

饲料 II

# 海大集团 (002311.SZ) / 16.34 元

## 驶入快车道，高增长明确

### 事项

公司发布 2011 年上半年业绩修正公告，预计净利润 9,158.62 万元 - 11,121.18 万元，同比增长 40%-70%。

### 主要观点

#### 1. 新增养殖终端驱动水产饲料销量增长

上半年以来，旱涝交集和疫病频发导致水产饲料行业延续了 09-10 年的低迷，行业总体销量下滑 10-15% 左右，尤其湖北等华中地区主要淡水养殖省份，旱涝灾情对水产饲料产生了很大影响，公司此区域单个养殖户投料量也下降了 10% 以上，不过即便如此，公司水产饲料总销量却逆势增长，我们预计上半年同比增长 40-50%，华中地区增速则更高，达到 60% 以上，其原因是公司 09-10 年重点部署的技术服务在抢占新增养殖户方面起到了非常明显的效果，新增客户数量的增长驱动销量增长，目前公司覆盖的养殖终端已经超过 10 万个。

#### 2. 苗种与微生态制剂业务快速成长

公司通过水产饲料销售网络协同式导入高毛利率的苗种和微生态制剂业务取得了高速增长，我们预计 2011 年苗种销量将从去年的 50 亿尾增长到 120 亿尾，收入在 1.5 亿以上；微生态制剂业务收入也将从去年 4200 万增加到 1 亿以上，产能利用率提升之后将带动毛利率大幅提升，预计此 2.5 亿收入将贡献净利润 4000 万，而去年这部分业务的净利润在 1000 万以下。

#### 3. 猪料继续市场开拓

上半年公司对低毛利率鸭料产品进行了压缩，畜禽料产品结构逐步向高毛利率猪料倾斜，导致畜禽料整体毛利率提升，未来猪料将成为公司畜禽料发展重点，继续市场开拓策略，我们预计 2011 年猪饲料销量将同比翻一倍达到 40 万吨。

#### 4. 产能问题将逐步缓解

目前公司发展主要瓶颈在于产能，市场处于严重供不应求状态，而公司近半年来也一直在加速扩张产能，我们保守预计公司 2011 年将新增产能 100 万吨，并在未来 3-5 年内继续保持此规模产能扩张计划，未来产能问题将逐步缓解。

#### 5. 盈利预测与投资建议

考虑到期权行权费用，我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.52/0.68/0.87 元。维持“推荐”评级。

**风险提示：**自然灾害风险、疫病风险等

证券分析师：高利  
执业编号：S0360209120018

联系人：盛夏  
Tel: 010-59370887  
Email: shengxia@hczq.com

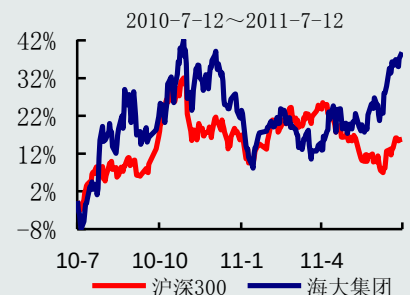
### 投资评级

投资评级：推荐  
评级变动：维持

### 公司基本数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本(万股)        | 58240       |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 14560/0     |
| 资产负债率(%)       | 41.34       |
| 每股净资产(元)       | 7.58        |
| 市盈率(倍)         | 4946.01     |
| 市净率(倍)         | 2.16        |
| 12 个月内最高/最低价   | 34.85/13.68 |

### 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

《盈利模式升级，规模扩张极具进攻性》  
2010-11-23

## 附录：财务预测表

**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2376 | 2440  | 2798  | 3470  |
| 现金             | 1061 | 1078  | 781   | 656   |
| 应收账款           | 136  | 216   | 313   | 438   |
| 其它应收款          | 83   | 154   | 227   | 303   |
| 预付账款           | 473  | 295   | 429   | 601   |
| 存货             | 560  | 692   | 1041  | 1466  |
| 其他             | 63   | 5     | 6     | 6     |
| <b>非流动资产</b>   | 914  | 1339  | 1759  | 2155  |
| 长期投资           | 2    | 1     | 1     | 1     |
| 固定资产           | 624  | 802   | 956   | 1085  |
| 无形资产           | 145  | 152   | 160   | 168   |
| 其他             | 143  | 385   | 643   | 614   |
| <b>资产总计</b>    | 3290 | 3779  | 4557  | 5625  |
| <b>流动负债</b>    | 1011 | 1094  | 1153  | 1353  |
| 短期借款           | 571  | 582   | 464   | 424   |
| 应付账款           | 212  | 246   | 357   | 501   |
| 其他             | 228  | 266   | 332   | 428   |
| <b>非流动负债</b>   | 1    | 101   | 255   | 431   |
| 长期借款           | 0    | 100   | 254   | 430   |
| 其他             | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>负债合计</b>    | 1012 | 1195  | 1408  | 1784  |
| 少数股东权益         | 73   | 86    | 101   | 121   |
| 股本             | 291  | 585   | 594   | 604   |
| 资本公积金          | 1459 | 1213  | 1350  | 1486  |
| 留存收益           | 455  | 700   | 1104  | 1630  |
| 归属母公司股东权益      | 2205 | 2498  | 3048  | 3720  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3290 | 3779  | 4557  | 5625  |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -92  | 156   | 418   | 596   |
| 净利润            | 221  | 316   | 419   | 547   |
| 折旧摊销           | 74   | 78    | 102   | 127   |
| 财务费用           | -0   | 7     | 9     | 12    |
| 投资损失           | 6    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -405 | -456  | -412  | -433  |
| 其它             | 12   | 13    | 8     | 6     |
| <b>投资活动现金流</b> | -410 | -495  | -516  | -517  |
| 资本支出           | 401  | 492   | 501   | 502   |
| 长期投资           | 6    | -1    | 0     | 0     |
| 其他             | -3   | -4    | -15   | -15   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -22  | 93    | 172   | 270   |
| 短期借款           | 129  | 11    | -118  | -39   |
| 长期借款           | -92  | 100   | 154   | 176   |
| 普通股增加          | 67   | 294   | 9     | 9     |
| 资本公积增加         | -70  | -246  | 137   | 137   |
| 其他             | -56  | -66   | -9    | -12   |
| <b>现金净增加额</b>  | -524 | 16    | -296  | -125  |

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

| 单位：百万元          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 7698 | 10777 | 15626 | 21877 |
| 营业成本            | 7033 | 9839  | 14298 | 20039 |
| 营业税金及附加         | 1    | 1     | 2     | 2     |
| 营业费用            | 174  | 248   | 359   | 514   |
| 管理费用            | 224  | 302   | 453   | 656   |
| 财务费用            | -0   | 7     | 9     | 12    |
| 资产减值损失          | 15   | 4     | 5     | 4     |
| 公允价值变动收益        | 9    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -6   | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 254  | 376   | 500   | 649   |
| 营业外收入           | 21   | 6     | 6     | 11    |
| 营业外支出           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 273  | 381   | 505   | 659   |
| 所得税             | 52   | 65    | 86    | 112   |
| <b>净利润</b>      | 221  | 316   | 419   | 547   |
| 少数股东损益          | 10   | 13    | 15    | 20    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 211  | 303   | 404   | 527   |
| <b>EBITDA</b>   | 328  | 461   | 611   | 788   |
| <b>EPS（元）</b>   | 0.72 | 0.52  | 0.68  | 0.87  |

**主要财务比率**

|                | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 46.6%  | 40.0%  | 45.0%  | 40.0%  |
| 营业利润           | 34.8%  | 47.8%  | 33.0%  | 29.8%  |
| 归属母公司净利润       | 36.0%  | 43.5%  | 33.3%  | 30.4%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 8.6%   | 8.7%   | 8.5%   | 8.4%   |
| 净利率            | 2.7%   | 2.8%   | 2.6%   | 2.4%   |
| ROE            | 9.6%   | 12.1%  | 13.3%  | 14.2%  |
| ROIC           | 11.5%  | 14.5%  | 13.6%  | 13.5%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 30.8%  | 31.6%  | 30.9%  | 31.7%  |
| 净负债比率          | 56.43% | 57.06% | 50.96% | 47.89% |
| 流动比率           | 2.35   | 2.23   | 2.43   | 2.56   |
| 速动比率           | 1.80   | 1.60   | 1.52   | 1.48   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 2.47   | 3.05   | 3.75   | 4.30   |
| 应收账款周转率        | 70     | 61     | 59     | 58     |
| 应付账款周转率        | 40.74  | 42.99  | 47.39  | 46.69  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.36   | 0.52   | 0.69   | 0.90   |
| 每股经营现金         | -0.16  | 0.71   | 0.08   | 0.21   |
| 每股净资产          | 3.77   | 4.27   | 5.21   | 6.35   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 45.53  | 63.77  | 48.57  | 37.82  |
| P/B            | 4.36   | 7.73   | 6.44   | 5.35   |
| EV/EBITDA      | 57     | 41     | 31     | 24     |

## 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。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司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,并不构成对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预期收入可能会波动。

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,未经本公司事先书面许可,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。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 利益冲突披露事项

## 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