

分析师： 乔洋 (8621)65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

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

海参养殖持续放量，业绩基本符合预期

事件描述

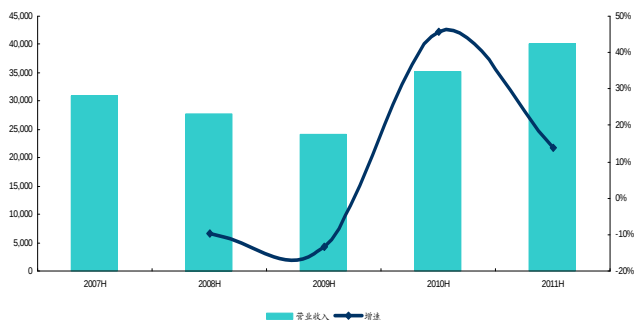
好当家（600467）今日公布 2011 年半年度报告，营业收入为 4.01 亿元，同比增长 13.9%；实现营业利润 8086.3 万元，同比增长 26.9%；归属于上市公司股东的净利润 8492.9 万元，比上年同期增长 32.95%；每股收益 0.13 元，上年同期为 0.10 元。我们认为：

- ⊗ 2011 年上半年公司业绩增长主要源于公司海参捕捞量的大幅增长；
- ⊗ 2011 年 3 月，日本地震灾害造成的核危机对海参消费造成一定影响，海参价格出现大幅回落。2 月 18 日至 4 月 1 日，海参大宗价由 2 月中旬的高位 210 元/公斤大幅下跌 31%。后期事件性因素逐渐被市场消化，6 月 1 日黄渤海开始为期 3 个月的休渔期，淡季供给减少凸显前期供给缺口问题，海参价格上涨趋势显著。
- ⊗ 政策利好山东海参养殖企业，漏油事件对公司海参养殖造成影响有限
- ⊗ “资源+技术”支撑公司业绩持续增长，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.35 元、0.46 元和 0.65 元，维持“推荐”评级。

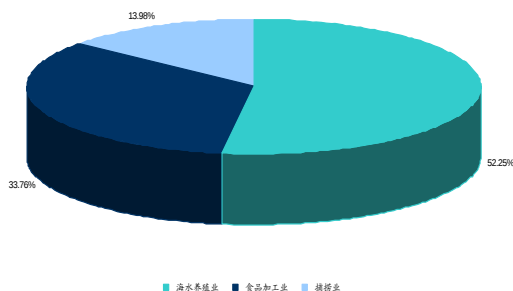
事件评论

第一，营业收入稳定增长主要源于海参销量大幅增长

公司 2011 年上半年营业收入为 40116 万元，同比增长 13.9%。其中，海水养殖业务占比 52.25%，食品加工业务占比 33.76%，捕捞业务收入占比 13.98%。

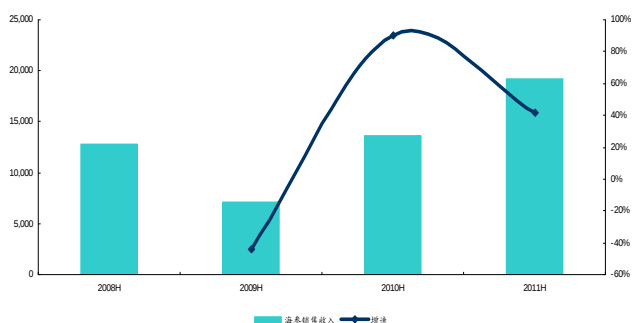
图 1：2007~2011 同期营业收入及增速（单位：万元）


资料来源：公司公告，长江证券研究部

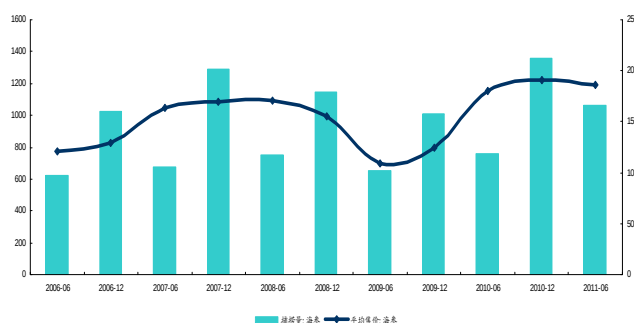
图 2：公司主营业务构成


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司主营业务收入的稳定增长主要源于公司的海参销售收入的大幅增长，近三年公司海参业务收入复合增长率达到 64.05%。2011 年上半年公司海参捕捞量 1064 吨，同比增长 41%，增长幅度较大，半年捕捞量接近 2010 年全年捕捞量 1354 吨。2011 年上半年海参平均销售单价为 186.1 元/公斤，与上年同期持平。

图 3：2008~2011 同期海参收入及增速（单位：万元）


资料来源：公司公告，长江证券研究部

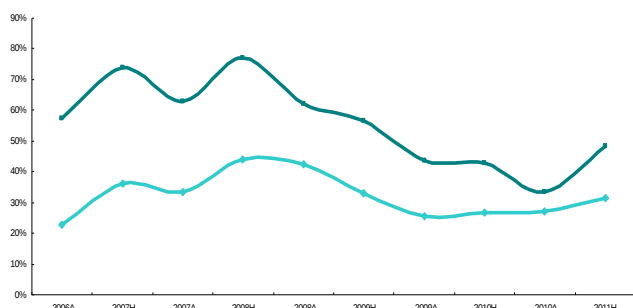
图 4：2006~2011 年公司海参销售平均单价和捕捞量


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，单位成本降低带来毛利率大幅增加 4.72 个百分点

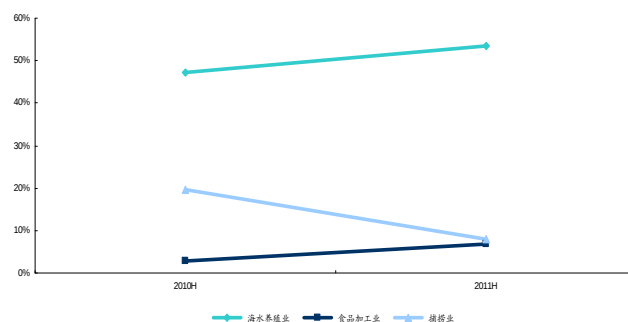
2011 年上半年公司主营业务综合毛利率为 31.39%，较去年同期大幅提升了 4.72 个百分点。我们认为，公司综合毛利率大幅提升主要源于海水养殖业和食品加工业毛利率提升。其中，海参养殖业务毛利率的提升源于单位成本的下降，2011 年上半年公司海参养殖业务单位成本为 9.32 万元/吨，较上年同期下降 9.91%。单位成本提升的主要原因是公司逐步加强对养殖各环节的控制，包括精养池改造的效果显现以及对于海参苗的管理，我们认为，后期公司精养池占比逐步提升，海参养殖业务毛利率仍有一定提升空间。

图 5: 2006~2011 综合毛利率与海参业务毛利率走势



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 6: 与上年同期对比各项业务毛利率变化



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三, 财务费用增加导致期间费用率有较大提升

2011 年上半年, 公司期间费用率为 11.05%, 同比大幅提升 3.25 个百分点。其中, 管理费用率下降 0.37 个百分点, 财务费用率和销售费用率分别上升 2.35 个百分点和 0.53 个百分点。财务费用率大幅上升主要是因为报告期内银行贷款增加及贷款利率多次上调带来利息支付大幅上升。销售费用率提升是因为报告期内广告支出、运输费用、折旧及摊销费用增加。

2011 年上半年, 公司实现归属于上市公司股东的净利润 8492.9 万元, 较上年增长 32.95%。

第四, 我们判断, 海参价格有较大提升空间

2009 年底至 2010 年初渤海发生近 30 年来最严重冰冻: 据 2010 年 1 月 29 日统计: 辽东湾浮冰外沿线 39 海里, 一般冰厚 10-25 厘米, 最大冰厚 40 厘米, 分布面积 14908km², 占辽东湾 48%; 渤海湾浮冰外沿线 25 海里, 一般冰厚 10-15 厘米, 最大冰厚 25 厘米, 分布面积 9663km², 占渤海湾 61%; 莱州湾, 浮冰外沿线 32 海里, 一般冰厚 5-15 厘米, 最大冰厚 20 厘米, 分布面积 3700km², 占莱州湾 39%; 黄海北部, 浮冰外沿线 18 海里, 一般冰厚 10-20 厘米, 最大冰厚 25 厘米, 分布面积 5339km²; 渤海和黄海北部海冰分布面积 33610km², 其中渤海海冰分布占渤海总面积 36%。

冰冻灾害对海水养殖业的影响, 主要是破坏浮筏, 其次是缩减海洋中的透光层而造成海洋造氧功能下降, 低温、缺氧加上体质薄弱导致喜好在浅水区生长的参苗死亡率较高, 对底播养殖的成年海参影响较小。海参生长周期一般为 2~3 年, 我们认为, 冰冻灾害对二龄海参的存活率和一龄海参的存活率均造成较大影响, 海参供给趋紧的态势将持续 1~2 年。

2011 年 3 月, 日本地震灾害造成的核危机对海参消费造成一定影响, 海参价格出现大幅回落。2 月 18 日至 4 月 1 日, 海参大宗价由 2 月中旬的高位 210 元/公斤大幅下跌 31%。后期事件性因素逐渐被市场消化, 6 月 1 日黄渤海开始为期 3 个月的休渔期, 淡季供给减少凸显前期供给缺口问题, 海参价格上涨趋势显著。2011 年 7 月 22 日, 海参大宗价为 176 元/公斤, 较 2011 年 4 月 1 日上涨 10%。

图 7：山东威海海水产品批发市场海参大宗价（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、长江证券研究部

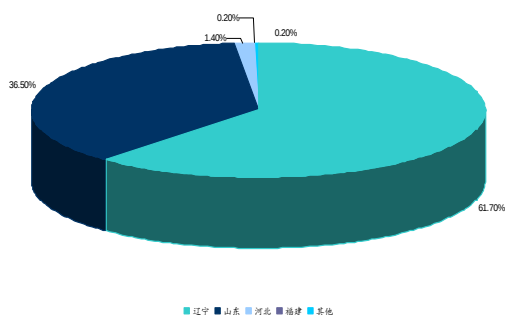
第四，政策利好山东海参养殖企业，漏油事件对公司海参养殖造成影响有限

政策层面受益《山东蓝海经济区规划》

2011 年 1 月 4 日国务院批复了“十二五”开局元年第一个以“海洋经济”为主题的国家发展战略——《山东半岛蓝色经济区发展规划》，规划将以培育战略性新兴产业为方向，以发展海洋优势产业集群为重点，强化园区、基地和企业的载体作用。规划主体区范围包括山东全部海域和青岛、东营、烟台、潍坊、威海、日照等六市及滨州市的无棣、沾化 2 个沿海县所属陆域，海域面积 15.95 万平方公里，陆域面积 6.4 万平方公里。其中：“长岛、蓬莱、莱州等海域将推进生态低碳养殖，建设总体规模 300 万亩以上的浅海优势海产品养殖基地”是规划中的详细内容。

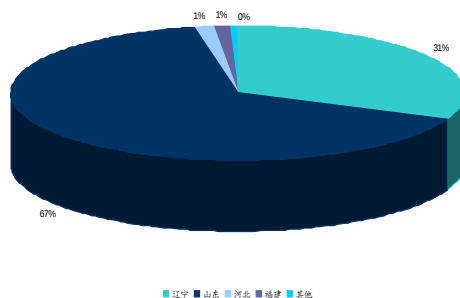
海参养殖大省中，山东省海参养殖面积占全国 36.5%，仅次于辽宁的 61.7%，而山东的海参产量却远超辽宁占全国海参总产量的 67%，海参养殖产业在山东省的发展较为成熟。

图 8：全国海参养殖区域分布



资料来源：长江证券研究部

图 9：全国海参产量分布（元/公斤）



资料来源：长江证券研究部

在山东半岛蓝色经济区项目推介会上山东省共推出招商项目 200 个，总投资 8512 亿元。其中，海洋第一产业项目 12 个，总投资 110 亿元，主要涵盖现代水产养殖业、现代远洋渔业和高效特色农业等领域。以威海市为例，骨干企业资金投入力度明显加大：好当家、西霞口集团、北海水产开发有限公司等企业积极投入资金新建和改建工厂化车间，进行标准化和规模化海参育苗。预计全年新增海参育苗水体 18 万立方米，增加海参苗种 230 亿头，本地海参育苗供给增加 40%以上。

公司归属地威海市从去年底至今年 5 月份期间组织相关部门大力宣传“威海刺参”品牌形象，5 月 1 日起，“好人·好

海·好海参—威海刺参”电视广告开始在 CCTV-1 和山东电视生活频道播放，并且其他形式广告等宣传措施也在积极进行中。威海虽然特产国内质量上乘的刺参，但一直没有在消费者意识中牢固树立品牌形象，此举对当地海参的渠道推广意义重大。

⊗ 渤海漏油事件对公司海参养殖造成影响有限

6 月初，康菲石油-中海油蓬莱 19-3 油田溢油事故造成周边 840 平方公里 I 类水质海水下降到劣 IV 类。据示意图显示，漏油地处渤海湾内，而公司所在的荣成市与之相隔山东半岛。漏油事件造成的具体影响仍有待跟踪，假如该事件对海产养殖业造成影响，将在一定程度上减少海产品的供给，对海产品价格会起到促进作用，对公司相对利好。

图 10：渤海湾漏油地点与公司海域分布示意图



资料来源：长江证券研究部

第五，公司层面：“资源+技术”支撑公司业绩持续增长

⊗ 资源禀赋优势，产能逐步扩张

作为海参养殖龙头企业，公司一直力求做大做强。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。我们判断 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 2012 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 1000 吨，贡献净利润 5500 万元，约合摊薄前 EPS 0.088 元。

表 1：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，7-8 万亩为污泥底；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。目前公司已经初步完成 1.2 万亩参池改造，可以大幅提升海参存活率和捕捞率。

⊗ 深加工技术成熟，产业链延伸可期

公司产业链已经延伸至下游深加工。公司海参以鲜参出售为主，部分海参通过深加工成干参及参制品出售。据公开信息，今年 5 月份，好当家集团有限公司申报的 175 吨高压海参、15 吨干海参顺利通过了农业部中绿华夏有机食品认

证中心的有机产品认证，这是荣成市海参精深加工产品首次通过国家有机产品认证，侧面反映了公司海参深加工技术的成熟以及公司向深加工业务延伸的计划。

第五，盈利预测

基于海参价格上涨的预判及公司未来产能的逐渐释放，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.35 元、0.46 元和 0.65 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）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	774	951	1105	1408	货币资金	57	95	111	492
营业成本	565	642	724	896	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	210	309	381	513	应收账款	34	42	48	62
% 营业收入	27.1%	32.5%	34.5%	36.4%	存货	567	645	727	899
营业税金及附加	2	3	3	4	预付账款	10	12	13	16
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	1	1	1
销售费用	12	19	22	28	流动资产合计	669	793	900	1470
% 营业收入	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	32	40	46	59	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	长期股权投资	53	53	53	53
财务费用	18	23	16	3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.5%	1.4%	0.2%	固定资产合计	1360	1500	1295	974
资产减值损失	2	0	0	0	无形资产	63	60	57	54
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	144	224	293	418	其他非流动资产	-25	-25	-25	-25
% 营业收入	18.6%	23.6%	26.6%	29.7%	资产总计	2121	2381	2280	2525
营业外收支	6	5	3	3	短期贷款	478	525	154	0
利润总额	149	229	296	421	应付款项	67	76	85	106
% 营业收入	19.3%	24.1%	26.8%	29.9%	预收账款	13	16	18	23
所得税费用	5	7	10	14	应付职工薪酬	64	72	81	101
净利润	145	222	287	408	应交税费	-2	-2	-3	-4
归属于母公司所有者					其他流动负债	34	39	44	55
的净利润	142.8	223.9	289.9	412.0	流动负债合计	653	725	381	280
少数股东损益	2	-2	-3	-4	长期借款	20	20	20	20
EPS（元/股）	0.23	0.35	0.46	0.65	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	14	14	14	14
经营活动现金流净额	107	458	556	615	负债合计	687	759	414	314
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1390	1580	1826	2177
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-11	0	0	0	少数股东权益	45	42	39	35
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1434	1622	1866	2212
固定资产投资	-245	-410	-111	-14	负债及股东权益	2121	2381	2280	2525
其他	-7	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-263	-410	-111	-14		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.225	0.353	0.457	0.650
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.19	2.49	2.88	3.44
银行贷款增加（减少）	213	47	-370	-154	PE	54.89	35.01	27.04	19.02
筹资成本	59	-57	-59	-65	PEG	1.30	0.83	0.64	0.45
其他	-117	0	0	0	PB	5.64	4.96	4.29	3.60
筹资活动现金流净额	154	-10	-430	-219	EV/EBITDA	36.39	15.93	12.59	9.69
现金净流量	-1	38	15	382	ROE	10.3%	14.2%	15.9%	18.9%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。