

海大集团 (002311)

# 逆势增长方显龙头本色

## —海大集团 2010 年中期报告点评

增持/ 维持评级

股价：RMB27.24

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

联系人

吴晓丹

021-68498528 wuxd@lhqz.com

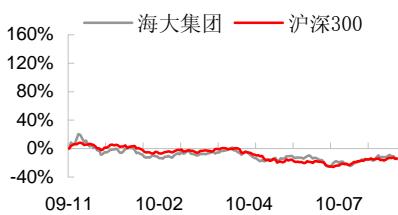
- 公司上半年实现营业收入、营业利润和归属于母公司的净利润分别为 26.65 亿元、7322 万元和 6329 万元，同比增长分别为 27.1%、27.2%和 24.5%，实现 EPS0.22 元。在全国饲料总销量仅增长 4.6%且水产饲料销量大幅下降 25.2%的行业不利局面下，公司实现此业绩增长尤为可贵。
- 募投项目逐步投产，销量稳步提升。公司上半年实现饲料销量 87.7 万吨，同比增长 18.9%。分品种来看，禽畜料实现销售 56.7 万吨（增长 17.4%），水产料实现销售 30.7 万吨（增长 21.9%），公司的销量增速远超行业，主要原因在于公司的产品质量和服务水平远超行业水平，实现了对竞争对手的替代。随着公司 IPO 募投项目和超募资金募投项目的逐步投产，公司的饲料销量将保持持续的稳定增长。我们预计随着养殖行业全面回暖，下半年增速见更好与上半年，公司全年销量的增速将在 20%以上。
- 不利环境下保持毛利率稳定凸显公司经营优势。上半年禽畜价格处于低点使得养殖利润持续低迷，另一方面，原材料价格如玉米、鱼粉等持续上涨，对饲料企业的经营构成了巨大的压力，大批中小企业退出行业，但公司保持了饲料业务的毛利率稳定。我们认为，公司一方面利用规模优势（包括采购成本和折旧成本）和套保业务优势降低生产成本，另一方面利用产品和服务方面的优势，对成本的上涨实现了转嫁，饲料产品销售均价同比提高 14%。很显然，行业低谷的数据并不能反映公司的实际盈利能力，随着养殖行业低谷过去，下半年公司将迎来利润率回升和销量上升的双重催化。
- 微生态制剂业务将成新的盈利增长点。公司在去年微生态制剂产品，今年进入市场推广期。上半年该业务实现销售收入 1574 万元，毛利率达到 50% 以上。下半年该业务的收入将随饲料行业旺季的来临而同步上升，预计全年销售收入达到 5000 万元且毛利率维持 50%，成为公司新的盈利增长点。
- 我们测算公司 10/11 年的 EPS 为 0.70 元和 1.01 元，目前股价对应 EPS 为 39XPE。我们认为公司在行业低谷期保持稳定快速增长足以显示其在饲料行业内的竞争优势，我们认为公司是 A 股饲料企业的最佳投资标的，维持长期增持的投资评级，并且提示下半年养殖行业整体回暖或将成为公司盈利水平超预期的催化剂。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	291
流通 A 股 (百万股)	73
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)	1983

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

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5250.4	2664.7	6706.5	9047.5	10722.5
(+/-%)	15.9	27.1	27.7	34.9	18.5
归属母公司净利润(百万元)	155.2	65.4	202.9	293.7	344.2
(+/-%)	18.8	26.1	30.8	44.7	17.2
EPS(元)	0.53	0.22	0.70	1.01	1.18
P/E(倍)	51.1	121.3	39.1	27.0	23.0

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
<b>流动资产</b>	2361	2213	2396	2644	<b>营业收入</b>	5250	6707	9048	10722
现金	1608	2005	1575	1741	营业成本	4814	6133	8261	9799
应收账款	83	81	108	127	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	120	0	119	118	营业费用	95	121	163	193
预付账款	159	123	165	196	管理费用	122	168	226	268
存货	321	0	390	415	财务费用	26	21	20	22
其他流动资产	70	5	38	46	资产减值损失	1	13	13	13
<b>非流动资产</b>	590	967	1176	1311	公允价值变动收益	-6	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	410	719	906	1024	<b>营业利润</b>	189	251	364	427
无形资产	129	148	165	180	营业外收入	6	4	4	4
其他非流动资产	51	99	105	107	营业外支出	2	1	1	1
<b>资产总计</b>	2952	3179	3572	3955	<b>利润总额</b>	193	254	367	430
<b>流动负债</b>	765	855	967	1042	所得税	32	38	55	65
短期借款	442	412	421	422	<b>净利润</b>	162	216	312	366
应付账款	134	221	277	316	少数股东损益	7	13	18	22
其他流动负债	189	221	268	304	<b>归属母公司净利润</b>	155	203	294	344
<b>非流动负债</b>	95	62	71	72	EBITDA	265	314	447	523
长期借款	92	62	71	71	EPS (元)	0.69	0.70	1.01	1.18
其他非流动负债	3	0	1	1					
<b>负债合计</b>	860	917	1038	1114	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	50	63	81	103	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	224	291	291	291	<b>成长能力</b>				
资本公积	1529	1462	1462	1462	营业收入	15.9%	27.7%	34.9%	18.5%
留存收益	289	447	700	985	营业利润	12.8%	32.9%	45.2%	17.3%
归属母公司股东权益	2041	2200	2453	2738	归属于母公司净利润	18.8%	30.8%	44.7%	17.2%
<b>负债和股东权益</b>	2952	3179	3572	3955	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	8.3%	8.6%	8.7%	8.6%
					净利率 (%)	3.0%	3.0%	3.2%	3.2%
					ROE (%)	7.6%	9.2%	12.0%	12.6%
					ROIC (%)	17.8%	32.3%	22.8%	24.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	29.1%	28.8%	29.1%	28.2%
					净负债比率 (%)	62.15%	52.09%	47.67%	44.47%
					流动比率	3.09	2.59	2.48	2.54
					速动比率	2.67	2.59	2.07	2.14
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.54	2.19	2.68	2.85
					应收账款周转率	55	76	92	87
					应付账款周转率	40.77	34.55	33.12	33.01
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.70	1.01	1.18
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	3.22	-0.38	1.56
					每股净资产 (最新摊薄)	7.01	7.55	8.42	9.40
					<b>估值比率</b>				
					P/E	51.13	39.09	27.01	23.05
					P/B	3.89	3.61	3.23	2.90
					EV/EBITDA	26	22	15	13

数据来源：华泰联合证券研究所。

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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 45 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