

海大集团 (002311)

初试海外收购，剑指优质市场

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
编号 S0880511010013

本报告导读：

海大集团收购越南公司，剑指优质市场。越南养殖水面资源丰富，行业发展程度不高，未来提升潜力巨大。11-12EPS 预测 0.56/0.75 元，重点推荐，增持，目标价 22.4 元。
投资要点：

- **交易要点。**海大集团全资子公司海大国际，以 380 万美元收购 Panasia 公司 100% 股权，同时以 1200 万美元参与 Panasia 公司增发。增发后海大国际持有 Panasia 股权比例 80%，Power Lion 以 300 万美元参与增发，占增发后股权比例 20%。
- **溢价参与增发，剑指越南市场。**Panasia 的业务包括水产饲料、添加剂、原料贸易、水产品加工等业务。根据公开数据，增发后海大综合持股成本比 Power Lion 高 31.7%，目标直指越南优质的水产饲料市场。根据新希望 (000876) 报表测算，其海外饲料业务（越南市场占重要地位）毛利率比国内高 1-2 个百分点。
- **越南水产饲料市场潜力巨大。**越南养殖水面资源相当于我国的 19.2%，总产量占比仅为 5.5%，单产为我国平均水平的 28.7%。按同等料肉比静态测算，越南水产饲料市场规模 80 万吨，考虑单产提升，未来行业规模可超过 200 万吨。越南海水养殖资源丰富，比例远高于我国，意味着高毛利的海产品养殖饲料市场空间较大。
- **海大服务优势可有效扩展市场深度。**根据单产数据，越南水产养殖业发展程度与我国广东、江苏、湖北等水产养殖大省相去甚远，海大依靠服务提升客户经济价值的模式可有效拓展市场深度。
- **增持，暂不调整业绩预测。**根据公开信息我们目前还无法量化本次收购对未来公司业绩的提升幅度，因此仍然维持对海大集团 11-13 年业绩预测 0.56、0.75、1.04 元，重点推荐，增持，目标价 22.4 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,250	7,698	11,282	14,758	18,841
(+/-)%	16%	47%	47%	31%	28%
经营利润 (EBIT)	215	254	444	601	835
(+/-)%	5%	18%	75%	35%	39%
净利润	155	211	328	439	604
(+/-)%	19%	36%	56%	34%	38%
每股净收益 (元)	0.27	0.36	0.56	0.75	1.04
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.14	0.19	0.26

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	4.1%	3.3%	3.9%	4.1%	4.4%
净资产收益率 (%)	7.6%	9.6%	13.4%	15.8%	18.7%
投入资本回报率 (%)	17.5%	11.8%	14.5%	15.3%	17.6%
EV/EBITDA	40.2	31.5	19.3	14.1	10.2
市盈率	66.1	48.6	31.2	23.4	17.0
股息率 (%)	1.1%	1.1%	0.8%	1.1%	1.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：22.40

上次预测：22.40

当前价格：19.09

2011.12.09

交易数据

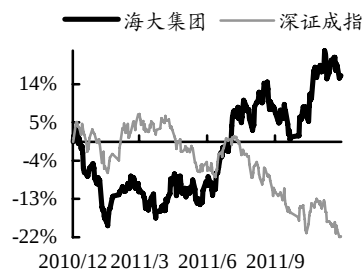
52 周内股价区间 (元)	13.68-34.18
总市值 (百万元)	11,118
总股本/流通 A 股 (百万股)	582/146
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	27

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,455
每股净资产	4.21
市净率	4.5
净负债率	20%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	-0.007	0.003
Q2	0.119	0.186
Q3	0.225	0.350
Q4	0.025	0.025
全年	0.362	0.564

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	9%	17%
相对指数	9%	21%	40%

相关报告

三季报点评：行业景气高涨，非饲料占比提升	2011.10.21
中报点评：饲料销量高增，苗种制剂发力	2011.07.28
调研报告：旱情无碍大局，全年增长可期	2011.06.12
年报点评：业绩增长确定，安全边际已现	2011.04.26
深度报告：海大集团投资逻辑与投资节奏探讨	2011.03.24

模型更新时间: 2011.12.08

股票研究

必需消费

农业

海大集团 (002311)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.40

上次预测: 22.40

当前价格: 19.09

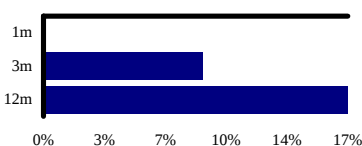
公司网址

www.haid.com.cn

公司简介

公司是近年来水产饲料行业中发展速度最快、技术水平最好、服务能力最强的饲料企业。水产预混料的销量达到全国第一,淡水鱼配合饲料领域,进入行业第二;虾料领域,进入行业前三位。公司在水产预混料领域杰出的市场表现为公司带来了“鱼虾营养专家”的美誉,水产配合饲料的推广也具有较强的品牌优势。公司被评定为农业产业化国家重点龙头企业,生产的“海大牌”水产饲料被国家质量监督检验检疫总局认定为中国名牌产品,24个产品被广东省、江苏省、湖南省科技厅评为“高新技术产品”,达国内领先水平。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

13.68-34.18

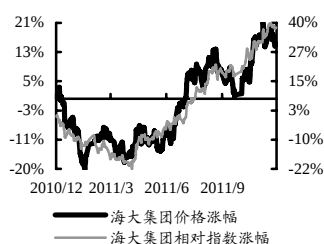
市值 (百万)

11,118

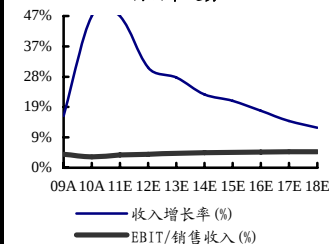
财务预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
损益表										
营业收入	5,250	7,698	11,282	14,758	18,841	23,074	27,797	32,647	37,351	41,953
营业成本	4,814	7,033	10,235	13,361	17,034	20,842	25,089	29,445	33,662	37,789
税金及附加	0	1	1	2	2	2	3	3	4	4
销售费用	95	174	288	366	443	522	615	718	822	923
管理费用	122	224	340	428	528	646	778	914	1,046	1,175
EBIT	215	254	444	601	835	1,060	1,311	1,567	1,818	2,062
公允价值变动	-6	9	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	-6	50	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	26	0	15	33	53	70	83	95	100	98
营业利润	189	254	429	567	782	990	1,228	1,472	1,717	1,965
所得税	32	52	87	115	159	201	250	299	349	399
少数股东损益	7	10	21	23	32	40	50	60	70	80
净利润	155	211	328	439	604	764	948	1,136	1,325	1,515
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	1,616	1,063	903	1,181	1,507	1,846	2,224	2,612	3,036	3,694
其他流动资产	746	1,313	1,913	2,498	3,185	3,898	4,693	5,508	6,297	7,070
长期投资	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2
固定资产	410	624	992	1,224	1,400	1,628	1,858	2,042	2,154	2,198
无形及其他资产	149	211	218	230	241	252	262	271	280	287
资产合计	2,952	3,290	4,185	5,272	6,474	7,689	9,079	10,469	11,802	13,284
流动负债	765	1,011	1,640	2,375	3,092	3,693	4,323	4,801	5,071	5,336
非流动负债	94	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	2,041	2,205	2,451	2,780	3,233	3,806	4,518	5,370	6,363	7,500
投入资本(IC)	1,030	1,732	2,511	3,149	3,799	4,519	5,294	6,036	6,689	7,261
现金流量表										
NOPLAT	181	204	365	481	668	848	1,049	1,253	1,454	1,650
折旧与摊销	52	87	112	162	213	249	301	361	418	476
流动资金增量	230	413	405	394	463	480	535	549	532	520
资本支出	-179	-282	-481	-318	-365	-468	-526	-541	-525	-514
自由现金流	284	423	401	719	978	1,109	1,360	1,623	1,879	2,132
经营现金流	47	-106	23	264	438	644	847	1,102	1,381	1,649
投资现金流	-173	-288	-431	-318	-365	-468	-526	-541	-525	-514
融资现金流	0	0	-159	278	327	339	378	388	424	658
现金流净增加额	-126	-394	-567	224	400	514	699	950	1,280	1,792
财务指标										
成长性										
收入增长率	15.9%	46.6%	46.6%	30.8%	27.7%	22.5%	20.5%	17.5%	14.4%	12.3%
EBIT 增长率	4.7%	18.2%	74.7%	35.4%	39.0%	27.0%	23.6%	19.5%	16.0%	13.5%
净利润增长率	18.8%	36.0%	55.5%	33.7%	37.6%	26.6%	24.0%	19.8%	16.6%	14.4%
利润率										
毛利率	8.3%	8.6%	9.3%	9.5%	9.6%	9.7%	9.7%	9.8%	9.9%	9.9%
EBIT 率	4.1%	3.3%	3.9%	4.1%	4.4%	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%
净利润率	3.0%	2.7%	2.9%	3.0%	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%	3.6%
收益率										
净资产收益率(ROE)	7.6%	9.6%	13.4%	15.8%	18.7%	20.1%	21.0%	21.2%	20.8%	20.2%
总资产收益率(ROA)	5.3%	6.4%	7.8%	8.3%	9.3%	9.9%	10.4%	10.9%	11.2%	11.4%
投入资本回报率(ROIC)	17.5%	11.8%	14.5%	15.3%	17.6%	18.8%	19.8%	20.8%	21.7%	22.7%
运营能力										
存货周转天数	20	23	25	26	26	26	27	27	27	27
应收账款周转天数	25	33	33	33	33	33	33	32	32	32
总资产周转天数	205	156	135	130	125	122	119	117	115	116
净利润现金含量	31%	-50%	7%	60%	73%	84%	89%	97%	104%	109%
资本支出/收入	3.4%	3.7%	4.3%	2.2%	1.9%	2.0%	1.9%	1.7%	1.4%	1.2%
偿债能力										
资产负债率	29.1%	30.7%	39.2%	45.0%	47.8%	48.0%	47.6%	45.9%	43.0%	40.2%
净负债率	-52.6%	-22.2%	4.2%	13.3%	16.6%	14.8%	12.3%	7.1%	-0.5%	-9.0%
估值比率										
PE	66.1	48.6	31.2	23.4	17.0	13.4	10.8	9.0	7.7	6.8
PB	5.0	4.7	4.2	3.7	3.2	2.7	2.3	1.9	1.6	1.4
P/S	0.8	0.7	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	40.2	31.5	19.3	14.1	10.2	8.2	6.7	5.6	4.8	4.2
股息率	1.1%	1.1%	0.8%	1.1%	1.5%	1.9%	2.3%	2.8%	3.2%	3.7%

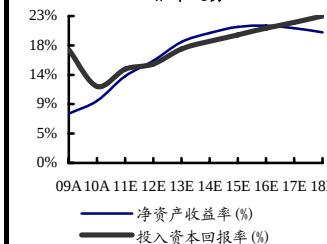
股票绝对涨幅和相对涨幅



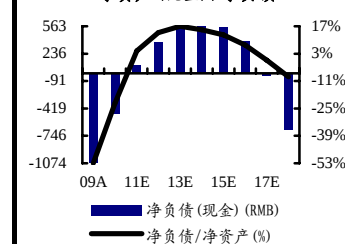
利润趋势

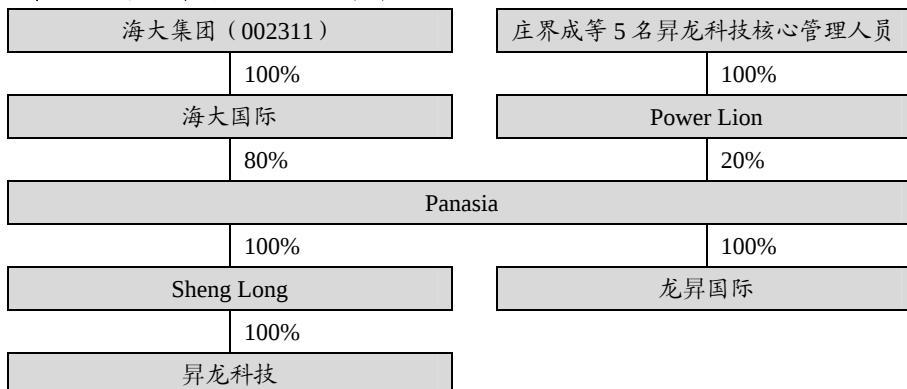


回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本次收购、增发后股权结构图

越南养殖水面资源丰富，单产低，提升空间大

	水产品养殖面积 (万亩)	水产品养殖产量 (万吨)	养殖单产 (吨/亩)
全国	10,925	3,622	0.33
广东	843	537	0.64
江苏	1,088	354	0.33
湖北	975	308	0.32
越南	2,100	200	0.10

注：国内数据为 2009 年，越南数据为 2010 年

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		