

公司评级

谨慎推荐(维持)

公司近一年走势



相关报告

《海参放量超预期》

2011年7月29日

《关注旺季海参价格——好当家(600467)调研简报》

2011年5月3日

《一品国参 量价齐升——好当家(600467)年报点评》

2011年3月8日

《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

价格已回升 捕捞将放量

——好当家(600467)三季度点评

事件：

公司公布2011年三季度报。

点评：

- **业绩概况。**2011年1-9月,公司实现营业收入5.99亿元,同比增长13.9%;实现营业利润9963万元,同比增长32.89%;实现归属于母公司所有者的净利润10703万元,同比增长37.9%;实现每股收益0.17元。2011年7-9月,公司实现营业收入1.98亿元,同比增长14%,环比下降23.1%;归属于母公司所有者的净利润同比增长61%,环比下降63.3%;每股收益0.04元。
- **毛利率提升带动净利润增长。**报告期内,公司综合毛利率提升2.96个百分点,至26.62%,综合毛利率提升主要源于海参业务毛利率提升,上半年由于苗种成本结算的常规化和苗种成活率的提升,公司海参业务毛利率提升了5.78个百分点。报告期内,公司财务费用率上升0.88个百分点,带动期间费用率上升0.32个百分点。
- **海参业务新捕捞季有望量价齐升。**10月以来,海参价格已明显回升,威海海水产品市场价格已升至216元/公斤,公司海参价格在200元以上。若后续天气合适,海参业务的捕捞量也有望放量上升。
- **海参业务进入放量和盈利提升通道。**2011年上半年,公司海参捕捞1064吨,同比增长41%,我们认为这是公司海参放量的开始,理由有三:(1)丰富的海域资源支撑公司放量。公司现有海域约23.6万亩,其中包括,现在已经改造为精养池的2.6万亩,正在合拢的1万亩(增发项目)和苏山岛20万亩;(2)精养池改造提高单产;(3)大苗投放比例增加缩短养殖周期。公司今年投苗大约1亿尾,其中,10头、30头、40头的大苗投放比例增加。需求的强劲和供给刚性使海参价格有望延续上升趋势,而公司成本结算方面也开始常规化,即考虑不同规格海参的生长周期不同,其成本费用也随其生长周期进行结转,以保证海参在压成本的稳健性,公司海参业务毛利率有望进入持续上升通道。

- **盈利预测和评级。**我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.33 元和 0.51 元，以最新收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 34X 和 22X。我们认为公司是消费升级、海参行业景气回升下较好的投资标的，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；(3) 水产养殖的自然风险。

图表 1：公司毛利率和费用率情况

	2,008	2,009	2,010	2010年q3	2011年q3	变动
毛利率	42.52%	25.37%	27.08%	23.66%	26.62%	上升2.96个百分点
销售费用率	1.50%	1.97%	1.52%	1.44%	1.67%	上升0.23个百分点
管理费用率	7.77%	6.69%	4.17%	5.13%	4.35%	下降0.78个百分点
财务费用率	2.58%	2.10%	2.29%	2.56%	3.44%	上升0.88个百分点
期间费用率	11.84%	10.76%	7.98%	9.13%	9.46%	上升0.32个百分点

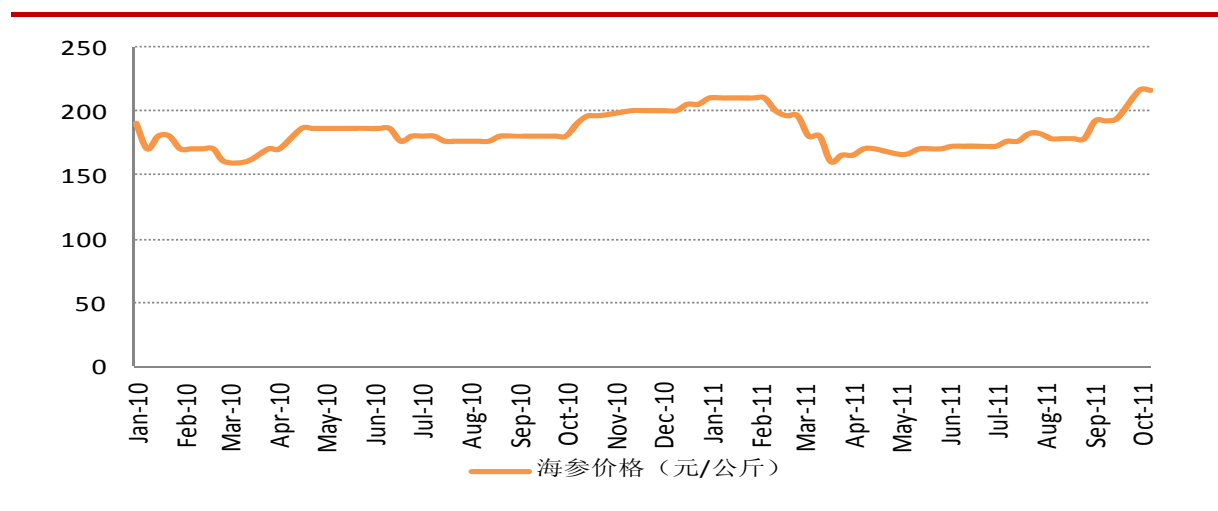
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

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	2.6	3.6
备注			2万亩精养池	2.6万亩精养池	2.6万亩精养池

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（威海水产品批发市场）



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 (万元)	新增面积	谨慎预测			乐观预测		
				新增产能	新增收入(万 元)	新增利润总额 (万元)	新增产能	新增收入 (万元)	新增利润总额 (万元)
1	海参养殖项目	86,681	9867亩	海参1340吨	21369	7452	成品海参1900吨	34279	18542
2	海参育苗项目	10,389	7.6万平米的育苗车间	海参苗种210吨	6315	1735	海参苗种210吨	6946	2783
3	人工鱼礁项目	27,042	8959.2亩	成品海参430吨	6889	3507	成品海参1100吨	19729	11268
合计		124,112			34573	12694		60954	32593

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
营业收入	77,388	47,496	52,829	77,411	94,760	124,455
增长率	-	-38.63%	11.23%	46.53%	22.41%	31.34%
减：营业税金及附加	181	163	160	242	284	373
销售费用	621	711	1,039	1,180	1,611	2,116
管理费用	1,864	3,689	3,535	3,229	4,738	5,600
财务费用	1,882	1,226	1,110	1,770	2,843	2,489
期间费用率	5.64%	11.84%	10.76%	7.98%	9.70%	8.20%
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
营业利润	21,254	12,024	7,290	14,371	21,413	34,245
增长率(%)	-	-43.43%	-39.37%	97.12%	49.00%	59.93%
加：营业外收入	61	1,115	600	670	1,000	0
减：营业外支出	181	142	154	108	400	0
利润总额	21,134	12,997	7,737	14,933	22,013	34,245
增长率(%)	-	-38.50%	-40.47%	93.02%	47.41%	55.57%
利润率(%)	27.31%	27.36%	14.64%	19.29%	23.23%	27.52%
减：所得税费用	705	705	287	482	881	1,370
实际税负比率(%)	-	5.42%	3.71%	3.23%	4.00%	4.00%
净利润	20,430	12,292	7,449	14,451	21,132	32,875
归属母公司所有者的净利润	20,158	12,446	7,528	14,279	20,879	32,546
增长率	-	-38.26%	-39.51%	89.68%	46.22%	55.88%
净利率(%)	26.40%	25.88%	14.10%	18.67%	22.30%	26.42%
少数股东损益	272	(154)	(79)	172	254	329
总股本(万股)	63,360	63,360	63,360	63,360	63,360	63,360
每股收益(元)	0.32	0.20	0.12	0.23	0.33	0.51

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；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

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

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

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的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。