

## 公司评级

**谨慎推荐**

## 公司近一年走势



## 相关报告

《好当家 (600467): 中期业绩基本符合预期》

2010 年 8 月 18 日

《海参价格上行、海蜇来年翻番——好当家 (600467) 调研报告》

2010 年 8 月 12 日

《从主题到业绩——农业 2010 年中期投资策略》

2010 年 7 月 12 日

## 研发部

分析师：冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

# 一品国参 量价齐升

## ——好当家 (600467) 年报及增发预案点评

**事件：**

公司公布 2010 年年报并公布增发预案。

**点评：**

- **业绩概况：符合我们的预期。**2010 年，报告期内实现营业收入 7.74 亿元，同比增长 46.53%；实现营业利润 1.44 亿元，同比增长 97.12%；实现归属于母公司所有者净利润 1.43 亿元，同比增长 89.68%；基本每股收益 0.23 元，其中第四季度的 EPS0.11 元。2010 年度，公司拟不进行利润分配。公司业绩完全符合我们的预期（我们预计为 0.23 元），略高于市场的平均预期。
- **养殖产品量价齐升。**2010 年，公司累计捕捞海参 1354 吨，同比增长 34.06%；年均售价 190.68 元/公斤，同比增长 54%。公司累计捕捞海蜇 3965 吨，同比增长 4.36%；年均售价 12.37 元，同比增长 47.79%。海参和海蜇捕捞量基本符合预期，而价格则超出预期（此前，我们预计海参价格 180 元/公斤，海蜇价格 11 元/公斤）。另外，由于投苗成本结算和大坝摊销增加，公司海参业务毛利率下降了 8.56 个百分点。
- **综合毛利率提升和费用率下降出净利润大幅增长。**由于食品加工工业盈利提升（毛利率上升 8.36 个百分点），公司综合毛利率提升了 1.7 个百分点。报告期内，公司管理费用率减少 2.5 个百分点，带动公司期间费用率下降 2.8 个百分点。

|            | 2009A   | 2010A  | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入       | 52,829  | 77,411 | 100,010 | 121,485 |
| (+/-)      | 11.23%  | 46.53% | 29.19%  | 21.47%  |
| 营业利润       | 7,290   | 14,371 | 27,152  | 34,287  |
| (+/-)      | -39.37% | 97.12% | 88.94%  | 26.28%  |
| 归属于母公司的净利润 | 7,528   | 14,279 | 25,414  | 32,093  |
| (+/-)      | -39.51% | 89.68% | 77.99%  | 26.28%  |
| 每股收益（元）    | 0.12    | 0.23   | 0.40    | 0.51    |
| 市盈率（倍）     | 119     | 63     | 35      | 28      |

- **增发预案：做强海参养殖。**公司公布增发预案，非公开发行价格不低 11.85 元/股。发行数量不超过 10,473 万股，募集资金净额不超过 124,112 万元。其中，好当家集团有限公司拟以不少于 1.2 亿元的货币资金认购本次发行的股票。募投项目有三个，全部围绕海参养殖业务（具体请见附表），项目达产后，将新增公司成品海参产量约 3803 吨，这相当于公司现有产量的 2.8 倍。
- **未来将积极延伸产业链，构建新的利润增长点。**公司未来将在现有养殖加工的基础上，积极向功能性保健食品、复合微生物制剂等高新技术产业延伸。2011 年，公司将推出海洋生物制品——海普盾降压肽。该制品取自海洋生物的降压肽，不是药品，具有较好的市场前景。
- **我们调整海参业务单价和毛利率。**我们预计海参价格将在目前 195 元/公斤的水平上维持高位运行，调整预测的海参价格和毛利率，我预计 2011-2012 海参每公斤价格分别为 200 元和 210 元，毛利率分别为 57.5%和 61.9%。
- **海蜇业务：2011 年产量翻番。**公司今年将新增 1.2 万亩的海蜇养殖围堰，大概在 6 月合拢。若时间配合的话，今年海蜇产量有望翻番。我们预计 2011-2012 年海蜇产量分别为 8000 吨和 9500 吨；预计 2011 年的销售均价逐渐回落至 11 元/公斤的水平，预计 2011-2012 年的毛利率为 81%。
- **盈利预测和评级。**我们上调公司 2011-2012 年的盈利预测分别为 0.4 元和 0.51 元，以最新收盘价 14.16 元计算，对应的动态市盈率分别为 35X 和 28X。我们认为公司是消费升级、通胀预期和海参行业景气回升下较好的投资标的，公司海参未来有望实现量价齐升，维持公司“谨慎推荐”的评级。
- **风险提示：**（1）公司海参、海蜇捕捞产量低于预期的风险；（2）投苗成本结算对盈利的影响。

图表 1：公司年报业绩分业务概况

|       | 营业收入      | 毛利率 (%) | 营业收入同比 (%) | 毛利率变动      |
|-------|-----------|---------|------------|------------|
| 水产养殖业 | 34,313.00 | 45.69   | 56.28      | 减少8.56个百分点 |
| 其中：   |           |         |            |            |
| 海参    | 25,824.00 | 33.57   | 106.69     | 减少9.85个百分点 |
| 海蜇产品  | 7,007.00  | 83.8    | 7.48       | 增加3.93个百分点 |
| 捕捞业   | 10,263.00 | 15.24   | 10.04      | 增加5.62个百分点 |
| 食品加工业 | 31151     | 10.19   | 59.83      | 增加8.36个百分点 |

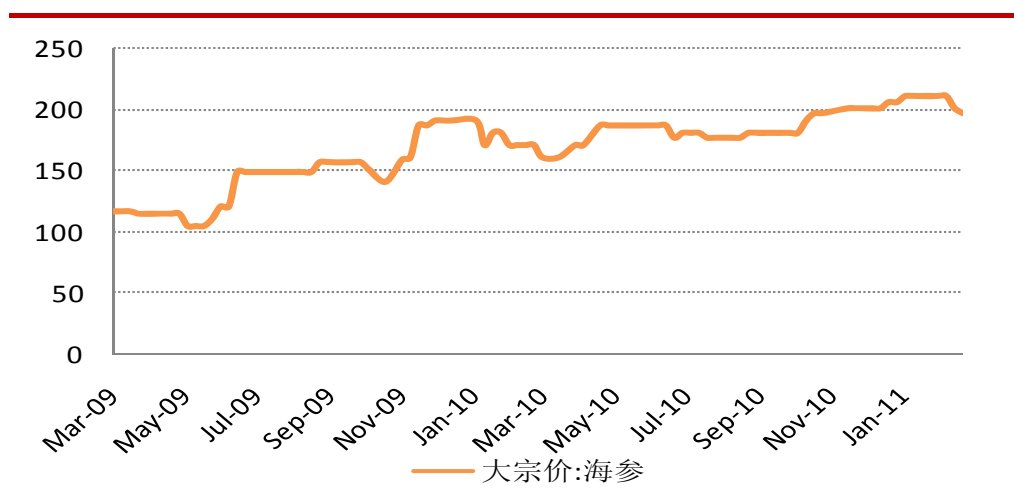
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：公司海参养殖面积（不考虑人工鱼礁项目）

|          | 2008 | 2009 | 2010   | 2011     | 2012     |
|----------|------|------|--------|----------|----------|
| 养殖面积（万亩） | 2.6  | 2.6  | 2.6    | 3.6      | 3.6      |
| 备注       |      |      | 2万亩精养池 | 2.6万亩精养池 | 3.6万亩精养池 |

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：海参批发价格走势



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 4：公司增发预案

| 序号 | 项目     | 投入资金   | 新增面积        | 新增产能         | 新增收入     | 新增利润总额   |
|----|--------|--------|-------------|--------------|----------|----------|
| 1  | 海参养殖项目 | 86,681 | 约1万亩        | 成品海参2481吨    | 44,658万元 | 24,849万元 |
| 2  | 海参育苗项目 | 10,389 | 7.6万平米的鱼苗车间 | 海参苗种21.28万公斤 |          |          |
| 3  | 人工鱼礁项目 | 27,042 | 8959.2亩     | 成品海参1322吨    | 23,803万元 | 9,729万元  |

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 5：公司盈利预测假设

|            | 2008A  | 2009A   | 2010A   | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 海参         |        |         |         |        |        |
| 销售量（吨）     | 908    | 1008    | 1359    | 1700   | 2000   |
| 销售价格（元/公斤） | 155    | 124     | 190     | 200    | 210    |
| 业务收入（万元）   | 14074  | 12499.2 | 25824   | 34000  | 42000  |
| 毛利率        | 61.94% | 43.47%  | 33.75%  | 57.50% | 61.90% |
| 收入同比增长     |        | -11.19% | 106.60% | 31.66% | 23.53% |
| 海蜇         |        |         |         |        |        |
| 销售量（吨）     | 4977   | 3799    | 3965    | 8000   | 9500   |
| 销售价格（元/公斤） | 9.89   | 8.37    | 12.37   | 11     | 11     |
| 鲜货收入（万元）   | 4922   | 3180    | 4905    | 8800   | 10450  |
| 其他收入（万元）   | 2916   | 3340    | 2102    | 4000   | 4500   |
| 毛利率        | 78.39% | 79.88%  | 83.80%  | 81.00% | 81.00% |
| 收入同比增长     |        | -16.82% | 7.47%   | 82.68% | 16.80% |

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 5：公司盈利预测表

| 单位：万元           | 2007A       | 2008A       | 2009A       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>     | 77,388      | 47,496      | 52,829      | 77,411      | 100,010     | 121,485     |
| 增长率             | —           | -38.63%     | 11.23%      | 46.53%      | 29.19%      | 21.47%      |
| 减：营业税金及附加       | 181         | 163         | 160         | 242         | 300         | 364         |
| 销售费用            | 621         | 711         | 1,039       | 1,180       | 1,700       | 2,065       |
| 管理费用            | 1,864       | 3,689       | 3,535       | 3,229       | 5,000       | 6,074       |
| 财务费用            | 1,882       | 1,226       | 1,110       | 1,770       | 2,000       | 2,430       |
| 期间费用率           | 5.64%       | 11.84%      | 10.76%      | 7.98%       | 8.70%       | 8.70%       |
| 资产减值损失          | 145         | 2,380       | 267         | 168         | 0           | 0           |
| 加：公允价值变动净收益     | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>     | 21,254      | 12,024      | 7,290       | 14,371      | 27,152      | 34,586      |
| 增长率 (%)         | —           | -43.43%     | -39.37%     | 97.12%      | 88.94%      | 27.38%      |
| 加：营业外收入         | 61          | 1,115       | 600         | 670         | 0           | 0           |
| 减：营业外支出         | 181         | 142         | 154         | 108         | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>     | 21,134      | 12,997      | 7,737       | 14,933      | 27,152      | 34,586      |
| 增长率 (%)         | —           | -38.50%     | -40.47%     | 93.02%      | 81.82%      | 27.38%      |
| 利润率 (%)         | 27.31%      | 27.36%      | 14.64%      | 19.29%      | 27.15%      | 28.47%      |
| 减：所得税费用         | 705         | 705         | 287         | 482         | 1,086       | 1,383       |
| 实际税负比率 (%)      | —           | 5.42%       | 3.71%       | 3.23%       | 4.00%       | 4.00%       |
| <b>净利润</b>      | 20,430      | 12,292      | 7,449       | 14,451      | 26,066      | 33,203      |
| 归属母公司所有者的净利润    | 20,158      | 12,446      | 7,528       | 14,279      | 25,414      | 32,373      |
| 增长率             | —           | -38.26%     | -39.51%     | 89.68%      | 77.99%      | 27.38%      |
| 净利润率 (%)        | 26.40%      | 25.88%      | 14.10%      | 18.67%      | 26.06%      | 27.33%      |
| 少数股东损益          | 272         | (154)       | (79)        | 172         | 652         | 830         |
| 总股本 (万股)        | 63,360      | 63,360      | 63,360      | 63,360      | 63,360      | 63,360      |
| <b>每股收益 (元)</b> | <b>0.32</b> | <b>0.20</b> | <b>0.12</b> | <b>0.23</b> | <b>0.40</b> | <b>0.51</b> |

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

## 中邮证券投资评级标准

---

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

## 分析师声明

---

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

---

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。