

公司调研

海水养殖

评级:买入(调高)

信达证券股份有限公司

北京市西城区南滨河大街 9
号院 1 号楼 6 层

分析师:康敬东

投资咨询业证书编号:

S1500510120009

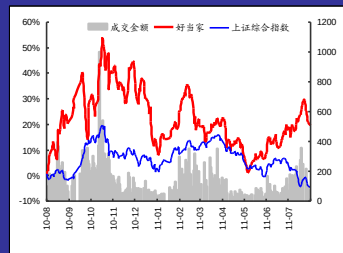
010-63081261

kangjingdong@cindasc.com

公司主要财务指标

盈利预测及市场重要数据	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	774	977	1,226	1,527
(+/-%)	47%	26%	25%	25%
归母净利润(百万元)	142.79	173.43	250.93	362.75
(+/-%)	90%	21%	45%	45%
每股收益(元)	0.225	0.274	0.396	0.573
市盈率(P/E)	58.4	48.1	33.2	23.0
市净率(P/B)	6.0	5.6	5.2	4.7
EV/EBITDA	39.0	36.5	27.6	20.3
股息率(%)	0.7%	1.0%	1.5%	2.2%
净资产收益率(ROE)	14.6%	15.6%	18.6%	20.6%
总市值(百万元)	8,338.18	总股本(百万股)	634	
企业价值(百万元)	8,402	流通股(百万股)	634	
资产负债率(%)	31%	换手率(3个月)(%)	18.8%	
归母净利润增长率(%)	11.75%	52周价格波动(元)	10.4-18.61	
市盈率增长率(11-14)(%)	40%	上海综合指数	2,601	

近一年公司股价相对表现



相关报告

《新海域贡献看 2012 年》2008.1

请务必阅读最后一页重要的
免责声明及信息披露

好当家 (600467)

养殖规模扩大 量价齐升可期

公司调研

2011 年 8 月 26 日

摘要

- **产能增长有保障**——预计 2010-2013 年海参可捕捞面积逐年增加,到 2013 年公司可捕捞面积将达到 3.59 万亩。如果考虑到未来增发募集项目中 8959.2 万亩的人工鱼礁项目的贡献,则未来又可增加 1322 吨的海参产能;
- **市场海鱼货源持续偏紧**——今年上半年威海水产市场鲜鱼价格普遍偏高。在威海市场总体上表现为蟹涨虾稳参降。造成近来水产市场鱼类价格全线上涨的主要原因是近来海里资源减少,造成市场货源有所偏紧,而柴油价格及人工工资等成本增加也助推水产品价格普遍上涨。由于捕捞量减少,目前海蜇价格较去年同期上涨 50%以上;
- **天然降压肽前景看好**——公司与山东省科学院共同开发的海普盾降压肽是从海参和海蜇中提取的全天然降压药,据称其对高压 150 左右的人群在临床和动物试验中表现理想,且无任何副作用。而目前市场上治疗高血压的一线药物——合成降压肽产品普遍存在各种副作用,因此天然降压肽前景看好,但短期利润难以体现;
- **海产品养殖业务收入、毛利稳步提高**——我们预计 2011-2013 年公司海参业务收入分别增长 40%、32%和 32%,毛利率分别为 48%、49%和 52%;海蜇收入增长 26%、54%和 43%,毛利率分别为 86%、87%和 88%;
- **日本核危机及漏油事故短期影响有限**——日本核危机对公司总体影响为正面,这是由于海外海参流入国内市场的走私活动减少为国内产品腾出了市场空间。漏油事故的影响仍然没有得到解决,值得警惕。但短期来看,市场并没有因此产生恐慌心理,市场价格仍然在相对高位,在猪、鸡等畜禽价格大幅上涨的背景下,海产品的替代性可能会加大,因此未来市场对这些事件的忧虑也可能逐渐淡化。因此我们认为上述事件的影响短期有限。
- **评级提高至“买入”**——在不考虑增发的情况下计算出公司的内在价值大致为 11 元,略低于目前股价水平。考虑到公司海产品养殖规模持续扩大,且海产品养殖业务的收入和毛利占总收入和总毛利的比重将明显提高,海参亩产和公司业绩提升空间仍然较大,且公司主业处于 08 年以来的一个上升通道,而且水产品价格上升趋势预计维持不变,增发的背景下公司提升业绩动机相对较强,因此我们将评级提高至“买入”。但需密切关注核、油危机的最新动向。

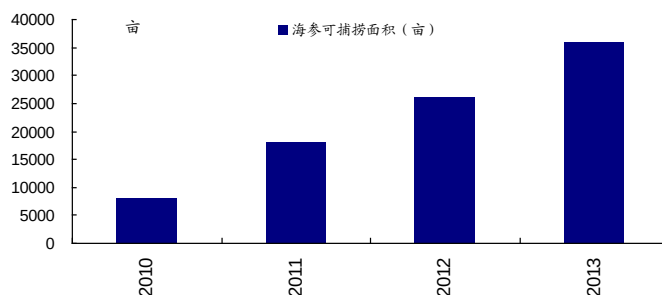
目录

1. 近年养殖规模持续扩大	2
2. 水产品价格高位成定局	2
3. 降压肽产品或成利润增长点	3
4. 主业假设及预测	4
5. 日本核危机及漏油事件影响短期有限	5
6. 估值及投资建议	5
7. 风险因素	6

1. 近年养殖规模持续扩大

2008 年公司改造海参精养池 8000 亩，2009 年改造 1 万亩，2010 年改造 8000 亩，2011 年计划 9867 亩围海大坝合拢。假设公司投入大苗，则 2010 年海参可捕捞面积增加 8000 亩，2011 年增加 10000 亩，2012 年增加 8000 亩，2013 年增加 9867 亩。也就是说到 2013 年公司可捕捞面积将达到 3.59 万亩。如果考虑到未来增发募集项目中 8959.2 万亩的人工鱼礁项目的贡献，则未来又可增加 1322 吨的海参产能。

图 1: 公司可捕捞面积连年增长



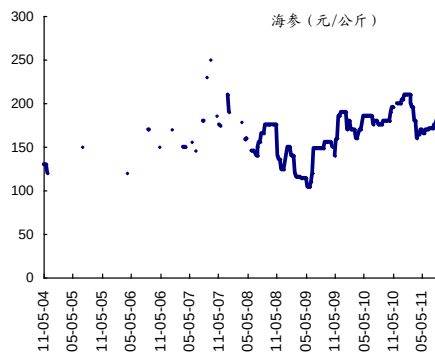
资料来源: 信达证券

海洋中的小生物在夏天浮到温度高的海面求食和繁殖，而以海底小生物为食的海参在海底由于食物缺乏，在 7-9 月被迫进行夏眠。而海蜇恰恰是在这段时间养殖两茬，每期 45 天。因此养殖海域的扩大同样带动了海蜇产能的提升，不同的是海蜇一年可产两季养殖周期要短得多。

2. 水产品价格高位成定局

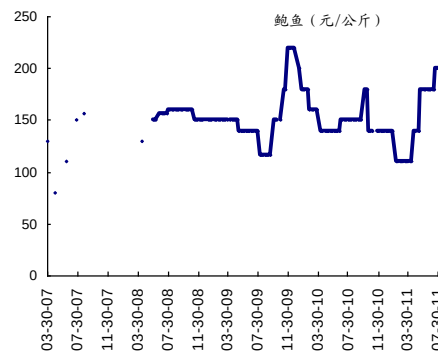
上半年市场海捕鱼货源持续偏紧。今年上半年威海水产市场鲜鱼价格普遍偏高。其中，大鲳鱼价格一般在 140 元/公斤，比去年同期涨了 40% 以上；大鲈鱼每斤在 30 元左右，比去年同期上涨 20%。市场除了各类鲜鱼价格上涨之外，各种养殖鱼也“随波逐流”地攀升，其中加吉鱼价格一般在 56 元/公斤，比去年同期上涨 40%。在威海市场总体上表现为蟹涨虾稳参降。水产市场梭子蟹价格大幅上涨，其中 6 月份市场 200 克以上的母蟹价格在 300 元/公斤，比 1 月份上涨 100%；市场对虾的价格与去年同期变化不大；活海参价格下降较为明显，其中 6 月份市场海参价格一般在 170 -176 元/公斤，比 1 月份下降 21.4%。但 8 月中旬价格为 178 元/公斤，略有上涨。

图 2: 威海水产品市场海参价格



资料来源: 信达证券

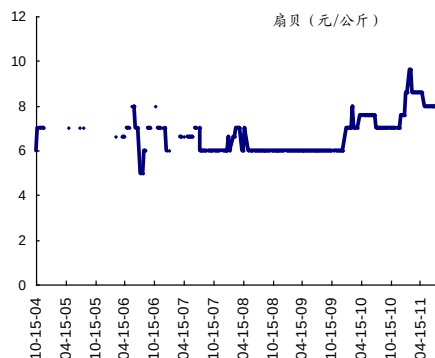
图 3: 威海水产品市场鲍鱼价格



资料来源: 信达证券

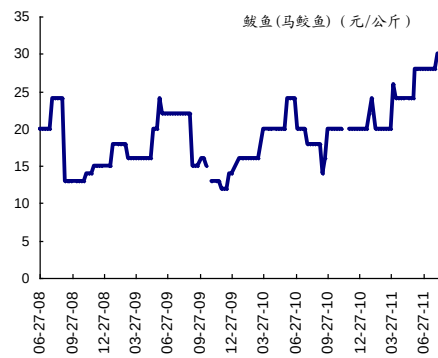
造成近来水产市场鱼类价格全线上涨的主要原因是近来海里资源减少, 造成市场货源有所偏紧, 而柴油价格及人工工资等成本增加也助推水产品价格普遍上涨。2008 年之前, 渔船所用的“重油”每吨价格 3000 元左右, 今年, “重油”的价格已达到每吨 6000 多元。与此同时, 船员的工资也是水涨船高, 目前, 大副以下的普通船员年薪一般由去年的 3.8 万元上涨到 5 万元。再加上其它各种成本费用, 而捕捞量却很少, 许多船出海不挣钱反而赔钱, 索性直接将船停在码头同时, 渔民只领取柴油补贴而不出海捕鱼的现象也时有发生。

图 4: 威海水产品市场扇贝价格



资料来源: 信达证券

图 5: 威海水产品市场鲛鱼价格



资料来源: 信达证券

目前威海全市共投产渔船 815 艘, 实现海蜇捕捞产量 7533 吨, 产量较往年明显偏低。由于捕捞量减少, 目前海蜇价格较高。目前收购价已经由开捕时的每公斤 12 元上涨到 16 元。而去年同期, 海蜇收购价是每公斤 10 元左右。去年加工后的海蜇头每公斤售价 60 元, 海蜇皮价格为每公斤 18 元, 今年新鲜海蜇收购价涨了, 价格肯定要上涨。据水产市场经营业户反映, 上月市场绵蜇海蜇皮批发价格为 28 元, 目前已经涨到每公斤 30 元, 而海蜇头上涨到每公斤 70 元左右, 质量好的能卖到 80 多元。

3. 降压肽产品或成利润增长点

公司与山东省科学院共同开发的海普盾降压肽是从海参和海蜇中提取的全天然降压药, 据称其对高压 150 左右的人群在临床和动物试验中表现理想, 且无任何副作用。而目前市场上治疗高血压的一线药物——合成降压肽产品普遍存在各种副作用, 因此天然降压肽前景看好。

根据即将在年内出台的《保健食品监督管理条例》, 对现有保健食品食品包括的 27 项功能中, 国家药监局有意取消其中 5 项, 其中就包括了辅助降压功能。因此预计未来主

要以食字号批文进行销售。目前生产车间正在建设中，预计 11 月份完工。

如果治疗效果没有夸大的话，这一产品很可能成为公司未来几年的利润增长点之一。据侧面了解，公司高层对此产品亦寄以厚望。我国有上亿高血压患者，一个确实有效而无副作用的产品问世意义显然不可忽视。尽管如此，短期内我们不考虑这一块业务对利润的贡献。

4. 主业假设及预测

尽管 2010 年公司海参产量和价格与 2007 年相比变化不大，但总体来看，自 2008 年受金融危机影响海参价格大幅下滑之后，公司主业进入上升通道，养殖海域也在逐步扩大和改造。2008 年我们报告中对于 9 万亩海域扩大养殖的预期最终受资金所限未能实现，融资也拖到了现在，随着公司增发资金的到位，养殖水域的不断扩大，公司业绩上升趋势将得以确立和强化。

我们预计 2011-2013 年公司海参销量分别增长 40%、20%和 20%，分别为 1895 吨、2274 吨和 2730 吨，海参业务收入分别增长 40%、32%和 32%，毛利率分别为 48%、49%和 52%。

表 1: 公司海参业务预测

海参	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(万元)	12,493.89	25,818.07	36,145.30	47,711.80	62,979.57
销量(吨)	1010.26	1354.00	1895.60	2274.72	2729.66
销售量增长率	-11.77%	34.02%	40.00%	20.00%	20.00%
价格(万元/吨)	12.37	19.07	19.07	20.97	23.07
价格增长率	0.57%	54.18%	0.00%	10.00%	10.00%
销货成本(万元)	7,068.00	17,151.00	18,488.78	23,961.46	30,191.43
销售收入增长率	-11.27%	106.65%	40.00%	32.00%	32.00%
毛利率	43.43%	33.57%	48.85%	49.78%	52.06%

资料来源：信达证券

我们预计 2011-2013 年公司海蜇销量增长 5%、40%和 30%，分别为 4163 吨、5828 吨和 7577 吨，收入增长 26%、54%和 43%，毛利率分别为 86%、87%和 88%。2011 年海蜇销量增长低的原因是今年气候因素导致产量偏低。

表 2: 海蜇业务预测

海蜇	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(万元)	3179.76	4904.71	6179.93	9517.09	13609.44
销售量(吨)	3799.00	3965.00	4163.25	5828.55	7577.12
销售量增长率	-23.67%	4.37%	5.00%	40.00%	30.00%
价格(万元/吨)	0.84	1.24	1.43	1.62	1.81
价格增长率	-15.37%	47.79%	20.00%	10.00%	10.00%
销货成本(万元)	1312.00	1135.00	834.23	1226.31	1673.91
销售收入增长率	-35.40%	54.25%	26.00%	54.00%	43.00%
毛利率	58.74%	76.86%	86.50%	87.11%	87.70%

资料来源：信达证券

我们预计食品行业增长在 20%-30%左右，但毛利率明显低于前几年，这是由于食品行业盈利能力仍然不高，捕捞业是个靠天吃饭的子行业，因此我们预计变动不是很大。

最后我们预计 2011-2013 年公司总收入分别为 9.77 亿、12.3 亿和 15.2 亿元，分别增长 33%、25%和 24%，总毛利率为 28%、30%和 33%。

表 3: 总收入预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总销售收入 (万元)	52,797	73,624	97,723	122,552	152,666
总销售收入增长率	12.06%	39.45%	32.73%	25.41%	24.57%
总销货成本 (万元)	39,750	55,805	69,946	85,352	102,368
毛利率	24.71%	24.20%	28.42%	30.35%	32.95%
成本/收入	75.29%	75.80%	71.58%	69.65%	67.05%
毛利	13,047	17,819	27,777	37,200	50,298

资料来源: 信达证券

不考虑增发因素, 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.27、0.39 和 0.57 元, 对应的 PE 分别为 48、33 和 23 倍。

表 4: 收入构成预测

收入占比	2009	2010	2011E	2012E	2013E
海参	23.66%	35.07%	36.99%	38.93%	41.25%
海蜇	6.02%	6.66%	6.32%	7.77%	8.91%
食品加工业	39.31%	42.31%	40.01%	39.24%	37.96%
捕捞业	17.84%	13.94%	11.34%	9.67%	8.23%
其他	13.17%	2.02%	5.34%	4.39%	3.65%

资料来源: 信达证券

表 5: 毛利构成预测

毛利占比	2009	2010	2011E	2012E	2013E
海参	41.59%	48.64%	63.57%	63.84%	65.19%
海蜇	14.32%	21.16%	19.25%	22.29%	23.73%
食品加工业	2.92%	17.83%	3.98%	3.66%	3.26%
捕捞业	6.94%	8.78%	3.79%	2.87%	2.13%
其他	34.23%	3.59%	9.42%	7.34%	5.70%

资料来源: 信达证券

5. 日本核危机及漏油事件影响短期有限

公司方面认为日本核危机对公司总体影响为正面, 这是由于海外海参流入国内市场的走私活动减少为国内产品腾出了市场空间。但无论如何核危机对于消费者来说仍然是挥之不去的阴影, 对于渤海湾的漏油事故, 我们注意到由于美国康菲公司的极端不负责任, 事故的影响不但没有扩大反而在升级。尽管公司水产品养殖区域地处黄海, 而未来是否会受到影响, 或许没有人能够给出明确的答案。但短期来看, 市场并没有因此产生恐慌心理, 市场价格仍然在相对高位, 在猪、鸡等畜禽价格大幅上涨的背景下, 海产品的替代性可能会加大, 因此未来市场对这些事件的忧虑也可能逐渐淡化。因此我们认为上述事件的影响短期有限。

6. 估值及投资建议

根据前述主业假设, 我们在不考虑增发的情况下计算出公司的内在价值大致在 11 元附近, 略低于目前股价水平。考虑到公司海产品养殖规模持续扩大, 且海产品养殖业务的收入和毛利占总收入和总毛利的比重将明显提高, 海参亩产和公司业绩提升空间仍然较大, 且公司主业处于 08 年以来的一个上升通道, 而且水产品价格上升趋势预计维持不变, 增发的背景下公司提升业绩动机相对较强, 因此我们将评级提高至“买入”。

表 6: 估值结果

估值方法	每股价值 (元)
APV	13.20
WACC	13.17
FCFE	13.42
DDM	6.36
AE	8.97
EVA	8.08
平均	10.53

资料来源: 信达证券

7. 风险因素

尽管迄今为止消费者和投资者对日本核辐射及漏油事件反应不大,但长期来看其影响仍然难以评估,特别是漏油事件还没有一个令人信服的说法,对此我们将长期关注,也提醒投资者加以留意。另外公司投苗、捕捞力度和新海域开发进度以及其它自然灾害也可能对公司未来业绩产生较大影响。

财务预测表

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	774.1	977.2	1225.5	1526.7	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	566.9	703.4	858.4	1029.8	归属母公司所有者的净利润	144.5	173.4	250.9	362.8
主营业务利润	207.2	273.9	367.1	496.9	少数股东权益	0.0	2.0	3.0	4.3
其他业务利润	0.0	0.0	0.0	0.0	折旧及摊销	65.0	70.0	70.4	70.7
销售费用	11.8	19.5	24.5	30.5	坏账准备	0.9	1.3	1.6	2.0
管理费用	32.3	48.9	61.3	76.3	应收账款的减少/(增加)	(15.7)	(8.9)	(10.9)	(13.2)
财务费用	17.7	28.3	25.1	19.6	存货的减少/(增加)	(110.2)	(136.4)	(155.1)	(171.4)
资产减值损失及其它	1.7	0.0	0.0	0.0	待摊费用和其他流动资产的增加/减少	0.0	(6.1)	(7.5)	(9.1)
营业利润	143.7	177.1	256.3	370.4	其他长期资产的减少/(增加)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
营业外收支	5.6	0.0	0.0	0.0	应付账款的增加/(减少)	5.0	16.0	18.2	20.1
利润总额	149.3	177.1	256.3	370.4	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:所得税	4.8	5.7	8.3	12.0	其他流动负债的增加/(减少)	17.3	28.6	30.6	34.2
净利润	144.5	171.4	248.0	358.5	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	1.7	2.0	3.0	4.3	其它	0.8	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者的净利润	142.8	173.4	250.9	362.8	经营活动产生的现金流净额	107.5	140.0	201.3	300.4
资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	投资活动产生的现金流				
现金及现金等价物	57.2	50.0	50.0	50.0	收回投资与投资收益	6.1	0.0	0.0	0.0
应收账款	33.8	42.7	53.6	1554.8	资本投资	258.3	10.0	10.2	10.4
存货	567.0	703.4	858.5	1029.8	其它	10.6	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	23.4	29.5	37.1	46.2	投资活动产生的现金流净额	(262.8)	(10.0)	(10.2)	(10.4)
流动资产合计	668.6	819.3	991.1	1182.8	筹资活动产生的现金流				
固定资产	1334.4	1277.5	1220.5	1163.4	吸收投资收到的现金	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	62.7	59.5	56.4	53.3	支付股利	58.6	86.7	125.5	181.4
其它非流动资产	55.3	55.3	55.3	55.3	取得借款收到的现金	212.9	(50.5)	(65.6)	(108.6)
资产总计	2121.0	2211.7	2323.4	2454.8	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	477.9	427.4	353.9	237.5	筹资活动产生的现金流净额	154.2	(137.2)	(191.1)	(290.0)
应付账款	66.6	82.7	100.9	121.0	现金的净流入/(净流出)	(0.8)	(7.2)	0.0	0.0
其他流动负债	108.6	137.2	167.8	202.0	现金期初余额	51.9	57.2	50.0	50.0
流动负债合计	653.1	647.2	622.6	560.6	现金期末余额	51.1	50.0	50.0	50.0
长期借款	20.0	27.8	35.6	43.4					
其他非流动负债	13.6	13.6	13.6	13.6	主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
非流动负债合计	33.6	41.4	49.2	57.0	ROE	10.3%	11.7%	15.7%	20.3%
负债合计	686.7	688.6	671.9	617.6	ROA	6.7%	7.8%	10.8%	14.8%
归母公司所有者权益合计	1389.7	1476.4	1601.9	1783.2	已获利息倍数	9.4	5.89x	9.60x	17.48x
少数股东权益	44.6	46.7	49.6	53.9	资产负债率	32.4%	31.1%	28.9%	25.2%
所有者权益合计	1434.3	1523.1	1651.5	1837.1	流动比率	1.02	1.27	1.59	2.11
负债和股东权益总计	2121.0	2211.7	2323.4	2454.8	固定资产/总资产	62.9%	57.8%	52.5%	47.4%

资料来源: 信达证券研究中心

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102