

增持 维持
海大集团 (002311)
2011 年 9 月 21 日
股票价格

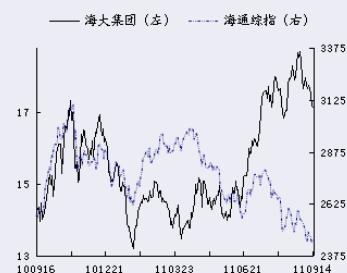
9 月 20 日收盘价	17.18 元
6 个月内目标价	19.50 元
52 周内股价波动	13.68-18.74 元

主要估值指标

	2010	2011E	2012E
市盈率	48.21	31.76	24.26
市净率	4.61	4.03	3.32
PEG	0.81	0.67	0.72

股本结构

总股本 (万股)	58240
流通 A 股 (万股)	58240
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现


资料来源: 海通证券研究所

相关研究

农林牧渔行业首席分析师
丁 频
SAC 执业证书编号:
S0850203100085
电 话: 021-23219405
Email: dingpin@htsec.com

联系人
夏 木
电 话: 021-23219748
Email: xiam@htsec.com

今美于昨，明日复胜于今

公司是国内水产预混料龙头企业，也是目前A股市场水产饲料子行业的优质白马标的。今年公司克服了前期异常天气和疫病的不利影响，饲料、苗种、和制剂三大业务齐头并进；下半年伴随着水产养殖旺季的刺激、公司饲料产能的逐步释放（我们在文中的明细列表统计显示，至少达 **543 万吨**）、以及公司凭借“一体化”服务所带动的饲料及相关产品销量的增长，公司业绩将继续保持较快提升。预计公司 2011、2012 和 2013 年EPS分别为 0.55、0.73 和 0.94 元，目前的股价对应 2012 年PE为 23.5x，我们认为较为确定的快速成长性将提高公司估值水平，维持“增持”评级，给予 2011 年 35 倍市盈率，目标价 19.50 元。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率 (%)	46.60	48.37	40.30	26.48
归属母公司净利润增长率 (%)	36.04	53.08	31.27	29.48
每股收益 (元)	0.36	0.55	0.73	0.94

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

- 整个饲料行业 1~7 月份表现较好，其中配合料销量同比增长 22.62%，行业收入同比增长 34.09%的同时利润增长达 46.25%，水产饲料的毛利率更是升到了自 2007 年季度以来的最高位。下半年，一方面，水产养殖旺季的来临将切实助推水产饲料的投量；另一方面，前期猪价高企催生的禽畜存栏量提升将带动饲料需求刚性增长。
- 今年气候条件糟糕，但全国水产配合料产量增速尚可，上半年同比小幅上升 7%。其中备受关注的华中地区之涝情（主要是雨水造成的低温）和旱情（对天然湖泊影响更大，池塘受扰较轻）的影响并不大；同时水产品价格的上升反而催生农户的投苗量增长了约 5%~10%；而华南地区今年主要是疫病，我们了解到：1）目前的排塘情况虽仍存在，但已较前期有所好转（大、小号料依然倒挂，但偏离度已有所缓和）；2）大、小厂商的分化异常明显，类似海大这样的大厂商趁势依靠资金和服务进一步拓展市场份额，呈现强者恒强趋势，今年小厂的生存非常困难；3）虽有疫病，但供给减少造成的价格触底回升（主要是对虾）刺激农户后期养殖热情。
- 公司是国内水产预混料龙头企业，上半年极端天气背景下，公司仍通过优异的营销和服务能力分别顺利实现水产饲料和禽畜饲料 51%和 36%的增长。下半年需求渐旺背景下公司产能逐步释放所带来的销量稳步提升（我们在文中的明细列表统计显示，至少达 543 万吨），将助力公司业绩继续保持较快增速，预计公司全年饲料销量可达 325 万吨；虾苗和微生态制剂业务今年亦将加快提速，预计二者小计可贡献利润 5000 万元。同时，我们认为公司极具特色的服务型营销和“一体化解决方案”式的服务商定位，是公司未来保持高于行业增速的最大优势。
- 盈利预测：逐步扩张的产能和“一体化解决方案”式的服务将确保公司业绩保持较快增长，进而提升公司估值水平。我们预计公司 2011 年和 2012 年饲料销量分别为 325 和 435 万吨，苗种销量 125 和 175 亿尾，实现EPS 0.55 和 0.73 元，2013 年 EPS 0.94 元，目前股价对应 2012 年PE为 23.5x，维持“增持”评级，给予 2011 年 35 倍市盈率，对应目标价 19.50 元。
- 风险提示：极端天气造成鱼虾持续大量死亡。

目 录

四大主要投资逻辑.....	4
1. 公司简介——国内水产饲料行业翘楚.....	5
1.1 典型特征：淡季不淡，旺季更旺.....	5
1.2 主营业务：产能扩张，前景广阔.....	6
2. 水产饲料——“细看”之产能，“三看”之服务.....	6
2.1 “细看”海大之产能：总量持续扩张，范围持续延伸.....	6
2.2 “三看”海大之服务：看理论，看方式，看细节.....	9
2.2.1 “一看”理论.....	9
2.2.2 “二看”方式.....	11
2.2.3 “三看”细节.....	12
3. 探讨——市场的两大疑虑：疫病和行业增速放缓.....	13
3.1 今年的疫病与天气：雨一直下，气氛还算融洽.....	13
3.2 行业：无法回避的事实——为什么增速放缓了？.....	15
4. 苗种与微生态制剂——不仅仅是两翼齐飞.....	18
5. 猪饲料——存栏量处在上升通道，产量提升空间广阔.....	19
6. 盈利预测.....	21
7. 风险提示.....	21

图目录

图 1 公司水产配合料销量与行业平均水平对比 (%)	5
图 2 公司饲料销量增速与同行业公司对比 (%)	5
图 3 2010 年海大集团饲料业务收入构成 (%)	6
图 4 海大集团历年饲料销量及水产料占比变化	6
图 5 海大集团历年饲料产能扩张情况 (万吨)	7
图 6 公司水产配合料 (鱼、虾料平均) 均价变化 (元/吨)	9
图 7 公司部分饲料原材料价格变化 (元/吨)	9
图 8 公司以服务为核心的经营模式	10
图 9 海大集团与同行业公司销售费用率对比 (%)	13
图 10 海大与同行业公司销售服务人员占总员工比例 (%)	13
图 11 国内淡水鱼价格走势 (元/千克)	14
图 12 国内对虾价格走势 (元/千克)	14
图 13 我国华南地区南美白对虾塘头价 (40 头/斤)	15
图 14 全国饲料总产量与增速	15
图 15 全国水产饲料产量与增速	15
图 16 我国历年人工养殖产量与增速	16
图 17 海大集团微生态制剂业务历年收入 (万元)	19
图 18 国内母猪存栏量 (万头)	20
图 19 国内仔猪存栏量 (万头)	20
图 20 海大集团历年猪饲料与禽饲料销量	20

表目录

表 1 海大集团饲料项目产能明细	8
表 2 海大集团饲料饵料系数与行业均值水平比较	11
表 3 海大集团产品和服务对养殖效益的提升幅度	11
表 4 不同类型饲料企业的定位	12
表 5 海大集团与通威股份研发投入对比	13
表 6 我国水产饲料实际工业化普及率	17
表 7 我国饲料工业与饵料系数发展阶段	17
表 8 海大集团主营业务收入预测表	22
表 9 海大集团利润预测表（百万元）	23

四大主要投资逻辑

- 众所周知，下半年是水产养殖的旺季，我们对此不再赘言，需要指出的是，公司水产饲料销量增速一直明显高于行业平均水平，而下半年产能的逐步释放将加速其旺季的饲料销量；同时，今年病疫导致虾类供给偏紧，价格的提升催生农户后续养殖热情逐步增强，公司水产饲料的价格也有所提升。
- 长宜放眼，公司有别于一般水产饲料企业的最大之处在于其广泛而深入的“一体化解决方案”式的服务。在目前行业众多公司开始重视专业化能力时，公司开展战略升级，开始逐步为农户提供整个养殖流程的服务支持，其形式就是公司未来发展策略将发生“两转型”：1) 在公司竞争策略上转型为追求养殖户的价值最大化；2) 在公司定位策略上转型为服务型企业。而最终结果就是养殖户对公司的服务需求愈发强烈、对公司的“良性”依赖程度不断加大。我们认为，公司以服务为核心的战略转型将是在未来继续保持高于行业发展速度的最有力保障。
- 苗种和微生态制剂业务发展迅速，未来将与饲料业务构成公司“三极”，而非仅仅是辅助性的“两翼”。公司未来将通过饲料扩大客户群体，而通过苗种和制剂赚取超额利润。苗种的优劣对于养殖效益的影响程度日渐加大，公司虾苗去年销量差强人意，今年虽然华南地区虾病现象较严重，但由于供给减少造成近期收购价格反弹，农户养殖积极性不减，预计公司今年可实现虾苗销量125亿尾，同比大幅增长150%。公司微生态制剂所提升的养殖效益已经逐步在使用的农户中切实体现，预计其重要性和销量将随着公司优质服务的不断深入而继续得以强化。同时我们不排除未来公司向下游养殖进军的可能。
- 最后，公司近几年迅猛发展的猪饲料。对于禽畜饲料行业而言，虽然近几年市场集中化程度在不断提升，但是由于其天生的物理属性和总体仍较易的进入门槛，短期内具体公司凭借产品差异化或价格调控等手段以快速提升覆盖半径与市场占有率的期望仍面临较大困难，更多的还是通过销量的提升来带动业绩增长，而放量一是依靠（外部）养殖周期的轮动，二是依靠（内部）产能的扩张。目前，一方面母猪和生猪存栏量仍处在上升通道，切实提升的存栏量将带动饲料需求刚性增长，公司受益较为明确；另一方面，公司近阶段猪饲料销量一直攀升较快，产能储备逐步释放后，预计全年可实现同比80%以上的增长，后续发展空间广阔。

不确定因素

- 极端天气造成鱼虾持续大量死亡。

1. 公司简介——国内水产饲料行业翘楚

海大集团成立于 2004 年，并在 2007 年依法整体变更为股份有限公司，发起人为深圳市海大投资有限公司和鼎晖投资（CDH），主营水产饲料、禽畜饲料、虾鱼苗种和微生态制剂，目前为国内销售规模最大的水产预混料企业，水产配合料销量全国第二，堪称国内水产饲料行业翘楚。

1.1 典型特征：淡季不淡，旺季更旺

公司自成立之时起便成为水产饲料行业发展速度最快、技术水平最好、服务能力最强的企业之一。公司通过生产和销售水产预混料获得行业的超额利润；同时，在服务型企业定位、技术领先和采购能力优秀等优势的带领下，公司通过生产和销售水产配合饲料和畜禽配合饲料获得高于行业平均水平的利润率。

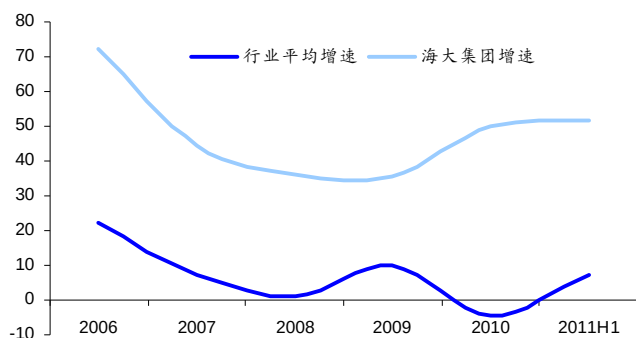
公司从做水产预混料起步，目前已是国内水产预混料销量第一的企业，并在水产预混料基础上进入淡水鱼配合饲料领域，目前销量位居全国第二，仅次于通威股份；同时公司虾料、膨化鱼料与禽畜饲料业务也蓬勃发展，前两种饲料销量目前已分别位居全国第三和第一。历史上看，公司水产料的销售一直远高于行业平均水平，呈现淡季不淡、旺季更旺的特征，总体上公司饲料销量与行业相关性非常的低。

旺季：国内水产饲料销量近 10 年来的复合增长率约为 10.5%，下游需求的提升带动了鱼虾养殖和供给的迅速上扬。在水产饲料行业快速发展的这段旺季中，公司凭借技术、销售和服务等三项优势的齐头并进，营收和利润的增速一直远高于行业平均水平。

淡季：而 2010 年国内水产养殖与饲料行业经历寒冬，整个上半年受制于大范围恶劣气候、多种养殖品种爆发养殖疫病、饲料原料价格大幅波动等桎梏，水产饲料产量同比骤降 25%；虽然下半年气温回升的持续时间较长，需求也稳步增长，使得整个三季度和四季度初水产饲料产量恢复性增长，但全年总产量仍同比下降 4.4%，为近十年来首次出现下滑。而公司在此行业发展的淡季中，坚持服务式营销的理念和方式，有的放矢的新建、扩建、和改建相关募投、超募项目，加强成本采购和综合治理方面的经营效益，最终成功实现水产饲料销量接近 40% 的同比增长，体现出较强的抗风险能力。

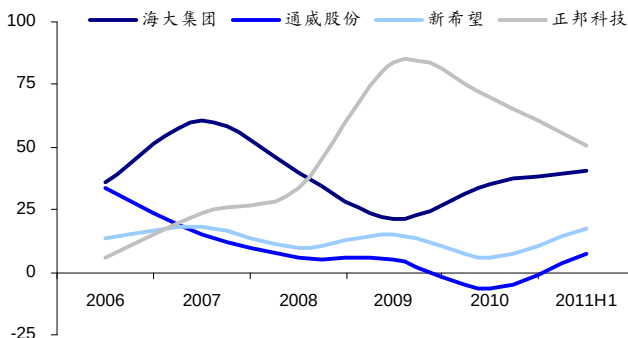
具体到今年上半年，公司经营规模、效益稳步增长，实现营业收入 41.42 亿元，比上年同期增 55.45%。实现饲料销量 123.50 万吨，比上年同期增长 40.82%，远高于饲料行业上半年的增长率 4.0%。公司饲料销量中，禽畜配合饲料 76.86 万吨，水产配合饲料 46.36 万吨，同比分别增长了 35.56% 和 51.01%。

图 1 公司水产配合料销量与行业平均水平对比 (%)



资料来源：全国饲料工业统计资料，公司公告，海通证券研究所

图 2 公司饲料销量增速与同行业公司对比 (%)



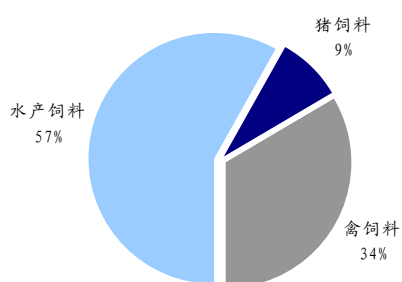
资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.2 主营业务：产能扩张，前景广阔

公司主要产成品为水产饲料与禽畜饲料，辅之以鱼虾苗种和微生态制剂的销售，公司近年来的快速扩张与业绩提速，在“前台”上表现为饲料产品的优良品质和服务式营销的深入人心，而在“后台”上则要很大程度要归功于公司产能快速与持续的扩张。由于淡水养殖对温度有要求，每年会因季节转换而历现年内“小周期”轮动，一般每年的7月份至10月份因水温较为适宜鱼虾的生长而成为养殖旺季，投料量也属高峰期，而公司下半年产能也将继续扩张，我们预计今年年底饲料产能累计可达543万吨，未来公司仍有多个在建的超募项目可实现达产（具体明细见后），前景广阔。

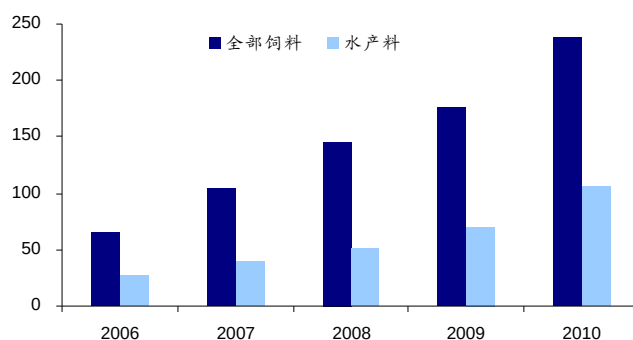
公司微生态制剂和虾鱼苗种业务目前的收入占比虽小，但毛利率较高，前者的毛利率更是可达50%。随着公司服务式引导和用户体验效果的显著，微生态制剂的效用已逐渐被养殖户所认可和接受；虾苗销量由于2010年的低基数，今年有望爆发式增长，而占比较少的鱼苗业务，公司亦于2010年做了详尽的市场化部署。

图 3 2010 年海大集团饲料业务收入构成（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 海大集团历年水产饲料与全部饲料产量对比（万吨）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 水产饲料——“细看”之产能，“三看”之服务

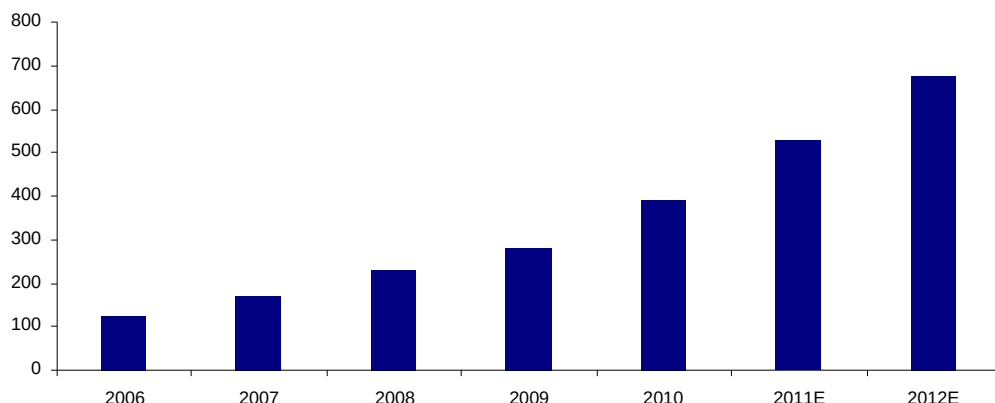
2.1 “细看”海大之产能：总量持续扩张，范围持续延伸

从前文的分析中我们可以初步看出：

- 1) 公司饲料销量明显好于行业平均水平，下游农户需求状况一直非常好；
- 2) 下半年水产饲料和禽畜饲料的行情都比较好。

因此，需求旺盛的背景之下，公司短期内盈利能否继续保持高增长将主要取决于公司产能和产量的扩张与提升。此外，我们认为下半年公司饲料的价格与毛利率水平将保持稳中略有提升的状态。

图 5 海大集团历年饲料产能扩张情况（万吨）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

首先，看产能。历史上公司产能增速一直较快，2006 年公司尚仅有 123 万吨的产能，而截止 2010 年底的产能已经有约 390 万吨，年复合增速 30% 以上。公司未来几年产能的最基本目标是每年保证实现约 100 万左右产能的稳步增长，我们预计实际扩张速或将达到每年新增 150 万吨产能；而公司起初自我设定的 2011 年的具体目标是：销售规模超过 280 万吨，华南片区销量超过 200 万吨，华中片区超过 50 万吨，华东片区超过 30 万吨。从目前情况来看，我们认为公司 2011 年销量超过 300 万吨是较大概率事件。

公司产能可以划分为以下几个来源：1) 上市前的非募投原有项目；2) 募投资金新建的项目；3) 利用超募资金新建的项目；4) 利用超募资金扩建的项目。

下表是目前公司主要饲料分/子公司和项目的产能和进展情况明细（部分分/子公司和项目不涉及饲料加工，仅涉及销售，故表中并未列出）。从中我们可以看出，截止目前，公司确切设定建立的 2012 年产能就已经达到 629.7 万吨，即使今年下半年不再有新的建厂计划，公司产能扩张的步伐也足够快速。具体到 2011 年，由于有部分项目（主要是部分募投与超募新建项目）将在 2012 年全部达产，我们结合此类项目的投资进度比例，估算计入进 2011 年的产能比例和绝对值，我们得出的数据大约是 543 万吨。

表 1 海大集团饲料项目产能明细

	产能 (万吨/年)	主要业务	现状与备注
公司非募投项目 (含后期收购与自筹扩建)			
海因特分公司	2	预混料	已达产
广州海维	26	鱼料	已达产
广州容川	8	虾料	已达产
番禺大川	33	鸭料、猪料	已达产
佛山海航(1)	34	鸡料	已达产
湛江海大	7	虾料	已达产
东莞海大	27	鸭料	已达产
泰州海大(2)	10	鱼料	已达产
苏州海大	9	虾料	已达产
湖南海大(3)	11	鱼料	已达产
湖北海大	21	鱼料	已达产
成都海大	12	鱼料	已达产
三水番灵	13	禽畜料	已达产
东莞二期	16E	配合料	已达产
江门扩建	20E	鱼料	已达产
大川扩建	18E	鱼料	已达产
江门奥特	7.5	水产料	已达产
公司募投新建项目			
荆州海大	45	鱼料	已达产
江门海大	40	水产与禽畜料	已达产
浙江海大	26	虾料	已达产
福建海大	19	鱼料	已达产
广州海因特	3.2	预混料	在建, 预计 2011 年三季度末全部达产
南通海大 (原“广西海大”)	24(11 年暂不计)	水产料	在建, 预计 2012 年三季度末全部达产
南昌海大 (原“江西海大”)	24(11 年暂不计)	水产与禽畜料	在建, 预计 2012 年底之前全部达产
茂名海龙	24	水产与禽畜料	在建, 预计 2011 年三季度末全部达产
公司超募资金新建项目			
珠海容川	12	虾料	已达产
鄂州海大	21	水产与禽畜料	已达产
常州海大	24	水产料	已达产
揭阳海大	22(11 年暂不计)	水产与禽畜料	在建, 预计 2012 年底之前全部达产
天门海大	18(11 年计 9 万吨)	水产与禽畜料	在建, 预计 2012 年三季度末全部达产
海南澄迈	18(11 年计 6 万吨)	水产与禽畜料	在建, 预计 2012 年全部达产
天津海大	24(11 年计 12 万吨)	水产与禽畜料	在建
珠海斗门	31(11 年暂不计)	水产与禽畜料	在建, 预计 2012 年达产
公司超募资金扩建项目			
佛山海航(1')	13(11 年计 6 万吨)	鸡料	在建, 预计 2012 年 7 月全部达产
泰州海大(2')	8	鱼料	已达产
湖南海大(3')	13	鱼料	已达产
合计 1 (2011 年产能)	542.7		
合计 2 (2012 年产能)	683.7		

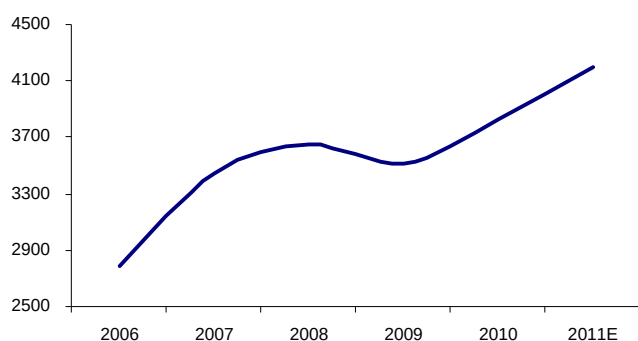
资料来源: 公司公告, 海通证券研究所 (注: 表中预计达产的日期来源于公司年报或半年报中对于该项目的达产期预测)

综上，我们预计公司 2011 年饲料产能可达 543 万吨，各类饲料销量总计 325 万吨左右，继续保持产能和产量较快速度的增长，以良好的发展态势迎接水产和禽畜饲料旺季的来临。

其次，看价格。今年上半年饲料原材料价格涨势虽较 2010 年末略有放缓，但仍处于上升通道，加上下游养殖行业景气高，共同推动饲料价格上涨，公司在二季度初曾较为集中性的提升过各类饲料的价格。综合来看，我们预计公司上半年饲料销售均价同比上升接近 10%。目前水产品价格涨势较好，猪肉价格也还是在相对高位，农户养殖热情较高，需求拉动下，预计下半年公司饲料价格有望继续保持小幅上涨的态势。

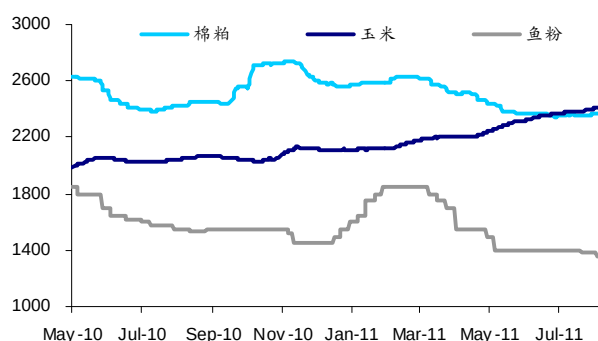
最后，看毛利率。虽然上半年公司饲料产品价格提升，但成本也增长较快，整个饲料行业的毛利率还是承受了一定的压力，相比去年持平微增(9.13%相比去年的 8.94%)，部分原因在与公司上半年水产配合饲料的增速高于畜禽配合饲料的销售增速，而水产配合饲料的毛利率相对较高。全年来看，一方面，目前原材料鱼粉的价格依然在下降通道之中，而玉米价格的涨势也较去年有所放缓，公司成本压力不大；另一方面，从公司对饲料产品的结构部署上来看，将不断提升水产饲料销量占比的高度(公司曾预定今年水产料销量超过 140 万吨，占比所有饲料销量超过 50%，其中虾料 25 万吨，膨化料 25 万吨，颗粒鱼料 25 万吨)，同时在禽畜饲料中，加大对于毛利率较高的猪饲料的销量占比，而利润较低的鸡、鸭饲料则或将基本维持或以略高于行业的增速发展。

图 6 公司水产配合料(鱼、虾料平均)均价变化(元/吨)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 7 公司部分饲料原材料价格变化(元/吨)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2.2 “三看”海大之服务：看理论，看方式，看细节

将目光拉的更长远、更高一些，我们认为，公司服务型销售的特点将使得其最大限度的受益于行业的高景气行情，也是公司近年来能够一直以远高于行业的增速发展的关键之处。

2.2.1 “一看”理论

从目前情况来看：

1) 饲料行业的集中度较之以前有所改善，但依然属于进入门槛相对较低的行业，这就意味着单纯依靠成本优势来提升公司未来发展的方式面临瓶颈；

2) 整体上看，饲料行业的增速其实并不算太慢，近 10 年产量的复合增长率 8.1%，技术也在不断进步，但是其传统行业的本质决定了大部分公司的毛利率和净利润水平仍将保持在较低的水平，这就意味着其企业若想以高于行业的增速发展，必须具备有一定特色的产品或方式能够源源不断的吸引客户源。

可以看出，饲料企业要想持续以高于行业盈利水平的速度发展，就必须同时依靠饲料产品之外的东西或经营模式，要么是技术，要么是服务，而后者无疑更具备持久性和可扩展性（但也必须有前者做基础）。

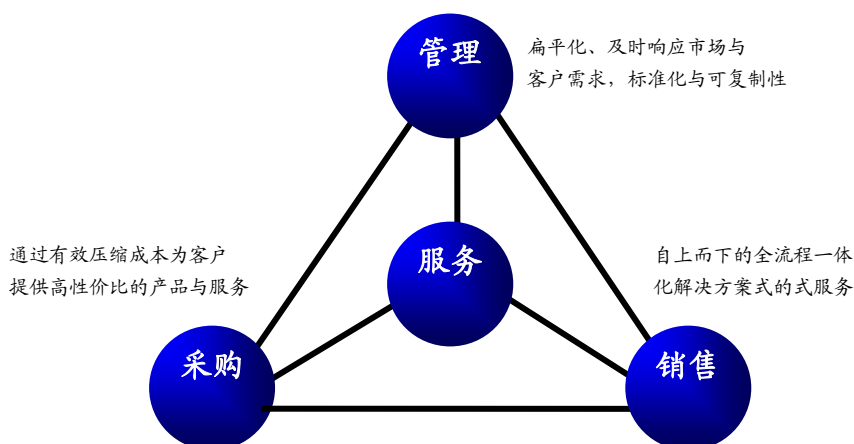
长宜放眼，海大集团有别于一般水产饲料企业的最大之处在于其广泛而深入的“一体化解决方案”式的服务。在目前行业众多公司开始重视专业化能力时，公司开展战略升级，开始逐步为农户提供整个养殖流程的服务支持，其形式就是公司未来发展策略将发生“两转型”：1）在公司竞争策略上转型为追求养殖户的价值最大化；2）在公司定位策略上转型为服务型企业。而最终结果就是养殖户对公司的服务需求愈发强烈、对公司的“良性”依赖程度不断加大。我们认为，公司以服务为核心的战略转型是公司过去、现在、以及未来继续保持高于行业发展增速的最有力保障。

销售：公司在营销策略上坚持自上而下，在销售模式上坚持以服务为核心，对养殖户提供从“苗种-放养模式-水质控制-疫病防治-饲料”全流程的技术支持，通过终端用户大量增加而拉动产品销售的增长，同时实现客户价值的最大化。

采购：公司的采购是基于专业信息研究基础上的专业化采购，通过充分的信息研究和套保措施，显示出较行业更好的采购优势，其直接表现就是报告期内公司绝大部分原材料的采购价格低于市场平均价格；除此之外，公司按照细分市场建立专门的采购团队，并且将具体采购人员的奖金与具体原材料采购价差挂钩，以期激励。公司权力压缩成本的目的之一也是帮助客户能够获得最优的性价比产品，从而实现价值的最大化。

管理：我们认为，公司管理方面的优势主要体现在其扁平的层次结构和标准化的可复制性。在前者，公司建立“中心+分子公司”的专业化、扁平化经营模式，同时摒弃大多数公司所采取的中部中心高度集权的惯例方式，将全力下放到各个分子公司，总部中心和分子公司相互考核、互动，既发挥了各分子公司能够快速、准确和全面的应对市场变化以及第一时间满足客户服务的优势，又提升了总部中心的专业服务能力，二者共同促进，更好的提升客户价值。在后者，由于公司的管理模式成熟，执行效率高，已经形成了很强的标准化，可以在新兴地区建厂时顺利复制；例如公司针对新型市场已总结出一套“先开发，再铺垫，后建厂”的成熟模式，一般 2-3 年就可以成功开辟一个新的市场。

图 8 公司以服务为核心的经营模式



资料来源：公司公告，海通证券研究所

从以上三点我们可以看出，无论是销售、采购、还是管理，其核心牵引思路都是服务，核心目标都是通过客户价值最大化而实现共赢。

2.2.2 “二看”方式

那么，为什么海大要通过实现养殖户利益的最大化来带动公司的快速增长？或者说，为什么实现养殖户利益最大化的同时能够带动海大以远超行业平均水平的速度成长？因为归根结底，未来的竞争主要是养殖户之间的竞争，而非饲料企业之间的竞争，只有通过帮助自己的客户（养殖户）在竞争中取得优势，才能拉动企业的自身快速发展。具体而言，海大通过以下几点帮助养殖户实现价值最大化：

a) 产品质量。饲料行业是一个竞争度较高的行业，只有提供能够提升养殖户养殖效益的高质量饲料产品，让客户单位成本下的产出值更高（例如饵料比更低），实现更大的切实受益，才能赢得稳定的客户源。公司从一开始就注重对研发和技术的投入，集中表现在较低的饵料系数和较高的研发投入，使用海大饲料配方的养殖户，其饵料比要普遍较一般养殖户低 0.2-0.4 个点，且抗病能力更强，专业化程度更高（根据我们 7 月份从华中地区了解的情况来看，部分养殖户的饵料系数均值已经小于 1.4（华中地区草鱼居多，属于饵料系数相对较高的品种），依然优于其他公司和行业指标。）。公司养殖的罗非鱼、草鱼和对虾的亩均盈利水平分别较行业平均水平高出约 600、450、和 900 元。

表 2 海大集团饲料饵料系数与行业均值水平比较

饵料系数	海大集团水平	行业一般水平
草鱼	1.6-1.8	>1.8
罗非鱼	1.2-1.5	1.6-1.8
海水鱼	1.0-1.2	1.2-1.5
对虾	0.8-1.1	0.8-1.5

资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，海通证券研究所

b) 一体化配套式的产品。养殖产品各个环节的依赖性越来越强，客户越来越倾心于能提供全流程产品的企业。公司目前具备从苗种（一代苗、二代苗等均具备）——到饲料（预混料、浓缩料等均具备）——到微生态制剂（如前所述，随着恶劣天气和疫病的频发，越来越多的农户意识到微生态制剂对于改善养殖环境以提高养殖效益的重要性）等一整套产品，各个产品之间紧密连扣，甚至可以实现“无缝”连接，哪个环节出现问题时公司可以便捷的实现定位（就好比使用同一厂商出品的平台和相关软件，由于具备相同的“接口”，在出现问题的时候可以迅速而有效的采取措施，不会出现推诿和界定不清的现象），为养殖户节约了很多机会成本，而尝到切实利益的养殖户会反过来对公司的产品产生很强的客户粘性，从而保证公司饲料销量的稳定增长。

表 3 海大集团产品和服务对养殖效益的提升幅度

增收项目	效益增加（元/亩）
清塘消毒	100
合理清淤	400
调水提高草鱼成活率	200
每亩增加 0.3 吨投喂量	353
调水（每年增加 10 次）花白鲢增产	240
降低 0.1 饵料系数	280

资料来源：公司公告，渔业致富指南，海通证券研究所

c) 服务。这是海大集团能够走在行业前列之根本优势，这种服务已经不仅仅是 a) 和 b) 中所列的产品质量和一体化程度，而是针对养殖过程中出现的具体问题的“一体化解决方案”式的服务。这就需要公司在传统制造型或技术领先型的基础上更进一步，晋升到全方位服务型企业。

表 4 不同类型饲料企业的定位

企业类型	企业定位与描述
传统制造型	以成本控制为主要经营策略，对科研投入相对较少，专业化能力不强，产品同质化严重
技术领先型	科研投入多，专业化能力强，产品质量有优势和差异化，但对养殖户价值增值不够，客户粘性不稳固
全面服务型（海大集团）	追求养殖户价值最大化，通过一体化服务增强客户粘性，实现客户与企业的双赢

资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，海通证券研究所

从饲料行业的本身特点和发展趋势来看，未来，卖饲料，本质就是卖服务。由于饲料毛利率偏低，饲料企业的增长主要还是靠量而非价，那么怎样保证企业饲料的销量能够稳定而快速的增长？以海大为代表的服务型企业的经营上力求围绕内外两个核心：对内是围绕生产出最优性价比的产品为核心构建竞争力，并以技术、管理、采购、生产等强大的专业化能力为基础；对外是通过对养殖户提供整个流程（从优质种苗、科学养殖模式与技术、疫病防治、饲料、流通加工等）的专业服务能力而保证养殖户活力，从而保证企业稳定而快速的发展。具体而言：

一方面，海大抓住行业变革机会，积极应对水产规模化养殖比例不断提高和对服务的需求越来越强烈的趋势，在饲料、养殖等各个环节提供全方位的服务支持，增强已有客户的粘性（拓展深度）。公司全力打造专业的服务团队，深入到具体塘口一线，为养殖户提供实时服务（目前公司拥有销售服务人员约 2000 人）。产品和服务并重的模式使得公司的产品获得很高的附加值，同时也获得大批忠实的客户群体，奠定了持续成长的基础；

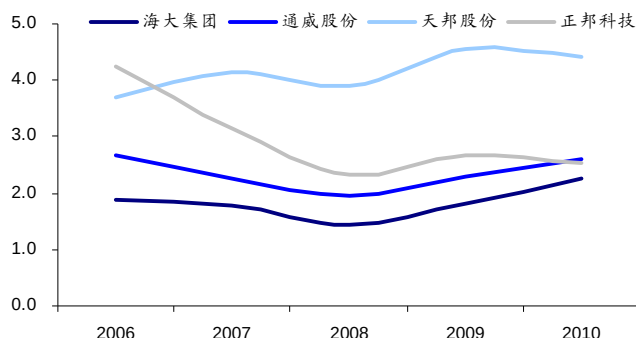
另一方面，海大其优质服务在老客户中的示范效应，积极“撒网”，增加下游养殖客户“点”的数量（延伸广度）。以华东地区为例，目前整个华东地区有大约 50-60 万的养殖户，而公司现在覆盖的数量在 10 万个以上，养殖户数量上接近 20%，而且增长速度很快。华中地区淡水养殖市场广阔，随着公司服务的不断延伸，后期有望发掘出更多新的潜在客户群体（从收入角度看，公司在华中地区的收入仅占总体收入的 16%，同样潜力巨大）。

2.2.3 “三看” 细节

海大集团在通过其一体化的服务式销售带动公司饲料销量远高于行业增速的同时，其销售费用率仍能保持在行业较低水位，我们认为，这一方面体现了公司在销售与服务环节上不仅最终的效果很好（销量增长快），同时具体实现过程中的效率也很高（成本控制好）；另一方面也从侧面反映出公司已由客户群体的粘性较高。

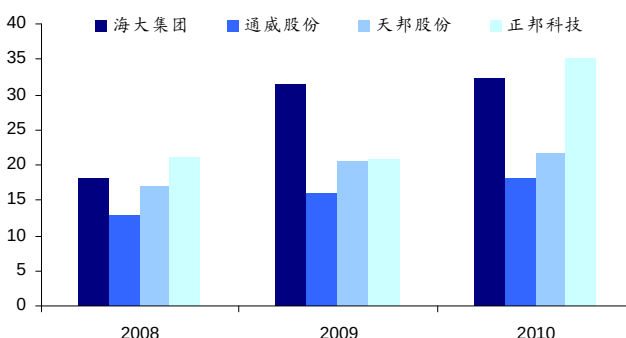
同时，海大销售服务员工占公司总员工的比例高达 32%（截止 2010 年），远高于同行业其他公司的水平（因此公司单位饲料销量对应的销售服务人员数量在行业中也较低，大约为 6.3 人/万吨，相比而言，天邦股份这一比例为 15.76，通威股份为 6.3。同时今年公司有新招了一批较高素质的新员工，预计到年底服务人员累计接近 3000 人），而其中下沉到第一线作业的销售服务人员又占据其中的绝大多数，是公司拓展服务深度和广度的关键。

图 9 海大集团与同行业公司销售费用率对比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 10 海大与同行业公司销售服务人员占总员工比例 (%)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

其次, 公司在研发上的投入也一直不遗余力。2010 年, 公司投入研发费用 4762 万元, 占营业收入的比重为 0.62%, 占整个管理费用的比重为 18%。公司目前拥有研发人员 307 人, 共完成 238 项研发项目。

表 5 海大集团与通威股份研发投入对比

		2007	2008	2009	2010
海大集团	研发投入金额 (千万)	2750	2200	2400	4800
	占比营业收入 (%)	1.01	0.49	0.46	0.62
	占比管理费用 (%)	31.98	18.14	19.86	18.33
		2007	2008	2009	2010
通威股份	研发投入金额 (千万)	2500	2950	1500	-
	占比营业收入 (%)	0.37	0.44	0.13	-
	占比管理费用 (%)	14.20	9.97	4.55	-

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

再者, 公司的服务并非单纯依靠服务人员的堆砌和技术研发的投入, 而是在具体服务模式上进行分层的精细化管理。即公司除了我们此前提及的“苗种—>放养模式—>水质控制—>疫病防治—>饲料”的纵向产业链的服务之外, 在服务销售模式上也采取分级分层的形式, 最大限度、最有效率的提高服务的产出与投入比。

公司构建了“分、子公司业务人员 (一线)”、“分、子公司技术人员 (二线)”、“总部研究中心人员 (三线)”的三级服务销售体系。三线人员都会下沉到养殖户终端, 但是下沉的时点和方式各不相同, 一般一线人员常年分布在各养殖户终端, 指导养殖户进行具体投量、防疫、和养殖, 遇到无法解决或需要协调的问题, 上报二线人员, 由二线人员集中更广泛的力量给予解决, 再无法解决的大规模技术或疫病等问题, 则上报三线总部集中“会诊”解决。这样既保证了服务的面面俱到, 又保证了层次分明, 效率井然有序。

3. 探讨——市场的两大疑虑: 疫病和行业增速放缓

3.1 今年的疫病与天气: 雨一直下, 气氛还算融洽

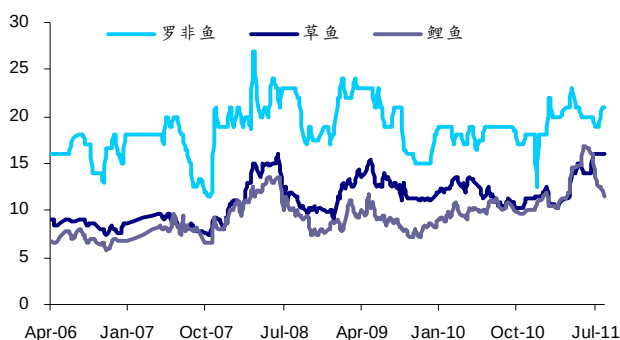
2011 年的天气状况比较糟糕, 而且病疫来的也比 2010 年更早一些, 即使在 2010 年上半年的低基数效应下, 水产饲料产量今年上半年也不过上涨了 7%, 而华中地区的旱涝交织与华南地区白对虾的大规模疫病更是无不扰动着水产养殖行业的神经。

华中地区上半年的气候环境特别差。通过我们与当地相关行业人士的交流，我们认为整体上灾情、尤其是雨水和低温，对当地上半年投料量有一定的影响，但对于投苗量和全年的投料量影响不大，更重要的是当地养殖的投苗热情并未因天气而有明显下降。

关于旱情。根据我们了解到的信息，华中地区的干旱对于水产品的影响实际上要大于洪水的影响，但是干旱影响的对象主要是天然湖泊和自然江河等，对于投料量占绝大多数的池塘养殖影响很小，农户通过换水、抽水等形式可以有效的保持池塘的水量和温度。

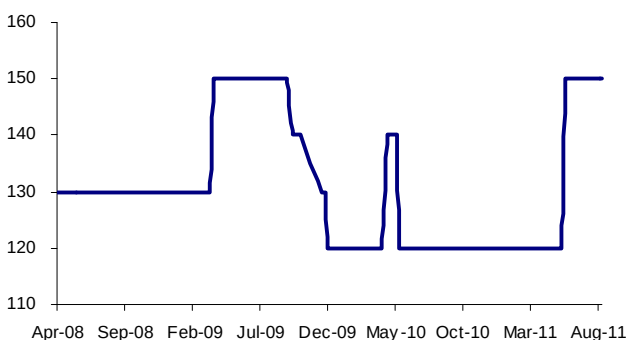
关于涝情。涝情对于池塘养殖的影响主要在雨水和温度，连绵不断的雨水偏低温度持续较低，对鱼虾生长即为不利，这一点与去年颇有相近之处。然而与去年不同的是，由于供给减少，今年的鱼虾价格（尤其草鱼）较好，农户的养殖积极性并未因为恶劣天气而消除，也愿意冒一定的风险继续养殖。

图 11 国内淡水鱼价格走势（元/千克）



资料来源：农业部，海通证券研究所

图 12 国内对虾价格走势（元/千克）



资料来源：农业部，海通证券研究所

这一情形的直接表征就是截止 7 月下旬，整个华中地区的投料量较去年大约下降 5%，但水产品价格的上升势头还是催生农户的投苗量增长了约 5%-10%（常规池塘）。我们认为上半年的投料量确实是比较偏少的，毕竟一方面，2010 年上半年的基数本身就比较低了；另一方面，我们了解到 6 月份之前都是在去库存，而且 2010 年库存下来的大鱼相对往年较多，食饵量应比小鱼更多；但是总体影响并不大，因为上半年本就不是投量的旺季，占比全年投量不足 20%。

而华南地区今年主要是疫病，截止 8 月底的虾料总需求量较去年有所下降，但行业分化现象加重，具体而言，我们了解到：

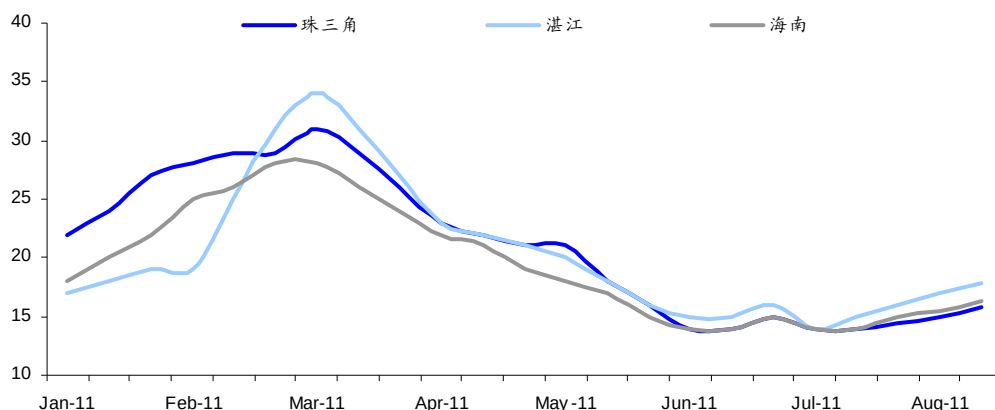
1) 目前的排塘情况虽仍存在，但已较前期有所好转（大、小号料依然倒挂，但偏离度已有所缓和便是证明，目前大、小号料的比例已经有前期的 1: 9 回升到 2: 8，但仍较均值水平有较大差距）；

2) 大、小厂商的分化异常明显，部分大厂商趁此小低谷，依靠资金、质量和服务加速抢占市场（今年天气和病疫导致死亡率高，农户对于饲料、相关制剂的质量和养殖后续服务的要求前所未有的大），小厂的生存已经非常困难（很多只能采取代加工或专攻某些特定客户群体等形式谋求出路），呈现强者恒强的趋势；

3) 水产品供给减少造成的价格触底回升（主要是对虾）依然刺激这农户后期养殖热情。由于华南各地南美白对虾出塘量依然较少，8 月份的价格也延续前期的上涨态势，珠三角地区 30 头/斤的南美白对虾收购价格为 16 元/斤，40 头/斤的收购价格为 15 元/斤左右，而福建地区则分别为 17-18 元/斤和 15 元/斤，而海南地区则分别为 18 元/斤和 15.5 元/斤左右。

而 9 月及后期的水产料需求量还是要看 8 月份投苗量的情况。目前来看,海南、湛江等地 8 月的投苗量较大,如果 9 月份天气和水温能够保持前期较为的良好状态,虾料需求量有望继续上升。

图 13 我国华南地区南美白对虾塘头价(40 头/斤)



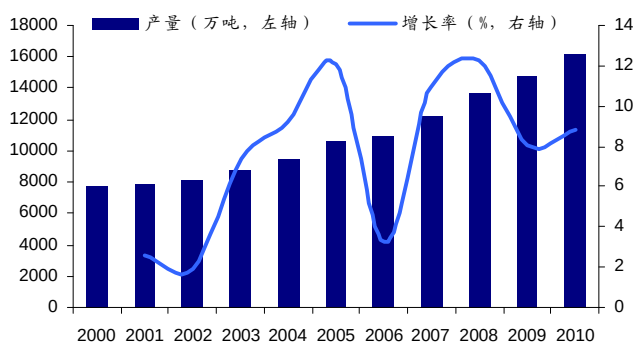
资料来源: 中国水产养殖网, 海通证券研究所

3.2 行业: 无法回避的事实——为什么增速放缓了?

2000 年以来整个饲料行业产量稳定增长,近 10 年全国饲料总产量年复合平均增长率为 8.11%,2010 年全国饲料总产量 16202 万吨,同比增长 9.38%,相比 2000 年增长 118%。

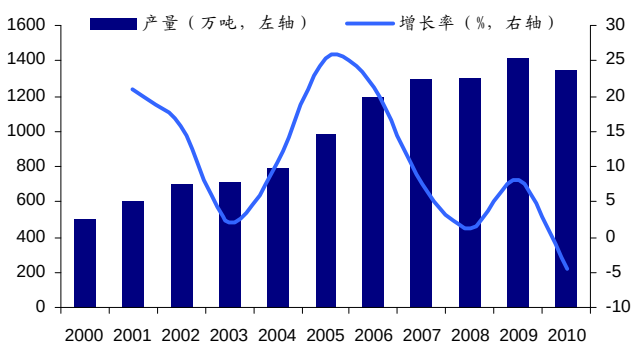
而水产饲料方面,近 10 年水产饲料行业呈现了较为波动的增长态势,个别年份产量实现大幅度的增长,但近年来增速有所放缓,2010 年水产饲料产量相比 2006 年增长为 21.11%,因此水产饲料占饲料总产量的比重也在缓慢下滑,目前约为 10%。

图 14 全国饲料总产量与增速



资料来源: 中国饲料工业年鉴, 海通证券研究所

图 15 全国水产饲料产量与增速



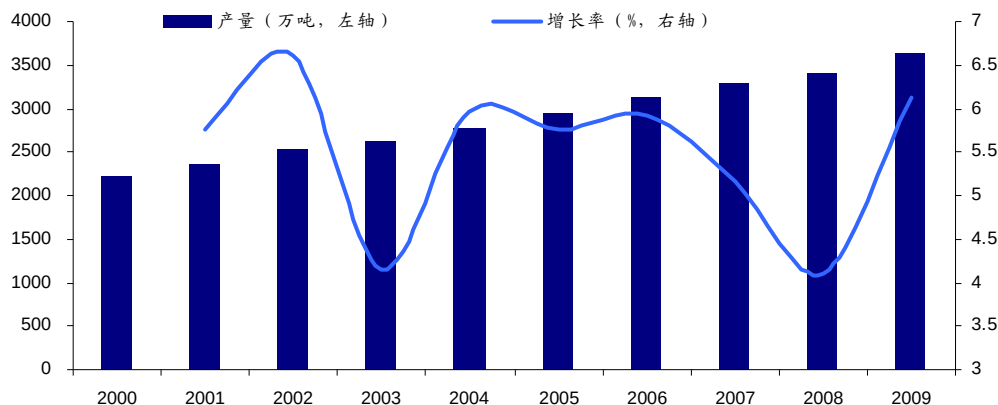
资料来源: 中国饲料工业协会, 海通证券研究所

从上面的情况可以看出,一个无法回避的事实是:水产饲料的增速、尤其是近 4 年来的增速明显放慢。市场常用 10 年的复合增长率来解读与印证水产饲料相对于饲料总量的快速增长(10.5%对比 8.1%),但近几年随着水产饲料增速的放缓,这种偏离度在变大。

从基本逻辑上来讲,产量增速的放缓,最大可能就是鱼虾的养殖量增速放缓了。然而根据权威的历年《中国渔业统计年鉴》显示,除了个别年份之外(如 2008 年),自

2006 年到 2010 年，全国人工养殖产量的增速与 2001 至 2005 年相比并无非常明显的变化。

图 16 我国历年人工养殖产量与增速



资料来源：中国渔业年鉴，海通证券研究所

究其原因，我们认为主要有以下几点：

1. 天气——天气因素对水产饲料产销量的影响明显大于禽畜饲料。

与禽畜相比，天气状况对于鱼虾养殖的影响要明显更为强烈。禽畜养殖中病疫的产生与气候状况关系相对较小（如蓝耳病等，主要是通过自身病毒的传染引起，外界自然环境的影响相对较弱），而鱼虾养殖多在露天池塘中，天气，尤其是气温、水温的变化对于疫病的发生有较大的影响，进而极大地影响农户的投料量。2008 年和 2010 年的气候条件都极为糟糕（以及前期的 2003 年），大量鱼虾死亡，这也直接导致这几年水产饲料产销量的急剧下滑。

2. 阶段性瓶颈——饲料工业化进程的阶段性瓶颈时期。

由于国内官方并没有详细公布每年水产饲料的工业化程度，目前市场大多根据农业部发布的《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》来直接得出或推算出 2015 年水产配合料的需求量，我们认为其中或有一定偏颇之处。

《规划》针对水产饲料的目标是在 2015 年工业化普及率达 45%，饵料系数达到 1.8，工业水产饲料需求量达到 2835 万吨。然而根据“工业饲料需求量=产品产量*饵料系数*工业饲料普及率”的公式，对比下表的实际数据可以看出，即使按照 1.5 的饵料系数比，目前距离规划的 45% 的工业化普及率目标也尚有不少差距。我们认为，2015 年我国水产工业饲料的需求量和产量或将较难达到 45% 的目标。我国水产饲料工业化进程前几年一直发展较快，近期明显放缓了脚步，我们认为这是工业化进程中所必须经历的阶段性瓶颈时期，我们仍然看好未来工业的进程，但确认为难以达到 45% 的比例。预计 2015 年的普及率将达到 35%，产量超过 2400 万吨。

表 6 我国水产饲料实际工业化普及率

	水产养殖产量 (万吨)	饵料系数比	水产饲料产量 (万吨)	工业化普及率 (%)
2001	2237	2.00	491	10.97
2002	2366	1.95	615	13.33
2003	2522	1.90	676	14.11
2004	2627	1.85	701	14.42
2005	2784	1.80	787	15.70
2006	2944	1.75	1202	23.33
2007	3118	1.70	1287	24.28
2008	3278	1.65	1299	24.02
2009	3413	1.60	1426	26.11
2010	3622	1.55	1364	24.30
2015E	4575	1.50	2402	35.00

资料来源:《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》,中国饲料工业协会,海通证券研究所

3. 效益——水产饲料饵料系数比自 2005 年起提升较快,进入第五个阶段。

我国正在逐步建立完善的水产饲料工业体系,目前我国的水产饲料总量已经超越世界上其他国家产量的总和。于此同时,我国水产饲料的品质与质量也在不断提升中,从最初的随意杂烩到现在的精细化科学配比,其直接反映就是饵料系数比的不断提升。

我国水产饲料工业与饵料系数目前已经步入第五个阶段,饵料系数、尤其是需饲量较多的淡水鱼类的饵料系数提升较快,高于禽畜饲料的提升幅度。技术的进步提高了饲料的利用效益,也使得每单位养殖量对于饲料的需求在一定程度上有所减少。

表 7 我国饲料工业与饵料系数发展阶段

	1950s-1970s	1980s	1990s	2000s 初期	目前
发展阶段	萌芽	起步	发展	提高	跨越
主要形式	大杂烩	主要参数	营养结构	安全与质量	细化与规模
饵料系数 (均值)	4.0-10.0	3.0-4.0	2.0-3.0	1.7-2.0	0.9-1.7

资料来源:中国饲料工业协会,科学养鱼,海通证券研究所

4. 原料成分——水产饲料的生产原料与禽畜饲料迥异。

水产饲料的价格除了受下游养殖景气度的刺激拉动之外,上游成本的影响也非常大,由于水产饲料的成分与禽畜饲料确有较大区别,其主要成分(如棉粕)因供需关系紧张确对饲料价格上涨有一定推动作用,养殖户成本提高,采用标准工业化配合料饲养的意愿也相应减弱。

除上述几点之外,自 2007 起,占比水产饲料用量较高的池塘养殖产量与整个淡水养殖产量的比例出现小幅下滑,降至 70%以下(2006 年之前一直保持在 70%以上),虽然程度和趋势较轻,但也确实对投料量的减少产生一些影响。

展望未来,由于天气对于水产养殖的较大影响,水产饲料难以再连续出现早期那种 25%以上增速(及时在以前的旺季,水产饲料增速的波动性也比禽畜饲料大很多),但随着工业化普及率瓶颈的突破和下游对于水产品需求的逐步增长,水产饲料的产量仍有望以至少不低于饲料总产量的速度增长。若不出现连续性的灾害事件,我们认为未来五年其复合增长率能够达到 10%以上。

4. 苗种与微生态制剂——不仅仅是两翼齐飞

公司的苗种业务自 2006 年开始进入快速发展阶段，无论是通过从夏威夷引进的南美白对虾亲本孵化出的虾苗、还是以长江原种草鱼为亲本培育出的草鱼，都具备较好的抗病优势和生长优势。

销售上，从历史情况来看，公司苗种（目前主要是虾苗）的销售情况波动较大，受天气和对虾养殖效益的影响要大于水产饲料，2008 年和 2010 年气候糟糕时的销量都不够理想（2010 年只销售了 60 亿尾）。今年上半年的情况有了明显的好转，收入翻了两番，毛利率也由去年同期的 13% 上升到 35%。

来自渔业局的统计数据显示，我国今年上半年虾的产量为 30.4 万吨，较去年同期减产 11.27 万吨，降幅为 27.04%。同时其他对虾主产国因受不同因素的影响，产量也大多有所下降，因此全球虾类渔获的高峰期要晚于往年且供货量明显减少，在整体需求依然强劲的背景下，预计今年虾的价格走高几成定局。

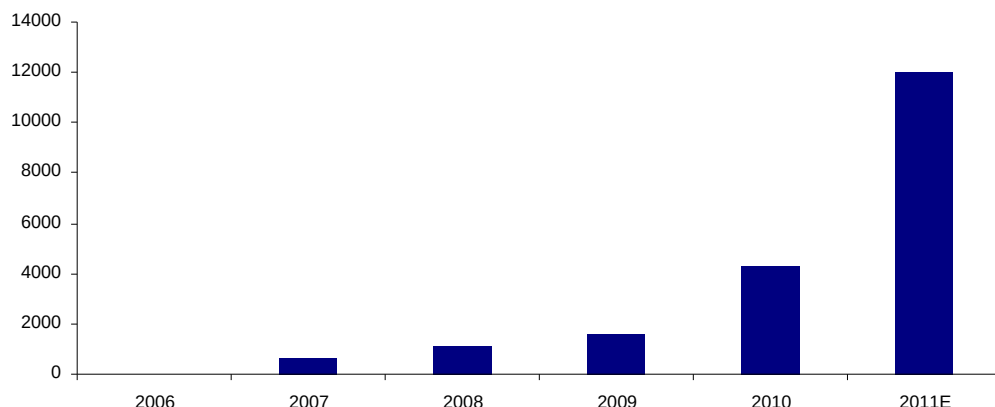
从目前华南地区的情况来看，虽然虾病依然不容乐观，但是相对较好的价格依然保证了农户的养殖热情。一季度末二季度初华南部分地区 60 头规格的对虾塘口价曾一路飙升至 24-26 元/斤。苗种供需偏紧，价格自然也出现上扬，而公司虾苗销售价格行业中属中上等，今年一代苗的价格也站到 150 元/万尾以上，仅次于正大、环球苗场此类一级梯队（正大和环球的虾苗质量本身较好，价格也较高，200 元/万尾以上，但主要强在技术，服务做的并非很到位，而从目前水产养殖的趋势来看，苗种质量的表现并不是孤立的，后续服务对质量和最终养殖成果的影响非常大，而这也是公司最突出的优势），二代苗售价也高于华南地区 80-110 元/万尾的均价。

我们推算公司上半年苗种销量即可达 55 亿尾，一、二代苗合计折算均价在 125 至 130 元之间，下半年仍有上涨空间。全年突破原先 100 亿尾销售目标的可能性非常大，预计有望达到 125 亿尾，毛利率也将至少维持在上半年 35% 左右的水平，较去年有较大幅度的提升，收入和盈利能力进步明显，预计苗种全年可为公司贡献超过 1.7 亿元的收入。从长远来看，我们认为公司苗种销售的波动将逐步减弱，除了前述公司育种技术先进、抗病强的特性之外，公司通过饲料销售的带动、以及公司一直提倡的“苗种-放养模式-水质控制-疫病防治-饲料”的全程式服务在农户群体中的不断深入，将会进一步巩固公司虾苗的销量。

微生态制剂方面。公司微生态制剂主要通过 2006 年成立的清远海贝实施。微生态制剂作为将健康养殖模式的核心技术产品，将通过有效控制水质、提升鱼虾免疫力而彻底取代抗生素，带来水产养殖业的一场革命。公司在微生态制剂上的研究一直处于国内领先水平，2007 年产品在广东、湖北、四川局部区域推广后，当年就已经为养殖户创造了较好的效益。

从产品销售的情况来看，公司近年来销量增速不断加快，呈爆发式增长，2011 年上半年营收更是同比增长接近 300%。主要原因在于与一般微生态制剂生产企业相比，清远海贝最大的优势在于有庞大的既有经销商群体和用户群体（作为饲料的配套产品，享受已成规模的销售渠道）。我们认为，公司微生态制剂业务的快速发展，一定侧面上表现了公司服务体系推进的良好进展。

图 17 海大集团微生态制剂业务历年收入（万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

作为目前公司毛利率最高的一个品种，公司未来将把微生态制剂业务作为一个重要的种子业务进行精心培育：

1）公司继续加强研发和产能扩建的投入，2010 年开始对利用超募资金对清远海贝进行扩建，预计投产后能增加 30% 的产能，并进一步完善清远海贝生物技术有限公司在微生态制剂的产品结构，为微生态制剂在未来三年内的高速发展打下基础，目前投资进度已达 60% 以上，预计 2012 年全部达产；

2）公司于 2010 年下半年在鄂州投资 6000 万元新建一个微生态制剂生产基地，主营生产销售微生态制剂，预计达产后年销售收入 6000 万，项目于 2011 年下半年达产。产能的逐步释放将加速公司微生态制剂的发展。

公司上半年即实现了此前设定的 5000 万元微生态制剂营收目标，我们预计下半年随着鄂州项目的全部投产、饲料销售的强有力带动、以及其对养殖效益的切实提升，销量仍将保持快速增长，预计全年贡献收入有望达到 1.3 亿元。

我们认为，公司的苗种和微生态制剂业务无论是在发展空间上（2010 年国内南美白对虾苗种的市场规模超过 3000 亿尾，其中优质苗种不足三成）、还是在盈利能力上（我们保守预计苗种业务毛利率至少将在 35% 以上，微生态制剂业务大约 50% 左右），均具备较大的潜力，未来其对利润的贡献将不亚于水产饲料（通过饲料扩大客户群体，通过苗种和制剂赚取超额利润），与饲料业务一起成为推动公司发展的“三极”，而不仅仅是辅助性的“两翼”。

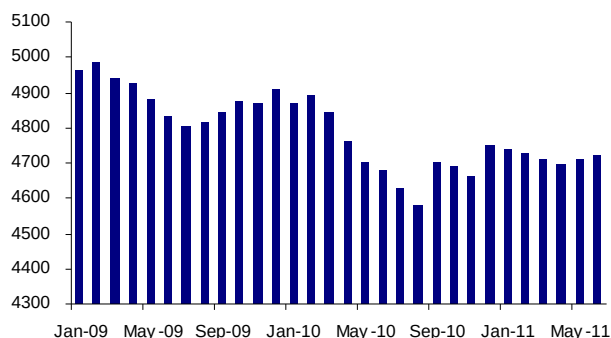
5. 猪饲料——基数小、增速快、意在规模

猪肉价格和养殖行业的景气度一直是市场前期聚焦的重点，我们在半年度策略报告中曾清晰的表达过我们对于猪肉价格的看法：三季度在涨幅过大、政策红线、和需求淡季的三重因素下猪价将回落，四季度随着需求渐旺和政策调控的影响减弱，供需基本面依然紧张背景下，猪价仍将维持在相对高位，并且在明年春节后从高位回落（生猪大量出栏）。

对于猪饲料而言，其毛利较水产饲料明显较低，尤其是配合料，其盈利主要来源于产销量的增长，而产销量的增长主要取决于下游母猪、生猪的切实存栏量，存栏量的增长又取决于猪价高企所带动的农户养殖积极性的提升，而这一系列逻辑过程的推进在时间上会有滞后效应，一般自猪价上涨后 4 个月起，仔猪的存栏量开始攀升，6 个月之后母猪的存栏量开始攀升。只要仔猪、母猪的存栏量进入上升通道，那么在一定程度上不

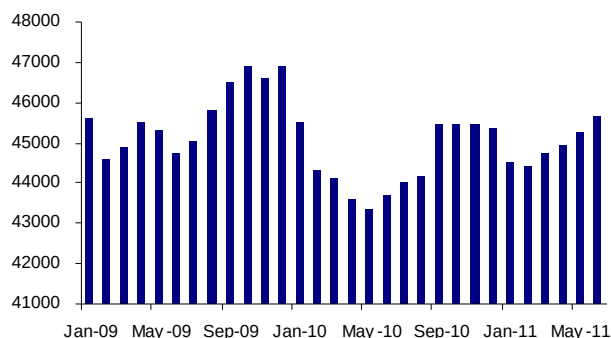
管猪价如何变化，栏中的猪对于饲料的需求都是刚性增长的。由于今年一季度猪病的频发和政策的调控，农户母猪补栏的积极性一直到 4、5 月份才开始攀升，前期大部分是仔猪补栏。从目前情况来看，全国母猪和仔猪的存栏量正处于上升通道之中。

图 18 国内母猪存栏量（万头）



资料来源：农业部，海通证券研究所

图 19 国内仔猪存栏量（万头）

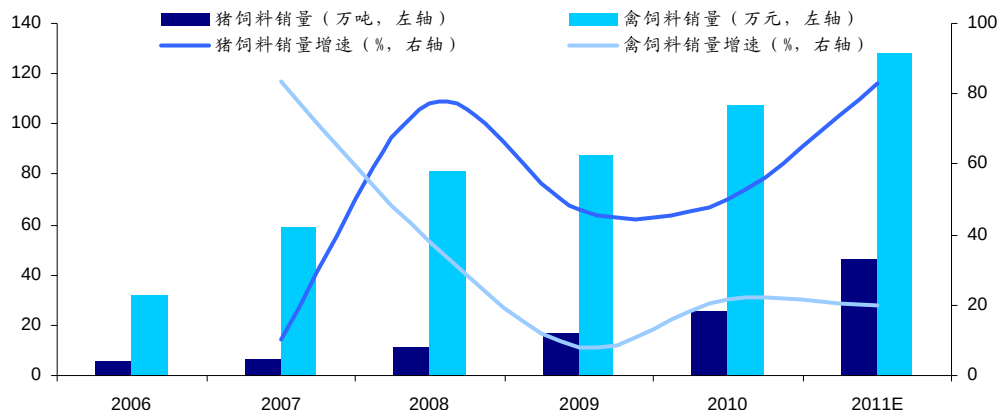


资料来源：农业部，海通证券研究所

具体到公司，海大的猪饲料（包括禽饲料）主要销售华南、尤其是广东市场，广东饲料市场的特点是大厂多，集中给了全国 10 万吨以上规模的饲料大厂的五分之一以上，其经营具有销量大、周转快、毛利率相对较低、投资回报率却领先于其他地区饲料大厂的特点；同时，广东地区因为经济相对发达，经销商和养殖户经济实力都比较强，养殖观点也比较先进，工业饲料普及率较高，配合饲料的未来市场非常广阔。

公司的猪饲料是其所有饲料种类中近几年增速最快的一种，基本上是两年翻一番，2010 年的销量达到了 24.3 万吨。由于广东地区禽料、尤其是鸭料市场的不景气，公司有意识的逐年提高了猪饲料销量在整个禽畜饲料中的占比：2007 年这一比例尚在 9.8%，而 2010 年已经上升到了 18.5%，预计今年可能达到 25%以上。我们预计 2011 年上半年猪饲料销量约为 18 万吨左右，下半年三季度存栏量的提升将加速公司猪饲料的销量，结合前面我们给出的详细产能扩张情况，我们预计公司全年饲料销量有望达到 45 万吨左右，同比增长 80%以上。我们认为，公司猪饲料虽然目前占比收入较少，但未来空间广阔，属公司增速较快的业务。

图 20 海大集团历年猪饲料与禽饲料销量



资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 盈利预测

逐步扩张的产能和“一体化解决方案”式的特色服务将确保公司业绩保持较快增长，进而提升公司估值水平。我们预计公司 2011 年和 2012 年饲料销量分别为 543 和 684 万吨，苗种销量 125 亿和 175 亿尾，实现 EPS 0.55 和 0.73 元，预计 2013 年 EPS 为 0.94 元。目前股价对应 2012 年 PE 为 23.5x，维持“增持”评级，给予 2011 年 35 倍市盈率，对应目标价为 19.50 元。

7. 风险提示

极端天气造成鱼虾持续大量死亡。

表 8 海大集团主营业务收入预测表

预混料业务	2010	2011E	2012E	2013E
销售量（外销,万吨）	0.55	0.65	0.67	0.68
销售均价（元/吨）	11850	12945	13335	13670
业务收入（百万元）	65	84	89	93
业务成本（百万元）	36	46	49	50
毛利率（%）	45.5	45.7	45.6	45.7
水产配合料业务				
销售量（万吨）	106	143	187	223
销售均价（元/吨）	3975	4377	4693	4887
业务收入（百万元）	4214	6251	8759	10901
业务成本（百万元）	3737	5532	7743	9626
毛利率（%）	11.3	11.5	11.6	11.7
猪饲料业务				
销售量（万吨）	24	43	78	113
销售均价（元/吨）	2605	2814	2908	2998
业务收入（百万元）	625	1210	2270	3398
业务成本（百万元）	596	1152	2154	3225
毛利率（%）	4.7	4.8	5.1	5.1
禽饲料业务				
销售量（万吨）	108	139	170	200
销售均价（元/吨）	2295	2433	2519	2583
业务收入（百万元）	2479	3381	4291	5163
业务成本（百万元）	2399	3268	4147	4992
毛利率（%）	3.2	3.3	3.3	3.3
苗种业务				
销售量（亿尾）	50	125	175	205
销售均价（元/万尾）	127	128	131	132
业务收入（百万元）	63	160	229	271
业务成本（百万元）	55	104	142	166
毛利率（%）	13.0	35.0	38.0	38.5
微生物制剂业务				
业务收入（百万元）	43	132	179	231
业务成本（百万元）	21	69	92	117
毛利率（%）	49.7	47.5	48.6	49.3
其他业务				
业务收入（百万元）	193	203	208	210
业务成本（百万元）	189	198	203	205
毛利率（%）	2.1	2.2	2.2	2.2

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 9 海大集团利润预测表（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7698	11421	16024	20267
YoY(%)	46.60	48.37	40.30	26.48
减：营业成本	7033	10370	14530	18382
毛利	665	1052	1494	1884
毛利率(%)	8.6	9.2	9.3	9.3
主营业务税金及附加	1	1	2	2
营业费用（销售费用）	174	259	372	473
管理费用	224	363	524	641
财务费用	0	38	66	84
资产减值损失	15	0	0	0
加：公允价值变动收益	9	0	0	0
投资收益	-6	0	0	0
营业利润	254	392	529	684
营业外收支	19	18	14	13
利润总额	273	410	543	697
减：所得税	52	77	107	133
减：少数股东损益	10	10	12	14
归属于母公司净利润	211	323	424	549
EPS（元）	0.36	0.55	0.73	0.94

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、新希望、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；			
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。			

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

基金研究团队

姜静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

徐益盛 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445

jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
袁兵兵 (021) 23219770
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhhb6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374
黄娟 (021) 23219638
汤婧 (021) 23219809

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com
tj6639@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

白洋 (021) 23219646

baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
虞楠 (021) 23219382
李晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
易团辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 联系人 孔维娜 (021) 23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472	zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 牛品 (021) 23219390 联系人 房青 (021) 23219692 徐柏乔 (021) 23219171	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com xhq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 联系人 汤砚卿 (021) 23219768	lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635	lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 联系人 胡宇飞 (021) 23219810	lzy6050@htsec.com hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 谢盐 (021) 23219436 联系人 贾亚童 (021) 23219421	tll5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 联系人 马浩博 (021) 23219822	xl6048@htsec.com mhb6614@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 (021) 63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 (021) 23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 刘晶晶 (0755) 83255933 辜丽娟 (0755) 83253022 高艳娟 (0755) 83254133	ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱 (021) 23219386 李唯佳 (021) 23219384 胡雪梅 (021) 23219385 黄 毓 (021) 23219410 朱 健 (021) 23219592 肖文宇 (021) 23219442 王丛丛 (021) 23219454	gaoqin@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zhuj@htsec.com xiaowy@htsec.com wcc6132@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊 (010) 58067988 张广宇 (010) 58067931 殷怡琦 (010) 58067944 王秦豫 (010) 58067930	sunj@htsec.com zgy5863@htsec.com yinyq@htsec.com wqy6308@htsec.com
---	---	---	--	---	---

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com