



农林牧渔

Farming & forestry & animal
husbandry & fishery

2010年6月22日

市场数据 2010年6月18日

当前价格(元)	25.5
52周价格区间(元)	24.55-47.25
总市值(百万)	7425.60
流通市值(百万)	1856.40
总股本(万股)	29120
流通股(万股)	7280
日均成交额(百万)	67
近一月换手(%)	36.64
Beta(2年)	0.00
第一大股东	深圳市海大投资有限公司
公司网址	www.haid.com.cn

期收益率比较

表现	1m	3m	12m
海大集团	4.9	-5.0	—
沪深300	-2.7	-18.1	-11.8

相关报告

魏芳 郭伟明(协助)

+86 755 21517994

guowm@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

海大集团(002311)调研报告

——外延式扩张 谋求行业龙头

评级: 增持

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	4,530	5,250	6,679	8,589	10,455
增长率(%)	66.45	15.90	27.22	28.60	21.73
归属母公司股东的净利润(百万元)	130.64	155.15	205.62	272.26	358.74
增长率(%)	26.23	18.76	32.53	32.41	31.76
每股收益-摊薄(元)	0.78	0.69	0.71	0.90	1.23

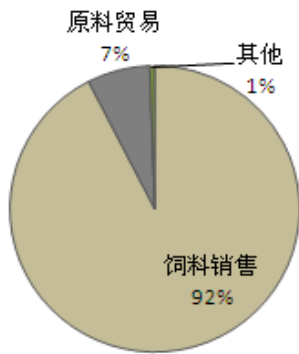
- 海大集团是以水产预混料起家,走在行业前端的民营饲料企业,现有产品包括水产预混料、鱼料、虾料、畜禽料以及与水产养殖相配套的苗种和制剂等。06-09年公司营业收入由152,648万元增长到525,045万元,复合增长率51%;净利润由6,101万元增至16,199万元,复合增长率40%。
- 公司借IPO东风,产能大幅提升。IPO项目建成达产后形成立足广东,辐射华东、华中的业务布局。公司饲料设计产能从06年的123吨提升至2009年的281吨,随着募投项目和超募资金新增项目逐步建成,预计10-12年公司饲料产能分别达到400、500和570万吨。
- 成本控制得当,利润率高于行业平均水平。饲料行业相对来说比较微利(1%-2%),07-09年公司净利率分别为4.10%、3.15%和3.09%,高于行业平均水平。对于饲料原料价格上涨带来的成本上升压力,公司除了借助行业内生的价格传导机制向下游转移外,还通过原料替代以及配方调整予以消化,并采用原料集中采购和期货套期保值等方式锁定部分成本。
- 加大技术服务投入,增强客户粘性。2009年公司投入研发费用2,434万元,比去年增加203万元;研发人员281人,比去年同期增加100人。为了适应公司营销策略,近几年公司销售服务人员不断增加,从08年的550人增加到09年的836人,预估10年销售服务人员进一步增加至1400人左右。
- 估值和投资建议:10-12年公司销售收入为66.8、85.9和104.6亿元,归属母公司净利润2.05、2.62和3.59亿元, EPS分别为0.71元、0.90元和1.23元,考虑到公司同行业在技术、服务和成本控制优势,给予11年30-35倍的PE,我们认为公司合理价格区间为27-31.5元,首次给予增持评级。
- 风险提示:饲料原料价格波动;水产动物、畜禽疫病和极端天气。

近年公司业绩保持高速增长

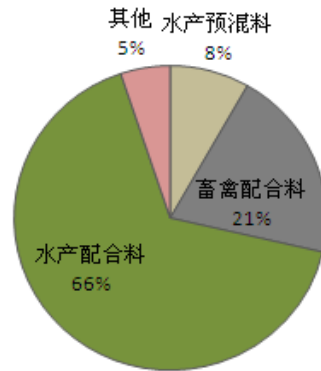
海大集团是以水产预混料起家，走在行业前端的民营饲料企业，现有产品包括水产预混料、鱼料、虾料、畜禽料以及与水产养殖相配套的苗种和制剂等。

近年来，公司收入利润持续快速增长，06-09年公司营业收入由152,648万元增长到525,045万元，复合增长率51%；净利润由6,101万元增至16,199万元，复合增长率40%。公司业务结构中，水产配合饲料是最主要收入和利润来源。09年水产预混料、水产配合饲料和畜禽配合料分别占公司收入比重1.5%、47%和43%，占毛利比重8%、66%和20%。

图表1 公司09饲料业务收入占92%

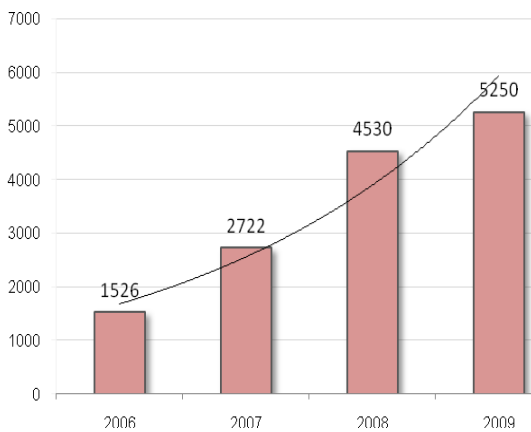


图表2 公司09饲料业务毛利占95%

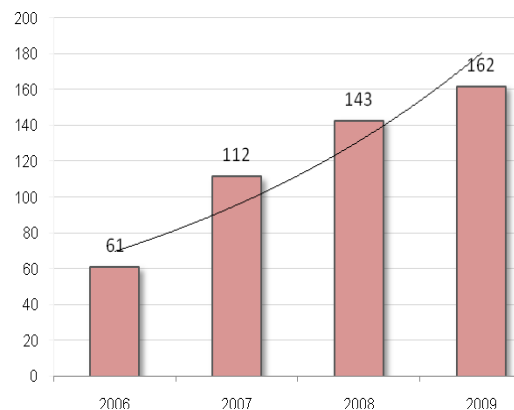


资料来源：公司公告 金元证券研究所

图表3 近四年公司营收复合增长率51%



图表4 近四年公司净利润复合增长率40%



资料来源：公司公告

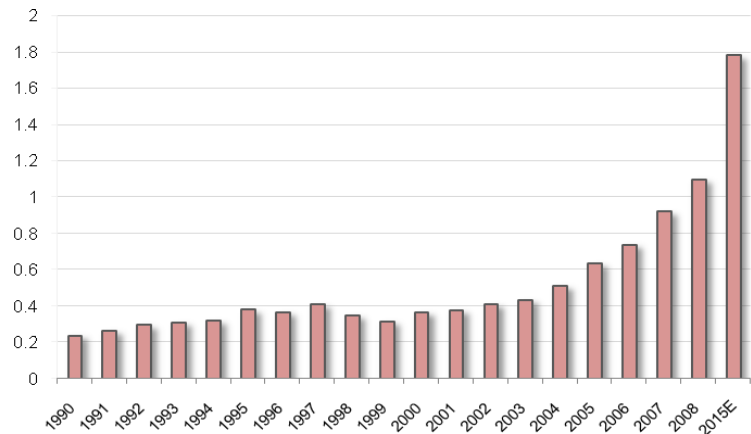
单位：百万

公司借 IPO 东风 产能大幅提升

据统计，从 1997 到 2008 年，我国人均肉类年均增长 0.52 公斤，复合增长率为 1.4%，人均水产品消费年均增长 0.7 公斤，复合增长率为 2.1%。肉类和水产品市场需求的增长将必然通过养殖业的传导，迅速带动饲料产品的市场容量扩大。根据我国《饲料工业“十一五”发展规划》，预计到 2015 年我国饲料年需求量要达到 1.78 亿吨左右。

图表 5 我国饲料需求量将稳步提升

单位：亿吨



资料来源：金元证券研究所

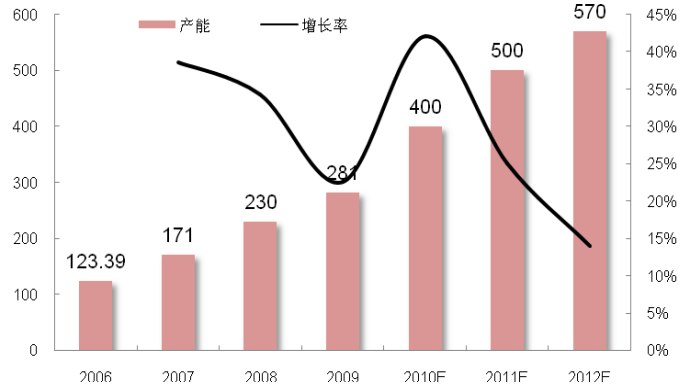
饲料行业集中度不断提高，饲料企业通过不断地并购增强实力，以抵抗市场风险。2004 年起，公司利用企业整体规模尚小的时机进行了业务整合。当年收购了广州容川、广州海雄、番禺大川和佛山海航等 7 家公司，在 06、07 和 09 年陆续收购了 13 家公司或少数股权。2009 年公司又借 IPO 的东风，进一步扩充产能，而且形成立足广东，辐射华东、华中的业务布局。公司饲料设计产能从 06 年的 123.39 吨提升至 2009 年的 281.49 吨，随着募投项目和超募资金新增项目逐步建成，预计 10-12 年公司饲料产能达到 400/500/570 万吨。

公司饲料主业的经营目标是 2011 年销售规模超过 280 万吨，水产饲料占 50% 以上，其中虾料 25 万吨以上，膨化料 25 万吨以上，颗粒鱼料 90 万吨以上。从区域销量来看，到 2011 年华南片区（广东、广西、海南）超过 200 万吨，华中片区（湖北、湖南、江西、四川和重庆）超过 50 万吨，华东片区（江苏、浙江、福建和上海）超过 30 万吨。

表6 密集布局广东 辐射华中、华东



图表7 公司12年产能预计达到570万吨 单位:万吨

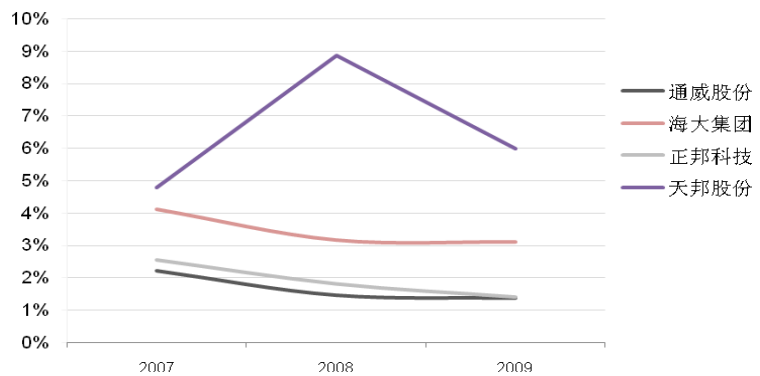


资料来源: 金元证券研究所

成本控制得当 利润保持稳定

饲料行业相对来比较微利，07-09 年公司净利率分别为 4.10%、3.15%和 3.09%，高于行业平均水平（1%-2%），同时也高于同类上市公司（天邦股份主要生产水产饲料，故利润较高）。对于饲料原料价格上涨带来的成本上升压力，公司除了借助行业内生的价格传导机制向下游转移外，还通过原料替代以及配方调整予以消化，并采用原料集中采购和期货套期保值等方式锁定部分成本。

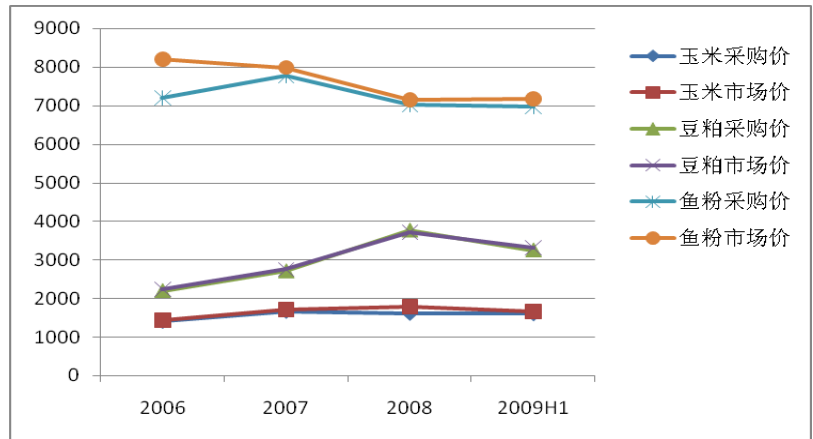
图表8 饲料上市公司净利率比较



资料来源: wind 金元证券研究所

公司采购业务设有“集团总部采购中心”与“分、子公司采购部”两个层级，实行“集中采购与授权管理”相结合的采购模式。近年公司集中采购金额占总采购金额的比例 90%以上，授权采购比例不足 10%。在饲料原料供需趋紧且价格振荡走高的市场环境下，公司的大宗原料采购已经显现出明显的采购优势。

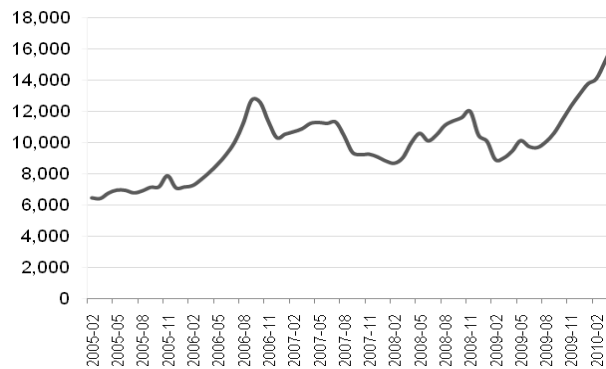
图表 9 公司采购成本低于市场价格



资料来源：招股说明书

目前，我国水产动物蛋白饲料主要依赖于鱼粉，实质上还没有摆脱“以鱼养鱼”的状态，公司成立以来一直注重对饲料原料及配方进行持续的研究开发。公司利用筛选的特定微生物菌种，对棉粕和菜粕中的抗营养因子进行生物处理，进而降低其中的抗营养因子含量，提高棉菜粕适口性和动物利用效率。可在高档鱼虾饲料中直接替代鱼粉 5-8%。此外，公司还积极对鱼虾饲料配方研究，降低其使用鱼粉使用比例。在鱼粉价格飙升的今天，只有开发鱼粉替代之路，才能避免受制于人。

图表 10: 鱼粉月度进口均价



资料来源：金元证券研究所 wind

单位：元/吨

近年来，玉米、豆粕等大宗饲料原料价格波动加剧，在此背景下公司在 2006 年对玉米和豆粕的现货采购实现期货套期保值，并取得了较好成效。07-09 年公司综合采购成本因此而分别降低了 3175/4850/489 万元。

加大技术服务投入 增强客户粘性

公司始终坚持以核心技术和核心产品研发为基础，以市场需求为导向的研发方针。2009年公司投入研发费用2,434万元，占营收的比重为0.5%，比去年增加203万元。目前公司拥有研发人员281人，比去年同期增加100人，研发力量显著增强。此外，国内外关于水产动物营养需求研究存在大量空白，而公司自主研发的《水产动物营养需求数据库》为领先行业打下了坚实基础。

图表 11 海大饲料产品优于行业水平

饲料系数	海大集团水平	行业一般水平
草鱼	1.6-1.8	1.8以上
罗非鱼	1.2-1.5	1.6-1.8
海水鱼	1.0-1.2	1.2-1.5
对虾	0.8-1.1	0.8-1.5

资料来源：招股说明书

公司构建了“分子公司业务+分子公司技术部人员+公司总部研究中心人员”的三级服务营销体系。营销服务团队常年在养殖一线，对当地养殖环境、养殖模式和养殖习惯、养殖行情进行实地调查，了解客户的真正的养殖需求，提供一整套养殖解决方案和技术支持。通过为重点养殖户提供种苗选择、放养模式、水质控制、疫病防治等全套技术服务，使其获得高于一般养殖户的养殖效益，并带动其他养殖户使用本公司的产品和服务，从而拉动公司饲料销售的扩张。为了适应公司营销策略，近几年公司销售服务人员不断增加，从08年的550人增加到09年的836人，预估10年销售服务人员进一步增加至1400人左右。

估值和投资建议

关键假设：未来3年公司鱼料毛利率在11%左右，虾料13%，猪料毛利率5%左右，鸭料毛利率2%，鸡料在5%左右。公司苗种销量10-11年分别为60和100亿尾，苗种销售价格在80-90元/万尾之间。微生物制剂增长略快于饲料销量增长，毛利率稳定在40%。

根据以上假设，我们预计10-12年公司饲料销量为208万吨、262万吨和310万吨，其中水产配合饲料销量分别为92万吨、121万吨和147万吨，畜禽配合饲料销量115万吨、140万吨和162万吨，预混料0.84万吨、1.01万吨和1.21万吨。10-12年公司销售收入为66.8、85.9和104.6亿元，归属母公司净利润2.05、2.62和3.59亿元，EPS分别为0.71元、0.90元和1.23元，给予11年30-35倍的PE，我们认为公司合理价格区间为27-31.5元，首次给予增持评级。

图表 12 损益表预测

项目 (单位: 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	4,530.32	5,250.45	6,678.86	8,589.45	10,455.19
其中: 营业收入	4,530.32	5,250.45	6,678.86	8,589.45	10,455.19
二、营业总成本	4,407.19	5,060.17	6,424.58	8,264.52	10,009.85
其中: 营业成本	4,177.00	4,814.27	6,113.30	7,847.02	9,542.58
营业税金及附加	0.28	0.42	0.46	0.61	0.77
销售费用	64.76	95.46	126.90	171.79	209.10
管理费用	122.59	122.32	160.29	214.74	230.01
财务费用	37.98	26.26	22.13	28.79	25.73
资产减值损失	4.57	1.43	1.50	1.58	1.66
加: 公允价值变动收益	(4.38)	(6.23)	0.00	0.00	0.00
投资收益	48.46	4.56	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	167.21	188.61	254.27	324.93	445.34
加: 营业外收入	3.06	6.39	4.84	4.76	5.33
减: 营业外支出	1.73	1.51	1.61	1.62	1.58
四、利润总额	168.54	193.50	251.04	321.78	441.59
减: 所得税费用	25.80	31.51	36.85	49.02	67.90
五、净利润	142.74	161.99	214.19	272.76	373.69
归属于母公司所有者的净利润	130.64	155.15	205.62	261.85	358.74
少数股东损益	12.10	6.83	8.57	10.91	14.95
六、每股收益:					
(一) 基本每股收益 (元)	0.78	0.90	0.71	0.90	1.23
(二) 稀释每股收益 (元)	0.78	0.90	0.71	0.90	1.23

资料来源: 金元证券研究所

风险提示

1、饲料原料价格波动: 目前公司尚不能完全转嫁原料价格上涨带来的风险, 若原材料大幅涨价, 将会降低公司盈利能力。2、水产动物畜禽疫病和极端天气: 养殖业的状况将直接影响到饲料的需求, 具有不可控性。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票 投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.