

海参和海蜇驱动未来2年业绩增长

——好当家(600467)调研简报

核心观点

1、10年捕捞量将创新高，提升全年业绩。公司目前拥有围堰海参养殖海域2.6万亩，海参养殖海域面积不是业内最大。但围堰养殖单产水平远高于底播养殖单产，公司的实际产能是业内最大。公司部分围堰养殖单产是公司平均水平的3倍，虽然促成单产高的原因很多，但说明平均单产仍有提升空间。06年、07年公司的捕捞量均超过1000吨，公司07年开始大规模投苗。理论上09年至10年是公司产能集中释放年，09年受价格影响，捕捞量下降。10年至11年原有产能会持续释放，捕捞量将创公司历史新高。10年业绩增长将主要由海参销量增长支撑。上半年投苗成本结转造成毛利率下降，预计下半年捕捞量增长后毛利率有所回升。

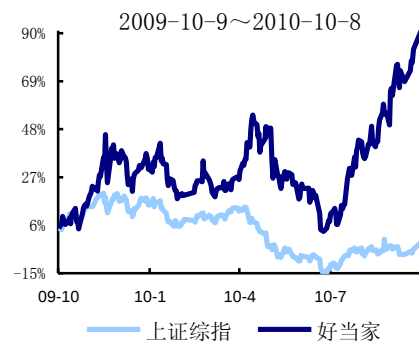
2、新增1万亩养殖海域，11年海蜇产能释放。公司正在建设1万亩养殖围堰，预计11年6月大坝能够合拢。新增围堰养殖海域略深于现有养殖海域，仍然可海蜇和海参混养，甚至还分三层养殖：顶层海蜇、中层对虾、底层海参。围堰建成后首先投苗养殖海蜇，11年可以产出，如果投海参大苗则12年可捕捞贡献业绩。

3、海参产能规模领先优势将会延续。公司在新增万亩海参围堰养殖产能同时，还进行原有虾池精改，09年已改造6000亩，10年将继续改造6000亩，改造后单产水平有显著提升。公司还有约9万亩苏山岛底播养殖海域待开发，海参产能仍有巨大扩张空间。目前受自然条件、养殖技术、资金等多方面原因现在还未开发，但资源价值不容忽视。

4、改建育苗产能，产业链完善。公司每年海参投苗需求量较大，公司虽然有海参育苗产能，但仅能满足现有投苗量的20%。公司正在改造7.6万立方米的育苗水体，预计11年3-4月可以完成，11年育苗，12年可产出，满足产能扩张的需求。总体看新育苗产能达产后，公司自有育苗产能仍低于养殖投苗需求量，育苗产能有继续扩张必要性。

5、预计10年业绩增长88%，EPS 0.22元。预计公司10年EPS 0.22元，11年EPS 0.35元，对应10月8日收盘价的10年动态PE 63.9倍，11年动态PE 40.3倍，给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	63360.00
流通A股(万股)	63360.00
52周内股价区间(元)	7.38-14.35
总市值(亿元)	90.54
总资产(亿元)	17.67
每股净资产(元)	2.03
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	528.29	664.66	757.86	911.30
同比增速(%)	11.23%	25.81%	14.02%	20.25%
净利润(百万)	75.28	141.81	224.70	271.00
同比增速(%)	-39.51%	88.38%	58.45%	20.61%
EPS(元)	0.12	0.22	0.35	0.43
P/E	119.1	63.9	40.3	33.4

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 10 年海参收入增长 120%，11 年收入增长 37%，12 年收入增长 12.6%；假设 10 年海蜇养殖收入 4500 万元，11 年海蜇养殖收入 7800 万元，12 年海蜇收入 1 亿元；假设公司其他养殖收入随养殖面积扩大也有 1500-2000 万年增长额。
- 2、假设 10 年至 12 年海参销售毛利率 51%-53%；假设 10 年至 12 年海蜇养殖毛利率 80%左右；其他养殖毛利率 10 年至 12 年假设为 45%、48%、50%。
- 3、假设 10 年期间费用占比 10.2%；11 年期间费用占比 10.2%；12 年收入增长期间费用占比下降至 9.6%。
- 4、假设 10 年至 12 年公司所得税实际税率 3.9%。

1.2 好当家盈利预测

表 1 好当家收入预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
海参捕捞量（吨）	1,145.00	1,010.00	1,500.00	1,950.00	2,200.00
海参销售均价（元/公斤）	122.97	123.70	185.00	195.00	195.00
海参销售收入（万元）	14,080.03	12,493.65	27,750.00	38,025.00	42,900.00
海参养殖成本（万元）	5,356.41	7,067.86	13,500.00	17,550.00	19,800.00
海参养殖毛利率（%）	61.96%	43.43%	51.35%	53.85%	53.85%
海蜇销售收入（万元）	4,924.30	6,519.62	4,500.00	7,800.00	10,400.00
海蜇养殖成本（万元）	1,090.35	1,311.80	990.00	1,495.00	1,920.00
海蜇养殖毛利率（%）	77.86%	79.88%	78.00%	80.83%	81.54%
其他养殖收入（万元）	5,875.60	2,942.42	5,000.00	6,500.00	8,500.00
其他养殖成本（万元）	1,877.62	1,664.30	2,750.00	3,380.00	4,250.00
其他养殖毛利率（%）	68.04%	43.44%	45.00%	48.00%	50.00%
冷冻食品收入（万元）	15,541.88	20,753.70	19,716.02	12,860.54	18,730.21
冷冻食品成本（万元）	15,324.26	20,373.11	19,321.69	12,603.33	18,393.07
冷冻业务毛利率（%）	1.40%	1.83%	2.00%	2.00%	1.80%
其他业务收入（万元）	6,695.78	9,417.08	9,000.00	10,000.00	10,000.00
其他业务成本（万元）	5,593.80	8,611.45	8,190.00	9,100.00	9,100.00
其他业务毛利率（%）	16.46%	8.55%	9.00%	9.00%	9.00%
营业收入（万元）	47,495.61	52,829.03	66,466.02	75,785.54	91,130.21
营业成本（万元）	27,302.49	39,426.11	44,651.69	43,978.33	53,283.07

数据来源：国都证券研究所

表 2 好当家盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入（万元）	52,829.03	66,466.02	75,785.54	91,130.21
营业收入（万元）	52,829.03	66,466.02	75,785.54	91,130.21
营业总成本（万元）	45,538.59	51,780.63	52,197.92	62,504.96
营业成本（万元）	39,426.11	44,651.69	43,978.33	53,283.07
营业税金及附加（万元）	160.36	199.40	227.36	273.39
销售费用（万元）	1,039.35	1,262.85	1,439.93	1,640.34
管理费用（万元）	3,535.08	4,386.76	4,926.06	5,558.94

财务费用(万元)	1,110.47	1,129.92	1,326.25	1,549.21
资产减值损失(万元)	267.23	150.00	300.00	200.00
其他经营收益(万元)				
公允价值变动净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润(万元)	7,290.44	14,685.39	23,587.62	28,625.25
营业外收入(万元)	600.19	400.00	300.00	300.00
营业外支出(万元)	154.07	150.00	150.00	150.00
利润总额(万元)	7,736.57	14,935.39	23,737.62	28,775.25
所得税(万元)	287.41	582.48	925.77	1,122.23
净利润(万元)	7,449.16	14,352.91	22,811.85	27,653.02
少数股东损益(万元)	-78.72	172.23	342.18	553.06
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7,527.87	14,180.67	22,469.68	27,099.96
全面摊薄每股收益(元)	0.12	0.22	0.35	0.43

数据来源：国都证券研究所

2、投资建议

短期看好海参捕捞量增长带来的业绩提升，长期看好公司海参养殖产能规模增长和产业链向上游延伸带来的毛利水平提升。预计公司 10 年 EPS0.22 元，11 年 EPS0.35 元，对应 10 月 8 日收盘价的 10 年动态 PE63.9 倍，11 年动态 PE40.3 倍，给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com