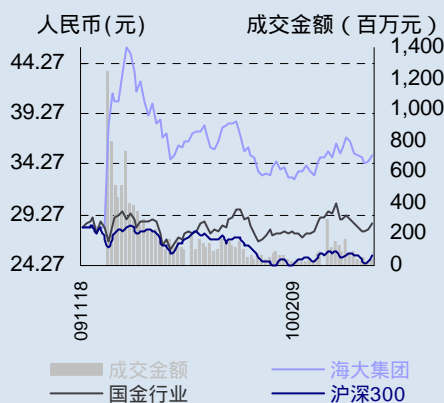


2010年03月18日

市场数据(人民币)

市价(元)	35.20
已上市流通A股(百万股)	56.00
总市值(百万元)	7,884.80
年内股价最高最低(元)	45.85/28.00
沪深300指数	3273.92
中小板指数	5902.72
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《多重优势成就饲料行业新锐》，2009.11.13

分析师:谢刚

 (8621)61038269
 xieg@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

海大集团 (002311.SZ)

——饲料与原料同向波动，规模扩张驱动业绩增长

 卖出 减持 持有 **买入** 强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.362	0.616	0.778	0.700	0.940	1.229
净利润增长率	N/A	83.34%	26.23%	19.96%	34.41%	30.64%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.702	0.990	1.377
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	50.31	37.43	28.65
行业优化市盈率(倍)	28.53	60.59	28.55	57.26	57.26	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
PE/G(倍)	1.23	0.69	1.73	2.52	1.09	0.93
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	N/A	56.00	56.00	56.00
总股本(百万股)	156.00	168.00	168.00	224.00	224.00	224.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

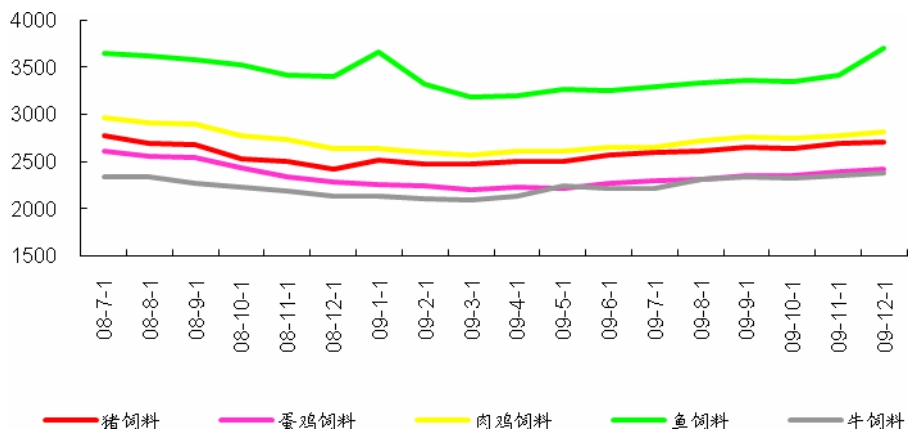
基本结论

- 我们在 09 年底正式覆盖海大集团《多重优势成就饲料行业新锐》，认为海大的核心竞争力充分体现在：先进的技术研发水平、富有竞争力的产品、高效的原料采购体系、领跑行业的战略眼光这四个方面。作为上篇深度报告的续篇，我们更加关注 09 年 4 季度末以来鱼粉价格飙升对海大的影响、以及海大未来盈利增长来源等问题上。

鱼粉涨势加速，玉米、豆粕等主要饲料原料价格稳定

- 如果按用量分的话，通常海大猪配合料的成本结构为玉米占 60-70%，豆粕占 20-30%，其他包括 DDGS 和氨基酸占 10%。
- 公司虾料的生产成本结构则为：70%为原料，加工费（含折旧 50 元/吨（5000 万元总投资，15 年折旧，年折旧额 300-400 万元/年，每年产 8 万吨，平均 50 元/吨折旧费）、人工等原料以外的全部费用）约 270-280 元/吨，还有包装费。虾料的毛利率较高，在 13-14%。
- 普通鱼料（草鱼）的成本结构（按量）：豆粕占 5-8%，棉菜粕占 60%，小麦和面粉占 15%。金额则根据比重乘以单价累加，用每种原料的金额除以最后的总金额。单价分别为：玉米 1600 元/吨，豆粕 3500 元/吨，棉粕和菜粕为 2300 元/吨，氨基酸等合计 1-2 万元/吨，小麦 1700-1800 元/吨，米糠占 1500-1600 元/吨。
- 09 年 4 季度以来，玉米、豆粕等主要饲料原料价格总体波澜不惊，涨幅收窄到 5% 以下，但受秘鲁捕鱼配额限制及智利地震的影响，11 月份秘鲁鱼粉成本出现上升，导致价格较三季度环比上升 21%，秘鲁出口鱼粉价格屡创新高，10 年春节后更因短期缺货而加速上涨到 10000 元/吨附近。
- 在下游养殖集中度尚无显著提高的背景下，养殖技术和利润水平决定了饲料行业的微利化趋势还将持续，饲料企业因只能向下游转嫁部分成本。

图表5：鱼饲料价格上涨幅度最大，多数能向下游转嫁成本（元/吨）



来源：国金证券研究所

利用 IPO 募资和超募资金扩大产能规模，驱动未来三年业绩增长

- 虽然饲料行业竞争格局在稳步改善，但短期内有剧变的可能性并不大，因此我们认为海大集团未来三年的业绩增长将来自微观层面的规模驱动。相对清晰的增长速度是我们推荐海大的第三点理由。
- 海大 IPO 原计划募资 6.5 亿元，结果最后募资 15.1 亿元，对于超募部分 8.6 亿元公司计划新建珠海容川、鄂州海大等 6 个饲料厂，扩大产能 67 万吨左右，每年增加 35 万吨左右饲料产量。

图表6：超募资金主要用于扩大饲料新产能

非募集资金项目	生产线	产能(万吨)	总投资(万元)	使用超募资金(万元)	备注
珠海容川	海虾料	12	10000	10000	在建，预计2010年7月份投产
鄂州海大	配合料	21	6000	6000	在建，预计10年7月份投产，三条线设计产能21万吨
佛山海航扩产	配合料	13	5000	3500	准备建设，预计10年7月份投产
泰州海大	配合料	8	4300	4300	准备建设，预计10年7月份投产
湖南海大	配合料	13	4300	4300	准备建设，预计10年7月份投产
清远海贝	复合酶微生态制剂	0.2	2800	2800	准备建设，预计10年7月份投产
合计		67.2	32400	30900	

来源：国金证券研究所

图表7：海大集团 IPO 募资项目计划投向

序号	募集资金项目	生产线	产能(万吨)	项目总投资(万元)	使用募集资金(万元)	备注
1	荆州海大	配合饲料	45	9860	9860	1期于08年开建，2期将于09年12月开始建，2010年5月份完工。
2	江门海大	配合饲料	40	8000	8000	1期于08年开建，2期将于09年12月开始建，2010年5月份完工。
3	浙江海大	配合饲料	26	9810	5886	1期于08年开建，2期将于09年12月开始建，2010年5月份完工。
4	福建海大	配合饲料	19	9850	5910	1期于08年开建，2期将于09年12月开始建，2010年5月份完工。
5	广州海因特生物技术	预混料	3.2	8000	7760	
6	广西海大	配合饲料	24	10960	10960	
7	江西海大	配合饲料	24	7370	7370	
8	茂名海龙	配合饲料	24	9210	9210	09年6-7月开建，预计明年4月计成
	合计		205.2	205.2	73060	
	其中：	预混料	3.2	8000	7760	
		配合料	202	65060	57196	

来源：国金证券研究所

- 再加上 IPO 计划的饲 202 万吨饲料产能投放，预计 2010 年海大饲料总设计产能将达到 400 万吨左右，2011 年达到 500 万吨，2012 年达到 550 万吨上下。
- 按行业正常的产能利用率和产销率，我们预计

图表8：2010-2012 年海大集团饲料总计划产能预测

设计产能 (万吨)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
预混料	1.6	1.6	1.6	1.6	4.80	4.8	4.8
配合料	121.79	169.48	228.11	279.88	394.65	502.65	542.65
合计	123.39	171.08	229.71	281.48	399.45	507.45	547.45

来源：国金证券研究所

图表9：2010-2012 年海大集团饲料产量预测

产量 (万吨)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
预混料	0.87	1.13	1.19	1.23	1.87	2.67	2.99
产能利用率	54.38%	70.63%	74.38%	76.56%	38.85%	55.67%	62.33%
小计：配合料	64.92	104.63	145.46	181.92	236.79	306.62	336.44
水产配合料	26.83	38.69	52.46	72.77	106.56	153.31	168.22
畜禽配合料	38.09	65.94	93	109.15	130.24	153.31	168.22
产能利用率	53.30%	61.74%	63.77%	65.00%	60.00%	61.00%	62.00%
水产配合料比例	41.33%	36.98%	36.06%	40.00%	45.00%	50.00%	50.00%
畜禽配合料比例	58.67%	63.02%	63.94%	60.00%	55.00%	50.00%	50.00%

来源：国金证券研究所

图表10：2010-2012 年海大集团预混饲料销量预测

预混料销量 (万吨)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
产销率	97.70%	96.46%	99.16%	98.41%	99.41%	99.41%	99.41%
预混料	0.85	1.09	1.18	1.21	1.85	2.66	2.97
外销预混料	0.05	0.06	0.07	0.67	0.54	0.74	0.96
内销预混料	0.80	1.03	1.11	0.54	1.31	1.92	2.02
外销比例	6.13%	5.67%	5.54%	55.33%	29.31%	27.86%	32.13%
内销比例	93.87%	94.33%	94.46%	44.67%	70.69%	72.14%	67.87%

来源：国金证券研究所

图表11：2010-2012 年海大集团配合饲料销量预测

配合料销量 (万吨)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
水产料产销率	99.52%	99.51%	99.79%	98.18%	98.38%	98.58%	98.78%
水产配合料	26.7	38.50	52.35	71.45	104.83	151.14	166.17
畜禽料产销率	99.53%	99.00%	99.62%	99.29%	98.29%	98.29%	98.29%
畜禽配合料	37.91	65.28	92.65	108.38	128.01	150.69	165.35
小计：配合料	64.61	103.78	145	179.83	232.84	301.82	331.52
水产料增速		44.19%	35.97%	36.48%	46.73%	44.17%	9.95%
畜禽料增速		72.20%	41.93%	16.98%	18.11%	17.72%	9.73%

来源：国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 我们预测海大集团 09-11 年分别实现销售额 5266.64 百万元、7001.79 百万元、9203.14 百万元、10174.47 百万元，同比增长 16.25%、32.95%、31.44%、10.55%。
- 预计 09-12 年公司净利润分别为 156.73 百万元、210.66 百万元、275.21 百万元、331.99 百万元，同比增长 19.96%、34.41%、30.64%、20.63%，对应 09-12 年 EPS 分别为 0.700、0.940、1.229、1.482 元。
- 基于海大业绩成长性佳、核心竞争优势明显，公司上市后的估值水平一直相对新希望、正邦科技、天康生物有 10-15% 的溢价，横向比较后公司目标股价 32.90-41.11 元，对应 35×10PE 和 33×11PE，建议买入。

图表12：公司销售收入预测表

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
水产预混料							
平均售价(元/吨)	12,803.06	13,273.52	13,065.37	11,989.22	12,200.63	12,293.77	12,662.58
增长率(YOY)	N/A	3.67%	-1.57%	-8.24%	1.76%	0.76%	0.56%
对外销售数量(万吨)	0.52	0.62	0.65	0.67	0.54	0.74	0.96
增长率(YOY)	N/A	18.70%	5.68%	2.12%	-18.54%	36.17%	29.17%
销售收入(百万元)	66.67	82.04	85.35	79.98	66.30	90.97	121.03
增长率(YOY)	N/A	23.06%	4.03%	-6.29%	-17.10%	37.21%	33.04%
毛利率	41.32%	45.55%	45.03%	47.05%	46.05%	45.05%	46.05%
销售成本(百万元)	39.12	44.68	46.91	42.35	35.77	49.99	65.29
增长率(YOY)	N/A	14.19%	5.01%	-9.74%	-15.54%	39.75%	30.62%
毛利(百万元)	27.55	37.37	38.43	37.63	30.53	40.98	55.73
增长率(YOY)	N/A	35.66%	2.85%	-2.09%	-18.86%	34.23%	35.99%
占总销售额比重	4.37%	3.01%	1.88%	1.52%	0.95%	0.99%	1.19%
占主营业务利润比重	18.64%	15.14%	10.88%	8.35%	5.18%	5.26%	6.19%
水产配合料							
平均售价(元/吨)	2,790.71	3,440.81	3,655.32	3,382.63	3,468.54	3,495.02	3,514.71
增长率(YOY)	N/A	23.30%	6.23%	-7.46%	2.54%	0.76%	0.56%
销售数量(万吨)	26.70	38.50	52.35	71.45	104.83	151.14	166.17
增长率(YOY)	N/A	44.19%	35.97%	36.48%	31.48%	29.48%	27.48%
销售收入(百万元)	745.12	1,324.71	1,913.56	2,416.78	3,636.19	5,282.23	5,840.54
增长率(YOY)	N/A	77.79%	44.45%	26.30%	50.46%	45.27%	10.57%
毛利率	11.09%	11.43%	10.92%	11.87%	11.37%	10.87%	11.37%
销售成本(百万元)	662.47	1,173.23	1,704.63	2,129.97	3,222.85	4,708.18	5,176.62
增长率(YOY)	N/A	77.10%	45.29%	24.95%	51.31%	46.09%	9.95%
毛利(百万元)	82.65	151.48	208.93	286.81	413.34	574.04	663.92
增长率(YOY)	N/A	83.28%	37.92%	37.28%	44.12%	38.88%	15.66%
占总销售额比重	48.81%	48.67%	42.24%	45.89%	51.93%	57.40%	57.40%
占主营业务利润比重	55.93%	61.38%	59.13%	63.61%	70.07%	73.67%	73.79%
畜禽配合料							
平均售价(元/吨)	1,838.43	1,924.28	2,311.32	2,138.89	2,193.22	2,188.02	2,200.35
增长率(YOY)	N/A	4.67%	20.11%	-7.46%	2.54%	-0.24%	0.56%
销售数量(万吨)	37.91	65.28	92.65	108.38	128.01	150.69	165.35
增长率(YOY)	N/A	72.20%	41.93%	16.98%	21.98%	20.98%	19.98%
销售收入(百万元)	696.95	1,256.17	2,141.43	2,318.11	2,807.52	3,297.08	3,638.19
增长率(YOY)	N/A	80.24%	70.47%	8.25%	21.11%	17.44%	10.35%
毛利率	4.66%	3.62%	3.96%	4.06%	3.86%	3.66%	3.66%
销售成本(百万元)	664.45	1,210.71	2,056.63	2,223.88	2,699.01	3,176.24	3,504.85
增长率(YOY)	N/A	82.21%	69.87%	8.13%	21.37%	17.68%	10.35%
毛利(百万元)	32.50	45.46	84.80	94.23	108.51	120.84	133.34
增长率(YOY)	N/A	39.86%	86.53%	11.12%	15.15%	11.36%	10.35%
占总销售额比重	45.66%	46.15%	47.27%	44.01%	40.10%	35.83%	35.76%
占主营业务利润比重	22.00%	18.42%	24.00%	20.90%	18.39%	15.51%	14.82%
微生物制剂、原料贸易等							
销售收入(百万元)	17.74	58.75	389.98	451.78	491.78	532.86	574.71
增长率(YOY)	N/A	231.13%	563.85%	15.85%	8.85%	8.35%	7.85%
毛利率	28.59%	21.24%	5.43%	7.13%	7.63%	8.13%	8.13%
销售成本(百万元)	12.67	46.27	368.82	419.57	454.26	489.54	527.99
增长率(YOY)	N/A	265.18%	697.18%	13.76%	8.27%	7.77%	7.85%
毛利(百万元)	5.07	12.48	21.16	32.21	37.52	43.32	46.73
增长率(YOY)	N/A	146.08%	69.57%	52.21%	16.49%	15.45%	7.85%
占总销售额比重	1.16%	2.16%	8.61%	8.58%	7.02%	5.79%	5.65%
占主营业务利润比重	3.43%	5.06%	5.99%	7.14%	6.36%	5.56%	5.19%
销量总计(万吨)	65.13	104.40	145.65	180.49	233.39	302.56	332.48
销售总收入(百万元)	1526.48	2721.68	4530.32	5266.64	7001.79	9203.14	10174.47
销售总成本(百万元)	1378.71	2474.88	4177.00	4815.76	6411.88	8423.95	9274.75
毛利(百万元)	147.77	246.79	353.32	450.88	589.91	779.19	899.72
平均毛利率	9.68%	9.07%	7.80%	8.56%	8.43%	8.47%	8.84%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,526	2,722	4,530	5,267	7,002	9,203
增长率		78.3%	66.5%	16.3%	32.9%	31.4%
主营业务成本	-1,379	-2,475	-4,177	-4,816	-6,412	-8,424
% 销售收入	90.3%	90.9%	92.2%	91.4%	91.6%	91.5%
毛利	148	247	353	451	590	779
% 销售收入	9.7%	9.1%	7.8%	8.6%	8.4%	8.5%
营业税金及附加	-1	0	0	0	0	-1
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-29	-49	-65	-105	-140	-184
% 销售收入	1.9%	1.8%	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-45	-86	-123	-132	-189	-248
% 销售收入	2.9%	3.1%	2.7%	2.5%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	73	112	166	214	260	346
% 销售收入	4.8%	4.1%	3.7%	4.1%	3.7%	3.8%
财务费用	-5	-14	-38	-30	-19	-31
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.8%	0.6%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-2	-2	-5	0	0	0
公允价值变动收益	3	-1	-4	0	0	0
投资收益	-2	31	48	5	10	10
% 税前利润	n.a	24.0%	28.8%	2.6%	3.9%	3.1%
营业利润	68	127	167	189	251	325
营业利润率	4.4%	4.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%
营业外收支	2	3	1	3	3	3
税前利润	70	131	169	191	253	328
利润率	4.6%	4.8%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
所得税	-9	-19	-26	-25	-33	-42
所得税率	12.5%	14.7%	15.3%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	61	112	143	166	221	285
少数股东损益	5	8	12	10	10	10
归属于母公司的净利润	56	103	131	157	211	275
净利率	3.7%	3.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	0	0	0	166	221	285
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	0	0	0
非经营收益	0	0	0	32	10	22
营运资金变动	0	0	0	68	-44	-55
经营活动现金净流	0	0	0	267	187	252
资本开支	-90	-141	-182	-107	-655	-336
投资	-16	-74	-9	-1	0	0
其他	0	32	49	5	10	10
投资活动现金净流	-106	-183	-142	-103	-645	-326
股权募资	98	53	13	1,538	-17	0
债权募资	34	243	73	-409	0	0
其他	-5	-32	-83	-30	-57	-73
筹资活动现金净流	127	264	2	1,099	-74	-73
现金净流量	22	81	-140	1,263	-531	-148

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	65	198	203	1,465	934	786
应收款项	125	99	145	145	192	253
存货	129	248	206	317	422	554
其他流动资产	51	119	124	233	310	406
流动资产	369	664	678	2,160	1,858	1,999
% 总资产	62.5%	64.5%	57.2%	78.0%	59.5%	55.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	177	268	376	469	1,117	1,446
% 总资产	29.9%	26.0%	31.7%	17.0%	35.8%	40.1%
无形资产	40	88	122	135	145	155
非流动资产	222	365	508	608	1,265	1,604
% 总资产	37.5%	35.5%	42.8%	22.0%	40.5%	44.5%
资产总计	591	1,029	1,186	2,768	3,123	3,603
短期借款	82	345	407	0	0	0
应付款项	215	264	268	537	715	940
其他流动负债	9	11	8	57	70	85
流动负债	307	620	683	594	785	1,025
长期贷款	23	19	14	14	14	14
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	330	639	697	608	799	1,039
普通股股东权益	250	354	434	2,095	2,249	2,479
少数股东权益	10	36	54	64	74	84
负债股东权益合计	591	1,029	1,186	2,768	3,123	3,603

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.362	0.616	0.778	0.700	0.940	1.229
每股净资产	1.605	2.106	2.584	9.353	10.040	11.069
每股经营现金净流	0.116	0.200	0.912	1.191	0.837	1.124
每股股利	1.000	0.500	0.700	0.150	0.175	0.200
回报率						
净资产收益率	22.54%	29.24%	30.09%	7.48%	9.37%	11.10%
总资产收益率	9.56%	10.06%	11.02%	5.66%	6.75%	7.64%
投入资本收益率	17.52%	12.69%	15.42%	8.56%	9.68%	11.69%
增长率						
主营业务收入增长率	47.53%	78.30%	66.45%	16.25%	32.95%	31.44%
EBIT增长率	-92.92%	53.02%	47.86%	28.97%	21.61%	33.26%
净利润增长率	79.32%	83.34%	26.24%	19.96%	34.41%	30.64%
总资产增长率	N/A	74.21%	15.23%	133.38%	12.83%	15.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.8	6.8	6.4	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	17.0	27.8	19.8	24.0	24.0	24.0
应付账款周转天数	10.7	16.7	10.9	10.2	10.2	10.2
固定资产周转天数	37.4	34.0	30.0	32.3	43.6	47.0
偿债能力						
净负债/股东权益	14.23%	41.80%	44.79%	-67.21%	-39.59%	-30.12%
EBIT利息保障倍数	14.7	8.1	4.4	7.1	13.8	11.1
资产负债率	55.93%	62.12%	58.80%	21.98%	25.60%	28.85%

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	0	0	0	0
买入	0	2	3	3	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

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

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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。