

海大集团 (002311)

股权激励落槌，有利长远发展

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
S0880206080312

本报告导读：

海大集团前三季业绩符合预期，股权激励预案出台，解决对核心团队的持续激励问题，期权费用对业绩影响有限，维持今年 EPS 预测 0.73/1.03 元，增持，目标价 36.7 元。
投资要点：

- **前三季度业绩增长近三成。**海大集团 2010 年前三季度营业收入 57.89 亿元，增长 43.3%；净利润 2.01 亿元，增长 27%，EPS 为 0.674 元。其中第三季度净利润 1.31 亿元，增长 27.5%。
- **减值准备拖累业绩增速。**毛利率与费用率都同比持平，由于在第二、第三季度分别计提了一千万元以上的应收账款减值准备，致使净利润增速低于收入增速，净利润率为 3.4%，同比下降 0.4 个百分点。
- **股权激励计划意在长远。**海大集团同时公布了酝酿已久的股权激励计划草案，计划以 32.15 元的价格向核心管理人员、核心技术和核心业务人员共计 125 人授予 1500 万份股票期权，另有 165 万份预留期权用作后续激励。此举将进一步稳定公司核心团队，有利于公司长远的发展。
- **期权费用对明年业绩影响不大。**预案中测算的 10-11 年期权摊销费用，将使我们原先的业绩预测下降 4.9%、13.2%，总体影响不大，正式授权日股价对期权价值有较大影响。
- **长期看好海大集团，维持增持评级。**从基本面看，海大集团可以获得长期、确定的收益，维持长期看好的基本判断，维持对海大集团 2010-12 年业绩预测 0.73/1.03/1.35 元，维持增持评级，目标价 36.7 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,530	5,250	6,896	9,111	10,664
(+/-)%	66%	16%	31%	32%	17%
经营利润 (EBIT)	205	215	266	380	499
(+/-)%	45%	5%	24%	43%	31%
净利润	131	155	212	301	393
(+/-)%	26%	19%	37%	42%	31%
每股净收益 (元)	0.45	0.53	0.73	1.03	1.35
每股股利 (元)	0.35	0.20	0.28	0.40	0.53

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	4.5%	4.1%	3.9%	4.2%	4.7%
净资产收益率 (%)	30.1%	7.6%	9.7%	12.5%	14.7%
投入资本回报率 (%)	24.3%	17.5%	14.6%	15.3%	18.7%
EV/EBITDA	39.4	36.9	30.5	20.8	15.8
市盈率	71.7	60.3	44.1	31.2	23.8
股息率 (%)	1.1%	0.6%	0.9%	1.3%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：36.70

上次预测：36.90

当前价格：32.15

2010.10.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	21.20-47.25
总市值 (百万元)	9,362
总股本/流通 A 股 (百万股)	291/73
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	65

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,057
每股净资产	7.06
市净率	4.6
净负债率	3%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	-0.024	-0.013
Q2	0.202	0.238
Q3	0.353	0.450
Q4	0.002	0.054
全年	0.533	0.729

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	29%	0%
相对指数	-7%	1%	-8%

相关报告

中报点评：
《表现显著优于行业，维持增持评级》
2010.08.25

季报点评：
《一季报季节性亏损，目前是买入良机》
2010.04.26

年报点评：
《未来三年产能倍增，步入高速增长阶段》
2010.04.15

公司深度研究：
《全面养殖解决方案提供商》
2010.04.13

模型更新时间: 2010.10.28

股票研究

必需消费

农业

海大集团 (002311)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 36.70

上次预测: 36.90

当前价格: 32.15

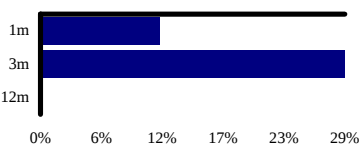
公司网址

www.haid.com.cn

公司简介

公司是近年来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。水产预混料的销量达到全国第一,淡水鱼配合饲料领域,进入行业第二;虾料领域,进入行业前三位。公司在水产预混料领域杰出的市场表现为公司带来了“鱼虾营养专家”的美誉,水产配合饲料的推广也具有较 强的品牌优势。公司被评定为农业产业化国家重点龙头企业,生产的“海大牌”水产饲料被国家质量监督检验检疫总局认定为中 国名牌产品,24个产品被广东省、江苏省、 湖南省科技厅评为“高新技术产品”,被农 业部农产品加工局认定为“2009 年国家农 产品加工技术研发专业分中心”。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

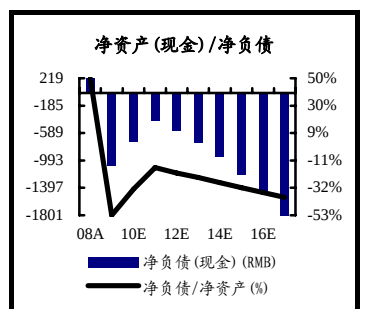
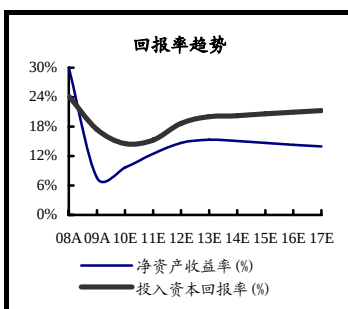
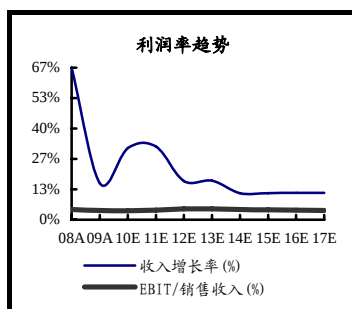
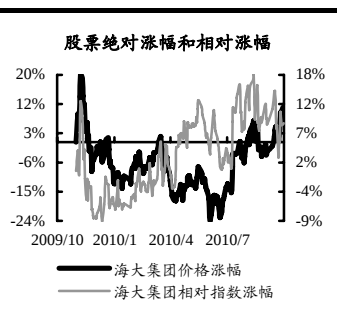
21.20-47.25

市值 (百万)

9,362

财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
损益表										
营业收入	4,530	5,250	6,896	9,111	10,664	12,486	13,929	15,543	17,359	19,405
营业成本	4,177	4,814	6,275	8,298	9,710	11,371	12,704	14,199	15,884	17,783
税金及附加	0	0	1	1	1	1	1	1	1	2
销售费用	65	95	152	182	192	225	251	280	312	349
管理费用	123	122	207	255	267	312	348	389	434	485
EBIT	205	215	266	380	499	581	630	679	732	790
公允价值变动	-4	-6	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	48	5	5	5	5	5	5	5	5	5
财务费用	38	26	8	13	18	16	13	10	6	2
营业利润	167	189	258	366	481	566	617	669	726	788
所得税	26	32	43	61	80	94	103	111	121	131
少数股东损益	12	7	9	13	17	20	22	24	26	28
净利润	131	155	212	301	393	463	505	548	595	647
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	203	1,616	1,254	939	1,090	1,257	1,472	1,732	2,015	2,336
其他流动资产	475	746	974	1,287	1,506	1,764	1,969	2,199	2,459	2,751
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	373	410	757	1,097	1,097	1,110	1,139	1,141	1,140	1,138
无形资产及其他资产	132	149	163	176	188	199	209	219	227	235
资产合计	1,186	2,952	3,168	3,519	3,901	4,350	4,810	5,311	5,861	6,480
流动负债	683	765	841	966	1,054	1,157	1,240	1,332	1,436	1,554
非流动负债	14	94	92	92	92	92	92	92	92	92
股东权益	434	2,041	2,190	2,400	2,676	3,000	3,353	3,737	4,153	4,606
投入资本(IC)	746	1,030	1,536	2,088	2,238	2,425	2,595	2,752	2,924	3,114
现金流量表										
NOPLAT	181	181	224	319	418	487	528	569	614	662
折旧与摊销	45	52	56	93	125	136	148	163	168	170
流动资金增量	59	230	145	198	139	163	130	146	164	185
资本支出	-210	-97	-416	-445	-135	-159	-186	-174	-172	-156
自由现金流	74	366	9	165	547	628	620	704	773	862
经营现金流	153	38	145	228	418	476	561	603	635	668
投资现金流	-154	-92	-411	-440	-131	-154	-182	-169	-168	-151
融资现金流	2	0	-354	-316	151	168	215	259	283	321
现金流净增加额	1	-54	-620	-528	438	490	594	693	751	838
财务指标										
成长性										
收入增长率	66.5%	15.9%	31.3%	32.1%	17.0%	17.1%	11.6%	11.6%	11.7%	11.8%
EBIT 增长率	45.5%	4.7%	23.9%	42.6%	31.4%	16.6%	8.3%	7.8%	7.9%	7.9%
净利润增长率	26.2%	18.8%	36.8%	41.6%	30.9%	17.7%	9.1%	8.5%	8.6%	8.7%
利润率										
毛利率	7.8%	8.3%	9.0%	8.9%	8.9%	8.9%	8.8%	8.6%	8.5%	8.4%
EBIT 率	4.5%	4.1%	3.9%	4.2%	4.7%	4.7%	4.5%	4.4%	4.2%	4.1%
净利润率	2.9%	3.0%	3.1%	3.3%	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%	3.4%	3.3%
收益率										
净资产收益率(ROE)	30.1%	7.6%	9.7%	12.5%	14.7%	15.4%	15.1%	14.7%	14.3%	14.0%
总资产收益率(ROA)	11.0%	5.3%	6.7%	8.5%	10.1%	10.6%	10.5%	10.3%	10.1%	10.0%
投入资本回报率(ROIC)	24.3%	17.5%	14.6%	15.3%	18.7%	20.1%	20.3%	20.7%	21.0%	21.3%
运营能力										
存货周转天数	20	20	22	21	23	23	23	23	23	23
应收账款周转天数	21	25	25	25	25	25	25	25	25	25
总资产周转天数	96	205	168	141	134	127	126	125	123	122
净利润现金含量	117%	25%	68%	76%	106%	103%	111%	110%	107%	103%
资本支出/收入	4.6%	1.8%	6.0%	4.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.1%	1.0%	0.8%
偿债能力										
资产负债率	58.8%	29.1%	29.3%	30.0%	29.3%	28.7%	27.6%	26.8%	26.1%	25.5%
净负债率	50.4%	-52.6%	-32.9%	-16.8%	-20.8%	-24.1%	-28.0%	-32.0%	-35.6%	-39.1%
估值比率										
PE	71.7	60.3	44.1	31.2	23.8	20.2	18.5	17.1	15.7	14.5
PB	16.6	3.5	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7	1.6
P/S	1.2	1.4	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	39.4	36.9	30.5	20.8	15.8	13.7	12.6	11.7	10.9	10.2
股息率	1.1%	0.6%	0.9%	1.3%	1.6%	1.9%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%



海大集团季度利润简表

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10
营业收入	739	1,358	1,942	1,212	946	1,719	3,124
YoY					28.1%	26.6%	60.9%
营业成本	696	1,220	1,757	1,141	881	1,542	2,844
毛利率	5.8%	10.1%	9.5%	5.8%	6.9%	10.3%	9.0%
销售费用	16.3	22.3	32.2	24.7	22.0	39.7	58.7
管理费用	28.5	28.2	33.9	31.7	38.3	47.1	52.1
财务费用	6.6	6.1	6.3	7.2	3.1	-1.3	-1.9
三项费用率	7.0%	4.2%	3.7%	5.2%	6.7%	5.0%	3.5%
净利润	-6.9	58.8	102.7	0.6	-3.8	69.3	130.9
YoY					-44.7%	17.8%	27.5%
净利润率	-0.9%	4.3%	5.3%	0.0%	-0.4%	4.0%	4.2%

股权激励草案要点

- 1、授予对象：核心管理人员、核心技术和核心业务人员共计 125 人；
- 2、期权数量：1665 万份，其中首次授予 1500 万份，预留期权 165 万份；
- 3、行权价格：32.15 元；
- 4、行权条件：，2010 -2013 年的净利润分别不低于 2009 年净利润的 120%、144%、180%和 225%，2010-2013 年的饲料销量分别不低于 2009 年饲料销量的 125%、156%、195%和 244%。
- 5、行权期限：自授权日起 12 个月之后，按 10%、10%、40%、40%的比例分四年完成。

问题 1：正式授权日的确定

答：经证监会核准后，股东大会通过后 1 个月以内的交易日

问题 2：期权理论价值的确定

答：授权日股价、波动率是两大重要变量。波动率受历史数据影响，预计变化不大；授权日股价更重要，短期股价涨幅越大，对未来业绩负面影响越大。

问题 3：无法达到业绩考核目标的可能性有多大？

答：期权费用将分摊到 2010-14 年的 5 个财务年度，由于正式授权日晚于测算基准日（10 月 28 日），实际的期权费用摊销将向后顺延。其中 2011 年摊销最多。根据考核条件，2011 年摊销期权费用后的净利润应不低于 2.234 亿元，我们的业绩预测为 3 亿元。考虑税收因素，仍有 9000 万元以上的安全边际，实现业绩考核目标的概率很大。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		