

朱卫华 0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
黄珺、董广阳 0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn

2009年7月17日

开创国际(600097.SH)/17.28元

竹荚鱼保底，金枪鱼增色

农林牧渔

目标估值: 20-25元

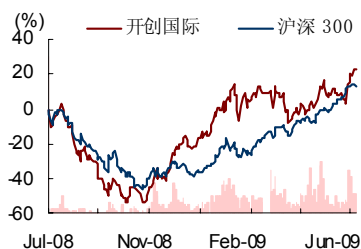
强烈推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	3184
总股本(万股)	20260
已上市流通股(万股)	9952
总市值(亿元)	35
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	36.5
资产负债率	54.1%
主要股东	上海远洋渔业有限公司
主要股东持股比例	43.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	42	26
相对表现	-3	-37	12



相关报告

- 1、《开创国际(600097)-远洋捕捞翘楚》2009/5/11 深度报告
- 2、《农业 2009 年中期投资策略-下半年还能吃到便宜的猪肉吗?》2009/6/15

声明: 近日发现有同行报告直接剪切使用我们 5 月份深度报告中的大量图表, 我们敬告该同仁以后杜绝这类不良行为

自 5 月初推荐公司股票以来, 股价已上涨 26%, 然根据公开资料与近期调研情况, 我们认为公司经营情况在不断好于预期, 我们调高公司盈利预测, 如按 PE20-25 倍定位, 目标价 20-25 元, 上调评级至强烈推荐 A。

- 东南太平洋竹荚鱼拖网捕捞业务盈利水平上升, 订单锁定全年 70% 利润。竹荚鱼业务盈利水平的高低取决于每年 4 月底 5 月初签订的一年一度价格订单情况, 以及捕捞量情况。今年订单签订时油价处于低位, 对公司有利, 估计签订鱼价下降 10% 而油价下降 30% 左右, 毛利率同比能提高 7 个百分点; 捕捞量则因为今年提前一个月时间到渔场作业同比增加 10%。我们认为竹荚鱼业务将为公司 09 年业绩保底, 有望锁定公司年报预计净利润的 70%。
- 中西太平洋金枪鱼围网捕捞业务今年产量受新设休渔期负面影响, 但新船投产基本可弥补, 价格回升令盈利加速恢复。今年中西太平洋第一年开始实施为期 2 个月对流木捕捞法的禁捕, 预计将影响原计划全年产量的 10%; 不过今年购买的新船 LOJET 于 6 月初投产, 产量喜人, 截至 7 月初该船几乎完成我们先前预测的 75%, 即两个月内基本可以弥补禁捕的影响。同时金枪鱼价格见底回升, 公司离水价 7 月份已较年初翻倍, 盈利能力已基本恢复。预计下半年金枪鱼价格将因泰国政局动荡平息、全球金枪鱼产量下降、油价成本回升等影响继续上涨, 全年均价望达 1100 美元/吨。
- 长期增长来自船队规模扩大, 目前扩张速度好于预期。竹荚鱼回报高而船贵, 公司正静待时机收购二手船, 三年增加 4 艘达 9 艘的计划不变; 金枪鱼已完成三年增加 5 艘达 11 艘的扩张(四艘在造), 预计未来仍可通过复制马绍尔模式(在当地投资渔业加工以换取闲置捕捞许可证, 同时买船造船), 三年规划提高至达 12-18 艘规模。
- 我们调高公司业绩, 投资评级上调为“强烈推荐 A”。考虑近期竹荚鱼捕捞量超此前预期, 金枪鱼价格上涨、船队扩张加速等因素, 我们调高未来三年 EPS 至 0.98、1.20 和 1.38 元。如按 PE20-25 倍定位, 目标价 20-25 元, 上调评级至强烈推荐 A; 相对国际同行, 公司拥有燃油补贴、人力成本等优势能持续, 相对国内同行, 公司一线员工稳定性及船队规模优势突出, 值得长期关注。
- 风险因素: 业务在海外不易监控; 风暴、海盗等不可抗力; 鱼群洄游路线的改变; 油价鱼价的大幅波动。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	740	1032	1022	1217	1441
同比增长	6%	39%	-1%	19%	18%
营业利润(百万元)	137	105	169	209	240
同比增长	13%	-23%	60%	24%	15%
净利润(百万元)	137	157	199	244	280
同比增长	13%	15%	27%	23%	15%
每股收益(元)	0.68	0.78	0.98	1.20	1.38
PE	25.6	22.3	17.8	14.5	12.6
PB	14.0	15.8	2.9	2.7	2.4

资料来源: 招商证券, 注: 07、08 年为开创远洋备考报表

东南太平洋竹荚鱼捕捞业务：盈利水平上升，订单锁定全年 70% 利润

竹荚鱼业务盈利水平的高低取决于每年 4 月底 5 月初签订的一年一度订单情况，以及捕捞量情况。

订单情况好于 08 年：竹荚鱼业务有两个特点，一是由于燃油补给及鱼品外运都由外方销售共同体提供，竹荚鱼达成订单之时几乎锁定了鱼价与油价；二是由于竹荚鱼价变化相对于油价更为稳定，因此油价越低竹荚鱼盈利水平越高。今年订单签订时油价同比大约低 30%，对公司较为有利，而估计 09 年协议鱼价较 08 年 950 美元/吨下降不到 5%，实际成交均价较 08 年 1055 美元/吨下降 10% 以内，我们预计毛利率同比能增加 7 个百分点。

提早出航，09 年捕捞量增长 10%。捕捞量的稳定则要看洋流及海洋温度是否变化以及船只的实际捕捞时长，到目前为止，在原洄流带上竹荚鱼的量基本与 08 年持平，不过由于今年渔船早于 08 年一个月，3 月初出航 4 月达到渔场，赶上传统的捕捞旺季——每年的 4-11 月，预计捕捞量将较 08 年增加 10%。

总的来说，竹荚鱼捕捞业务单位毛利与销量齐增，预计竹荚鱼业务毛利及利润分别增长 25% 和 35%，占全部业务的 80% 和 70%，为公司 09 年业绩保底。

表 1、竹荚鱼捕捞业务经营情况预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销量（万吨）	9.3	9.2	9.3	10.3	11.2	12.3
单价（美元/吨）	702	781	1,055	990	1,040	1,091
单价（元/吨）	5,686	5,751	7,386	6,732	7,069	7,422
销售收入（百万元）	531	527	686	692	790	913
毛利（百万元）	208	271	295	346	384	430

资料来源：公司公告，招商证券

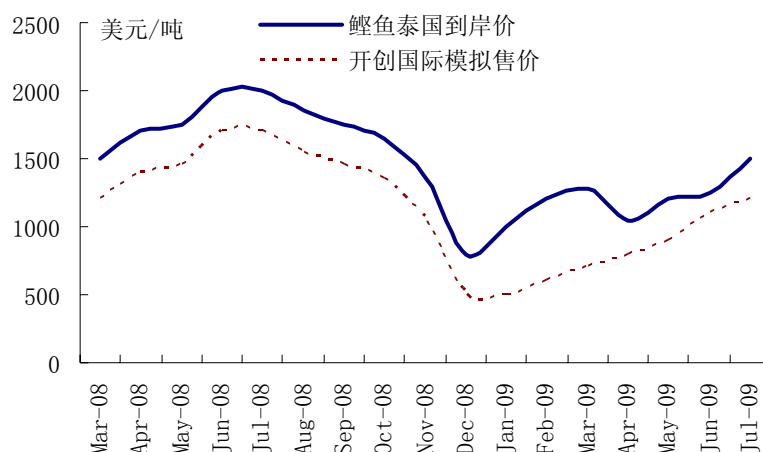
中西太平洋金枪鱼捕捞业务：两月休渔产量受影响，新船投产可弥补，价格回升促盈利能力加速恢复

8、9 月份禁捕影响原有 6 艘船整体产量 10% 左右。近日，绿色和平组织称“太平洋岛国部长论坛渔业委员会”已作出决议，将 4 片太平洋岛国公海区域列为渔业禁捕区，禁渔期从 2009 年 8 月 1 日开始，一直持续到 9 月 29 日，禁止使用集鱼装置（FAD）捕捞，即针对于金枪鱼围网捕捞的流木法。金枪鱼捕捞通常有两种方法：流木法和浮水法，流木法即往海里投入人工堡礁（加装无线电浮标），以吸引浮游生物，从而吸引小鱼群，最终吸引鲣鱼群和幼年黄鳍金枪鱼群；浮水法即人员在桅杆了望台目视寻鱼（或直升机、海鸟雷达、声纳）。流木群集群是主流方法，不过需要相当长时间，一般每天清晨前后只能作业一次，浮水法不受限制，但对鱼群侦察要求高，且鱼群灵活不易围网，可作流木法的补充。禁用流木法对公司金枪鱼捕捞量会产生负面影响，我们预计在禁捕的 8、9 两个月内单船捕捞量将减少 1/3 左右，即原有 6 艘金枪鱼围网船产量下滑 10%。

新增船只“LOJET”轮 6 月投产，在马绍尔海域捕捞量超预期，弥补禁捕负面影响。公司今年 3 月购置引进的金枪鱼围网船“LOJET”轮于 6 月初抵达马绍尔办理入渔手续赶赴渔场。“LOJET”轮的出航，使公司金枪鱼围网生产船队达到 7 艘，而且该船在长度、总吨位和动力设备方面都是金枪鱼围网船队 7 艘渔轮中的“大哥大”，公司金枪鱼理论产能也相应增加了 20%。截至 7 月初，“LOJET”轮在马绍尔附近海域的捕捞良好，完成我们之前预计新船投产第一年理论产量的 75% 左右，考虑到船只正处于磨合期，我们保守估计“LOJET”轮产量不能持续，故暂不调高今年金枪鱼销量的预测，维持相对 08 年同比增长 10% 以内的预计，待“LOJET”轮捕捞情况继续报喜，我们再予以上调。

7 月泰国鲣鱼到岸价达 1500 美元/吨，公司离水售价也较年初翻倍达 1200 美元/吨。7 月初，泰国鲣鱼到岸价较上月大幅上涨 11% 至 1500 美元/吨，公司鱼价（公司离水价和到岸价有 100-200 美元的运费差价及时间滞后）也较上月上涨了 100 美元/吨达 1200 美元/吨，较年初 500-600 美元/吨的低位翻番。

图 1、泰国鲣鱼到岸价及开创国际鲣鱼模拟售价比较



资料来源：招商证券

预计金枪鱼价格将继续走高，全年均价有望达 1100 美元/吨左右，好于预期。我们对未来金枪鱼价格的走势仍较为乐观，首先，导致 08 年底 09 年初金枪鱼鱼价暴跌的最大因素——泰国政局动荡逐步消除，泰国占鲣鱼加工量的 50-70%，政局动荡导致工人罢工导致鲣鱼高库存的局面一去不复返；其次，09 年全球鲣鱼产量不及太平洋和印度洋均丰产的 08 年；再者，占全球 2/3 鲣鱼资源的中西太平洋第一年禁捕，预计影响产量 5-10%；第四，不同于供欧美中餐馆等中高档消费的鲷鱼片相关产品，金枪鱼罐头属于欧美的大众品，经济危机对其影响较小，09 年泰国和菲律宾等鲣鱼出口额仍在增加。总体说来，半年来，鲣鱼从严重供大于求到供不应求，后续价格走高的概率较大。若下半年均价不低于 1100 美元/吨，则全年均价有望达 1100 美元/吨左右，大幅好于公司此前在资产置换报告书中预测的 930 美元/吨。

表 2、金枪鱼捕捞业务经营情况预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销量 (万吨)	2.9	2.8	3.5	3.8	4.6	5.5
单价 (美元/吨)	712	999	1,371	1,100	1,188	1,247
单价 (元/吨)	5,676	7,629	9,600	7,480	8,078	8,482
销售收入 (万元)	167	214	340	284	368	464
毛利 (万元)	57	77	129	88	114	143

资料来源：公司公告，招商证券

船队扩张加速，调高未来增长预期

金枪鱼在低位迅速扩张超预期，调高金枪鱼未来三年产量预测。公司已将原金枪鱼未来三年扩张计划 11 艘提前完成了，按照目前在造船厂的交船日期，2011 年底前会全部投产，快于我们此前预期。不过公司仍不满足于现状，在目前 11 艘规模（在建 4 艘船只）的基础上，扩张计划又原先的 11 艘调整到 12-18 艘，我们认为出于三点考虑：一是行业低位扩张成本较低，目前金枪鱼价格刚开始反弹，仍有人工成本较高、捕捞经验不佳的船队处在亏损状态，此时许可证及船只的成本都相对低廉；二是找到可复制的扩张模式，目前太平洋有许多渔业并不发达的国家仍有闲置的许可证资源，公司在马绍尔群岛建厂获得许可证从而买船或造船的模式已较为成熟，可以在环太平洋岛国复制，既扩大了生产规模，又可向下游鱼柳加工延伸，也符合国家与环太平洋岛国建交的发展方向；三是规避鱼价暴涨暴跌风险，上半年鲑鱼价格大跌使公司金枪鱼业务陷入亏损边缘，规避鱼价波动风险成为公司金枪鱼业务未来发展的主要课题，除向下游发展的鱼柳加工、冷库建设、罐头加工等，扩大船队规模及产量是首要任务，目前中西太平洋上有许可证的 205 艘船的持有人都比较分散，若公司船队规模迅速扩大到 18 艘，市场占有率争取排到前三，再加以冷库等仓储的发展，公司在中西太平洋鲑鱼市场的话语权将会大大增强。

竹荚鱼回报高而船贵，公司仍伺机收购。公司竹荚鱼的扩张计划为三年内从现有的 5 艘到 11 艘，目前迟迟没有买船的原因是市场上可购买的 8000 吨级拖网加工船价格飙升，从过去公司购买的 1500 万美元到目前的 5000 万美元以上，购买 4 艘 13 亿的资金对公司来说是较大的负担，不过公司管理层并未放弃对竹荚鱼船的扩张计划，因目前竹荚鱼捕捞船的盈利颇丰，净利率可达将近 20%，即使可以 5000 万美元的价格买船，ROE 也将近 10%，公司将静观船价波动，伺机出手，预计公司仍会将按计划在三年之内将船队从目前的 5 艘扩张到 9 艘。

表 3、开创国际船队规模扩大计划变化情况

单位：艘	08年末 拥有船只数	09年末 拥有船只数	2010 年末 原计划船只数	三年内最新 计划船只数
金枪鱼围网船	6	11（投入使用7艘）	11	12-18
竹荚鱼拖网加工船	5	5	9	9
合计	11	16	20	21-27

资料来源：公司公告，招商证券

表 4、开创国际金枪鱼围网船扩张情况

	金枪鱼船	长度 (米)	总吨位 (万吨)	引进 时间	船只原值或 购买金额(万元)	备注
原有船只	金汇 1 号	57	995	2002.01	3,852	08 年大修
	金汇 2 号	57	995	2002.12	4,638	07 年大修
	金汇 3 号	57	995	2003.12	3,101	07 年大修
	金汇 6 号	63	1198	2006.02	4,012	09 年大修
	金汇 7 号	73	1769	2007.02	8,073	08 年大修
	波纳佩 1 号	62	1039	2007.06	3,443	09 年大修
09 年 购买或建造	LOJET	50	2135	2009.02	6,664	2009 年 6 月投产
	庆富 1 号	72	1100	2009.12	10,200	预计 09 年 12 月交船， 2010 年 6 月投入使用

	金枪鱼船	长度 (米)	总吨位 (万吨)	引进 时间	船只原值或 购买金额 (万元)	备注
	庆富 2 号	72	1100	2010.02	10,200	预计 2010 年 2 月交船, 2010 年 8 月投入使用
	大连 1 号	75	未知	2010.07	10,500	预计 2010 年 7 月交船, 2010 年底投入使用
	大连 2 号	75	未知	2010.11	11,500	预计 2010 年 11 月交船, 2011 年 4 月投入使用

资料来源：公司公告，招商证券，注，金枪鱼船通常每 3 年要进行一次大修，大修年份捕捞量为正常年份的 50-70%。

业绩超预期，仍相对低估，调高评级至强烈推荐 A

盈利模式有可持续性且长期竞争力显著，长期看好。一般来说，我国远洋捕捞企业三个利润来源：一是国家燃油补贴，二是比发达国家更为低廉的人力成本，三是才是正常的利润，拿 08 年公司 1.57 亿元净利润来简单分解，燃油补贴 5000 万元左右占 30%，根据人力成本较发达国家便宜 2/3 约 5000-6000 万也占 30%，剩余 40% 才为发达国家扣除国家补贴的正常利润。在全球范围内，前两者是国内企业的竞争优势，在全国范围内，第三点是公司的竞争优势，我们认为这三点在未来有较强的可持续性。

(1) 燃油补贴继续，公海渔业是国家重点支持的产业，每年都会根据油价情况提供燃油补贴。今年七部委首次推出了与成品油价格联动的油价补贴机制，柴油出厂价在每吨 3870 元到 5070 元时，政府负担差价部分的 50%，柴油出厂价高于每吨 5070 元时，高出的部分将由中央财政全额负担，较 08 年的 4500 元的基准，油价补贴力度实际是加大的。公司 07、08 年收到燃油补贴分别为 1942 万元及 5208 万元，考虑到目前油价相对去年低很多，我们预计今年燃油补贴在 3000 万元左右。

(2) 人力成本优势还将持续，相对国外高昂的人工费用，我国远洋捕捞人员的平均工资水平为发达国家的 10% 左右，不过，发达国家的船队一般不会全部雇佣发达国家的船员，除了几个关键职位如船长、轮机长等，其余都可雇佣第三世界国家的船员，这样组合后其人力成本大幅降低，不过如果再考虑休假待遇的差异（我国渔民出海一年时间都可以，国外渔民几个月就要休假一次，我国渔民等渔船回国检修同时休假，国外渔民休假要直升机从作业渔船上接走），这些成本合计起来看，发达国家的人工成本仍比发展中国家高 3 倍左右。08 年的油价高涨，发达国家船队基本将人力成本降至极限，而中国船员相对与陆地上其他工资水平仍有吸引力，工资水平大幅上涨可能性较低，中国企业人力成本的优势在远洋捕捞业乃至在整个农业中仍是中长期内最主要的竞争优势。

(3) 正常利润的丰厚得益于一线团队的稳定、船队规模优势。1) 远洋捕捞产量与效益和一线员工的经验息息相关，公司优秀一线捕捞人员的稳定性较高，公司称，优秀船长和轮机长至今仍罕有因待遇离职。公司的船长和轮机长是国内第一批到台湾学习的远洋捕捞人员，技术经验丰富，形成了良好的传帮带制度，虽然日本、韩国、台湾等公司常来高薪挖角，但由于公司给予各方面优厚的福利和荣誉，如五一劳动奖章、全国劳模、上海劳模等都向一线工作者倾斜，给其家庭成员相应安排、解决后顾之忧。2) 船队规模的扩大，将增进议价能力，其中竹荚鱼船队的规模优势也方便销售共同体做海上后勤工作，结成更紧密的战略关系。

09 年生产经营超预期，扩张加速，调高未来三年 EPS 至 0.98、1.20、1.38 元。如前文所述，竹荚鱼捕捞量超预期，订单签订后竹荚鱼业务的盈利基本锁定，预计 09 年竹荚鱼业务为公司贡献 80% 的毛利及 70% 的净利润，是公司今年业务增长的定心丸；金

枪鱼喜大于忧，忧的是两月禁捕影响捕捞量，喜的是多一条渔船，且鱼价回升速度好于预期，相应将 09 年 EPS 从 0.92 元调高至 0.98 元。考虑到金枪鱼船队扩张计划加速、竹荚鱼盈利水平好于预期，相应调高未来两年预测从 1.02、1.05 元至 1.20 及 1.38 元，三年复合增长率为 21%。

投资评级上调为“强烈推荐 A”。从我们 5 月初推荐开创国际以来，股价已上涨 26%，不过考虑到金枪鱼价格上涨、新船在磨合期产量超预期等催化因素，我们按 PE20-25 倍定位，目标价上调到 20-25 元，同时上调评级至强烈推荐 A；相对国际同行，公司拥有燃油补贴、人力成本等优势能持续，全球远洋渔业有从发达国家渔企向中国等发展中国家渔企转移的趋势，相对国内同行，公司一线员工稳定性及船队规模优势突出，故公司值得长期关注。

表 5、开创国际销售收入结构预测

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	696	740	1,030	1,019	1,214	1,437
竹荚鱼	531	527	686	692	790	913
金枪鱼	167	214	340	284	368	464
鱼柳加工	-	-	4	42	55	61
收入增长率	-	6%	39%	-1%	19%	18%
竹荚鱼	-	-1%	30%	1%	14%	16%
金枪鱼	-	28%	59%	-16%	30%	26%
鱼柳加工	-	-	-	1041%	30%	10%
毛利	318	348	416	429	499	575
竹荚鱼	208	271	295	346	384	430
金枪鱼	57	77	129	88	114	143
鱼柳加工	-	-	-8	-5	1	2
毛利增长率	-	9%	20%	3%	16%	15%
竹荚鱼	-	30%	9%	17%	11%	12%
金枪鱼	-	34%	68%	-32%	30%	26%
鱼柳加工	-	-	-	-33%	-121%	65%
毛利率	46%	47%	40%	42%	41%	40%
竹荚鱼	39%	51%	43%	50%	49%	47%
金枪鱼	34%	36%	38%	31%	31%	31%
鱼柳加工	-	-	-212%	-12%	2%	3%

资料来源：公司公告，招商证券

表 6、开创国际盈利预测总表

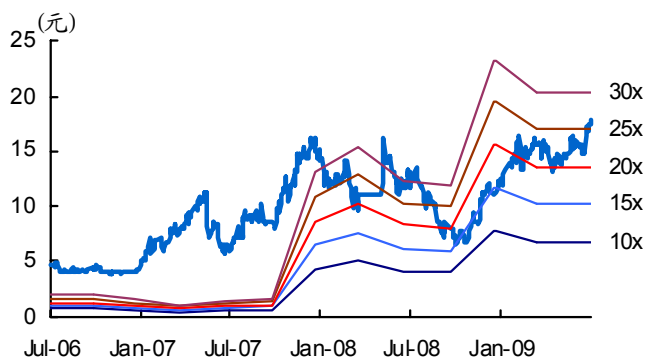
单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	696	740	1032	1022	1217	1441
营业成本	378	393	613	590	718	865
营业费用	184	197	241	181	195	215
销售毛利	134	151	178	251	303	360
管理费用	12	13	34	42	44	46
财务费用	1	1	28	37	47	71
营业利润	121	137	105	172	212	243
营业外收入	0	0	52	30	35	40
营业外支出	0.07	0.05	0.14	-	-	-
净利润	121	137	157	199	244	280
EPS	0.60	0.68	0.78	0.98	1.20	1.38

资料来源：公司公告，招商证券

风险因素

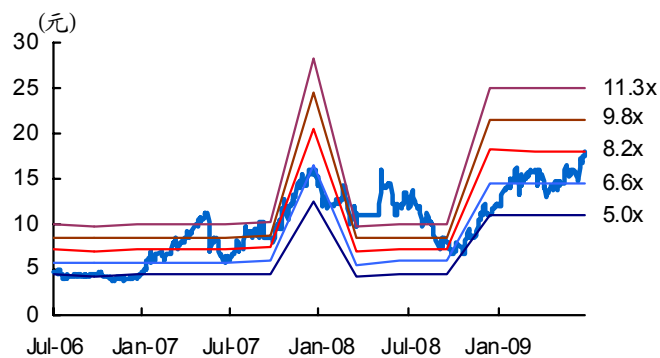
公司三头在外——资源在外，生产在外、销售在外的模式面临的主要风险有：业务在海外不易监控；风暴、海盗等不可抗力；鱼群洄游路线的改变；鱼价及燃油价格的大幅波动。

图 1：开创国际历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：开创国际历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

1、《开创国际（600097）- 远洋捕捞翘楚》2009/5/11

首次覆盖的深度报告，对金枪鱼价格波动进行详细论证，业绩稳定性和较确定的扩张步伐是推荐理由。

2、《农业 2009 年中期投资策略 - 下半年还能吃到便宜的猪肉吗？》2009/6/15

重点推荐开创国际、高金食品和南宁糖业三家公司。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	166	254	247	246	424
现金	16	46	50	50	189
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	4	4	4	5
其它应收款	23	0	0	0	0
存货	94	117	142	129	155
其他	33	87	52	63	75
非流动资产	596	554	1765	1999	2201
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	544	552	1763	1996	2199
无形资产	0	0	0	0	0
其他	52	2	2	2	2
资产总计	762	808	2012	2244	2626
流动负债	256	359	733	623	576
短期借款	0	150	381	259	200
应付账款	74	55	52	63	76
预收账款	1	0	0	0	0
其他	181	154	300	300	300
长期负债	0	0	50	300	600
长期借款	0	0	50	300	600
其他	0	0	0	0	0
负债合计	256	359	783	923	1176
股本	410	410	203	203	203
资本公积金	0	0	941	941	941
留存收益	95	42	89	181	309
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	506	449	1229	1322	1449
负债及权益合计	762	808	2012	2244	2626

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	120	197	620	571	621
净利润			199	244	280
折旧摊销			231	266	297
财务费用			37	47	71
投资收益			0	0	0
营运资金变动			152	14	(28)
其它			1	(1)	1
投资活动现金流	(524)	(155)	(500)	(500)	(500)
资本支出			(500)	(500)	(500)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	0	(1)	(116)	(71)	18
借款变动			281	129	241
普通股增加			(207)	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(152)	(152)	(152)
其他			(37)	(47)	(71)
现金净增加额	(404)	41	4	0	139

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	740	1032	1022	1217	1441
营业成本	393	618	590	718	865
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	197	241	181	195	215
管理费用	13	34	42	44	46
财务费用	1	28	37	47	71
资产减值损失	0	6	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	137	105	169	209	240
营业外收入	0	52	30	35	40
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	137	157	199	244	280
所得税	0	0	0	0	0
净利润	137	157	199	244	280
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	137	157	199	244	280
EPS (元)	0.68	0.78	0.98	1.20	1.38

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	6%	39%	-1%	19%	18%
营业利润	13%	-23%	60%	24%	15%
净利润	13%	15%	27%	23%	15%
获利能力					
毛利率	47.0%	40.2%	42.3%	41.0%	39.9%
净利率	18.5%	15.2%	19.4%	20.1%	19.4%
ROE	54.8%	70.8%	16.2%	18.5%	19.3%
ROIC	27.2%	22.2%	12.4%	13.6%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	33.6%	44.4%	38.9%	41.1%	44.8%
净负债比率	0.0%	18.6%	21.4%	24.9%	30.5%
流动比率	0.6	0.7	0.3	0.4	0.7
速动比率	0.3	0.4	0.1	0.2	0.5
营运能力					
资产周转率	1.0	1.3	0.5	0.5	0.5
存货周转率	4.7	5.9	4.6	5.3	6.1
应收帐款周转率		569.7	286.3	316.0	315.2
应付帐款周转率	9.1	9.6	11.1	12.4	12.4
每股资料(元)					
每股收益	0.68	0.78	0.98	1.20	1.38
每股经营现金	0.29	0.48	3.06	2.82	3.07
每股净资产	1.23	1.09	6.07	6.52	7.15
每股股利	0.14	0.75	0.75	0.75	0.75
估值比率					
PE	25.6	22.3	17.8	14.5	12.6
PB	14.0	15.8	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	21.2	20.9	10.1	8.4	7.2

资料来源：公司报表、招商证券，注：07、08 年为开创远洋备考报表

敬请阅读末页的重要说明

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得 2005、2006、2007 年度《新财富》最佳分析师食品饮料行业第一名，2008 年度第二名，2005 年度最佳分析师农林牧渔行业第三名。

黄璐：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。