

分析师: 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490510120007

联系人: 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

2010 年主营业务收入超预期 非公开发行预案面世

事件描述

- 好当家 (600467.SH) 今日发布 2010 年度报告: 2010 年公司实现营业收入 7.74 亿元, 同比增长 46.53%; 营业利润 1.44 亿元, 同比增长 97.12%; 归属于上市公司股东的净利润 1.43 亿元, 同比增长 89.68%, 每股收益 0.23 元; 扣除非经常性损益后的每股收益 0.22 元。
- 公司于 2011 年 3 月 9 日发布公告, 拟以不低于 11.85 元/股发行不超过 10,473 万股, 计划募集资金净额不超过 12.41 亿元, 其中好当家集团拟以不少于 1.2 亿元的货币资金认购本次发行的股票。本次非公开发行募集资金将投向三个项目——“海参养殖项目”、“海参育苗项目”和“人工鱼礁项目”, 项目建成后预计新增利润合计 3.81 亿元。
- 基于公司拥有丰富的海域资源储备, 和对海参价格的长期看好, 我们看好公司未来的业绩增长。同时, 我们预计, 募投项目最早将在 2012 年贡献业绩, 那么 2011 年公司业绩超预期的潜力在于由于 2009 年提前结束捕捞期, 和 2010 年有所保留的捕捞海参将可能造成的 2011 年海参业务放量。我们预计 2011-2012 年公司 EPS 为 0.38 和 0.52 元, 维持“推荐”评级。

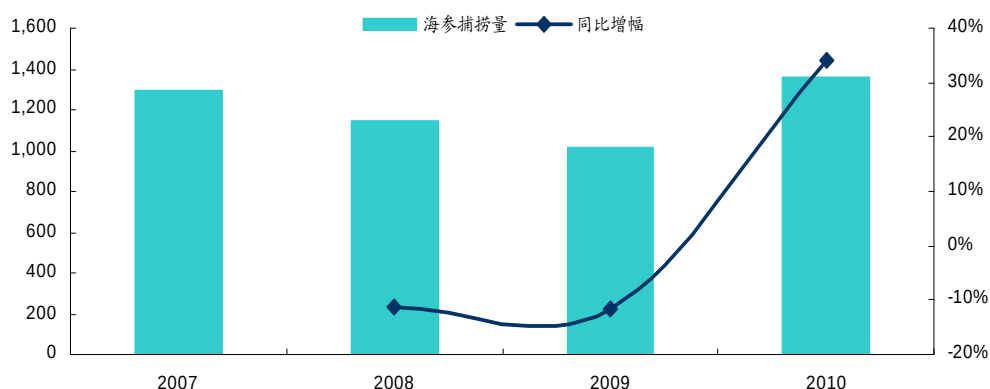
事件评论

第一, 2010 年公司海参、海蜇业务量价齐升, 食品加工和远洋捕捞业务超预期, 实现营业收入同比增长 46.53%

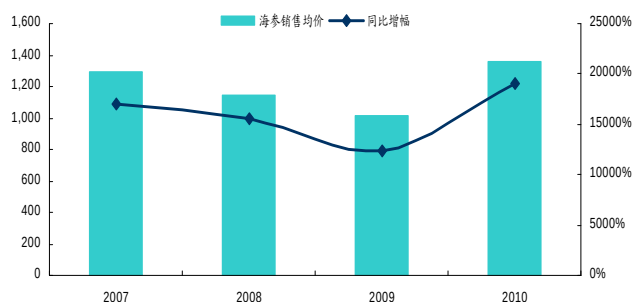
2010 年公司实现营业收入 7.74 亿元, 同比增长 46.53%, 增长主要来源于水产养殖业和食品加工业收入的大幅提升。

2010 年, 公司水产养殖业务收入同比增长 56.28%, 其中, 海参业务收入为 2.58 亿元, 同比增长 106.69%; 海蜇业务收入为 7007.48 万元, 同比增长 7.48%。

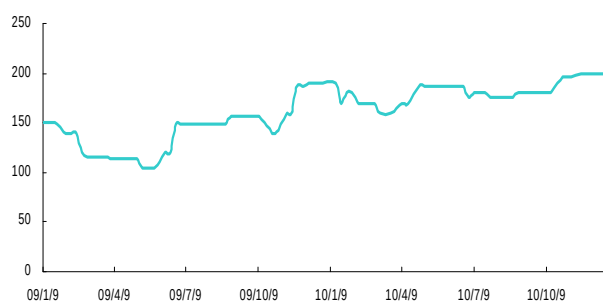
海参业务收入增长主要来源于海参业务量价齐升, 2010 年海参捕捞量为 1354 吨, 同比增长 34.06%; 销售均价为 190.68 元/公斤, 同比增长 53.77%。量增的主要原因是 2009 年提前结束捕捞期, 捕捞量较正常年份较小, 2010 年销量小幅回升; 公司销售均价的增幅 53.77% 远高于行业均价增幅 30.29% 的主要原因是公司通过渠道建设和各项宣传活动提升产品档次及市场定位, 初有成效。

图 1: 2007~2010 年公司海参捕捞量 (吨) 及同比增幅


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 2: 07~10 年公司海参均价 (元/公斤) 及同比增幅


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 3: 2009~2010 年海参大宗价 (元/公斤)


资料来源: WIND, 长江证券研究所

海蜇业务收入的增长主要来源于价格的大幅提升, 2010 年公司海蜇销售均价为 12.37 元/公斤, 同比增长 47.79%。据了解, 2010 年海蜇价格上涨的主要原因是海水盐度过高, 全国海蜇亩产大幅下降, 导致海蜇供给趋紧。由于公司管理得当, 海蜇产量不减反小幅提升 4.37%。

表 1: 公司主要产品销量 (吨) 和价格 (元/公斤)

	2007	2008	2009	2010
销量 (吨)				
海参	1290	1145	1010	1354
海蜇	4168	4977	3799	3965
价格 (元/公斤)				
海参	170	155	124	190.68
海蜇	10.4	9.89	8.37	12.37

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

除海参、海蜇业务外, 2010 年公司食品加工业务和捕捞业务增长超预期, 其中, 食品加工业务实现收入 3.12 亿元, 同比增长 59.83%; 捕捞业务实现收入 1.03 亿元, 同比增长 10.04%。

第二, 2010 年公司毛利率提升 1.7 个百分点, 营业利润同比提升 56.38%

2010 年海参业务单位成本同比大幅增加。2010 年公司海参业务毛利率 33.57%，同比降低 9.9 个百分点；海蜇业务毛利率为 83.8%，同比提升 3.9 个百分点；食品加工和捕捞业务毛利率分别为 10.2%、15.3%，同比分别提升 8.4 和 5.6 个百分点。2010 年公司综合毛利率为 27.08%，同比提升 1.7 个百分点。

公司 2010 年度实现营业利润 1.44 亿元，同比提升 97.12%。

第三，2010 年公司期间费用率下降 2.78 个百分点，营业外收支基本稳定，归属于母公司股东的净利润增长 89.68%

2010 年公司销售费用率和管理费用率同比下降 0.44 个百分点和 2.52 个百分点，财务费用率同比增加 0.18 个百分点。总体期间费用率下降 2.78 个百分点。2010 年财务费用较 2009 年增加 59.37%，系公司 2010 年度短期借款与长期借款有较大增加，贷款利息支出相应增加较多。

此外，2010 年公司实现营业外收入 670.11 万元，同比增加 11.65%。

2010 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.43 亿元，同比增长 89.68%。

第四，海域资源和养殖经验均较为丰富的海参养殖企业

公司一直力求在海参养殖领域做大做强，逐步扩大市场占有率。目前，公司拥有 23.6 万亩可使用海域，其中包括 1 万亩自有海域，22.6 万亩拥有海域使用权。23.6 万亩海域中，2.6 万亩围堰海参在养，9800 亩围堰在建，20 万亩苏山岛海域在投礁试验中。我们预计 9800 亩围堰海域 2011 年 5-6 月可以合拢，开始养殖海蜇，海蜇养殖期结束后开始参池改造，预计 2011 年 3 月开始投海参苗，2012 年可以捕捞 5%-10%，约 49-98 吨；2013 年可捕捞 70%左右，保守估计约 700 吨，贡献净利润 3000 万元，约合摊薄前 EPS 0.048 元。

表 2：公司海域资源情况

海域	建成情况	海域情况	现在或未来用途
2.6 万亩围堰	在用，正在进行参池改造	4-6 米，适宜海参养殖	海面养殖海蜇，中部养殖对虾，底部养殖海参
9800 亩围堰	在建，预计 2011 年 5-6 月建成	4-6 米，适宜海参养殖	海面养殖海蜇，中部养殖对虾，底部养殖海参
苏山岛 20 万亩	已投礁 2000 亩，处于试验阶段，预计今年底可见成效	水深 30 米左右，估计 7-8 万亩为淤泥底；12-13 万亩为沙石底	污泥底海域适宜海参养殖；沙石底适宜贝类养殖

资料来源：长江证券研究部

公司从 2003 年开始进行海参养殖，期间一直在反复实验试图寻找最优海参养殖方法。目前正在进行的参池改造可大大提升海参捕捞量。去年公司已改造 6000 亩参池，预计 2010 年底到 2011 年 3 月进行余下 6000 亩参池改造。

第五，公司发布非公开发行公告，拟以不低于 11.85 元/股发行不超过 10,473 万股

公司于 2011 年 3 月 9 日发布公告，拟以不低于 11.85 元/股（发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的百分之九十）发行不超过 10,473 万股，计划募集资金净额不超过 12.41 亿元，其中好当家集团拟以不少于 1.2 亿元的货币资金认购本次发行的股票。

本次非公开发行募集资金将投向三个项目——“海参养殖项目”、“海参育苗项目”和“人工鱼礁项目”。

表 3: 公司非公开增发项目概况 (万元)

序号	投资项目	预计投资金额	可实现销售收入	利润总额	建设期
1	海参养殖项目	86,681	44,658	24,849	2 年
2	海参育苗项目	10,389	7,661	3,493	2 年
3	人工鱼礁项目	27,042	23,803	9,729	3 年
合计		124,112	76,122	38,071	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

⊗ 海参养殖项目

该项目建成后将新增项目约 9867 亩围堰海参养殖海域, 海域位于荣成市靖海湾内, 北面接好当家原有海产品养殖区, 场址为一较规则的长方形。9800 亩靖海湾海域将新增海参年产量约 2481 吨, 假设海参售价为 180 元/公斤、毛利率为 40%, 将贡献收入约 4.47 亿元, 毛利润约 1.79 亿元, 约合摊薄前 EPS 0.23 元。

⊗ 海参育苗项目

该项目建成后将新增共计 76,000 平方米的育苗车间, 新增海参苗种产能 21.28 万公斤。新增海参苗产能将降低公司外购苗种比例, 降低海参养殖成本。

⊗ 人工鱼礁项目

该项目拟在荣成市靖海湾以南近海海区已确权的 8959 亩海域内建造以石料、钢筋混凝土预制构件等材料组成的人工鱼礁。

项目建成后, 将新增海参年产能 132.24 万公斤, 假设海参售价为 180 元/公斤、毛利率为 40%, 将贡献收入约 2.38 亿元, 毛利润约 9521 万元, 约合摊薄前 EPS 0.12 元。

第六, 盈利预测

基于公司拥有丰富的海域资源储备, 和对海参价格的长期看好, 我们看好公司未来的业绩增长。同时, 我们预计, 募投项目最早将在 2012 年贡献业绩, 那么 2011 年公司业绩超预期的潜力在于由于 2009 年提前结束捕捞期, 和 2010 年有所保留的捕捞海参将可能造成的 2011 年海参业务放量。我们预计 2011-2012 年公司 EPS 为 0.38 和 0.52 元, 维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	528	785	959	1191	货币资金	55	78	96	119
营业成本	394	572	635	764	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	134	212	324	427	应收账款	20	30	37	46
% 营业收入	25.4%	27.1%	33.8%	35.9%	存货	452	656	729	876
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	14	20	23	27
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	1	1	1	1
销售费用	10	12	14	18	流动资产合计	544	788	887	1072
% 营业收入	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	35	35	42	52	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.7%	4.4%	4.4%	4.4%	长期股权投资	43	43	43	43
财务费用	11	18	23	18	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	2.3%	2.4%	1.5%	固定资产合计	1118	1282	1398	1362
资产减值损失	3	1	0	1	无形资产	60	57	55	52
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	73	145	241	334	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	13.8%	18.5%	25.2%	28.1%	资产总计	1767	2171	2383	2529
营业外收支	4	6	3	3	短期贷款	235	454	443	268
利润总额	77	151	244	337	应付款项	41	59	66	79
% 营业收入	14.6%	19.2%	25.5%	28.3%	预收账款	18	27	32	40
所得税费用	3	6	9	13	应付职工薪酬	60	88	97	117
净利润	74	145	235	325	应交税费	-4	-7	-10	-14
归属于母公司所有者					其他流动负债	27	38	42	51
的净利润	75.3	146.6	237.7	328.4	流动负债合计	377	658	670	541
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	长期借款	50	50	50	50
EPS（元/股）	0.12	0.23	0.38	0.52	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	12	12	12	12
经营活动现金流净额	62	252	496	578	负债合计	439	720	733	603
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1285	1410	1612	1891
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	43	41	39	36
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1328	1451	1651	1926
固定资产投资	-143	-408	-410	-312	负债及股东权益	1767	2171	2383	2529
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-143	-408	-410	-312		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.119	0.231	0.375	0.518
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.03	2.22	2.54	2.98
银行贷款增加（减少）	108	219	-11	-175	PE	104.11	53.46	32.97	23.87
筹资成本	12	-40	-58	-68	PEG	1.64	0.84	0.52	0.38
其他	-24	0	0	0	PB	6.10	5.56	4.86	4.15
筹资活动现金流净额	96	179	-69	-243	EV/EBITDA	54.46	20.18	14.68	11.43
现金净流量	16	24	17	23	ROE	5.9%	10.4%	14.7%	17.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。