

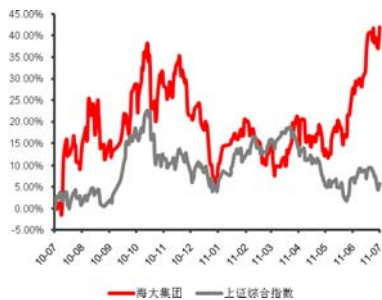
公司评级

推荐（维持）

公司基本情况

总股本（万股）	58,240
流通股本（万股）	14,560
总市值（亿元）	102.56
流通市值（亿元）	25.64

公司股价走势图



相关报告

《寻找确定性，酒醉加肉香》

2011年6月30日

《猪价新高 景气提升—畜牧养殖动态跟踪报告》

2011年5月19日

《海大集团（002311）：推出股权激励 确保持续增长》

2010年10月28日

《海大集团（002311）：全流程服务模式打开成长空间》

2010年10月26日

《生猪价格新周期反弹》

2010年7月27日

研发部

冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

模式推动高增 制剂苗种发力

——海大集团（002311）中报点评

事件：

公司发布 2011 年半年报。

点评：

- **业绩大幅增长。**2011 年 1-6 月，公司实现营业收入 41.42 亿元，同比增长 55.45%；归属于母公司所有者的净利润 1.1 亿元，同比增长 68.46%；每股收益 0.19 元。
- **饲料销量增速远高于行业，收入增速 51.52%。**报告期内，公司实现饲料销量 123.50 万吨，同比增长 40.82%，远高于行业整体上半年 4% 的增速。其中，禽畜配合饲料 76.86 万吨，水产配合饲料 46.36 万吨，同比分别增长 35.56% 和 51.01%，也高于对应行业 7% 的增速。报告期内，公司实现饲料销售收入 39.12 亿元，同比增长 51.52%。
- **制剂和苗种业务开始发力。**报告期内，公司微生态制剂收入 5307 万元，苗种业务收入 7570 万元，同比分别增长 298.42% 及 201.15%。两者收入占比接近 4%，毛利占比接近 15%。我们认为，微生态制剂和苗种逐渐被农户认可，开始发挥协同效应，未来有望实现高增长。
- **预收账款同比大幅增长。**由于优质客户为了保证在产销旺季获得充足的产品供应而提前支付货款，6 月底，公司预收账款 7.2 亿元，比去年同一时段增加了 73.85%。
- **全流程服务模式打开成长空间。**公司致力于为养殖户提供“苗种—放养模式—水质控制—疫病防治—饲料”全流程的服务，通过这种全流程模式，公司输出养殖技术，满足养殖户的养殖需求，实现养殖户、经销商、员工和公司多方共赢。我们认为，无论是饲料销量增速远高于行业，还是制剂和苗种业务产生协同效应而开始发力，还是大幅增长的预收账款，都反映了公司全流程服务模式的优点，全流程服务模式打开公司快速成长的空间。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	5,250	7,698	9,709	11,766
(+/-)	15.90%	46.61%	26.13%	21.19%
营业利润	189	254	370	516
(+/-)	12.80%	34.81%	45.33%	39.59%
归属于母公司的净利润	155	211	302	421
(+/-)	18.76%	36.04%	42.86%	39.59%
每股收益（元）	0.27	0.36	0.52	0.72
市盈率（倍）	66	49	34	24

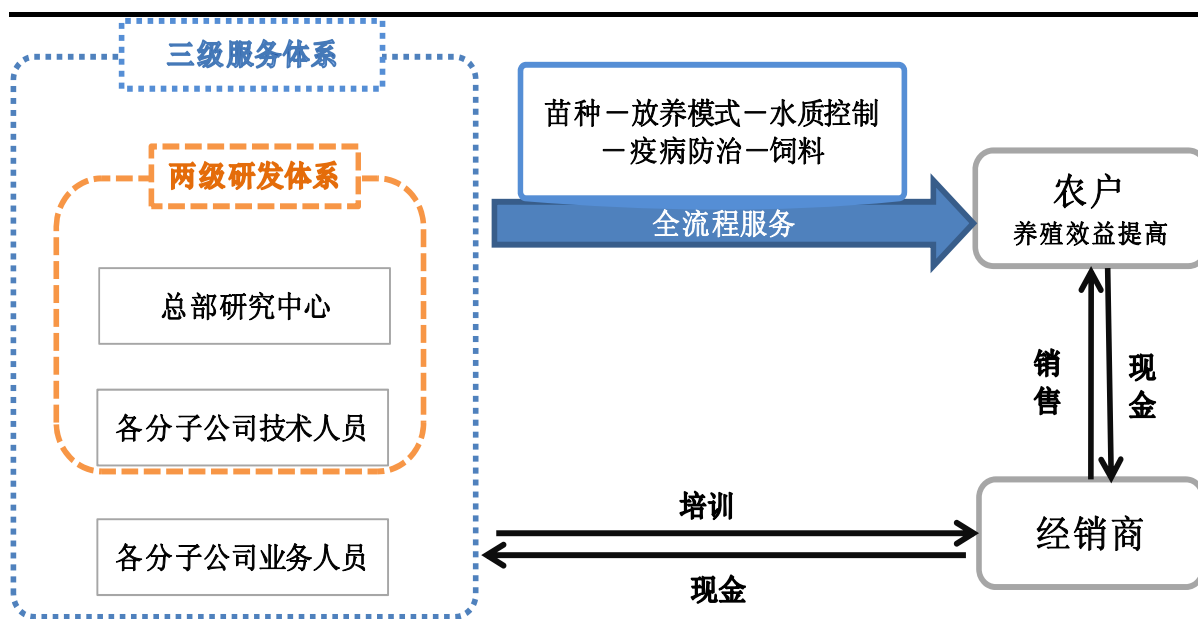
- **毛利率相对稳定。**由于产品价格和原料价格同时上涨，以及高毛利率的水产饲料销售增加，公司饲料销售毛利率与去年同期基本持平，为 8.66%。
- **三季度进入旺季，将保持高增长。**第三季度是饲料旺季，目前养殖处于高景气状态，一方面会拉动饲料需求，另一方面也有利于饲料企业向下游转嫁成本。预计公司第三季度能保持快速增长，预计 1-9 月的净利润增速在 50-70%之间。
- **盈利预测和评级。**我们预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.52 元和 0.72 元。以最新收盘价计算，对应的 PE 分别为 34X 和 24X，公司估值较为合理，但我们看好公司为农户创造价值的“全流程服务”的经营模式和公司团队的执行力，维持公司“推荐”的评级。
- **风险提示。**(1) 公司产能释放节奏低于预期的风险；(2) 自然灾害和异常天气对饲料行业的影响；(3) 水产养殖户养殖积极性波动可能给公司业绩产生影响；(4) 食品安全事件的风险。

图表 1：公司中报分业务情况

分行业或分产品	营业收入	营业收入YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变化
饲料销售	391,243.04	51.52%	8.66%	降低0.01个百分点
饲料机械	909.4	32.91%	39.42%	降低0.11个百分点
微生态制剂销售	5,306.69	298.42%	47.44%	降低7.54个百分点
原料贸易	7,787.36	186.76%	3.05%	降低1.25个百分点
苗种	7,570.04	201.15%	34.96%	提升22.49个百分点
合计	412,816.55	55.51%	9.60%	提升0.63个百分点

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：公司全流程服务模式



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	453,032	525,045	769,769	970,872	1,176,645
增长率	66.45%	15.90%	46.61%	26.13%	21.19%
减：营业税金及附加	28	42	79	97	94
销售费用	6,476	9,546	17,387	23,301	27,063
管理费用	12,259	12,232	22,445	31,068	35,299
财务费用	3,798	2,626	(34)	485	588
期间费用率	4.97%	4.65%	5.17%	5.65%	5.35%
资产减值损失	457	143	1,475	0	0
加：公允价值变动净收益	(438)	(623)	907	0	0
投资净收益	4,846	456	(594)	0	0
营业利润	16,721	18,861	25,426	36,952	51,580
增长率(%)	31.47%	12.80%	34.81%	45.33%	39.59%
加：营业外收入	306	639	2,057	0	0
减：营业外支出	173	151	147	0	0
利润总额	16,854	19,350	27,337	36,952	51,580
增长率(%)	28.98%	14.81%	41.28%	35.18%	39.59%
利润率(%)	3.72%	3.69%	3.55%	3.81%	4.38%
减：所得税费用	2,580	3,151	5,213	5,543	7,737
实际税负比率(%)	15.31%	16.28%	19.07%	15.00%	15.00%
净利润	14,274	16,199	22,124	31,409	43,843
归属母公司所有者的净利润	13,064	15,515	21,107	30,153	42,089
增长率	26.23%	18.76%	36.04%	42.86%	39.59%
净利润率(%)	3.15%	3.09%	2.87%	3.24%	3.73%
少数股东损益	1,210	683	1,017	1,256	1,754
总股本(万股)	0	0	0	0	0
每股收益(元)	0.22	0.27	0.36	0.52	0.72

数据来源：公司网站，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。