

水产养殖



赵钦 郭锐

农林牧渔行业研究员

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

獐子岛 (002069)

一季报点评: 增收不增利

中性 (维持)

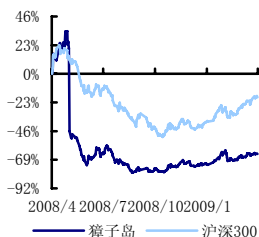
市场数据

报告日期	2009-4-22
收盘价(元)	21.79
52周最高/最低(元)	82.10/12.51
总股本(百万股)	226.20
流通股本(百万股)	105.59
总市值(百万元)	4928.90
流通市值(百万元)	2300.75
每股净资产(元)	5.61

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	1007	1135	1267	1386	465
同比增长(%)	57.0%	12.7%	11.6%	9.4%	26.0%
净利润(百万元)	125	152	197	236	46.3
同比增长(%)	-25.3%	21.1%	29.8%	19.7%	32.1%
毛利率(%)	30.2%	31.4%	33.1%	34.2%	30.8%
净利率(%)	12.4%	13.4%	15.5%	17.0%	10.0%
每股收益(元)	0.55	0.67	0.87	1.04	0.20
每股经营现金流(元)	-0.04	2.08	1.14	1.45	0.92

股价走势



投资要点

事件:

公司 2009 年 1 季度共实现营业收入 2.44 亿元, 同比增长 66.51%, 归属母公司净利润 1920 万元, 同比增长 6.91%, 实现每股收益 0.08 元, 与 2008 年同期持平。

点评:

- **大连海石食品贡献主要收入增长。**2008 年收购大连海石 (51%股权) 使得公司营业收入增长明显, 但是由于其食品加工业务仍处于低毛利率状态, 对利润贡献有限。
- **市场拓展增加管理费用。**公司着力拓展国内外市场, 新成立了美国、香港两家海外公司及北京、广州两家销售公司使得公司管理费用由 1450 万元增加到 1889 万元。
- **借款增加将增加 2009 年财务费用。**公司短期借款在 2009 年 1 季度增加 1.14 亿元达到 4.29 亿元, 长期借款稳定于 9816 万元。业务的拓展增大公司资金压力, 借款增加将使得公司财务费用难以降低。
- **维持中性评级。**预计 2009-2011 年公司 EPS 为 0.67、0.87、1.04 元。经济危机对于高档水产品消费的抑制以及公司三项费用高企使我们仍然存在担忧, 给予公司中性评级。

相关报告

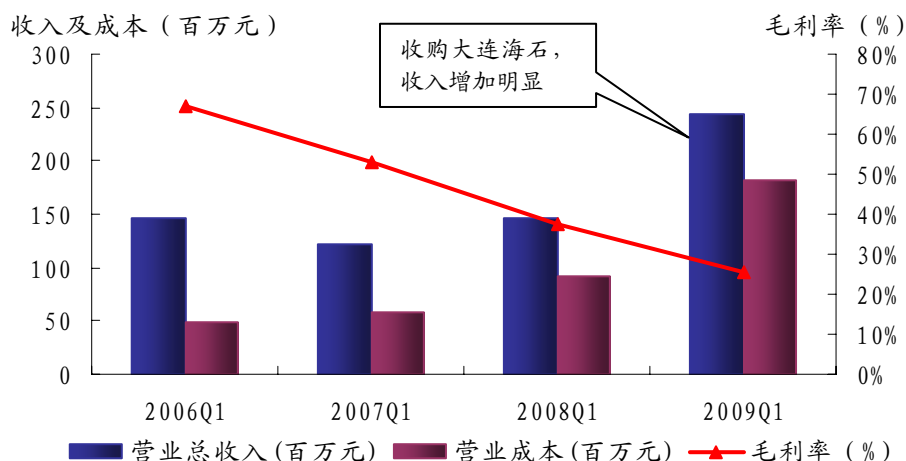
《年报点评: 收购拓展加工业务》2009-4-9

《调研信息速递》2009-3-18

● 拓展食品加工业务，增收不增利

2008 年收购大连海石（51%股权）使得公司营业收入增长明显，但是水产品加工业务面临低毛利的尴尬，2008 年公司水产品加工业务毛利率仅为 12.95%，使得公司毛利率水平降低到 2009 年 1 季度的 25.67%。

图 1：公司近年来 1 季度收入、成本及毛利率对比



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

● 海域资源丰富，发展潜力巨大

公司目前总的确权海域使用面积约 110 万亩，均为清洁海域，为今后发展奠定了坚实的资源基础。

表 1：公司海域资源

海域地点	面积 (万亩)	养殖规划	附注
大连市獐子岛	65	底播：63.3 万亩虾贻扇贝、1.2 万亩刺参、0.4 万亩鲍鱼；围堰：0.2 万亩刺参	
大连市海洋岛	20	虾贻扇贝	08 年新增，目前使用权为 15 年
荣成市俚岛镇	0.5	鲍鱼	
烟台市长岛县	0.5	育种	租赁
福建	浮筏 (较小)	鲍鱼过冬基地	
大连市獐子岛	约 20	探索能否养殖扇贝	08 年新增，深水海域

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

● 扇贝规格恢复，将带来利润增加

公司 2008 年扇贝采捕面积为 18 万亩，2009 年计划采捕 20 万亩，2007 年暖冬影响已经消除，预计公司 2009 年扇贝捕捞量和规格将有所增长。

● 公司分业务预测

图 2: 公司分业务预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
虾貽扇贝（鲜货）					
单价（万元/吨）	2.90	2.50	2.50	2.60	2.65
数量（吨）	7600.00	10930.00	12023.00	13225.30	14547.83
YOY (%)		43.82%	10.00%	10.00%	10.00%
收入（百万元）	220.40	273.25	300.58	343.86	385.52
YOY (%)		23.98%	10.00%	14.40%	12.12%
成本（百万元）	135.38	173.93	190.84	216.26	240.95
毛利率 (%)	62.80%	57.10%	57.50%	59.00%	60.00%
刺参（鲜货）					
单价（万元/吨）	19.00	17.00	17.00	17.50	17.50
数量（吨）	300.00	520.00	572.00	629.20	723.58
YOY (%)		73.33%	10.00%	10.00%	15.00%
收入（百万元）	57.00	88.40	97.24	110.11	126.63
YOY (%)		55.09%	10.00%	13.24%	15.00%
成本（百万元）	34.13	53.58	58.93	65.54	75.37
毛利率 (%)	67.00%	65.00%	65.00%	68.00%	68.00%
鲍鱼（鲜货）					
单价（万元/吨）	23.50	17.50	17.50	18.00	18.00
数量（吨）	300.00	655.00	720.50	792.55	871.81
YOY (%)		118.33%	10.00%	10.00%	10.00%
收入（百万元）	70.50	114.63	126.09	142.66	156.92
YOY (%)		62.59%	10.00%	13.14%	10.00%
成本（百万元）	50.36	93.79	100.87	109.74	120.71
毛利率 (%)	40.00%	22.21%	25.00%	30.00%	30.00%
其他（海胆等鲜货）					
收入（百万元）	33.34	38.04	41.84	50.21	60.26
YOY (%)		14.08%	10.00%	20.00%	20.00%
成本（百万元）	26.58	33.79	36.40	42.68	51.22
毛利率 (%)	20.30%	11.16%	13.00%	15.00%	15.00%
水产品加工					
收入（百万元）	227.73	409.90	450.89	495.98	520.78
YOY (%)		79.99%	10.00%	10.00%	5.00%
成本（百万元）	186.74	356.82	392.27	429.02	447.87
毛利率 (%)	18.00%	12.95%	13.00%	13.50%	14.00%
运输、餐饮及其它					
收入（百万元）	31.76	79.66	87.63	96.39	101.21
YOY (%)		150.80%	10.00%	10.00%	5.00%
成本（百万元）	29.82	73.98	80.62	88.68	93.11
毛利率 (%)	6.11%	7.68%	8.00%	8.00%	8.00%
收入合计（百万元）	640.74	1,003.88	1,104.26	1,239.21	1,351.31
成本合计（百万元）	463.01	785.90	859.94	951.92	1,029.23
综合毛利率 (%)	38.39%	27.74%	28.41%	30.18%	31.29%

数据来源：兴业证券研发中心

- 维持中性评级

预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.67、0.87、1.04 元，维持中性评级。整个宏观经济环境制约了海珍品行业的消费需求，成为抑制公司表现的主要因素，当宏观经济好转后公司投资价值将迅速体现。

- 风险

宏观经济直接影响行业景气度，宏观经济回暖步伐成为主要风险。期间费用的高企也极大地吞噬公司利润。

水产养殖受气候影响较大，风暴、寒流等都会影响公司水产品养殖，具有一定的不确定性。

附表：公司财务附表

资产负债表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1228	1476	1562	1717
货币资金	109	476	473	546
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	48	32	36	39
其他应收款	5	2	2	2
存货	990	895	974	1048
非流动资产	592	629	635	632
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	28	28	28	28
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	479	549	611	659
在建工程	14	17	18	14
油气资产	0	0	0	0
无形资产	34	34	34	34
资产总计	1820	2105	2196	2349
流动负债	455	667	622	618
短期借款	315	450	420	400
应付票据	0	0	0	0
应付账款	90	99	108	116
其他	51	117	94	101
非流动负债	98	98	98	98
长期借款	98	98	98	98
其他	0	0	0	0
负债合计	553	765	720	716
股本	226	226	226	226
资本公积	572	572	572	572
未分配利润	359	415	531	663
少数股东权益	17	17	17	17
股东权益合计	1267	1340	1476	1633
负债及权益合计	1820	2105	2196	2349

现金流量表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	125	152	197	236
折旧和摊销	84	78	89	99
资产减值准备	6	-3	0	0
无形资产摊销	36	31	32	33
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	20	24	20	18
投资损失	-2	-3	-3	-3
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	228	-230	56	19
经营活动产生现金流量	-1	470	257	329
投资活动产生现金流量	-92	-135	-149	-139
融资活动产生现金流量	43	32	-111	-117
现金净变动	-50	368	-3	73
现金的期初余额	191	109	476	473
现金的期末余额	140	476	473	546

利润表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1007	1135	1267	1386
营业成本	703	779	847	911
营业税金及附加	2	2	2	2
销售费用	64	73	80	86
管理费用	81	91	99	105
财务费用	20	24	20	18
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	3	3	3
营业利润	137	168	219	264
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	142	172	224	268
所得税	17	20	27	32
净利润	125	152	197	236
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	125	152	197	236
EPS（元）	0.55	0.67	0.87	1.04

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	57.0%	12.7%	11.6%	9.4%
营业利润增长率	-18.9%	22.0%	30.9%	20.1%
净利润增长率	-25.3%	21.1%	29.8%	19.7%
盈利能力(%)				
毛利率	30.2%	31.4%	33.1%	34.2%
净利率	12.4%	13.4%	15.5%	17.0%
ROE	10.0%	11.5%	13.5%	14.6%

偿债能力(%)

资产负债率	30.4%	36.3%	32.8%	30.5%
流动比率	2.70	2.21	2.51	2.78
速动比率	0.52	0.87	0.94	1.08

营运能力(次)

资产周转率	0.55	0.54	0.58	0.59
应收帐款周转率	32.86	26.76	35.17	34.83

每股资料（元）

每股收益	0.55	0.67	0.87	1.04
每股经营现金	-0.04	2.08	1.14	1.45
每股净资产	5.53	5.85	6.45	7.14

估值比率（倍）

PE	39.22	32.38	24.95	20.85
PB	3.93	3.71	3.37	3.04

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。