



2009 年 4 月 9 日

农业

业绩回顾

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

杨柯

联系人

yangke@cicc.com.cn

中性

獐子岛(002069.CH)

今年一季度增收不增利，全年增幅有限

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
主营业务收入	518	638	639	1,004	1,125	1,223
(+/-%)	41.5	23.1	0.2	57.0	12.0	8.8
主营业务利润	245	295	258	300	352	405
(+/-%)	55.0	20.4	-12.7	16.6	17.0	15.2
净利润	150	167	168	125	141	175
(+/-%)	107.8	11.3	0.4	-25.3	12.5	24.1
每股收益 (基本, 元)	1.77	1.48	1.48	0.55	0.62	0.77
(+/-%)	107.8	-16.6	0.4	-62.7	12.5	24.1
每股收益 (全面摊薄, 元)	0.66	0.74	0.74	0.55	0.62	0.77
每股经营现金流 (元)	1.24	1.61	-1.22	-0.04	1.50	1.38
市盈率 (倍)	32.0	28.7	28.6	38.3	34.1	27.4
市净率 (倍)	15.5	4.5	4.1	3.8	3.7	3.3
股价/经营现金流	17.1	13.2	-17.4	-493.3	14.1	15.4
EV/EBITDA (倍)	24.1	20.9	24.3	21.1	21.7	18.6
净资产收益率 (%)	48.4	15.6	14.5	10.0	10.7	12.0
投入资本回报率 (%)	25.1	16.8	11.8	8.7	9.6	10.6
股息收益率 (%)	4.2	3.3	0.0	3.3	1.2	1.5

股票信息

A股
股票代码
002069CH
当前股价
人民币 21.22
日成交量 (百万股)
4.27
52周最高价/最低价
人民币 42.75/12.13
总市值 (百万元)
4,800
发行股数 (百万股)
226
其中: 流通股 (百万股)
106
主要股东 (持股比例)
长海县獐子岛投资发展中心
(47.66%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
獐子岛	-4.5%	10.1%	32.0%	35.9%
深证A股指数	-2.6%	9.2%	36.4%	41.3%
中金农业指数	-3.2%	5.0%	28.7%	40.8%

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/04/22 09 年一季报披露

08 年业绩略低于我们预期:

年报显示 08 年公司录得净利润 1.26 亿元 (2 月底公司已发布 08 年业绩快报), 同比下滑 25%, 略低于我们此前 1.35 亿元的预测。

业绩下滑的原因是, 07 年暖冬的影响致使 08 年虾夷扇贝盈利延后释放, 以及公司加大市场开拓力度致使三项费用大幅增长。

发展趋势:

09 年虾夷扇贝将取得大幅增长, 但在预期之内。从经销商处拿到的数据显示, 1 季度虾夷扇贝活品出货量同比增长了 60% 以上, 但需注意, 这是在 08 年 1 季度基数异常低的情况下取得的业绩 (去年同期全国遭遇暴风雪从而影响公司出货量), 如果剔除暴风雪的影响, 预计今年 1 季度同比增速仅为 40%。而我们预计 09 年全年扇贝活品的销量增幅为 42%。

此外, 我们此前曾提到 09 年公司将贯彻扇贝的低价促销策略, 所以即使今年扇贝规格得到恢复并带来大规模扇贝比例的提升 (2.5-3 两重虾夷扇贝的销售单价要比 2-2.5 两重产品高出 25%), 今年扇贝的销售均价也难以提振。扇贝的盈利增长完全得依赖销量提升。

继续加大市场开拓力度。公司 09 年将继续推进海珍品与即食产品国内市场的开发力度, 我们认为该措施从长期来看有利于公司渠道的多样化以避免过分依赖海外渠道和国内经销商, 但短期来看渠道建设投入大且见效慢, 并将带来三项费用的大幅增长 (需要新增人员、增加营销投入和流动资金借贷)。我们保守预计 09 年三项费用将同比新增 2800 万元, 低于公司 08 年 6882 万元的同比增额。

水产品加工业务盈利增速趋缓。08 年水产品加工业务收入及盈利能取得大幅增长是因为 08 年 5 月收购了一家水产品加工厂 (产品销往欧洲和日韩)。虽然, 该加工厂还能在 09 年通过经营改善新增一部分盈利, 但要在全球消费不旺情况下再次报出大额新增收入或盈利的可能性较小。

刺参消费依旧低迷, 符合盈利下滑判断。从 1 季度刺参价格数据来看, 低迷的宏观经济对刺参消费的负面影响还是十分显著, 即使今年 1 月有元旦和春节两大节日, 刺参价格也未呈现出季节性的大幅上扬, 2 月份初时刺参价格还跌至 120 元/公斤 (山东), 同比回落 40%, 并且 4 月初时刺参价格进一步下滑至 110 元/公斤。此外, 在 08 年已大规模捕捞刺参的情况下, 我们难以预期公司今年还能取得刺参产销量的大增。因此, 09 年刺参盈利贡献将会下滑。

1 季度展望：增收不增利。收入大增源于 08 年 1 季度还未收购水产品加工厂，以及 09 年 1 季度虾夷扇贝采取低价促销策略从而带来产销量大增。但由于三项费用的增长，所以我们预计 1 季度将增收不增利。

维持“中性”评级

虽然公司提出了要在 09 年实现净利润增长 20% 的目标（09 年实现 1.51 亿元净利润，我

们的预测是 1.41 亿元），但我们觉得该目标难以实现，原因在于虾夷扇贝销量大幅增长在我们预期之内，而三项费用的增幅很可能会超出我们目前 2800 万元的预期，使得 09 年业绩还可能达不到我们 1.41 亿元的预测。参照我们的盈利预测，公司 09 年市盈率和市净率已分别高达 34 倍和 3.7 倍，我们由此维持“中性”评级。

而公司未来可能存在的交易性机会，在于国内外优质海域的收购。

图表 1：08 年业绩分析

人民币：百万元	1H07	1H08	YoY	2H07	2H08	YoY	2007 A	2008 A	YoY
主营业务收入	278.2	367.4	32.1%	361.1	636.6	76.3%	639.3	1,003.9	57.0%
-水产养殖	159.5	168.5	5.6%	220.2	345.9	57.0%	379.8	514.4	35.4%
-水产加工	107.1	166.1	55.1%	120.6	243.8	102.1%	227.7	409.9	80.0%
-交通运输	11.5	12.3	7.1%	12.2	13.0	6.3%	23.7	25.3	6.7%
-饮服商业	0.1	0.3	374.8%	0.3	0.5	54.1%	0.4	0.8	110.5%
-转口贸易	0.0	20.2	n.m.	7.7	33.3	335.3%	7.7	53.5	598.9%
主营业务成本	161.8	253.9	56.9%	218.6	448.1	105.0%	380.4	702.0	84.5%
-水产养殖	58.1	73.2	25.9%	105.7	198.0	87.2%	163.9	271.2	65.5%
-水产加工	93.6	149.6	59.8%	93.1	207.2	122.5%	186.7	356.8	91.1%
-交通运输	9.9	10.9	9.8%	12.0	9.3	-23.1%	22.0	20.1	-8.2%
-饮服商业	0.1	0.3	90.3%	0.2	0.8	325.4%	0.3	1.0	224.5%
-转口贸易	0.0	19.9	n.m.	7.6	32.9	335.6%	7.6	52.8	599.2%
主营业务利润	115.9	113.0	-2.5%	141.8	187.4	32.2%	257.6	300.4	16.6%
-水产养殖	101.4	95.3	-6.0%	114.5	147.9	29.2%	215.9	243.2	12.6%
-水产加工	13.5	16.4	22.0%	27.5	36.6	33.1%	41.0	53.1	29.5%
-交通运输	1.6	1.4	-10.6%	0.2	3.7	1881.0%	1.8	5.1	193.7%
-饮服商业	-0.1	0.1	n.m.	0.2	-0.3	-269.7%	0.1	-0.2	-307.3%
-转口贸易	0.0	0.3	n.m.	0.1	0.4	316.8%	0.1	0.7	577.2%
主营业务利润率	41.6%	30.7%	-10.9%	39.3%	29.4%	-9.8%	40.3%	29.9%	-10.4%
-水产养殖	63.6%	56.6%	-7.0%	52.0%	42.8%	-9.2%	56.9%	47.3%	-9.6%
-水产加工	12.6%	9.9%	-2.7%	22.8%	15.0%	-7.8%	18.0%	12.9%	-5.1%
-交通运输	13.6%	11.4%	-2.2%	1.5%	28.8%	27.3%	7.4%	20.3%	12.9%
-饮服商业	-91.8%	23.1%	n.m.	45.6%	-50.2%	-95.8%	21.4%	-21.1%	-42.6%
-转口贸易	n.m.	1.4%	n.m.	1.4%	1.3%	-0.1%	1.4%	1.3%	0.0%
营业费用	22.3	27.6	23.8%	22.3	36.8	65.1%	44.6	64.4	44.4%
营业费用率	8.0%	7.5%	-0.5%	6.2%	5.8%	-0.4%	7.0%	6.4%	-0.6%
管理费用	23.7	33.7	42.2%	20.5	46.8	128.5%	44.2	80.5	82.2%
管理费用率	8.5%	9.2%	0.7%	5.7%	7.4%	1.7%	6.9%	8.0%	1.1%
财务费用	1.8	11.6	548.5%	5.1	8.0	55.9%	6.9	19.6	183.4%
营业利润	70.8	40.3	-43.1%	98.5	97.1	-1.5%	169.3	137.4	-18.9%
营业利润率	25.5%	11.0%	-14.5%	27.3%	15.2%	-12.0%	26.5%	13.7%	-12.8%
利润总额	70.0	39.4	-43.6%	105.8	102.3	-3.4%	175.8	141.7	-19.4%
税前利润率	25.2%	10.7%	-14.4%	29.3%	16.1%	-13.2%	27.5%	14.1%	-13.4%
所得税	1.6	5.9	255.6%	6.4	10.7	67.3%	8.0	16.6	105.8%
有效税率	2.4%	14.8%	12.5%	6.0%	10.5%	4.4%	4.6%	11.7%	7.1%
净利润	68.3	35.0	-48.7%	99.4	90.2	-9.3%	167.7	125.2	-25.3%
净利润率	24.5%	9.5%	-15.0%	27.5%	14.2%	-13.4%	26.2%	12.5%	-13.8%
每股收益(基本, 元)	0.604	0.155	-74.3%	0.879	0.399	-54.7%	1.483	0.554	-62.7%

数据来源：公司数据

图表 2：盈利预测调整

人民币：百万元	2009E			2010E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
底播虾夷扇贝价格（元/公斤）	23.0	24.0	4.5%	24.8	25.9	4.5%
底播虾夷扇贝销量（吨）	13,561	13,561	0.0%	15,498	15,498	0.0%
主营业务收入	1,135	1,125	-0.9%	1,267	1,223	-3.5%
虾夷扇贝养殖	311	325	4.5%	384	402	4.5%
鲍鱼养殖	65	109	68.3%	73	76	4.0%
刺参养殖	83	86	2.9%	78	82	6.1%
水产品加工	598	436	-27.1%	652	482	-26.2%
主营业务利润	339	352	3.6%	401	405	1.2%
虾夷扇贝养殖	143	140	-2.2%	183	182	-0.5%
鲍鱼养殖	27	30	12.7%	32	25	-22.3%
刺参养殖	50	58	16.6%	48	56	16.4%
水产品加工	92	71	-23.5%	109	83	-23.6%
主营业务利润率	29.9%	31.3%	1.3%	31.6%	33.1%	1.5%
虾夷扇贝养殖	46.1%	43.1%	-3.0%	47.6%	45.3%	-2.3%
鲍鱼养殖	41.5%	27.8%	-13.7%	44.0%	32.8%	-11.1%
刺参养殖	60.0%	68.0%	8.0%	62.0%	68.0%	6.0%
水产品加工	15.4%	16.2%	0.8%	16.7%	17.3%	0.6%
营业费用	71	75	5.4%	80	82	2.7%
管理费用	79	93	17.5%	89	102	14.5%
财务费用	28	24	-13.1%	28	24	-13.3%
营业利润	164	163	-0.8%	208	202	-2.8%
营业利润率	14.5%	14.5%	0.0%	16.4%	16.5%	0.1%
所得税	25	21	-13.9%	32	27	-15.7%
所得税率	15.0%	13.0%	-2.0%	15.0%	13.0%	-2.0%
净利润	141	141	0.3%	178	175	-1.7%
净利润率	12.4%	12.5%	0.1%	14.0%	14.3%	0.3%
每股收益（元）	0.62	0.62	0.3%	0.79	0.77	-1.7%

资料来源：中金公司研究部

图表 4：调整后的盈利预测及主要财务指标

(单位：人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
损益表						
主营业务收入	518	638	639	1,004	1,125	1,223
主营业务利润	245	295	258	300	352	405
营业费用	-18	-31	-45	-64	-75	-82
管理费用	-53	-71	-44	-81	-93	-102
营业利润	176	194	170	157	185	224
财务费用	-20	-21	-7	-20	-24	-24
税前利润	154	173	176	142	165	204
净利润	150	167	168	125	141	175
每股盈利 (元)	1.77	1.48	1.48	0.55	0.62	0.77
每股股利 (元)	1.18	0.70	-	0.35	0.12	0.15
现金流量表						
经营活动现金流净额	105	182	-138	-10	340	312
投资活动现金流净额	-122	-209	-107	-72	-97	-87
融资活动现金流净额	28	248	182	0	-105	-52
货币资金增加额	11	222	-63	-82	138	173
货币资金期初余额	21	32	254	191	109	247
货币资金期末余额	32	254	191	109	247	419
资产负债表						
货币资金	32	254	191	109	247	419
应收帐款	11	34	10	48	25	27
存货	282	389	763	990	951	895
长期投资合计	18	20	25	28	28	28
固定资产合计	346	409	450	492	538	582
无形资产及其他资产	50	84	83	64	63	56
资产合计	744	1,242	1,576	1,820	1,919	2,079
短期借款	176	40	310	315	315	315
应付帐款	41	33	54	90	106	112
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	-2	-4	-20	-4	-11	-11
长期借款	149	8	7	98	98	98
股本	85	113	113	226	226	226
储备和未分配利润	226	958	1,046	1,024	1,086	1,233
负债和所有者权益合计	744	1,242	1,576	1,820	1,919	2,079
财务指标						
净债务/所有者权益	108.1%	-18.9%	11.0%	24.5%	12.7%	-0.5%
资产负债率	58.0%	13.6%	26.5%	30.4%	30.6%	28.8%
应收帐款周转期 (天)	7	19	6	17	8	8
存货周转期 (天)	378	415	732	515	450	400
速动比率	0.2	2.1	0.6	0.5	0.7	1.0
流动比率	1.2	4.5	2.5	2.7	2.6	2.8
主营业务利润率	47.3%	46.3%	40.3%	29.9%	31.3%	33.1%
EBIT 利润率	33.9%	30.4%	26.6%	15.7%	16.4%	18.3%
EBITDA 利润率	40.9%	38.4%	32.8%	24.1%	20.9%	22.4%
营业利润率	30.2%	27.3%	26.5%	13.7%	14.5%	16.5%
税前利润率	29.8%	27.1%	27.5%	14.1%	14.7%	16.7%
净利润率	29.0%	26.2%	26.2%	12.5%	12.5%	14.3%
营业、管理费用/营业收入	13.7%	16.0%	13.9%	14.4%	15.0%	15.0%
净资产收益率	48.4%	15.6%	14.5%	10.0%	10.7%	12.0%
股息收益率	4.2%	3.3%	0.0%	3.3%	1.2%	1.5%

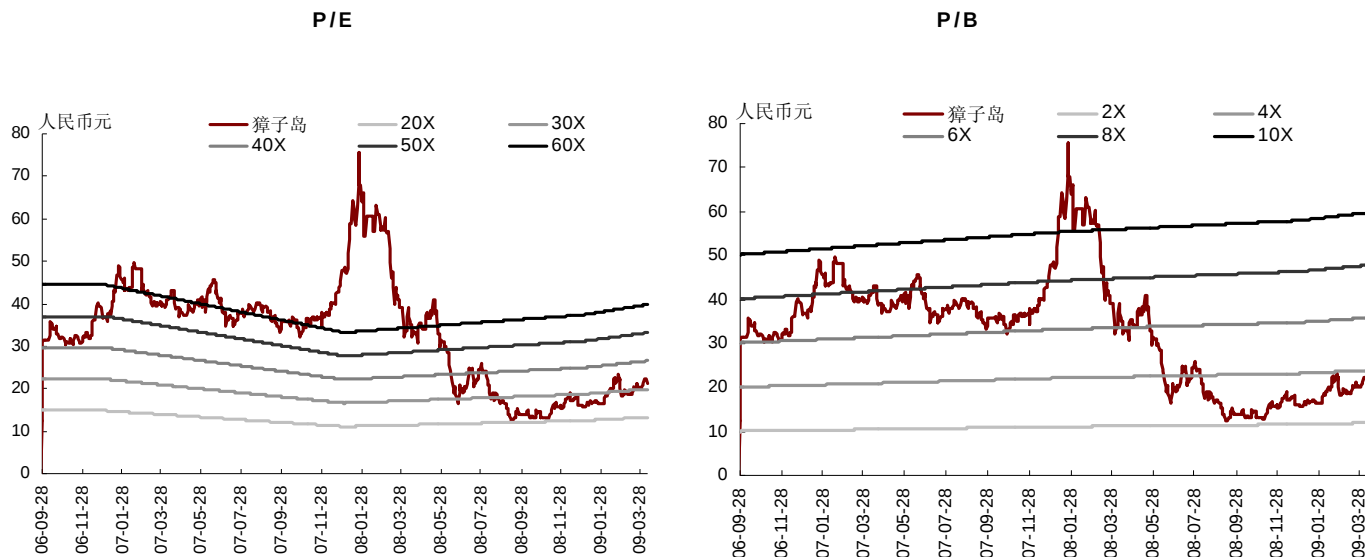
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 同业估值比较

公司 (收盘于2009-4-8)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																	
农业上游（农资及农产品生产企业）																	
獐子岛	002069.SZ	中性	38.3	34.1	27.4	3.8	3.7	3.3	10.0	10.7	12.0	3.3	1.2	1.5	21.1	21.7	18.6
通威股份	600438.SH	中性	35.2	29.3	34.6	6.2	5.2	4.6	17.6	17.6	13.2	0.3	0.3	0.3	13.5	10.6	12.1
北大荒	600598.SH	中性	40.1	37.6	34.1	5.3	5.0	4.6	13.1	13.2	13.6	1.5	1.6	1.8	22.2	21.2	20.1
好当家	600467.SH	中性	27.9	27.5	24.8	3.6	3.3	2.9	12.9	11.8	11.9	0.7	0.7	0.8	18.5	18.1	16.8
新农开发	600359.SH	减持	538.9	147.8	50.6	2.5	2.5	2.4	0.5	1.7	4.7	0.1	0.3	1.0	23.8	18.7	15.1
上游平均（剔除新农开发）			35.4	32.1	30.2	4.7	4.3	3.9	13.4	13.3	12.7	1.4	1.0	1.1	18.8	17.9	16.9
农业下游（农产品流通及加工企业）																	
中粮屯河	600737.SH	中性	26.6	28.4	25.0	4.2	3.7	3.2	15.9	13.0	12.9	0.0	0.0	0.0	16.3	17.9	15.5
南宁糖业	000911.SZ	中性	126.9	25.9	10.2	2.8	2.5	2.1	2.2	9.8	20.8	0.5	1.9	4.9	13.5	9.6	6.6
东方海洋	002086.SZ	中性	47.8	43.1	41.4	2.1	2.0	1.9	4.4	4.7	4.7	0.5	0.0	0.0	22.6	21.9	20.2
新五丰	600975.SH	中性	125.7	31.4	26.5	2.8	2.6	2.5	2.2	8.2	9.3	0.4	1.6	1.9	25.7	16.2	14.1
国投中鲁	600962.SH	中性	31.3	42.1	29.4	2.2	2.1	2.0	7.1	5.0	6.7	0.0	0.0	0.0	12.7	14.6	13.4
福成五丰	600965.SZ	减持	86.1	84.7	55.5	3.2	3.2	3.0	3.7	3.7	5.5	0.7	0.5	0.7	36.0	39.8	31.5
丰原生化	000930.SH	回避	90.6	40.6	38.8	2.6	2.5	2.3	2.9	6.1	6.0	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
下游平均（剔除新五丰）			68.2	44.1	33.4	2.9	2.7	2.4	6.0	7.1	9.4	0.3	0.4	0.9	20.2	20.8	17.5
A股覆盖总体平均（剔除新农开发、新五丰）			55.1	39.3	32.1	3.6	3.3	3.0	9.0	9.6	10.7	0.7	0.6	1.0	19.6	19.5	17.2

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6: 公司历史市盈率和市净率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。