



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010年3月29日

农业

研究部

袁霏阳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010007

yuanfy@cicc.com.cn

杨柯

联系人

yangke@cicc.com.cn

审慎推荐

好当家(600467.CH)

急待苏醒的大象

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
主营业务收入	645	770	471	496	591	740
(+/-%)	12.9	19.4	-38.8	5.4	19.0	25.2
主营业务利润	147	245	197	151	190	277
(+/-%)	14.7	66.9	-19.5	-23.2	25.1	46.3
净利润	92	202	124	78	120	179
(+/-%)	16.7	118.2	-38.3	-37.1	53.7	48.6
每股收益(基本, 元)	0.23	0.32	0.20	0.12	0.19	0.28
(+/-%)	-46.9	36.4	-38.3	-37.1	53.7	48.6
每股收益(全面摊薄, 元)	0.15	0.32	0.20	0.12	0.19	0.28
每股经营现金流(元)	0.40	0.30	0.21	0.35	0.27	0.36
市盈率(倍)	62.5	28.7	46.4	73.8	48.0	32.3
市净率(倍)	6.3	5.3	4.8	4.5	4.1	3.7
股价/经营现金	22.8	30.4	42.7	26.4	34.0	25.5
EV/EBITDA(倍)	36.2	20.8	28.4	35.3	29.4	21.9
净资产收益率(%)	10.1	18.6	10.3	6.1	8.5	11.4
投入资本回报率(%)	8.9	16.5	9.9	6.0	8.4	10.9
股息收益率(%)	0.3	0.2	0.0	0.0	0.4	0.6

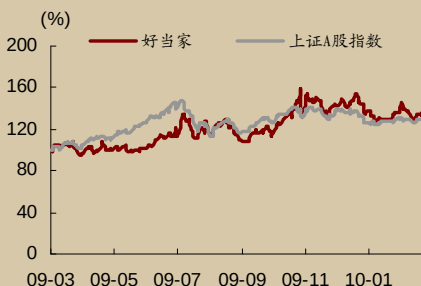
股票信息

	A股
股票代码	600467 CH
当前股价	人民币 9.12
日成交量(百万股)	6.93
52周最高价/最低价	人民币11.03/6.43
总市值(百万元)	5,778
发行股数(百万股)	634
其中: 流通股(百万股)	634
主要股东(持股比例)	好当家集团有限公司(47.45%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
好当家	-1.1%	-3.4%	-6.8%	-7.6%
上证A股指数	-0.3%	0.3%	-4.1%	-6.7%
中金农业指数	0.5%	-0.1%	-0.2%	0.9%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

4/16/2010 09年业绩报告

投资提示:

虽然今明两年市盈率高达 48 倍和 32 倍, 但鉴于同行业绩大增后, 好当家会力图大幅提升业绩, 而且二级市场获利盘不大, 我们由此维持“审慎推荐”评级。

投资时点判断: 1) 2010 年二季度 (09 年年报公布时), 触发因素包括刺参价格和业绩同比明显提升, 以及核心管理层或将调整; 2) 2011 年上半年, 触发因素包括新的盈利增长点 (除现有 3 万亩和已知但未确权的 2.7 万亩海域) 明确后并使得再融资启动。我们判断公司若想 2011 年启动再融资, 2012 年摊薄前每股收益必须达到 0.5 元以上。

理由:

有动力大幅提升业绩: 同行业绩大幅增长带来的激励, 以及未来或将为 07、08 年已确权但尚未开发的 20.3 万亩深海海域再融资。

有能力大幅提升业绩: 虽然现有 3 万亩海域和周边已知但还未确权 2.7 万亩海域带来的盈利贡献, 还难以实现每股收益 0.5 元以上, 但依赖集团公司深厚的政府背景, 好当家想通过扩张海域来实现盈利增长的难度不大。

刺参价格将一路走高: 参照农业部渔业局和黄海所的调研报告, 黄渤海海域 30 年不遇结冰灾害除造成浮筏养殖海产品大量减产, 还造成部分水位较浅的小虾池养殖刺参死亡, 这会对今明两年刺参供应造成负面影响。同时, 养殖公司和经销商反映, 今年冬季刺参加工品销售非常好, 北京和东北地区甚至有个别市脱销, 并带动大连地区刺参价格即使春节之后也没回落太多。此外, 武汉地区刺参消费增长也非常强劲, 未来还将以省会效应带动整个两湖地区刺参消费。我们判断今年上半年捕捞旺季时好当家刺参价格将在 150~160 元/公斤 (去年同期为 110 元/公斤, 目前好当家报价为 180 元/公斤, 威海水产品批发市场报价为 160 元/公斤)。

估值:

我们预计 2009~11 年每股收益分别为 0.12、0.19 和 0.28 元, 对应市盈率 74 倍、48 倍和 32 倍。

刺参价格将一路走高

好当家主业是刺参养殖，副业包括海蜇和其他水产品养殖（过去三年，两者的毛利贡献都在四千万元左右），以及水产品加工（盈亏平衡，该业务主要是为增加就业岗位）和海洋捕捞（每年贡献毛利约一千万）。好当家是全国最大的刺参养殖企业，按照目前的海域改造情况来看，正常年景能产 1700 吨刺参，占全国产量比例不到 2%。而獐子岛每年刺参产量稳定在 300~500 吨。

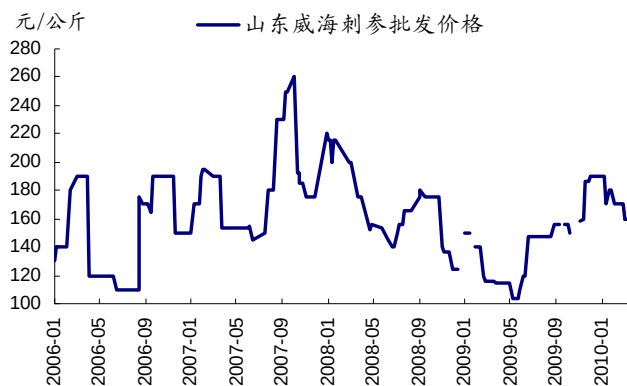
- **黄渤海海域冰灾造成小虾池养殖刺参减产：**参照农业部渔业局和黄海所的调研报告，黄渤海海域 30 年不遇结冰灾害除造成浮筏养殖海产品（主要有虾夷扇贝、鲍鱼和海带）大量减产，还造成部分水位较浅的小虾池养殖刺参死亡，但死亡比例难以估计。刺参养殖海域水位一般在 3 至 10 米，由于刺参养殖在我国以小养殖户为主，他们的海域水深一般在 3 至 4 米且圈养面积较小，所以一旦发生多年不遇结冰灾害，就将使得他们的养殖海域被完全冻透并无法破冰充氧，并造成死亡。好当家、獐子岛和东方海洋的底播养殖海域因面积较大，不存在完全冻透的可能，所以，成为了本次黄渤海海域冰灾的受益者。参照刺参两至三年的成长期，小虾池养殖刺参死亡，会对明年两年刺参供应造成负面影响。
- **刺参消费正节节攀升：**养殖公司和经销商反映，今年冬季刺参加工品销售非常好，北京和东北地区甚至有个别市脱销，并带动大连地区刺参价格即使春节之后也没回落太多（上周，大连地区类野生底播参 280 元/公斤，虾池底播参 200 元/公斤）。此外，武汉地区刺参消费增长也非常强劲，未来还将以省会效应带动整个两湖地区刺参消费。

鉴于 30 年不遇冰灾造成刺参减产，以及，因去年上半年中国高档餐饮消费处于低谷而今年将大幅提振并带动刺参消费攀升，我们判断今年上半年捕捞旺季时好当家（威海地区）刺参价格将达 150~160 元/公斤（去年同期为 110 元/公斤，下半年约 170 元/公斤，目前威海地区捕捞旺季还未来临，公司报价为 180 元/公斤，威海水产品批发市场报价为 160 元/公斤），下半年有望在 170 元/公斤以上。鉴于好当家今年上半年捕捞量比例会偏大，我们预计 2010 年全年均价 160 元/公斤。

产量判断：1) 09 年捕捞量约 850 吨，其中，在去年上半年价格只有 110 元/公斤时捕捞了 650 吨。2) 因去年年底和今年年初，华北和东北的冬天持续时间较长，造成今年主产区的刺参生长速度普遍偏慢，我们判断好当家今年仅能捕捞 1000 吨。其中上半年捕捞 600 吨，下半年捕捞 400 吨。3) 2011~12 年的捕捞量预测为 1500 吨和 1700 吨。

好当家从 07 年开始就在改造现有 3 万余亩海域，从而提升刺参亩产。截至 09 年年底，约 2 万亩海域已完成重新海域分割、铺底和投礁、未来还将改造约 6000 亩（目前这部分海域刺参产量可忽略不计）。我们估计 2.6 万亩海域，风调雨顺时可产 2000 吨刺参（亩产 77 公斤），正常年景可产 1700 吨刺参（亩产 65 公斤）。

图表 1：山东威海刺参批发价格



资料来源：威海水产品批发市场

同行业绩大增激励良性竞争——急待复苏的大象

好当家和獐子岛是我国最大的两家海产品养殖公司，两家公司高层一直有着沟通和互访，并致力于共同培育消费市场，同时，一家公司业绩大增也会激励另一家公司努力提升盈利。

在獐子岛去年和今年净利都将保持 70% 左右增长并将于 2010 年实现 3.6 亿净利情况下，我们认为好当家在 08、09 年两年业绩都同比下滑近 40% 且 09 年净利或不到 8000 万元的情况下，将于今年开始努力提升现有海域的盈利能力并扩张海域。而且，我们预计未来一两个月内公司核心高管层会有所调整。

前景展望

好当家仅仅依赖现有 3 万亩海域和周边已知但还未确权 2.7 万亩（1.2+1.5 万亩）海域带来的盈利贡献，还难以在一两年内达到 3.6 亿的净利润贡献（獐子岛 2010 年盈利目标），我们由此认为公司必须扩张海域。因集团公司拥有深厚的政府资源，公司想扩张海域并不困难。

考虑到缺乏深海养殖技术人才，我们认为好当家要通过扩张海域来实现未来两年内盈利大幅提升的目标，吸收海域的水深必须在 10 米以内。

参考目前 9.12 元股价，以及根据已知海域预测出的 2011 年摊薄前 0.28 元的每股收益，好当家要想为其 07 和 08 年已确权但尚未开发的 20.3 万亩深海海域（水深 16~21 米）再融资，还有些困难。倘若公司要在 2011 年启动再融资计划，2012 年摊薄前每股收益必须达到 0.5 元以上。

盈利复苏始于今年

今年盈利增长源于刺参价格同比大幅提升。由于大量刺参于 09 年上半年价格较低时捕捞，所以去年均价仅为 124 元/公斤，毛利贡献预计约 0.51 亿元。我们判断今年均价将达 160 元/公斤，毛利贡献预计为 0.93 亿元。假设其他产品毛利贡献不变，销售和管理费用将因销售网络的扩张而新增 700 万元，此外，还将有约 700 万元加工品存货跌价准备冲回，那么 2010 年净利将同比新增 0.42 亿元至 1.20 亿元，折合每股收益 0.19 元。

2011 年盈利贡献预测

基于 2011 年刺参均价 180 元/公斤和 1500 吨捕捞量的假设，我们预计净利润 1.79 亿元，折合每股收益 0.28 元。

- **刺参**：由于今明两年捕捞费用将会提升，我们估计刺参成本将增至 70 元/公斤，假设 2011 年刺参均价在 180 元/公斤，1500 吨捕捞量贡献 1.65 亿毛利。
- **海蜇**：随着现有海域逐步改造为专注于刺参养殖的海域，我们预计 3 万亩海域中的海蜇产量将出现下滑（参蜇混养会影响刺参产量）。预计 2011 年海蜇产量将由 08 年近 5000 吨降至 3000 吨，售价为 10 元/公斤，毛利贡献为 2400 万元。

虽然海蜇成长期短且相对收益高，但因海蜇好动并会出现活动受限而死，且绝对价值低，所以，小养殖户目前不大偏好养海蜇，价格也就比较稳定。

- **其他海产品养殖和海洋捕捞**：毛利贡献分别稳定在 4000 万元和 1000 万元。
- **水产品加工**：盈亏平衡。
- **已知但未确权的 1.2 和 1.5 万亩海域盈利预测**：其中 1.2 万亩海域将于今年完成围堰，水深大都超过 10 米，仅有周边部分水深 5~6 米海域适合养刺参。这 1.2 万亩海域未来两年都计划养海蜇，并将在 2011 年实现 4000 吨产量，售价为 10 元/公斤，毛利贡献为 3200 万元。另外 1.5 万亩海域最早要在 2012 年实现盈利贡献。
- **三项费用和所得税**：合计 9200 万元。由于公司 09 年开始扩张销售网络，我们预计 09 年管理和销售费用将达 5500 万元，2011 年进一步增至 7000 万元；财务费用我们判断稳定在 1500 万元左右；所得税费用来自水产品加工和捕捞业务，每年大约为 700 万元。

图表 2：好当家刺参盈利预测

刺参业务盈利预测						
	1H07	2H07	1H08	2H08	1H09	2H09E
刺参捕捞量(吨)	674	616	749	396	653	205
刺参销售单价(元/公斤)	163	188	170	126	109	170
刺参销售成本(元/公斤)	43	90	39	96	47	121
刺参毛利贡献(百万元)	81	60	98	12	41	10
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
刺参捕捞量(吨)	1,290	1,145	858	1,000	1,500	1,700
刺参销售单价(元/公斤)	175	155	124	160	180	180
刺参销售成本(元/公斤)	65	59	65	67	70	70
刺参毛利贡献(百万元)	142	110	51	93	165	187
2011 年刺参盈利敏感性分析						
刺参均价(元/公斤)	160	170	180	190	200	210
刺参毛利贡献(百万元)	135	150	165	180	195	210
其他产品毛利贡献(百万元)	106	106	106	106	106	106
未知						
(为追赶同行业绩，好当家或将收购大面积且 10 米水深以内海域)	?	?	?	?	?	?
三项费用和所得税(百万元)	92	92	92	92	92	92
净利润(万元)	149	164	179	194	209	224
每股收益(元)	0.24	0.26	0.28	0.31	0.33	0.35

资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资建议与时点判断

虽然今明两年市盈率高达 48 倍和 32 倍，但鉴于同行业绩大增后，好当家会力图大幅提升业绩，而且二级市场获利盘不大，我们由此维持“审慎推荐”评级。

投资时点判断：1) 2010 年二季度，触发因素包括刺参价格和业绩同比明显提升，以及核心管理层或将调整；2) 2011 年上半年，触发因素包括新的盈利增长点明确后并使得再融资启动。我们判断公司若想再融资，2012 年摊薄前每股收益必须达到 0.5 元以上。

有动力大幅提升业绩：同行业绩大幅增长带来的激励，以及未来或将为 07、08 年已确权但尚未开发的 20.3 万亩深海海域再融资。**有能力大幅提升业绩**：虽然现有 3 万亩海域和周边已知但未确权 2.7 万亩海域带来的盈利贡献，还难以实现每股收益 0.5 元以上，但依赖集团公司深厚的政府背景，好当家想通过扩张海域来实现盈利增长的难度不大。

风险

海产品价格受自然灾害影响较大。

图表 3：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
损益表						
主营业务收入	645	770	471	496	591	740
主营业务利润	147	245	197	151	190	277
营业费用	-7	-6	-7	-10	-12	-16
管理费用	-24	-19	-37	-45	-50	-55
营业利润	117	233	156	106	139	206
财务费用	-16	-19	-12	-12	-16	-16
税前利润	101	211	130	87	131	191
净利润	92	202	124	78	120	179
每股盈利 (元)	0.23	0.32	0.20	0.12	0.19	0.28
每股股利 (元)	0.05	0.02	-	-	0.04	0.06
现金流量表						
经营活动现金流净额	158	190	135	219	170	227
投资活动现金流净额	-205	-63	-70	-45	-45	-45
融资活动现金流净额	40	-109	-90	30	-16	-40
货币资金增加额	-7	18	-24	203	109	142
货币资金期初余额	49	42	75	44	247	356
货币资金期末余额	42	59	50	247	356	497
资产负债表						
货币资金	42	75	44	247	356	497
应收帐款	14	18	11	11	13	16
存货	212	281	353	282	328	378
长期投资合计	0	43	43	43	43	43
固定资产合计	1,015	1,016	1,037	1,017	995	971
无形资产及其他资产	61	59	60	57	61	65
资产合计	1,370	1,516	1,568	1,680	1,822	2,002
短期借款	260	207	149	199	199	199
应付帐款	54	39	30	38	44	50
应付股利	3	5	7	7	7	7
应交税金	-3	1	1	1	1	1
长期借款	35	28	10	20	20	20
股本	396	634	634	634	634	634
储备和未分配利润	520	451	576	654	774	929
负债和所有者权益合计	1,370	1,516	1,568	1,680	1,822	2,002

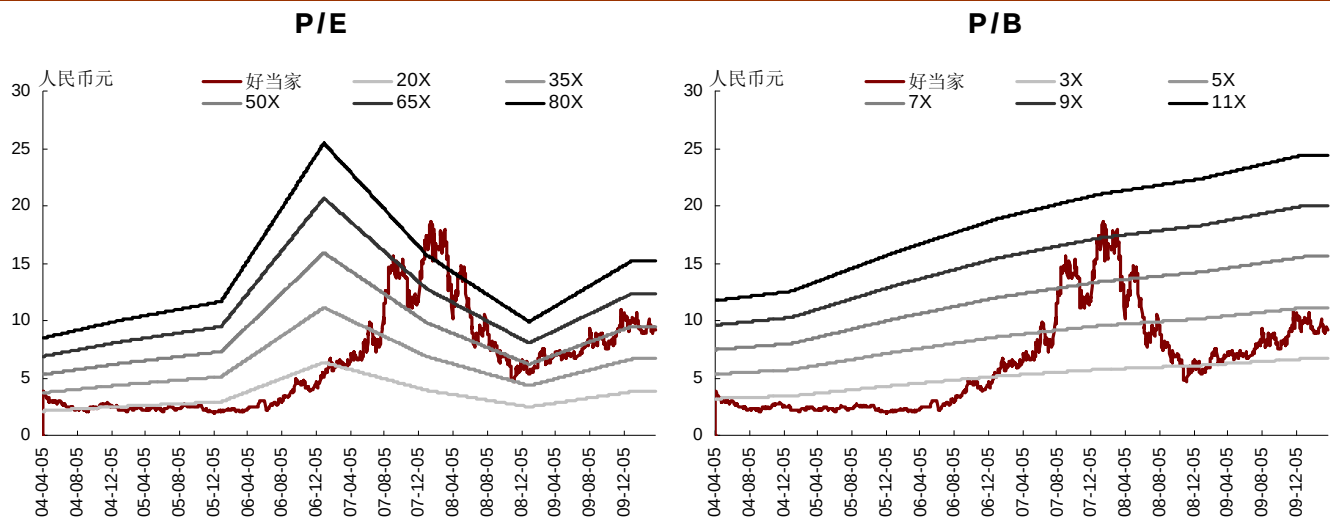
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司 (收盘于2010-3-26)	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	
			2008	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E
A股																	
农业上游（农资及农产品生产企业）																	
獐子岛	002069.SZ	审慎推荐	74.3	45.5	30.5	28.9	6.8	5.8	5.3	14.8	19.1	18.2	1.8	3.3	3.5	31.3	22.6
好当家	600467.SH	审慎推荐	46.4	73.8	48.0	32.3	4.5	4.1	3.7	6.1	8.5	11.4	0.0	0.4	0.6	35.3	29.4
通威股份	600438.SH	中性	75.1	55.5	42.7	38.1	6.6	5.6	4.9	11.8	14.9	14.5	0.2	0.3	0.3	12.1	10.3
北大荒	600598.SH	中性	38.8	45.9	41.3	38.1	4.8	4.6	4.5	10.4	11.2	11.8	1.7	1.9	2.1	26.5	24.3
正邦科技	002157.SZ	审慎推荐	93.5	50.7	28.0	19.9	7.2	3.7	3.1	14.3	13.3	15.7	0.0	0.0	0.0	8.4	4.6
新农开发	600359.SH	中性	n.m.	97.7	52.0	49.1	5.8	5.4	5.1	6.0	10.3	10.4	0.5	1.0	1.0	29.1	21.4
上游平均			65.6	61.5	40.4	34.4	5.9	4.9	4.4	10.6	12.9	13.7	0.7	1.1	1.2	23.8	18.8
上游平均（剔除新农开发）			58.6	54.3	38.1	31.5	6.0	4.8	4.3	11.5	13.4	14.3	0.7	1.2	1.3	22.7	18.2
农业下游（农产品流通及加工企业）																	
中粮屯河	600737.SH	中性	46.2	55.0	53.1	36.3	4.6	4.3	3.8	8.4	8.0	10.5	0.0	0.0	0.0	23.2	22.5
南宁糖业	000911.SZ	中性	212.0	43.3	16.9	23.5	4.3	3.5	3.4	9.8	21.0	14.4	1.2	3.0	2.1	14.0	9.6
东方海洋	002086.SZ	中性	66.6	54.1	49.0	48.3	2.8	2.7	2.5	5.2	5.4	5.2	0.0	0.0	0.0	28.3	25.4
新五丰	600975.SH	中性	229.1	59.4	41.6	36.9	4.2	4.0	3.7	7.1	9.5	10.2	0.8	1.2	1.4	31.0	24.0
国投中鲁	600962.SH	中性	41.7	56.9	43.0	27.4	3.0	2.8	2.6	5.2	6.5	9.5	0.5	0.6	1.0	25.3	23.0
福成五丰	600965.SH	减持	107.0	427.2	126.0	73.9	4.0	3.9	3.8	0.9	3.1	5.1	0.1	0.3	0.5	70.3	52.2
丰原生化	000930.SZ	中性	169.9	36.6	21.2	19.4	4.3	3.6	3.0	11.7	17.0	15.7	0.4	0.0	0.0	n.m.	n.m.
下游平均			124.6	104.6	50.1	38.0	3.9	3.5	3.3	6.9	10.1	10.1	0.4	0.7	0.7	32.0	26.1
下游平均（剔除福成五丰）			127.6	50.9	37.5	32.0	3.9	3.5	3.2	7.9	11.3	10.9	0.5	0.8	0.7	24.4	20.9
A股覆盖总体平均			100.0	84.7	45.6	36.3	4.8	4.2	3.8	8.6	11.4	11.7	0.5	0.9	1.0	27.9	22.4
A股覆盖总体平均（剔除新农开发和福成五丰）			100.0	52.4	37.7	31.7	4.8	4.1	3.7	9.5	12.2	12.5	0.6	1.0	1.0	23.6	19.6

资料来源: 中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。