%。由于水产饲料的季节性因素, 我们测算产能利用率约为 60%。
- **2012 年上半年畜禽饲料景气持续:** 公司优先发展猪料和鸡料, 提升畜禽料毛利率, 其中猪饲料增长快, 2011 年增速超过 70%, 在畜禽料中占比约为 30%。预计 2011 年公司畜禽销量约为 180 万吨左右。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。受流行性腹泻等疾病影响, 2012 年 1 月生猪存栏量同比仅增长 4.39%, 且目前每头猪盈利约三百多元, 有利于畜禽饲料需求景气持续。

投资建议

- **盈利预测。** 我们维持原有盈利预测, 预计公司 2012-2013 年的 EPS 分别为 **0.79 元和 1.11 元**, 同比增长 32.7% 和 40.0%。
- **投资建议。** 结合公司 2012-13 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**, 给予“持有”的投资评级。

图表1: 公司销售服务人员规模增长, 人均销售额将回升

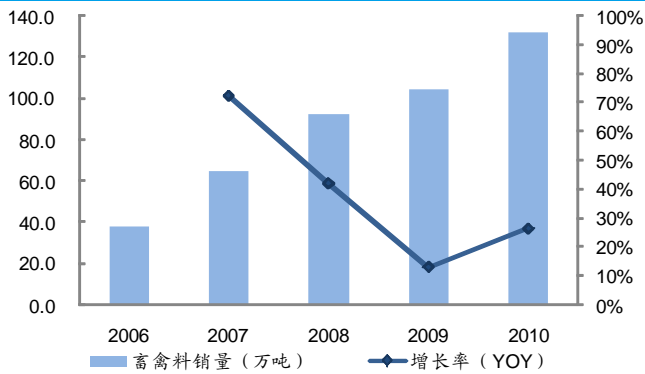


来源: wind、国金证券研究所

图表2: 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)

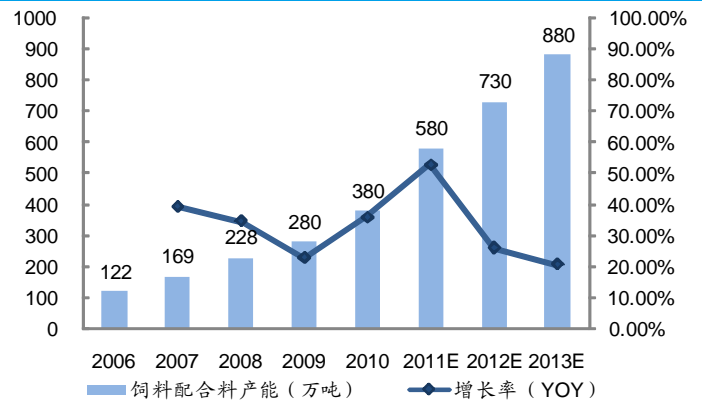
	饲料子 公司数	分布	通威饲料 子公司数
华南	24	广东(21), 广西、海南、香港各1	11
华中	6	湖北(5), 湖南(1)	3
华东	7	江苏(3), 江西(2), 浙江、福建各1	12
西南	1	四川(1)	11
其他	3	辽宁(1), 天津(1)	6

图表3: 公司畜禽料增速约在 30% 附近



来源: wind、国金证券研究所

图表4: 公司 2011-2013 年年新增产能将翻番



图表5: 主要产品盈利预测

	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	364	400	440
增长率(YOY)		223%	587%	2%	-31%	35%	10%	10%
毛利率	27.50%	19.5%	4.6%	3.7%	10.8%	13.5%	10.0%	10.0%
毛利润	5	11	18	15	29	49	40	44

来源: 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	0	1	1	5	13
买入	0	1	1	3	10
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.54	1.51

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
2 2011-12-14	持有	17.31	19.70 ~ 23.70

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B