

海大集团 (002311)

未来两年处于快速成长期

日常消费/养殖/饲料

谨慎推荐

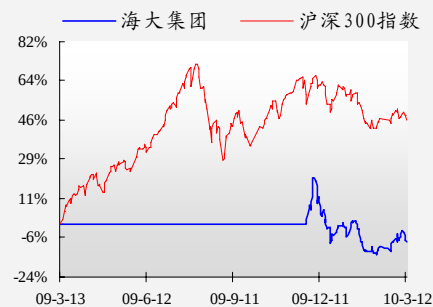
维持评级

发布时间: 2010 年 3 月 15 日

投资要点:

- 水产饲料行业高速增长, 行业内成规模的公司不多, 行业整合给优势公司带来机会, 公司产品市场占有率仅 4%, 有足够的成长空间。
- 公司在技术、采购和市场定位上具备独特优势, 上市后的资金优势支持公司高速增长。
- 预测 2010 年、2011 年公司销量增速在 50% 以上, 每股收益达到 1.15 元、1.71 元。
- 公司 2010 年、2011 年动态市盈率为 30 倍、20 倍, 估值基本合理, 给予“谨慎推荐”评级。

走势图



市场数据

2010-3-12

收盘价:	34.92 元
52 周最高价:	47.25 元
52 周最低价:	32.58 元
平均持仓成本:	35.40 元

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	22,400
流通 A 股 (万股):	22,400
每股收益 (元):	0.70
每股净资产 (元):	6.84
每股经营现金流 (元):	--
市净率:	5.11

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	453,032	66.45	13,064	26.23	0.70		49.9	
2010E	789,998	50.00	25,725	58.67	1.15		30.4	
2011E	1,184,998	51.00	38,407	49.00	1.71		20.4	
2012E								

分析师: 钟大举

执业证书编号: S0550209040099

TEL: (8621)6337 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhongdju@hotmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、水产饲料行业：足够的成长空间

海大集团主要产品有水产配合饲料、鸡饲料、鸭饲料，2008 年产量分别为 52 万吨、20 万吨、61 万吨。饲料行业的行业集中度较低，公司三种产品的全国占有率均在 5% 以下。公司 75% 的收入来自于华南区域，水产饲料在广东的占有率为 8%，公司在广东市场处于优势地位，上市后，扩张将重点向华中和华东区域发展。

我国饲料行业经过 20 年的发展，基本进入稳定低速增长状态，未来畜禽饲料增速在 3% 以下，但水产饲料增长较快，1997 年到 2007 年，水产配合饲料的年均增长率为 15.06%，根据中国饲料工业协会的估算，2015 年我国水产饲料的需求量 2800 万吨，目前的产量为 1300 万吨，有很大的增长空间。

通威股份和海大集团是水产饲料行业的两大龙头企业，两家公司水产饲料产量分别为 130 万吨、52 万吨，静态国内市场占有率为 10% 和 4%，整个水产饲料行业仍处于较为分散的格局，从发达国家的经验来看，行业发展的结果必然形成几家寡头公司垄断。

表 1、2015 年我国饲料产品市场需求量预测

动物产品	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	5587	3.0:1	45%	7542
牛、羊肉	4352	2.0:1	30%	811
禽肉	1983	2.0:1	70%	2776
禽蛋	2926	2.2:1	50%	3218
奶类	3322	0.3:1	40%	398
水产养殖	3500	1.8:1	45%	2835
其它	-	-	-	200
合计	18670	-	-	17780

二、核心竞争优势：技术、采购和服务定位

饲料行业技术含量相对较低，但行业容量大，投资收益并不低。由于这种特点，饲料行业大小企业并存，企业数量较多。我国目前约有 1.3-1.5 万家各类饲料公司，有新希望、通威这种百亿级公司，更多的是年产 10 万吨以下，收入 2 个亿以下的中小型企业。未来大部分小型企业必然退出。饲料行业是联系大宗农产品和养殖业的纽带，优秀的企业必须有良好的原料采购能力，一定的技术水平和市场开发能力。海大集团具备这种优势。

1、水产预混料

水产预混料是饲料中核心的部分，约占饲料成份的 0.8%，包含了饲料中的各种饲料添加剂。海大集团最早就是以水产预混料起家，占据了水产饲料的高点，然后

扩展到配合饲料，具有技术上的优势。公司年销售水产预混料约 0.62 万吨，在全国市场占有率超过 10%。

2、采购优势

玉米、豆粕、鱼粉等大宗农产品占饲料成本约 90%，大宗农产品价格波动频繁，幅度较大。在原料采购中，小型企业没有优势。2006 年以来，玉米、大豆年度价格波动都超过 30%，而饲料行业毛利率在 5%-10%之间，如果原料采购控制不好，很容易造成亏损。

我们观察到大部分饲料类上市公司对原料波动较为被动，一般是通过调整配方和控制采购量来进行，空间有限，如果囤货量大或是方向错误，会造成 1 个以上会计年度的亏损。国内企业能够运用期货市场进行套期保值的并不多。海大集团从 2006 年开始运用期货市场进行套期保值。套保覆盖 20-80%之间。公司在 2007-2008 年期货投资收益为 3100 万和 4400 万，使利润率维持在 4%左右。

3、市场定位

海大集团在区域市场占有率较高，在广东市场水产配合饲料的市场占有率为 8%，虾饲料为 25%，鸡、鸭饲料也作到了行业第一、第二的位置。公司集中力量在区域市场开发，形成强大的优势地位，这种市场定位能够保证以较少的投入迅速成长。上市以后，资金实力增强，可以将这种模式复制到华中、华东区域。

三、盈利预测

我们预测公司 2010 年、2011 年公司产销量增幅年均 50%左右，但受饲料价格变化及期货套保损益等因素影响，年净利润增幅不能同步。我们忽略以上因素后，公司未来两年净利润增幅超过 50%，其中公司上市后财务状况改善，财务费用减少对 2010 年的业绩有 10%左右的贡献。

表 2、海大集团盈利预测

项目	2009	2010	2011
营业总收入(万元)	526667	789998	1184998
营业利润(万元)	19145	31718	47576
利润总额(万元)	19597	32170	48029
归属于母公司所有者的净利润(万元)	15671	25725	38407
总股本(亿)	2.24	2.24	2.24
稀释每股收益(元)	0.70	1.15	1.71

四、投资建议

海大集团未来两年处高速增长，以当前股价推算，公司 2010 年动态 PE 为 30 倍，2011 年为 20 倍，公司股价基本合理，给予谨慎推荐评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。