

分析师: 邵稳重 (8627)6579953 shaowz@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490200010031

联系人: 周密 (8621)68751219 zhoumi@cjsc.com.cn

审议通过项目投资议案，契合外延扩张导向

事件描述

海大集团今日发布第二届董事会第二次会议决议公告审议通过 2 项项目投资议案，其主要内容为：

- 《在天津投资建厂》议案：公司在天津建立全资子公司作为项目投资主体，项目总投资 8,000 万，建设 3 条颗粒料生产线，2 条膨化饲料生产线，年设计生产产能为 24 万吨，预计达产后年产销量为 13 万吨，主营水产配合饲料及畜禽配合饲料，销售收入 4.29 亿，供应京津唐市场，并承担开发拓展周边省份市场，项目预计 2010 年年底开始建设，在 2011 年 8 月投产，投资回收期为 7.12 年。
- 《在鄂州投资建厂》议案：公司在湖北鄂州投资新建一个微生态制剂生产基地，总投资 6000 万元，主营生产销售微生态制剂，预计达产后年销售收入 6000 万，项目预计 2011 年初开始建设，2011 年年末投产，投资回收期为 5.6 年。

以上 2 个投资项目资金来源均为公司自有资金。

表 1: 《在天津投资建厂》和《在鄂州投资建厂》项目议案主要内容

项目地点	总投资	所占比例	开建时间	投产时间	达产情况	投资回收期
天津	8,000	建设 3 条颗粒料生产线， 2 条膨化饲料生产线	2010 年年底	2011 年 8 月	年设计生产产能为 24 万吨，预计达产后年产销量为 13 万吨	7.12 年
湖北鄂州	6,000	生产销售微生态制剂	2011 年初	2011 年年末	达产后年销售收入 6000 万	5.6 年

资料来源：长江证券研究所，公司公告

事件评论

第一，投资项目短期内不影响公司业绩，配合饲料、微生态制剂产能分别从 2011 年和 2012 年开始释放

公告投资项目短期内不会对公司业绩有大的影响。如果投资项目顺利实施，我们假定 2 个投资项目投产第一年达产 70%；即 2011 年公司配合饲料产销量新增 2.17 万吨，2012 年公司配合饲料产销量新增 9.1 万吨，微生态制剂销售收入新增 4200 万元。通过收入成本测算，我们认为公司 2011 年和 2012 年营业收入分别为 91.0 亿元和 108.1 亿元。

表 2: 公司收入成本预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	152,648	272,168	453,032	525,045	679,672	909,776	1,080,966
YOY		78.3%	66.5%	15.9%	29.5%	33.9%	18.8%
饲料	150,874	266,293	414,034	484,393	637,814	886,674	1,032,385

YOY		76.5%	55.5%	17.0%	31.7%	35.9%	19.1%
- 水产预混料	6,667	8,204	8,535	4,911	13,869	21,417	23,016
YOY		23.1%	4.0%	-42.5%	182.4%	54.4%	7.5%
- 配合饲料	144,207	258,089	405,499	479,482	623,945	830,039	1,009,369
YOY		79.0%	57.1%	18.2%	30.1%	33.0%	21.6%
其他主营业务收入	1,520	5,081	37,736	39,399	40,581	41,798	47,252
YOY		234.3%	642.7%	4.4%	3.0%	3.0%	13.0%
其他业务收入	254	794	1,263	1,252	1,277	1,303	1,329
YOY		212.2%	59.1%	-0.8%	2.0%	2.0%	2.0%
销量(万吨)							
饲料	65.5	104.9	146.2	176.1	221.4	288.7	331.2
- 水产预混料	0.9	1.1	1.2	0.7	1.9	2.8	2.9
- 配合饲料	64.6	103.8	145.0	175.4	219.5	285.9	328.3
产销率							
饲料	99.5%	99.1%	99.7%	99.5%	99.5%	99.0%	99.0%
- 水产预混料	97.7%	96.5%	99.2%	99.0%	99.0%	98.0%	98.0%
- 配合饲料	99.5%	99.2%	99.7%	99.5%	99.5%	99.0%	99.0%
产量(万吨)							
饲料	65.8	105.8	146.7	177.0	222.5	291.7	334.5
- 水产预混料	0.9	1.1	1.2	0.7	1.9	2.9	3.0
- 配合饲料	64.9	104.6	145.5	176.3	220.6	288.8	331.6
产能(万吨)							
- 水产预混料	1.6	1.6	1.6	1.6	3.2	4.8	4.8
- 配合饲料	121.8	169.5	228.1	279.9	367.7	496.7	544.2
产能利用率							
- 水产预混料	54.4%	70.6%	74.4%	44.2%	60.0%	60.0%	62.0%
- 配合饲料	53.3%	61.7%	63.8%	63.0%	60.0%	58.1%	60.9%
平均售价(元/吨)							
饲料	2,305	2,540	2,832	2,750	2,881	3,002	3,118
- 水产预混料	7,844	7,527	7,233	7,016	7,296	7,588	7,892
- 配合饲料	2,232	2,487	2,797	2,733	2,843	2,956	3,074
营业成本(万元)	137,871	247,488	417,700	481,427	623,124	818,835	982,975
YOY		79.5%	68.8%	15.3%	29.4%	31.4%	20.0%
饲料	136,189	241,614	380,814	443,027	583,346	777,868	936,938
YOY		77.4%	57.6%	16.3%	31.7%	33.3%	20.4%
其他主营业务成本			36,632	37,948	39,314	40,494	45,556
YOY				3.6%	3.6%	3.0%	12.5%
其他业务成本			254	452	463	472	482
YOY				77.9%	2.5%	2.0%	2.0%
营业收入合计	152,648	272,168	453,032	525,045	679,672	909,776	1,080,966
收入增长率		78.3%	66.5%	15.9%	29.5%	33.9%	18.8%
营业成本合计	137,871	247,488	417,700	481,427	623,124	832,754	982,975
综合毛利率	9.7%	9.1%	7.8%	8.3%	8.3%	8.5%	9.1%

资料来源：长江证券研究所

第二，上调公司 2011 年和 2012 年业绩预测

经测算，我们将公司 2011 年业绩预测上调至 0.97 元/股，2012 年的业绩预测上调至 1.34 元/股。

第三，我们维持公司“推荐”评级

公司以规模化发展为导向，通过产业链上游的成本管控和产业链中游较高的产能利用率带来较大的利润空间，在产业链下游让利给养殖户，建立客户“粘性”，带来可持续的需求增长。公告表明，公司通过 2011 年开始投资新产能保证公司外延式扩张速度远高于行业平均增速，契合其规模化发展导向。我们维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5250	6797	9098	10810	货币资金	1608	1668	1617	1767
营业成本	4814	6231	8328	9829	交易性金融资产	8	8	8	8
毛利	436	565	770	981	应收账款	203	261	349	415
% 营业收入	8.3%	8.3%	8.5%	9.1%	存货	321	416	556	656
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	159	206	275	325
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	1	2	2	2
销售费用	95	124	167	199	流动资产合计	2361	2639	2912	3298
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	122	153	205	243	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	26	30	41	49	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产合计	441	510	700	752
资产减值损失	1	3	5	4	无形资产	129	123	117	111
公允价值变动收益	-6	0	0	0	商誉	4	4	4	4
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	16	1	1	1
营业利润	189	256	352	486	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	3.8%	3.9%	4.5%	资产总计	2952	3275	3733	4166
营业外收支	5	0	0	0	短期贷款	442	0	0	0
利润总额	193	256	352	486	应付款项	159	206	275	325
% 营业收入	3.7%	3.8%	3.9%	4.5%	预收账款	87	113	151	180
所得税费用	32	40	58	79	应付职工薪酬	13	16	22	26
净利润	162	216	294	406	应交税费	-1	-1	-2	-3
归属于母公司所有者					其他流动负债	65	84	112	132
的净利润	155.2	207.0	281.2	389.3	流动负债合计	765	418	558	660
少数股东损益	7	9	12	17	长期借款	92	642	792	892
EPS (元/股)	0.53	0.71	0.97	1.34	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	2	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	1	1	1	1
经营活动现金流净额	38	193	217	402	负债合计	860	1061	1351	1553
取得投资收益	5	0	0	0	归属于母公司	2041	2155	2310	2524
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-5	0	0	0	少数股东权益	50	59	72	89
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2092	2215	2382	2613
固定资产投资	-135	-118	-251	-128	负债及股东权益	2952	3275	3733	4166
其他	-46	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-186	-118	-251	-128		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.533	0.711	0.966	1.337
股权融资	1532	0	0	0	BVPS	9.11	9.62	7.93	8.67
银行贷款增加 (减少)	130	108	150	100	PE	45.08	33.80	24.88	17.97
筹资成本	91	-123	-167	-224	PEG	1.26	0.94	0.69	0.50
其他	-255	0	0	0	PB	2.64	2.50	3.03	2.77
筹资活动现金流净额	1498	-15	-17	-124	EV/EBITDA	22.31	17.52	13.43	9.94
现金净流量	1350	60	-51	150	ROE	7.6%	9.6%	12.2%	15.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。