

饲料 II

海大集团 (002311.SZ) / 31.28 元

盈利模式升级，规模扩张极具进攻性

主要观点

一、规模高速扩张驱动业绩持续增长。在饲料行业产品同质化严重，利润率不断下滑的背景下，公司以规模化为导向迅速扩张，2006—2009年公司饲料总产能从120万吨迅速上升到了280万吨，从而为饲料销量增长打开空间，使之4年内翻了近3倍，其中水产饲料表现最为抢眼，销量增速远高于行业平均，年均复合增长率超过50%，目前市场规模已位居行业第二。饲料销量增长有效驱动了公司销售收入与净利润的提升，2006—2009年年均复合增速均在30%以上，而水产饲料也成为了是公司最重要的收入来源和盈利产品。

二、公司核心竞争优势：在技术领先、成本领先两大基础性核心优势上切实向终端下沉服务营销，“金三角”型的盈利模式具备自我强化功能，在企业与客户间可形成反馈环式的良性循环，规模扩张之路极具进攻性。目前海大的竞争优势已经系统化和模块化，若要复制其的盈利模式，则必须要全部复制海大的技术和团队，我们认为这短期内基本不可能实现。这是我们长期看好海大规模化扩张的核心所在。

三、未来发展战略：深耕服务营销以强化“金三角”之塔尖，协同式导入苗种、猪料等战略性业务可充分利用已有营销资源。随着饲料行业竞争加剧，未来差异化战略提升空间将越来越有限的，服务营销体系将是公司发展和强化的重点，其强化方向在于服务营销网络扩展、优化和养殖技术升级，并最终形成相对稳定的养殖模式，通过网络输出至终端养殖户。未来公司水产饲料、畜禽饲料和苗种业务将依托这套体系获得快速成长。我们预计，水产饲料销量增长或有超预期表现；猪料随着行业销售方式向服务转向，增长值得期待；而苗种作为公司养殖模式改良的最重要组成部分，将成为公司未来发展的最大看点，受益于毛利率较高，其盈利能力或可与水产饲料平分秋色。

四、盈利预测及估值。基于公司优秀的营销服务和成本管控能力，同时考虑到随着IPO项目的逐步投产，未来三年将步入快速产能释放期，而水产养殖经过两年低迷，明年好转的可能增大，我预计未来三年公司饲料销量依然能保持高速增长，2010—2012年EPS分别为0.73/0.98/1.26元，对应PE分别为44/33/26倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	5250	7004	9344	11308
同比增速(%)	16%	33%	33%	21%
净利润(百万)	155	211	284	366
同比增速(%)	19%	36%	35%	29%
每股盈利(元)	0.69	0.73	0.98	1.26
市盈率(倍)	47	44	33	26

研究员：高利

联系人：黄峰 盛夏

Tel: 010-59370887

Email: shengxia@hczq.com

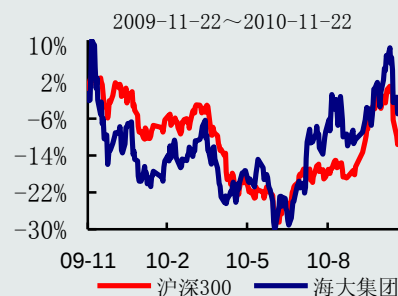
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	29120
流通 A 股/B 股(万股)	7280/0
资产负债率(%)	29.13
每股净资产(元)	9.11
市盈率(倍)	58.71
市净率(倍)	3.43
12 个月内最高/最低价	47.25/21.2

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、规模高速扩张驱动业绩持续增长.....	5
1. 公司发展迅速，最大动力源自饲料销量的快速增长	5
2. 水产配合料增速远高于行业平均，是公司收入与毛利最主要来源	6
二、公司核心竞争优势：在技术领先、成本领先两大基础性核心优势上切实向终端下沉服务营销，“金三角”型的盈利模式具备自我强化功能，在企业与客户间可形成反馈环式的良性循环，规模扩张之路极具进攻性。	7
1. 饲料企业规模化扩张的实质是对养殖户资源的抢夺	7
2. 专业化采购管理体系，凸显原料成本优势	8
4. 全流程化服务营销，快速占领优质终端养殖户	10
5. 门槛较高，公司模式短期内难以复制	10
三、未来发展战略：深耕服务营销以强化“金三角”之塔尖，协同式导入苗种、猪料等战略性业务充分利用已有营销资源.....	11
1. 服务营销向养殖模式输出转变	11
2. 水产饲料毛利率趋稳，销量增长仍是业绩增长的重要推动力	11
3. 苗种业务是公司未来最大看点	11
4. 猪饲料面临销售模式转变，增长值得期待	12
四、股权激励方案出台，显示管理层对公司未来发展信心十足	13
五、盈利预测	13

图标目录

图表 1: 预计公司 2012 年产能将超过 560 万吨.....	5
图表 2: 公司饲料总销量持续上涨.....	5
图表 3: 销售收入年均复合增长率超过 33%.....	5
图表 4: 净利润年均复合增长率高达 30%.....	5
图表 5: 水产配合饲料十年来保持 15%以上增速.....	6
图表 6: 2009 年水产养殖量较 2000 年增长 62%.....	6
图表 7: 公司水产配合料复合增长率达 50%以上.....	6
图表 8: 公司畜禽配合料复合增长率达 9%左右.....	6
图表 9: 2010 年水产配合料收入占比超过一半.....	7
图表 10: 2010 年水产配合料毛利占比达到 70%.....	7
图表 11: 海大核心竞争优势构成.....	8
图表 12: 海大“垂直管理与授权管理”相结合的采购管理模式.....	8
图表 13: 公司水产预混料销量稳步上涨.....	10
图表 14: 公司水产预混料毛利高达 45%以上.....	10
图表 15: 公司饵料系数明显低于行业水平致使养殖获利增量较大.....	10
图表 16: 海大服务营销体系流程图.....	10
图标 17: 服务营销向养殖模式输出转变.....	11
图表 18: 养殖各环节对最终养殖效益的贡献.....	12

一、规模高速扩张驱动业绩持续增长

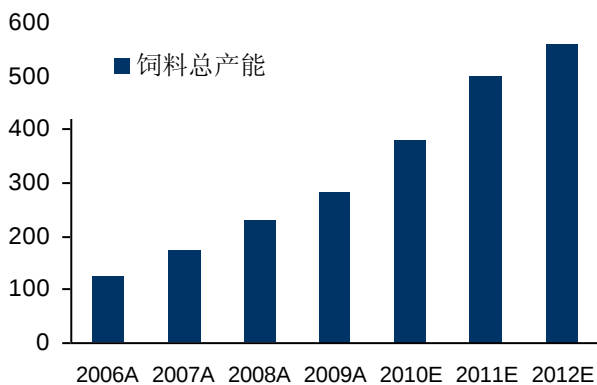
1. 公司发展迅速，最大动力源自饲料销量的快速增长

◆ 公司以水产预混料起家，依托技术优势成功切入了水产配合饲料和畜禽配合饲料的研发、生产和销售领域，目前拥有产品包括淡水鱼料、海水鱼料、虾料、畜禽料以及与水产养殖相配套的苗种和制剂等，其中水产预混料销售规模位居行业第一。

◆ 在饲料行业产品同质化严重，利润率不断下滑的背景下，规模化是目前大型饲料企业发展的主导方向。公司近年来在此战略主导下，通过收购+新建的方式迅速扩张，饲料总产能从 2006 年的 120 万吨上升到了 2009 年的 280 万吨，而根据 IPO 募投项目，后续仍将有 200 万吨产能扩张计划，我们预计到 2012 年，公司总产能将超过 560 万吨。

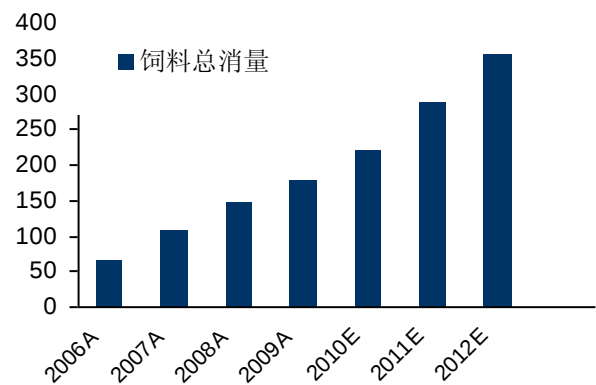
◆ 饲料销量增长是公司业绩提升的最大动力。公司产能扩张为销量增长提供了基础，公司 2006—2009 年饲料总销量翻了 3 倍。受销量增长带动，公司销售收入与净利润也获得了持续快速增长，年均复合增长率均超过 30%。我们预计 2010/2011/2012 年公司销量、营收、净利将分别达到 220/286/354 万吨、70/93/113 亿元、2.1/2.8/3.6 亿元。

图表 1：预计公司 2012 年产能将超过 560 万吨



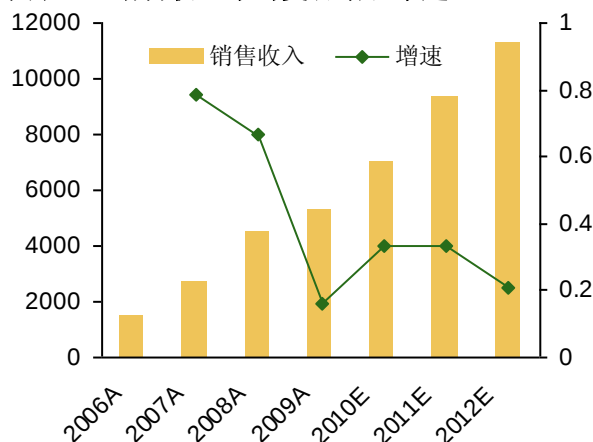
资料来源：公司公告、华创证券

图表 2：公司饲料总销量持续上涨



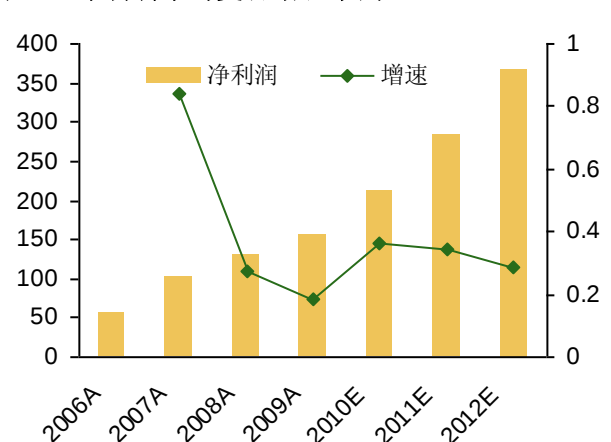
资料来源：公司公告、华创证券

图表 3：销售收入年均复合增长率超过 33%



资料来源：公司公告、华创证券

图表 4：净利润年均复合增长率高达 30%

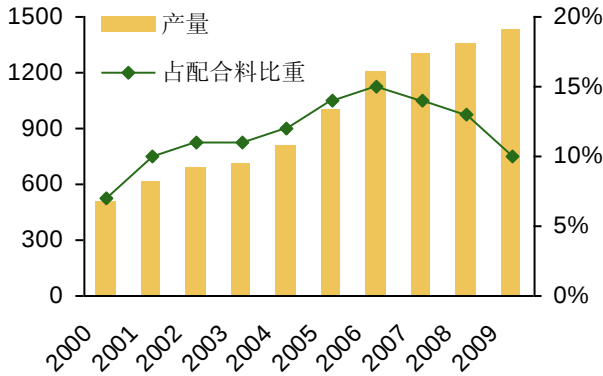


资料来源：公司公告、华创证券

2. 水产配合料增速远高于行业平均，是公司收入与毛利最主要来源

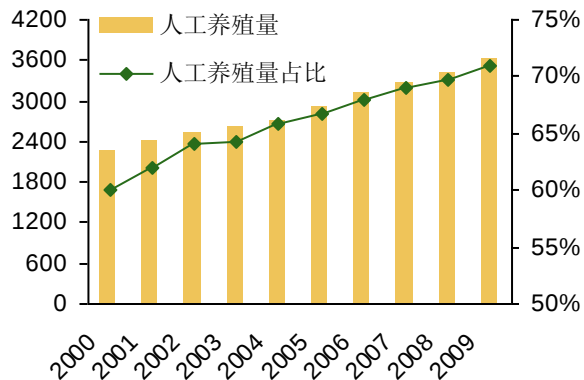
◆ **水产饲料行业增长迅猛，是未来最具增长潜力饲料品种。**目前，我国水产品养殖产量已占到全球养殖总量的70%，连续20年居世界第一，由此带动水产配合饲料产量的近十年复合增长率高达15%，而同期配合饲料总产量年均复合增长率仅为9.5%，我们认为随着水产人工养殖量的进一步提升，未来水产饲料增长空间依然巨大，是最具增长潜力的饲料品种，如按照《饲料工业十五计划和2015年远景目标》预测的2015年45%的普及率测算，即便水产品产量维持不变，水产饲料也将在现有基础上增长127%。

图表5：水产配合饲料十年来保持15%以上增速



资料来源：公司公告、华创证券

图表6：2009年水产养殖量较2000年增长62%

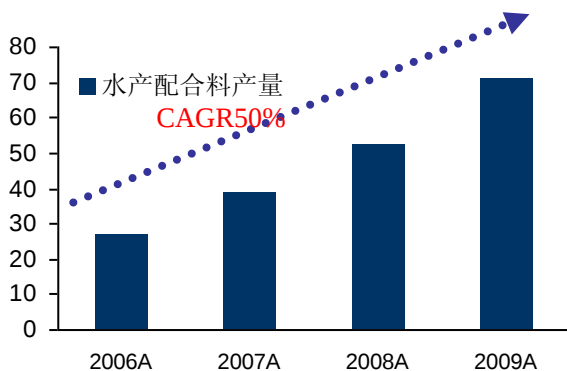


资料来源：公司公告、华创证券

◆ 公司作为具备技术优势的水产饲料龙头，水产配合饲料产量增速远高于行业平均水平，年均复合增长率超过50%，目前市场规模已位居行业第二，仅次于通威，其中虾料和膨化鱼料位居行业第三和第一，市场占有率分别为26%、20%。

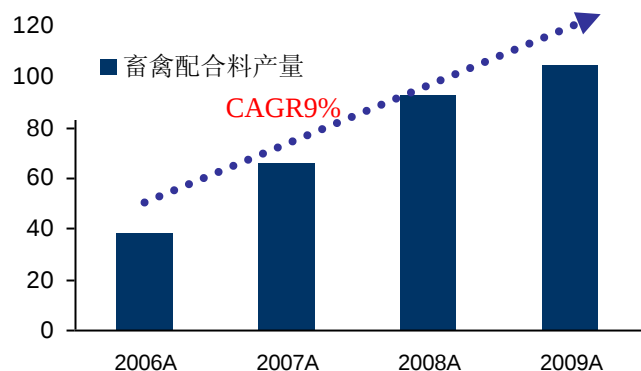
◆ 上半年气温偏低影响了水产养殖投苗，6月份南方大雨又导致疫病多发，水产饲料行业产量整体下滑明显，上半年全国水产配合饲料总产量为463万吨，同比下滑25.2%。受此影响，公司同一个养户饲料用量同比下降了20%左右，但是公司通过终端开发优势，依靠新养殖户的加盟成功抵消了这一部分影响，上半年水产配合料销量仍然实现20%以上增长，三季度以来，随着水产养殖市场恢复，公司水产配合料销量增速目前已经超过40%。

图表7：公司水产配合料复合增长率达50%以上



资料来源：公司公告、华创证券

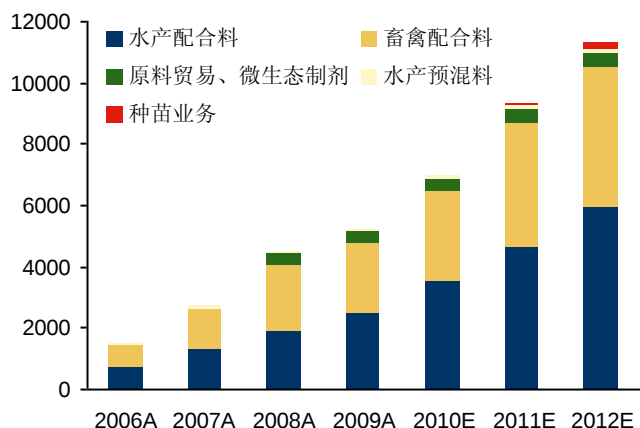
图表8：公司畜禽配合料复合增长率达9%左右



资料来源：公司公告、华创证券

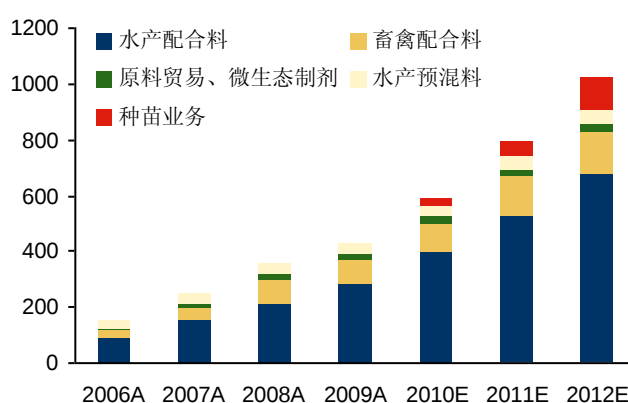
◆ 由于水产饲料毛利较高（一般10%以上，公司最高能达到13%，而畜禽饲料仅3%），随着水产配合饲料销量的快速提升，其销售收入与毛利占比也逐渐抬升，我们预计2010年水产配合料收入占比将超过50%、毛利占比也将达到70%。

图表 9：2010 年水产配合料收入占比超过一半



资料来源：公司公告、华创证券

图表 10：2010 年水产配合料毛利占比达到 70%



资料来源：公司公告、华创证券

二、公司核心竞争优势：在技术领先、成本领先两大基础性核心优势上切实向终端下沉服务营销，“金三角”型的盈利模式具备自我强化功能，在企业与客户间可形成反馈环式的良性循环，规模扩张之路极具进攻性。

1. 饲料企业规模化扩张的实质是对养殖户资源的抢夺

◆ 我们前面已经提到，目前饲料行业正面临着产品同质化严重，毛利率不断下滑的大趋势，企业要想实现快速扩张，首先就要求其能向市场提供高性价比的产品。高性价比产品有两个主要来源：低价格和高技术含量，前者要求企业有非常强的成本控制力，如早期六和的成功即是依靠“价格战”；后者需要企业具有强大的研发优势，如预混料和高档乳猪料龙头大北农的成功便是主要依靠科技优势。

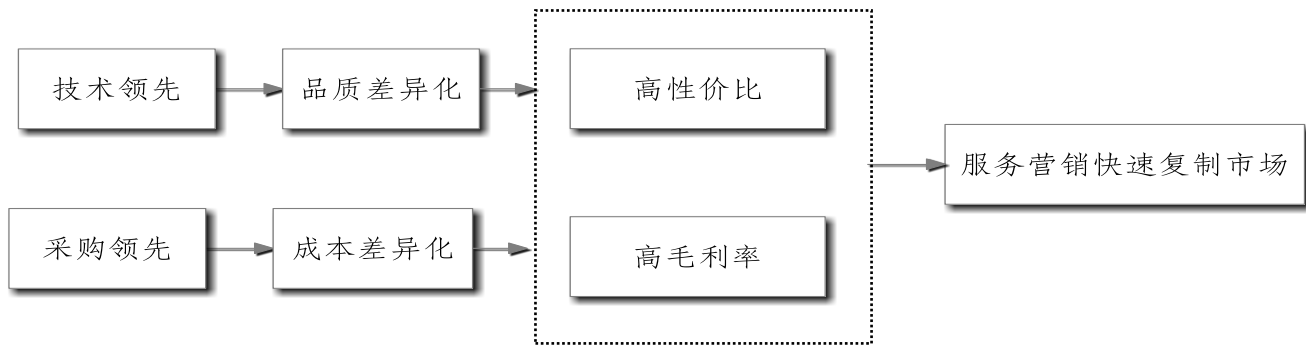
◆ 海大的成功重要一环是综合运用价格和技术含量两种优势来实现公司产品的差异化定位，具体来说是利用技术领先实现品质差异化，利用采购领先实现了成本差异化，从而保证了公司饲料产品的高性价比和高毛利率。

◆ 由于饲料产品的直接使用者—养殖户文化程度较低，实际上并无能力真正的去识别饲料品质的好坏，对于他们而言，饲料品质的好坏将最终落实到自己的养殖效益上，这个最直观的结果也是他们购买饲料的最根本出发点。

◆ 但是，一个显而易见的事实是，有最好的饲料并一定能够保证有最好的养殖效益，养殖是一个异常复杂和波动很大过程，疫病或任何微小的管理不当将会带来效益的巨大变化，而且是在短期内无法弥补。因此，除了高性价比产品之外，对养殖户提供的技术指导，提升他们的养殖效益也是影响饲料销量的关键因素。

◆ 我们认为技术服务提升养殖效益对饲料销量的提升来自于两个方面：其一是，养殖效益提升后，受益养殖户自身扩大养殖规模对饲料的需求；其二是，受益养殖户养殖效益提升带来的示范效应，带动新的加盟养殖户对饲料的需求。

图表 11：海大核心竞争优势构成



资料来源：华创证券

◆ 正是基于对此的深刻认识，公司并非仅仅止步于通过差异化战略为养殖户提供高性价比饲料产品，而是在此基础上有效衔接了服务营销来增加养殖户对公司产品和服务的“粘性”，快速复制市场，分销出公司高性价比饲料产品，同时，差异化战略形成的高毛利率也为服务营销提供了足够的利润空间。

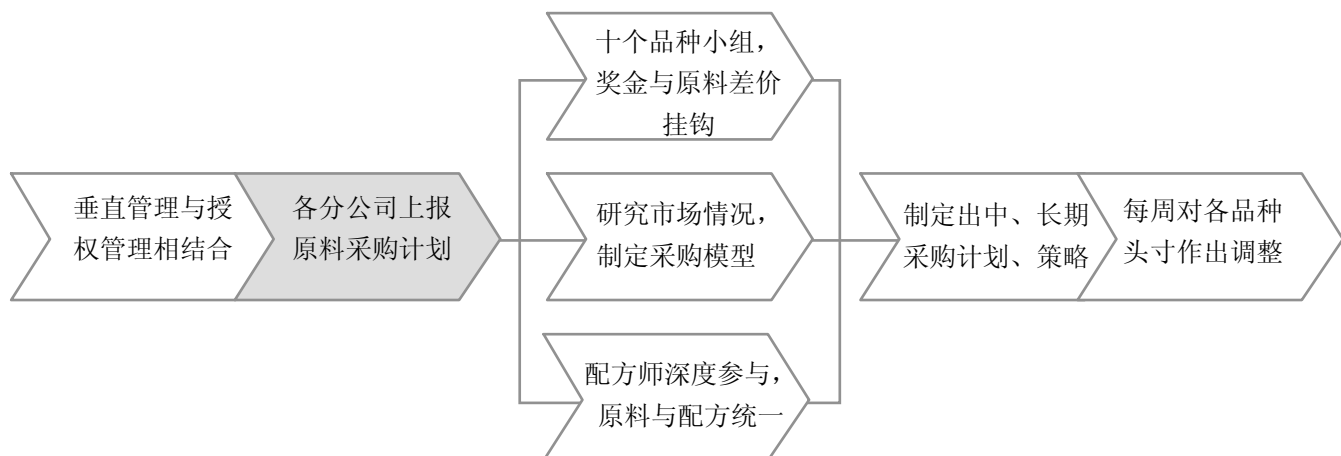
◆ 目前公司水产饲料单位净利润在 150—180 元/吨，但根据我们的调研，即使公司每吨再多赚 100 元，养殖户仍然会选用海大饲料，这即是对养殖户“粘性”的最好反映。因此，我们认为差异化战略+服务营销是公司规模化发展的核心支撑，下面将分述之。

2. 专业化采购管理体系，凸显原料成本优势

2.1 海大专业化采购管理体系介绍

海大实行“垂直管理与授权管理”相结合的采购管理模式，对主要的大宗原料实行集中采购，垂直管理，主要由股份公司下设采购中心总体负责。采购中心下设豆粕组、玉米组、杂粕组、小麦组、鱼粉组、添加剂组等 10 个专业采购小组，并配备了 130 多名专职人员，其中 70%以上人员负责信息采集和研究，10%~20%负责供应商评价和管理，最后 3~5%的核心人员制定采购策略与采购方案。其运作模式为：

图表 12：海大“垂直管理与授权管理”相结合的采购管理模式



资料来源：华创证券

◆ 各品种研究小组在每次执行采购时须提交国内外市场供求情况、贸易商成本情况、后期影响成本的可变因素、替代品的价格、下游市场评估、财务风险评估、采购模型、资金计划等资料。

◆ 各分公司总经理及配方师深度参与，避免原料采购与配方使用的脱节。

◆ 采购中心人员绩效与原料采购价差挂钩。大宗原料每月统计财务均价与市场最低报价的价差，通报董事长及总裁室，且每年至少与三家大的原料标杆企业对照采购均价。

◆ 公司还有有效的利用期货工具平衡大宗原料采购风险，对玉米和豆粕等现货采购进行套期保值，目前套保比例占公司原料采购总额的 30%—50%。一般当原料库存量大于 35 天使用量时，公司开始采用套保规避原材料价格波动的风险。

◆ 近年以来，公司综合采购成本明显领先于市场报价，2010 年上半年，在玉米市场价格同比上涨 23.9%，鱼粉价格同比上涨 70%的情况下，公司饲料业务毛利率仅下降了 0.18 个百分点，显示了公司强大的原材料管控能力。

2.2 公司对未来大宗原料价格走势仍然看涨

◆ 玉米：公司认为目前整体价格较高，但是考虑到国际价格高于国内价格，且受通胀预期、石油价格、运费上涨影响，后续仍然看涨，增幅在 10%—20%。

◆ 豆粕：公司认为目前国内油厂已经连续多月利润偏高，开工率充足，有大量豆粕需要消化，同时港口库存较高，未来几个月仍有大量进口大豆到港，短期来看，豆粕会进入相对淡季，但考虑到明年产量可能没今年好，长期看涨。

◆ 鱼粉：今年上半年处于高位，下半年虽然有所回落，但仍处于相对较高价位，后期可能会继续有所回落。

◆ 截止 9 月份，公司玉米库存仍有 16-17 万吨，预计可使用到 12 月底，后期基于对原材料价格的看涨的判断，公司将进一步加大库存。

2.3 我们认为原材料价格持续上涨，虽然会对公司毛利率和销量形成冲击，但并不一定意味着利空，我们的逻辑是：

◆ 在行业普遍原材料价格上涨的情况下，公司的采购优势才能集中体现，将使得公司有相对较大的利润空间进行市场开发和技术服务；

◆ 原材料价格上涨，长期会导致大量成本控制较差的中小企业退出市场，将为公司抢占市场份额，实现规模化扩张腾出空间。

3. 强大研发体系，实现产品品质溢价

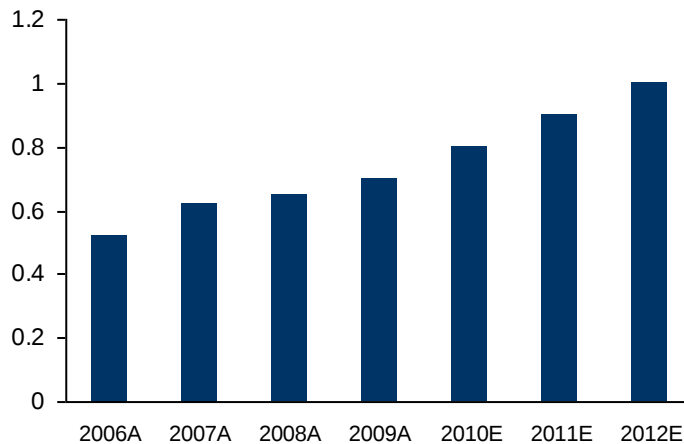
◆ 饲料产品品质的核心差异主要体现在对动物营养需求的研究和疾病控制上，尤其是水产饲料产品，要求各种营养和氨基酸的平衡，同时还需要通过配方调整来降低产品成本，目前国际研究前沿仍存在很多技术盲点，国内鱼虾营养研究则更为落后，只在近几年才有所发展，因此，鱼虾各种阶段的营养研究需要长期深入的研究和技术积累。

◆ 公司从成立之初就制定了技术领先战略，组建了动物营养需求研究等研发团队和体系。目前已形成两级研发体系—总部研发中心一级体系和各分子公司技术部二级体系。其中一级体系主要面向关键技术突破，负责对公司发展产生重大影响的关键技术和核心产品的研究与开发，是海大研发体系的核心，主要由博士、硕士组成，规模在 20—30 人左右；二级体系定位于实用养殖技术推广，直接面向市场和客户进行技术研发，负责解决分子公司所面对的市场和客户的需求，主要由硕士、本科生组成，规模在 200 人以上。一二级实行垂直管理，分工协作，按照市场需求进行相关课题研究，从而保证了科研投入的有效性。

◆ 水产预混料龙头的地位直接体现了公司的整体研发能力。由于水产预混料在水产饲料中的核心地位，其技

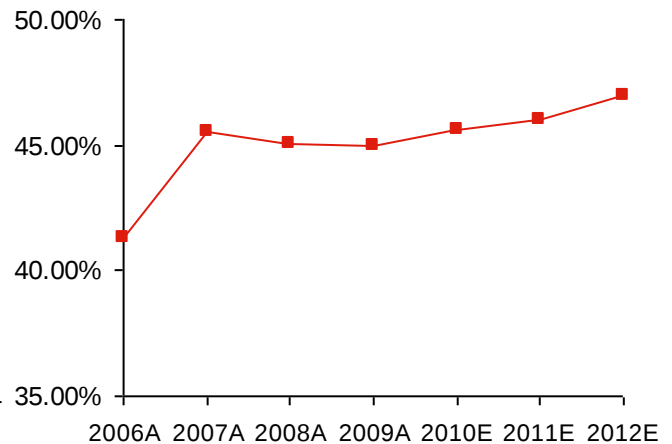
术要求非常高，国内只有少数几个大型饲料企业能够生产，公司作为国内水产预混料排头兵，充分反映了公司的研究实力，目前公司水产预混料销量稳步上涨，毛利率保持在 45% 以上。

图表 13： 公司水产预混料销量稳步上涨



资料来源：公司公告、华创证券

图表 14： 公司水产预混料毛利高达 45% 以上



资料来源：公司公告、华创证券

◆ 在强大的研发优势下，公司自主建立起世界范围内领先的《主要水产养殖动物营养需求数据库》，使得了水产饲料产品饵料系数明显低于行业平均水平，保证了养殖户能够获得更大的养殖收益，从而促进公司水产饲料的快速增长。

图表 15： 公司饵料系数明显低于行业水平致使养殖获利增量较大

饵料系数	行业一般水平	海大集团水平	海大养殖户获利增量（元/亩）
草鱼	1.8 以上	1.6—1.8	400—500
罗非鱼	1.6—1.8	1.2—1.5	500—700
对虾	0.8—1.5	0.8—1.1	800—1000

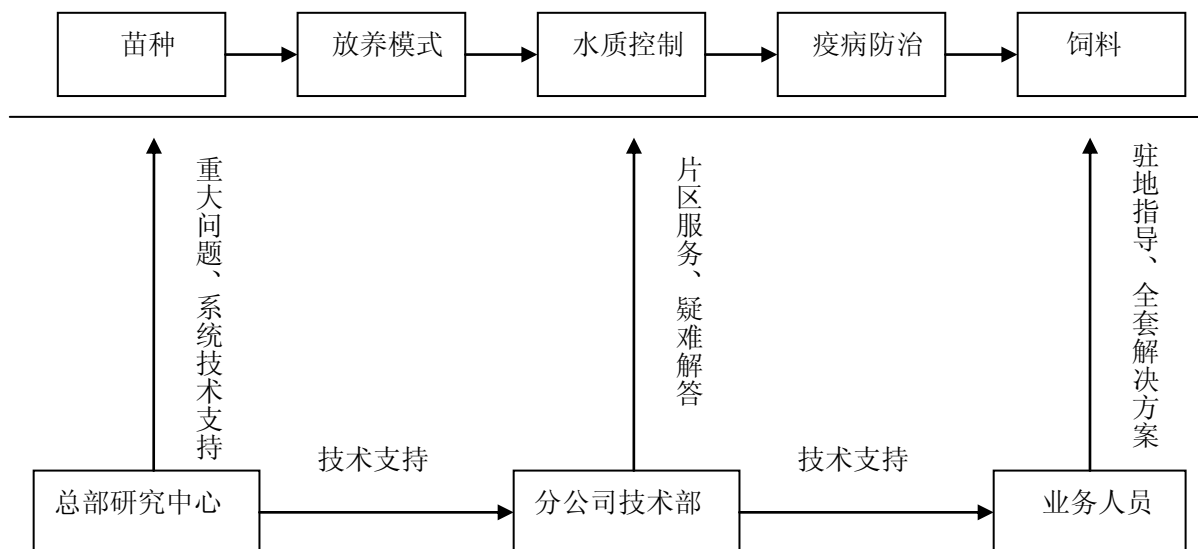
资料来源：公司公告、华创证券

4. 全流程化服务营销， 快速占领优质终端养殖户

◆ 我国畜禽水产养殖现状以散养为主，养殖技术十分落后，目前养殖技术已经成为制约养殖业发展重要瓶颈，未来由粗放养殖向精细化养殖转变已经成为大势所趋。

◆ 基于此考虑，公司向养殖户提供从“苗种—放养模式—水质控制—疫病防治—饲料”一系列全套技术解决方案。公司已建立起“总部研发中心→分子公司技术部人员→分子公司业务人员”三级服务体系，其中一线业务员负责养殖户现场的指导，包括如何搭棚，如何保持水质，如何打疫苗等等；二线的技术人员负责养殖户片区服务和技术难题（一线业务无法解决的）的解答，三线技术人员（总部研发人员）对养殖技术重大问题进行解答并提供系统支持。

图表 16： 海大服务营销体系流程图



资料来源：招股说明书、华创证券

◆ 目前公司拥有一线营销服务人员达 2000 人，后期仍将会逐步加大。这些一线营销服务人员随着公司的营销网络下沉到各地的乡镇乃至村一级（一般饲料企业只深入到县一级）为养殖户和经销商提供全面的技术支持和解决方案，从而提升养殖户养殖收益，拉动公司饲料销量增长。

◆ 公司一线销售人员薪金构成为：底薪+差旅费+奖金，奖金为考核制，其中以销售量为导向的结果考核占 30%，以技术服务为导向的过程考核占 70%，能力特别强的业务员，待遇甚至能等与公司总经理相近，而且随着公司发展速度加快，员工成长通道也正在变宽，公司目前每年建 10 个厂以上，员工比行业内其他企业具有更多的成长机会，营销服务人员流失率不到 5%。

◆ 养殖户按照公司的养殖方案进行养殖，养殖成功率大幅提高，例如 2008 年对虾养殖行业平均发病率 80%，而公司养殖户发病率仅为 50%；2009 年公司养户成功率 90%，而行业养殖成功率仅为 65%。

◆ 养殖户技术需求无法突破，对公司来说是绝好的机遇，通过这种全流程化的专业服务，养殖户与公司服务营销人员在相互交流中形成牢固关系，使得养殖户对公司“粘性”加强。我们认为，实际上这是一种通过技术输出的方式创造价值，公司可以通过服务营销终端下沉，实现市场的快速复制，同时，对养殖户全面贴近服务也为公司研发队伍提供大量现场实验素材。

◆ 我们认为公司在技术领先、成本领先两大基础性核心优势上切实向终端下沉服务营销，形成“金三角”型的盈利模式，具备自我强化功能，在公司与客户间可形成反馈环式的良性循环，使得规模扩张之路极具进攻性。

5. 门槛较高，公司模式短期内难以复制

◆ 公司的核心竞争优势在于差异化战略+服务营销的有效耦合，服务营销通过终端下沉，加强养殖户“粘性”为差异化战略下的高性价比产品提供快速稳定的分销渠道，而差异化战略形成的高毛利率，则为服务营销预留了充足的费用空间，使得公司总体利润水平稳定处于略高于行业平均水平位置。

◆ 目前海大的竞争优势已经系统化和模块化，若要复制其的盈利模式，则必须要全部复制海大的技术和团队，我们认为这短期内基本不可能实现，仅仅一个合格的营销服务业务员的培养，至少需要 2—3 年，更不用说目前海大的技术储备，已经领先行业平均水平 5 年以上。这是我们长期看好海大规模化扩张的核心所在。

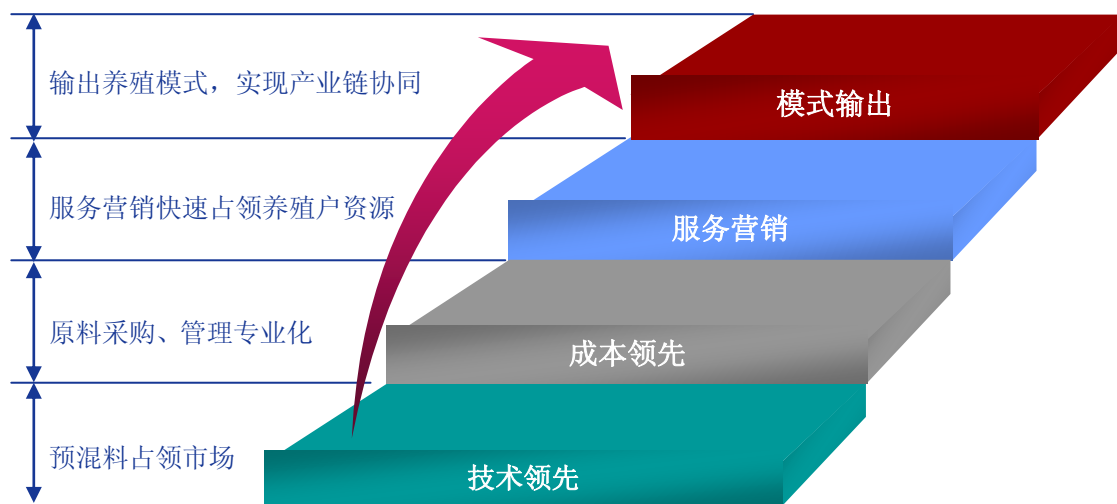
三、未来发展战略：深耕服务营销以强化“金三角”之塔尖，协同式导入苗种、猪料等战略性业务充分利用已有营销资源

1. 服务营销向养殖模式输出转变

◆ 随着饲料价格战加剧，差异化战略提升空间将越来越有限的，未来服务营销将是公司发展和强化的重点，按照公司三年内从“卖饲料到卖服务”的转变的战略规划，未来将实现水产饲料、畜禽饲料和苗种业务在同一服务营销渠道内分销，形成协同效应，前期公司花大力气建设的服务营销网络所隐含的巨大价值将逐渐显现。

◆ 我们认为未来公司服务营销体系强化，将主要集中在两个方面：服务营销网络展、优化和养殖技术升级，前者需要公司大量扩充营销服务人员来完成网络的覆盖和下沉，后者则需要公司核心技术人员对养殖各环节技术进行深度研究和改良，并最终形成相对稳定的养殖模式，通过网络输出至养殖户。从这个意义上说，公司未来服务营销的发展的重点在于养殖模式输出，而不再是单纯的技术输出。这套模式将充分发挥产业链各个环节的优势，即在生产饲料的同时考虑水质、种苗等环节，使各环节有机结合，实现养殖户养殖利润最大化。

图表 17： 服务营销向养殖模式输出转变



资料来源：华创证券

2. 水产饲料毛利率趋稳，销量增长仍是业绩增长的重要推动力

◆ 由于水产饲料行业增长空间十分巨大，水产料毛利率中短期不太可能大幅下降，但原料价格上涨侵蚀了水产饲料毛利率，我们认为水产料毛利率会逐渐趋稳。

◆ 公司水产饲料销量增长已经步入良性轨道，IPO 新建产能逐步释放将为水产料销量增长打开空间，我们预计未来三年公司水产配合饲料销量增速将不低于 30%，而且目前公司已经开始投入较大精力研究适合各个区域的养殖模式，未来按照区域养殖情况和公司饲料品质设计的标准化养殖模式将对公司服务营销效果有极大提升，公司水产饲料销量增长或有超预期表现。

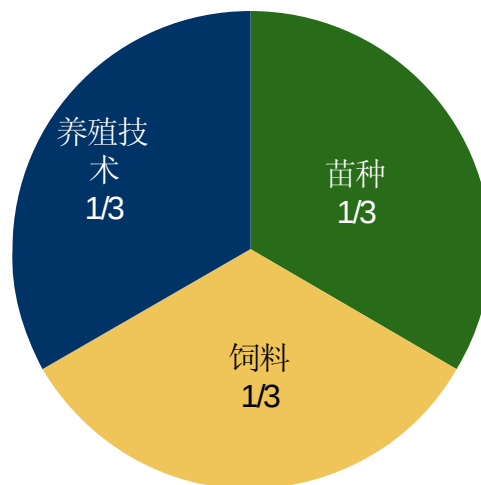
◆ 由于原材料价格持续上涨，水产预混料市场开始出现萎缩，同时公司基于水产配合料销量高速增长考虑，对水产预混料外销有了一定的控制，我们预计未来三年水产预混料外销量将稳步小幅增长。

3. 苗种业务是公司未来最大看点

◆ 由于鱼虾是低等动物，鱼、虾苗的遗传性较差，品种退化非常严重，很容易发生变异，目前较高的鱼虾发病率很大一部份原因可以归结苗种问题，但公司现有苗种覆盖率较低，导致服务体系对很多养殖户的苗种问题不能完全把握，从而严重影响了公司服务的效果。作为公司养殖模式改良计划的一个重要组成部分，苗种业务

是未来公司最重要的拓展方向，其销售可直接进入水产饲料的服务营销网络分销。

图表 18： 养殖各环节对最终养殖效益的贡献



资料来源：华创证券

◆ 公司虾苗业务进展迅速，去年虾苗基地人员配置不足 40 多人，今年已经超过 800 人。公司虾苗业务主要是二代对虾苗，公司自己建有对虾苗亲本库，亲虾来自于美国和南美，通过杂交选育提炼亲本。虾苗市场容量巨大，年需求量在 3000 亿尾以上，公司从 2002 年开始介入虾苗业务开发，已经有一定的技术储备和积累，其所产虾苗的市场竞争优势主要体现于抗病能力较强，生长速度较快。

◆ 目前公司虾苗单价在 100—110 元/万尾，毛利相对稳定在 50%左右，虾苗成本中最主要的部分是人工成本，约在总成本一半以上，而亲本成本并不高，一般 100 亿尾虾苗仅需要几万对亲虾，亲本成本不到 1000 万。

◆ 公司 2010 年虾苗产量预期为 100 亿尾，但由于天气及疾病因素影响，今年只有 2 成的成活率，而较好的时期能有 5-6 成的成活率，预计今年可实际完成 50 亿尾产量，而目前客户需求已经达到了 250 亿尾。公司今年已经投入 5000—6000 万元用于 7—8 虾苗基地改造，明年仍将有 10 几个改造项目，我们预计随着基地建设的稳步推进，公司虾苗产量将迎来集中增长的空间，2011/2012 年虾苗产量或将达到 100 亿尾/180 亿尾。

◆ 公司鱼苗业务刚起步，受今年天气因素影响，生产效果非常不理想，同时，鱼苗产量扩大过程需要内部逐步协调，我们预计 2012 年前后，鱼苗业务才能迎来大幅增长。

4. 猪饲料面临销售模式转变，增长值得期待

◆ 猪料产量占总饲料产量比重达到 40%，是最大的饲料品种。2003—2008 年猪配合料行业复合增速为 6.3%，而随着规模化进程的加速和原材料价格步入上行通道，我们预计未来 5—10 年猪配合料产量可保持 10%的增速。

◆ 随着规模化进程的推进，猪料传统“营销为王”的销售模式可能将遭遇重大转变，相比于散养农户，规模养殖户更加注重养殖技术和养殖效益，这一需求将使得拥有营销服务体系的饲料企业获得青睐。

◆ 目前公司猪料销量占比约为 10%，按照公司的规划，未来将加大猪料销量，为此公司在 2008—2009 年进行了大量的技术储备，2010 年在局部地区安排了试推广，市场反映良好，从 2011 年开始，公司将对猪料进行大规模投入和推广，并希望用五年时间将猪料产能扩展到 200 万吨。

◆ 公司猪料定位于中小规模专业养殖户，初期计划从毛利率较高的前期料（乳猪料，毛利率一般高达 30%）突

破，然后逐步向全程料拓展，销售渠道直接纳入公司服务营销体系。

◆ 我们认为，短时间内公司想要建立猪料市场优势较难，但基于目前公司猪料销量基数较低，依托销售模式的转变和公司强大的营销服务体系，获得较高的增速仍然值得期待，我们预计 2010—2012 年公司猪料销量将分别达到 23/48/71 万吨。

四、股权激励方案出台，显示管理层对公司未来发展信心十足

◆ 股权激励方案概述：公司计划授予公司 125 位核心管理人员、核心技术和核心业务人员共计 1665 万份股票期权，占目前总股本的 5.72%，其中首次授予 1500 万份，预留 165 万份；授予对象可在行权日按 10%、10%、40%、40%的行权比例分四期行权，行权价为 32.15 元；主要行权条件：与 2009 年净利润和销量相比，2010-2013 年的净利润增速分别不低于 20%、44%、80%和 125%，2010-2013 年销量增速分别不低于 2009 年饲料销量的 25%、56%、95%和 144%，即净利环比增长 20%、20%、25%、25%，销量环比增长 25%。

◆ 我们认为行权价 32.15 元相对较高，显示出管理层对公司未来业绩增长和股价表现的强大信心。

◆ 我们预计公司 4 年的行权期间，中间两年行权费用较高，首尾较低，全部行权完毕，公司总股本将增加 5.72%。

五、盈利预测

◆ 综上所述，同时考虑到随着 IPO 项目的逐步投产，未来三年将步入快速产能释放期，而水产养殖进过两年低迷，明年好转的可能增大，我预计未来三年公司饲料销量依然能保持高速增长，2010—2012 年饲料总销量分别为 220/286/354/万吨，其中水产配合饲料产量为 99/130/165 万吨；销售总收入分别为 70/93/113 亿元；净利润分别为 2.1/2.8/3.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.73/0.98/1.26 元，复合增长率在 30%以上。

◆ 基于公司股权激励所传递的业绩增长信号和公司正在强力推进的养殖模式改良进展顺利，我们认为未来公司业绩超预期的可能性较大。

◆ 根据我们的盈利预测，按照 11 月 23 日最新收盘价 32.26 元/股计算，10—12 年对应 PE 为：44/33/26 倍，估值相对合理，但考虑公司服务营销表现突出，并不能单纯的将公司定位于饲料生产和提供商，更高级的盈利模式，理应享受更高估值水平。因此我们长期推荐推荐海大集团，给予“推荐”评级。

附表：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2361	2631	3024	3449
现金	1608	1751	1869	2035
应收账款	83	140	187	226
其它应收款	120	115	161	202
预付账款	159	193	257	309
存货	321	427	545	670
其他	70	5	6	6
非流动资产	590	671	732	782
长期投资	0	1	1	1
固定资产	410	464	509	543
无形资产	129	136	146	155
其他	51	70	77	614
资产总计	2952	3302	3756	10336
流动负债	765	1033	1192	1289
短期借款	442	658	723	734
应付账款	134	160	214	257
其他	189	215	256	298
非流动负债	95	0	1	1
长期借款	92	0	0	0
其他	3	0	1	1
负债合计	860	1034	1193	1289
少数股东权益	50	60	71	83
股本	224	291	291	291
资本公积金	1529	1462	1462	1462
留存收益	289	455	739	1105
归属母公司股东权益	2041	2208	2492	2858
负债和股东权益	2952	3302	3756	4231

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	38	156	418	596
净利润	162	221	295	378
折旧摊销	51	51	61	71
财务费用	26	15	12	14
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	-199	-456	-412	-433
其它	3	13	8	6
投资活动现金流	-186	-112	-116	-114
资本支出	135	100	100	100
长期投资	-51	0	0	0
其他	-102	-12	-16	-14
筹资活动现金流	1498	47	54	-4
短期借款	36	215	65	11
长期借款	78	-92	0	0
普通股增加	56	67	0	0
资本公积增加	1455	-67	0	0
其他	-127	-77	-12	-14
现金净增加额	1350	143	118	167

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5250	7004	9344	11308
营业成本	4814	6418	8551	10289
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	95	137	192	249
管理费用	122	168	234	294
财务费用	26	15	12	14
资产减值损失	1	4	5	4
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	189	262	350	456
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	193	267	355	461
所得税	32	45	60	83
净利润	162	221	295	378
少数股东损益	7	10	11	12
归属母公司净利润	155	211	284	366
EBITDA	265	328	423	541
EPS（元）	0.69	0.73	0.98	1.26

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	15.9%	33.4%	33.4%	21.0%
营业利润	12.8%	38.7%	34.0%	30.2%
归属母公司净利润	18.8%	36.2%	34.5%	28.9%
获利能力				
毛利率	8.3%	8.4%	8.5%	9.0%
净利率	3.0%	3.0%	3.0%	3.2%
ROE	7.6%	9.6%	11.4%	12.8%
ROIC	17.8%	19.8%	21.3%	23.6%
偿债能力				
资产负债率	29.1%	31.3%	31.8%	30.5%
净负债比率	62.15%	63.61%	60.60%	56.89%
流动比率	3.09	2.55	2.54	2.68
速动比率	2.67	2.13	2.08	2.16
营运能力				
总资产周转率	2.54	2.24	2.65	2.83
应收帐款周转率	58	63	57	55
应付帐款周转率	40.77	43.66	45.70	43.69
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.73	0.98	1.26
每股经营现金	0.13	0.72	0.62	0.98
每股净资产	7.01	7.58	8.56	9.82
估值比率				
P/E	48.91	46.70	34.73	26.94
P/B	3.72	4.47	3.96	3.45
EV/EBITDA	33	27	21	16

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告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。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。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。

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询价。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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801