

湘财证券研究所

消费品研究小组

于青青

Tel: 021-68634518-8306

E-Mail: yqq2836@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

事件:

随着近日持续低温寒潮天气频发,我国渤海、黄海海域遭遇了近 30 年来最为严重的海冰灾害,我们就此事和公司进行了电话沟通。

点评:

此次环渤海冰情是近 30 年来同期最为严重的一次,其主要特征是发生时间早、发展速度快、分布范围广。根据观测数据显示,环渤海及黄海北部进入严重冰期时间较往年提前了半个月左右;由初生冰期到严重冰期时间很短,有些地区仅为 1-2 天;海冰分布范围比往年同时期明显增大,目前,辽东湾浮冰最大外缘线达到 70 多海里,莱州湾和渤海湾浮冰最大外缘线均在 30 海里左右,渤海海域结冰面积已经达到 3 万平方公里,约占渤海海面的 40%。

虾夷扇贝养殖有符伐和底播两种。我们认为此次结冰灾害会对符伐养殖的虾夷扇贝产生一定的影响,而对底播扇贝产生的影响相对较小。由于底播养殖是在 15-25 米深的海底,所以海面结冰对底播养殖的虾夷扇贝的影响较小。公司目前 90% 的虾夷扇贝都采用底播方式养殖,从目前情况来看,公司的养殖区域内并未出现大面积海面结冰情况,未对公司虾夷扇贝养殖产生影响。

而符伐养殖于底播养殖不同,主要是通过多层立体格网笼,充分利用不同海水层,实现虾夷扇贝亩产成倍增长。海面结冰除了会破坏符伐之外,还会缩减海洋中的透光层,并造成海洋造氧功能下降。但是由于符伐扇贝养殖基本都在岸边,比较容易采取补救措施,且从 1 月 17 日开始,连续三天气温出现了明显的回升,使得各地养殖户通过采取破冰、符伐下沉和向海水中打氧等方式来应对此次的海面结冰现象,所以虽然此次海水结冰为 30 年最严重的一次,但截止到目前,还未收到出现大规模符伐扇贝死亡的消息。

虽然从 1 月 17 日开始,气温开始出现了较为明显的回暖,但是此次气温回暖只是暂时的,根据国家海洋预报中心的预报,由于近日还有较强冷空气影响环渤海地区,带来大风降温天气,1 月 20 日开始渤海和黄海北部海冰范围将明显增长。如果海面结冰速度超出预期,使得破冰工作进展缓慢,则会给符伐扇贝带来较大的影响。我们会继续密切关注海面冰冻情况。

目前公司虾夷扇贝价格已经上涨到 26 元/公斤,继 09 年 11 月份的 24 元/公斤上涨了 8%,我们认为 2010 年公司的虾夷扇贝价格将维持在 26 元/公斤左右,我们预计公司 09-11 年分别实现销售收入分别为 13.97 亿元,18.13 亿元和 23.77 亿元,归属母公司净利润分别为 1.99 亿元、2.63 亿元和 3.27 亿元,我们上调公司 09 年-11 年 EPS 至 0.88 元、1.16 元和 1.44 元。考虑到公司的成长性和拥有的大面积清洁水域的价值,我们给予公司 2010 年 40 倍 PE,继续维持公司“增持”评级,上调目标价位为 46.4 元。

表 1 虾夷扇贝养殖业务预测

	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
底播									
收获面积（亩）	95181	101200	134182	134206	134425	174753	218441	316739	478276
单产（公斤/亩）	86	85	82	92	70	75	90	100	105
虾夷扇贝产量（吨）	8214	8663	10990	12347	9510	13106	19660	31674	50219
符伐									
收获符伐数量（台）	NA	2697	4390	4500	2335	3000	4000	4500	5000
符伐产量（吨）	1500	1900	2300	2700	1401	1800	2400	2700	3000
平均价格（万元/吨）	2.3	2.48	2.82	2.87	2.82	2.61	2.40	2.55	2.62
销鲜率	0.63	0.58	0.53	0.71	0.58	0.70	0.67	0.65	0.6
总收入（百万元）	140.76	151.93	198.63	306.61	176.82	272.34	354.72	580.92	862.15

数据来源：湘财证券研究所

表 2 海参养殖业务预测表

	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收获面积（亩）	1400	2164	2571	2968	3116	3272	3763	4139	4967
投苗密度（头/亩）	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000
底播产量（万头）	151.20	233.71	293.09	293.83	299.17	353.40	428.99	471.89	566.26
单产（公斤/亩）	120	120	127	110	107	120	127	127	127
底播海参产量（吨）	168.00	259.68	325.66	326.48	332.42	392.67	476.65	524.32	629.18
平均价格（万元/吨）	12.64	12.87	12.98	14.49	19.04	15.00	13.50	16.20	17.80
销鲜比例	0.62	0.62	0.77	0.65	0.45	0.64	0.65	0.50	0.50
销售收入（百万元）	13.17	20.72	32.55	30.75	28.48	37.70	41.83	42.47	56.00

数据来源：湘财证券研究所

表 3 鲍鱼养殖业务预测表

	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
底播									
收获面积（亩）	270.00	799.00	609.00	760.00	776.00	802.00	805.00	808.00	808.00
投苗密度（头/亩）	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00
底播产量（万头）	12.15	49.38	74.18	61.56	65.18	57.74	57.96	59.63	59.63
单产（公斤/亩）	50.00	68.67	135.33	90.00	93.33	80.00	80.00	82.00	82.00
鲍鱼产量（吨）	13.50	54.86	82.42	68.40	72.43	64.16	64.40	66.26	66.26
符伐									
收获符伐数量（台）	120	170	250	270	1000	2003	2604	2916	3266
符伐产量（吨）	31.00	45.00	68.00	70.00	258.00	550.80	729.06	816.55	914.53
平均价格（万元/吨）	27.50	28.60	29.10	40.85	45.86	25.10	23.00	18.00	19.00
总收入（百万元）	12.24	28.56	43.77	56.54	137.78	153.74	182.50	158.90	186.35

数据来源：湘财证券研究所

表 4

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1228	1655	2161	2738	营业收入	1007	1397	1813	2377
现金	109	150	150	150	营业成本	703	963	1228	1621
应收账款	48	60	54	63	营业税金及附加	2	3	3	4
其他应收款	5	5	7	11	营业费用	64	88	117	146
预付账款	63	88	117	151	管理费用	81	91	127	178
存货	990	1343	1823	2355	财务费用	20	26	37	46
其他流动资产	13	8	9	10	资产减值损失	3	1	0	1
非流动资产	592	551	509	467	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	28	29	28	28	投资净收益	2	1	2	2
固定资产	479	444	405	365	营业利润	137	226	303	382
无形资产	34	34	34	34	营业外收入	8	8	9	8
其他非流动资	52	45	42	40	营业外支出	3	3	2	2
资产总计	1820	2206	2669	3205	利润总额	142	232	309	389
流动负债	455	691	841	1001	所得税	17	32	46	62
短期借款	315	530	651	756	净利润	125	199	263	327
应付账款	90	122	159	207	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	51	39	32	37	归属母公司净利	125	199	263	327
非流动负债	98	128	178	228	EBITDA	241	294	382	471
长期借款	98	128	178	228	EPS (元)	0.55	0.88	1.16	1.44
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	553	819	1020	1229	主要财务比率				
少数股东权益	17	17	17	17	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	226	226	226	226	成长能力				
资本公积	572	572	572	572	营业收入	57.0%	38.7%	29.8%	31.1%
留存收益	452	572	835	1161	营业利润	-18.9%	64.7%	33.7%	26.4%
归属母公司股东	1250	1370	1633	1960	归属于母公司净	-25.3%	59.2%	31.8%	24.3%
负债和股东权益	1820	2206	2669	3205	获利能力				
					毛利率(%)	30.2%	31.0%	32.2%	31.8%
					净利率(%)	12.4%	14.3%	14.5%	13.7%
					ROE(%)	10.0%	14.5%	16.1%	16.7%
					ROIC(%)	8.9%	11.5%	12.5%	12.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	30.4%	37.1%	38.2%	38.3%
					净负债比率(%)	75.02%	80.61%	81.53	80.29
					流动比率	2.70	2.40	2.57	2.74
					速动比率	0.52	0.45	0.40	0.38
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.69	0.74	0.81
					应收账款周转率	33	24	30	38
					应付账款周转率	9.81	9.12	8.77	8.86
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊	0.55	0.88	1.16	1.44
					每股经营现金流	-0.04	-0.46	-0.60	-0.49
					每股净资产(最新	5.53	6.06	7.22	8.66
					估值比率				
					P/E	75.87	47.67	36.16	29.08
					P/B	7.60	6.93	5.82	4.85
					EV/EBITDA	41	33	26	21

数据来源: 湘财证券研究所

财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。