

水产养殖



赵钦 郭锐

农林牧渔行业研究员

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

东方海洋 (002086)

年报点评：加工业务发展良好

中性 (维持)

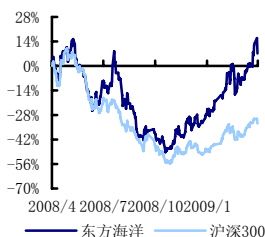
市场数据

报告日期	2009-4-9
收盘价(元)	18.00
52周最高/最低(元)	19.47/8.53
总股本(百万股)	121.93
流通股本(百万股)	86.05
总市值(百万元)	2194.65
流通市值(百万元)	1548.81
每股净资产(元)	8.51

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	560	619	692	745	266
同比增长(%)	20.7%	10.6%	11.7%	7.8%	6.43%
净利润(百万元)	46	50	61	74	22
同比增长(%)	19.7%	9.2%	21.6%	22.2%	41.45%
毛利率(%)	20.5%	19.3%	19.6%	20.8%	19.8%
净利率(%)	8.2%	8.1%	8.8%	10.0%	8.1%
每股收益(元)	0.38	0.41	0.50	0.61	0.18
每股经营现金流(元)	-0.68	1.34	0.55	1.01	0.21

股价走势



投资要点

事件：

公司发布 2008 年年报，全年实现营业收入 5.60 亿元，同比增长 20.73%；归属于母公司所有者净利润 4588 万元，同比增长 19.70%；实现 EPS（摊薄）为 0.38 元。分配预案为每 10 股送 5 股转增 5 股派 0.6 元（含税）。

点评：

- **水产品加工业务仍是公司重点。**2008 年加工业务共实现销售收入 4.55 亿元，同比增长 16.9%，IPO 项目的完成使得公司加工能力由 2 万吨/年，提高到 5.8 万吨/年，规模效应得以体现。
- **养殖业务将以刺参底播养殖为未来发展重点。**海带苗、大菱鲆业务存在竞争激烈的隐忧，规模将保持稳定，刺参养殖将是公司养殖业务发展重点。
- **新增海域提供资源基础。**在莱州、牟平、辛安、担子岛等地公司共获得海域面积 4 万余亩用于刺参养殖，目前正处于投放人工礁石开发过程中，将在 2012 年贡献利润。
- **给予中性评级。**预计 2009-2011 年公司 EPS 为 0.41、0.50、0.61 元。占公司营业收入 75%以上产品出口欧美、日韩等地，经济危机和人民币升值给公司带来较大的压力，新增海域资源很难在 2009 年贡献利润，给予公司中性评级。

水产品加工业务：仍然是公司重点

● 加工能力提升

IPO 项目的完成，使得公司水产品加工能力由 2 万吨/年，提高到 2008 年的 5.8 万吨/年。公司水产品加工业务主要为冷冻切片，在订单获得、原料采购等方面经验丰富，相对具有优势，但是加工业务基本处于完全竞争状态，毛利较低。

表 1：公司水产品加工能力

加工厂	加工能力（万吨/年）	冷冻能力（万吨/次）	附注
盛泉工业园	1.5	2.0	原有工厂
山海食品	0.5		原有工厂
高新区水产品加工贸易区	3.8	6.0	IPO 项目

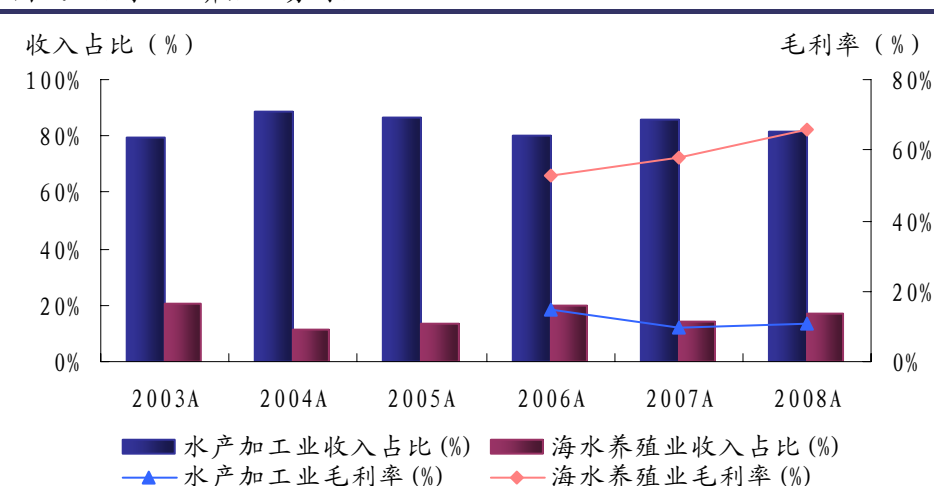
数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

● 加工业务占比维持高位

公司加工业务优势明显，在 2008 年经济危机和人民币升值的压力下，加工业务毛利率仍由 9.62% 上升到 10.68%。

水产品加工业务仍将是公司业务的重点，2008 年加工业务在总收入中占比为 81.29%。在 2012 年新增海域提供收益之前，水产品加工业务仍将保持 70% 以上的收入占比。

图 1：公司加工养殖业务对比



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

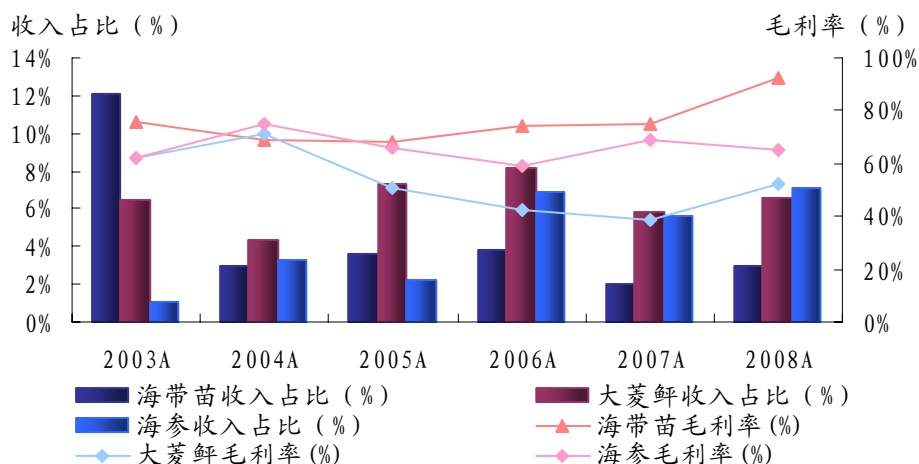
养殖业务：加强海域开发，发展底播刺参养殖

● 刺参养殖是养殖业务未来发展重点

海带苗和大菱鲆业务进入壁垒较低，竞争激烈，并不是公司未来发展重点。大菱

鲆养殖受 2006 年食品安全事件影响整个大菱鲆养殖行业陷入停滞。刺参将是公司养殖业务未来发展重点，其收入占比由 2007 年的 5.65% 上升到 2008 年的 7.13%。

图 2: 公司养殖品种收入和毛利率对比



数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

● 拓展海域资源，发展底播刺参养殖

公司原有刺参养殖为 2004-2005 年间开发的 837 亩围堰养殖区域。公司 2008 年分别在莱州、牟平、海阳、担子岛等地获得共 4 万余亩的海域使用面积，计划用于底播养殖刺参。

新增海域正在投放人工礁石，由于刺参生长周期为 2-3 年，假设养殖区域建设在 2009 年内完成并逐渐投放幼苗，公司刺参产量将在 2012 年明显增加，成为公司业绩主要增长点之一。

表 2: 公司海域资源

海域地点	面积 (万亩)	养殖规划	附注
海阳市辛安镇	0.08	围堰养殖	目前主要刺参养殖区域
烟台市莱州、牟平	2	底播刺参	处于投放人工礁石过程中
烟台市担子岛	1	刺参、扇贝养殖	处于投放人工礁石过程中
海阳市辛安镇	1	底播刺参	处于投放人工礁石过程中

数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

给予中性评级

● 给予中性评级

预计 2009-2011 年公司 EPS 为 0.41、0.50、0.61 元。占公司营业收入 75% 以上产品出口欧美、日韩等地，经济危机和人民币升值给公司带来较大的压力，新增海域资源很难在 2009 年贡献利润，给予公司中性评级。

● 高送配推动近期股价

公司分配预案为每 10 股送 5 股转增 5 股派 0.6 元（含税），将成为近期推动股价的催化剂。由于预案目前并未实施，对于后文估值等均未考虑股本变更影响。

● 风险因素

公司收入 70% 以上为出口，金融危机对于国际消费的影响，以及贸易摩擦和人民币升值成为公司主要风险之一。

面对日益严格的食品安全，公司着力建立自身品牌，但是行业内食品安全事件仍可能对公司造成负面影响。

新增海域的开发进度和刺参养殖状况将影响公司业绩，自然灾害也潜在存在。

● 分业务预测

表 3: 公司分业务预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
进料加工						
单价（元/公斤）	23.00	30.00	30.00	30.00	31.00	31.00
数量（吨）	8200.00	11700.00	13060.00	14757.80	16000.00	17000.00
YOY（%）		42.68%	11.62%	13.00%	10.00%	10.00%
收入（百万元）	188.60	351.00	391.80	442.73	496.00	527.00
YOY（%）		86.11%	11.62%	13.00%	12.03%	6.25%
成本（百万元）	177.10	331.84	371.11	419.27	469.22	496.96
毛利率（%）	6.10%	5.46%	5.28%	5.30%	5.40%	5.70%
来料加工						
单价（元/公斤）	3.70	3.50	3.50	3.50	3.60	3.70
数量（吨）	7800.00	7600.00	9735.00	11195.25	12650.63	13915.70
YOY（%）		-2.56%	28.09%	15.00%	13.00%	10.00%
收入（百万元）	28.86	26.60	34.07	39.18	45.54	51.49
YOY（%）		-7.83%	28.09%	15.00%	16.23%	13.06%
成本（百万元）	9.81	9.19	14.04	16.07	17.31	18.54
毛利率（%）	66.00%	65.45%	58.78%	59.00%	62.00%	64.00%
大菱鲆（鲜货）						
单价（元/公斤）	45.00	55.00	58.90	60.00	60.00	60.00
数量（吨）	450.00	485.00	623.00	654.15	686.86	707.46
YOY（%）		7.78%	28.45%	5.00%	5.00%	3.00%
收入（百万元）	20.25	26.68	36.69	39.25	41.21	42.45
YOY（%）		31.73%	37.56%	6.96%	5.00%	3.00%
成本（百万元）	10.13	16.29	17.50	19.62	20.61	21.22
毛利率（%）	50.00%	38.95%	52.32%	50.00%	50.00%	50.00%
海带苗（苗种）						

单价（元/万株）	88.50	82.70	141.00	85.00	85.00	85.00
数量（亿株）	11.00	11.00	12.00	11.00	11.33	11.67
YOY（%）		0.00%	9.09%	-8.33%	3.00%	3.00%
收入（百万元）	9.74	9.10	16.92	9.35	9.63	9.92
YOY（%）		-6.55%	86.00%	-44.74%	3.00%	3.00%
成本（百万元）	2.43	2.23	1.28	2.34	2.41	2.48
毛利率（%）	75.00%	75.54%	92.45%	75.00%	75.00%	75.00%
刺参（鲜货）						
单价（元/公斤）	140.00	185.00	165.00	165.00	170.00	170.00
数量（吨）	130.00	139.00	242.00	266.20	292.82	366.03
YOY（%）		6.92%	74.10%	10.00%	10.00%	25.00%
收入（百万元）	18.20	25.72	39.93	43.92	49.78	62.22
YOY（%）		41.29%	55.28%	10.00%	13.33%	25.00%
成本（百万元）	6.37	7.92	14.03	15.37	16.43	19.91
毛利率（%）	65.00%	69.20%	64.86%	65.00%	67.00%	68.00%
其它业务						
收入（百万元）	1.50	15.90	32.21	35.43	38.97	40.92
YOY（%）		960.00%	102.58%	10.00%	10.00%	5.00%
成本（百万元）	1.05	12.30	10.29	19.49	21.44	22.51
YOY（%）		1071.30%	-16.30%	89.30%	10.00%	5.00%
毛利率（%）	30.00%	22.65%	68.04%	45.00%	45.00%	45.00%
收入合计（百万元）	267.15	454.99	551.63	609.87	681.14	734.00
成本合计（百万元）	206.89	379.75	428.26	492.16	547.40	581.62
毛利率（%）	29.13%	19.81%	28.81%	23.92%	24.43%	26.20%

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

表 4: 公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	112	138	145	165	13.5%	464	560	20.7%	加工、养殖收入增加所致
营业成本	94	111	115	125	7.9%	382	445	16.5%	
毛利	18	27	30	40	35.5%	82	115	40.5%	加工、养殖业务毛利率增加
销售费用	2	2	3	3	-22.2%	8	10	23.5%	
管理费用	4	4	5	7	38.6%	14	20	39.3%	
财务费用	8	8	8	3	-68.5%	18	27	51.9%	借款增加所致
资产减值	0	1	1	11	757.5%	2	13	639.6%	
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	0	0	0	0		0	0		
营业利润	4	12	12	17	43.4%	39	45	14.0%	
利润总额	4	12	12	20	67.4%	39	47	19.7%	
净利润	4	12	11	19	67.9%	38	46	19.7%	
EPS	0.029	0.097	0.093	0.156	67.9%	0.44 4	0.376	-15.3%	股本增加
销售费用率	2.1%	1.4%	2.2%	1.5%	-0.7%	1.7%	1.8%	0.0%	
管理费用率	3.3%	3.0%	3.4%	4.2%	0.8%	3.0%	3.5%	0.5%	
财务费用率	7.1%	6.0%	5.6%	1.6%	-4.1%	3.8%	4.8%	1.0%	借款增加所致
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
毛利率	15.9%	19.5%	20.5%	24.5%	4.0%	17.6 %	20.5%	2.9%	
净利润率	3.2%	8.6%	7.8%	11.6%	3.7%	8.3%	8.2%	-0.1%	

资料来源: 天软投资系统

注: “说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表（注：未考虑股本变更）

资产负债表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	892	923	545	574
货币资金	461	523	100	100
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	89	99	110	119
其他应收款	46	12	13	14
存货	253	284	316	336
非流动资产	702	947	1164	1323
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	522	765	996	1177
在建工程	100	95	92	71
油气资产	0	0	0	0
无形资产	48	47	46	45
资产总计	1594	1870	1709	1898
流动负债	488	725	512	642
短期借款	426	600	408	529
应付票据	0	0	0	0
应付账款	26	50	56	59
其他	37	75	49	54
非流动负债	43	31	35	36
长期借款	30	30	30	30
其他	13	1	5	6
负债合计	531	756	547	678
股本	122	122	122	122
资本公积	744	744	744	744
未分配利润	151	196	236	285
少数股东权益	25	26	28	29
股东权益合计	1063	1114	1162	1220
负债及权益合计	1594	1870	1709	1898

现金流量表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	46	50	61	74
折旧和摊销	22	25	34	42
资产减值准备	13	0	2	1
无形资产摊销	3	2	2	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	27	20	22	25
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	1	1	1	2
营运资金的变动	213	-93	67	21
经营活动产生现金流量	-92	163	67	124
投资活动产生现金流量	-185	-255	-261	-201
融资活动产生现金流量	677	153	-229	78
现金净变动	401	62	-423	0
现金的期初余额	81	461	523	100
现金的期末余额	482	523	100	100

利润表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	560	619	692	745
营业成本	445	500	556	591
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	10	12	13	13
管理费用	20	22	24	26
财务费用	27	20	22	25
资产减值损失	13	13	13	13
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	45	51	62	76
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	47	51	62	76
所得税	0	0	0	0
净利润	47	51	62	76
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	46	50	61	74
EPS（元）	0.38	0.41	0.50	0.61

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	20.7%	10.6%	11.7%	7.8%
营业利润增长率	14.0%	15.0%	21.6%	22.2%
净利润增长率	19.7%	9.2%	21.6%	22.2%
盈利能力(%)				
毛利率	20.5%	19.3%	19.6%	20.8%
净利率	8.2%	8.1%	8.8%	10.0%
ROE	4.4%	4.6%	5.4%	6.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	33.3%	40.4%	32.0%	35.7%
流动比率	1.83	1.27	1.06	0.89
速动比率	1.29	0.86	0.42	0.35
营运能力(次)				
资产周转率	0.35	0.33	0.40	0.39
应收帐款周转率	7.26	6.33	6.36	6.26
每股资料（元）				
每股收益	0.38	0.41	0.50	0.61
每股经营现金	-0.68	1.34	0.55	1.01
每股净资产	8.51	8.93	9.30	9.76
估值比率（倍）				
PE	47.83	43.80	36.01	29.48
PB	2.11	2.02	1.94	1.84

- 8 -