

朱卫华 0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn

黄珺、董广阳 0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn

2009年8月11日

开创国际(600097.SH)/19.97元

中报业绩符合预期，维持强烈推荐

农林牧渔

目标估值：20-25元

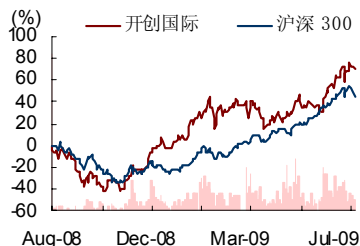
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3261
总股本(万股)	20260
已上市流通股(万股)	9952
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	19
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	41.6
资产负债率	53.5%
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	18	34	50
相对表现	12	-25	19



相关报告

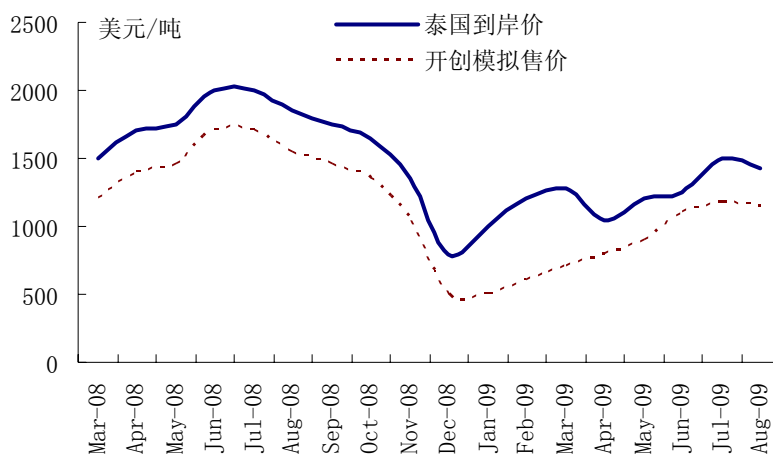
- 1、《开创国际(600097)-竹荚鱼保底，金枪鱼增色》2009/7/17
- 2、《开创国际(600097)-远洋捕捞翘楚》2009/5/11 深度报告
- 3、《农业2009年中期投资策略-下半年还能吃到便宜的猪肉吗?》2009/6/15

- 上半年业绩 0.25 元，实际业绩 0.31 元，符合我们预期及公司计划。上半年公司实现销售收入 3.96 亿元，同比下降 1.6%，较预算则高出 22.3%；实现净利润 5075 万元，同比下滑 47%，不过加上未到账的上半年 1200 万元燃油补贴款，EPS0.31 元，完成预算 EPS0.307 元（对应全年预算目标 0.92 元）。
- 竹荚鱼出船时间增加捕捞量上升 10%以上，为全年业绩贡献增长奠定基础。上半年竹荚鱼销售收入为 2.66 亿元，小幅增长 2%，毛利率 56%，毛利提高 3 个百分点。4 月签订竹荚鱼订单，鱼价、油价齐降提高毛利率，鱼价下滑 6%（我们估算订单价格 990 美元/吨），推算上半年竹荚鱼捕捞量增长约 12%，为全年 10%销量增长及 20%净利增长预测奠定了坚实的基础。虽然上半年竹荚鱼渔场鱼群位置偏移，单位时间的捕捞量受到影响，但公司今年通过缩短修船时间使 5 艘船提前 40 天到达渔场。目前国内修船条件逐渐成熟，在综合考虑员工休假、各大港口修船费用、修船时间等，公司往后会尽量在国内修船，作业时间的增长可以持续。
- 金枪鱼（鲣鱼）业务加速回暖。上半年金枪鱼销售收入 1.27 亿元，下滑 8%，毛利率 16%，下滑 23 个百分点，毛利 2010 万元，下滑 63%，鱼价低位是重要原因。不过目前该业务已加速回暖：一是价格加速回升，从 1 月份 500 美元/吨逐月 100 美元/吨左右提升至 7 月份的 1100-1200 美元/吨，二是因 LOJET 号及金汇 6 号整修及大修时间缩短，捕捞量同比大幅增长 70-80%。
- 金枪鱼 8、9 月份禁捕利空不大。下半年首先 7 月份开场捕捞势头喜人，8、9 月份禁捕虽会影响捕捞量，但也不必过分担忧：一、禁捕只是禁用投放人工浮物吸引鱼群的“流木法”，仍可用“浮水法”；二、浮水法是靠人工了望来发现鱼群，虽费工费时，中国渔船人工成本低则显出优势；三、浮水法捕鱼虽较困难，但发现的是自然鱼群，发现概率低但鱼群大，流木法属诱捕，鱼群小；四是整个太平洋鲣鱼产区几乎都禁捕，若 8、9 月份产量显著下滑，鲣鱼价格很可能继续大幅上涨。此外，LOJET 号 6 月份正式投入工作，捕捞量远超预期，若是禁捕影响原船只 8、9 两个月捕捞量 30%（折全年捕捞量 10%），LOJET 号的产量完全可以弥补。
- 维持“强烈推荐 A”评级。维持未来三年 0.98、1.20、1.38 元的盈利预测，公司业绩增长主要靠船队扩容（现有四条金枪鱼船在造），增速相对平稳，并不出色，然股票 PE 定位是目前农业股中最低水平，故维持“强烈推荐”评级。

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	29.4	25.6	20.4	16.6	14.5
PB	16.2	18.3	3.3	3.1	2.8

资料来源：招商证券，注：07、08年为开创远洋备考报表

图 1、泰国鳕鱼到岸价及开创国际鳕鱼模拟售价比较（2008.5-2009.8）


资料来源：招商证券

表 1、开创国际销售收入结构预测

单位：百万元	2006	2007	1H08	2008	1H09	2009E	2010E	2011E
营业收入	696	740	399	1,030	393	1,019	1,214	1,437
竹荚鱼	531	527	261	686	266	692	790	913
金枪鱼	167	214	139	340	127	284	368	464
鱼柳加工	-	-	-	4	0.22	42	55	61
收入增长率	-	6%		39%	-2%	-1%	19%	18%
竹荚鱼	-	-1%		30%	2%	1%	14%	16%
金枪鱼	-	28%		59%	-8%	-16%	30%	26%
鱼柳加工	-	-		-	-	1041%	30%	10%
毛利	318	348	200	416	169	429	499	575
竹荚鱼	208	271	146	295	149	346	384	430
金枪鱼	57	77	54	129	20	88	114	143
鱼柳加工	-	-	-	-8	0.04	-5	1	2
毛利增长率	-	9%		20%	-15%	3%	16%	15%
竹荚鱼	-	30%		9%	3%	17%	11%	12%
金枪鱼	-	34%		68%	-63%	-32%	30%	26%
鱼柳加工	-	-		-	-	-33%	-121%	65%
毛利率	46%	47%	50%	40%	43%	42%	41%	40%
竹荚鱼	39%	51%	56%	43%	56%	50%	49%	47%
金枪鱼	34%	36%	39%	38%	16%	31%	31%	31%
鱼柳加工	-	-	-	-212%	19%	-12%	2%	3%

资料来源：公司公告，招商证券

表 2、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

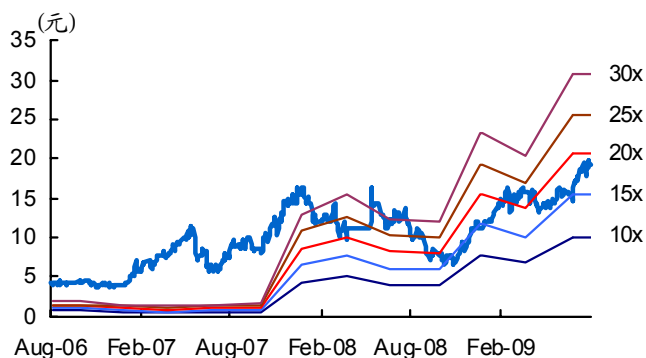
资料来源：公司公告，招商证券

表3、开创国际单季度利润表

单位：百万元	08Q1	08Q2	09Q1	09Q2
一、营业总收入	65	335	54	342
二、营业总成本	46	258	54	291
其中：营业成本	39	161	38	187
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	3	87	6	92
管理费用	3	5	8	6
财务费用	1	5	3	6
资产减值损失	0	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
四、营业利润	19	77	-1	52
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
五、利润总额	19	77	-1	52
减：所得税	0	0	0	0
六、净利润	19	77	-1	52
减：少数股东损益	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	19	77	-1	52
EPS	0.092	0.380	-0.004	0.254
主要比率				
毛利率	40%	52%	28%	45%
营业利润率	29%	23%	-1%	15%
净利率	29%	23%	-1%	15%
营业费率	60%	48%	72%	55%
管理费率	5%	2%	14%	2%
实际税率	0%	0%	0%	0%
YOY				
收入增长率			-17%	2%
营业利润增长率			-104%	-33%
净利润增长率			-104%	-33%

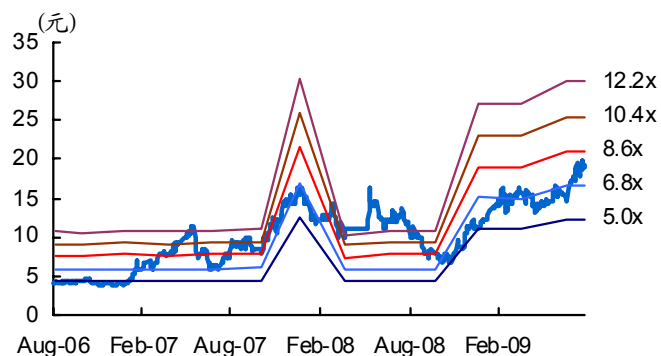
资料来源：招商证券，公司公告

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）- 竹荚鱼保底，金枪鱼增色》2009/7/17
调研报告，因竹荚鱼全年订单及金枪鱼价格恢复好于预期，调高盈利预测及目标价。
- 2、《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。
- 3、《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

资料来源：公司报表、招商证券

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	29.4	25.6	20.4	16.6	14.5
PB	16.2	18.3	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA	21.4	21.1	10.2	8.5	7.3

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。