

海大集团 (002311)

仍将持续快速增长

增持/ 维持评级

股价：RMB36.25

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

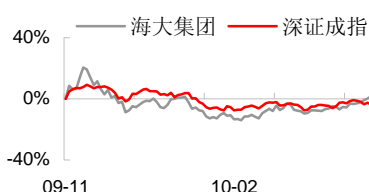
021 - 68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	224
流通 A 股 (百万股)	56
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2030

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

- 全国布局效果初显 09 年业绩大幅增长：**2009 年公司实现营业收入 52.50 亿元（其中饲料业务 48.44 亿元），实现归属于母公司的净利润 1.55 亿元，同比分别增长 15.9%和 18.8%，摊薄后 EPS 为 0.69 元。公司业绩大幅增长原因主要由以下两点：第一，公司在行业增速有限的情况下，通过布局全国重点市场的策略，实现了 20%以上的销量增速。第二，公司发挥自身在水产料上的竞争优势，水产料销量增速远大于禽畜料，使得公司整体毛利率水平有所提高，从上一年度的 7.80%升至 8.31%。
- 水产料占比增加提升公司毛利率水平：**2009 年公司销售了水产配合饲料 70.88 万吨，禽畜配合饲料 104.55 万吨，同比分别增长 35.39%和 12.85%，水产预混料则从上一年度的 0.65 万吨增至 0.70 万吨。由于预混料、水产配合饲料和禽畜配合饲料的毛利率水平分别可达到 45%、11%和 4%，因此水产配合饲料更快的增速使得公司的饲料业务中水产配合饲料的占比得到提高，由于水产配合饲料的毛利率远高于禽畜配合饲料，产品结构的改善使得饲料业务的毛利率从上一年度的 8.02%增至 8.54%。同时，公司的募投项目将在 2012 年前新形成 142 万吨/年的产销量，其中约 60%为水产饲料，40%为禽畜饲料。这意味着将来公司的产品结构将进一步向水产配合饲料倾斜，公司的整体毛利率水平还有增长空间。
- 未来三年成长势头良好：**公司在水产预混料领域具有突出的技术优势，所产水产饲料饵料系数较高，并且服务体系到位，因此市场竞争力极强，一般 2-3 年即可占领一个市场。随着公司在湖南、湖北、江西、福建和江苏等水产养殖市场的渗透逐渐成熟，以募投建厂为契机，公司在这些市场上将获得快速发展。2009 年全国饲料产量达到 1.4 亿吨，相比上一年的 1.37 亿吨增长有限。而公司的饲料总销量达到 176.13 万吨，同比增长近 21%，远高于行业增速。我们认为，得益于公司的技术和产品优势，以及良好的发展战略，未来 3 年公司的饲料销量增速有望达到 25%左右。
- 估值合理 维持“增持”评级：**我们预计 10/11/12 年，公司摊薄后的 10-12 年的 EPS 分别为 1.00 元/1.33 元/1.71 元，我们维持对公司的“增持”评级。

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4530.3	5250.4	6683.5	8438.7	10548.6
(+/-%)	66.5	15.9	27.3	26.3	25.0
归属母公司净利润(百万元)	130.6	155.2	223.7	297.6	383.2
(+/-%)	26.2	18.8	44.2	33.0	28.8
EPS(元)	0.58	0.69	1.00	1.33	1.71
P/E(倍)	62.2	52.3	36.1	27.1	21.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2361	2624	3074	3643	营业收入	5250	6684	8439	10549
现金	1608	1714	1970	2280	营业成本	4814	6111	7707	9623
应收账款	83	132	161	199	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	120	133	151	195	营业费用	95	114	143	179
预付账款	159	211	265	324	管理费用	122	154	194	243
存货	321	433	526	643	财务费用	26	25	20	22
其他流动资产	70	1	1	1	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	590	561	538	513	公允价值变动收益	-6	-3	-3	-4
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	5	5	5
固定资产	410	384	349	310	营业利润	189	281	374	482
无形资产	129	147	166	185	营业外收入	6	4	4	4
其他非流动资产	51	30	22	18	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	2952	3185	3611	4156	利润总额	193	283	377	485
流动负债	765	835	948	1087	所得税	32	44	60	77
短期借款	442	398	438	482	净利润	162	239	317	408
应付账款	134	221	259	311	少数股东损益	7	15	20	25
其他流动负债	189	216	251	295	归属母公司净利润	155	224	298	383
非流动负债	95	22	23	23	EBITDA	265	352	442	552
长期借款	92	22	22	22	EPS (元)	0.69	1.00	1.33	1.71
其他非流动负债	3	0	1	1					
负债合计	860	858	970	1110	主要财务比率				
少数股东权益	50	65	85	110	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	224	224	224	224	成长能力				
资本公积	1529	1529	1529	1529	营业收入	15.9%	27.3%	26.3%	25.0%
留存收益	289	512	810	1193	营业利润	12.8%	48.8%	33.3%	28.8%
归属母公司股东权益	2041	2262	2557	2936	归属于母公司净利润	18.8%	44.2%	33.0%	28.8%
负债和股东权益	2952	3185	3611	4156	获利能力				
					毛利率 (%)	8.3%	8.6%	8.7%	8.8%
					净利率 (%)	3.0%	3.3%	3.5%	3.6%
					ROE (%)	7.6%	9.9%	11.6%	13.1%
					ROIC (%)	17.8%	25.1%	29.6%	33.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	29.1%	26.9%	26.9%	26.7%
					净负债比率 (%)	62.15%	49.41%	47.69%	45.57%
					流动比率	3.09	3.14	3.24	3.35
					速动比率	2.67	2.62	2.69	2.76
					营运能力				
					总资产周转率	2.54	2.18	2.48	2.72
					应收账款周转率	55	58	55	56
					应付账款周转率	40.77	34.50	32.15	33.80
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.69	1.00	1.33	1.71
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.17	1.19	1.15	1.37
					每股净资产 (最新摊薄)	9.11	10.10	11.41	13.11
					估值比率				
					P/E	51.99	36.05	27.11	21.05
					P/B	3.95	3.57	3.16	2.75
					EV/EBITDA	27	20	16	13

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com