

海大集团 (002311)

快速成长的水产饲料行业龙头

✍ 秦军

☎ 021-38676768

✉ qinjun@gtjas.com

本报告导读：

快速成长的水产饲料行业龙头，行业地位、成长性、财务健康
 皆优于可比公司，应享受估值溢价，建议询价区间26.88-28.80。

投资要点：

- **水产饲料行业龙头。**海大集团是“农业产业化国家重点龙头企业”，目前其水产预混料销量全国排名第一；预混料的优势还拉动配合饲料的销售，二者相互促进、相得益彰，水产配合饲料销量全国排名第二。
- **行业前景广阔。**经济持续增长、人均收入提高为肉类消费、饲料消费创造了巨大需求。自然资源的枯竭使人工养殖水产品成为必然选择，水产饲料增长速度超过其他品种，占配合饲料产量比例逐年提升。
- **水产预混料是核心产品。**水产预混料是配合饲料的核心，公司水产预混料与配合料合计贡献毛利的70%以上。水产预混料目前占全国市场份额10%，广东市场占有率超过32%。
- **三大竞争优势。**海大集团的竞争优势主要体现在：
 - 1、对行业发展规律、前景的深刻理解，对企业准确定位；
 - 2、完善的技术与研发体系，成果丰硕，成效显著；
 - 3、产品性价比突出，以养殖效益为核心的服务体系完善。
- **盈利预测与询价建议。**海大集团的行业地位、成长性、财务健康度均优于可比上市公司，应该享有估值溢价。我们对其2009-2-11年EPS预测为0.71、0.96、1.34元，建议询价区间26.88-28.80元，对应2010年28-30倍PE，上市收入股价区间预测为40.50-45.90元。

建议询价区间：

26.88-28.80

上市首日定价区间：

40.50-45.90

2009.11.16

发行上市资料

总股本（万股）	22400
发行量（万股）	5600
发行日期	2009.11.18
发行方式	网下询价+网上申购
保荐机构	广发证券
预计上市日期	2009.12.04

发行前财务数据（1H09）

每股净资产（元）	2.54
净资产收益率（%）	12.1%
资产负债率（%）	70.2%

主要股东和持股比例

深圳海大	66.1%
鼎晖投资	8.9%
本次发行	25%
合计	100%

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,722	4,530	5,235	6,869	9,074
(+/-)%	78%	66%	16%	31%	32%
经营利润（EBIT）	141	205	223	300	419
(+/-)%	94%	45%	9%	34%	39%
净利润	103	131	159	215	300
(+/-)%	79%	26%	22%	35%	39%
每股净收益（元）	0.46	0.58	0.71	0.96	1.34
每股股利（元）	0.00	0.30	0.24	0.32	0.45

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司概况

海大集团是“农业产业化国家重点龙头企业”，是近几年来饲料行业尤其是水产饲料行业中发展速度最快、技术水平最好、服务能力最强的饲料企业之一。海大集团是水产预混料的细分行业龙头企业，目前销售收入 70%以上来自华南市场。

水产预混料是水产配合饲料的核心成份，对饲养效果、养殖经济效益有关键作用，目前海大集团水产预混料销量全国排名第一；预混料的优势还拉动配合饲料的销售，二者相互促进、相得益彰，水产配合饲料销量全国排名第二。

本次发行前，深圳海大持有海大集团 88.1%股权，鼎晖投资持有 11.9%。深圳海大的股东为 11 名自然人，其中 6 人为海大集团高管、核心技术人员，董事长薛华为海大集团实际控制人。鼎晖中国成长基金 II 是注册在开曼群岛的有限合伙企业，为投资海大集团在 BVI 注册了项目公司 CDH Nemo Limited，后者在香港注册了全资子公司 CDH Nemo(HK) Limited，即“鼎晖投资”。

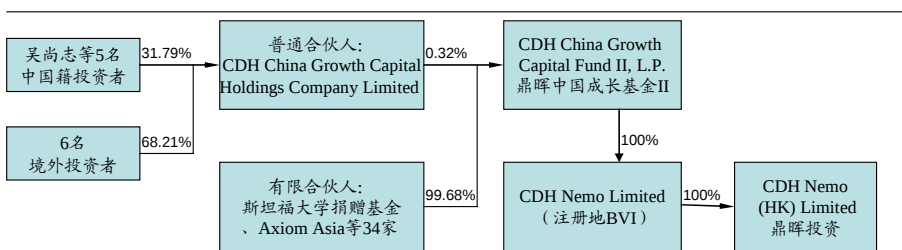
本次发行前后海大集团股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	比例	持股数（万股）	比例
深圳市海大投资有限公司	14,802	88.1%	14,802	66.1%
CDH Nemo（HK）鼎晖投资	1,998	11.9%	1,998	8.9%
本次发行公众股	/	/	5,600	25.0%
合计	16,800	100%	22,400	100%

本次发行前深圳海大股权结构

股东名称	在海大集团担任职务	出资额（万元）	持股比例
薛 华	董事长	1,192.5	39.75%
许英灼	董事、副总经理	810	27.00%
谭莉莉	/	540	18.00%
江谢武	董事	135	4.50%
罗 强	总经理	135	4.50%
钱雪桥	总工程师	90	3.00%
刘国祥	/	45	1.50%
徐传万	/	16.5	0.55%
姜建兵	/	16.5	0.55%
雷和江	/	16.5	0.55%
齐振雄	监事	3	0.10%
合 计	/	3,000	100%

鼎晖投资（CDH Nemo(HK) Limited）股权结构

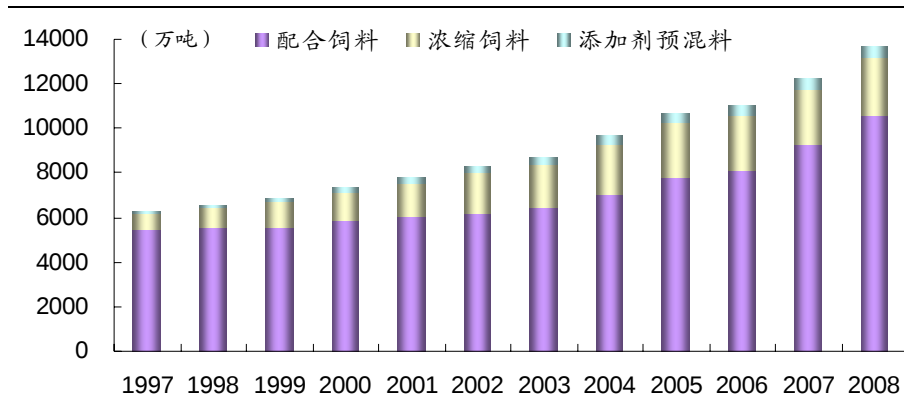


2. 饲料行业概况

2.1. 行业前景广阔

饲料工业是一个关系国计民生，联系种植业、养殖业和农副产品加工业的综合性工业门类。我国的饲料工业经过 30 多年的发展，到 2008 年产量居世界第二。在持续增长过程中，产品结构不断发生变化，预混料、浓缩料的增长速度更快，在饲料总量中的比重逐年加大。1997 年到 2008 年，我国浓缩料产量年均增长率为 12.38%，预混料年均增长率为 14.34%，明显高于整体饲料产量 7.3% 的年均增速。

图 1：我国工业饲料产量持续增长



数据来源：全国饲料工业统计资料，国泰君安证券

我国经济持续快速增长、人民收入水平的不断提高为肉类消费、饲料消费持续稳定增长创造了巨大的需求空间。中国的食品消费正处在以动物性食品为主的食物消费随收入的增加而增加的时期。2007 年我国人均肉类消费 40.1 公斤，水产品 36 公斤，牛奶 26.7 公斤，比世界平均水平，仍有明显差距。中国肉类协会预测，“十一五”期间，我国肉类人均占有量将达到 65 公斤，与发达国家平均水平差距将进一步缩小。

根据《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》预测，2015 年末的具体目标是我国工业饲料年产量要达到 17,780 万吨左右，较 2008 年增长 4,000 万吨，增长率达到 30%，市场容量和增长空间都十分巨大。

表 1：2015 年我国饲料产品市场需求量预测

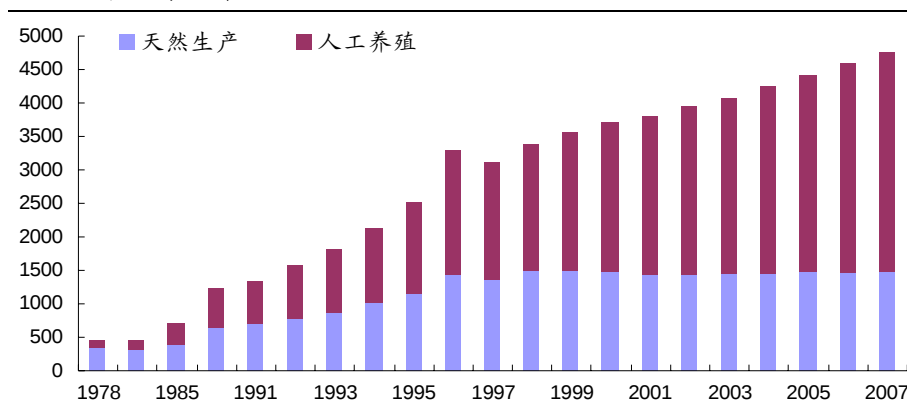
动物产品品种	产量 (万吨)	料重比	工业饲料普及率	工业饲料需求量 (万吨)
猪肉	5,587	3.0:1	45%	7,542
牛、羊肉	1,352	2.0:1	30%	811
禽肉	1,983	2.0:1	70%	2,776
禽蛋	2,926	2.2:1	50%	3,218
奶类	3,322	0.3:1	40%	398
水产品 (不含贝类) 养殖	3,500	1.8:1	45%	2,835
其它	—	—	—	200
合计	18,670	—	—	17,780

数据来源：《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》

2.2. 水产饲料增速更快

水产品在营养价值、食品安全性角度来看具有优越性，从居民人均消费量数据来看，人均水产品消费的增长速度明显快于肉类产品。同时，由于自然渔业资源的再生速度明显慢于消费增长速度，通过人工养殖来满足居民对水产品的消费需求成为必然的选择。事实上，中国已经成为全世界最大的水产品养殖地，2007 年通过人工养殖方式生产的水产品产量达到 3278 万吨，占全部水产品的 69.1%，1978 年的比例仅仅为 26%。。

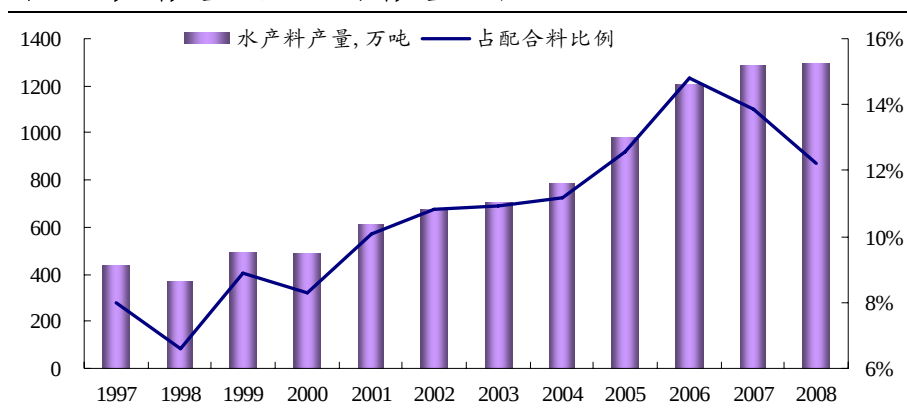
图 2：我国水产品产量及构成（万吨）



数据来源：统计年鉴，国泰君安证券

不断发展的水产养殖业为水产饲料行业提供了巨大的发展机遇，以鱼、虾料为主的水产配合饲料尽管只占有配合饲料产量的 12.2%（2008 年），但增长速度明显快于猪料、蛋禽料、肉禽料及其他饲料的年均增长率，成为拉动饲料增长的主要力量，1997 年到 2007 年，水产配合饲料的年均增长率为 15.06%。

图 3：水产料产量及占配合饲料产量比例



数据来源：全国饲料工业统计资料，国泰君安证券

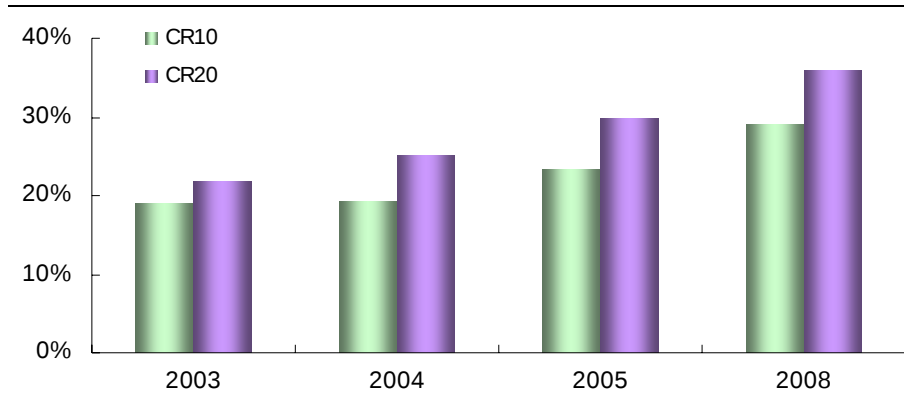
2.3. 行业竞争特性

（1）行业集中度逐步提高。企业数量连续 3 年出现下降，且近年下降速度明显加快，全国饲料企业从 2006 年的 15,501 家，降至 2008 年的 13612 家，2009 年一季度年产万吨以下企业数更是同比下降了 15%。随着行业竞争加剧，大部分中小企业已处于亏损状态。未来 3-5 年，行业将延续前几年集中度提高的趋势，有技术优势、服务优势、规模优势的企业将取得快速发展，大批落后企业将被淘汰。

(2) 微利化特征。近十年来,随着行业竞争的加剧,全行业利润率也随之下降,目前平均水平在 1%-2%之间。预计经过未来几年的行业大整合之后,行业利润率将会逐步回升。

(3) 日益依赖以养殖效益为核心的技术、服务和专业化能力。养殖业的升级换代以及从散养模式向规模化养殖的转变,都需要饲料企业具备极具针对性技术、服务和专业化能力,而不仅仅是进行饲料的简单生产。食品安全的日益受到各方重视,要求饲料企业从仅关注饲料环节转变为关注苗种、饲料、养殖、加工、销售整个产业链,对养殖户进行全流程的服务支持,饲料企业是否具备这种能力将是未来面临的最大考验。

图 4: 我国饲料行业集中度不断提升



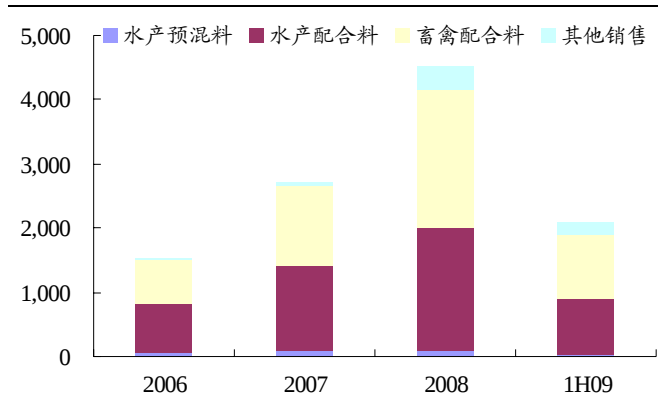
数据来源: 全国饲料工业统计资料, 国泰君安证券

3. 主业分析

海大集团的收入以配合饲料为主,其中畜禽料占比最高,09 年上半年达到 48.1%,水产料 41.1%,预混料 1.7%,其他收入 9.1%。但是由于不同品种之间毛利率的巨大差异,他们对毛利的贡献则呈现完全不同的图景。

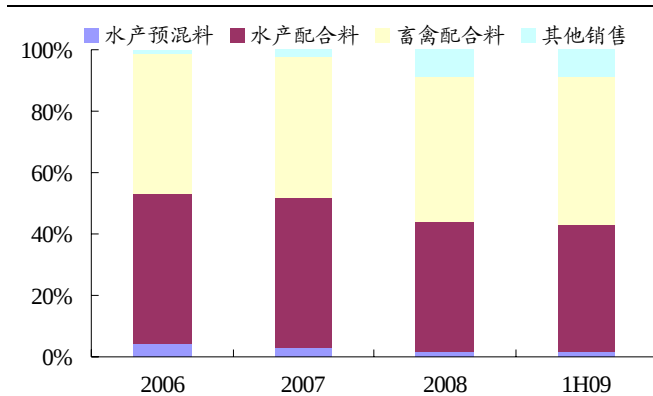
收入比例最高的畜禽料毛利率仅有 4%左右,对毛利的贡献不到 25%;水产配合料对毛利贡献度高达 60%以上;而占收入比例最低的水产预混料,由于毛利率超过 45%,对毛利贡献度达到 10%。

图 5: 海大集团营业收入 (百万)



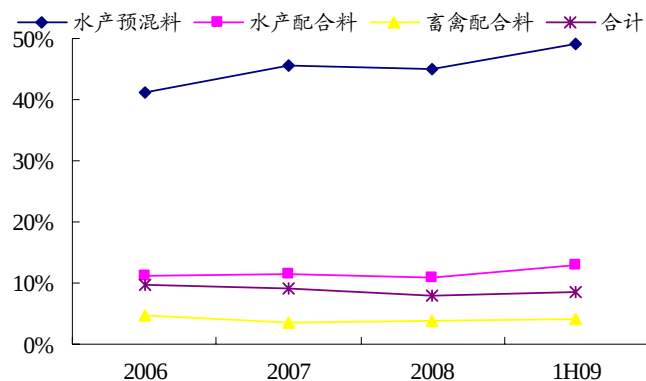
数据来源: 招股书, 国泰君安证券

图 6: 配合饲料分品种收入、增速



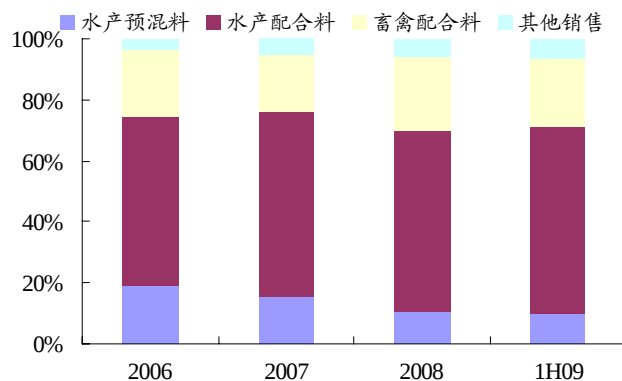
数据来源: 招股书, 国泰君安证券

图 7: 海大集团饲料产品毛利率



数据来源: 招股书, 国泰君安证券

图 8: 海大集团毛利构成

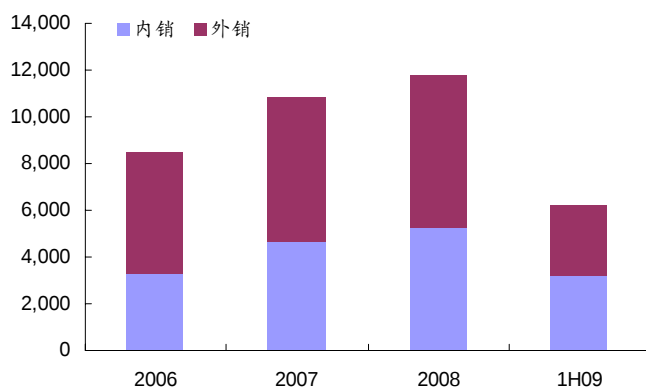


数据来源: 招股书, 国泰君安证券

公司是水产预混料领域的技术龙头和市场龙头, 不仅水产预混料的市场份额最高, 销量和利润的增长速度也远快于行业平均水平。目前全国市场占有率超过 10%, 广东市场占有率超过 32%。

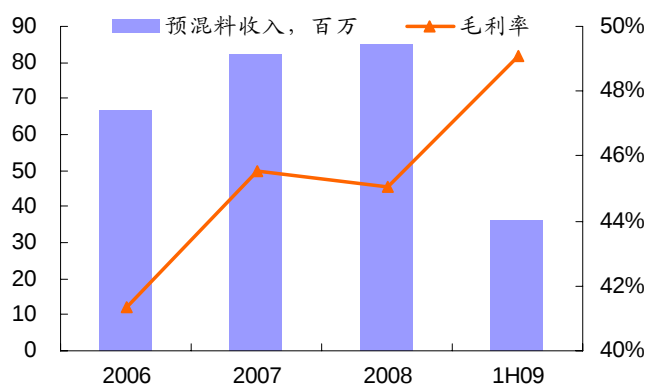
海大集团是目前行业内唯一能大规模生产水产配合饲料和大规模对外销售水产预混料的企业, 少部分大型饲料企业集团如通威股份、正大、嘉吉、统一和山东六和等自行研发生产预混料, 但仅供内部使用, 不对外销售或对外销量较小。

图 9: 海大集团水产预混料销量 (吨)



数据来源: 招股书, 国泰君安证券

图 10: 海大集团预混料收入、毛利率



数据来源: 招股书, 国泰君安证券

4. 公司竞争优势

4.1. 行业认知、战略定位

海大集团清醒地认识到行业进入全面竞争阶段之后对技术的依赖性将越来越强, 制订了技术领先的竞争策略, 并选择了当时属于起步阶段且对技术依赖更强的水产饲料领域, 通过在技术研发方面的大量投入, 快速成为水产预混料行业龙头。

公司及时进行战略升级, 在加强产品优势的基础上, 开始全面为养殖户提供解决方案, 提供整个养殖流程的服务支持, 公司的竞争策略集中到追求养殖户的价值最大化上, 公司转型为服务型企业。

4.2. 技术研发能力突出

海大集团通过建立完备的研发体系，从制度上保证了研发部门在公司内部的核心地位。同时，通过持续的研发投入，取得了大量创新性的研发成果。海大集团还通过对国内外主要淡水鱼、海水鱼、虾蟹及蛙、龟、鳖等养殖品种的维生素、矿物质、蛋白质、氨基酸、脂肪、糖类等营养素的需求进行了系统的研究，在业内率先建立了国际领先的《主要水产养殖动物营养需求数据库》。由于具备完备的研发体系和核心技术，海大集团饲料产品的饵料系数低于行业平均水平，显示出较高的性价比。

4.3. 产品性价比和服务优势

海大集团的产品性价比优势直接体现在养殖户的获利能力远远高于行业的平均水平。如公司养殖罗非鱼的客户每亩水面盈利水平比市场平均水平多获利 500 至 700 元；养殖草鱼的客户每亩水面盈利水平比市场平均水平多获利 400 至 500 元；按照一年两个养殖季节计算，养殖对虾的客户每亩水面盈利水平比市场平均水平多获利 800 至 1000 元。这也是海大集团在近几年行业微利化、赊销严重的情况下，能够主要坚持现金销售、并保持高速增长的原因。

海大集团通过技术、人才、管理等各方面综合进步的积累，能够向养殖户提供“苗种－放养模式－水质控制－疫病防治－饲料”全流程的技术支持，确保养殖户能够使用到最先进的养殖技术，从而确保养殖户养殖成功和盈利。

5. 募集资金项目分析

海大集团本次募集资金项目全部投向现有主业，共计 8 个募集资金项目中，一个用于扩大预混料的生产规模，另外七个用于扩大配合饲料规模。

本次募投项目将在原有 2008 年 229.71 万吨总产能的基础上增加 163.56 万吨产能（已部分投产的项目在 2008 年已形成 41.64 万吨产能），增加 71.20%；产量在 2008 年 146.64 万吨的基础上增加 97.24 万吨（已部分投产的募投项目在 2008 年已形成了 10.15 万吨产量），增加 66.31%。

序号	实施单位	项目简介	项目总投资 (万元)	使用募集资金 (万元)
1	荆州海大	45 万吨配合饲料	9,860	9,860
2	江门海大	40 万吨配合饲料	8,000	8,000
3	浙江海大	26 万吨配合饲料	9,810	5,886
4	福建海大	19 万吨配合饲料	9,850	5,910
5	广州海因特	3.2 万吨饲料预混料	8,000	7,760
6	广西海大	24 万吨配合饲料	10,960	10,960
7	江西海大	24 万吨配合饲料	7,370	7,370
8	茂名海龙	24 万吨配合饲料	9,210	9,210
合计			73,060	64,956

5.1. 水产预混料项目

目前海大集团水产预混料的生产和销售业务均由海因特分公司实施，海因特分公司水产预混料的销量从 2005 年的 0.68 万吨迅速上升到 2007 年的 1.09 万吨，年均增长率约为 27%。由于海因特的产能在 2007 年已经达到饱和状态，2008 年的销量仅比 2007 年增长 9% 左右。

海因特原设计产能 2 万吨，实际产量 1.2 万吨。本次募集资金项目的设计产能为 3.2 万吨/年，考虑到饲料产品季节性因素及停机转换品种的需要，预计项目完全达产后可实现年生产销售预混合饲料 2.01 万吨，比原来扩大 1.67 倍。

水产预混料作为水产配合饲料的核心成份，是一个快速成长的市场，预计 2010 年，水产预混料市场容量将达到 13 万吨。海大集团的发展战略是：稳固华南市场，快速提高华中、华东市场份额，争取 2010 年水产预混料市场占有率 15% 以上。

5.2. 配合饲料项目

海大集团在 2005 年设立了公司中期目标：饲料主业 2011 年销售规模超过 280 万吨，开发策略是将广东市场作为公司密集布局市场；将湖北、湖南、四川、江西、江苏、浙江、福建、广西作为公司重点布局的市场，这些区域都是我国水产养殖的重点区域，也是水产配合饲料最重要的市场。

2005 年制定以上战略以来，海大的饲料销量已从 47.64 万吨，增长至 2008 年的 145.65 万吨。本次募投项目经过三年的达成期后，将为公司增加近 100 万吨饲料销量，实施本次募投项目是公司发展战略的有机组成部分。

本次募集资金投向 7 个配合饲料项目，都是在海大集团已经具有一定市场基础的区域新建产能，以缓解供不应求的局面。海大集团在这些市场已经用三到四年的时间进行了市场的前期开发，均具备了较好的市场基础，成熟的市场开发模式将保证募投项目的成功实施。

6. 风险因素分析

6.1. 原料价格波动的风险

玉米、豆粕、鱼粉、菜粕和棉粕为饲料产品最主要的原料，2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年上半年海大集团上述原料的采购金额合计分别为 91,136.33 万元、153,761.76 万元、251,808.65 万元和 128,063.54 万元，分别占当期原料采购总金额的 64.50%、63.34%、64.63% 和 68.20%。另外，由于饲料产品低毛利率的特征，上述饲料原料市场价格的变化将对公司的经营业绩产生直接影响。

6.2. 气象灾害及养殖疫病风险

突发性气象灾害及疫病不仅给养殖户造成直接的经济损失，而且也有可能挫伤终端消费的需求并导致养殖生产在一段时间内陷入低迷，进而影响到当期饲料行业的生产需求。

以 2006 年猪蓝耳病为例，受疫情影响，当年整个饲料行业的猪料产量较过去一年

下降 6.4%；又如 2008 年初的冰雪灾害和其后在对虾养殖季节出现的低温、暴雨等恶劣天气，致使当年对虾的养殖量总体下降近 40%，对虾饲料的产量也下滑近 40%。

6.3. 市场竞争风险

目前我国已成为仅次于美国的世界第二大饲料生产国，但同时饲料行业也呈现分散、规模普遍偏小、竞争激烈的特征。几年来，行业在加速分化及内部重组整合，优势资源进一步向具有核心技术和服务优势的饲料企业以及具有产业整合能力的饲料企业集中，技术低、规模小的企业在逐步退出市场。

据中国饲料工业协会统计数据，截止 2006 年底，我国共有饲料企业 15,501 家，其中产能 20 万吨以上的企业只有 40 家，10 万吨以上的企业只有 140 家，当年全国饲料企业已经比 2005 年减少了 17 家，数量首次出现下降。2007 年又减少了 125 家，行业开始逐步集中。2008 年出现的全球金融危机所带来的中国经济放缓，加快了饲料行业的整合集中速度，当年全国饲料企业总数为 13612 家，同比减少 1764 家，下降 11.47%。2009 年一季度全国年产万吨以上企业数量同比增长了 1.7%，年产万吨以下企业数同比下降了 15%，行业已经开始进入整合集中阶段。

7. 盈利预测与定价

主要假设：

- 1、未来 2-3 年，水产饲料仍然是海大的业务核心，预计水产配合料年增速超过 35%，畜禽料 25%左右，水产预混料的增速超过 25%。
- 2、募投项目达产期三年，根据公司的中期规划，2011 年饲料销量超过 280 万吨。
- 3、由于玉米、豆粕等原材料成本占比较高，其价格变动将对毛利率影响较大，基于此，我们对毛利率给给予较为谨慎的预测。

我们预计海大集团 2009-2011 年 EPS 分别为 0.71、0.96、1.34 元。目前，上市公司中主业为饲料的公司，剔除奇异值之后，平均估值水平为 2009 年 35-40 倍，2010 年 25-30 倍。由于海大集团在行业地位、主营业务成长性、财务报表健康程度、现金流等方面均由于上市公司，应该给予一定的溢价。

我们建议的询价区间是 26.88-28.80 元，对应 2010 年 28-30 倍 PE。近期上市的中小公司涨幅平均为 60%左右，我们对海大集团上市首日的股价区间预测为 40.50-45.90 元。

海大集团收入及利润表预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
水产预混料	82.0	85.3	98	123	153
水产配合料	1,325	1,914	2,411	3,376	4,726
畜禽配合料	1,256	2,141	2,356	2,944	3,769
其他销售	58.7	390.0	370	426	426
营业收入	1,526	2,722	4,530	5,235	6,869
减：营业成本	1,379	2,475	4,177	4,786	6,314
减：营业税费	0.9	0.2	0.3	0.5	0.7
销售费用	28.9	48.9	64.8	94.2	116.8
管理费用	44.7	85.7	122.6	130.9	137.4
财务费用	5.0	13.9	38.0	23.0	30.0
营业利润	67.6	127.2	167.2	200.4	270
利润总额	69.7	130.7	168.5	203.9	275.0
净利润	61.0	111.5	142.7	173.3	233.7
减：少数股东损益	3.4	8.0	12.1	13.9	18.7
归属母公司股东的净利润	57.7	103.5	130.6	159.5	215.0
EBIT	72.6	141.1	205.2	223.4	300.3

作者简介:

秦军: 2001 年加入国泰君安, 2004 年进入研究所, 现为销售交易总部研究员, 从事农业行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com