

海大集团 (002311.SZ)

饲料行业

评级: 买入 维持评级

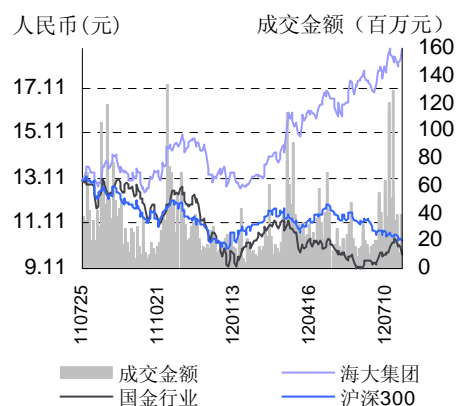
业绩点评

市价(人民币): 18.86元
目标(人民币): 20.40-24.80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) | 189.28 |
| 总市值(百万元) | 142.79 |
| 年内股价最高最低(元) | 18.86/12.52 |
| 沪深300指数 | 2360.08 |
| 中小板指数 | 4985.39 |



相关报告

1. 《强强合作保品质安全,看好全年景气》, 2012.7.17
2. 《行业景气延长,业绩持续增长》, 2012.4.18
3. 《持续高速增长的水产饲料龙头》, 2012.2.26

虞秀兰 分析师 SAC 执业编号: S1130512050001
(8621)61038294
yuxl@gjzq.com.cn

下半年持续景气的佼佼者

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.725 | 0.591 | 0.644 | 0.886 | 1.169 |
| 每股净资产(元) | 7.57 | 4.28 | 2.46 | 2.88 | 3.54 |
| 每股经营性现金流(元) | -0.32 | 0.93 | 0.34 | 0.48 | 0.72 |
| 市盈率(倍) | 42.38 | 30.13 | 32.54 | 23.65 | 17.93 |
| 行业优化市盈率(倍) | 59.96 | 57.15 | 57.15 | 57.15 | 57.15 |
| 净利润增长率(%) | 36.04% | 63.03% | 41.68% | 37.56% | 31.93% |
| 净资产收益率(%) | 9.57% | 13.80% | 17.02% | 20.01% | 21.48% |
| 总股本(百万股) | 291.20 | 582.40 | 757.12 | 757.12 | 757.12 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 海大集团公布 2012 年半年报, 收入 63.07 亿元, 同比增长 52.27%; 归属上市公司净利润 1.68 亿元, 同比增长 52.05%; EPS0.22 元, 符合我们及市场的预期。

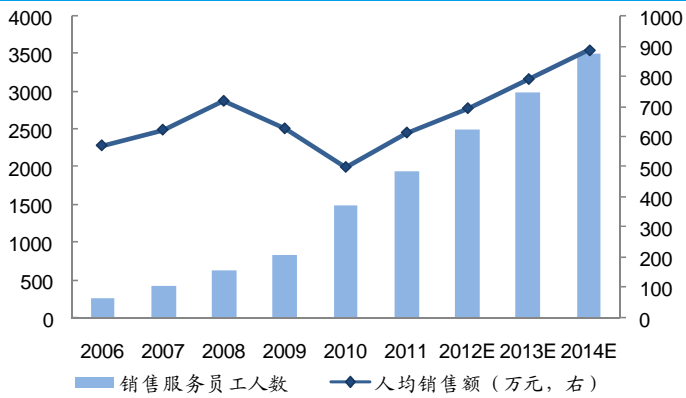
经营分析

- 水产饲料是下半年高度景气的农业细分: 公司上半年禽畜配合饲料 112.69 万吨, 水产配合饲料 71.16 万吨, 同比分别增长 46.63%和 53.49%。分片区中, 华中片区持续高速增长增速高达 121.25%, 公司进入该市场取得成功, 而在已有华南片区增速也高达 30.93%。我们认为下半年水产饲料仍将持续高度景气, 成为农业景气热点。
- 微生物制剂产品持续高增长, 苗种有待发力: 微生物制剂销售收入 8031 万, 同比增长 51.34%, 且毛利率维持 50%以上。因华南地区气温偏低及持续降雨, 水产苗种孵化遇到困难, 苗种销售收入 9236 万, 同比增长 22.01%, 我们认为随着天气好转及产能扩张, 苗种将成为新增长点。
- 毛利率和费用管理有效提升盈利水平: 公司饲料板块毛利率 8.94%, 比上年同期略有增长, 而管理费用同比增长 31.98%, 销售费用同比增长 42.47%, 均低于销售收入增长, 有效提升净利率水平。
- 优秀的采购能力将缓解下半年成本压力: 受国际干旱影响, 我们判断国内豆粕及玉米成本将导致饲料企业略有压力。公司半年报披露预付款同期增长 61.8%, 高于销售收入增长, 我们认为优秀的采购能力将缓解下半年成本压力。

投资建议

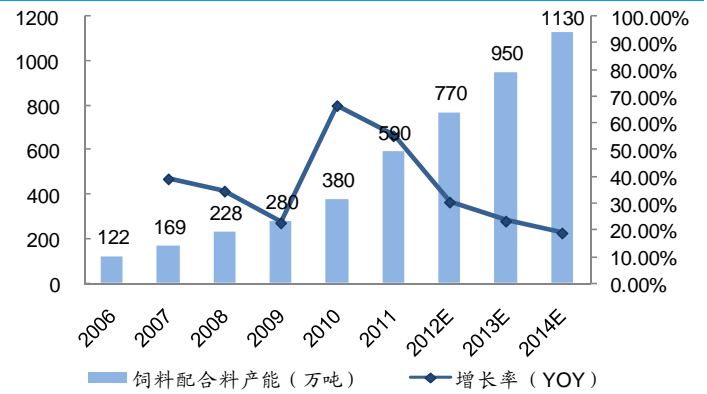
- 盈利预测。我们维持对公司 2012-2014 年盈利预测, 销售收入分别为 178.68、247.86 和 325.03 亿元, 同比分别增长 49.2%、38.7%和 31.1%。EPS 分别为 0.64、0.89 和 1.17 元, 同比增长 41.7%、37.6 和 31.9%。
- 投资建议。结合公司 2012-14 年的盈利增长, 我们给予公司 23-28 × 13PE 的估值水平, 目标价 20.4-24.8 元, 给予“买入”的投资评级。

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: 公司公告、国金证券研究所

图表2: 公司 2011-2013 年年新增产能将翻番



图表3: 主要产品盈利预测

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 饲料预混料产能(万吨) | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 3.2 | 4.8 | 4.8 | 4.8 |
| 饲料配合料产能(万吨) | 122 | 169 | 228 | 280 | 380 | 590 | 770 | 950 | 1130 |
| 增长率(YOY) | | 39.2% | 34.6% | 22.7% | 66.6% | 55.3% | 30.5% | 23.4% | 18.9% |
| 饲料总销量(万吨) | 65.1 | 104.4 | 145.7 | 176.1 | 238.8 | 339.0 | 456.5 | 581.7 | 712.6 |
| 产能利用率 | 53% | 62% | 64% | 63% | 63% | 57% | 59% | 61% | 63% |
| 水产预混料 | | | | | | | | | |
| 平均售价(元/吨) | 12803 | 13274 | 13065 | 11,214 | 10,625 | 11,156 | 11,156 | 11,156 | 11,156 |
| 增长率(YOY) | | 3.67% | -2% | -14% | -19% | 5% | 0% | 0% | 0% |
| 销售数量(万吨) | 0.52 | 0.62 | 0.65 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 1.7 |
| 增长率(YOY) | | 19% | 5% | 8% | 23% | 25% | 20% | 20% | 20% |
| 销售收入(百万元) | 66.7 | 82 | 85 | 78 | 85 | 112 | 134 | 161 | 193 |
| 增长率(YOY) | | 23% | 4% | -8% | 0% | 31% | 20% | 20% | 20% |
| 毛利率 | 41% | 46% | 45% | 48% | 45% | 45% | 45% | 45% | 45% |
| 毛利润 | 28 | 37 | 38 | 38 | 38 | 50 | 60 | 72 | 87 |
| 水产配合料 | | | | | | | | | |
| 平均售价(元/吨) | 2,791 | 3,441 | 3,655 | 3,507 | 3,941 | 4,060 | 4,141 | 4,224 | 4,308 |
| 增长率(YOY) | | 23% | 6% | -4% | 8% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| 销售数量(万吨) | 26.7 | 38.5 | 52.4 | 70.9 | 106.0 | 159.0 | 222.6 | 289.4 | 347.3 |
| 增长率(YOY) | | 44.19% | 36% | 35% | 102.5% | 50% | 40% | 30% | 20% |
| 销售收入(百万元) | 745.1 | 1325 | 1914 | 2,486 | 4178 | 6455 | 9217 | 12222 | 14960 |
| 增长率(YOY) | | 78% | 44% | 30% | 118% | 55% | 43% | 33% | 22% |
| 毛利率 | 11.1% | 11.4% | 10.9% | 11.5% | 11.3% | 11.7% | 11.5% | 11.4% | 11.4% |
| 毛利润 | 82.7 | 151 | 209 | 286 | 472 | 755 | 1060 | 1393 | 1705 |
| 畜禽配合料 | | | | | | | | | |
| 平均售价(元/吨) | 1,838 | 1,924 | 2,311 | 2,180 | 2,223 | 2,513 | 2,765 | 3,041 | 3,345 |
| 增长率(YOY) | | 5% | 20% | -6% | -4% | 13% | 10% | 10% | 10% |
| 销售数量(万吨) | 37.9 | 65 | 93 | 105 | 132 | 179 | 232.7 | 290.9 | 363.6 |
| 增长率(YOY) | | 72.20% | 42% | 13% | 42% | 36% | 30% | 25% | 25% |
| 销售收入(百万元) | 697.0 | 1256 | 2141 | 2,279 | 2,934 | 4,499 | 6433 | 8846 | 12163 |
| 增长率(YOY) | | 80% | 70% | 6% | 37% | 53% | 43% | 38% | 38% |
| 毛利率 | 4.7% | 3.6% | 4.0% | 3.9% | 3.3% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| 毛利润 | 32.5 | 45 | 85 | 90 | 97 | 182 | 260 | 354 | 487 |
| 微生物制剂 | | | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 0.5 | 3 | 7 | 16 | 43 | 99 | 179 | 286 | 401 |
| 增长率(YOY) | | 500% | 133% | 125% | 509% | 133% | 80% | 60% | 40% |
| 毛利率 | 50.0% | 50.0% | 50.0% | 50.5% | 49.7% | 50.7% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 毛利润 | 0 | 2 | 4 | 8 | 21 | 50 | 89 | 143 | 200 |
| 种苗、原料等 | | | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 17.2 | 56 | 383 | 391 | 270 | 788 | 1,575 | 2,835 | 4,253 |
| 增长率(YOY) | | 223% | 587% | 2% | -30% | 192% | 100% | 80% | 50% |
| 毛利率 | 27.50% | 19.5% | 4.6% | 3.7% | 10.8% | 6.6% | 6.5% | 6.5% | 6.5% |
| 毛利润 | 5 | 11 | 18 | 15 | 29 | 52 | 102 | 184 | 276 |

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 | 2 | 3 | 6 | 17 |
| 买入 | 0 | 0 | 2 | 3 | 12 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 1.00 | 1.29 | 1.31 | 1.45 |
| 评分 | 0 | 0 | 1.60 | 1.58 | 1.54 |

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 2011-12-14 | 中性 | 13.24 | 19.70 ~ 23.70 |
| 2 2012-02-26 | 中性 | 13.96 | 19.80 ~ 23.70 |
| 3 2012-04-18 | 中性 | 15.96 | 20.30 ~ 24.40 |
| 4 2012-07-17 | 买入 | 18.20 | N/A |

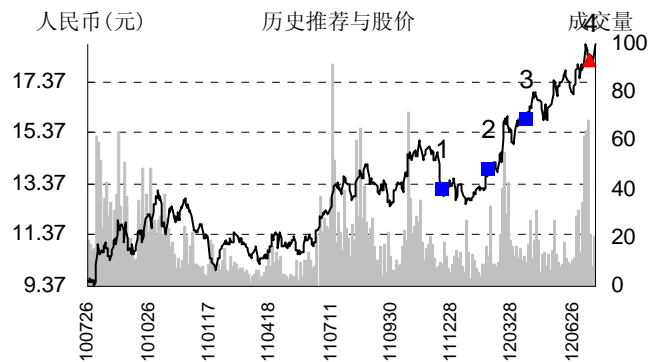
来源：国金证券研究所

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作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)-61038271 | 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: 518026 |
| 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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B |