

鱼价维持高位 业绩有望继续超预期

事件：2011年1-6月，公司实现营业收入41.42亿元，同比增长55.45%，营业利润1.52亿元，同比增长107.54%，实现归属母公司净利润1.1亿元，同比增长68.46%，实现每股收益0.19元。公司预计前三季度净利润增长在50%-70%。

研究结论

- **全流程服务模式支撑公司增长持续大幅超越行业。**报告期内，公司水产饲料销量46.36万吨，增长51.01%，畜禽饲料销量76.86万吨，同比增长35.56%。对应的，2011年上半年饲料行业同比增长4%，水产饲料同比增长仅为7%左右。公司水产饲料销量增长再次大幅超越行业，这再一次验证了我们一直在强调的观点：全流程服务模式“苗种-饲料-养殖模式-微生态制剂”带给公司立体化的增长模式，即外沿扩张——客户源的增长和内生增长——在公司指导下，客户自身提高养殖水平带来的饲料投喂料的增加。
- **苗种和微生态制剂开始发力，服务模式的协同效应产生。**报告期内，公司苗种和微生态制剂营业收入分别达到0.76亿元和0.53亿元，同比增长124%和365%，显示出公司全流程服务模式中除饲料的两个盈利点开始发力，我们认为，这将有利于公司真正提高农户的养殖效益，提高全流程服务模式的协同效应和每个环节及整个价值链的竞争力。目前苗种和微生态制剂的毛利占比已经攀升至15%左右。我们预期随着公司两块业务的深入，这两块业务的利润占比有望和饲料业务平分秋色。
- **鱼苗产业才是公司的重点战略产业。**目前公司释放业绩的苗种主要为虾苗，我们估计全年虾苗能释放到150-200亿尾左右。虽然上半年对虾行业仍然遭受着水环境变化和疫病的困扰，但公司在加强水环境处理和疫病防治的努力下，实现了34.96%的毛利率实在是难能可贵。随着技术方面的成熟，公司虾苗毛利率还有提升空间。另一方面，相比较虾苗，鱼苗才是公司的重点战略产业，公司已经育有草鱼苗、鲫鱼苗及黄颡鱼苗等几个苗种，在湖北和江苏等地区已经取得了较好的推广效果。未来随着公司这块业务的发展，公司将拥有更加强大的竞争力。
- **下半年鱼价维持高位，饲料毛利率有提升空间。**上半年受到玉米等原料价格的上涨，公司单品种饲料毛利率有所下降，但由于高毛利的水产饲料增幅高于畜禽料，整体毛利率并没有下滑。由于干旱和季节性因素的影响，鱼价在6月份大幅上涨，并创出新高。我们预期鱼价在10月份之前仍将保持较高位置，养殖效益仍将持续在高位，公司饲料毛利率在旺季将有提升空间。同时，养殖效益维持高位将继续带动微生态制剂和苗种的销售。
- **三季度旺季到来，公司产能已经满负荷，业绩有望超预期。**根据我们的了解，干旱后还有一些前期不敢投苗或受到影响的养殖户在补“春片”，因此，5月份的两湖干旱基本没有给水产饲料企业带来很大影响。另一方

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

叶烽

农业分析师

8621-50366888 × 6094

yefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060046

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年7月27日) 17.61元

目标价格 22.80元

总股本/A股(万股) 58240/14560

国家/地区 中国

行业 农业

报告发布日期 2011年7月28日

股价表现



财务预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	7698	9702	12217	15032
主营业务利润(百万)	254	364	497	632
净利润(百万)	211	298	414	525
EBITDA(百万)	341	499	661	844
每股收益(元)	0.36	0.55	0.76	0.97
每股经营现金流(元)	9.8%	12.0%	14.1%	15.2%
市盈率(X)	-0.38	0.18	0.35	0.45
EV/EBITDA(X)	43	31	22	17

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《海大集团：开创水产养殖服务新蓝海》	2010.7.22
《挺进北方市场，加快扩张脚步》	2010.7.23
《海大集团草根调研报告攻占湖北市场》	2010.8.24
《海大集团：迎接三季度盈利高峰》	2010.8.27
《立体式增长 多元利润点增长提速》	2011.4.26

面，由于去年育苗期（5 月份）天气较冷，今年鱼苗的规格普遍偏小，同时 6 月份华中和华东地区的降雨耽误了养殖户的投喂。因此，今年鱼的规格比往年同期要小。我们预计，后续天气的好转，农户会积极的加大饲料投喂，我们预期今年 7-9 月份水产饲料有可能比去年更“疯狂”。目前公司湖北、江苏等地的产能都已经进入产能的满负荷运转，处于供不应求的态势。我们认为，在鱼价维持在高位的背景下，公司业绩仍然有继续超预期可能。

- **盈利预测：**我们上调预测 11-13 年公司 EPS 分别为 0.55 元、0.76 元和 0.97 元，按照股价 17.61 元，对应动态市盈率为 32X、23X 和 18X，鉴于公司未来成长空间巨大，确定性强，维持公司“买入”评级，对应目标价 22.8 元。
- **风险提示：**1) 灾害性天气；2) 产能扩张低于预期；3) 人力成本快速提高超出公司成本管理能力，导致费用大幅上升。

附表：财务报表预测与比率分析

[illegible]

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

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：

分析师在本报告中对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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn