

农业 - 饲料生产

服务营销推动公司收入与利润高速增长

——海大集团（002311）2012 半年报点评

2012 年 7 月 30 日

评级： 增持

市场数据	2012 年 7 月 27 日
当前价格 (元)	18.16
52 周价格区间 (元)	15.85-22.22
总市值 (百万)	13749.30
流通市值 (百万)	3437.32
总股本 (百万股)	757.12
流通股 (百万股)	189.28
日均成交额 (百万)	29.39
近一月换手 (%)	31.25%
Beta (2 年)	
第一大股东	广州市海源投资有限公司
公司网址	http://www.haid.com.cn

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	11976	16096	20317	25118
净利润 (百万元)	344	478	548	631
每股收益 (元)	0.45	0.63	0.72	0.76
净利润增长率%	63%	39%	15%	15%
每股净资产 (元)	3.29	3.81	4.36	5.00
市盈率	39.01	28.09	24.50	21.29
市净率	5.39	4.66	4.07	3.54
EV/EBITDA	22	17	15	14

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
海大集团	4.73%	8.25%	39.94%
沪深 300	-4.01%	-10.55%	-21.70%

■ **收入与利润同比保持快速增长。**2012 年 1-6 月份，公司实现销售收入 62.87 亿元，同比增长 52.3%，报告期归属母公司所有者净利润 1.67 亿元，同比增长 52.05%，综合毛利率 9.77%，与上年同期基本持平。公司增长主要来自于产能释放以及根植于基层、多方共赢的技术服务营销战略不断深化。

■ **饲料收入增速高于前期预期，种苗、微生态制剂销售低于预期。**上半年饲料收入增速为 52.87%，高于我们前期预测，微生态制剂收入增速为 51.34%，低于我们此前预测。但从全年来看，由于去年下半年养殖行业景气度高，饲料销售基数较高等原因，我们认为下半年饲料收入增速环比有所下滑，维持饲料收入全年增长 30%左右的判断。下半年公司微生态制剂湖北生产基地投产，全年收入增长 80%仍有望实现。上半年由于南方天气原因，导致公司虾苗销售低于我们预期，7-9 月第二季投苗期天气仍有不确定性，综合考虑我们下调全年种苗收入增速至 30%。

■ **未来三年仍保持快速增长。**公司计划每年新增产能 150-200 万吨，三年内达到 1000 万吨。我们预计 2012 年销售饲料为 440 万吨左右，毛利率保持稳定。猪料是公司未来拓展的重要市场。

■ **盈利预测：**我们预测 2012-2014 年 EPS 分别为 0.63 元、0.72 元、0.83 元，对应 2012 年 7 月 30 日收盘价为 PE 为 28.09X、24.50X、21.29X，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**恶劣天气、原材料大幅上涨、新投产项目未达预期。

相关报告

《下游需求稳定增长，饲料产能继续扩张——海大集团调研报告》，2012.6

李云光

执业证书号：S1030512040001
(0755) 83199599-8145

liyong@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，李云光，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不

主营业务维持高速增长

2012年1-6月份,公司实现销售收入62.87亿元,同比增长52.3%,报告期归属母公司所有者净利润1.67亿元,同比增长52.05%,公司利润增速基本与收入增速相当,可以推测上半年原材料价格上涨的影响基本通过提价得以消化,综合毛利率9.77%,与上年同期基本持平。

饲料销售继续快速增长。上半年饲料收入为61.95亿元,同比增长52.87%。销售饲料达184.38万吨,销量同比增长49.25%,其中禽畜配合饲料销售112.69万吨,同比增长46.63%,水产饲料销售71.16万吨,同比增长53.49%。

微生态制剂实现销售收入0.8亿元,同比增长51.34%,毛利率为50.95%,比去年同期提高3.51个百分点。

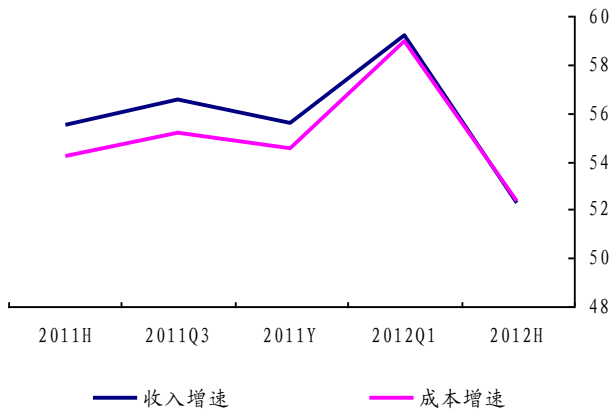
原料贸易收入为1.39亿元,同比增长78.58%,毛利率为3.43%,同比小幅提高。

虾苗销售0.924亿元,同比增长22.01%,毛利率为22%,同比下降12.96%。饲料机械收入为0.057亿元,同比下降37.05%,毛利率36.65%,同比下降2.77%。

整体来看,上半年饲料收入增速高于我们的预期,微生态制剂销售低于我们的预期。但从全年来看,由于去年下半年养殖行业景气度高,饲料销售基数较高等原因,我们认为下半年饲料销售增速环比有所下滑,维持饲料收入全年增长30%左右的判断。下半年公司微生态制剂湖北生产基地投产,将进一步促进销售规模增长,全年收入增长80%仍有望实现。上半年由于南方天气原因,导致公司虾苗销售低于我们预期,7-9月第二季投苗期天气仍有不确定性,综合考虑我们下调全年种苗收入增速至30%。

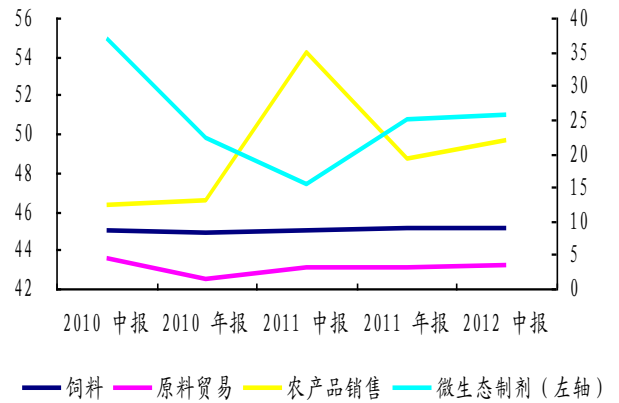
报告期,公司继续坚持深化完善技术服务体系,并积极推动经销商合作伙伴共同成长计划,以经销商为公司服务体系落地的桥梁,激励以经销商为主体开办多种形式的技术服务活动,进一步扩大了公司技术服务的广度和深度,核心市场占有率和示范养殖户占比增加明显。

Figure 1 公司营业收入及成本增速 (%)



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 2 主要产品毛利率变化 (%)

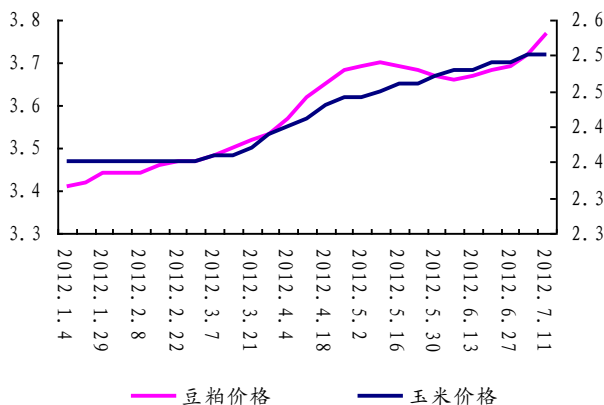


资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

原材料价格影响有限, 毛利率环比回升

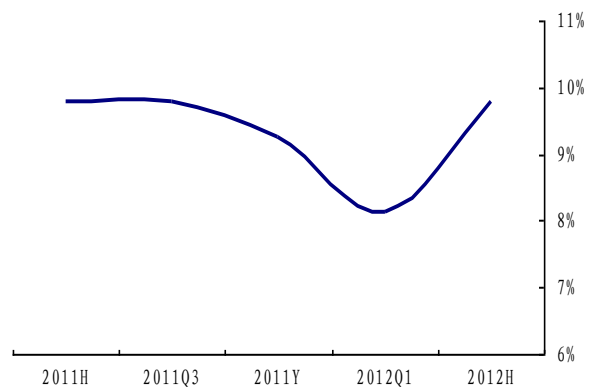
2012年上半年, 全国玉米价格上涨接近10%, 豆粕价格上涨25%, 鱼粉价格上涨超过30%。主要原材料大幅上涨导致公司成本增加, 但对公司盈利影响不大。公司收入增速为52.27%, 营业成本增速为52.36%, 收入增速与成本增速基本一致, 毛利率与去年同期持平。公司有能力通过提价来消化原料价格上涨的负面影响, 也反映出公司具有较好成本控制能力和高效的综合管理水平。

Figure 3 2012年1-6月玉米及豆粕价格走势 元/千克



资料来源: IFIND 资讯 世纪证券研究所

Figure 4 2011-2012 公司综合毛利率走势



资料来源: IFIND 资讯 世纪证券研究所

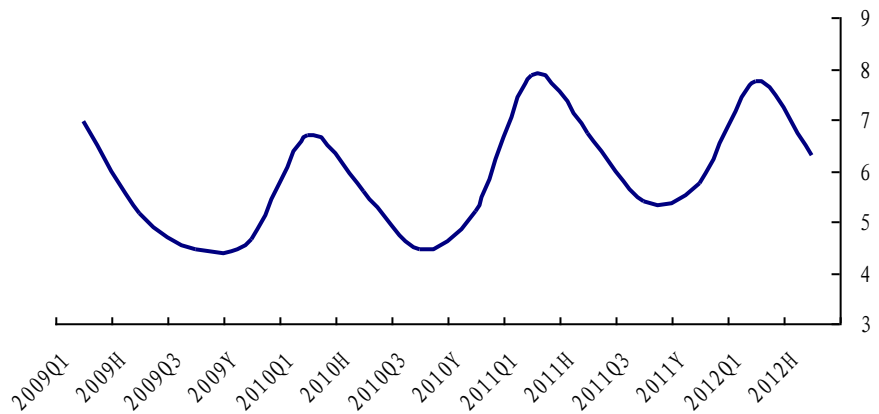
期间费用占比小幅下降, 公司综合管理水平不断提高

2012年1-6月份, 公司销售费用1.623亿, 同比增长42.43%, 管

理费用为 2.051 亿元，同比增长 31.98%，财务费用为 0.291 亿元，同比增长 227%，财务费用大幅增长主要原因是公司 2011 年底发行 8 亿元债券计提利息所致。报告期，三项费用合计 3.97 亿元，同比增长 43.11%，费用增速明显低于公司收入增速，期间费用率为 6.3%，低于去年同期 6.72%。

报告期内，公司加强内部管理，以提高生产和物流效率、挖潜、降耗为目标对内部各部门、岗位进行有效的整合，对内部管理流程进行优化，对生产流程进行精细管理，使公司报告期内三项费用占比也得到有效的控制。

Figure 5 公司三项费用占营业收入比例



资料来源：公司定期报告 世纪证券研究所

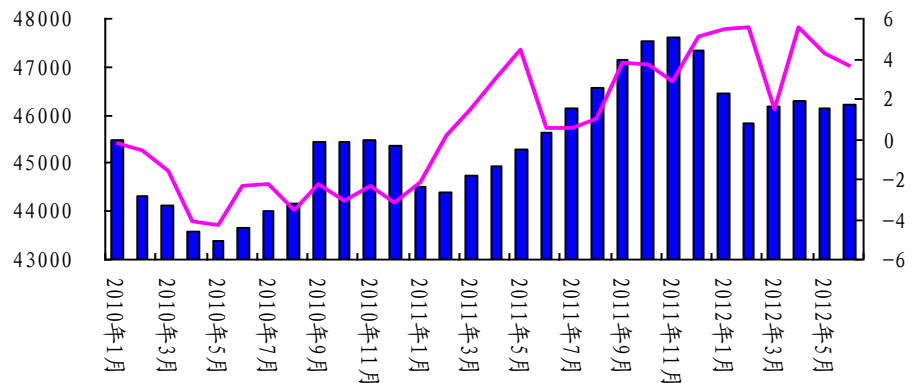
产能继续扩张，收入仍保持快速增长

水产饲料继续争夺市场。公司主营产品为水产饲料、禽畜饲料，其中水产饲料为全国领先地位，据测算目前水产饲料行业年容量在 1540 万吨左右，2011 年公司销售水产饲料 159 万吨，市场占有率达到 10.32%，2012 年上半年公司水产饲料销售 71.16 万吨，同比增长 53.49%，继续保持快速增长。公司致力于服务营销，把经销商、养殖户和公司的利益有机的结合，质量稳定的产品和根植基层的营销模式是公司可以保持持续快速增长的关键。

生猪饲料未来增长空间巨大。由于水产饲料受制于养殖面积难以持续扩张，随着公司水产饲料市场占有率的不断提升，增长的潜力在不断

缩小。公司在继续做精水产饲料的同时，近两年进军猪饲料市场，寻找新的增长空间，2011年完成销售42万吨，同比增长77%。2012年上半年全国生猪存栏量随比去年四季度有所下滑，但整体仍保持4.6亿头的较高水平，猪料市场仍处于景气周期，有利于公司猪饲料的快速增长。水产饲料销售形成的成功模式和经验有望在猪料市场进行复制，我们看好公司未来在猪料市场的拓展。

Figure 6 全国生猪存栏量（万头）及同比增速（%）



资料来源：IFIND 资讯 世纪证券研究所

产能继续扩张，三年内达到1000万吨。公司计划每年新增150-200万吨新建项目，3年内实现产能1000万吨的目标。海外市场也是公司未来增长的重要方向，2012年公司在越南项目部分产能开始试运行，未来重点拓展东南亚水产饲料市场。

盈利预测

假设条件：

1、根据公司产能投产及下半年行业情况，我们维持饲料销售增长30%，微生物制剂增长80%，原料贸易增长50%的预测，鉴于公司上半年种苗销售低于预期，我们下调公司全年种苗收入增速至30%。

2、下半年原材料价格涨幅不超过上半年，公司新投产项目运行正常，主要养殖区域不出现严重的自然灾害。

我们预计公司2012年完成饲料销售约440万吨，销量同比增长30%左右，营业收入增长34%，2012-2014年每股收益（EPS）分别为0.63元、0.72元、0.83元，对应2012年7月27日收盘价18.01元，市盈

率分别为 28.09X、24.50X、21.29X，考虑公司未来仍保持快速增长，给予“增持”评级。

Figure 7 2012 年公司盈利预测表

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	11976	16096	20317	25118	
收入同比 (%)	0.56	0.34	0.26	0.24	
归属母公司净利润	344	478	548	631	
净利润同比 (%)	63%	39%	15%	15%	
毛利率 (%)	9.3%	9.7%	9.5%	9.3%	
ROE (%)	13.8%	16.6%	16.6%	16.6%	
每股收益 (元)	0.45	0.63	0.72	0.83	
P/E	39.01	28.09	24.50	21.29	
P/B	5.39	4.66	4.07	3.54	
EV/EBITDA	22	17	15	14	

资料来源：公司定期报告 世纪证券研究所

风险提示

原材料大幅上涨以及恶劣天气将会给公司销售和盈利带来不利影响，公司新建项目运行未达预期也将影响公司高速增长。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.