

方正证券研究所

农业食品行业分析师：陈光尧

TEL: (8610)68584886

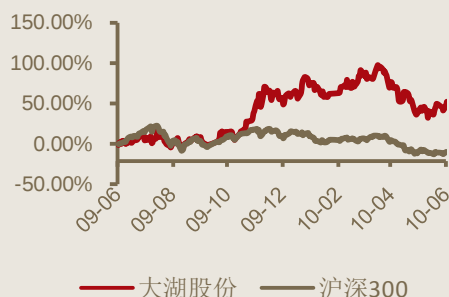
E-mail: chenguangyao@foundersc.com

联系人：傅敏

TEL: (86731)85832274

E-mail: fumin@foundersc.com

历史表现



市场数据

	本月	近三月	近六月
涨跌幅(%)	6.69%	-22.08%	-4.56%
相对大盘 涨跌幅(%)	6.92%	-6.38%	12.39%

日期：2010年6月21日

股票数据

总股本(万股)	42705
流通股(万股)	42705
第一大股东	湖南泓鑫控股有限公司

相关研究

从资源利用到品牌塑造

大湖股份(600257)调研报告

公司研究 调研报告
2010.6.21 买入
当前股价：6.88元

农林牧渔行业

投资要点

※影响公司发展的障碍基本清除

巨额担保一直是阻碍公司正常发展的包袱，过去几年的主要担保为：亚华控股 16355 万元；嘉瑞新材 6268 万元；张家界 630 万元；子公司 2630 万元；合计 25883 万元，上述担保已于 2009 年全部解除。2008 年媒体报道质疑公司上市与股改置入的为同一资产，大股东关联交易掏空上市公司，证监会 2008 年 12 月 2 日开始对大湖股份进行调查、审理。公司 5 月 28 日收到湖南证监局送达的中国证监会《行政处罚决定书》，我们认为此事已告一段落，影响公司发展的负面影响基本尘埃落定。

※通过营销树立大湖鱼品牌

公司在湖南长沙已与新长福酒店签订合作协议，公司的鳊鱼和野生甲鱼等直供酒店，通过这种模式公司计划在三年内形成 1000 家加盟店，塑造公司大湖鱼的品牌；2009 年公司以总价值 25410 万元收购乌伦古湖 123 万亩水域、滩涂 30 年养殖使用权，乌伦古湖是我国十大内陆淡水湖泊之一，平均水深 8-9 米，有白斑狗鱼、梭鲈、额河银鲫等二十余种著名特优冷水性鱼类和亚冷水性鱼类，公司计划把冷水性鱼类通过特定方法运到北京、上海等地，树立公司高端大湖鱼品牌。

※资源和产品溢价是公司水产主业的最大亮点

2009 年收购乌伦古湖后公司大湖面积达到 170 多万亩，占我国大水面 3.2%，公司对江苏阳澄湖和博斯腾湖的收购一直在密切关注；由于前期公司大湖鱼的销售采用的是湖边销售模式，售价与周边塘鱼无二，散养大湖鱼和池塘鱼的品质没有在价格上体现，公司当前在积极进行品牌塑造，我们认为公司鱼类价格对周边塘鱼溢价 30-50% 是能被市场接受的。

※公司控股的德山酒业快速发展

公司持有湖南德山酒业有限公司 99% 股权。始建于 1952 年的湖南德山酒业有限公司，是湖南省知名度极高的老牌酒厂。其主导产品“德山大曲”酒，曾三次荣获国家质量银质奖章。上世纪 90 年一度成为湘酒的代名词，年销售额接近 2 亿元，后因各个原因经营衰退。2007 年公司入主德山酒业之后开始对公司进行窖池的升级改造，当前主打“御品德山”、“滴水洞”、“德山大曲”三大品牌，2009 年销售收入达到 5000 万元，预计 2010 年将超过 1 亿元。

※药业经营情况大为改善

公司持有德海制药有限公司 97.5% 股权。德海制药于 2004 年完成 GMP 技改，拥有年生产片剂 6 亿片，胶囊剂 1 亿粒，颗粒

剂 1000 万包，丸剂 100 万瓶的生产能力。产品主要为：天麻首乌片、六味地黄丸、降脂灵等。公司的核心产品“天麻首乌片”在 2009 年通过诉讼官司取得了国内独家经营权，并进入国家医保目录，预计今年能扭亏为盈。

公司拥有丰富的水域资源，在拥有资源的同时开始寻求产品上的突破；剥离了部分非主营业务，子公司进入盈利轨道。我们认为公司通过不断治理，已进入一个新的发展阶段，预计 2010-2011 年净利润将大幅增长，分别为 8100 万元、1.42 亿元，同比增长 313%、75%，EPS 为 0.19、0.33 元，给予公司“买入”评级。

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(亿元)	4.13	6.61	9.92	13.89
(+/-%)	20%	60%	50%	40%
净利润(亿元)	0.20	0.81	1.42	2.07
(+/-%)	-115%	313%	75%	46%
每股收益（元）	0.046	0.190	0.332	0.485
市盈率（P/E）	149.4	36.2	20.7	14.2
市净率（P/B）	5.7	5.1	4.3	3.4
EV/EBITDA	55.9	33.7	21.6	15.9

数据来源：公司公告 方正证券研究所

※风险因素：公司品牌塑造进度；自然灾害风险。

一、公司简要历史回顾

大湖水殖股份有限公司成立于 1999 年 1 月，于 2000 年 6 月 12 日在上海证券交易所上市，是全国唯一采用水面权益资本化方式上市的公司，是全国最大的淡水鱼专业公司，被誉为“中国淡水鱼第一股”。公司坚持“能效渔业、生态养殖”的发展思路和“公司+基地+农户”的产业化模式，坚定不移地发展水产养殖主业，取得了较好的社会和经济效益，是农业产业化国家级重点龙头企业、国家扶贫龙头企业和全国新农村建设“百强”示范企业。在随后的几年中，公司主要致力于湖面的扩张和水产科技的创新，并进入了房地产、酒业、药业等非水产主营业务，还为几家公司提供了关联担保，从而使公司主业没有得到充分发展。

巨额担保一直是阻碍公司正常发展的包袱，过去几年的主要担保为：亚华控股 16355 万元；嘉瑞新材 6268 万元；张家界 630 万元；子公司 2630 万元；合计 25883 万元，上述担保已于 2009 年全部解除。2008 年媒体报道质疑公司上市与股改置入的为同一资产，大股东关联交易掏空上市公司，证监会 2008 年 12 月 2 日开始对大湖股份进行调查、审理。公司 5 月 28 日收到湖南证监局送达的中国证监会《行政处罚决定书》，我们认为此事已告一段落，影响公司发展的负面影响基本尘埃落定。

2009 年 5 月 15 日，经股东大会通过湖南洞庭水殖股份有限公司正式更名为大湖水殖股份有限公司，简称大湖股份。2009 年 9 月份公司收购新疆乌伦古湖，致使公司湖面从 50 万亩扩张到 170 多万

亩，同时公司在 2009 年加快了部分非主业的剥离，促使公司从资源利用到品牌塑造的开始之年。

二、资源和产品溢价是公司水产主业的最大亮点

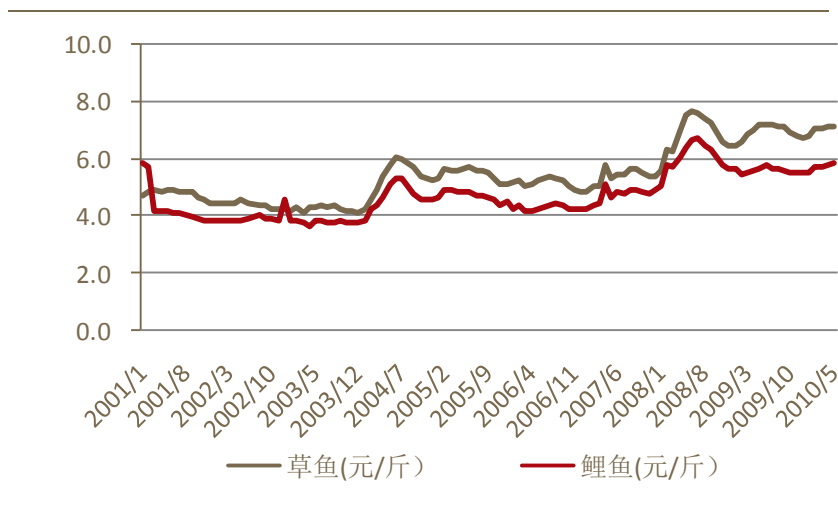
我国是多湖泊国家,面积在 1 平方公里以上的天然湖泊即达 2800 多个,总面积约 8 万平方公里,其中淡水湖泊面积为 3.6 万平方公里,占总面积的 45%左右。2009 年收购乌伦古湖后公司大湖面积达到 170 多万亩,占我国大水面 3.2%,公司对江苏阳澄湖和博斯腾湖的收购一直在密切关注。为了治理我国水污染趋于严重的形势,国家已出台部分文件控制大江大湖的投饵水产养殖量,可养殖的大湖水域将缩减,而公司拥有的大湖水域基本不投饵将体现优势。

图表 1 公司拥有的湖泊情况

湖泊名称	使用年限 (年)	面积 (万亩)	投资金额 (万元)	主要水产品
珊泊湖渔场	30	2.5	600	淡水珍珠等
华容东湖	50	5	1301	河蟹、银鱼等
西湖渔场	50	6	1000	洞庭大闸蟹、鲟鱼、长吻鮠、红鮰、大口鲶、鳊鱼等
汉寿安乐湖	50	2	1117	名贵鱼类及珍珠等
汉寿青山湖	50	1.5	1364	中华鲟、白鲟、鲟鱼、银鱼和胭脂鱼等
常德北民湖	50	3	3317	鳊、鲢、鲤、鲫、鳊鱼等
澧县王家湖	50	3.5	2174	龟、鳖、虾、螺、蚌等
安徽黄湖	50	17.8	5995	大闸蟹、鳊鱼、青虾、黄颡鱼、乌鳢、鲢鱼、鳊鱼、莲子、芡实等
石门皂市水库	50	6.75	2200	鳊鱼、翘嘴红鲌、蒙古红鲌、洞庭青鲫等
新疆乌伦古湖	30	123	25410	白斑狗鱼、梭鲈、额河银鲫等

数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 2 历年我国草鱼和鲤鱼零售价格



数据来源：国家统计局 方正证券研究所

从海鲜产品的价格我们可以看出，天然水产品价格相对人工养殖的水产品价格要得到相对高的溢价。由于前期公司大湖鱼的销售采用的是湖边销售模式，售价与周边塘鱼无二，散养大湖鱼和池塘鱼的品质没有在价格上体现，公司当前在积极进行品牌塑造，我们认为公司鱼类价格对周边塘鱼溢价 30-50%是能被市场接受的。

三、通过营销树立大湖鱼品牌

公司在湖南长沙已与新长福酒店签订合作协议，公司的鳊鱼和野生甲鱼等直供酒店，通过这种模式公司计划在三年内形成 1000 家加盟店，塑造公司大湖鱼的品牌；2009 年公司收购了稀缺型冷水水域的新疆乌伦古湖 123 万亩淡水水域资源，含有白斑狗鱼、梭鲈、额河银鲫等二十余种著名特优冷水性鱼类和亚冷水性鱼类，平均年产量约 3000 吨，最多年 4500 吨，占新疆渔产总量 1/3 以上，使得中国唯一的北冰洋水系的冰川鱼即将进入高端市场，公司计划把冷水性鱼类通过特定方法运到北京、上海等地，树立公司高端大湖鱼品牌。公司开始实施的“创新经营模式，打造一流品牌”战略，将开创淡水鱼品牌经营的新时代。

四、公司控股的德山酒业快速发展

公司持有湖南德山酒业有限公司 99% 股权。始建于 1952 年的湖南德山酒业有限公司，是湖南省知名度极高的老牌酒厂。其主导产品“德山大曲”酒，曾三次荣获国家质量银质奖章。上世纪 90 年一度成为湘酒的代名词，年销售额接近 2 亿元，后因各个原因经营衰退。2007 年公司入主德山酒业之后开始对公司进行窖池的升级改造，当前主打“御品德山”、“滴水洞”、“德山大曲”三大品牌，2009 年销售收入达到 5000 万元，预计 2010 年将超过 1 亿元。

五、药业经营情况大为改善

公司持有德海制药有限公司 97.5% 股权。德海制药于 2004 年完成 GMP 技改，拥有年生产片剂 6 亿片，胶囊剂 1 亿粒，颗粒剂 1000 万包，丸剂 100 万瓶的生产能力。产品主要为：天麻首乌片、六味地黄丸、降脂灵等。公司的核心产品“天麻首乌片”在 09 年通过诉讼官司取得了国内独家经营权，并进入国家医保目录，预计今年能扭亏为盈。

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。

六、盈利预测

目前，大湖股份已拥有淡水水域面积达 170 多万亩，是目前全球拥有淡水水域资源最多的公司。公司在拥有资源的同时开始寻求产品上的突破，剥离了部分非主营业务，子公司进入盈利轨道。我们认为公司通过不断治理，已进入一个新的发展阶段，预计

2010-2011 年净利润将大幅增长，分别为 8100 万元、1.42 亿元，同比增长 313%、75%，EPS 为 0.19、0.33 元，给予公司“买入”评级。

图表 财务报表及指标预测

利润表（亿元）	2009	2010E	2011E	现金流量表	2009	2010E	2011E
主营业务收入	4.1	6.6	9.9	经营活动产生的现金流			
主营业务成本、税金	3.0	4.8	7.0	净利润	0.2	0.8	1.4
主营业务利润	1.1	1.9	3.0	少数股东权益	0.0	(0.0)	(0.0)
其他业务利润	(0.0)	0.0	0.0	折旧及摊销	0.3	0.3	0.3
营业费用	0.2	0.3	0.4	坏账准备	0.0	0.0	0.0
管理费用	0.6	0.8	1.1	应收账款的减少	(0.4)	(0.4)	(0.6)
财务费用	0.3	0.2	0.2	存货的减少	0.2	(1.3)	(1.7)
营业利润	0.0	0.6	1.3	待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.2	0.2	0.2	其他长期资产的减少	0.0	0.0	0.0
补贴收入	0.0	0.0	0.0	应付账款的增加	(0.3)	0.2	0.2
营业外收支	0.0	0.0	0.0	预提费用的增加	0.0	0.0	0.0
利润总额	0.2	0.8	1.5	其他流动负债的增加	0.3	0.7	0.9
减：所得税	(0.0)	(0.0)	(0.0)	其他长期负债的增加	0.0	(0.0)	(0.0)
减：少数股东损益	0.0	0.0	0.1	其它	(0.2)	0.0	0.0
归属母公司净利润	0.2	0.8	1.4	经营活动现金流净额	0.1	0.2	0.5
				投资活动产生的现金流			
资产负债表	2009	2010E	2011E	收回投资与投资收益	0.6	0.0	0.0
现金及现金等价物	0.5	0.5	0.5	资本投资	0.2	0.2	0.2
应收账款净额	0.8	1.2	1.8	其它	0.0	0.0	0.0
存货净额	2.3	3.6	5.3	投资活动现金流净额	0.4	(0.2)	(0.2)
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	筹资活动产生的现金流			
流动资产合计	3.6	5.3	7.6	股权融资	0.1	0.0	0.0
固定资产净额	2.4	2.5	2.6	支付股利	0.3	0.2	0.3
无形资产	3.5	3.4	3.2	银行贷款的净增加	0.1	0.2	(0.0)
长期投资及其他	0.9	0.9	0.9	其它	0.0	0.0	0.0
资产总计	10.4	12.1	14.3	筹资活动现金流净额	(0.2)	0.0	(0.3)
短期借款	3.3	3.5	3.5	现金的净流入/（净流出）	0.3	0.0	0.0
应付账款	0.3	0.5	0.8	现金期初余额	0.2	0.5	0.5
其他流动负债	1.2	1.9	2.8	现金期末余额	0.5	0.5	0.5
流动负债合计	4.9	5.9	7.1				
长期借款	0.0	0.0	0.0	主要财务指标	2009	2010E	2011E
其他长期负债	0.1	0.1	0.1	ROE	3.8%	14.1%	20.6%
长期负债合计	0.1	0.1	0.1	ROA	1.9%	6.7%	9.9%
负债合计	5.0	6.0	7.1	已获利息倍数	1.20x	5.05x	8.81x
少数股东权益	0.3	0.3	0.3	资产负债率	47.8%	49.8%	49.9%
股东权益	5.1	5.8	6.9	流动比率	73.8%	89.6%	107.4%
负债和股东权益	10.4	12.1	14.3	固定资产/总资产	22.9%	20.6%	18.1%

资料来源：WIND 资讯 方正证券研究所

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；

中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；

减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；

中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；

减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）
电话：	（8610）68584803	（86731）85832274
传真：	（8610）68584803	（86731）85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com
	杭州	
地址：	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）	
电话：	（86571）87782600	
传真：	（86571）87782600	
网址：	http://www.foundersc.com	
E-mail：	yjzx@foundersc.com	