

农业——饲料生产

产能持续扩张，行业地位更加稳固

—海大集团（002311）2013 年中报点评

2013 年 8 月 23 日

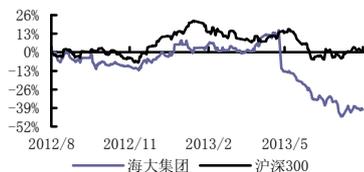
评级： 增持（维持）

市场数据	2013 年 8 月 23 日
当前价格（元）	10.20
52 周价格区间（元）	9.38-19.69
总市值（百万）	10084.80
流通市值（百万）	10082.78
总股本（百万股）	988.71
流通股（百万股）	988.51
日均成交额（百万）	37.11
近一月换手（%）	15.03%
Beta（2 年）	
第一大股东	广州市海源投资有限公司
公司网址	http://www.haid.com.cn

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	15451.45	17820	20541	23250
净利润（百万元）	452.34	440	572	759
每股收益（元）	0.46	0.44	0.58	0.77
净利润增长率%	31.45%	-3%	30%	33%
每股净资产（元）	3.85	3.29	3.76	4.38
市盈率	17.00	22.93	17.63	13.29
市净率	2.65	3.10	2.72	2.33
EV/EBITDA	15.01	14	12	9

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
海大集团	-8.92%	-30.99%	-21.39%
沪深 300	0.93%	-11.46%	-0.66%

相关报告

《海大集团（002311）调研报告——下游需求稳定增长、饲料产能继续扩张》，2013.6

李云光

执业证书号：S1030512040001
(0755) 83199599-8145

liyg@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，李云光，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ 受下游行业低迷影响，公司增长有所放缓。2013 年 1-6 月份，公司收入为 71.94 亿元，同比增长 14.43%；归属上市公司股东净利润为 1.36 亿元，同比下降 18.60%。收入增速放缓主要受下游养殖行业不景气影响，利润方面受原料价格高位运行以及费用增长共同影响出现 5 年来的首次下滑。

■ 饲料产品毛利率略有下降。上半年受原料价格高位运行，营业成本为 65.37 亿元，同比上涨 14.86%，增速略高于收入增长水平。成本上升导致饲料销售毛利率比去年同期下降 0.59 个百分点。下半年随着下游养殖行业存栏规模和水产品养殖景气度的回升，饲料销量增速有望同步回升，毛利率也会有所改善，全年综合毛利率预计维持在近几年 8.5%-9% 的平均水平。

■ 费用率维持小幅上升。2013 年 1-6 月份，公司整体费用水平有所上升，其中管理费用为 2.69 亿元，同比增长 31.36%，销售费用 2.10 亿元，同比增长 29.09%，财务费用 0.61 亿元，同比增长 108.32%。费用增长幅度均高于公司收入增长水平，主要是新建产能逐步投产导致人员费用以及流动资金借款利息增加所致。随着公司规模的扩大，公司整体费用率近几年呈现缓慢上升的趋势。

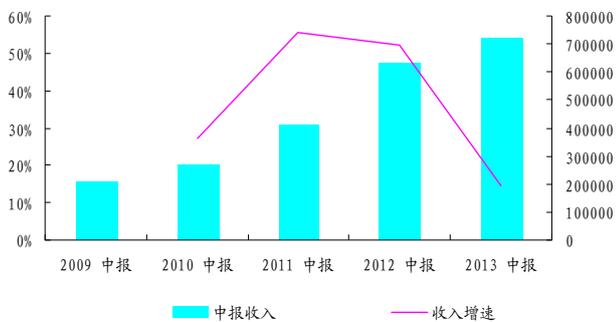
■ 投资评级与盈利预测：公司计划到 2016 年产能达到 1000 万吨，随着近几年销售规模增加，增速会有所放缓。未来产能利用率提升，毛利率将逐步提高，凭借成熟的营销体系和强大的品牌效应，公司净利润仍可保持高速增长，我们看好公司的发展前景。预计 2013-2015 年公司饲料销售分别为 476 万吨、528 万吨、582 万吨，EPS 分别为 0.44 元、0.58 元、0.77 元，对应市盈率为 22.93X、17.63X、13.29X，相对估值处于合理水平，维持“增持”评级。

■ 风险提示：原料价格上涨、公司新建项目进展低于预期

受下游行业影响，公司增长短期放缓

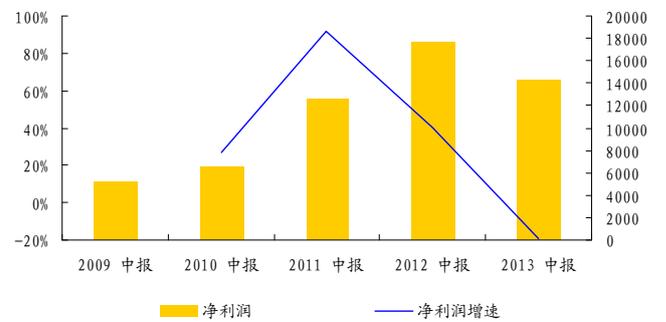
1、受下游行业低迷影响，公司增长有所放缓。2013年1-6月份，公司收入为71.94亿元，同比增长14.43%；归属上市公司股东净利润为1.36亿元，同比下降18.60%。收入增速放缓主要受下游养殖行业不景气（水产养殖受南方降雨偏多影响，畜禽养殖受生猪价格低迷和禽流感疫情影响），饲料销售难度加大所致，公司主要市场华南地区受天气异常影响更加明显，上半年收入同比仅增8%。利润方面受原料价格高位运行以及费用增长共同影响同比出现下滑，是公司近5年来首次半年度利润下滑，也反映出行业整体低迷对公司短期影响较大。

Figure 1 2009-2013年公司上半年收入及增速 单位：万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

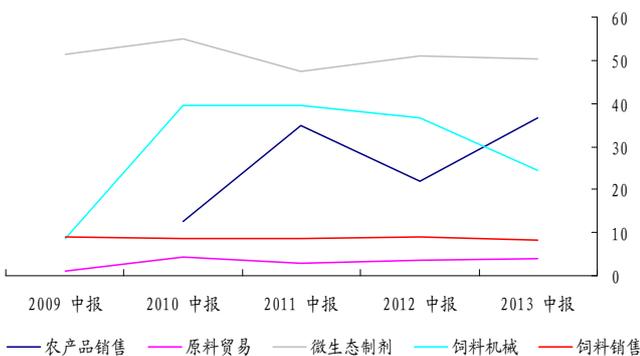
Figure 2 2009-2013年公司上半年净利润及增速 单位：万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

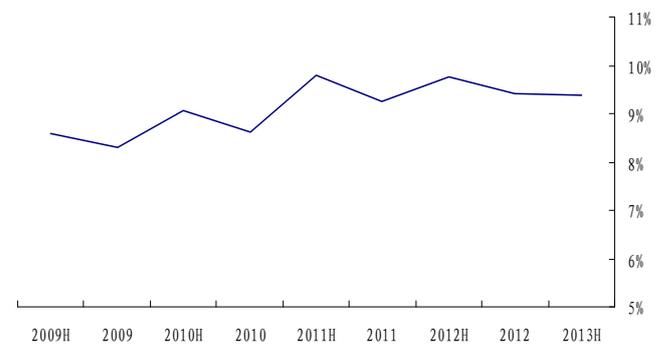
2、饲料产品毛利率略有下降。上半年受原料价格高位运行，公司原料采购成本有小幅上升，营业成本为65.37亿元，同比上涨14.86%，增速略高于收入增长水平。成本上升导致饲料销售毛利率为8.35%，比去年同期下降0.59个百分点。下半年随着下游养殖行业存栏规模和水产品养殖景气度的回升，饲料销量增速有望同步回升，产品毛利率会有所提升，全年毛利率水平维持在近几年8.5%-9%的平均水平。

Figure 3 2009-2013年公司主要产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

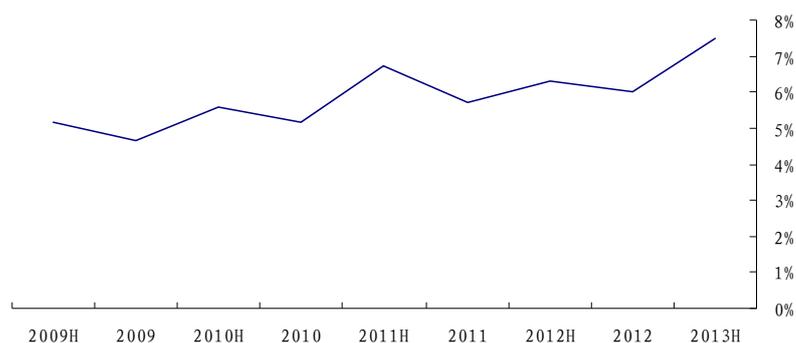
Figure 4 2009-2013年公司综合毛利率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、费用率维持小幅上涨。2013年1-6月份，公司整体费用水平有所上升，其中管理费用为2.69亿元，同比增长31.36%，销售费用2.10亿元，同比增长29.09%，财务费用0.61亿元，同比增长108.32%。费用增长幅度均高于公司收入增长水平，主要是新建产能逐步投产导致人员费用以及流动资金借款利息增加所致。随着公司规模扩大，公司整体费用率近几年呈现缓慢上升的趋势。

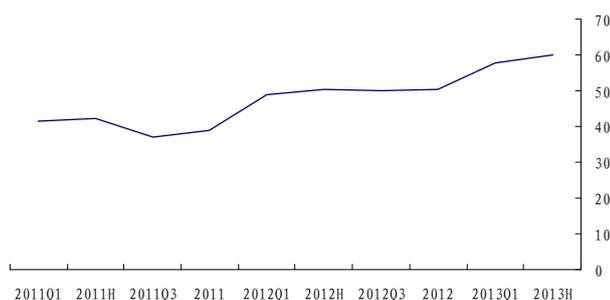
Figure 5 2009-2013年公司三项费用占收入比例



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

4、负债水平缓慢上升。根据公司五年发展规划，在2016年要实现产能1000万吨的目标。2012年以来，公司加快产能扩张，新建项目投入导致公司负债水平整体处于上升趋势。截至2013年6月30日，公司资产负债率为59.94%，流动比率为1.17，虽然财务指标仍处于合理范围之内，但资金压力开始显现。为了解决产能扩张带来的资金紧张，公司于2013年1月份通过非公开增发募集资金11亿元用于项目建设(已于7月17日获得证监会审核通过)。在日常营运资金方面，公司上半年连续增加银行授信额度累计达到79.53亿元，完全可以满足日常经营需要，短期并不存在流动性问题。预计公司非公开增发完成后，新建项目的垫付资金可以进行置换，公司资本结构有望逐步改善。

Figure 6 2011-2013年公司资产负债率(%)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 7 2011-2013年公司偿债能力指标

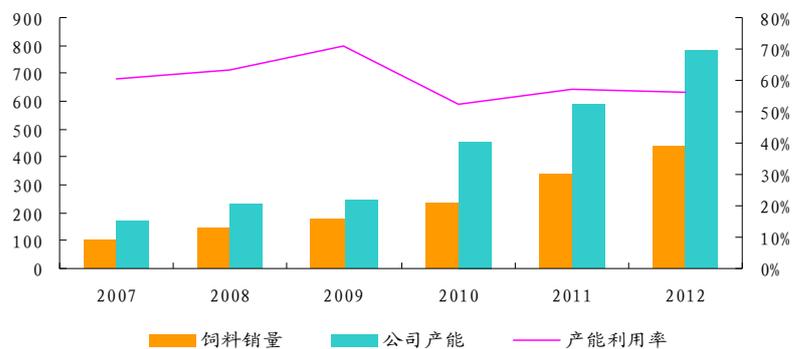


资料来源：公司公告 世纪证券研究所

稳步扩张，龙头地位更加稳固

1、**产能持续扩张保证未来高增长延续。**截至2012年9月份，公司可利用产能达到780万吨，比2009年增长500万吨，公司计划在2016年实现产能1000万吨的目标。产能有效扩张是支持公司近几年高速增长的重要基础。2007-2012年，公司饲料销量从103万吨增加到437万吨，复合增长率达到33.5%；与此同时，公司饲料销售收入从27.22亿元增加到146.83亿元，复合增长率为40.08%。

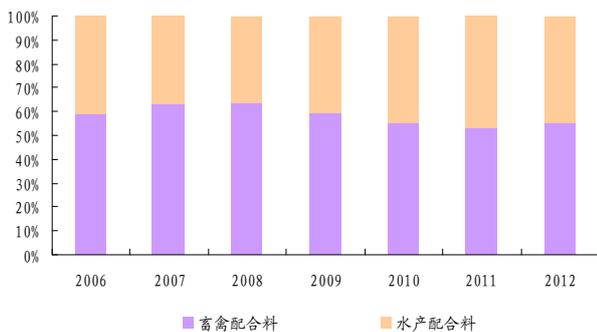
Figure 8 2007-2013年公司产能和销量 单位：万吨



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

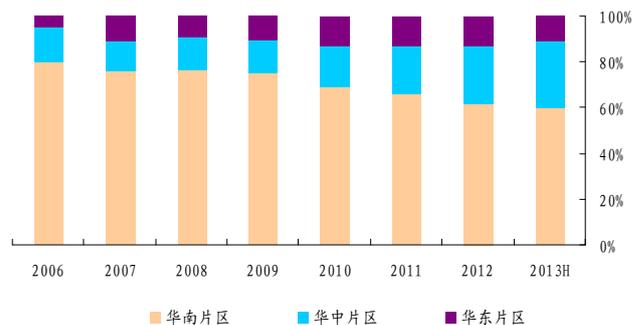
2、**饲料品种同步推进，市场布局更加合理。**上市以来，公司以华南水产饲料为基地，凭借稳定的产品质量和专业服务营销体系逐步向华中、华东等市场推进，已经形成南方主要区域的战略布局。未来公司产能布局将增加在西南、华北、东北等区域，从而完成全国层面业务布局，在完善国内业务布阵的同时，公司已经在越南建立公司来进军东南亚市场。产品线方面，继续强化水产饲料优势的同时，不断加大畜禽饲料的市场推广。成立猪料事业部把水产饲料成功的销售模式向生猪料市场复制，取得了良好的效果，猪料产品已经连续3年保持50%以上的增长。

Figure 9 2006-2012年公司产品结构



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 10 2006-2013年公司销售区域占比



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

投资评级与盈利预测

1、投资要点：公司是国内水产饲料行业的龙头企业，凭借稳定的产品质量和技术服务营销体系，在行业内形成了良好的口碑。以登陆资本市场为契机，公司近几年产能快速扩张，在稳固华南市场龙头地位的同时，积极布局全国业务，产能扩张推动公司连续保持高速增长。根据公司2012年制定的五年发展规划，到2016年公司产能将达到1000万吨，每年新增产能在100万吨左右。依靠客户高度认可的品牌优势和持续扩张的产能，公司仍有保持较快增长的潜力。2013年受下游行业不景气影响，公司增长短期将有所放缓，且随着公司销售规模的增加，可比基数也在不断变大，未来收入增速较前几年会有一些回落，但产能利用率提升是未来盈利维持高增长的主要因素。

2、核心假设：2013-2015年公司产能分别增加70万吨、60万吨、60万吨，产能利用率逐步提升；饲料销量分别为476万吨、528万吨、582万吨；公司综合毛利率基本保持稳定。

Figure 11 2013-2015年公司收入预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
饲料收入(亿元)	110.65	146.83	171.36	195.29	221.16
年增长(%)	0.49	0.33	16.71	13.96	13.25
销量(万吨)	339.00	436.8	476	527.80	582.00
年增长(%)	42.44	28.85	8.97	10.88	10.27
微生态制剂收入(亿元)	0.99	1.41	1.69	2.03	2.44
年增长(%)	133.15	41.85	20.00	20.00	20.00
农产品销售(亿元)	1.40	2.42	3.15	4.09	4.91
年增长(%)	121.14	72.98	30.00	30.00	20.00
原料贸易收入(亿元)	6.31	3.37	2.00	4.00	4.00
年增长(%)	265.02	-46.59	-40.65	100.00	0.00
合计	119.35	154.03	178.20	205.41	232.50
年增长	56.00%	29.05%	15.69%	15.27%	13.19%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、盈利预测与投资评级。根据前面的假设，暂不考虑2013年非公开增发的影响，我们预计公司2013-2015年收入分别为178亿元、205亿元、232亿元，每股收益(EPS)分别为0.44元、0.58元、0.77元，对

应 2013 年 8 月 23 日收盘价市盈率分别为 22.93X、17.63X、13.29X，公司市盈率相对合理。虽然公司未来收入增长有放缓趋势（可比基数越来越大的影响），但随着新建产能投产，产能利用率将呈现不断提升，从而带动公司毛利率逐步上升，净利润增速仍将维持较高水平。综合以上因素，维持公司“增持”评级。

Figure 12 2013-2015 年公司盈利预测

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	
营业收入	15451	17820	20541	23250	
收入同比 (%)	29%	15%	15%	13%	
归属母公司净利润	452	440	572	759	
净利润同比 (%)	31%	-3%	30%	33%	
毛利率 (%)	9.4%	8.5%	9.0%	9.5%	
ROE (%)	15.5%	13.5%	15.4%	17.5%	
每股收益 (元)	0.46	0.44	0.58	0.77	
P/E	22.29	22.93	17.63	13.29	
P/B	3.45	3.10	2.72	2.33	
EV/EBITDA	14	14	12	9	

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

风险提示

从盈利角度看，公司经营对原材料价格影响非常敏感较大，虽然公司成立了专门的公司来负责原料采购，并在期货市场采用套期保值来稳定公司的原料价格，但玉米、豆粕等原料价格仍有可能产生大幅上涨对公司产生不利影响。从业务拓展看，公司销售增长主要依托产能的持续释放，如果新建项目进展低于预期也可能对公司产生不利影响。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.