

公司报告

外延式扩张带来机遇

水产养殖

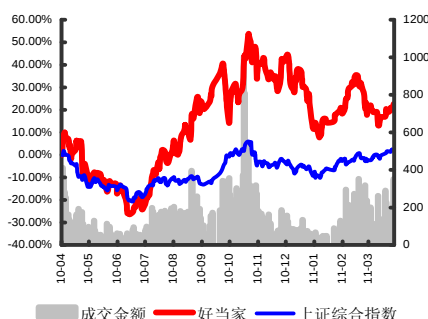
2011 年 4 月 15 日

——好当家（600467）调研简报

评 级：推荐（首次）

合理价格：14.4-16 元

52 周走势：



报告作者：

国联证券研究所食品饮料小组

组长：周纪庚

执业证书编号：S0590210100011

联系人：

杨天明

电 话：0510-82832380

Email: yangtm@glsc.com.cn

独立性声明：

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，特此申明。

事件： 近期我们和好当家（600467）的董秘和财务总监进行了沟通，对公司资源利用及围堰大坝合拢情况进行了核实。

点评：

- **海参精养池改造完成，力争提高苗种自给率。** 未来几年公司业务重心仍放在海参养殖上。11年随着2.6万亩海参精养池改造完成，公司将新投苗8000亩，投苗数和10年数量相当，大约为1亿头（1.45亿元）。与此同时，公司也在转变思路，由投中小苗为主改为投中大苗以缩短养殖周期。2012年随着海参育苗项目产生效益，公司苗种自给水平将从现今的20%左右的水平逐步提高。

- **11年海蜇养殖面积未变化。** 此次调研得到最重要的信息即是：另外一万亩围堰大坝要到2012年4月才能合拢完成，和之前市场预期完全不符。海蜇养殖和天气等自然条件关系密切，各年亩产差异较大，如按正常水平来算，今年大概能收获4000吨左右，预计价格仍维持在12元/千克。2012年大坝合拢完成的话，海蜇产量将实现翻番。

- **食品加工订单增多，或受制于日元汇率下降。** 2010年公司食品加工毛利率大幅提升主要原因就在于日元汇率提升，次要原因在于公司转变部分产品结构。今年虽然订单有所增加，但考虑要日元汇率趋势出现下降，毛利提升的空间不大。另外公司也面临着人力缺少的困境，由此导致食品加工产能利用率不到60%。

- **其他信息。** 因公司折旧和摊销较为固定，海参苗种投入也变化不大，随着海参业务收入大幅提升，未来几年海参业务毛利率将会有所提升；公司未来计划向南再围2万亩海域。

给予“推荐”评级，合理价格14.4-16元。 根据预测，2011-2013年，公司EPS分别为0.32、0.45、0.62元。2011年给予公司45-50倍市盈率，合理股价为14.4-16元，给予“推荐”评级。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11-04-15						
利润表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入		528.29	774.11	991.75	1,226.21	1,505.22	现金		54.92	57.23	60.00	60.00	60.00
YOY(%)		11.2%	46.5%	28.1%	23.6%	22.8%	交易性金融资产		0.52	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本		394.26	564.52	699.06	821.74	998.93	应收款项净额		21.78	33.85	43.37	53.62	65.82
营业税金及附加		1.60	2.42	2.98	3.68	4.52	存货		452.36	566.97	699.13	827.69	1,020.24
销售费用		10.39	11.80	12.99	13.98	17.16	其他流动资产		14.05	10.55	13.52	16.71	20.51
占营业收入比(%)		2.0%	1.5%	1.3%	1.1%	1.1%	流动资产总额		543.63	668.60	816.01	958.02	1,166.57
管理费用		33.88	30.78	34.02	42.06	45.16	固定资产净值		1,097.59	1,161.60	1,491.05	1,745.08	1,893.23
占营业收入比(%)		6.4%	4.0%	3.4%	3.4%	3.0%	减: 资产减值准备		(2.67)	(1.68)	(2.16)	(2.52)	(2.74)
EBIT		86.69	163.08	241.14	343.18	437.89	固定资产净额		1,094.92	1,159.92	1,488.90	1,742.55	1,890.49
财务费用		11.10	17.70	34.94	48.62	56.26	工程物资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)		2.1%	2.3%	3.5%	4.0%	3.7%	在建工程		22.89	174.51	62.46	116.37	68.74
资产减值损失		(2.67)	(1.68)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.00	0.00	0.00	0.00	20.00	固定资产总额		1,117.81	1,334.43	1,551.36	1,858.93	1,959.23
营业利润		72.90	143.71	206.20	294.56	401.63	无形资产		60.46	62.68	61.11	59.55	57.98
营业外净收入		4.46	5.62	5.00	5.00	5.00	长期股权投资		43.00	53.00	63.00	73.00	83.00
利润总额		77.37	149.33	211.20	299.56	406.63	其他长期资产		2.29	2.31	2.31	2.31	2.31
所得税		2.87	4.82	6.34	8.99	12.20	资产总额		1,767.19	2,121.02	2,493.80	2,951.80	3,269.08
所得税率(%)		3.7%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	循环贷款		235.00	437.88	637.78	871.52	879.98
净利润		74.50	144.51	204.86	290.58	394.43	应付款项		40.75	66.63	82.16	97.27	119.90
占营业收入比(%)		14.1%	18.7%	20.7%	23.7%	26.2%	预提费用		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益		0.79	(1.72)	(2.43)	(3.45)	(4.68)	其他流动负债		101.24	148.60	181.74	215.26	263.50
归属母公司净利润		75.28	142.79	202.43	287.13	389.75	流动负债		376.99	653.11	901.68	1,184.05	1,263.38
YOY(%)		-39.5%	89.7%	41.8%	41.8%	35.7%	长期借款		50.00	20.00	20.00	20.00	20.00
EPS (元)		0.12	0.23	0.32	0.45	0.62	应付债券		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							其他长期负债		12.30	13.59	14.88	16.17	17.46
主要财务比率		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额		439.29	686.70	936.56	1,220.22	1,300.84
成长能力							少数股东权益		42.99	44.64	46.10	48.17	50.98
营业收入		11.2%	46.5%	28.1%	23.6%	22.8%	股东权益		1,284.90	1,389.67	1,511.13	1,683.40	1,917.25
营业利润		-39.4%	97.1%	43.5%	42.9%	36.3%	负债和股东权益		1,767.18	2,121.01	2,493.79	2,951.79	3,269.07
净利润		-39.5%	89.7%	41.8%	41.8%	35.7%							
获利能力							现金流量表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)		25.4%	27.1%	29.5%	33.0%	33.6%	税后利润		75.28	142.79	202.43	287.13	389.75
净利率(%)		14.1%	18.7%	20.7%	23.7%	26.2%	加: 少数股东损益		-0.66	1.01	1.46	2.07	2.81
ROE(%)		5.9%	10.3%	13.4%	17.1%	20.3%	公允价值变动		2.67	1.68	0.00	0.00	0.00
ROA(%)		4.3%	6.7%	8.1%	9.7%	11.9%	折旧和摊销		64.14	66.10	84.16	93.63	101.06
偿债能力							营运资金的变动		-126.89	-49.66	-94.20	-91.72	-136.18
流动比率		1.44	1.02	0.90	0.81	0.92	经营活动现金流		14.54	161.92	193.84	291.11	357.43
速动比率		0.24	0.16	0.13	0.11	0.12	短期投资		-0.52	0.52	0.00	0.00	0.00
资产负债率%		24.9%	32.4%	37.6%	41.3%	39.8%	长期股权投资		0.00	-10.00	-10.00	-10.00	-10.00
营运能力							固定资产投资		0.00	-278.54	-300.00	-400.00	-200.00
总资产周转率		29.9%	36.5%	39.8%	41.5%	46.0%	投资活动现金流		-0.52	-288.02	-310.00	-410.00	-210.00
应收账款周转天数		15.05	15.96	15.96	15.96	15.96	股权融资		0.92	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数		495.55	411.95	411.95	411.95	411.95	长期贷款的增加/ (减少)		40.00	-30.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)							公司债券发行/ (偿还)		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益		0.12	0.23	0.32	0.45	0.62	股利分配		-11.99	-58.64	-80.97	-114.85	-155.90
每股净资产		2.03	2.19	2.38	2.66	3.03	计入循环贷款前融		28.93	-88.64	-80.97	-114.85	-155.90
估值比率							循环贷款的增加/ (减少)		-59.62	305.69	199.90	233.74	8.47
P/E		108.0	56.9	40.2	28.3	20.9	融资活动现金流		-2.68	128.41	118.93	118.89	-147.43
P/B		6.3	5.8	5.4	4.8	4.2	现金净变动额		11.34	2.31	2.77	0.00	0.00

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。