

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210080002
联系人： 周密 (8621)68751219 zhoumi@cjsc.com.cn

海大集团调研跟踪报告

事件描述

2010年12月30日，我们前往海大集团进行了跟踪调研，了解行业和公司情况如下：

事件评论

第一，商业模式下的战略延续：规模化+产业链向上拓展

公司的核心竞争优势体现在“技术+商业模式”，目前已经在规模扩张和产业链延伸两方面体现出效果。一方面，公司通过现款后货反复筛选经销商和养殖户，将最优质的客户和养殖户编织到自己的销售网络和客户终端，实现规模化扩张。另一方面，公司投入资金对养殖产业链上有竞争优势的环节进行研发，储备技术，向具有竞争优势、技术储备趋于成熟、且具有更高附加值的养殖链其他环节延伸。在饲料业务环节，公司对供求与时点有着准确把握，合理指导控制原材料库存仓位，加上跟供应商具有较强谈判能力，不惧行业不景气环境，保持每年30%左右的增长。目前公司向养殖产业链上游苗种环节延伸也已经取得不错效果。

第二，公司业务向养殖产业链上游苗种环节延伸

公司虾苗业务快速发展。虾苗业务是在公司原有商业模式上向养殖产业链上游环节的进一步延伸，优质经销商和养殖户网络仍是公司的竞争优势所在，公司在此基础上组建专门的服务团队推进虾苗业务。销售对虾苗，一方面有利于辅助公司虾料销售的增长，另一方面是从饲料环节向养殖业上游苗种环节的延伸，公司通过调整产品结构提升附加值。公司对虾苗销售价格在110元/万尾左右，成本在50-60元/万尾左右，在市场推广初期公司新招募了一批业务人员，人工成本较高；随着虾苗业务的规模扩大，期间费用率将明显下降。

第三，2010年公司饲料业务增长

● 预混料内销较多，毛利贡献占比下降

预计公司2010年销售预混料约12000吨；其中预混料内销增长较快。公司预混料在毛利中占比越来越少，目前毛利占比不到15%。

● 公司配合饲料稳步增长

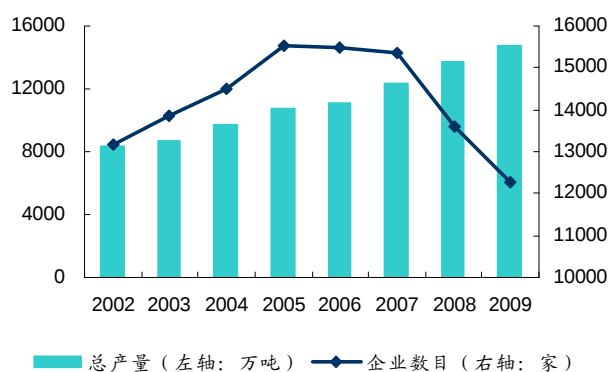
预计公司2010年配合饲料销量230-240万吨。2011年公司配合饲料全年有效产能约450万吨，产能利用率在60%左右；销量约在270-280万吨。

● 目前饲料行业集中度进一步增加，2010年水产料行业出现下滑，公司水产料业务不惧逆境

饲料行业集中度进一步增加。大企业产量增长较快，2010年1-11月份规模以上饲料企业配合饲料累计产量达到1.54

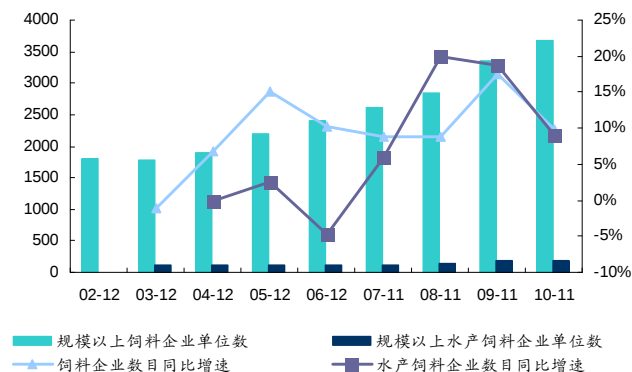
亿吨，较去年同期上升 27.2%；小企业由于原材料的经营能力和采购能力不够，产销量下降较快。2010 年 1-10 月份，月产量在 0.5~1 万吨和 0.5 万吨以下的饲料企业产量同比分别下降了 8.2%和 1.1%；月产 1~2 万吨的企业产量累计同比增长 5%；月产 2~10 万吨的企业产量累计同比增长 4.6%；月产 10 万吨以上的企业产量累计同比增长最多，为 11%。

图 1: 全国饲料总产量和企业数目



资料来源: 长江证券研究部

图 2: 全国规模以上饲料和水产饲料企业数目



资料来源: 长江证券研究部

表 1: 2010 年饲料预计产量 (万吨)

	预计 2010 产量 (万吨)	同比 (%)
总产量	15,608	5.4
配合饲料	12,563	8.9
浓缩饲料	2,450	-8.9
添加剂预混合饲料	595	0.7

资料来源: 中国饲料行业信息网, 长江证券研究部

2010 年上半年由于气温偏低，水产养殖旺季推迟，自然灾害和病害影响使得养殖热情不是很高；对虾旺季整整往后延迟一个月。7 月份以后气温回暖，病害消除，受益于通胀，行业还是恢复。预计今年水产饲料产销量较去年略有下滑。公司独特的“技术+商业模式”，将优质经销商和养殖户纳入下游销售网络。公司通过深度服务营销保证客户的养殖成活率和公司自身利润率；在行业不景气的环境下，拓展下游优质的经销商和养殖户数目，保证公司水产料增长情况远好于行业水平。

表 2: 2010 年不同品种饲料预计产量 (万吨)

	预计 2010 产量 (万吨)	同比 (%)
猪料	5,800	10.6
肉禽料	4,700	4.9
蛋禽料	2,788	1.0
水产料	1,400	-4.4
反刍料	650	10
其他饲料	270	2.2

资料来源: 中国饲料行业信息网, 长江证券研究部

● 2010 年饲料原材料价格上涨，公司产品提价保证毛利率基本与去年持平

2010 年饲料原料价格普遍上涨；除了豆粕价格略有回落，但幅度不大。公司主动提价，基本上能够全部抵消上游的原材料成本上涨。今年公司产品总体上各种饲料产品价格平均提升 10%。目前公司水产饲料净利率约 4%~5%，畜禽净利率约 2%-3%；公司猪料每吨净利 70-80 元左右，正常情况下吨净利应该有 40-50 元。公司推测 2011 年 1 月份原材料成本将是上涨的格局，随后价格上涨速度可能放缓。

表 3：饲料原料价格变动情况

	2010 年 1-10 月均价(元)	2009 年 1-10 月均价(元)	同比 (%)
玉米	1.99	1.69	18
豆粕	3.29	3.42	-3.9
棉粕	2.67	2.21	20.5
菜粕	2.22	1.86	19.1
鱼粉	11.13	7.53	47.8
磷酸氢钙	1.96	2.02	-3.0
赖氨酸(98.5%)	12.51	10.85	15.3
赖氨酸(65%)	6.24	5.83	7
固体蛋氨酸	40.7	40.46	0.6

资料来源：中国饲料行业信息网，长江证券研究部

第四，公司募投项目进展顺利。

公司募投项目中 4 个项目已完成。江门海大今年上半年完成，目前已经全部投产；荆州海大 2 期项目将于 2011 年 6-7 月份完成，福建海大、浙江海大和荆州海大进度相同。预计募投项目到 2011 年年底应该可以全部完成。

表 4：公司募投项目情况

序号	项目实施单位	项目简介	
1	荆州海大饲料有限公司	年产 45 万吨配合饲料项目	2 期 2011 年 6-7 月份完成
2	江门海大饲料有限公司	年产 40 万吨配合饲料项目	2010 年上半年完成，目前已经全部投产
3	浙江海大饲料有限公司	年产 26 万吨饲料项目	预计明年 6-7 月份完成
4	福建海大饲料有限公司	年产 19 万吨配合饲料项目	预计明年 6-7 月份完成
5	广州海因特生物技术有限公司	年产 3.2 万吨饲料预混料项目	完成
6	广西海大饲料有限公司	年产 24 万吨配合饲料项目	完成
7	江西海大饲料有限公司	年产 24 万吨配合饲料项目	完成
8	茂名海龙饲料有限公司	年产 24 万吨配合饲料项目	完成
合计	—	202 万吨配合饲料 3.2 万吨预混料	

资料来源：长江证券研究部

公司还利用自有资金投资项目扩大产能规模。2010 年底公司配合饲料产能一共约 390 万吨，预计到 2011 年底公司总

产能将接近 500 万吨。

表 5：公司非募投项目情况

序号	投资项目	项目内容	使用超募资金投资总额(万元)	预计开工竣工时间
1	江苏常州项目	年产 24 万吨配合饲料，主要生产水产配合饲料	9,860	2010 年上半年开工建设，2011 年初投产
2	广东揭阳项目	年产 22 万吨配合饲料，主要生产水产、畜禽配合饲料	8,200	2010 年内开工建设，2011 年竣工投产
3	海南澄迈项目	年产 18 万吨配合饲料水产鱼、畜禽配合饲料	6,800	2010 年内开工建设，2011 年竣工投产
4	湖北天门项目	建设 4 条颗粒料生产线，年设计生产产能为 18 万吨，主营水产配合饲料及畜禽配合饲料，供应湖北市场	6,000	预计 2010 年年底开始建设，在 2011 年底投产
合计		82 万吨配合饲料		

资料来源：长江证券研究部

第五，维持“推荐”评级。

公司增长来自于“技术+商业模式”基础上的规模扩张；以及向产业链上游虾苗业务的延伸，通过调整产品结构提升盈利水平。未来虾苗业务在公司毛利中的贡献比例或将有进一步提高。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.71，0.94，1.24，维持“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	7107	9045	10803	货币资金	1608	1641	1617	1746
营业成本	4814	6505	8232	9807	交易性金融资产	8	8	8	8
毛利	436	601	814	996	应收账款	203	273	347	415
% 营业收入	8.3%	8.5%	9.0%	9.2%	存货	321	434	549	654
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	159	215	272	324
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	1	2	2	3
销售费用	95	131	167	200	流动资产合计	2361	2655	2901	3275
% 营业收入	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	122	179	259	292	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.5%	2.9%	2.7%	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%	0.5%	0.4%	固定资产合计	441	513	702	755
资产减值损失	1	4	4	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	257	341	451	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.8%	4.2%	资产总计	2952	3295	3724	4144
营业外收支	5	0	0	0	短期贷款	442	0	0	0
利润总额	193	257	341	451	应付款项	159	215	272	324
% 营业收入	3.7%	3.6%	3.8%	4.2%	预收账款	87	118	150	180
所得税费用	32	40	56	73	应付职工薪酬	13	17	22	26
净利润	162	217	285	377	应交税费	-1	-1	-2	-3
归属于母公司所有者的净利润	155.2	207.8	273.0	361.5	其他流动负债	65	88	111	132
少数股东损益	7	9	12	16	流动负债合计	765	436	553	659
EPS (元/股)	0.53	0.71	0.94	1.24	长期借款	92	642	792	892
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	2	0	0	0
经营活动现金流净额	38	169	240	368	其他非流动负债	1	1	1	1
取得投资收益	5	0	0	0	负债合计	860	1080	1346	1552
收回现金					归属于母公司	2041	2156	2306	2505
长期股权投资	-5	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	50	59	71	87
固定资产投资	-135	-121	-250	-128	股东权益	2092	2215	2377	2592
其他	-46	0	0	0	负债及股东权益	2952	3295	3724	4144
投资活动现金流净额	-186	-121	-250	-128	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	1532	0	0	0	EPS	0.533	0.713	0.938	1.241
银行贷款增加 (减少)	130	108	150	100	BVPS	9.11	9.62	7.92	8.60
筹资成本	91	-123	-164	-211	PE	61.94	46.25	35.20	26.59
其他	-255	0	0	0	PEG	1.90	1.42	1.08	0.82
筹资活动现金流净额	1498	-15	-14	-111	PB	3.62	3.43	4.17	3.84
现金净流量	1350	33	-24	129	EV/EBITDA	32.16	25.20	19.54	15.07
					ROE	7.6%	9.6%	11.8%	14.4%

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。