

# 规模扩张持续，高增长仍可期

谨慎推荐（维持）

海大集团（002311）2009 年年报简评

2010 年 4 月 14 日

## 投资要点：

黄黎明

电话：0769-22119270

邮箱：hlm@dgzq.com.cn

海大集团公布09年年报，全年实现营业总收入为52.50亿元，同比增加15.90%；归属上市公司股东的净利润为1.55亿元，增加18.76%；基本每股收益为0.69元，增加15.38%。拟按每10股派发现金股利2元(含税)，以资本公积金转增股本，每10股转增3股。

◇ **水产饲料和猪料继续高速增长。**饲料业务收入48.44 亿元，同比增长16.99%，远高于行业2.4%的增速，占营业收入的比重为92.26%。饲料销量 176.13 万吨，同比增长20.99%，市场占有率约为1.25%，同比提高0.19 个百分点。

具体来看，水产配合饲料销量 70.88 万吨，同比增长35.39%，收入增长率为29.92%；畜禽配合饲料销量 104.55 万吨，同比增长12.85%，收入增长达到了6.44%。公司近年加大了猪料的投入，猪料连续三年都保持了 45%以上的增速；鸭饲料的需求明显下滑，仅实现了 1.48%的销量增长，仍高于禽料行业-3.92%的增长水平。

◇ **毛利率稳中有升。**2009年，公司综合毛利率同比提高0.58个百分点，为8.17%。各类饲料的销售收入增速均低于销量增速，显示饲料价格有明显下降，但饲料业务毛利率8.54%，同比还提高0.52个百分点，一方面是公司利润率相对较高的水产配合饲料的销售增速较高，比重有所提升；另一方面，公司进行套期保值的玉米和豆粕（占公司原料采购总额的比例近40%），2009年度的期货盈利为 489.90万元，通过套期保值操作，综合采购价格也低于市场平均水平。

◇ **期间费用进一步降低。**2009年，公司期间费用率为4.65%，进一步下降0.33个百分点，其中，管理费用和财务费用分别同比下降0.22%和30.87%。管理费用的下降，主要在于公司规模效应的体现和管理模式的有效复制，而IPO获得的大量资金的到位、负债水平的降低，也使得财务费用的大幅下降。不过，由于销售服务的投入加大，销售费用同比增长47.41%。

◇ **规模扩张持续，给予“谨慎推荐”评级。**产能和销量的规模扩张是重要的利润增长点。2010年7月，公司预计将有珠海、鄂州、湖南等五地约67万吨的配合饲料产能和2000吨高效微生态制剂产能投产，还有64万吨产能正在论证。另外，公司将加大水产苗种方面的产业化开发投入，扩大优质水产苗种的生产供应能力。

预计未来三年公司仍有20%以上的利润增速，2010-2012年的每股收益分别为1.05元、1.31元和1.58元（未考虑股本变动），目前估值基本合理，但鉴于公司管理和技术优势，仍给予“谨慎推荐”评级。

## 主要数据 2010 年 4 月 14 日

收盘价(元)	37.300
总股本(万股)	2.240
流通 A 股股本(万股)	0.560
12 月最高价(元)	47.250
12 月最低价(元)	32.500

## 股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

## 相关报告

表 1: 海大集团年报数据比较

指标名称	2008	2009	同比变化
<b>现金流量表 (单位: 百万元)</b>			
经营活动产生的现金流量净额	153.26	38.20	-75.07%
投资活动产生的现金流量净额	-142.41	-186.10	30.68%
筹资活动产生的现金流量净额	1.91	1,497.96	78160.98%
<b>利润表 (单位: 百万元)</b>			
营业收入	4,530.32	5,250.45	15.90%
营业利润	167.21	188.61	12.80%
投资净收益	48.46	4.56	-90.58%
利润总额	168.54	193.50	14.81%
净利润	142.74	161.99	13.49%
归属于母公司所有者的净利润	130.64	155.15	18.76%
<b>资产负债表 (单位: 百万元)</b>			
资产总计	1,185.85	2,951.57	148.90%
负债合计	697.28	859.74	23.30%
所有者权益合计	488.57	2,091.82	328.15%
<b>每股指标 (元)</b>			
每股收益 EPS-基本	0.78	0.90	15.38%
每股净资产 BPS	2.58	9.11	253.10%
每股经营活动现金流量净额	0.91	0.17	-81.32%
<b>主要财务比率</b>			
净资产收益率 ROE(%)	33.16	12.53	-20.62%
投入资本回报率 ROIC(%)	16.23	8.84	-7.39%
销售净利率(%)	3.15	3.09	-0.07%
销售毛利率(%)	7.80	8.31	0.51%
销售期间费用率(%)	4.97	4.65	-0.33%
营业费用率(%)	1.43	1.82	0.39%
管理费用率(%)	2.71	2.33	-0.38%
财务费用率(%)	0.84	0.50	-0.34%
资产负债率(%)	58.80	29.13	-29.67%

资料来源: 东莞证券研发中心整理

表 2: 海大集团财务报表预测

利润表:					现金流量表:				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	5,250	6,415	7,486	8,646	净利润	162	249	310	373
营业成本	4,814	5,883	6,857	7,905	折旧与摊销	52	56	68	80
营业税金及附加	0	1	1	1	财务支出	25	22	11	7
销售费用	95	106	116	130	投资损失	-5	0	0	0
管理费用	122	141	165	190	净营运资本变动	-203	96	-58	-105

财务费用	26	-12	-21	-24	经营性现金流	38	422	330	355
资产减值损失	1	0	0	0	资本支出	-506	-176	-149	-141
其他经营收益	-2	0	0	0	其它投资	320	0	0	0
营业利润	189	297	369	444	投资性现金流	-186	-176	-149	-141
利润总额	193	297	369	444	股权融资	1,532	0	0	0
减 所得税	32	47	59	71	债券融资	974	-269	-106	-64
净利润	162	249	310	373	股利分配及其它	-91	-92	-99	-113
减 少数股东损益	7	13	17	20	筹资性现金流	2,415	-361	-205	-176
归母公司净利润	155	236	293	353	货币资金变动	2,267	-115	-24	37
<b>资产负债表:</b>					<b>主要财务比率:</b>				
<b>科目(百万元)</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>科目(百万元)</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
货币资金	1,608	1,494	1,470	1,507	成长能力 (YOY)				
应收账款	83	110	129	149	营业收入	15.9%	22.2%	16.7%	15.5%
预付账款	159	171	199	229	营业利润	13%	57.3%	24.2%	20.4%
存货	321	321	374	431	归母公司净利润	18.8%	52.0%	24.2%	20.4%
其它	190	104	121	139	盈利能力				
流动资产合计	2,361	2,199	2,292	2,455	销售毛利率	8.3%	8.3%	8.4%	8.6%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	3.0%	3.7%	3.9%	4.1%
固定资产合计	410	512	615	707	ROE	7.7%	11.0%	12.4%	13.5%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROIC	18.2%	8.3%	11.2%	13.1%
其它	180	196	175	144	偿债能力				
非流动资产合计	590	708	790	851	资产负债率	8.3%	11.2%	13.1%	14.7%
资产总计	2,952	2,907	3,081	3,306	流动比率	3.15	3.50	3.95	4.56
短期借款	442	265	159	96	速动比率	2.72	2.99	3.31	3.76
应付账款	134	147	171	198	营运能力 (次)				
预收款项	87	93	109	125	资产周转率	2.54	2.19	2.50	2.71
其它	86	122	141	120	存货周转率	18.25	18.33	19.75	19.65
流动负债合计	749	628	580	538	应收账款周转率	58.16	66.27	62.62	62.32
长期借款	92	0	0	0	每股指标 (元)				
其它	-78	94	0	0	每股收益	0.69	1.05	1.31	1.58
非流动负债合计	14	94	0	0	每股经营现金流	0.17	1.89	1.47	1.58
负债合计	843	628	580	538	每股净资产	9.19	9.89	10.81	11.91
实收资本	224	224	224	224	每股股利	0.00	0.32	0.39	0.47
资本公积	1,529	1,529	1,529	1,529	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	339	517	739	1,006	PE	53.85	35.42	28.52	23.68
所有者权益合计	2,092	2,270	2,492	2,759	PB	4.06	3.77	3.45	3.13
负债和权益总计	2,935	2,898	3,072	3,297	EV/EBITDA	79.98	63.54	52.07	43.28

资料来源: 东莞证券研发中心

## 分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

### 东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn