

轻装上阵，业绩拐点出现

——大湖股份（600257）调研简报

要点：

- 公司原名洞庭水殖，主营产品为水产品，兼有白酒、中成药和房地产，其中水产品在营业收入中所占比重稳定在70%左右，在毛利润中所占比重稳定在60%以上。
- 由于资产状况受到质疑，公司在08年12月被湖南证监局立案调查。经调查，公司未披露大股东和二股东之间关联关系，但并不存在重大违规问题。对鸿仪系上市公司巨额担保之前困扰公司，该问题也得到解决。另外，公司在08年对不良资产进行了全面计提，在09年剥离了与主业相关性不强的深圳金晟安智能系统公司和湖南鸿鑫置业公司。
- 公司目前拥有170万亩淡水养殖水域，居全球之首，除新疆乌伦古湖（123万亩）外，其他湖面（47万亩）分布在湖南和安徽，以大湖散养温水性鱼类为主。由于缺乏市场推广，公司温水性鱼类并未获得溢价，售价与周边塘鱼无二，虽然单产（100斤/亩）仅是后者（1000斤/亩）的10%。由于需求量不大，消费者对鱼肉价格不如猪肉敏感，再加上散养湖鱼和塘鱼的品质有明显差别，如果品牌塑造工作能跟进的话，公司温水性鱼类对周边塘鱼溢价30%以上是能被市场接受的。今年。另外，公司单产水平仍有较大提升空间，特别是安徽黄湖（17.8万亩）单产水平远低于正常水平。
- 公司在09年9月收购新疆第二大渔业基地—乌伦古湖。该湖生产经济附加值较高的冷水性鱼类和亚冷水性鱼类，产量仅次于博斯腾湖。由于新疆地理、气候条件，该湖单产不高，公司收购该湖的主要目的在于品牌塑造，用高档冷水性鱼类占领水产品高端市场，促进其他湖面生产的温水性鱼类呈现量价齐升的销售格局。另外，收购博斯腾湖也在公司考虑范围之内。
- 公司持有德山酒业99.8%的股权。德山酒业在湖南白酒市场有较好的基础，原大股东湘泉集团经营不善造成之前的衰落。公司收购德山酒业后，对窖池和生产设备进行改造和更新，特别是改制后，销售收入出现大幅增长。湖南白酒市场集中度不高，我们预计未来3年，德山酒业凭借自身优势，销售收入突破2亿元应该不是难题。

分析师

王萍

☎ (86-755) 83515609

✉ wangp@cgws.com

执业证书编号：s1070209040318

投资评级：推荐（首次）

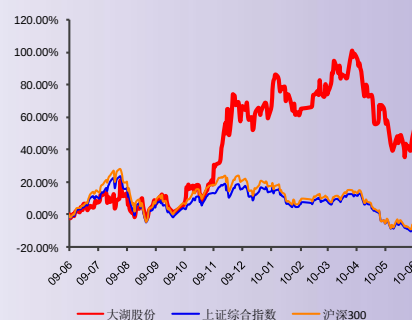
市场数据

总市值（亿元）	29.72
流通市值（亿元）	29.72
总股本（万股）	42705
流通股本（万股）	42705
12个月最高/最低（元）	9.15/4.43
十大流通股（%）	25.73
股东总数	46122

盈利预测

单位：万元	2009A	2010E	2011E
营业收入	41341	53177	67707
(+/-%)	20.32%	28.63%	27.33%
净利润	1966	9173	12012
(+/-%)	-114.82%	366.56%	30.96%
摊薄每股收益	0.05	0.21	0.28
PE	151.18	32.40	24.74

股价表现图



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



- 公司持有德海制药97.5%的股权。德海制药生产和销售心脑血管类中成药，核心产品为拥有专利的天麻首乌片。德海制药09年虽然亏损135万元，但与08年相比，减亏639.7万元，我们认为经营状况会继续改善，主要原因在于：一是通过诉讼，公司取得天麻首乌片独家经营权。之前，国华制药非法经营天麻首乌片抑制了公司产品的售价和市场份额。二是天麻首乌片已经进入湖南医保药品目录，市场规模会进一步扩大。
- 公司参股上海泓鑫置业公司，持股比例为48.92%。该公司主要项目是上海鸿鑫城市广场，该项目建筑面积超过4万平方米，出租率超过90%，从今年开始每年为公司贡献约2500万的投资收益。
- 预计公司2010-2012年净利润为0.92、1.2、1.51亿元，同比增长366.56%、30.96%和25.77%；EPS为0.21、0.28、0.35元，对应PE为32.4、24.74、19.67X。考虑到资源价值和历史问题得到彻底解决，以及有为改造安徽黄湖、新疆乌伦古湖养殖环境进行融资的需求，给予公司“推荐”投资评级。

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	41341	53177	67707	84426
营业成本	30334	34691	43612	54065
销售费用	1799	2314	2946	3674
管理费用	5789	7447	9482	11823
财务费用	2779	1644	1623	1589
投资净收益	1541	2500	2500	2500
营业利润	1872	9481	12417	15616
营业外收支	160	0	0	0
利润总额	2032	9481	12417	15616
所得税	-22	-105	-137	-173
少数股东损益	89	414	542	681
净利润	1966	9173	12012	15108

资产负债表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	35821	43482	56550	73963
货币资金	5392	7943	11771	18396
应收帐款	2412	3102	3950	4926
应收票据	273	352	448	558
存货	22605	25852	32501	40291
非流动资产	67833	72382	76557	80406
固定资产	23787	30791	37422	43726
资产总计	103654	115864	133107	154369
流动负债	48557	51180	55869	61342
短期借款	33180	33180	33180	33180
应付款项	3274	3744	4707	5836
非流动负债	1017	1017	1017	1017
长期借款	0	0	0	0
负债合计	49573	52197	56886	62359
股东权益	54080	63667	76221	92010
股本	42705	42705	42705	42705
留存收益	8414	17587	29599	44707
少数股东权益	2961	3375	3917	4598
负债和权益总计	103654	115864	133107	154369

现金流量表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	978	11681	13282	16477
其中营运资本减少	-6133	-2487	-4551	-5315
投资活动现金流	4434	-9131	-9454	-9852
其中资本支出	-1275	-9131	-9454	-9852
融资活动现金流	-2081	0	0	0
净现金总变化	3330	2551	3828	6625

主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性				
营业收入增长	20.32%	28.63%	27.33%	24.69%
营业成本增长	11.08%	14.36%	25.72%	23.97%
营业利润增长	-113.96%	406.43%	30.96%	25.77%
利润总额增长	-115.58%	366.56%	30.96%	25.77%
净利润增长	-114.82%	366.56%	30.96%	25.77%
盈利能力				
毛利率	26.63%	34.76%	35.59%	35.96%
销售净利率	4.76%	17.25%	17.74%	17.89%
ROE	3.64%	14.41%	15.76%	16.42%
ROIC	4.52%	10.80%	13.05%	14.97%
营运效率				
销售费用/营业收入	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
管理费用/营业收入	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
财务费用/营业收入	6.72%	3.09%	2.40%	1.88%
投资收益/营业利润	82.33%	26.37%	20.13%	16.01%
所得税/利润总额	-1.11%	-1.11%	-1.11%	-1.11%
应收帐款周转率	14.99	15.08	15.26	9.62
存货周转率	1.25	1.19	1.20	1.19
流动资产周转率	1.04	1.06	1.04	1.06
总资产周转率	0.38	0.43	0.47	0.52
偿债能力				
资产负债率	47.83%	45.05%	42.74%	40.40%
流动比率	0.74	0.85	1.01	1.21
速动比率	0.27	0.34	0.43	0.55
每股指标（元）				
EPS	0.05	0.21	0.28	0.35
每股净资产	1.27	1.49	1.78	2.15
每股经营现金流	0.02	0.27	0.31	0.39
每股经营现金/EPS	0.50	1.27	1.11	1.09

估值	2009A	2010E	2011E	2012E
PE	151.18	32.40	24.74	19.67
PEG	1.55	1.14	0.96	-
PB	5.50	4.67	3.90	3.23
EV/EBITDA	53.95	25.09	19.71	16.00
EV/SALES	8.02	6.23	4.89	3.93
EV/IC	4.31	3.92	3.52	3.18
ROIC/WACC	0.48	1.15	1.39	1.60
REP	8.92	3.39	2.52	1.98

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺:

王 萍: 中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，08年任农业行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级	
强烈推荐	——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐	——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
中性	——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
回避	——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。
行业评级	
推荐	——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性	——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避	——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。