

分析师： 乔洋 (8621) 65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 叶思阳 (8627) 65799581 yesy@cjsc.com.cn

海大集团三季报点评：饲料业务景气符合预期

事件描述

海大集团（002311.SZ）今日公告 2011 年第三季度业绩报告：

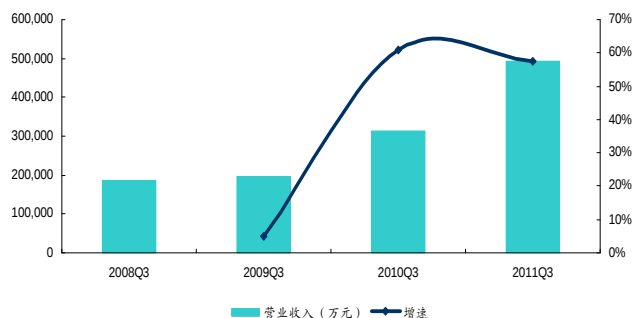
- ✧ 第三季度公司实现营业收入 49.19 亿元，同比增加 57.47%；归属于上市公司股东的净利润 2.04 亿元，同比增加 55.48%；实现每股收益 0.35 元。
- ✧ 前三季度共实现营业收入 90.62 亿元，同比增长 56.54%；归属于上市公司股东的净利润 3.14 亿元，同比增加 59.87%；实现每股收益 0.54 元。
- ✧ 公司预告 2011 年度净利润同比增长幅度的预计范围为 50%~70%，归属于上市公司股东的净利润为 3.17~3.59 亿元，EPS 为 0.54~0.62 元

基于公司未来饲料产能的持续释放以及水产苗业和微生态制剂的高速增长，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.55 元、0.73 元和 1.00 元，维持“推荐”评级。

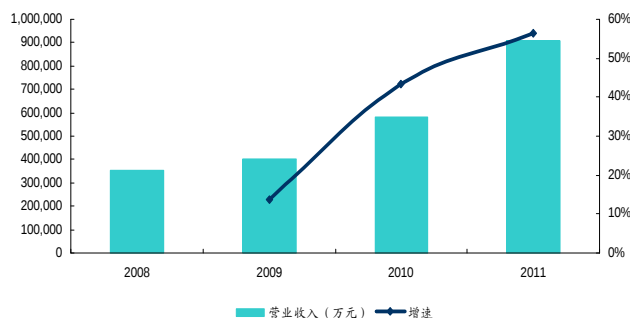
事件评论

第一，第三季度公司实现营业收入49.19 亿元，综合毛利率较去年同期增加1.01个百分点

- ✧ 2011 年第三季度公司实现营业收入 49.19 亿元，同比增长 57.47%。公司收入增长主要源于公司在技术和服务上的持续投入带来产品性价比提升，产品销量由此增加所致。
- ✧ 前三季度公司累计实现营业收入 90.62 亿元，同比增长 56.54%。

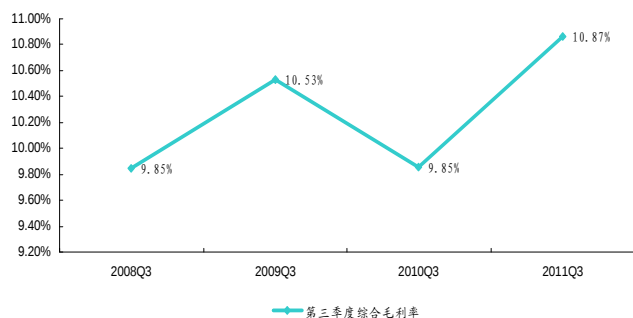
图 1：2008～2011 年公司三季度营业收入（万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

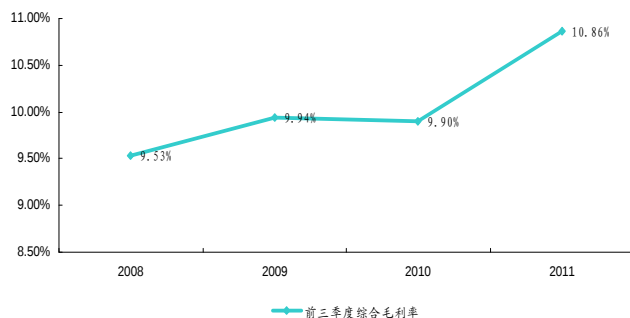
图 2：2008～2011 年公司前三季度营业收入（万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

✧ 第三季度公司综合毛利率水平为 10.87%，较去年同期增长 1.01 个百分点。前三季度公司综合毛利率水平为 10.86%，较去年同期增长 0.96 个百分点，毛利率基本维持稳定。在饲料原材料玉米价格持续上涨的背景下，公司饲料业务毛利率保持稳定可以说明一方面公司成本控制能力和产品优势较为显著，另一方面是饲料景气周期中原材料成本上涨更容易转嫁。

图 3：2008～2011 年公司三季度综合毛利率


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：2008～2011 年公司前三季度综合毛利率


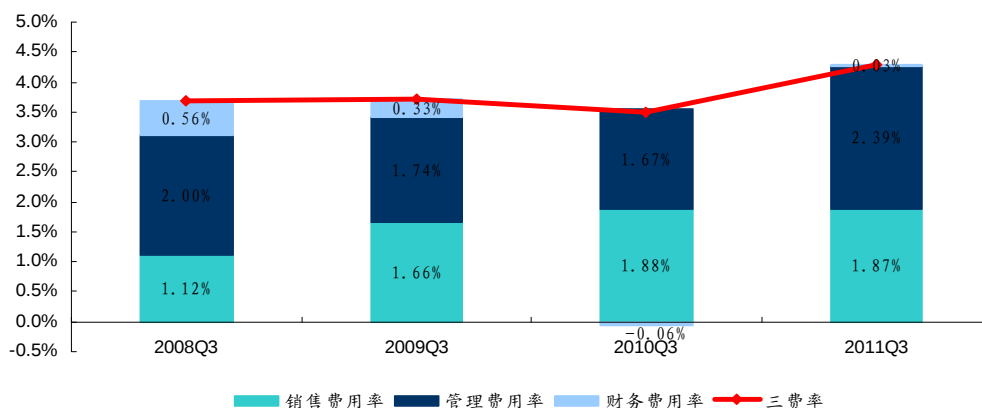
资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，第三季度公司综合期间费用率较去年同期微增 0.80 个百分点

✧ 第三季度公司的销售费用为 9619.19 万元，较去年同期增长 56.55%，增长原因为公司销售规模扩张以及增加子公司等投入增加所致。管理费用 1.18 亿元，同比增长 125.77%，主要系新增子公司增加费用投入和员工薪酬福利提升所致。财务费用 144.90 万元，同比增加的原因是银行贷款增加带来的利息费用上升。

✧ 第三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.87%，2.39% 和 0.03%；分别较去年同期费用率增加 -0.01，0.72 和 0.09 个百分点。第三季度综合期间费用率为 4.29%，较去年同期增加 0.80 个百分点。

图 5：第三季度公司三项费用率同比略有增加



资料来源：Wind，长江证券研究部

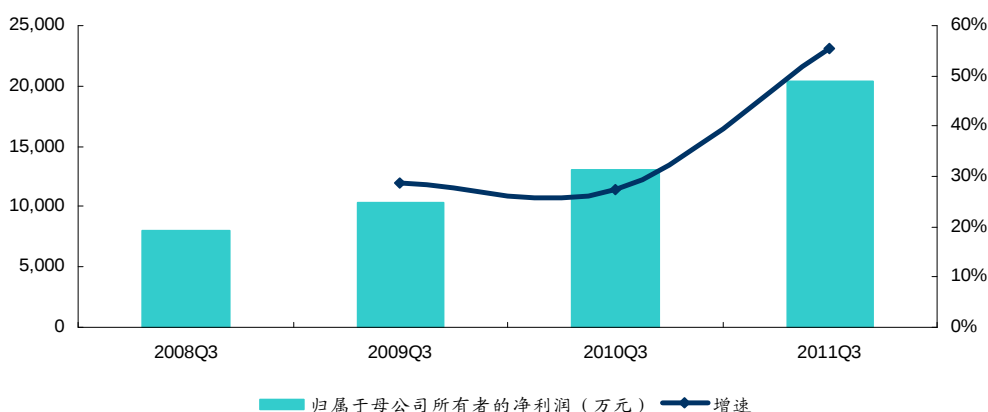
第三，交易性金融资产、应收帐款和长期股权投资均有较大幅度增加

- ✧ 交易性金融资产较期初增加 125.18%，主要系公司期货套期保值的公允价值余额变动所致。
- ✧ 应收帐款较期初增加 230.17%，主要系公司营业收入增加所致，但应收帐款占营业收入 4.96%，比重较小，风险可控。
- ✧ 长期股权投资增加 334.23%，主要系对青岛海壬水产种业科技有限公司投资以及对联营企业佛山海航兴发农牧发展有限公司投资收益增加所致。

第四，第三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润2.04亿元，同比增加55.48%

- ✧ 第三季度公司实现营业利润 2.04 亿元，同比增加 55.48%。前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 3.14 亿元，同比增加 59.87%，净利润大幅增长主要由销售收入增幅大于费用增幅所致。

图 6：第三季度归属于母公司所有者净利润（万元）及增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

- ✧ 公司预告 2011 年度净利润同比增长幅度的预计范围为 50%~70%，归属于上市公司股东的净利润为 3.17~3.59 亿元，EPS 为 0.54~0.62 元

第五，我们长期看好公司的两大逻辑：“技术+商业”模式+未来业绩增长确定

公司“技术+商业”模式带来为公司的核心竞争力，也是公司快速扩张的保障。

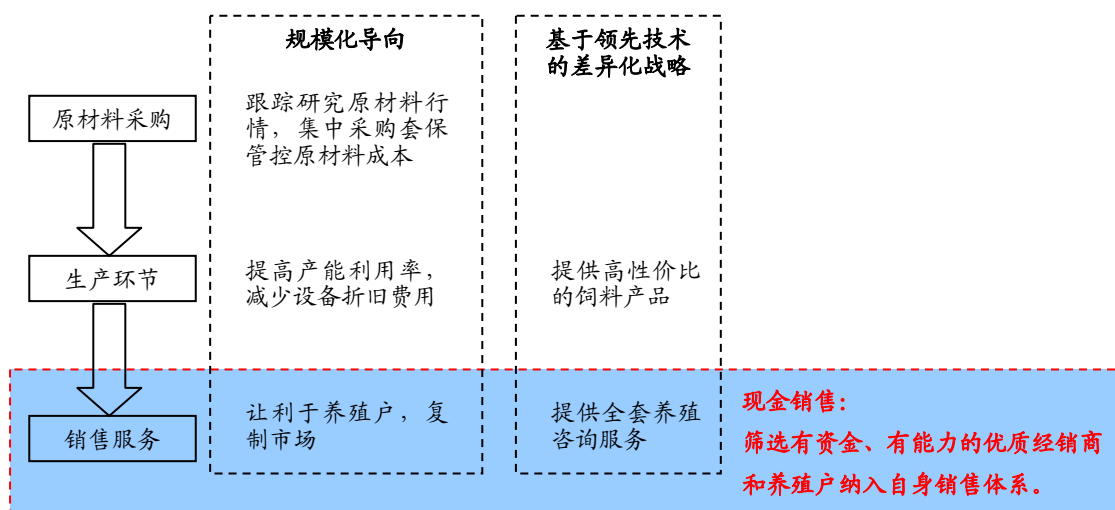
⊗ 公司核心竞争力——“技术+商业”模式打造专业化养殖方案解决商

海大的核心竞争力在于其“技术+商业”模式契合规模导向，同时公司现金销售策略将最优质的经销商和养户纳入到自身销售体系。

一方面，公司在规模化发展导向下快速成长，其原材料采购环节的成本管控优势，以及生产环节较高的产能利用率为公司创造出更大的利润蛋糕。公司通过提供高性价比产品以及基于领先技术的养殖技术咨询服务，帮助下游养殖户提高养殖成功率和经济收益，让利于养殖户，从而成功复制市场并获得可持续的需求增长，实现公司与养殖户的共赢发展，契合公司自身现阶段规模化发展的主要方向。

另一方面，公司通过教育经销商从依赖资金和赊销向服务转型，选择有实力、有资金的养户进行饲料销售与养殖服务。公司现金销售策略将最优质的经销商和养户纳入到自身的销售体系中，为公司今后切入养殖产业链的其他环节搭建最有价值营销网络。

图 7：公司商业模式



资料来源：长江证券研究部

⊗ 未来业绩增长确定——新增产能逐步释放

公司业绩增长点在于依托于公司“技术+商业”模式带来的服务营销带来的新增产能的逐步释放。

表 1：公司募投项目新增产能及未来产能释放预测（单位：万吨）

饲料产能	2009	2010	2011E	2012E
水产	101.35	190.39	272	330
其中， 虾料	22	60	65	74
鱼料	79.35	130.39	207	256
畜禽料	142.65	170	187	210
合计	244	360.39	459	540

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第六，盈利预测

基于公司未来饲料产能的持续释放以及水产苗业和微生态制剂的高速增长，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.55 元、0.73 元和 1.00 元，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）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7698	11777	17666	24733	货币资金	1061	1178	1767	2473
营业成本	7033	10741	16129	22556	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	665	1036	1537	2176	应收账款	219	334	502	702
% 营业收入	8.6%	8.8%	8.7%	8.8%	存货	560	856	1285	1798
营业税金及附加	1	1	2	3	预付账款	473	722	1084	1516
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	2	3	4	6
销售费用	174	266	399	559	流动资产合计	2376	3185	4780	6688
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	224	342	512	717	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	长期股权投资	2	2	2	2
财务费用	0	40	86	149	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%	固定资产合计	474	567	802	935
资产减值损失	15	0	0	0	无形资产	145	137	131	124
公允价值变动收益	9	0	0	0	商誉	14	14	14	14
投资收益	-6	0	0	0	递延所得税资产	21	0	0	0
营业利润	254	387	538	749	其他非流动资产	258	258	258	258
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.0%	3.0%	资产总计	3290	4163	5986	8020
营业外收支	19	30	10	5	短期贷款	571	469	1554	2738
利润总额	273	417	548	754	应付款项	212	323	486	679
% 营业收入	3.6%	3.5%	3.1%	3.0%	预收账款	120	183	275	385
所得税费用	52	80	104	144	应付职工薪酬	72	109	164	230
净利润	221	338	443	610	应交税费	2	3	4	5
归属于母公司所有者					其他流动负债	34	52	79	110
的净利润	211.1	322.3	423.0	582.4	流动负债合计	1011	1141	2561	4147
少数股东损益	10	16	20	28	长期借款	0	550	700	800
EPS（元/股）	0.72	0.55	0.73	1.00	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	1	1	1	1
经营活动现金流净额	-92	21	-32	101	负债合计	1012	1692	3263	4949
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	2205	2382	2615	2935
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	73	88	109	137
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2277	2470	2723	3072
固定资产投资	-401	-168	-337	-267	负债及股东权益	3290	4163	5986	8020
其他	-10	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-410	-168	-337	-267		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.725	0.553	0.726	1.000
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.57	8.18	4.49	5.04
银行贷款增加（减少）	1	448	1234	1284	PE	45.53	59.63	45.44	33.00
筹资成本	63	-185	-276	-411	PEG	1.13	1.48	1.13	0.82
其他	-86	0	0	0	PB	4.36	4.03	7.35	6.55
筹资活动现金流净额	-22	263	958	873	EV/EBITDA	57.40	37.34	26.92	19.52
现金净流量	-524	116	589	707	ROE	9.6%	13.5%	16.2%	19.8%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。