



2009年1月13日

中性

农业

中金公司研究部

分析员: 袁霏阳 yuanfy@cicc.com.cn

联系人: 杨柯 yangke@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

好当家 (600467 / 5.75 元)

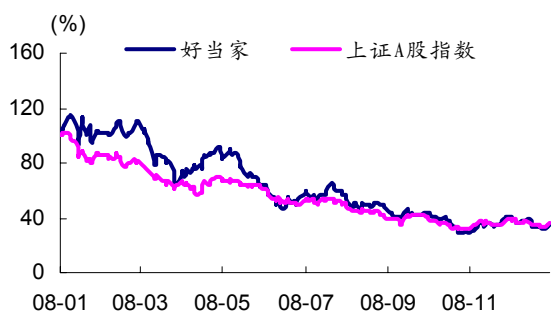
刺参销量低于预期

主要财务指标

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
主营业务收入	571	645	770	656	744	793
(+/-%)	42.6	12.9	19.4	-14.8	13.5	6.5
主营业务利润	128	147	245	201	208	228
(+/-%)	6.2	14.7	66.9	-17.9	3.4	9.8
净利润	79	92	202	158	161	179
(+/-%)	25.9	16.7	118.2	-21.4	1.4	11.2
每股收益 (基本, 元)	0.44	0.23	0.32	0.25	0.25	0.28
(+/-%)	25.9	-46.9	36.4	-21.4	1.4	11.2
每股收益 (全面摊薄, 元)	0.12	0.15	0.32	0.25	0.25	0.28
每股经营现金流 (元)	0.58	0.40	0.30	0.36	0.36	0.39
市盈率 (倍)	46.0	39.4	18.1	23.0	22.7	20.4
市净率 (倍)	5.0	4.0	3.4	3.0	2.7	2.4
股价/经营现金	9.9	14.4	19.2	16.2	16.0	14.7
EV/EBITDA (倍)	27.0	23.2	13.3	15.3	15.1	13.9
净资产收益率 (%)	11.0	10.1	18.6	12.9	11.8	11.9
投入资本回报率 (%)	9.2	8.9	16.5	12.1	11.2	11.3
股息收益率 (%)	0.5	0.5	0.4	0.9	0.9	1.0

A股	
股票代码	600467 CH
当前股价	人民币 5.75
日成交量 (百万股)	11.88
52周最高价/最低价	人民币 19.4 / 4.56
总市值 (百万元)	3,643
发行股数 (百万股)	634
其中: 流通股 (百万股)	377
主要股东 (持股比例)	好当家集团有限公司 (48.45%)

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

08年下半年刺参销量预计仅有 250 吨

11、12月是一年当中刺参的第二次捕捞季, 通常情况下因第二次捕捞季正好处于北方传统的进补时季, 所以刺参的销量要比上半年捕捞季时的销量多。但由于公司所处的山东地区是以出口加工型企业为主, 受全球经济危机的冲击较大, 而同时, 刺参的酒店消费约占总消费量的 70-80%, 酒店消费又以商务消费为主, 商务消费又与企业盈利挂钩, 因此, 也就出现了 08 年下半年刺参销量仅为上半年销量三分之一的窘况。

在宏观经济不明朗的情况下, 我们亦下调了 2009 和 2010 年销量预测。从毛利率来看, 09 年将是最低点, 原因在于价格将同比下滑 10% 左右; 但随着 2010 年刺参销量在经济回暖带动下的恢复性增长, 预计单位成本将下行, 并拉动毛利率回升。

刺参价格符合此前预期

从价格来看, 11、12 月捕捞季时刺参价格还曾下探至 110 元/公斤, 不过随后又恢复到 145 元/公斤附近。我们预计 08 年下半年的销售均价为 140 元/公斤, 并根据上半年的销售均价测算得到 08 年全年销售均价为 162.7 元/公斤, 与此前预期基本一致。并仍维持 09 年刺参价格同比下滑 10%, 以及 2010 年同比持平的判断。

调高海蜇以及食品加工业务盈利贡献, 但难以弥补刺参盈利下滑

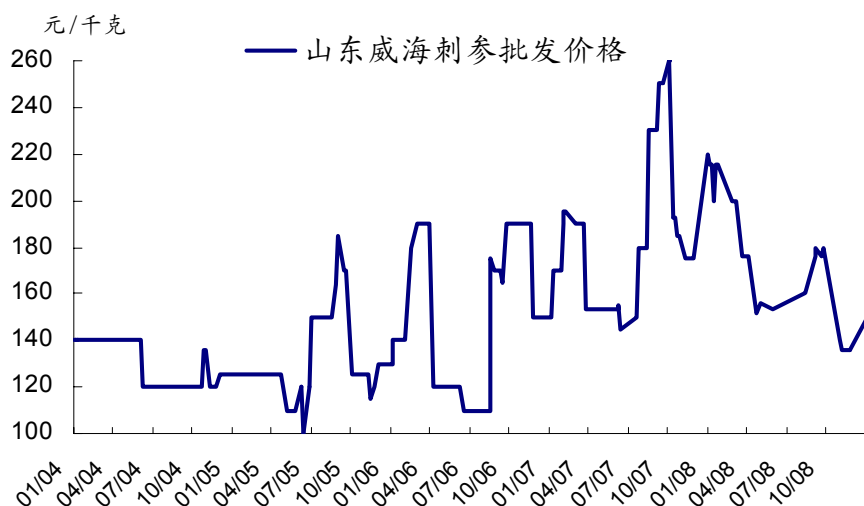
我们此前已提到公司 08 年海蜇产销量也会同比增长 20-30%, 增长空间来自现有虾池海域改造后的养殖面积扩大以及将集团公司海域用来养殖海蜇; 而且, 因供给依旧偏紧, 所以价格仍在继续攀升, 08 年海蜇将新增 1000 万元的毛利贡献。而据最新了解, 我们认为今年海蜇盈利贡献可能会高于此前预期, 原因在于产量增幅将达此前预期的上限, 同时价格也将略高于此前预期。但我们并不认为海蜇的价升量增将在 09 年延续, 这是因为随着供给量的逐步恢复 08 年海蜇价格增幅已大幅放缓, 而且, 08 年海蜇养殖毛利率仍在历史高位并将促使 09 年供给的进一步扩大, 所以我们依旧维持 2009 和 2010 年养殖毛利率下滑的判断。

此外, 公司 08 年 4 季度还加大了食品加工业务的内销力度, 并很可能实现扭亏为赢。但无论如何, 这两项业务的新增盈利都无法弥补刺参盈利贡献的下滑。

维持“中性”评级

虽然刺参销量大幅下调使得公司 08 年盈利甚至出现负增长，但参照较为保守的 DCF 模型预测（假设 2011 至 2018 年的年均增长率为 4%，低于此前 5% 的假设），结果显示公司 09 年末合理股价应为 5.30 元，与当前股价相比仅有 8% 的下滑空间，我们由此维持“中性”评级。

图 1：刺参价格行情



资料来源：威海水产品批发市场

表 1：盈利预测调整

人民币：百万元	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
刺参价格（人民币）	165	163	-1.6%	150	146	-2.7%	150	146	-2.7%
刺参销量（吨）	1,509	993	-34.2%	1,736	1,093	-37.0%	1,909	1,257	-34.2%
主营业务收入	737	656	-11.1%	823	744	-9.6%	873	793	-9.1%
海参养殖	250	162	-35.2%	261	160	-38.7%	287	184	-35.9%
海蜇养殖	55	61	10.2%	51	58	13.4%	52	59	13.4%
其他海水养殖	73	74	1.0%	77	77	0.0%	80	81	1.0%
冷冻食品	299	299	0.0%	374	389	4.0%	393	408	4.0%
主营业务利润	254	201	-20.8%	264	208	-21.2%	275	228	-17.0%
海参养殖	142	83	-41.8%	145	77	-46.9%	153	94	-38.6%
海蜇养殖	44	50	12.7%	38	45	16.8%	38	45	17.2%
其他海水养殖	43	44	1.6%	45	46	1.6%	47	48	1.6%
冷冻食品	11	11	0.0%	19	23	24.8%	20	25	24.8%
主营业务利润率	34.4%	30.7%	-3.8%	32.1%	27.9%	-4.1%	31.5%	28.8%	-2.7%
海参养殖	56.8%	51.0%	-5.8%	55.4%	48.1%	-7.4%	53.4%	51.2%	-2.2%
海蜇养殖	80.1%	81.9%	1.8%	75.7%	77.9%	2.3%	73.8%	76.2%	2.4%
其他海水养殖	59.2%	59.5%	0.4%	58.8%	59.2%	0.4%	58.4%	58.8%	0.4%
冷冻食品	3.6%	3.6%	0.0%	5.0%	6.0%	1.0%	5.0%	6.0%	1.0%
营业费用	8	7	-15.3%	9	8	-9.6%	9	8	-9.1%
管理费用	22	18	-17.0%	24	22	-9.6%	25	23	-9.1%
财务费用	19	19	0.0%	18	18	0.0%	18	18	0.0%
营业利润	217	169	-22.1%	224	171	-23.6%	234	190	-18.7%
营业利润率	29.4%	25.7%	-3.6%	27.2%	23.0%	-4.2%	26.8%	24.0%	-2.8%
所得税	8	6	-22.1%	8	6	-23.6%	8	7	-18.7%
净利润	205	158	-22.6%	212	161	-24.1%	221	179	-19.1%
净利润率	27.7%	24.2%	-3.6%	25.7%	21.6%	-4.1%	25.3%	22.5%	-2.8%
每股收益（元）	0.32	0.25	-22.6%	0.33	0.25	-24.1%	0.35	0.28	-19.1%

资料来源：中金公司研究部

表 2: 主要盈利假设

	刺参(海参)					
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
养殖: 围堰及虾池						
当年参苗投放量(万头)	3,200	3,000	5,500	8,000	8,000	8,000
回捕率	55%	55%	55%	55%	55%	55%
存活数(万头)	1,760	1,650	3,025	4,400	4,400	4,400
当年可销海参(万头)*	1,513	2,356	2,163	1,916	2,796	3,942
当年销售海参(万头)	822	1,024	1,290	795	983	1,257
当年留存数量以及误差(万头)**	690	1,332	873	1,121	1,812	2,685
每公斤海参数量(头)	10	10	10	8	9	10
当年销售海参(吨)	822	1,024	1,290	993	1,093	1,257
单位售价(元/公斤)	113	129	175	163	146	146
(+/-%)	-12.8%	14.5%	35.3%	-7.0%	-10.0%	0.0%
销售收入(百万元)	93	132	226	162	160	184
销售成本(百万元)	33	57	84	79	83	90
销售毛利(百万元)	60	76	142	83	77	94
毛利率	65%	57%	63%	51%	48%	51%

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
海蜇						
产量(吨)	3,130	3,289	4,168	5,418	5,689	5,689
单位售价(元/公斤)	6.9	8.2	10.4	11.3	10.1	10.3
销售收入(百万元)	22	27	43	61	58	59
销售毛利(百万元)	16	20	35	50	45	45
毛利率	73%	76%	81%	82%	78%	76%

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
牙鲆鱼						
产量(吨)	422	262	-	-	-	-
单位售价(元/公斤)	56	40	-	-	-	-
销售收入(百万元)	24	11	-	-	-	-
销售毛利(百万元)	5	2	-	-	-	-
毛利率	22%	20%	-	-	-	-

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
其他养殖品						
销售收入(百万元)	54	42	70	74	77	81
销售毛利(百万元)	25	18	41	44	46	48
毛利率	47%	43%	60%	60%	59%	59%

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
冷冻食品加工						
销售收入(百万元)	378	389	374	299	389	408
销售毛利(百万元)	22	22	15	11	23	25
毛利率	5.9%	5.8%	3.9%	3.6%	6.0%	6.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 3：可比公司估值表

公司 (收盘于2009-1-12)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																	
通威股份	600438.SH	审慎推荐	25.5	22.3	20.6	4.5	3.8	3.3	17.7	17.1	15.8	0.4	0.4	0.5	9.8	8.1	7.8
北大荒	600598.SH	中性	36.0	33.8	30.6	4.7	4.5	4.2	13.1	13.2	13.6	1.7	1.8	2.0	20.2	19.3	18.3
新农开发	600359.SH	减持	578.3	158.6	54.3	2.7	2.6	2.5	0.5	1.7	4.7	0.1	0.3	0.9	25.4	20.0	16.1
中粮屯河	600737.SH	中性	33.6	28.3	21.6	3.5	3.1	2.7	10.3	10.9	12.5	0.0	0.0	0.0	15.3	13.8	11.6
南宁糖业	000911.SZ	中性	24.2	21.1	12.2	1.9	1.8	1.7	8.0	8.8	13.7	2.1	2.4	4.1	7.9	7.2	5.7
东方海洋	002086.SZ	中性	36.1	33.1	28.7	1.5	1.4	1.4	4.1	4.3	4.7	0.0	0.0	0.0	20.0	17.5	15.1
新五丰	600975.SH	中性	113.5	28.4	23.9	2.5	2.3	2.2	2.2	8.2	9.3	0.4	1.8	2.1	22.6	14.2	12.5
国投中鲁	600962.SH	中性	24.2	32.6	22.7	1.7	1.6	1.5	7.1	5.0	6.7	0.0	0.0	0.0	10.5	11.7	10.8
福成五丰	600965.SZ	减持	50.3	43.3	42.7	2.7	2.6	2.5	5.4	6.0	5.9	0.8	0.9	0.9	30.5	25.6	25.3
丰原生化	000930.SH	回避	44.1	39.2	176.8	1.9	1.8	1.8	4.3	4.6	1.0	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
平均值			34.3	31.3	25.4	2.8	2.6	2.4	7.3	8.0	8.8	0.5	0.8	1.1	18.0	15.3	13.7
獐子岛	002069.SZ	中性	28.9	27.7	21.9	3.1	2.8	2.5	10.7	10.0	11.5	0.0	1.4	1.8	17.9	16.9	14.3
好当家	600467.SH	中性	23.0	22.7	20.4	3.0	2.7	2.4	12.9	11.8	11.9	0.9	0.9	1.0	15.3	15.1	13.9

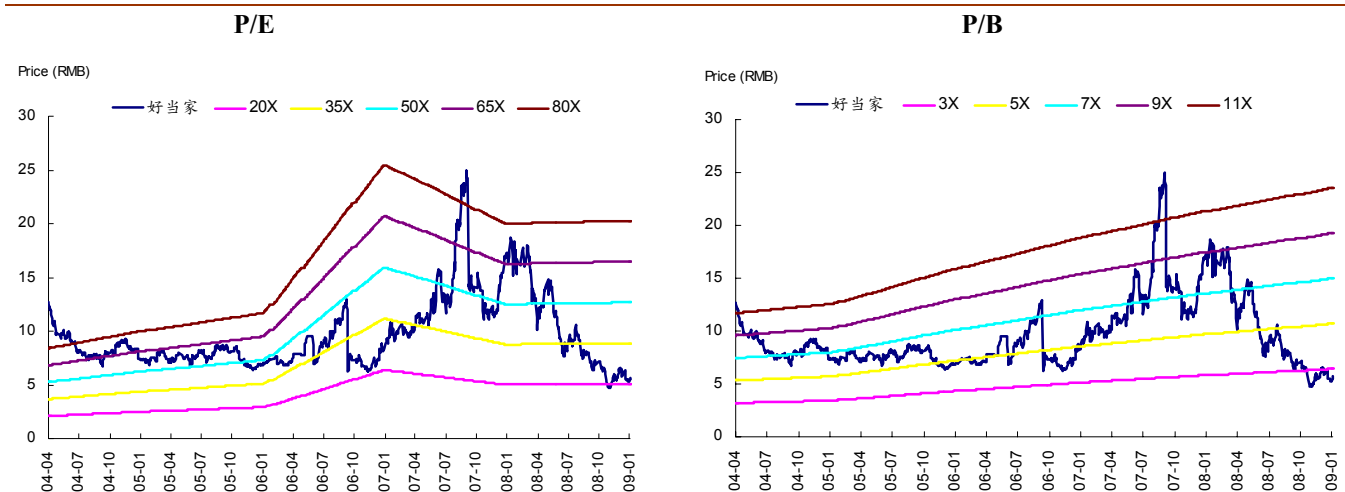
资料来源：万德资讯、中金公司研究部

表 4: DCF 估值表

[illegible]

资料来源：中金公司研究部

图 2、历史价格市盈率、市净率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

表 5: 调整后的盈利预测及主要财务指标

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
损益表						
主营业务收入	571	645	770	656	744	793
主营业务利润	128	147	245	201	208	228
营业费用	-3	-7	-6	-7	-8	-8
管理费用	-16	-24	-19	-18	-22	-23
营业利润	112	117	233	190	193	212
财务费用	-10	-16	-19	-19	-18	-18
税前利润	101	101	211	168	171	190
净利润	79	92	202	158	161	179
每股盈利 (元)	0.44	0.23	0.32	0.25	0.25	0.28
每股股利 (元)	0.10	0.05	0.02	0.05	0.05	0.06
现金流量表						
经营活动现金流净额	105	158	190	225	228	247
投资活动现金流净额	-265	-205	-63	-66	-35	-35
融资活动现金流净额	51	40	-109	-50	-50	-50
货币资金增加额	-111	-7	18	110	143	161
货币资金期初余额	159	49	42	75	185	327
货币资金期末余额	49	42	59	185	327	489
资产负债表						
货币资金	49	42	75	185	327	489
应收帐款	15	14	18	14	16	17
存货	198	212	281	273	301	321
长期投资合计	3	0	43	43	43	43
固定资产合计	788	1,015	1,016	1,018	989	958
无形资产及其他资产	20	61	59	63	66	70
资产合计	1,083	1,370	1,516	1,605	1,752	1,908
短期借款	245	260	207	207	207	207
应付帐款	27	54	39	50	59	62
应付股利	3	3	5	5	5	5
应交税金	-4	-3	1	1	1	1
长期借款	-	35	28	28	28	28
股本	180	396	634	634	634	634
储备和未分配利润	543	520	451	596	725	871
负债和所有者权益合计	1,083	1,370	1,516	1,605	1,752	1,908
财务指标						
净债务/所有者权益	27.2%	28.7%	16.4%	4.1%	-6.8%	-16.9%
资产负债率	28.8%	29.6%	25.3%	20.1%	19.2%	17.9%
应收帐款周转期 (天)	10	8	8	8	8	8
存货周转期 (天)	163	156	196	220	205	208
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.7	1.2	1.7
流动比率	0.9	0.8	1.1	1.7	2.2	2.7
主营业务利润率	22.4%	22.8%	31.8%	30.7%	27.9%	28.8%
EBIT 利润率	19.5%	18.1%	30.2%	28.9%	25.9%	26.7%
EBITDA 利润率	24.8%	25.5%	37.3%	38.0%	34.1%	34.6%
营业利润率	17.7%	15.6%	27.6%	25.7%	23.0%	24.0%
税前利润率	17.7%	15.6%	27.4%	25.7%	23.0%	24.0%
净利润率	13.9%	14.3%	26.2%	24.2%	21.6%	22.5%
营业、管理费用/营业收入	3.4%	4.9%	3.2%	3.8%	4.0%	4.0%
净资产收益率	11.0%	10.1%	18.6%	12.9%	11.8%	11.9%
股息收益率	0.5%	0.5%	0.4%	0.9%	0.9%	1.0%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。