

好当家(600467)

来年海参有望量价齐升

秦军

021-38676768

qinjun@gtjas.com

本报告导读:

2010年海参收入有望量价齐升, 2011年海蜇产能翻番, 未来2年业绩快速复苏, 估值水平较高, 维持谨慎增持, 目标价10元。

投资要点:

- 前三季度业绩表现不佳。好当家前三季度 EPS 为 0.115 元, 同比下降 47.6%, 并且呈现逐季恶化的趋势。
- 产品价格低迷导致毛利率下降。主要盈利品种海参、海蜇都呈现同比价格下跌、销量下降, 直接导致毛利率下降, 是业绩下降的主要原因。
- 2009 年海参量缩价跌。下半年捕捞季节需求疲弱, 加之天气恶劣, 海参捕捞量仅为 150 吨, 全年约 800 吨, 回到 2005 年水平。全年海参销售均价 122 元/公斤, 同比下降 21%。
- 2010 年海参有望量价齐升。基于经济持续好转的假设, 以及渠道存货偏低的现实, 预计 2010 年好当家海参销售量价齐升, 全年销量 1080 吨, 均价 150 元/公斤。
- 2011 年海蜇产能翻番。目前在建的 1.2 万亩围堰平均水深 10 米, 将于 2010 年底完工, 2011 年海蜇产能翻番。其他业务对公司盈利影响较小; 风机合作事宜仍属未定之数。
- 基本面向好, 估值偏高, 谨慎增持。我们对好当家 09-11 年 EPS 预测为 0.14、0.22、0.31 元, 处于重点覆盖公司估值区间上端。鉴于其未来 2 年的业绩有快速恢复预期, 仍然维持“谨慎增持”评级, 目标价 10 元。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	774	475	534	627	744
(+/-)%	17%	-39%	13%	17%	19%
经营利润 (EBIT)	231	132	105	157	220
(+/-)%	98%	-43%	-21%	50%	40%
净利润	202	124	87	136	198
(+/-)%	116%	-38%	-30%	56%	45%
每股净收益 (元)	0.32	0.20	0.14	0.22	0.31
每股股利 (元)	-	-	0.03	0.04	0.06

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	29.9%	27.9%	19.6%	25.0%	29.6%
净资产收益率 (%)	18.6%	10.3%	6.8%	9.8%	12.8%
投入资本回报率 (%)	16.5%	8.7%	6.7%	10.2%	14.4%
EV/EBITDA	6.5	10.0	11.7	8.7	6.7
市盈率	30.2	48.9	69.6	44.6	30.8
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%

评级:

谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格:

¥ 10.00

上次预测: ¥ 10.00

当前价格:

¥ 9.61

2009.12.18

交易数据

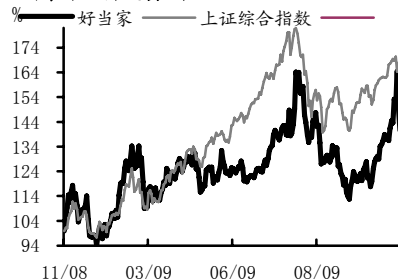
52 周内股价区间 (元)	5.27 ~ 11.03
总市值 (百万元)	6,380
总股本/流通 A 股 (百万股)	634/634
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量 (百万股)	15.3
日均成交值 (百万元)	117.9

资产负债表摘要 (3Q09)

股东权益 (百万元)	1,282
每股净资产	2.02
市净率	4.7
净负债率	14.8%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.049	0.031
Q2	0.113	0.062
Q3	0.050	0.021
Q4	-0.015	0.023
全年	0.196	0.138

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10.7	13.1	39.8
相对指数	11.5	4.6	-24.8

相关报告

季报点评:

来年业绩可能超预期, 谨慎增持

(09.10.29)

中报点评:

底部已过, 前路漫漫

(09.08.26)

模型更新时间: 2009.12.16

股票研究

农林牧渔业

农、林、牧、渔业

好当家(600467)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

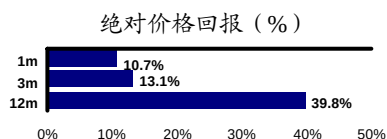
目标价格: ¥10.00

上次预测: ¥10.00

当前价格: ¥9.61

公司网址:

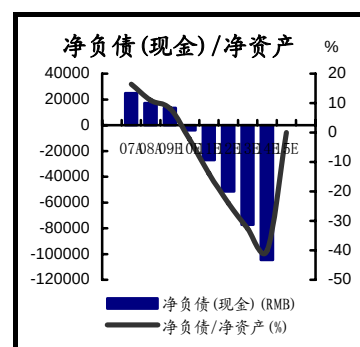
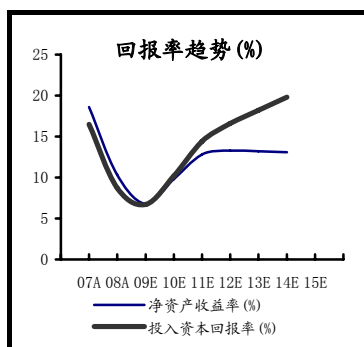
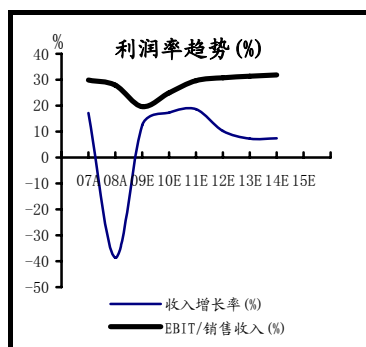
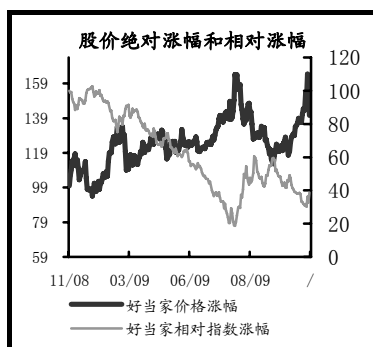
www.sdhaodangjia.com



52 周价格范围 5.27~11.03
市值 (百万) 6,380

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	774	475	534	627	744	821	881	945
主营业务成本	514	273	378	409	452	489	519	552
税金及附加	2	2	2	2	3	3	3	3
主营业务利润	0	0	0	0	0	0	0	0
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	6	7	9	10	12	13	14	15
管理费用	19	37	42	49	58	64	68	73
EBIT	-25	-44	-50	-59	-70	-77	-82	-89
财务费用	19	12	10	10	7	3	-1	-5
营业利润	213	120	94	147	213	250	277	307
所得税	7	7	5	8	12	14	15	17
少数股东损益	3	-2	2	3	4	5	6	6
净利润	202	124	87	136	198	231	256	284
资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金、短期投资	75	44	75	214	402	605	823	1,061
其他流动资产	317	383	403	425	449	472	496	521
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	0	0	0	0	0	0	0	0
无形资产及其他资产	0	0	0	0	0	0	0	0
资产合计	1,512	1,568	1,640	1,777	1,972	2,182	2,409	2,660
流动负债	348	292	295	312	333	346	357	369
长期负债	35	23	10	10	10	10	10	10
股东权益	1,516	1,568	1,631	1,760	1,943	2,147	2,368	2,613
投入资本(IC)	1,357	1,444	1,478	1,460	1,445	1,438	1,437	1,438
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	224	125	99	148	208	239	0	0
折旧与摊销	54	53	55	58	59	61	62	64
流动资金增量	(31)	(65)	(17)	(6)	(3)	(10)	(13)	(13)
资本支出	(75)	(51)	(74)	(29)	(34)	(40)	(45)	(48)
自由现金流	171	63	63	172	230	249	4	3
经营现金流	(2)	33	138	201	265	290	310	335
投资现金流	(198)	(208)	(74)	(29)	(34)	(40)	(45)	(48)
融资现金流	337	80	(32)	(33)	(42)	(46)	(48)	(49)
现金流净增加额	137	(95)	31	139	189	203	217	238
财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
成长性								
收入增长率	17.2%	-38.6%	12.5%	17.3%	18.7%	10.3%	7.3%	7.4%
EBIT 增长率	97.9%	-42.7%	-21.0%	50.0%	40.3%	14.7%	9.2%	9.2%
净利润增长率	115.6%	-38.3%	-29.8%	56.0%	44.8%	17.0%	11.0%	10.8%
利润率								
毛利率	33.5%	42.5%	29.3%	34.8%	39.3%	40.5%	41.0%	41.6%
EBIT 率	29.9%	27.9%	19.6%	25.0%	29.6%	30.8%	31.3%	31.9%
净利率	26.0%	26.2%	16.4%	21.8%	26.5%	28.1%	29.1%	30.0%
收益率								
净资产收益率(ROE)	18.6%	10.3%	6.8%	9.8%	12.8%	13.3%	13.2%	13.1%
总资产收益率(ROA)	13.3%	7.9%	5.4%	7.8%	10.2%	10.8%	10.8%	10.9%
投入资本回报率	16.5%	8.7%	6.7%	10.2%	14.4%	16.6%	18.2%	19.8%
运营能力								
存货周转天数	175	423	349	339	322	313	309	305
应收账款周转天数	17	23	22	21	20	19	19	19
总资产周转天数	713	1,205	1,120	1,035	967	970	998	1,027
净利润现金含量	-0.01	0.27	1.58	1.48	1.34	1.25	1.21	1.18
资本支出/收入	9.7%	10.8%	13.9%	4.6%	4.6%	4.9%	5.1%	5.1%
偿债能力								
资产负债率	25.3%	20.0%	18.7%	18.3%	17.6%	16.6%	15.5%	14.5%
净负债率	16.4%	11.0%	8.2%	-2.2%	-13.9%	-24.0%	-32.6%	-40.0%
估值比率								
PE	30.2	48.9	69.6	44.6	30.8	26.4	23.8	21.4
PB	5.6	5.0	4.8	4.4	3.9	3.5	3.1	2.8
P/S	7.87	12.82	11.39	9.71	8.18	7.42	6.91	6.44
EV/EBITDA	6.5	10.0	11.7	8.7	6.7	6.0	5.5	5.1
股息率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%



1. 前三季度业绩回顾

好当家 2009 年前三季度实现营业收入 3.98 亿元，同比下降 3.8%，其中第三季度同比增长 15.6%；净利润 7279 万元，同比下降 47.6%，其中第三季度下降 57.4%；EPS 为 0.115 元，其中第三季度 0.021 元。

2009 年以来，好当家的业绩无论同比环比都呈现逐季恶化的趋势，主要原因是其主要产品海参、海蜇的价格低迷所导致。

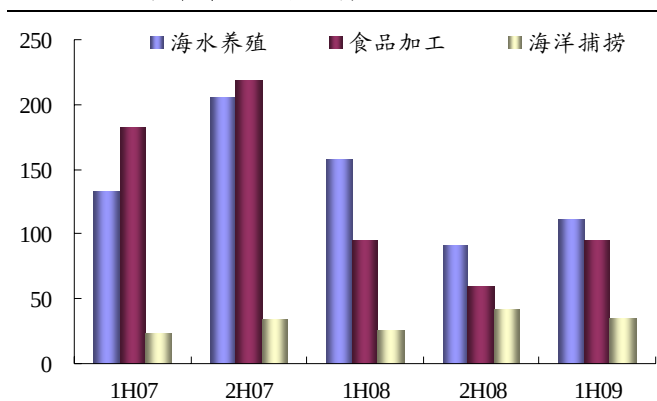
好当家 2009 年中报披露的海参销售量还较为理想，但价格较低，均价仅为 109 元/公斤，在最近 3-4 年的历史中是倒数第二的水平。价格低迷不但导致海参毛利率下降，海参收入占比也出现下降，直接导致综合毛利率水平同比下降 4 个百分点，对业绩下降影响较大。

2009 第三季度收入出现上升主要是由于食品加工出口业务的恢复，但该业务毛利率很低，对盈利没有什么贡献。第三季度主要的利润来源是海蜇，但今年海蜇价格同比去年低 10%以上，养殖毛利率下降到 60%左右。

表 1: 好当家季度利润简表

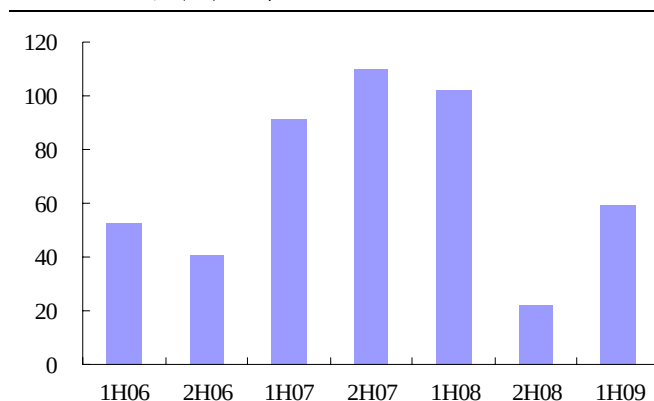
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
营业收入	116.7	161.6	135.6	61.1	108.0	133.5	156.8
YoY	-11.3%	-8.7%	-44.1%	-72.6%	-7.4%	-17.4%	15.6%
营业成本	70.4	85.0	89.9	27.7	76.6	84.7	136.0
销售费用	1.9	1.9	2.1	1.2	2.7	0.5	2.5
管理费用	7.8	-0.4	8.8	20.7	4.5	7.0	11.8
财务费用	4.9	5.5	1.0	0.8	3.4	2.0	2.3
利润总额	31.4	71.8	32.2	-5.4	20.7	38.7	13.7
归母公司股东的净利润	30.8	71.3	31.9	-9.7	19.8	39.3	13.6
YoY	18.4%	9.0%	-13.2%	-113.2%	-35.7%	-44.8%	-57.4%

图 1: 好当家半年度主营业务收入



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

图 2: 好当家半年度净利润 (百万元)



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

2. 海参：来年量价何如？

毫无疑问，海参价格的销售量与价格是好当家盈利的核心，需要分别进行分析。

海参价格：预计明年均价为 150 元/公斤

海参每年有两个捕捞季节，第一个是 3 月到 4 月上旬，第二个是 11 月到 12 月上旬，平均每年的有效捕捞时间大约为 80-90 天。

正常情况下，在每个捕捞季节开始之后，由于市场供应量增大，海参价格将出现一定程度的下跌。因此，在 8-9 月份海参价格 150 元/公斤的时候，我们预计海参大量上市后价格可能会落到 130 元/公斤左右。

但实际情况却恰恰相反，威海水产品市场的数据显示，2009 年进入捕捞季节之后，海参价格经历了短暂的下跌后，反而开始快速上涨，到 11 月下旬已经达到 180 元/公斤的价格水平，这样的价格在历史上的捕捞季节是非常罕见的。

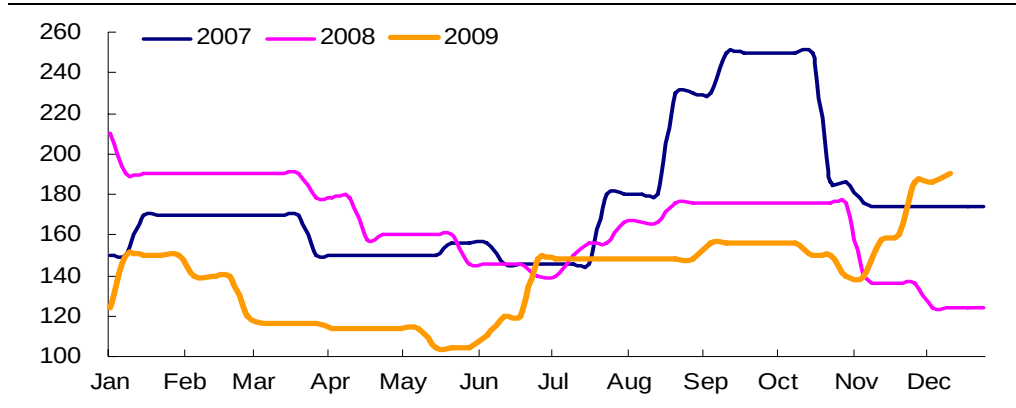
综合各种信息后，我们判断价格上涨有几个可能的因素导致：

- 1、去年同期海参价格跌幅过大，经销商损失巨大，目前渠道存货较少；
- 2、临近春节，具有礼品属性的海参需求量开始回升；
- 3、当地海参养殖协会协调大型养殖企业、个人以托住价格。

如果看看好当家历史上的海参销售均价，可以发现其走势酷似很多大宗商品，在 05-07 年期间快速上涨创出新高，且远高于前期高点。目前很多大宗商品价格都经历了回落再反弹的过程，目前的价格处于历史区间较高的位置，这一点可以作为海参价格反弹目标位的参考。

基于对明年国内经济继续好转的预期（国泰君安的宏观策略观点），海参需求的回升是大概率事件，再加上经销商存货水平的正常化（补库存）过程，2010 年的海参价格理应比 2009 年更高，即便难以维持目前 200 元/公斤的高价位，也会明显高于 2009 年 122 元/公斤的平均水平，我们预计 2010 年海参均价为 150 元/公斤。

图 3：威海水产品批发市场海参价格（单位：元/公斤）



数据来源：Wind，国泰君安证券

海参销售量：成为明年业绩关键

上文所述的三个支持价格上涨的因素，从逻辑上看是相互矛盾的。既然需求量回升、渠道存货偏少，理应出现量价齐升的局面，养殖协会的协调就显得有些多余。我们分析，实际情况可能是，市场需求的恢复非常虚弱，在较低的水平下以刚性需求为主，价格敏感性较低，因此海参协会的协调工作收到了比较明显的效果。

据好当家公司介绍，11月份捕捞季节期间来自经销商的需求量明显低于上半年，加上天气因素（适合捕捞的天数低于正常水平），刚刚结束的下半年捕捞季节的销售量不足150吨，全年销量约为800吨，回到了2005年的水平。

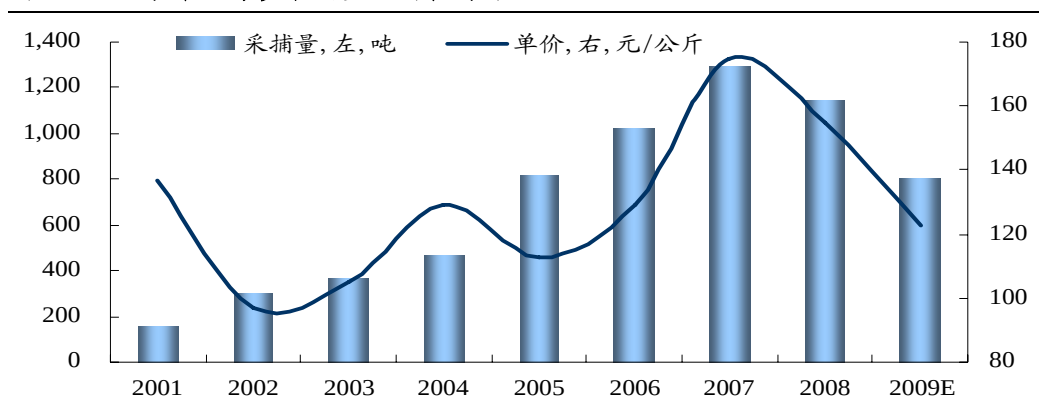
由于2009年采摘量较低，2010年的海参采摘量将成为影响好当家盈利的关键因素。随着经济的持续好转，好当家的海参销售应该出现量价齐升的局面，我们预计2010年好当家海参销售量为1000吨（与2006年相当），均价为150元/公斤。

表2：海参售价、采摘量、收入预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
采摘量（吨）	1290	1145	800	1080	1296
单价（元/公斤）	175	155	122	151	173
收入（百万）	226	141	98	163	224

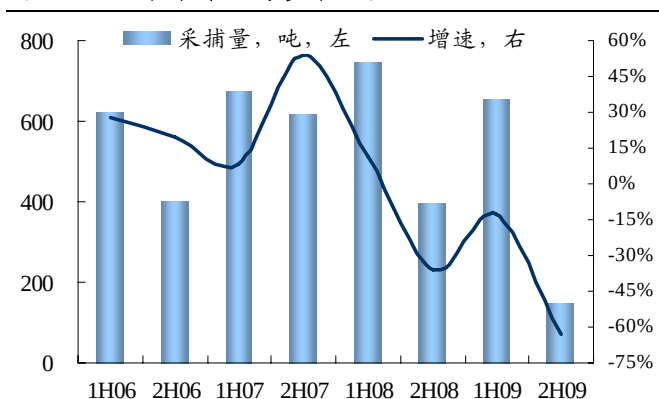
注：2008年约有236吨鲜活海参转入加工并形成期末存货。

图4：好当家年度海参采摘量及销售均价



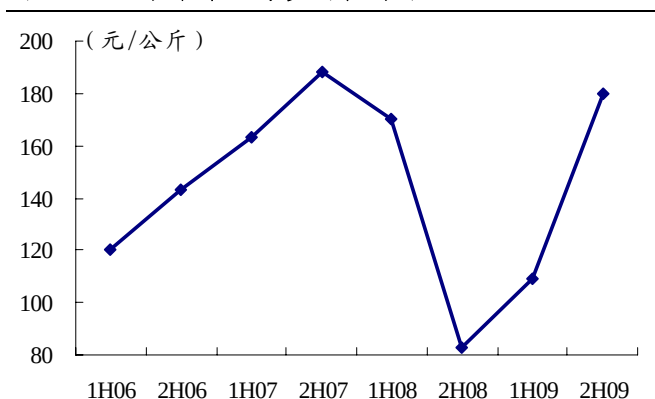
数据来源：公司定期报告，国泰君安证券

图5：好当家半年度海参采摘量



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券

图6：好当家半年度海参销售均价



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券

3. 其他业务增长点

海蜇：2011 年产能翻番

相比海参，海蜇的养殖周期要短得多，每年三季度平均可以养两批海蜇。好当家在 2008 年海蜇产量达到历史峰值 4977 吨，今年由于气候因素，海蜇产量、价格均出现下跌，对其三季度产生负面影响。

目前，好当家最大的在建工程为 1.2 万亩的围堰，平均水深 10 米（目前围堰水深 6 米），由于海蜇不是底栖类型生物，可以进行立体养殖。目前的 1.2 万亩围堰预计将于 2010 年底竣工，2011 年有望将好当家的海蜇产量翻番。同时，这 1.2 万亩围堰也可以进行海参底播养殖，如果 2011 年投放海参苗，预计将于 2014 年可以大规模捕捞。

表 3：海蜇售价、捕捞量、收入预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
捕捞量（吨）	4,168	4,977	4,479	4,703	7,996
单价（元/公斤）	10.43	9.89	8.90	9.35	9.82
收入（百万）	43	49	40	44	78

捕捞业务：维持稳定

好当家的海洋捕捞公司是在 2006 年股改时候由大股东以实物出资（占股权 1%），好当家以现金出资 3000 万（占股权 99%）设立的。大股东好当家集团当时投入的实物资产评估值高达 1.2 亿元，这实际上是股改对价的一部分。

捕捞业务 2008 年为好当家贡献 1358 万元利润，其中包括享受了几百万元的燃油补贴。这一快业务预计未来 1-2 年将维持较为稳定的状态，年均贡献 100-1500 万元的利润。

食品加工出口：盈利能力较低

传统上，食品加工出口是好当家的收入主要贡献来源，但由于毛利率很低，对盈利的贡献非常有限。2008 年由于受到食品安全事件、金融危机等影响，公司的主要出口地日本市场急剧萎缩，食品加工业务收入从 2007 年的 4 亿元下滑至 2008 年的 1.55 亿元。未来好当家的盈利核心仍然是海参与海蜇，公司对食品加工出口的态度是维持现状，不会将其作为核心业务来发展。

风电收益：尚在未定

好当家座落于山东半岛的最东端，其所在的荣成市虎山镇三面环海，具备成为风电场的优良条件。目前，好当家围堰大坝的风力测试公司已经结束，结果较为满意，目前公司正在与合作方国华电力商讨具体的合作方式：出租大坝或者以大坝入股。

据公司透露，如果采取出租的方式，每年的租金收入可能高达 5000 万元，而如果采取入股方式，初期收益将远远低于这个水平，但远期收益可能更大。目前具体的合作方式仍属未定之数。

4. 盈利预测与投资评级

盈利预测的主要假设:

- 1、海参 2009 年销售量 800 吨, 全年均价 122 元, 销售收入 9800 万元;
- 2、海参 2010 年销量 1080 吨, 均价 151 元/公斤; 2011 年销量回到 2007 年的高峰;
- 3、新围堰区的海蜇产销量 2011 年达到 8000 吨左右, 价格逐年略涨;
- 4、新围堰区的海参将于 2014 年产生销售, 不在我们预测时间段内;
- 5、不考虑风电业务对公司未来业绩的可能贡献。

基于上述假设, 我们对好当家 2009-11 年的 EPS 预测分别为 0.14、0.22、0.31 元, 对应 2009、2010 年动态 PE 为 69.6X、44.5X, 在我们覆盖的重点公司中处于估值区间的上端, 鉴于好当家未来 2 年的业绩预期处于快速恢复过程中, 我们仍然维持“谨慎增持”评级, 维持目标价 10 元不变。

表 4: 好当家营业收入预测

营业收入 (百万)					
海水养殖	339	249	214	291	391
食品加工	401	155	233	245	257
海洋捕捞	57	67	87	91	96
合计	774	475	534	627	744

作者简介:

秦军: 2001 年加入国泰君安, 2004 年进入研究所, 现为销售交易总部研究员, 从事农业行业研究。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

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, 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。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com