

农林牧渔

黄巍

0755-82026732
huangwei1@cjis.cn

好当家 600467

推荐

资源+健康=品牌常青树

6-12个月目标价: 28.35元

当前股价: 23.66元
评级变动: 维持

基本资料

上证综指	5218
总股本(百万)	396
流通股本(百万)	216
流通市值(亿)	51
EPS (TTM)	0.35
每股净资产(元)	2.51
资产负债率	26.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
股票价格	43	99	129
上证综指	17	27	81



相关报告

- 农林牧渔 2007 年下半年投资策略: 行业整合
提升龙头公司估值 中性 2007/06/25
- 农林牧渔: 猪肉价格下半年稳中有涨
中性 2007/07/18
- 农林牧渔: 猪类保险实施将扩大生猪养殖
中性 2007/08/08
- 好当家: 参股威海商行增加公司内在价值
推荐 2007/07/13
- 好当家: 海参养殖成为公司主要利润点
推荐 2007/08/09

本报告深入分析了好当家核心产品海参市场需求的构成因素、市场供给不确定的原因, 并指出好当家的未来发展看海参、腾飞还需看产业结构调整, 最后点明资源才是海洋养殖的前提条件, 只有拥有资源、产品符合健康潮流, 才能打造品牌常青树。

投资要点:

- 海参是公司的核心产品, 占公司主营收入的比重逐年提高。海参所产生的利润占公司总利润的比重也是越来越高, 未来有达到 70% 的可能性。因此海参未来的发展方向将决定公司的成长性和发展的可持续性。
- 拥有产区内近海海域是刺参养殖的根本。在刺参的生存环境制约之下, 在这些重要产区拥有海水资源才可以进行刺参的养殖, 非刺参养殖海域进行刺参养殖难度极大, 存活率低、品质差。好当家在刺参养殖产区截至目前拥有 4.3 万亩海域可供海产品养殖, 这是公司获得高利润的来源。
- 其他海产品中重点是海蜇。公司压缩牙鲆鱼的养殖规模, 来扩大海参和海蜇的养殖规模, 目前海蜇产能 300 吨, 未来有产能翻倍潜力。鲍鱼、大菱鲆、扇贝等业务发展平缓。
- 食品加工面临出口导向转为扩大内需。受人民币升值影响, 食品加工工业毛利率逐步降低, 未来将通过市场转移以及开拓新品、扩大销售的方式来增加此项业务的经营能力。
- 维持“推荐”评级。我们预测公司 2007~2009 年的 EPS 为 0.46 元、0.63 元和 0.82 元, 按 30% 的年复合增长率, PEG 取 1.5, 用 45 倍 08 年 PE 估值, 合理价格为 28.35 元, 维持“推荐”评级。

风险提示:

- 汇率风险。公司冷冻食品大部分出口日本, 用日元结汇。
- 资源风险。海洋捕捞业开采过度会威胁海洋渔业的可持续发展。

主要财务指标

单位: 百万元	2006	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	645	760	869	1001
同比增长	13%	18%	14%	15%
净利润(百万元)	92	182	248	324
同比增长	17%	97%	36%	30%
毛利率	23.0%	33.1%	37.9%	41.5%
ROE	10.1%	16.9%	19.3%	20.9%
每股收益(元)	0.23	0.46	0.63	0.82
市盈率	101.41	51.35	37.77	28.96
市净率	10.23	8.69	7.31	6.05
EV/EBITDA	59	36	28	22

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、好海参首选山东好当家	4
1.1 好当家发展历程、养殖环境及品牌标志释义	4
1.2 股本演变及股权结构	5
1.3 海参是公司核心产品	6
二、海参：品质促进需求 环境制约供给	7
2.1 海参之中刺参综合价值最佳	7
2.2 刺参养殖区域性特点明显、养殖环境极难复制	8
2.3 刺参养殖供给增长缓慢	9
2.4 刺参需求稳步增长，供需缺口有力支撑价格上涨	11
2.4.1 营养价值与鲍鱼、鱼翅、燕窝不相上下	11
2.4.2 需求旺盛、供给有限，未来价格继续看涨	11
三、海水养殖前景看好 自然资源是发展前提	12
3.1 海洋经济蓬勃发展	12
3.2 海水养殖前景看好	14
3.3 海水养殖 PK 淡水养殖：海水养殖发展空间更大	14
四、好当家发展看海参 腾飞靠产业结构调整	16
4.1 海参是公司现阶段主要利润来源	16
4.2 其他海产品重点看海蜇	17
4.3 食品加工业面临转型	18
4.4 参股威海商行未来有望获得高额回报	19
4.5 销售渠道开始多样化、豆乳项目前景可期	20
五、盈利预测及估值	20
5.1 盈利预测	20
5.2 相对估值	22
5.3 DCF 估值	22
六、风险提示	23

图表目录

图表 1 好当家养殖的地理环境.....	4
图表 2 好当家标志及吉祥物.....	4
图表 3 好当家股权结构图.....	5
图表 4 好当家前 10 大股东持股明细.....	6
图表 5 海参收入占全部主营收入的比重.....	6
图表 6 海参利润占全部利润总额的比重.....	7
图表 7 我国主要海参品种产地.....	7
图表 8 海参分类（依据有无背刺分为两大类）.....	8
图表 9 农业部对于海参的产地分布规划.....	9
图表 10 威海市刺参播种面积构成及刺参存养数目.....	10
图表 11 刺参常用养殖方法.....	10
图表 12 海参、鲍鱼、鱼翅、燕窝营养价值比较.....	11
图表 13 好当家海参历年销售价格.....	12
图表 14 世界渔业资源分布图.....	12
图表 15“十五”期间海洋生产总值构成.....	13
图表 16 海洋经济与国民经济对应关系图.....	13
图表 17 中国渔业分布图.....	14
图表 18 好当家所在地理位置.....	15
图表 19 好当家历年海参销量.....	16
图表 20 好当家 2006 年海产品主营收入（左）和主营利润（右）构成图.....	16
图表 21 历年牙鲆鱼收入、毛利率及占海水养殖收入比例（%）.....	17
图表 22 历年海蜇收入、毛利率及占海水养殖收入比例（%）.....	17
图表 23 历年其他海产品收入、毛利率及占海水养殖收入比例（%）.....	18
图表 24 鲍鱼、大菱鲆、扇贝、泥蚶、蚬、海胆（左→右；上→下）.....	18
图表 25 食品加工业收入及占总收入、总利润额的比重.....	18
图表 26 好当家 2006 年分行业收入构成及食品加工业历年毛利率（%）.....	19
图表 27 威海商行前 5 名股东.....	19
图表 28 威海商行历年财务指标.....	19
图表 29 豆乳和豆浆的区别.....	20
图表 30 好当家海参产量收入预测表.....	20
图表 31 好当家利润预测简表（百万）.....	21
图表 32 好当家收入分类预测.....	21
图表 33 渔业行业比较.....	22
图表 34 好当家 DCF 假设.....	22
图表 35 好当家 DCF 敏感性分析.....	23

一、好海参首选山东好当家

1.1 好当家发展历程、养殖环境及品牌标志释义

山东好当家海洋发展股份有限公司（以下简称“好当家”，股票代码：600467）由荣成市邱家渔业公司作为发起人，以定向募集方式设立荣成市邱家渔业股份有限公司，成立于1993年1月7日，注册资本12,000万股；1995年公司股东大会审议通过向原股东送红股及山东邱家水产集团总公司（原荣成市邱家渔业公司）以经营性资产向公司增资的增资扩股方案，公司注册资本因此增加至31,363.90万元；1996年12月2日，公司名称变更为“山东邱家水产股份有限公司”；2000年7月14日，同意山东邱家水产股份有限公司以1999年12月31日的净资产为基准日采取派生分立的方式将公司分立为山东好当家海洋发展股份有限公司（存续公司）和荣成邱家水产有限公司（新设公司），存续公司于2000年9月8日变更注册登记，注册资本为12000万元。

图表 1 好当家养殖的地理环境



资料来源：好当家集团、中投证券研究所

图表 2 好当家标志及吉祥物



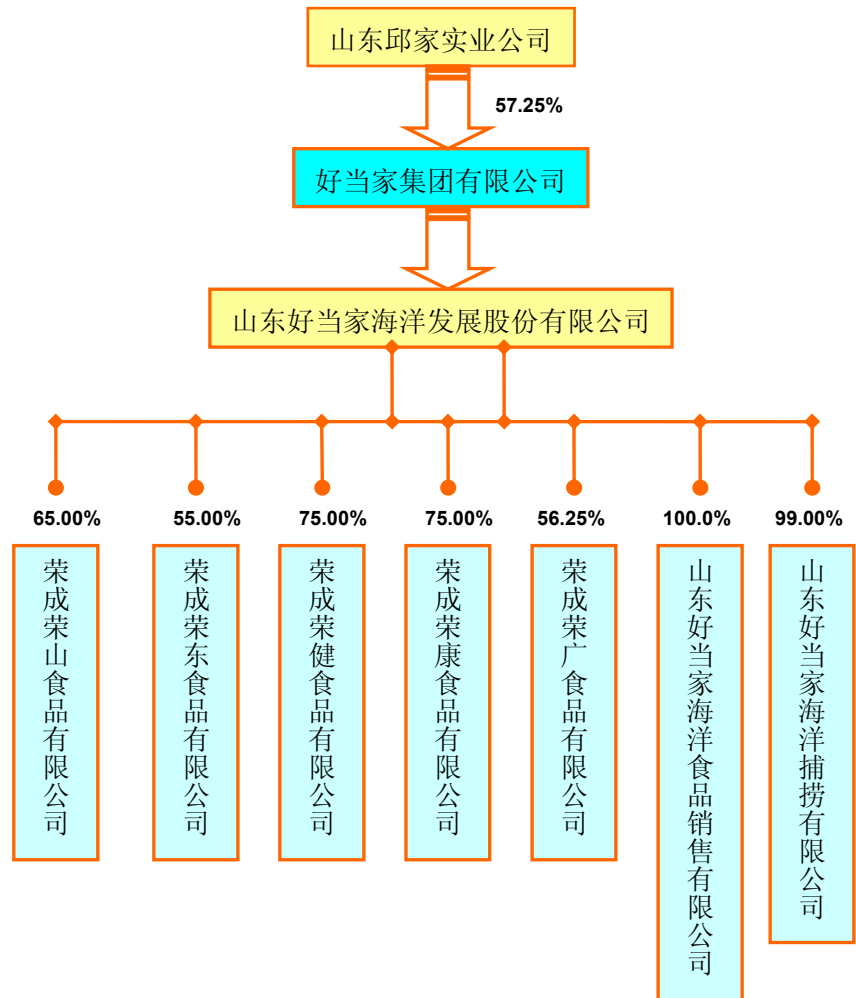
资料来源：好当家集团、中投证券研究所

好当家品牌标志所要表达的意思为：在具象房子的基础上，由蓝绿两种色构成，蓝色代表海洋，寓意大海的蔚蓝宽广，海纳百川的博大精深；绿色象征大地，寓意充满健康活力，生机勃勃。具象的房子，象征“家”，体现了“好当家”民以食为本的理念。整个标志寓意着取海洋之浩瀚，采大地之精华，以人为本，造福天下万家，象征公司以坚实的基础稳步发展，充满了上升态势。

1.2 股本演变及股权结构

好当家集团有限公司持有 50.45%，为公司第一大股东。2004 年 4 月 5 日，好当家上市，按 7 元/股的价格发行 6000 万股，发行完成后总股本 18000 万股；2006 年 6 月 6 日，股权分置改革好当家向流通股股东 10 转增 3 股，完成后总股本达到 19800 万股；2006 年 9 月 15 日，公司每 10 股转增 10 股，总股本演变为现在的 39600 万股。

图表 3 好当家股权结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图表 4 好当家前 10 大股东持股明细

股东名称	持股数 (万股)	占比 (%)	市值 (万元)
好当家集团有限公司	19977.80	50.45	472674.75
兴和证券投资基金	603.81	1.52	14286.14
中国农业银行-中邮核心优选股票型证券投资基金	598.51	1.51	14160.75
招商银行股份有限公司-华富成长趋势股票型证券投资基金	376.07	0.95	8897.82
光大证券股份有限公司	311.81	0.79	7377.42
招商银行-渣打-INGBANKN.V	278.00	0.70	6577.48
濮文	275.88	0.70	6527.32
光大证券有限责任公司-中国光大银行股份有限公司-光大阳光集合资产管理计划	252.88	0.64	5983.14
中国建设银行-长城久恒平衡型证券投资基金	229.93	0.58	5440.14
兴业银行股份有限公司-光大保德信利股票型证券投资基金	175.60	0.44	4154.70
合计	23080.29	58.28	546079.66

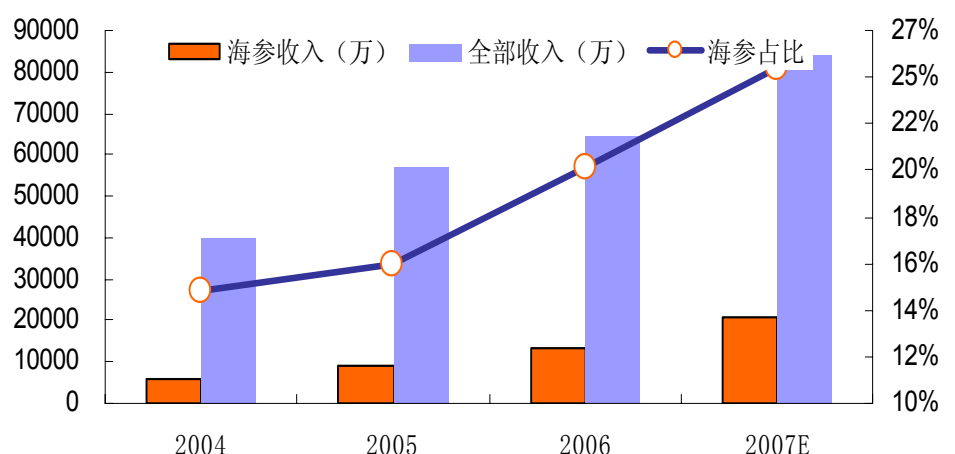
资料来源：公司公告、中投证券研究所、市值用最新价 23.66 元计算

1.3 海参是公司核心产品

好当家的经营范围为：海水养殖及许可证范围内养殖海产品的加工、销售；许可证范围内面类、肉类、蔬菜食品的加工、销售；资格证书范围内的进出口业务；许可范围内的膨化类食品加工销售（有效期至 2008 年 9 月 29 日）；饮料（桶装饮用水、乳制品）。

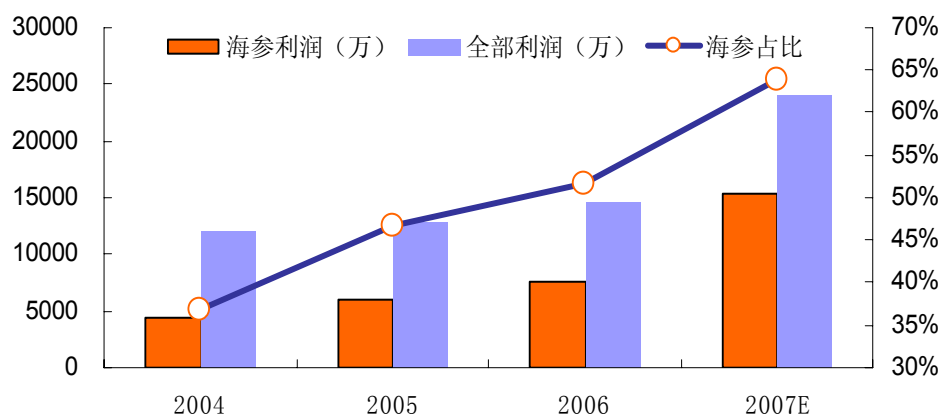
海参是公司的核心产品，占公司主营收入的比重逐年提高。海参所产生的利润占公司总利润的比重也是越来越高，未来有达到 70% 的可能性。因此海参未来的发展方向将决定公司的成长性和发展的可持性。

图表 5 海参收入占全部主营收入的比重



资料来源：公司定期报告、中投证券研究所

图表 6 海参利润占全部利润总额的比重



资料来源：公司定期报告、中投证券研究所

二、海参：品质促进需求 环境制约供给

2.1 海参之中刺参综合价值最佳

海参是棘皮动物中最有价值的一个纲。目前，全世界已知的海参有 1100 多种，主要分布在印度洋和西太平洋地区。我国已采到的有 100 多种，但能食用的海参仅有 21 种，产量最高、质佳味美的仍推刺参为首。我国盛产的海参，主要品种有刺参、梅花参、大乌参、白石参、元参、黄参、茄参等。《五杂俎》记载：“辽东海滨有之，起性温补，足敌人参，故曰海参。”其中的海参是为刺参或辽参。

图表 7 我国主要海参品种产地

品种	地点	备注
梅花参	西沙群岛、海南岛	属于刺参科
乌元参	西沙群岛、海南岛	产量低
肥皂参	福建、浙江	普通
光参	福建、浙江	普通
刺参	辽东半岛、胶东半岛	营养价值和药用价值最高

资料来源：中投证券研究所

刺参又名沙巽，因其背面有 4~6 行肉刺而得名，体长 20~40 厘米。体呈圆筒形，背面隆起，体形、大小、颜色和肉刺的多寡随生活环境而异，生活于岩石底和水温较低海区，肉刺显著、体壁肥厚、肉质红糯。刺参栖息于水深 3-15 米处，活动能力较弱，饵料为泥沙中的有机质和微小的动、植物，如硅藻、原生动物、腹足类以及石莼等。不耐高温，夏季休眠，冬季行动活跃，产卵期随水温而异。一般从 5 月中旬至 7 月上旬，产卵水温在 18-20℃。受精卵发育成稚参约需 20 余天，水温超过 20℃时，即开始夏眠，移至较深的岩礁阴暗处，停止摄食和运动。刺参的再生能力很强，损伤或被切割后都能再生。刺参分布于我国的山东、辽宁和河北沿海，主产于威海、烟台、大连、长山岛等，捕捞期为每年 11 月至次年的 6 月，尤其是 6 月和 12 月捕捞量最大，7-9 月是刺参

夏眠季节。刺参蛋白质含量高，糖类丰富而不含胆固醇（海参是唯一不含胆固醇的动物性食品），具有滋补强身的功能，以其珍贵的营养价值和极高的医疗价值被誉为海参之冠。

图表 8 海参分类（依据有无背刺分为两大类）

	品种	特征	食用特性
刺参类	刺参科	防刺参	俗称刺参，体长 20-40 厘米，体呈圆筒形，背面隆起有 4-6 行大小不等、排列不规则的圆锥形肉刺；腹面平坦，管足密集，排列成不规则的 3 行纵带，用于吸附岩礁或匍匐爬行。 最好，参中之冠
		梅花参	体长 60-75 厘米，最长可达 1.2 米，宽约 10 厘米，高约 8 厘米，是海参纲中最大的一种。背部肉刺很大，每 3-11 个肉刺的基部相连呈梅花状，故名“梅花参”；又因体形很象凤梨，故又称“凤梨参”。 最好的一种
		绿刺参 花刺参	又称方柱参、方刺参 又称黄肉参、白刺参、方参 产量较高，过于软嫩 产量较高，过于软嫩
光参类	海参科	图纹白尼参	体形肥胖，前后两端几乎一样宽，酷似冬瓜，生活时体色变化很大，底子为白色或浅黄色；背面略呈浅黄褐色，前后各有一块赤褐色横斑，故称“二斑参”。 大型食用海参，肉质厚嫩
		蛇目白尼参	背面为深灰色，带黄色蛇目状斑纹，排列成不规则纵行，生活于热带珊瑚礁内有少数海草的沙底、水深 6-18 米处。 肉质肥嫩
		辐肛参	又称石参、黄瓜参 大型食用海参，质量较好，但产量较低
		白底辐肛参	又称靴参、赤瓜参 大型食用海参，质量较好，但产量较低
		乌皱辐肛参	又称乌参 大型食用海参，质量较好，但产量较低
	黑海参等	即黑海参、玉足海参、黑乳参、糙海参 普通食用海参，品质较次	
瓜参科	方柱五角瓜参等	包括方柱五角瓜参、裸五角瓜参、瘤五角瓜参三种 体壁较硬，食用质量较差	
芋参科	海地瓜	体呈纺锤形，长一般 4-12 厘米。生活时体呈肉红色，体壁很薄，半透明，干制后背部为棕黑色，腹部为浅棕色。 品质较差，但价格较低，许多饭店用此做海参菜谱	
	海棒槌	体表光滑，无管足或肉刺，生活时体呈灰褐色或黄褐色，体壁很薄，半透明，稍能透视其纵肌和内脏。 食用价值很低	

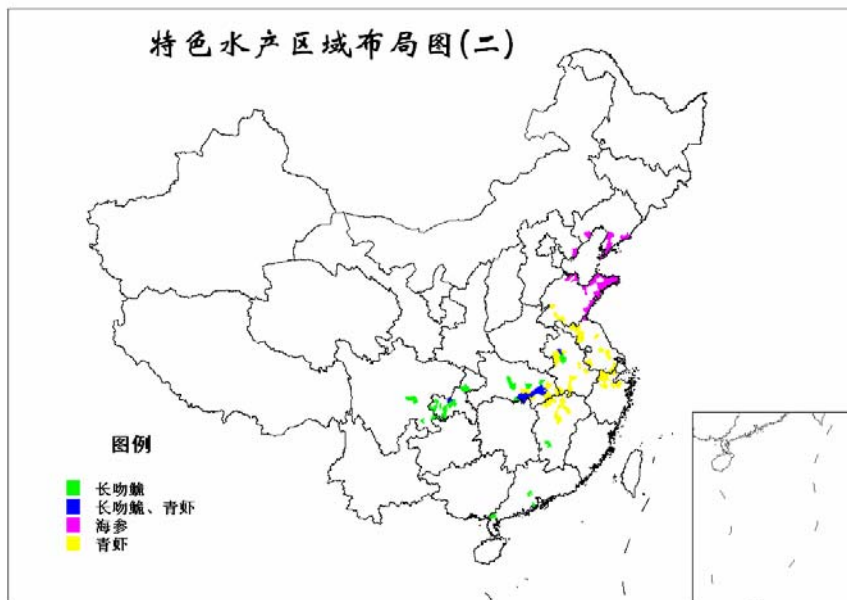
资料来源：中投证券研究所

2.2 刺参养殖区域性特点明显、养殖环境极难复制

刺参有冬眠和夏眠的习惯，对当地的环境要求高。2cm 幼参生长的最佳温度为 19~20℃，适温范围为 15~23℃，生长温度范围为 15~30℃；5~15cm 刺参生长最适温 10~15℃。刺参开始产卵的水温为 15~17℃，产卵盛期水温 17~20℃。刺参行动缓慢，10 分钟可运动 1 米，在饵料丰富，环境适宜地方，则移动范围更小。刺参在高水温期躲在岩石下或洼处不活动，身体收缩并变硬，进行夏眠。夏眠时，水温为 20~24℃，但人工培育的体重 2~8 克的幼参在此温度下并不夏眠。刺参喜生活在水深 3~15 米、底质为岩石、海藻生长繁茂、风浪冲击较小、无大量淡水注入的海区。受海水温度、海水深度以及海水盐度

的影响，我国刺参的主要产地为山东和辽宁，其他地方因为水质的原因很难养殖成品。

图表 9 农业部对于海参的产地分布规划



资料来源：农业部、中投证券研究所

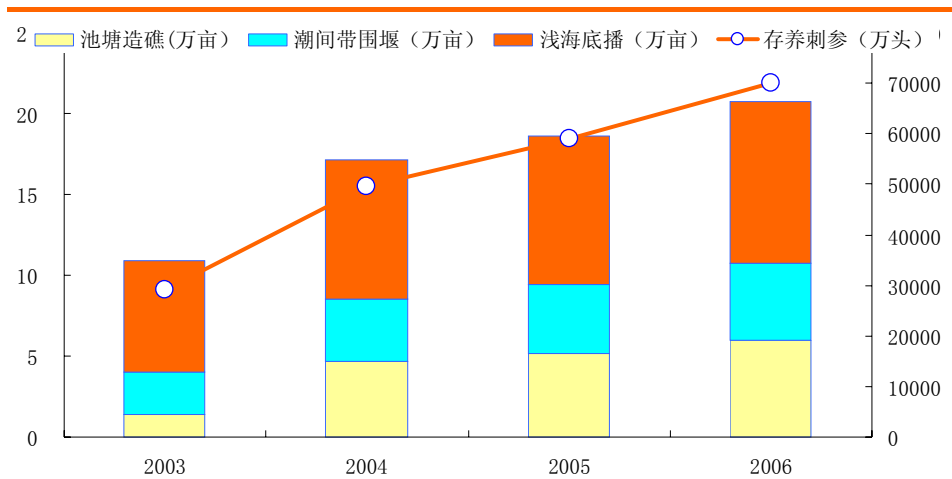
刺参属温带种，主要分布在北太平洋沿岸浅海，如日本、朝鲜及俄罗斯远东的近海。刺参在我国主要分布在辽宁、河北、山东和江苏省近海，是唯一能生长在黄海、渤海区域的温带种类。山东作为刺参原产地，近几年来，各地积极调整渔业产业结构，大力培育海参养殖优势产业带，海参养殖地由传统的东部沿海向西部沿海拓展，养殖模式由岩礁区围堰养殖发展为底播增殖、池塘养殖、工厂化养殖等多种方式并举，养殖规模逐步走向大规模、连片养殖。目前，文登、牟平、荣成、乳山、环翠等县市区的虾池养参和长岛、蓬莱、胶南、黄岛等县市的底播增殖都形成了万亩连片。

拥有产区内近海海域是刺参养殖的根本。在刺参的生存环境制约之下，在这些重要产区拥有海水资源才可以进行刺参的养殖，非刺参养殖海域进行刺参养殖难度极大，存活率低、品质差。好当家在刺参养殖产区截至目前拥有 4.3 万亩海域可供海产品养殖，这是公司获得高利润的来源。

2.3 刺参养殖供给增长缓慢

刺参底播养殖效用最佳，周期最长。在威海现在采用池塘造礁、潮间带围堰、浅海底播养殖刺参，其中浅海底播养殖面积最大。在所有养殖刺参的方法中，底播养殖的方式由于更加接近自然生长方式，刺参品质最佳，由于受到养殖条件的限制，底播面积较小，养殖周期也比其它方式更长，一般需要两年以上。

图表 10 威海市刺参播种面积构成及刺参存养数目



资料来源: 中投证券研究所

刺参供给增长缓慢。刺参养殖对水质、水底要求高, 生存环境要求污染少、甚至无污染, 养殖周期长, 中间不可测因素很多。以这次 3 月份的风暴潮为例, 黄、渤海区域受灾严重, 近海养殖的海参被浪打到岸上, 相关经营者损失严重。这也是刺参生存环境中要求的水面平静、风浪小。山东半岛受灾程度相对较轻, **好当家在这次风暴潮中影响甚微, 这是由于独特的地理环境所致, 加上公司潮间带围堰可以有效的调节海水的起伏, 有利于刺参的规模化养殖。**因此, 刺参养殖的高风险以及养殖周期长制约了刺参的供给跟随需求快速扩大。而且黄、渤海海域附近工业发达、港口密集, 水质污染成为未来困扰刺参发展的一个重要因素。山东半岛以旅游为主, 工业少、污染轻, 大型海事灾害少, 海水温度、盐度、深度均适合刺参养殖, 未来将会成为我国重要的刺参产区。在这样的背景之下, 好当家有望脱颖而出。

图表 11 刺参常用养殖方法

养殖方法	养殖要求	注意事项	
虾池养殖	1) 投石: 条状投石法、堆状投石法以及满天星投石法 (效果最好); 2) 投人工参礁: 多孔、多层次, 便于刺参隐匿与栖息; 3) 投其它附着基: 投掷树枝、树杈、树桩、筐篓等, 有利于刺参的栖息, 木质腐蚀后亦可做刺参饵料。	虾池大多数是泥质和烂泥底质, 在水质无污染的情况下, 把小良底质改造成适宜刺参生长的优良底质。	石头表面积大, 生长基础饵料较多, 可供刺参供食, 造礁效果最好。
筏式养殖	采用扇贝笼、鲍鱼笼。并且大都与鲍鱼混养, 参苗体长为 5 厘米左右, 且密度为 200~300 头/立方米, 吊挂水层 5~8 米, 笼间距 3~4 米。	要求海区潮流通畅, 无大的风浪侵袭, 无工业及生活污水的污染。	在台风或风暴潮来临前要及时将笼下沉。
海底沉笼养殖	用粗钢筋制成网笼, 可以为圆形, 也可以为长方形, 外罩网衣, 内放石块 (3~5 千克/个) 若干。放养密度为体长 3~5 厘米苗种 200-300 头/平方米, 饵料为人工配合饵料或海带、鼠尾藻等, 根据情况可 2~5 天投喂 1 次。	在风平浪静、潮流通畅, 无大量淡水注入的内湾海区。	注意网衣的破损情况, 并根据海参生长的快慢, 及时疏散。

资料来源: 海参养殖网、中投证券研究所

2.4 刺参需求稳步增长，供需缺口有力支撑价格上涨

2.4.1 营养价值与鲍鱼、鱼翅、燕窝不相上下

图表 12 海参、鲍鱼、鱼翅、燕窝营养价值比较

	营养元素含量	功效
海参	每百克水发海参含蛋白质 14.9 克，脂肪 0.9 克，碳水化合物 0.4 克，钙 357 毫克，磷 12 毫克，铁 2.4 毫克，并含有维生素 B1、B2、尼克酸等。	含胆固醇极低，脂肪含量相对少，是一种典型的高蛋白、低脂肪、低胆固醇食物，对高血压、高血脂症和冠心病患者尤为适宜；味甘、咸，性温，具有补肾益精、壮阳疗痿、润燥通便的作用；含有硫酸脂多糖，能够提高人体的免疫力。
鲍鱼	每百克鲍鱼肉含蛋白质 40 克，脂肪 0.9 克，碳水化合物 33.7 克，还含有多种维生素。	深海生物，具有滋阴补养功效，补而不燥，吃后没有牙痛、流鼻血等副作用，可多吃；功能不是降压，而是双向性调节血压，原因是鲍鱼能“养阴、平肝、固肾”，可调整肾上腺分泌；含有“鲍素”，能够破坏癌细胞必需的代谢物质。
鱼翅	每百克鱼翅中含有蛋白质 83.5 克、脂肪 0.3 克、钙 146 毫克、磷 194 毫克、铁 15.2 毫克。	种类繁多，有青翅、明翅、翅绒和翅饼等，其中以翅饼为佳，营养价值最高。
燕窝	含蛋白质 49.9%，有大量的生物活性蛋白分子，还有大量脂肪和磷、硫、钙、钾等成分。	含有表皮生长因子和辅促细胞分裂成份，有助于刺激细胞生长及繁殖，对人体组织生长、细胞再生，以及由细胞引发的免疫功能均有促进作用，对吸烟和患有呼吸道疾病者最有效。

资料来源：中国中医药网、中投证券研究所

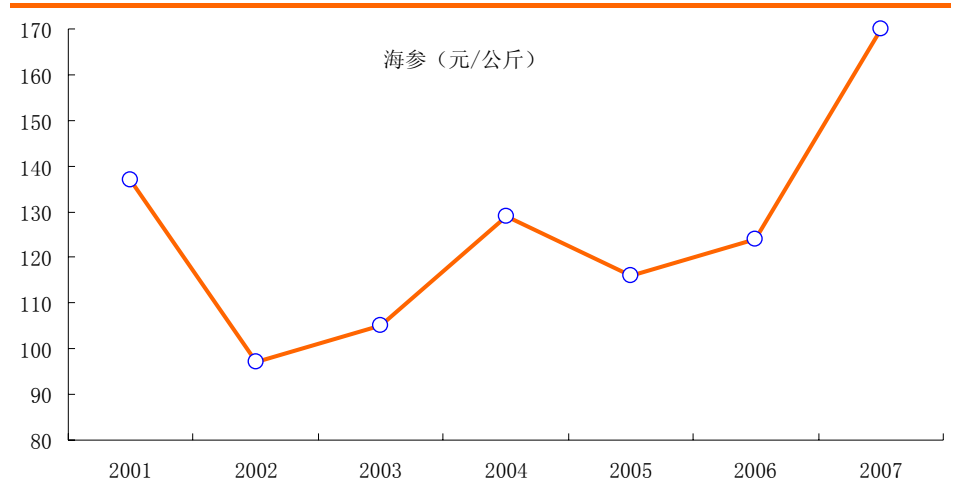
在现代的加工环境之中，刺参是养殖和加工环节人工干预最少的海珍之一。由于刺参基本上不用投饵养殖，人工催熟的激素投放不会实现，可以做到对人体无害；作为动物类食品，刺参又极少有疫情，不会出现类似口蹄疫、疯牛病等对间接对人体有害的疾病；加工环节，属于干燥处理，不会有人工添加剂之类的物品进行添加。因此，刺参天然的从养殖、加工方面来看就处于食品安全达标的产品。

吃海参可延年益寿，虽有此说，仍需科学严谨考证。海参中酸性粘多糖和软骨素具有延缓衰老的特效，它可以明显地降低心脏组织中脂褐素和皮肤羟脯氨酸的数量，起到了延缓衰老的目的。海参富含精氨酸，是合成人体胶原蛋白的重要原料。此外，锰、牛磺酸等都对人体延缓衰老有独特的功能。更有沿海普遍风俗，当地居民一般选择在冬季，入九开始食用，出九终止，九九八十一天，每天一只，连续食用，即可去除陈疾、增强体质，来年无病、免疫力增强。虽然海岛多寿星是事实，但是是否与常食海参有关尚需科学考证。

2.4.2 需求旺盛、供给有限，未来价格继续看涨

供需缺口支撑海参价格。海参从 20 世纪 90 年代，作为中药配方，被人们用来作为治病的药材。随着非典后人们对水产品的认识，“白肉”逐步挤占“红肉”市场份额的趋势短期内难以改变。在水产品中，海参价格在“海八珍”中营养价值与鲍鱼、鱼翅、燕窝不相上下，价格却相差悬殊。当人们逐步认识这个问题（目前已经有部分人开始认识到）的过程，就是海参需求不断增加的过程，特别是非典之后海参的需求一直保持 20% 的年增长率。海参中的极品，干刺参价格仍有上升空间。在海参供给时有困扰的境况下，供需缺口对未来海参价格的上涨形成有力支撑。

图表 13 好当家海参历年销售价格



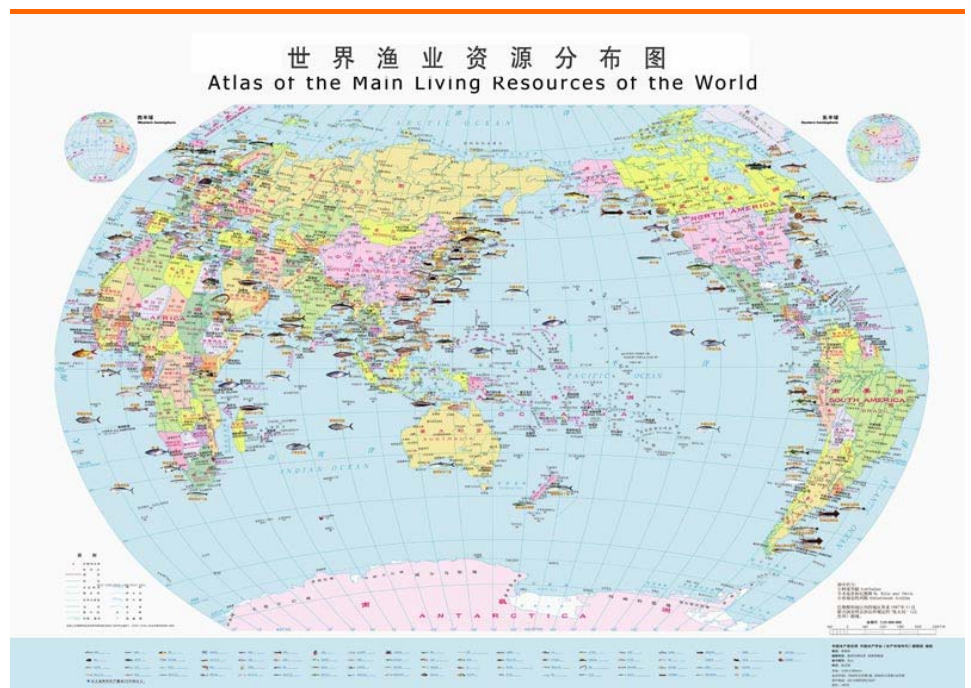
资料来源：公司定期公告、中投证券研究所

三、海水养殖前景看好 自然资源是发展前提

3.1 海洋经济蓬勃发展

世界环境与发展会议通过的《21 世纪议程》把海洋列为实施可持续发展战略的重点领域。上世纪 90 年代初，世界海洋经济就达到 5000 亿美元，1999 年达到 1 万亿美元，到目前为止海洋经济保持年均 11% 的速度增长，在世界经济总产值中占比达到 16%。

图表 14 世界渔业资源分布图



资料来源：中国水产资讯网、中投证券研究所

海洋经济在我国比重为 10%，未来有上升潜力。2006 年全国海洋生产总值 20958 亿元，同比增长 13.97%，占国内生产总值比重达 10.01%。其中，海洋产业增加值 12 365 亿元（包括主要海洋产业增加值及其修正值 8 949 亿元、海洋科研教育管理服务业增加值 3 416 亿元），海洋相关产业增加值 8 593 亿元。全国涉海就业人员达 2 960.3 万人，比 2005 年增加 180 万个就业岗位。区域海洋经济发展势头迅猛，环渤海经济区、长江三角洲经济区海洋生产总值均超过 6500 亿元，两者合计占全国海洋生产总值的三分之二。“十五”期间我国海洋生产总值由期初的 9301.79 亿元，增加至期末的 18025.86 亿元，年均增长速度达 18.0%。

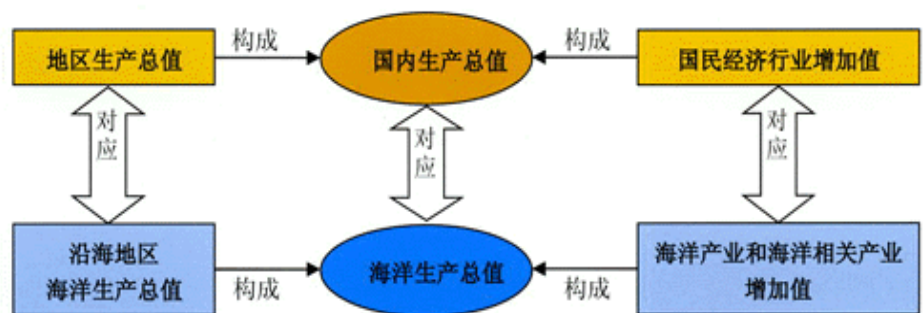
图表 15“十五”期间海洋生产总值构成

附件 2

	2001		2002		2003		2004		2005	
	增加值 (亿元)	修正值	增加值 (亿元)	修正值	增加值 (亿元)	修正值	增加值 (亿元)	修正值	增加值 (亿元)	修正值
海洋经济 (海洋生产总值)	9301.79	-	10677.16	-	12043.64	-	14296.73	-	18025.86	-
海洋产业	5427.56	-	6503.95	-	7475.12	-	8725.69	-	10601.76	-
主要海洋产业	3877.88	580.60	4551.10	509.57	5228.97	521.91	6159.44	330.78	7732.05	547.00
海洋渔业	1075.28	-69.68	1208.46	35.23	1258.16	-267.37	1223.14	-442.67	1531.05	-389.65
海洋油气业	288.61	58.16	349.52	88.32	454.88	125.48	607.52	262.43	797.11	268.95
海洋矿业	2.06	1.29	2.43	0.51	3.51	1.30	10.25	2.31	15.13	6.84
海洋盐业	28.55	-6.87	28.27	-7.15	28.23	-0.15	36.29	-4.34	36.64	-2.42
海洋化工业	172.40	146.78	176.39	146.34	198.27	121.14	365.96	272.21	565.23	444.80
海洋生物医药业	12.42	5.79	15.54	1.51	17.25	0.36	17.43	3.43	22.19	0.06
海洋电力业	6.75	-184.94	8.42	-226.84	10.08	-434.69	11.77	-529.53	13.43	-541.29
海水利用业	2.17	-36.57	2.22	-45.33	2.93	-23.00	4.62	-104.78	4.48	-90.25
海洋船舶工业	84.31	10.68	105.70	26.20	139.75	43.89	171.50	21.86	214.63	23.35
海洋工程建筑业	113.12	106.76	137.61	112.45	177.24	118.72	249.90	163.35	304.15	194.85
海洋交通运输业	893.87	538.85	1038.85	609.09	1231.42	476.94	1566.35	575.26	1956.92	1011.32
滨海旅游业	1198.34	126.31	1477.69	-45.99	1707.25	601.51	1894.81	372.82	2271.09	260.46
其他海洋产业	-	-115.96	-	-184.77	-	-242.22	-	-261.57	-	-640.02
海洋科研教育管理服务业	1549.68	-	1952.85	-	2246.15	-	2566.25	-	2869.71	-
海洋相关产业	3874.23	-	4173.21	-	4568.52	-	5571.04	-	7424.10	-

资料来源：《2006 年中国海洋经济统计公报》、中投证券研究所

图表 16 海洋经济与国民经济对应关系图



海洋经济与国民经济对应关系图

资料来源：《2006 年中国海洋经济统计公报》、中投证券研究所

3.2 海水养殖前景看好

海水养殖是海洋经济的支柱产业，是陆地经济增长的新动力。我国海水养殖已经有千万吨产量，是世界第一产量国。在我国渔业资源丰富，近海水质肥沃、生产力高，适合各种海洋动物栖息、索饵、生长、产卵。目前，我国海洋捕捞量的90%来自于近海海域，大陆架渔场有鱼类1500多种，主要经济鱼类70多种，年可捕量为400万~470万吨，水深15米以内的浅海滩涂2亿多亩。而且全国流域面积在100平方千米以上的天然河流有5000多条，流进海洋大量有机质，有利于多种鱼虾和贝藻类繁殖生长，具有发展海水养殖的优越条件。海水养殖将增加我国的食物来源，改善人们的食品结构。

图表 17 中国渔业分布图



资料来源：中国水产资讯网、中投证券研究所

3.3 海水养殖 PK 淡水养殖：海水养殖发展空间更大

淡水养殖开发率达87%，而海水养殖为13%，发展空间更大。我国内陆水域可养水面有675万公顷，沿海15米等深线以内的浅海和滩涂面积有1330万公顷。2005年我国水产养殖已养面积754万公顷，其中，内陆养殖面积585万公顷，占内陆可养水面的87%；海水养殖面积169万公顷，占浅海滩涂面积的13%。因此，内陆水域可开发的潜力已经不大，15米等深线内的浅海滩涂开发有一定潜力，15米等深线之外海域的开发空间仍然较大，有赖于技术条件和资金实力。

海水养殖的品种经济价值更高。淡水养殖品种主要为鲢鱼、鲤鱼、鲫鱼、鳙鱼等淡水鱼类，河蟹、对虾、甲鱼等特种水产以及珍珠等其他品种。海水养殖品种主要为石斑鱼、红鱼、牙鲆鱼等海水鱼类，鲍鱼、扇贝、牡蛎、沙蛤等贝类以及海参、海带等其他品种。海水养殖品种在整体经济价值方面略胜淡水养殖品种一筹。

养殖环境、方式差异明显。在水质方面，海水养殖要求较高，产区集中在广东、山东、福建和辽宁等沿海地区；淡水养殖分布在湖北、安徽、江苏、湖南、江西、广东和黑龙江等沿江、沿湖地区。海水养殖采用工厂化养殖、网箱养殖、筏式养殖、底播养殖等；淡水养殖采用围养、大湖养殖、工厂化养殖等。

海水养殖技术含量要求高。从育苗技术、防治病技术、养殖技术来看，海水养殖技术含量超过淡水养殖。尤其是育苗技术，国内外水产品生物基因育苗技术研究及产业化基本上都集中在海水养殖方面。

消费群体方向不同。淡水养殖产品主要用于日常消费；海水养殖产品尤其是海珍系列富含多种营养元素，经济价值相对较高，是宾馆、酒店等高档消费场所水产品中的主要品种。

海水养殖的核心是自然资源。由于海产品的特性所致，生长过程中对海水的要求较高，只有合适的水域才能生长对应的海产品。这就是刺参在我国仅局限于辽东半岛和山东半岛的原因，其他虽然具备资金实力和技术优势，怎奈海水条件不符合要求。

好当家所在地荣成地处山东半岛最东端，三面环海，海岸线长 487 公里海洋资源丰富。荣成属暖温带季风型湿润气候区，四季分明，年均气温为 12 度左右，日照 2600 小时，降雨 800 毫米。荣成海岸线长 487 公里，沿海分布着 10 个海湾、72 个大小岛屿，拥有可养滩涂 15 万亩，20 米等深线内可养水面 200 万亩，临近渤海和黄海渔场，水产资源十分丰富。用“加工带捕养、念活山海经”两大策略，实现工业兴渔、政策助渔。海水养殖业主攻传统常规品种挖潜和名优高效养殖开发，重点规划实施鲍鱼、海参、魁蚶、牙鲆、鲈鱼等八大名优品种增养殖工程，海水增养殖面积 26.3 万亩，各类养殖品种 30 多个。2006 年，全市水产品产量达到 126 万吨；实现生产总值（GDP）415.5 亿元，同比增长 16%，其中，渔业经济总收入达到 335.4 亿元，增长 11.8%。

图表 18 好当家所在地理位置



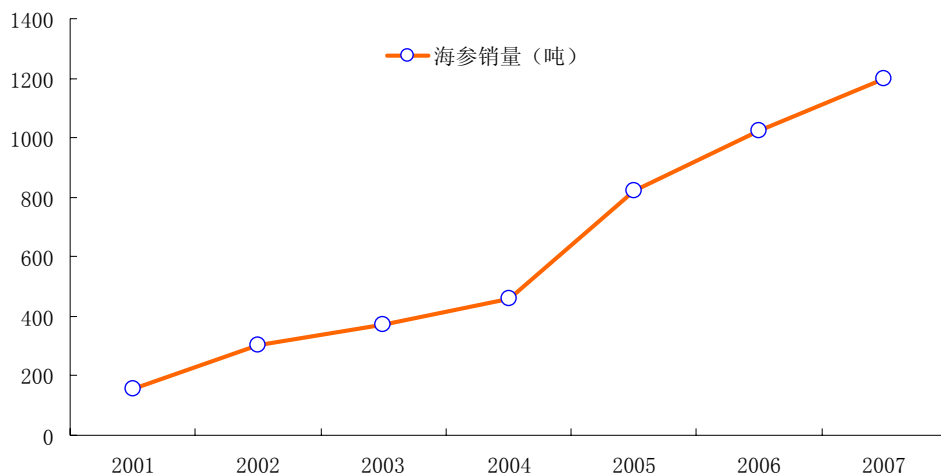
资料来源：Google 电子地图、中投证券研究所

四、好当家发展看海参 腾飞靠产业结构调整

4.1 海参是公司现阶段主要利润来源

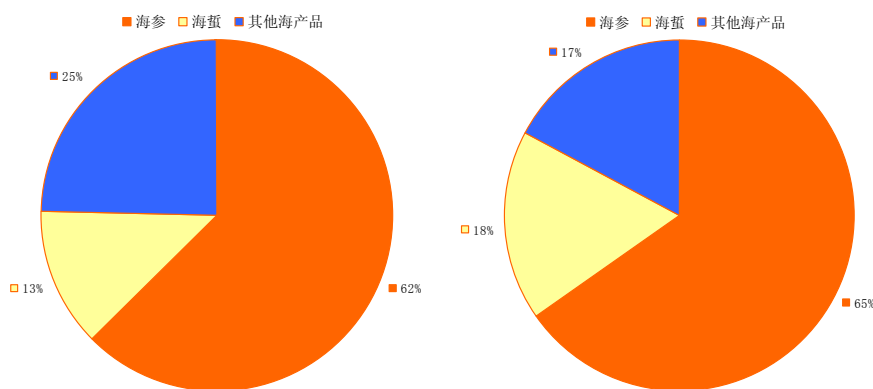
海参销量逐年攀升，未来 5 年有望保持 20%~30% 的增长。由于消费需求的不断增加，以及公司品牌度的提高，刺参作为海参中的精品，以及低胆固醇、高营养和高药用价值，未来前景依旧看好。

图表 19 好当家历年海参销量



资料来源：公司定期公告、中投证券研究所

图表 20 好当家 2006 年海产品主营收入（左）和主营利润（右）构成图



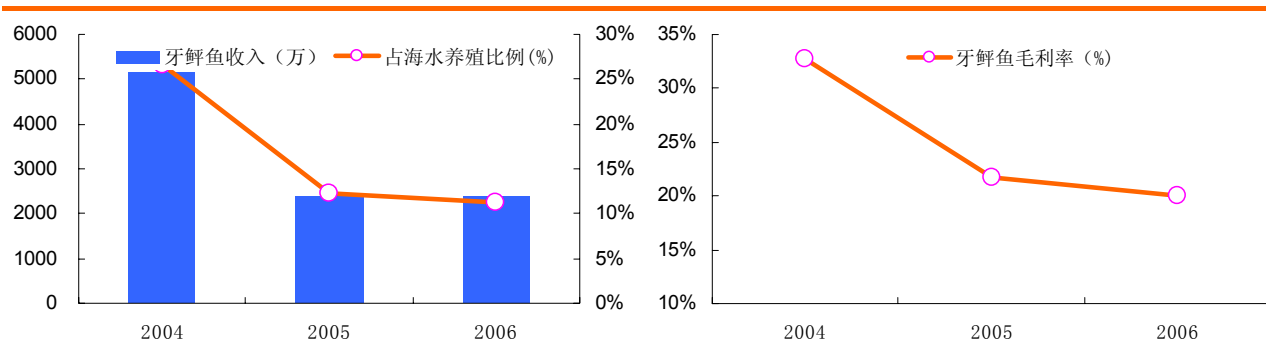
资料来源：公司定期公告、中投证券研究所

海参是公司的主要利润来源，2006 年的毛利率为 57.19%。今年以来在海蜇以及其他海产品销量和价格增长有限的情况系，海参产品继续保持 20% 的销量增长，价格同比增加 35%，加上其他海产品的产能基本上很难再大幅度扩张，而海参却还有很大的提升空间，在可以预计的 3 年内海参依旧是决定公司业绩的关键因素。

4.2 其他海产品重点看海蜇

减少牙鲆鱼的养殖规模。公司对牙鲆鱼这类利润空间小的品种采取限量存养的方式，利用现有设备资源加大对海参、海蜇等高利润产品的资源投入和技术投入，实现从育苗至销售一体化，提高产量，加大市场营销力度，进一步增加公司的利润总额。

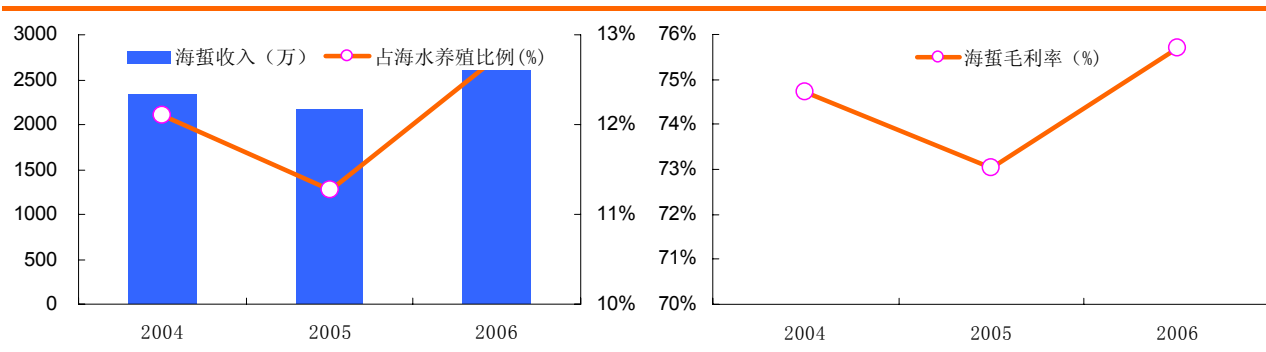
图表 21 历年牙鲆鱼收入、毛利率及占海水养殖收入比例 (%)



资料来源：公司定期公告、中投证券研究所

海蜇毛利率高且稳定。海蜇苗自己培育 5 分钱 1 个，若是外购是 1 毛钱，60 天一个周期，一年产 4 期。长成后，海蜇平均体重 10 斤，按 6 元/斤，一只海蜇可售 60 元。目前公司海蜇的产量基本上达到饱和为 300 吨，未来只有进一步的压缩牙鲆鱼的养殖空间来增大海蜇的养殖规模，或是开发新的养殖海域。预计未来养殖规模有再增加一倍的空间。

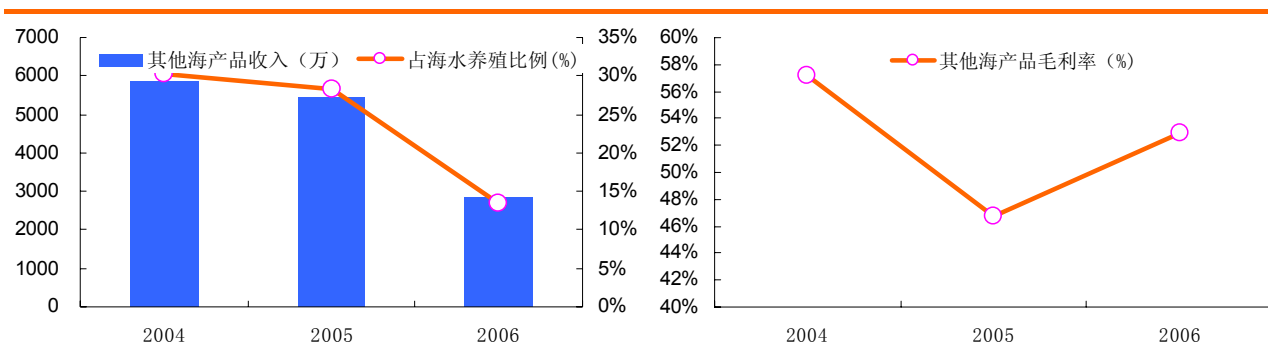
图表 22 历年海蜇收入、毛利率及占海水养殖收入比例 (%)



资料来源：公司定期公告、中投证券研究所

其他海产品平稳发展。好当家经营的其他海产品有鲍鱼、大菱鲆（俗称“多宝鱼”）、扇贝、毛蚶、泥蚶、蚬、海胆、海带等。公司的鲍鱼产量 25~30 吨，销售价格为 280~300 元/公斤，毛利率常年稳定在 75%~80%，此项业务占海水养殖比重较小，而且公司未来的发展方向也不在此，以后几年会平稳发展。至于多宝鱼、扇贝等业务，是公司海产品的其他副产品，未来发展平稳，不会有大的突破。

图表 23 历年其他海产品收入、毛利率及占海水养殖收入比例 (%)



资料来源：公司定期公告、中投证券研究所

图表 24 鲍鱼、大菱蚌、扇贝、泥蚶、蚬、海胆 (左→右; 上→下)

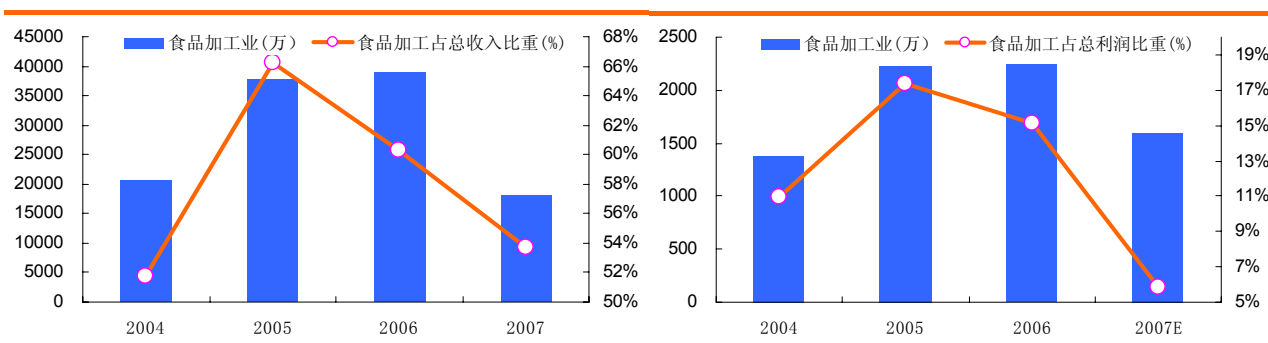


资料来源：好当家、中投证券研究所

4.3 食品加工工业面临转型

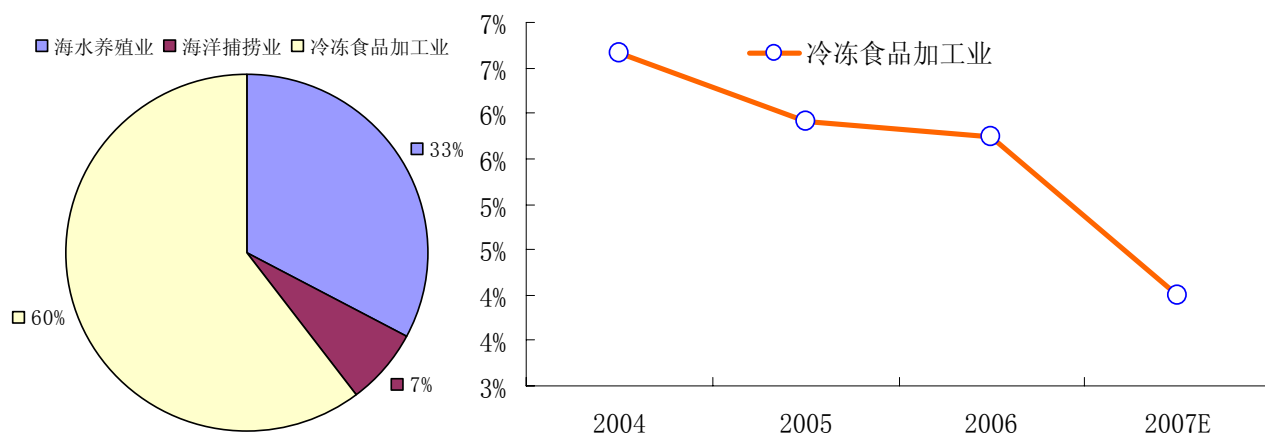
食品加工工业主要是外销，受人民币升值影响很大。好当家有 3 家国际认可的食品加工企业，安全质量高，由于受到人民币升值的影响，对公司此项业务的毛利率冲击很大。虽然营业收入占总收入比重达到 50% 以上，利润总额却是逐年降低。公司未来将减少出口力度，将这部分产能用于国内消费，通过扩大内需来恢复此项业务的毛利率水平，未来转变产业结构的道路还很漫长。

图表 25 食品加工工业收入及占总收入、总利润额的比重



资料来源：公司定期公告、中投证券研究所

图表 26 好当家 2006 年分行业收入构成及食品加工工业历年毛利率 (%)



资料来源：公司定期公告、中投证券研究所

4.4 参股威海商行未来有望获得高额回报

参股威海商行成功后，每股好当家折合 0.142 股威海商行。未来威海商行上市有利于公司获得较高的投资收益。好当家拟投资 5600 万元，按照每股 1 元的价格购买威海市商业银行 5600 万股。威海商行于 1997 年 7 月 21 日成立，是全国城市商业银行中第一家由异地国有大型企业控股的城市商业银行。截至 2006 年 23 月，威海商行注册资本为 11.02 亿元，辖属 31 家支行、1 个营业部。截至 2006 年 12 月 31 日止，威海商行共有资本金 11.02 亿元，2006 年实现主营收入 6.38 亿元，净利润 3817 万元。

图表 27 威海商行前 5 名股东

股东名称	股份数 (万股)	持股比例 (%)
山东省高速公路集团有限公司	6930	62.88
中国重型汽车集团有限公司	10000	9.07
威海市财政局	7803.3	7.08
山东环球渔具股份有限公司	5180	4.70
威海天安房地产开发有限公司	5000	4.54

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图表 28 威海商行历年财务指标

	2004 年	2005 年	2006 年
总资产 (万元)	1114070.10	1388201.30	1755450.90
主营业务收入 (万元)	26575.30	40123.30	63680.00
净利润 (万元)	739.90	2230.60	3816.90
每股净资产 (元)	1.18	1.12	1.09
净资产收益率 (%)	2.00	3.31	3.19
每股收益 (元)	0.024	0.037	0.035

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.5 销售渠道开始多样化、豆乳项目前景可期

销售渠道开始多方位拓展。好当家目前有专卖店 150 家，计划在未来的 3 年内扩张到 500 家。按照平均每家专卖店 400 万的销售额，100 万的净利润，可以很大程度上的提升公司的销售能力。此外公司计划与正大集团进行合作，公司的产品可以供应正大投资的超市 - 易初莲花，全国有 70 余家连锁店。另外，还将与家乐福等大型超市合作。通过这些进超市的部署，公司销售规模有望再上台阶。

经营范围增加“饮料(桶装饮用水、乳制品)”。公司为了化解单一品种风险，决定在加强“好当家”品牌的前提下，寻找新的项目来增加公司的利润点。公司将引进韩国技术大力发展豆乳产业，利用公司现有的营销网络和食品加工厂可以有效的降低新项目投入的风险。豆乳实为浓缩式压榨，核心技术就是要解决豆渣残留以及口味调理的问题，引进韩国技术可以有效的解决我国豆乳产业面临的此项问题。最终，韩国方面以技术入股 20% ~ 25% 的比例组成合资公司。豆乳项目前景看好，未来有可能成为公司一个重要的支柱产业。

图表 29 豆乳和豆浆的区别

	加热温度	压力	加热时间	破坏抗营 养因子	豆腥味	口感	工艺	蛋白质 含量	人体吸收 率
豆浆	≤95℃	0 压力	长	不完全	有	淡	煮	0.015	0.3
豆乳	124℃	0.12 兆帕	短	彻底	无	香浓	蒸(馏)	0.0322	0.8

资料来源：中投证券研究所

五、盈利预测及估值

5.1 盈利预测

公司 2007 ~ 2009 年的 EPS 为 0.46 元、0.63 元和 0.82 元。我们假定公司海参的销量保持 25% ~ 30% 的年增长速度，海参销售价格保持 5% ~ 10% 的增长；食品加工业维持低速增长，海洋捕捞保持 10% ~ 15% 的增长速度。在不考虑其他因素的情况下，我们预测公司 2007 ~ 2009 年的 EPS 为 0.46 元、0.63 元和 0.82 元。

图表 30 好当家海参产量收入预测表

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
海参销量(吨)	463	822	1020	1200	1500	1890
销售均价(元/公斤)	129.56	112.87	129.82	168.00	179.00	185.00
海参收入(万)	5998.81	9278.16	13241.42	20160.00	26850.00	34965.00
海参成本(万)	1552.98	3290.50	5667.00	5544.00	7383.75	9615.38
毛利率(%)	74.11%	64.53%	57.20%	72.50%	72.50%	72.50%

资料来源：中投证券研究所

图表 31 好当家利润预测简表 (百万)

会计年度	2005	2006	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	571	645	760	869	1001
主营业务成本	442	497	508	540	586
主营业务税金	1	1	3	2	3
主营业务利润	128	147	249	327	412
其他业务利润	3	2	2	2	2
营业费用	3	7	8	9	10
管理费用	16	24	24	28	32
财务费用	10	16	22	27	28
营业利润	101	101	196	265	344
投资收益	0	0	0	0	0
补贴收入	0	0	0	0	0
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	0	0
利润总额	101	101	196	265	344
所得税	17	5	10	13	17
少数股东损益	5	3	4	4	4
净利润	79	92	182	248	324
EBITDA	141	165	267	351	440
EPS (元)	0.44	0.23	0.46	0.63	0.82

资料来源：中投证券研究所

图表 32 好当家收入分类预测

	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
海水养殖业						
收入 (百万)	193	212	299	396	515	669
同比(%)	0%	10%	41%	33%	30%	30%
成本 (百万)	86	96	85	109	144	187
同比(%)	7%	11%	-11%	28%	32%	30%
毛利率 (%)	55%	55%	72%	73%	72%	72%
海洋捕捞业						
收入 (百万)	0	44	53	60	70	80
同比(%)	0%	0%	20%	15%	15%	15%
成本 (百万)	0	34	32	35	42	48
同比(%)	0%	0%	-8%	12%	18%	15%
毛利率 (%)	0%	22%	40%	42%	40%	40%
冷冻食品加工业						
收入 (百万)	378	389	409	413	417	421
同比(%)	6%	6%	4%	4%	4%	4%
成本 (百万)	356	367	391	396	400	404
同比(%)	84%	3%	7%	1%	1%	1%
毛利率 (%)	6%	6%	4%	4%	4%	4%
合计						

收入(百万)	571	645	760	869	1001	1170
同比(%)	43%	13%	18%	14%	15%	17%
成本(百万)	442	497	508	540	586	639
同比(%)	61%	12%	2%	6%	9%	9%
毛利率(%)	23%	23%	33%	38%	41%	45%

资料来源: 中投证券研究所

5.2 相对估值

图表 33 渔业行业比较

	最新价 (元)	总市值 (亿)	EPS(元)				PE				PEG
			2006A	2007E	2008E	2009E	2006	2007	2008	2009	
002069 獐子岛	78.13	88.37	1.48	1.60	2.06	2.53	52.79	48.83	37.93	30.88	1.65
002086 东方海洋	18.11	15.63	0.37	0.43	0.52	0.71	48.95	42.12	34.83	25.51	1.74
600257 洞庭水殖	9.13	25.99	0.04	0.06	0.07	0.08	228.25	152.17	130.43	114.13	3.73
600467 好当家	23.66	93.69	0.23	0.46	0.63	0.82	102.87	51.43	37.56	28.85	1.25
平均	32.26	55.92	0.53	0.64	0.82	1.04	108.21	73.64	60.18	49.84	2.09

资料来源: 中投证券研究所

按照行业平均 PEG2.09, 我们取保守的 PEG1.5, 公司未来 3 年的复合增长率为 30%, 对应公司 2008 年 45 倍 PE, 合理价格为 28.35 元。

5.3 DCF 估值

图表 34 好当家 DCF 假设

	取值
贝塔值 (β)	1.12
无风险利率 (%)	4.25%
市场的预期收益率 (%)	8.00%
股权资本成本 (K_e)	8.45%
债务成本 K_d (%)	5.51%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	3.15%
永续增长率 (%)	0.00%
债务成本	
债务溢价	1.87%
法定所得税税率	10.00%
债务成本	5.51%
权益、债务比率	
债务权益比 D/E	3.26%
权益比率	96.85%
债务比率	3.15%
WACC	8.36%

资料来源: 中投证券研究所

图表 35 好当家 DCF 敏感性分析

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
3.36%	78.30	107.15	173.67	490.64	-544.90	-170.30
4.36%	57.05	71.83	98.28	159.30	449.99	-499.72
5.36%	43.71	52.37	65.94	90.22	146.23	413.05
6.36%	34.64	40.16	48.12	60.58	82.89	134.34
7.36%	28.13	31.85	36.93	44.24	55.70	76.21
8.36%	23.25	25.88	29.31	33.97	40.70	51.25
9.36%	19.49	21.40	23.82	26.98	31.28	37.47
10.36%	16.53	17.96	19.72	21.94	24.85	28.81
11.36%	14.14	15.23	16.55	18.17	20.22	22.91
12.36%	12.20	13.04	14.04	15.25	16.75	18.65
13.36%	10.58	11.25	12.02	12.95	14.07	15.45
14.36%	9.23	9.76	10.37	11.09	11.95	12.98

资料来源：中投证券研究所

根据 DCF 估值，公司的内在价值为 23.25 元。由于海参养殖具有很强的地域性，公司的养殖资源具有很强的天然垄断性，应当享有一定的优质企业溢价。综合考虑，取相对估值的价格 28.35 元作为公司的合理价格，维持“推荐”评级。

六、风险提示

- **汇率风险。**公司冷冻食品大部分出口日本，用日元结算，因此，汇率的波动将影响到公司的盈利水平。
- **自然资源风险。**我国是沿海大国，海域辽阔，浅海渔场占世界浅海渔场的四分之一，其中生物种类繁多，渔业资源丰富。然而海洋渔业资源并非取之不尽、用之不竭。由于沿海各地过分强调发展海洋捕捞业，导致海洋渔业资源逐年严重衰竭，并严重威胁我国海洋渔业的可持续发展。
- **行业内部竞争。**山东省及周边地区都是水产养殖发达之地，行业壁垒较低，造成行业内企业众多，竞争较为激烈。若公司养殖的各种水产品和质量、品种、价格上不能保持较强的市场竞争力，将影响到公司的持续稳定发展，进而影响到公司的收益。

附：财务预测表

资产负债表

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
流动资产	272	294	369	387	446
现金	49	42	96	86	103
短期投资	15	14	22	19	28
应收账款	6	4	6	7	8
其它应收款	2	18	27	38	50
存货	198	212	215	235	254
其他	2	4	2	3	3
非流动资产	811	1076	1306	1544	1770
长期投资	3	0	1	1	1
固定资产	788	1015	1231	1451	1655
无形资产	18	60	75	95	120
其他	2	0	-1	-3	-6
资产总计	1083	1370	1675	1931	2216
流动负债	312	364	587	715	807
短期借款	245	260	519	604	720
应付票据	27	54	21	58	29
应付账款	40	51	48	53	58
其他	0	42	-43	-122	-201
长期负债	0	35	-45	-125	-205
长期借款	0	7	2	3	4
其他	312	406	544	593	606
负债合计	48	48	52	56	60
少数股东权益	180	396	396	396	396
股本	351	254	254	254	254
资本公积	191	265	428	632	899
留存收益	723	916	1079	1282	1549
股东权益合计	1083	1370	1675	1931	2216

现金流量表

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
经营活动现金流	105	158	205	351	358
净利润	79	92	182	248	324
折旧摊销	30	48	48	58	68
财务费用	10	16	22	27	28
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	-2	12	-49	12	-67
其它	-13	-10	1	5	6
投资活动现金流	-265	-205	-279	-297	-295
资本支出	174	204	262	276	270
长期投资	92	1	1	0	-0
其他	1	0	-16	-21	-26
筹资活动现金流	51	40	128	-64	-47
短期借款	81	15	35	-157	-126
长期借款	0	35	-80	-80	-80
普通股增加	0	216	0	0	0
资本公积增加	3	-97	0	0	0
其他	-33	-129	173	173	159
现金净增加额	-111	-7	55	-10	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	571	645	760	869	1001
主营业务成本	442	497	508	540	586
主营业务税金	1	1	3	2	3
主营业务利润	128	147	249	327	412
其他业务利润	3	2	2	2	2
营业费用	3	7	8	9	10
管理费用	16	24	24	28	32
财务费用	10	16	22	27	28
营业利润	101	101	196	265	344
投资收益	0	0	0	0	0
补贴收入	0	0	0	0	0
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	0	0
利润总额	101	101	196	265	344
所得税	17	5	10	13	17
少数股东损益	5	3	4	4	4
净利润	79	92	182	248	324
EBITDA	141	165	267	351	440
EPS (元)	0.44	0.23	0.46	0.63	0.82

主要财务比率

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
年成长率					
营业收入	42.6%	12.9%	17.8%	14.4%	15.2%
营业利润	3.6%	-0.7%	95.2%	35.1%	29.8%
净利润	25.9%	16.7%	97.5%	36.0%	30.4%
获利能力					
毛利率	22.5%	23.0%	33.1%	37.9%	41.5%
净利率	13.9%	14.3%	24.0%	28.5%	32.3%
ROE	11.0%	10.1%	16.9%	19.3%	20.9%
ROIC	11.5%	9.4%	14.4%	16.8%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	28.8%	29.6%	32.5%	30.7%	27.4%
净负债比率					
流动比率	0.87	0.81	0.63	0.54	0.55
速动比率	0.24	0.23	0.26	0.21	0.24
营运能力					
资产周转率	0.58	0.53	0.50	0.48	0.48
应收账款周转	38	41	39	39	40
应付账款周转	17.12	12.28	13.67	13.78	13.49
每股指标 (元)					
每股收益	0.20	0.23	0.46	0.63	0.82
每股经营现金	0.26	0.40	0.52	0.89	0.90
每股净资产	1.83	2.31	2.72	3.24	3.91
估值比率					
PE (倍)	118.36	101.41	51.35	37.77	28.96
PB (倍)	12.96	10.23	8.69	7.31	6.05
EV/EBITDA	68	59	36	28	22

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

黄巍, 中投证券研究所农业行业分析师, 华中科技大学经济学学士、数量经济学硕士, UBC 经济学硕士。

主要研究覆盖公司: 顺鑫农业、新希望、冠农股份、香梨股份、北大荒、獐子岛、好当家、通威股份、登海种业、隆平高科等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼
传真: (0755) 82026711
网站: <http://www.cjis.cn>

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
传真: (010) 66276939
网站: <http://www.cjis.cn>