

增持 维持

海大集团 (002311)

2014 年 12 月 30 日

2015 年增长动力来源于产品力和技术服务

农林牧渔行业首席分析师: 丁 频
SAC 执业证书编号: S0850511050001
dingpin@htsec.com
021-23219405农林牧渔行业高级分析师: 夏 木, CFA, FRM
SAC 执业证书编号: S0850512090002
xiam@htsec.com
021-23219748联系人: 陈雪丽
cxl9730@htsec.com
021-23219164

12 月 29 日收盘价: 12.40 元, 目标价: 14.50 元

我们近期走访了海大集团, 就公司经营情况与发展战略与管理层进行了交流沟通。我们认为: 1) 饲料行业在整体经济环境趋弱的背景下, 2015 年的竞争形势依然激烈, 但因为定位、运作模式的不同导致的各公司盈利能力差距在明显拉大。竞争将从简单的营销能力比拼进入较为全面的综合实力比拼的阶段。大企业在这段时期有优势。2) 喧嚣的叫卖式的营销将回到竞争的本质——产品力的竞争上。产品力的强弱取决于采购能力、配方技术和管理效率, 海大集团在这三方面均不弱。3) 2015 年, 预计公司饲料销量整体增速 20-25%, 增长来源于各品种稳健增长, 把握较大的是禽料和特种料, 从区域上看, 华中地区将继续又快又好的表现, 华南地区在 2013 年下降、2014 年持平的基础上, 2015 年将迎来增长。我们预计公司 2014 和 2015 年 EPS 分别为 0.53 和 0.66 元, 维持“增持”评级, 目标价 14.50 元, 对应 2015 年 22 倍的 PE 估值。

2014 年即将完美收官。

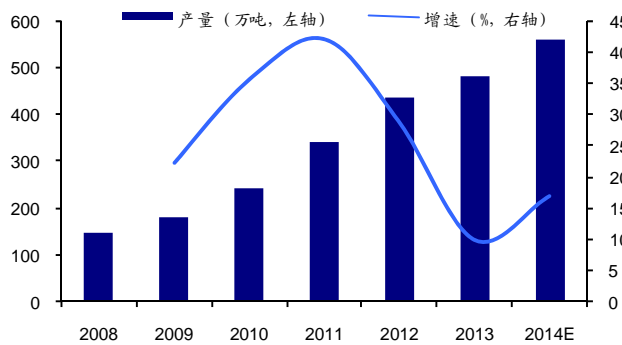
10-11 月天气状况良好, 全国气温普遍偏高, 水产料行业销量同比增速较 8-9 月有所较快, 作为龙头企业的海大集团也是如此, 10-11 月的水产料增速达到 20%, 由此, 我们估算 2014 年公司水产料增速 13-15%, 猪料由于养殖行情整体偏弱增速未达年初预期, 增速为 20%, 禽料上半年增速较慢, 但下半年明显加快, 同比增速预计为 18-20%。全年饲料总销量 550-580 万吨, 且盈利水平也有不同幅度的提升。

其中去年表现不佳的虾料, 在今年有了明显的恢复, 虽然天气的负面影响依然存在, 但是经过两年多对虾养殖疫病爆发的技术研究和养殖模式总结, 整个行业对疫病的预防、治疗和控制, 都有一个阶段性的提升, 所以对虾养殖行业总体上同比有所恢复。今年公司更是针对对虾养殖疫病, 不断推出新产品及养殖模式 (如推出对虾发酵饲料、在珠三角地区推广南美对虾和罗氏对虾混养模式等), 得到养殖户的高度认可。

而在鱼料方面, 公司在鱼饲料类别上重点进行产品升级, 基于产品技术研发、原料应用研发方面的进展, 大力推广高档饲料、膨化饲料等技术含量高、价格高、养殖收益高的产品, 减少低端产品的销售, 所以公司高档产品占比不断扩大, 如在海鲈、生鱼等高档膨化料上都取得较大突破。随着产品结构的不断优化, 鱼饲料毛利率也有一定的提升。

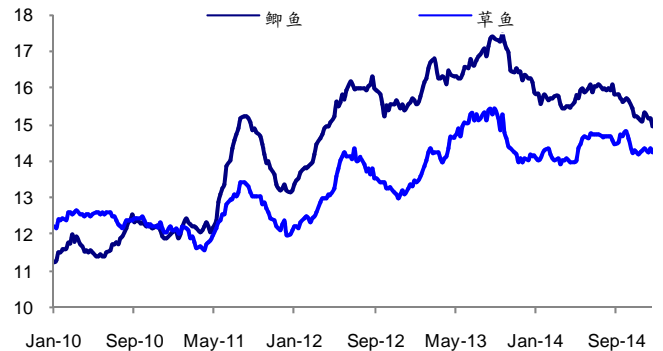
公司三季报的毛利率达到了 10.53%, 这是自公司上市以来的最高值 (此前的最高水平则是 14Q2 和 12Q3, 但均未超过 10.2%)。我们认为, 这其中既有原料采购的原因 (原料供需研究较为领先、规模化集中采购等的量价优势、套期保值等), 也有产品自身的原因 (产品升级、结构优化), 更离不开整个管理效率的提升 (SAP 项目基本完成上线, 大数据分析已经实现)。

图 1 海大集团历年饲料产量与增速



资料来源：公司年报（2009-2013），公司招股书，海通证券研究所

图 2 鲫鱼、草鱼价格走势（元/公斤）



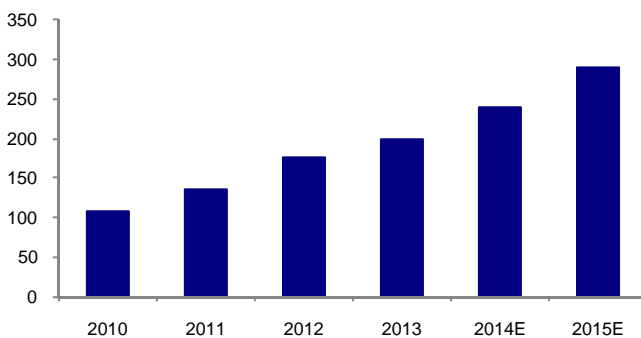
资料来源：商务部，海通证券研究所

2015 年公司的增长机会来源于哪里？

明年的行业形势预计不会较今年有明显改观。1) 明年的整体经济增长依然不高。2) 鸡、猪、鸭、鱼各品种都存在着产能过剩，养殖户的淘汰将更为迅速。技术水平高的养殖户占比将逐步提高。饲料工业协会数据显示，2013 年饲料生产企业 10113 家，同比减少 745 家，下降 6.9%。饲料行业集中度进一步上升，行业洗牌加速。3) 大企业有新的机会。小企业的退出所腾出的市场份额将由大企业填补。2013 年数据显示，饲料行业前十名的市场占有率已经达到 36%，上年为 29%。

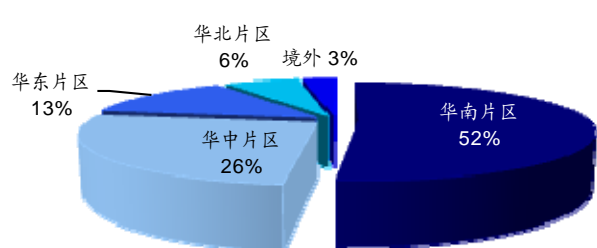
A) 从品类来分析，我们预计 2015 年海大集团增长最确定的是禽料。首先，公司的禽料主要分布在华南和华中地区，上述地区的竞争压力较北方地区如山东要小，其次，海大在原料上的采购优势在禽料上得以充分发挥。2015 年安徽的禽料生产线投入生产，湖南、湖北的禽料增速依然会较快，预计禽料增速超过 20%。2015 年预计水产料整体增速 17%，华中地区依然较快，维持在 25-30% 的增速，华南地区将会更重视高价值颗粒料以及特种料，如海鲈鱼和生鱼料增速较快，因此，预计华南地区的水产料预计在经历了 2013 年的下降，2014 年的持平，2015 年再次迎来增长。

图 3 海大集团禽料销量（万吨）



资料来源：公司年报（2010-2013），海通证券研究所

图 4 海大集团业务收入区域分布



资料来源：公司年报 2013

B) 从区域分析，增长最快的依然是华中地区，禽料和猪料同步快速增长。其次是华东地区，华东会有猪料新上线，另外预计禽料增速较快。最后是华南地区，主要依赖猪料和水产料的增长。

C) 产品力和技术服务能力成为市场竞争的关键。观察 2014 年的饲料行业，我们发现具有明显转型的痕迹，首先，所有企业的扩大再生产趋于谨慎，新建产能的动作趋于减少，主要基于行业增速放慢的判断；其次，规模化养殖的大背景之下，市场竞争的焦点从各种促销手段逐步回归至产品力本身的竞争。2014 年，我们发现因为定位、运作模式的不同导致的盈利能力差距在各饲料企业之间被明显拉大。竞争将从简单的营销能力比拼进入较为全面的综合实力比拼的阶段。我们理解规模化养殖户通常具有较高的养殖技术，拥有较多的养殖面积，同时对饲料产品本身的性价比更关注。因此，我们认为只有符合这种竞争变化的公司才能在激烈的市场竞争中拥有快于行业的增长速度。而产品力的强弱取决于采购能力、配方技

术和管理效率，而海大集团在这三方面均不弱。公司的 SAP 系统上线已经完成，对管理效率的提升起到了相当的作用。按照前三季度数据，收入增速为 15%，应收账款周转率和存货周转率都较上年同期有改善。

技术服务能力的提升也是公司 2015 年工作的重点。事实上，这一点也是近期我们拜访不同的农牧企业，大家纷纷提及的内容。饲料企业之间的竞争在营销上的差异变得越来越小，而在技术服务上的投入都不算多，谁能执行的更坚决将决定谁将在行业竞争中脱颖而出。2015 年，海大提出服务更坚决，部分营销人员转为服务人员，海大自己培养了 100 多名服务人员，分配到下属各分子公司支持服务系统。营销人员不增长，服务人员会适当增加。我们认为未来饲料行业的胜出者一定是对养殖服务投入最多，养殖服务体系建设最完善的企业。

管理层激励计划和基层成长分享计划

公司已经发布 2014 年员工增持计划：向高管等 30 人筹集 1.7 亿元，并配套优先资金总共 6.8 亿元，全部用于增持海大集团股票。其中，增持计划具体为：

A) 委托广发证券资产管理，并全额认购广发资管海大投资 1 号、2 号、3 号集合资产管理计划的次级份额，主要通过二级市场购买等法律法规许可的方式取得并持有海大集团股票。

B) 集合资产管理计划份额上限为 6.8 亿份，按照 3: 1 的比例设立优先级和次级份额。集合资产管理计划存续期内，优先级份额按照 7.5% 的预期年化收益率按实际存续天数优先获得收益。

C) 参加该持股计划的员工总人数不超过 30 人，其中董、监、高 6 人，其他人员不超过 24 人。

D) 该员工持股计划涉及标的股票数量上限 6215.72 万股，占公司现有股本的 5.81%，锁定期 12 月。

高管大比例现金增持公司股权，坚定公司未来发展信心。本次参加员工持股计划的为核心高管团队和区域总经理级别，层级较高、覆盖面广，说明公司领导团队对于公司未来发展的信心十足。同时员工持股计划以分级资金的形式增加杠杆增持公司股份（成本 7.5%），更是对于二级市场市值增长空间有信心。

基层经营单元上，公司也采用按照超出考核利润部分提取奖励基金的方式稳定队伍，开发基层经营团队的创业热情。

盈利预测：

以股本 10.7 亿计算，我们预计公司 2014 和 2015 年 EPS 分别为 0.53 和 0.66 元，维持“增持”评级，目标 14.50 元，对应 2015 年 22 倍的 PE 估值。

风险提示：

极端天气造成鱼虾持续大量死亡。

表 1 海大集团利润预测表（百万元）

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 15451 | 17930 | 20334 | 24465 |
| YoY(%) | 29 | 16 | 13 | 20 |
| 减：营业成本 | 13999 | 16412 | 18401 | 22160 |
| 毛利 | 1452 | 1519 | 1932 | 2305 |
| 毛利率(%) | 9.4 | 8.5 | 9.5 | 9.4 |
| 主营业务税金及附加 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 营业费用（销售费用） | 372 | 486 | 540 | 640 |
| 管理费用 | 476 | 587 | 650 | 745 |
| 财务费用 | 78 | 129 | 103 | 105 |
| 资产减值损失 | 13 | 17 | 40 | 20 |
| 加：公允价值变动收益 | 1 | 8 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 12 | 93 | 50 | 30 |
| 营业利润 | 524 | 397 | 645 | 821 |
| 营业外收支 | 32 | 27 | 25 | 15 |
| 利润总额 | 556 | 423 | 670 | 836 |
| 减：所得税 | 101 | 85 | 104 | 127 |
| 减：少数股东损益 | 2 | -2 | 2 | 3 |
| 归属于母公司净利润 | 452 | 340 | 565 | 706 |
| 全面摊薄 EPS（元） | 0.42 | 0.32 | 0.53 | 0.66 |

资料来源：公司年报（2012~2013），海通证券研究所 暂不考虑股权激励的影响。

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔行业
夏木：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、国投中鲁、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

| 类别 | 评级 | 说明 |
|--------------|----|----------------------------|
| 1. 投资评级的比较标准 | 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 | 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。 |

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。