

分析师： 苏雪晶 (8621)68751126 yesy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120021

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

收购及增资 Panasia 布局越南水产饲料界

事件描述

海大集团（002311.SZ）近日公告：

- ✧ 公司控股子公司海大国际与 Marine Harvest International Co. Ltd.签署了《关于 Panasia Trading Resources Limited 之股权转让框架协议》，协议以 380 万美元受让 Marine Harvest 持有的 Panasia 公司 100%股权。
- ✧ 海大国际与 Power Lion 签署了《关于 Panasia Trading Resources Limited 之投资框架协议》，协议规定海大集团在收购 Panasia 的同时，以 1200 万美元认购 Panasia 新发行的 7 万股，Power Lion 以 300 万美元认购 3 万股。
- ✧ 我们认为，越南水产饲料行业外资投资环境较为成熟，投资的政策性风险较小；根据测算，越南水产饲料行业有望保持年均 15.85% 的速度高速增长；此次投资 Panasia 事件有望为公司业绩增厚 0.06 元/股，但由于尚未最终签署交易文件，乐观估计此项投资明年开始贡献业绩。

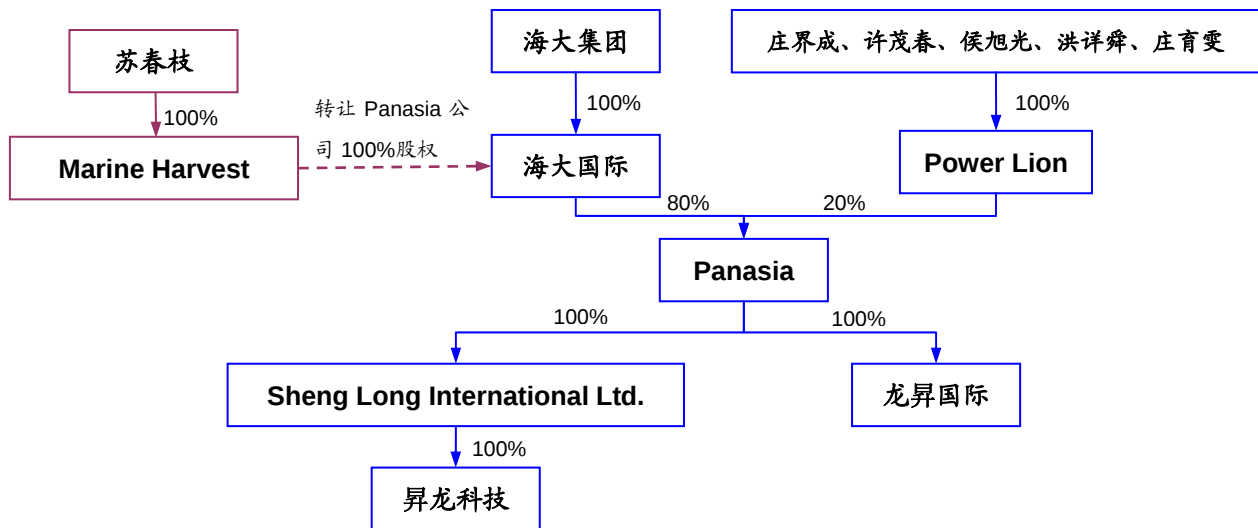
我们看好公司布局越南放射东南亚水产饲料行业的发展战略，基于公司未来饲料产能的持续释放以及水产苗业和微生态制剂的高速增长，预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.55 元、0.73 元和 1.00 元，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，收购 Panasia 进军越南水产饲料业，管理层“激励”利于未来发展

- ✧ 根据公司公告，12 月 7 日公司控股子公司海大国际与苏春枝控股的 Marine Harvest International Co. Ltd.签署了《关于 Panasia Trading Resources Limited 之股权转让框架协议》，协议公司以 380 万美元受让 Marine Harvest 持有的 Panasia 公司 100%股权。
- ✧ 同时，海大国际与 Power Lion 签署了《关于 Panasia Trading Resources Limited 之投资框架协议》，协议规定海大集团在收购 Panasia 的同时，以 1200 万美元认购 Panasia 新发行的 7 万股，Power Lion 以 300 万美元认购 3 万股。另外，协议还规定后续增资方案，即 2016 年 3 月底前海大国际应以 1200 万美元认购 Panasia 增发的 12 万股普通股，Power Lion 以 300 万美元认购增发的 3 万股普通股。其中，Power Lion 由 Panasia 的全资孙公司核心管理人员庄界成等控股。

股权转让以及增资完成后，Panasia 股权结构以及子公司结构如下：

图 1: 增资后的 Panasia 股权结构及子公司结构


资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，本次收购为公司进军越南水产饲料行业的重要一步。交易标的主要资产为龙昇国际和昇龙科技，均主要经营水产饲料等相关产品，目前 Panasia 在越南拥有年产约 4 万吨虾料的产能（根据我们的测算，其虾料市场份额约为 11%），在水产料供不应求的越南市场，Panasia 未来产能提升空间较大。

另外，根据第一次增资协议，公司认购 Panasia 的新增股份成本较 Power Lion 高出 71.43%，相当于变相对孙公司昇龙科技的管理层实施股权激励，有助于标的公司的长远发展。昇龙科技管理层中庄界成先生履历丰富，曾经在台湾统一集团工作 15 年之久，并将越南统一（台湾统一集团越南的子公司）发展成为越南水产饲料行业龙头，对越南水产饲料行业有深刻理解，因此这项合作有利于公司更快地在越南水产市场立足，以及为公司将来开拓越南市场提供经验支持。

表 1: 庄界成个人经历

年份	经历
1995 年	进入台湾统一企业水产饲料板块，开始 5 年的鱼虾营养和相关饲料配方技术工作
2000 年	以筹备人员身份进入越南筹建越南统一
2001 年	越南统一正式投产，负责配方研发工作
2005 年	升任业务经理并晋级为越南统一副总经理，2006 年越南统一成为越南最大的虾饲料厂商
2009 年	调任中国大陆中山统一任总经理

资料来源：公开信息，长江证券研究部

第二，越南水产饲料行业提升空间较大，Panasia 最快明年贡献业绩

✧ 越南饲料行业外资投资环境较为成熟

越南养殖行业生产成本构成中饲料约占 70%，虽然近年来饲料工业有所发展，但总体规模较小。据统计，越南国内现有饲料生产企业 240 余家，其中内资企业数量占比 80%，饲料产量仅占总量的 37%；而合资及外资企业数量仅占 20%，饲料产量却占总量的 63%。越南饲料工业对于外资企业依赖性较强，我们判断不存在较大的政策风险。2010 年越南工业饲料理论需求量约为 1100 万吨，进口量超过 600 万吨。越南饲料工业缺口较大主要原因在于大豆、豆粕、玉米、小麦、鱼粉等饲料原料进口率高达 60%，2010 年越南饲料原料进口达 1240 万吨。目前，国内企业在越南投资生产饲料的主要有新希望、东方希望、通威股份、天邦股份、四川特驱、广东恒兴等。

表 2: 近几年部分外资企业在越南投资饲料产业概况

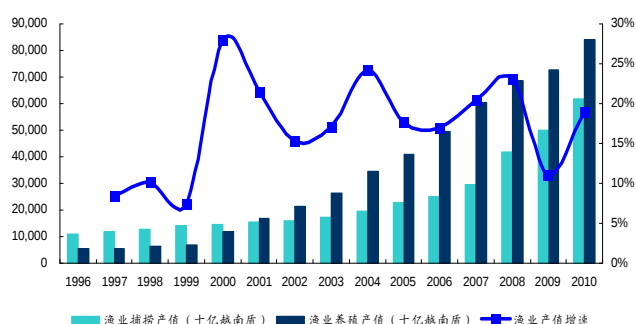
年份	投资主体	产能概况
2007 年	通威股份	年设计产量 30 万吨（水产料）
2007 年	日本 HIGASHIMARU	年产 10 万吨虾料和鲶鱼料
2008 年	天邦特驱	年设计产量 20 万吨（水产料）
2009 年	广东恒兴	年设计产量 10 万吨（水产料）
2010 年	台湾统一集团	原有水产料产能 25 万吨，新增 10 万吨
2011 年	日本 Sojitz 和 Kyodo Shiryō	年设计产量 20 万吨
2011 年	四川特驱集团	设计 7 个饲料厂，年产饲料 40 万吨

资料来源：公开信息，长江证券研究部

✧ 投资越南水产料行业大有可为

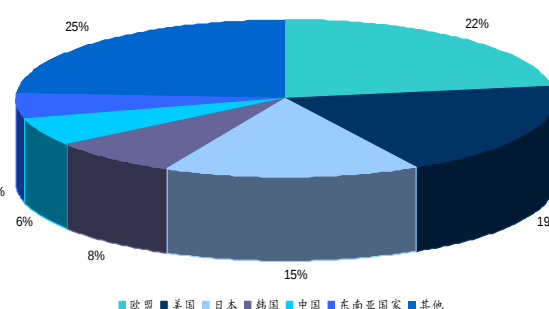
越南水域资源丰富，水产养殖业产量约占全球 30%，位居第二，产品主要出口至欧盟、美国、日本等地。2010 年越南渔业总产值为 145.97 万亿越南盾（约合 440 亿人民币），近十年年均复合增长率为 16.29%。其中，养殖渔业产值近十年复合增长率为 17.40%，高于捕捞渔业的 14.96%，有望成为未来越南渔业发展的主要驱动因素。

图 2: 越南渔业产值（十亿越南盾）及增速



资料来源：越南统计局，长江证券研究部

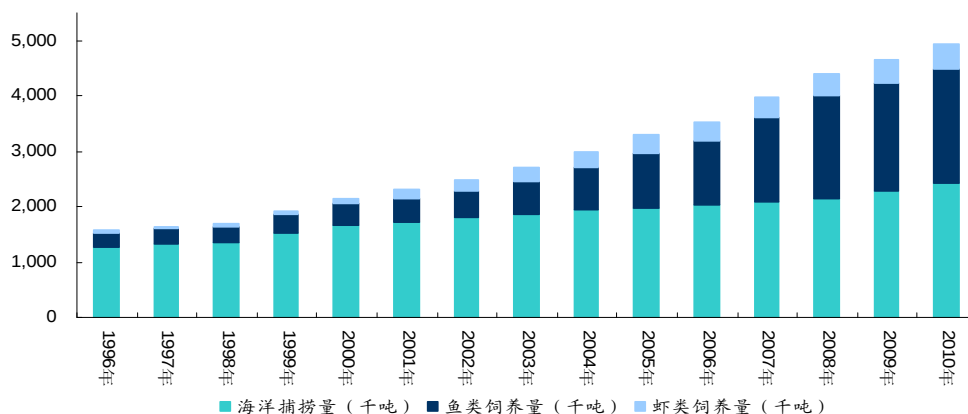
图 3: 2011 年 1~9 月越南水产品出口



资料来源：VASEP，长江证券研究部

随着养殖渔业的发展，水产饲料的需求也随之快速增长。据报道，越南 80% 水产饲料市场由外资企业占据，其中，95% 的虾料是由外资企业生产。2010 年越南鱼类养殖产量为 205.85 万吨，虾类养殖产量为 45.03 万吨，按料重比 2.0、工业饲料覆盖率 40% 测算，水产养殖工业饲料需求量为 200.70 万吨（其中鱼料 164.68 万吨，虾料 36.02 万吨）。根据越南近 10 年来养殖渔业产量的增速，保守估计，水产饲料行业需求量有望维持年均 15.85% 的增速增长（没有考虑工业饲料覆盖率的提升）。

图 4：1996～2010 年越南渔业产量（千吨）



资料来源：越南统计局，长江证券研究部

✧ 投资 Panasia 带来的业绩贡献测算

据统计，越南饲料价格在淡季约为每公斤 8.45～9.06 元，在旺季价格约为 11.47～12.68 元/公斤，假设我们以均价 10.56 元/公斤计算，Panasia 4 万吨产能利用率达到 100%，则 Panasia 年销售收入可达 4.23 亿元，按销售净利率 10% 计算，则对公司贡献利润 3381 万元（80% 权益计算），每股收益增厚 0.06 元。但目前收购协议及增资协议尚待签署正式交易文件，因此，我们乐观估计此项交易明年才能贡献业绩。

第三，盈利预测

我们看好公司布局越南放射东南亚水产饲料行业的发展战略，基于公司未来饲料产能的持续释放以及水产苗业和微生物制剂的高速增长，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。