

增 持 维持

獐子岛 (002069)

2009 年 8 月 12 日

业绩拐点确立

农林牧渔&食品行业分析师: 丁频

dingpin@htsec.com

021-23219405

消费组助理分析师: 郭世凯

guosk@htsec.com

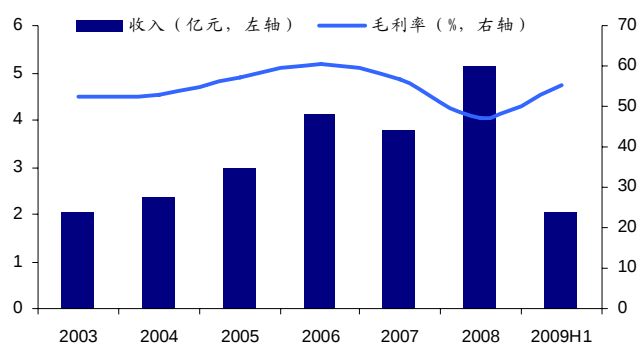
021-23219269

事件: 公司今日发布半年报, 2009 年上半年公司实现营业收入 5.53 亿元, 营业利润 4761 万元, 归属母公司股东的净利润 4021 万元, 同比分别增长 50.04%、18.09%和 14.75%, 实现每股收益 0.18 元; 二季度实现营业收入 3.09 亿元, 营业利润 2729 万元, 净利润 2101 万元, 同比分别增长 39.2%、27.0%和 23.0%。

点评:

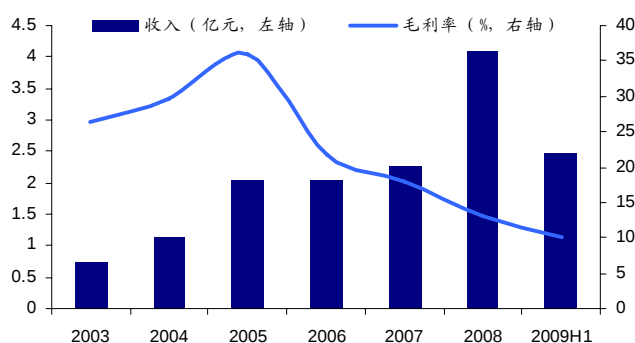
业绩拐点确立。在之前的调研报告中我们提到, 受暖冬、风暴潮、人民币升值、金融危机等等因素的影响, 公司自从上市以来的经营业绩始终处于下滑态势。但是随着三龄扇贝产、销量的快速增长以及水产加工业务的渐有起色, 我们认为今年将是公司否极泰来的一年。半年报中的数据较好的印证了我们的观点, 此次业绩增长也是公司上市以来实现的首次半年增长。分季度来看, 1、2 季度净利润分别增长 6.91%和 23%, 表明经济危机的影响已经逐步减弱。收入增长速度高于利润是由于去年 2 季度末才并表了海石公司, 从少数股东损益为负我们预计海石公司上半年业绩依然疲软, 但也印证了公司业绩的真实增长。

图 1 水产养殖业务收入和毛利率



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 2 水产加工业务收入和毛利率



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

上半年水产养殖业务实现销售收入 2.05 亿元, 同比增长 21.56%, 各产品情况如下:

扇贝销量快速增长, 价格虽同比略降, 但环比已显著回暖。上半年扇贝品种的收入为 2.08 亿元, 同比增长了 10.9%。其中销鲜收入 1.27 亿元, 同比小幅增长。上半年销售价格由于金融危机的后续影响同比继续下降, 由此我们判断销鲜的数量同比增幅较大。我们维持之前在调研报告中的判断: 今明两年由于收获面积的增长, 扇贝的销鲜数量将会有明显增长。当前, 扇贝的价格已经恢复至去年 20 元/公斤均价水平。因此, 我们认为下半年扇贝对公司的利润贡献会比上半年更明显。扇贝加工品实现收入大致为 0.64 亿元, 同比增长 30%左右, 其中, 半壳贝、柱连籽的销量增长了 50%以上, 加工品收入的大幅增长也是公司营销体系不断完善之后的自然结果。总体而言, 随着经济回暖以及当地浮筏养殖户受灾带来的供给环境的改善, 我们预计公司扇贝全年的毛利率同比略有增长。

海参价格大幅下降，但销量增长较快。从威海水产品市场的海参价格走势来看，今年上半年海参均价约同比下降 33%左右。公司的底播海参虽然一般比较威海地区价格高出 20%左右，但价格走势比较类似，因此上半年海参的毛利率大幅下降了 48.43 个百分点。但海参的销售收入同比增长了 108.85%。根据我们了解海参的销鲜收入在 1200 万元左右，同比上升近 30%，因此收入的大幅增长更多地来源于加工品的增长，有部分销量是上年的存货。由于公司养殖海参的海域已趋稳定，因此估计海参全年的销量将变化不大。同时随着经济的不断回暖，预计下半年海参的毛利率将会有所回升。

鲍鱼提前捕捞促使收入快速增长。公司鲍鱼以浮筏鲍为主，捕捞旺季一般在每年的 3 季度。由于今年 6 月份提前上市销售，因此造成收入大幅增长了 287.29%。同时，今年 4、5 月份，福建平潭龙王头、闽江口定海湾、连江黄岐等处海域发生了大规模赤潮，造成莆田南日等鲍鱼主产区的贝苗和成品鲍大量死亡。供给量的快速减少促使全国鲍鱼价格触底反弹，从而造就了公司上半年鲍鱼的毛利率实现了同比上升。

日本经济低迷拖累海胆出口。公司的海胆主要是加工后出口日本为主，由于经济危机拖累日本经济，公司上半年的海胆收入大幅下滑了 76.97%。随着经济的不断回暖，预计下半年的海胆出口将会有所好转。

营销体系逐渐完善推动加工业务快速发展。公司以市场+资源为目标，近年来对营销体系不断改革完善，目前已小有起色，从而为加工业务的发展和拓展奠定了较好的基础。上半年加工业务收入增长 49.7%，很大程度上得益于产量快速扩大后较好的市场承接能力，并且在薄利促销的背景下毛利率还保持了同比持平，毛利率 9.94%。

销售费用增长较快。公司的营销建设也同样反应在了销售费用的快速增长上，上半年销售费用为 4226 万元，同比增长 53.1%，只是在收入大幅增长的背景下，销售费用率为 7.64%，仅同比增长 0.15 个百分点。管理费用和财务费用则比较温和，仅同比增长 11.4%和 23.8%，费率为 6.78 和 2.6，同比下滑 2.35 和 0.55 个百分点。

盈利预测及投资建议。我们预计公司 09-11 年的 EPS 为 0.65、0.89 和 1.18 元，鉴于公司拥有的无法复制的资源优势、未来步入快速增长的通道以及明年股权激励行权条件的认定，维持“增持”评级。

表 1 未来三年盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(万元)	100699	122486	152104	191160
减：营业成本(万元)	70311	85888	104891	130125
营业税金及附加(万元)	158	245	304	382
主营业务利润(万元)	30230	36353	46909	60652
减：营业费用（销售费用）(万元)	6440	8207	9887	12425
管理费用(万元)	8050	8819	10647	13381
财务费用(万元)	1960	3062	3803	4779
资产减值损失	262	0	0	0
加：公允价值变动损益（万元）	0	0	0	0
投资收益(万元)	222	250	300	300
营业利润(万元)	13738	16515	22872	30367
营业外收入(万元)	761	800	800	800
减：营业外支出(万元)	327	400	400	400
利润总额(万元)	14173	16915	23272	30767
减：所得税(万元)	1655	2030	2793	3692
净利润	12517	14886	20480	27075
减：少数股东损益(万元)	-5	100	300	400
归属于母公司净利润(万元)	12522	14786	20180	26675
加权股本(万股)	22620	22620	22620	22620
EPS	0.554	0.654	0.892	1.179
主要比率（%）				
毛利率	30.18	29.88	31.04	31.93
营业费用率	6.40	6.70	6.50	6.50
管理费用率	7.99	7.20	7.00	7.00
财务费用率	1.95	2.50	2.50	2.50
营业利润率	13.64	13.48	15.04	15.89
实际税率	1.64	1.66	1.84	1.93
净利率	12.44	12.07	13.27	13.95
YOY（%）				
收入增长率	56.99	21.64	24.18	25.68
营业利润增长率	-18.85	20.21	38.49	32.77
净利润增长率	-25.34	18.08	36.48	32.19

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

丁频：农林牧渔&食品行业

重点研究上市公司：登海种业、南宁糖业、通威股份、北大荒、双汇发展、伊利股份、光明乳业、顺鑫农业、好当家、獐子岛、中粮屯河。

郭世凯：消费组助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。